

业绩保持高速增长，看好长期发展前景

——昭衍新药（603127）半年报深度跟踪

核心观点：

1. 事件：

半年报显示，公司 2018H1 实现营收 1.35 亿元，同比增长 42.21%；实现归属上市公司股东净利润 2243.97 万元，同比增长 84.17%；实现扣非归母净利润 1529.51 万元，同比增长 82.32%；实现 EPS 0.20 元。其中，2018Q2 公司营收 8349.15 万元，同比增长 9.74%；实现归母净利润 1366.88 万元，同比降低 28.44%；实现扣非归母净利润 971.51 万元；实现 EPS 0.12 元。

2. 我们的分析与判断

我们看好公司未来发展前景，一方面公司是国内医药外包临床前安评领域绝对龙头企业，设施规模国内领先，资质优势明显，业务经验丰富，在手订单充足。另一方面，通过投资设立/增资子公司与对外战略合作的方式，公司积极拓展业务领域，增厚整体实力，开拓潜在客户，助力长期可持续发展。

主营业务表现亮眼，在手订单充足，看好长期可持续发展。公司主营业务表现亮眼，毛利率略有下滑无碍业绩高速增长。在手订单充足，截止报告期内公司在手订单量约为 8.5 亿，相较去年同期增加约 42%。此外，医药研发外包行业景气度高，市场需求逐年增大。我们看好公司未来长期可持续发展。

设施规模扩大+行业资质优势+业务经验丰富，三轮驱动业绩增长。（1）设施规模持续扩大，设备系统不断优化。2018H1 公司新投入使用动物房近 3000 平方米。（2）国际化行业资质优势明显，公司是国内唯一拥有两个通过 GLP 认证机构的专业化临床前 CRO 企业。（3）业务能力突出，GLP 管理和临床前安评经验丰富。

积极拓展业务领域，增强整体竞争力。（1）投资设立子公司，培育新的利润增长点。（2）增资海外子公司，扩展境外业务。（3）与巨头企业战略合作，实现业务协同和优势互补。

股权激励范围广泛，人才激励机制逐步完善。（1）激励范围较为广泛。（2）旨在吸引和留住优秀人才，激发核心团队和技术团队积极性，利于公司长远发展。

我们看好公司未来业绩保持高速增长，预测 2018-2020 年归母净利润为 1.05/1.47/2.08 亿元，对应 EPS 为 0.91/1.28/1.81 元，对应 PE 为 57/41/29 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

昭衍新药(603127.SH)

推荐 首次覆盖

分析师

李平祝

☎：010-83574546

✉：lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515040001

王晓琦

☎：010-66568589

✉：wangxiaoqi@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130518080001

特此鸣谢

孟令伟

✉：menglingwei_yj@chinastock.com.cn

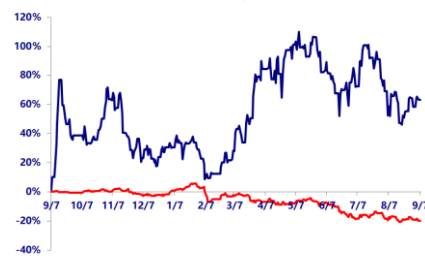
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2018-9-7

A 股收盘价(元)	51.78
A 股一年内最高价(元)	63.82
A 股一年内最低价(元)	30.22
上证指数	2702.30
市盈率-TTM	68.68
总股本(万股)	11499.46
实际流通 A 股(万股)	5580.95
限售的流通 A 股(万股)	5918.51
流通 A 股市值(亿元)	28.90

相对上证指数表现图



资料来源：中国银河证券研究院

目录

(一) 业绩保持高速增长，期间费用控制良好	2
1. 公司上半年业绩保持高速增长	2
2. 期间费用控制良好，毛利率略有下滑	2
(二) 主营业务表现亮眼，在手订单充足确保业绩可持续高增长	3
1. 主营业务表现亮眼，业绩保持高速增长	3
2. 在手订单充足，保障后期业绩	4
3. 医药研发外包行业景气度高，市场需求逐年增大	5
(三) 设施规模扩大+行业资质优势+业务经验丰富，三轮驱动业绩增长	5
1. 设施规模持续扩大，设备系统不断优化。	5
2. 国际化行业资质优势明显	6
3. 业务能力突出，GLP 管理和临床前安评经验丰富	6
4. 业务工作量明显增加，业务规模不断壮大	7
(四) 积极拓展业务领域，增强整体竞争力，看好长期可持续发展	8
1. 投资设立子公司，培育新的利润增长点	8
2. 增资海外子公司，扩展境外业务	9
3. 与巨头企业战略合作，实现业务协同和优势互补	9
(五) 股权激励范围广泛，人才激励机制逐步完善	11
(六) 投资建议	13
(七) 风险提示	13

（一）业绩保持高速增长，期间费用控制良好

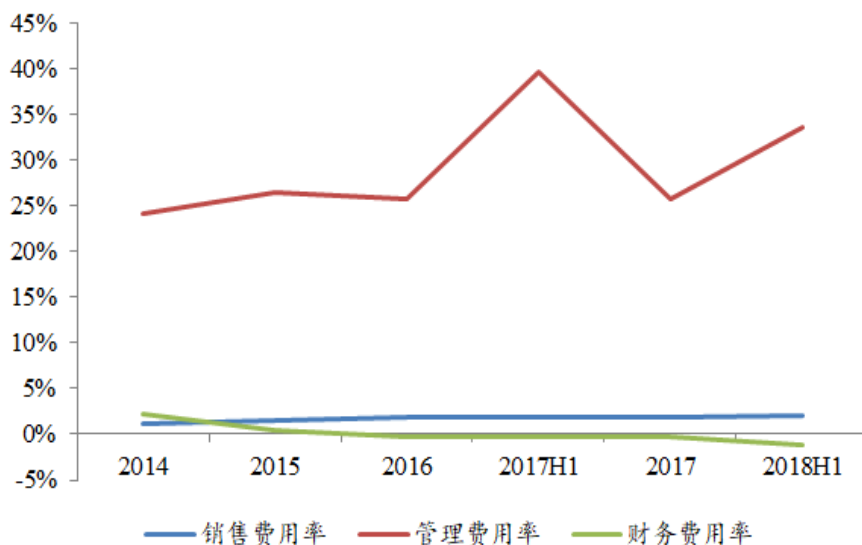
1. 公司上半年业绩保持高速增长

公司上半年业绩保持高速增长。公司上半年业绩保持高速增长。18H1 公司营业收入同比增长 42.21%，归母净利润和扣非归母净利润分别同比增长 84.17%和 82.32%。分季度来看，18Q2 营收 8349.15 万元（同比+9.74%，环比+61.70%），归母净利 1366.88 万元（同比-28.44%，环比 55.84%），扣非归母净利 971.55 万元（环比+74.13%）。二季度收入端和利润端绝对值较高但同比增速较低，我们推测原因主要系去年同期业绩波动较大所致，17Q1 订单没有按时结题，大多数订单确认收入是在 17Q2，导致 17Q2 收入和归母净利较高而 17Q1 收入和归母净利很低甚至出现亏损。整体来看，公司 18H1 业绩保持高速增长。

2. 期间费用控制良好，毛利率略有下滑

期间费用控制良好，毛利率同比略有下滑。从费用端来看，报告期内费用支出控制良好，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 2.09% (+0.19pp)、33.61% (-6.00pp)、-1.18% (-0.94pp)，我们认为公司运营效率提升，期间费用率明显下降（18H1 期间费用率为 34.52%，去年同期为 41.26%）。细分来看，销售费用 282.23 万元 (+56.78%)，主要系人力成本及办公费用增加所致；管理费用 4541.58 万元 (+20.66%)，增速低于营收增速；财务费用-160.49 万元 (+587%)，主要系利息收入增加及汇兑损益影响所致。经营性现金流净额 5741.27 万元，同比增长 61.33%，主要系业务增长收款增加所致。毛利率为 51.32% (-2.34)，较去年同期相比略有下滑。我们推测毛利率略有下滑的原因主要系一方面美元兑人民币的平均汇率高于去年同期，另一方面实验动物及附属产品销售业务毛利率大幅下降所致（实验动物及附属产品销售 18H1 毛利率 29.15%，同比下降 22.55pp）。

图 1：公司期间费用率情况



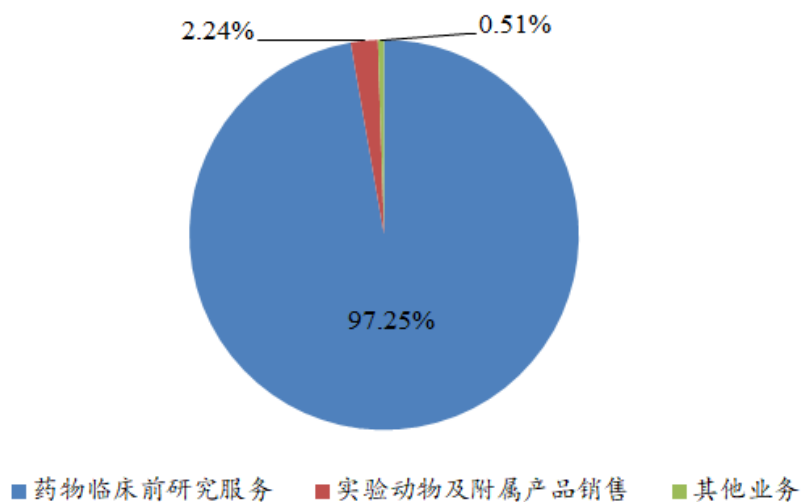
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）主营业务表现亮眼，在手订单充足确保业绩可持续高增长

1. 主营业务表现亮眼，业绩保持高速增长

主营业务表现亮眼，业绩保持高速增长。2018H1 公司实现营业收入 1.35 亿元（+42.21%），扣非归母净利润 1529.51 万元（+82.32%），毛利率 51.32（-2.34pp）。我们认为，业绩高速增长的原因主要系一方面 CRO 业务处于高景气时期业务订单丰富，另一方面公司设施规模扩大，服务能力加强，运营效率提升所致。推测毛利率略有下滑的原因主要系一方面美元兑人民币的平均汇率高于去年同期所致，另一方面实验动物及附属产品销售业务毛利率大幅下降所致。细分业务板块来看，药物临床前研究收入 1.31 亿元（+44.68%），毛利率 51.87%（-1.08pp）；实验动物及附属产品销售 301.95 万元（-20.32%），毛利率 29.15%（-22.55pp）；其他业务收入 69.10 万元（+76.92%），毛利率 43.19%。

图 2：2018H1 公司各板块业务营收占比

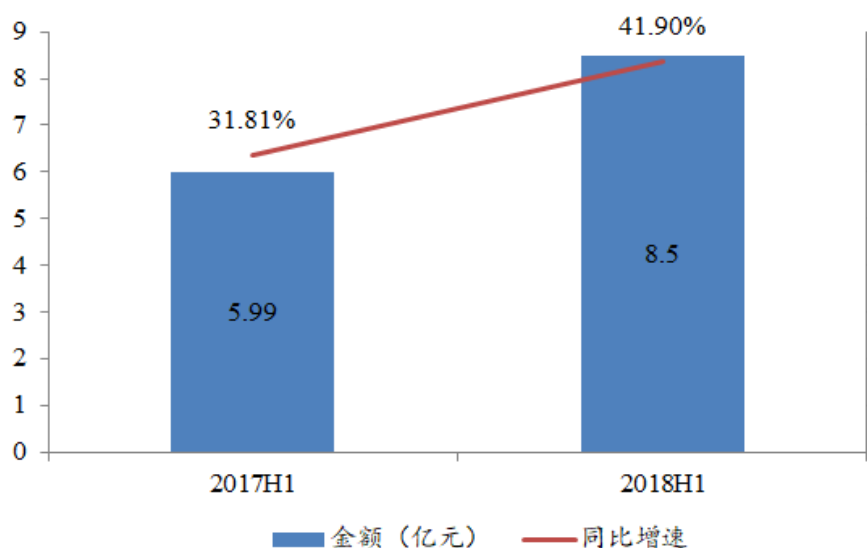


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2. 在手订单充足，保障后期业绩

在手订单充足，保障后期业绩。截止报告期内，公司在手订单量约为 8.5 亿，相较于去年同期增加约 42%。充足的在手订单为公司未来经营业绩提供了有效保障。

图 3：公司在手订单金额与同比增速



资料来源：公司公告，公司招股说明书，中国银河证券研究院

3. 医药研发外包行业景气度高，市场需求逐年增大

医药研发外包行业景气度高，市场需求逐年增大。主要表现在：（1）医药研发外包的服务需求持续增加。一方面，国家层面陆续出台相关政策扶持新药创制，研发企业对于新药研发的积极性大大提高，国内外药物研发投入热度持续上涨，另一方面，随着新药审批制度的日益严格以及新药研发难度高成本大，制药企业开始将越来越多的研发工作转移给医药外包公司。（2）国际注册需求大幅增加。国内医药外包公司国际化服务能力提升较快，使得国际注册更加便捷且成本降低，因此国内研发企业的国际注册需求大幅增加。我们认为，医药研发外包市场需求不断扩大，公司作为国内临床前研发外包龙头公司，未来业绩有望持续高速增长。

（三）设施规模扩大+行业资质优势+业务经验丰富，三轮驱动业绩增长

公司作为国内临床前研发外包龙头，具备多方位优势，主要表现在以下几个方面。

1. 设施规模持续扩大，设备系统不断优化。

设施建设方面，2018H1 公司新投入使用动物房近 3000 平方米，我们预计全年总体近 1.3 万平方米的产能扩展。同时，北京实验室设施改造正在进行。截止到报告期内，合计设施规模约 7.5 万平方米，投入使用设施规模 5.26 万平方米，其中动物饲养管理设施规模 3.56 万平方米，功能实验室与办公设施规模 1.7 万平方米。设备建设方面，2018H1 加大生物分析、眼科、呼吸与心血管药理等领域的设备投入，同时购买大批动物饲养设备，大大提高动物收容量。截止到报告期内，公司配备精良设备系统 600 多台，满足临检、分析、病理及细胞生物学等各类指标检测的要求。同时，公司建立先进的实验室信息化管理（LIMS）系统，一方面保证 GLP 依从性，另一方面使安评工作由科学研究性质转变为工业化生产流程，大幅提高效率。我们认为，公司设施规模持续扩大，设备系统不断优化，为业务顺利开展提供了坚实的硬件保障。

表 1：公司设施与设备建设情况（截止到 2018.8.30）

项目	建设情况	我们的理解
设施建设	➢ 2018H1 公司新投入使用动物房近 3000 平方米，预计全年总体近 1.3 万平方米的产能扩展。 ➢ 截止到报告期内，合计设施规模约 7.5 万平方米，投入使用设施规模 5.26 万平方米，其中动物饲养管理设施规模 3.56 平方米，功能实验室与办公设施规模 1.7 万平方米。	公司设施规模持续扩大，设备系统不断优化，为业务顺利开展提供了坚实的硬件保障。
	➢ 2018H1 加大生物分析、眼科、呼吸与心血管药理等领域的设备投入，同时购买大批动物饲养设备，大大提高动物收容量。	
设备建设	➢ 截止到报告期内，公司配备精良设备系统 600 多台，满足临检、分析、病理及细胞生物学等各类指标检测的要求。 ➢ 先进的实验室信息化管理（LIMS）系统。	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2. 国际化行业资质优势明显

2018年7月，公司通过CNAS认证检查，在生物制品、中药、化药和兽药方面的评价能力与质量管理体系得到进一步提升。截止到报告期内，公司具备中国CFDA的GLP认证、美国FDA的GLP检查、韩国MFDS检查、OECD的GLP认证且通过AAALAC认证与CNAS检查。与此同时，公司是国内唯一拥有两个GLP机构的专业化临床前CRO企业。我们认为，公司国际化行业资质优势明显，有助于承接更多客户合同，获得更大发展空间。

表 2：公司具备的行业资质（截止到 2018.8.30）

公司名称	资质认证	认证（检查）部门	通过时间	说明
北京昭衍	GLP 认证	CFDA	2005.7 通过认证、 2011.9、2014.10、 2017.12 通过定期检查	《药物非临床研究质量管理规范认证管理办法》规定，未获得 GLP 认证之机构不得从事非临床安全性评价服务； 认证批件编号为：GLP11005033，获 9 项资质认证。
	GLP 检查	美国 FDA	2009.8、2013.9	国内首批且两次通过美国 FDA 检查的 CRO 机构；FDA 检查组认为公司在实验设施、实验技术、人员 GLP 依从性等方面全方位符合 FDA 的 GLP 法规要求。
	GLP 检查	韩国 MFDS	2016.10	MFDS 检查组认为公司提交的毒理研究数据符合 GLP 要求
	AAALAC 认证（认证范围包括苏州昭衍）	AAALAC	2008.10 通过认证； 2011、2014、2017 通过 检查评估	与世界 500 强医药巨头相关的全球生物医药单位大多要求其医药产品的动物实验都将在 AAALAC 认证单位完成。
苏州昭衍	GLP 认证	CFDA	2013.2、2014.8、2017.3 通过定期检查	认证批件编号为：GLP13002052 和 GLP14005062，获 9 项资质认证。
	GLP 认证	OECD	2015.10 通过认证，2017 通过再次检查	认证批件号码：16/2017/DPL。
	GLP 检查	美国 FDA	2016.8	FDA 检查组认为公司在实验设施、实验技术、人员 GLP 依从性等方面全方位符合 FDA 的 GLP 法规要求。
	CNAS 检查	CNAS	2018.7	在生物制品、中药、化学药品、和兽药方面的评价能力和质量管理体系得到进一步提升。

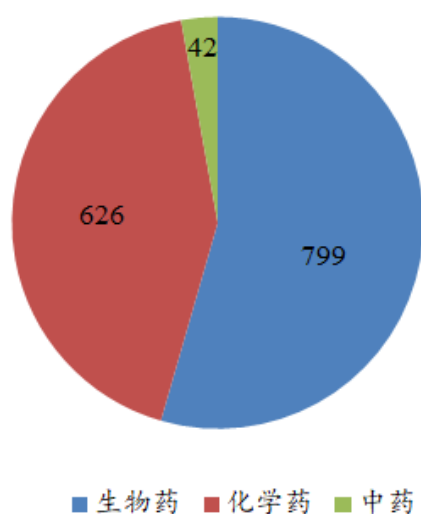
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

3. 业务能力突出，GLP 管理和临床前安评经验丰富

2015-2018H1，公司共完成近 1500 种新分子的临床前研究与评价试验，业务能力突出，GLP 管理和临床前安评经验丰富。主要表现在：a) 研究评价的药物种类丰富。2015-2018H1 共完成 799 个生物药、626 个化学药和 42 个中药的临床前研究。在承担新药和生物药临床前评价项目数量上均处于国内领先地位。b) 创新药评价经验丰富。已开

展超过 100 余个重大新药创制和其他国家计划支持的创新药项目，对于细胞治疗（包括 CAR-T）、基因治疗等复杂药物的评价也积累了丰富的经验。c) **给药途径丰富、实验动物种类广泛**。给药途径方面，除了系统给药以外，公司建立如眼部给药、吸入途径给药等给药技术，以满足创新药评价的需求。d) **国际注册经验丰富**。截止到报告期内，公司已按国际标准完成 200 余药物的系统评价工作以支持国际注册，这些药物目前已经进入或即将在国外进入临床试验。我们认为，公司 GLP 管理和临床前安评经验丰富，有助于把握评价要点，提高业务效率。

图 4：2015-2018H1 公司完成临床前研究的药物种类与数量

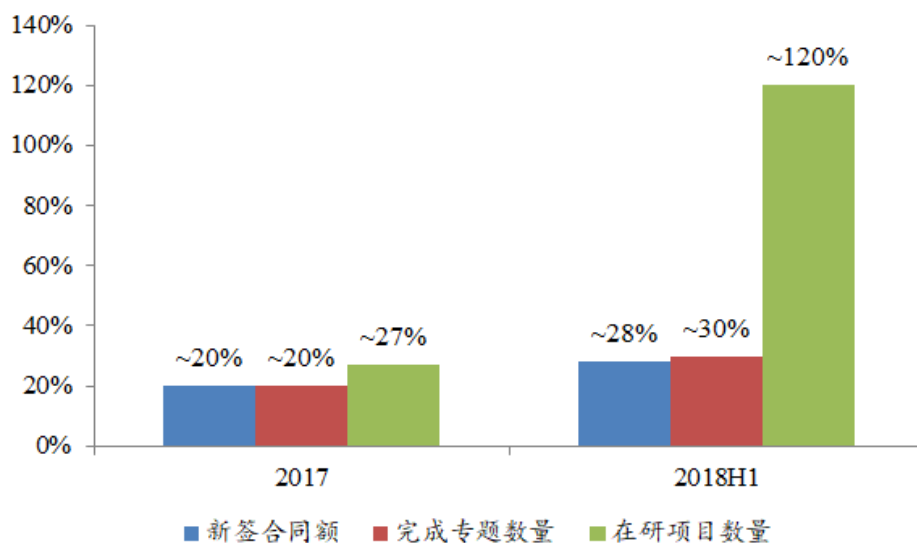


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

4. 业务工作量明显增加，业务规模不断壮大

2018H1 新签的合同比去年同期增长约 28%，完成的专题数量与在研项目数量比去年同期分别增长约 30%和 120%。一方面，公司战略合作客户显著增加，通过长期合作提升信任度，提高服务效率，实现双赢；另一方面队伍不断扩大，实验室通量提升，客户等待、排队的现象得到缓解，使更多紧急的项目得到合理安排，效率得到有效提升。三轮驱动效果明显，公司业务工作量明显增加，业务规模不断壮大。

图 5：公司新签合同、完成专题与在研项目同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（四）积极拓展业务领域，增强整体竞争力，看好长期可持续发展

2018H1，公司通过多种方式积极拓展业务领域，增强整体竞争力，助力未来长期可持续发展。运用的方式主要包括投资设立子公司，增资海外子公司以及与巨头企业战略合作。

1. 投资设立子公司，培育新的利润增长点

对外投资建设昭衍梧州新药评价中心项目，扩大华南地区影响力，增强临床前外包服务竞争力。8月29日，公司召开董事会全票通过投资建设昭衍（梧州）新药评价中心项目的议案，拟与广西梧州高新区管委会合作投资在广西梧州市投资建设昭衍（梧州）新药评价中心项目，发展以药理毒理学为主的新药临床前研究与评价服务平台及非人灵长类实验动物科学研究与生产设施。发展首期投资约为2亿元，总投资规模约为4亿元。总建筑面积约76420平方米，其中用于建设猴舍及相关配套设施的农用地建筑总面积约50000平方米，预计18年11月开工。我们认为本次投资一方面建设药理毒理学为主的新药临床前研究评价服务平台，有助于进一步提高药理毒理学临床前研究评价服务能力，开拓华南地区业务；另一方面建设猴舍新基地，有利于缩减外购大型实验动物成本，同时为在手订单的完成提供了非人灵长类实验动物数量和质量上的保障。从长期来看，投资建设昭衍（梧州）新药评价中心项目有利于扩大公司在华南地区的影响力，增强公司临床前研发外包竞争力。

对外投资设立子公司昭衍医药，开展临床研究服务，拓展业务领域，延伸产业链条，为客户提供更全面的服務。8月8日，公司投资1000万元设立全资子公司昭衍医药，主要从事临床医学研究服务。医药外包公司进行业务拓展是未来的发展趋势，众多医药外

包公司都在寻求扩大服务领域、形成一站式服务，以综合竞争实力去抗衡细分领域专业化竞争对手。如国内 CDMO 龙头企业凯莱英积极打造创新药研发生产一站式服务平台，建立全方位服务体系；CRO 龙头药明康德也在逐步完善药物分析与测试服务，积极推进新药临床前研发与申报一体化平台服务。我们认为，此次投资设立子公司昭衍医药，开展临床医学研究服务，有利于公司从临床前服务领域拓展到临床服务领域，可以为客户提供更全面的服务，提升公司医药研发外包服务的综合能力和整体竞争力，培育新的利润增长点。

对外投资设立子公司昭衍鸣讯，进入药物警戒服务领域，提升药物综合服务能力 and 整体竞争力，培育新的利润增长点。7 月 31 日，公司出资 1820 万元（占比 91%）联合其他投资者共同投资设立子公司昭衍鸣讯，注册资本 2000 万元，主要从事药物警戒服务。药物警戒是与发现、评价和预防药物不良反应或其他任何可能与药物有关问题的科学研究与活动，贯穿药物临床试验及上市后安全性管理，旨在保护患者（或药物临床试验参加者）的用药安全。随着 2017 年加入 ICH，我国药物警戒法规将与国际接轨，药物安全标准提升，药物不良反应监测加强。我们认为，此次投资设立子公司昭衍鸣讯，进入药物警戒服务领域，有助于拓展公司业务领域，为药物研发、药品生产企业及上市许可持有人提供专业化药物警戒技术服务，提升公司综合服务能力和整体竞争力，培育公司新的利润增长点。

2. 增资海外子公司，扩展境外业务

对全资子公司昭衍加州进行增资，拓展境外业务，利于扩大公司业务规模。8 月 29 日，公司召开董事会全票通过增资昭衍（加州）新药研究中心的议案，拟使用自有资金 3000 万美元对全资子公司昭衍（加州）新药研究中心进行增资，主要业务负责联络国际事务、国际化宣传推广以及向国外客户提供新药注册和技术咨询技术服务等。增资完成后公司对昭衍加州的投资额由 1000 万美元增至 4000 万美元，持股比例仍为 100%。我们认为，美国临床前动物实验需求旺盛，增资昭衍加州有利于公司拓展境外业务，扩大公司业务规模。

3. 与巨头企业战略合作，实现业务协同和优势互补

与国内领先的 CDMO 龙头企业凯莱英签订战略合作框架协议，实现业务协同和优势互补，为客户提供新药开发一站式服务。6 月 5 日，公司与凯莱英医药集团签署《战略合作框架协议》，计划就药物发现、临床前实验、临床试验、药品注册、规模化生产等方面开展深入合作。核心内容主要包括：（1）确认对方为自己的战略合作伙伴；（2）共同为双方客户提供新药开发一站式服务；（3）以客户共享开始，探索多种合作方式，协议期 3 年。凯莱英医药集团是国内领先的优质 CDMO 龙头企业，为国内外大中型药企提供药物研发、生产一站式 CMC 服务，具备强大的技术创新能力和出色的质量管理能力。根据框架协议，双方承诺为合作事项的技术、资金、商务、实验室资源、人员资源、生产能力资源等给予全力配合与支持。我们认为，此次与凯莱英医药集团合作，一方面有利于发挥双方在各自擅长领域的优势，实现业务协同和优势互补，为双方客户提供新药开发一站式服务；另一方面，通过客户资源共享，有利于公司开拓新的客户资源，尤其是海外

客户，有望开拓国际化发展路径。

表 3：2018H1 公司投资/增资子公司与对外战略合作情况

项目类型	对象	项目内容	我们的理解	时间
对外投资	昭衍 梧州	拟与广西梧州高新区管委会合作投资昭衍（梧州）新药评价中心项目，发展以药理毒理学为主的新药临床前研究与评价服务平台及非人灵长类实验动物科学研究与生产设施。发展首期投资约为 2 亿元。	一方面建设药理毒理学为主的新药临床前研究评价服务平台，有助于进一步提高药理毒理学临床前研究评价服务能力，开拓华南地区业务；另一方面建设猴舍新基地，有利于缩减外购大型实验动物成本，同时为在手订单的完成提供了非人灵长类实验动物数量和质量上的保障。从长期来看，投资建设昭衍（梧州）新药评价中心项目有利于扩大公司在华南地区的影响力，增强公司临床前研发外包竞争力。	2018.8.29
	昭衍 医药	投资 1000 万元设立全资子公司昭衍医药，主要从事临床医学研究服务。	开展临床医学研究服务，有利于公司从临床前服务领域拓展到临床服务领域，可以为客户提供更全面的服务，提升公司医药研发外包服务的综合能力和整体竞争力，培育新的利润增长点。	2018.8.8
	昭衍 鸣讯	出资 1820 万元（占比 91%）联合其他投资者共同投资设立子公司昭衍鸣讯，注册资本 2000 万元，主要从事药物警戒服务。	开展临床医学研究服务，有利于公司从临床前服务领域拓展到临床服务领域，可以为客户提供更全面的服务，提升公司医药研发外包服务的综合能力和整体竞争力，培育新的利润增长点。	2018.7.31
增资	昭衍 加州	拟对全资子公司昭衍加州增资 3000 万美元，主要业务负责联络国际事务、国际化宣传推广以及向国外客户提供新药注册和技术咨询技术服务等。	美国临床前动物实验需求旺盛，增资昭衍加州有利于公司拓展境外业务，扩大公司业务规模。	2018.8.29
合作	凯莱 英医 药集 团	签署《战略合作框架协议》，计划就药物发现、临床前实验、临床试验、药品注册、规模化生产等方面开展深入合作。	一方面有利于发挥双方在各自擅长领域的优势，实现业务协同和优势互补，为双方客户提供新药开发一站式服务；另一方面，通过客户资源共享，有利于公司开拓新的客户资源，尤其是海外客户，有望开拓国际化发展路径。	2018.6.5

资料来源：公司官网，招股说明书，中国银河证券研究院

（五）股权激励范围广泛，人才激励机制逐步完善

18年1月，公司推出股票期权与限制性股票激励计划。计划拟授予权益总计75.5万股，约占报告期内公司股本总额的0.923%，激励对象总人数129人，包括公司及控股子公司的董事、高级管理人员及核心技术（业务）骨干。其中，拟授予股票期权40万股，约占报告期内公司股本总额的0.489%，授予股票期权的行权价格为56.62元，激励对象125人，包括公司核心技术（业务）骨干。拟授予限制性股票35.5万股，约占报告期内公司股本总额的0.434%，授予价格为28.31元，激励对象90人，包括公司董事、高级管理人员、核心技术（业务）骨干。各期行权或解限条件为以2017年营业收入为基数，2018-2020营收增速分别不低于20%、44%、72.8%。达到行权或解限条件后，根据绩效考核确定个人行权或解限系数。我们对本次激励计划的理解如下：（1）激励范围较为广泛。本次激励对象共129人，激励范围覆盖公司及控股子公司董事、高级管理人员和核心技术（业务）骨干，激励范围较为广泛。（2）旨在吸引和留住优秀人才，调动激励对象积极性，有效地将股东、公司和经营者个人利益结合在一起，助力公司长远发展。对比公司近年营收业绩，本次行权或解限条件并不严苛，按时完成业绩考核是大概率事件，其实际目的在于调动激励对象积极性，将核心团队个人利益与公司发展相捆绑，提升运营效率。同时也向公众展示公司对人才的重视，有助于吸引更多人才的加入。（3）激励摊销费用对业绩影响不大。若3月授予，2018-2021年对应的摊销费用分别为661.77、332.42、101.57、12.31万元，对业绩影响不大，而且股权激励带来的业绩释放远高于摊销费用的增加。

表4：本次股权激励计划分配情况

分类	姓名	职务	获授类别数量 (万份)	占授予类别总 数的比例	占目前股本 总额的比例	行权/授予价 格(元)
股票期权	核心技术（业务）骨干（125人）		40.00	100%	0.489%	56.62
	合计（125人）		40.00	100%	0.489%	
限制性股票	左从林	董事、总经理	2.00	5.634%	0.024%	28.31
	孙云霞	副总经理	2.00	5.634%	0.024%	
	高大鹏	董事、财务负责人、董事会秘书	2.00	5.634%	0.024%	
	姚大林	副总经理	2.00	5.634%	0.024%	
	核心技术（业务）骨干（86人）		27.50	77.465%	0.336%	
	合计（90人）		35.50	100%	5.634%	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表 5：本次股权激励计划行权/解限条件及安排

分类	行权期/解限期	业绩考核目标	对应当年营收（百万元）	同比增速	行权/解限比例
股票期权	第一个行权期	以 2017 年营收为基数，2018 年营收增长率不低于 20%；	361.536	20.00%	50%
	第二个行权期	以 2017 年营收为基数，2019 年营收增长率不低于 44%；	433.843	20.00%	30%
	第三个行权期	以 2017 年营业收入为基数，2020 年营业收入增长率不低于 72.8%。	520.612	20.00%	20%
限制性股票	第一个解限期	以 2017 年营收为基数，2018 年营收增长率不低于 20%；	361.536	20.00%	50%
	第二个解限期	以 2017 年营收为基数，2019 年营收增长率不低于 44%；	433.843	20.00%	30%
	第三个解限期	以 2017 年营业收入为基数，2020 年营业收入增长率不低于 72.8%。	520.612	20.00%	20%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表 6：本次股权激励计划中授予部分对应摊销费用

授予种类	授予数量（万股）	需摊销总费用（万元）	2018 年（万元）	2019 年（万元）	2020 年（万元）	2021 年（万元）
股票期权	40	168.4	100.57	50.52	15.44	1.87
限制性股票	35.5	939.69	561.2	281.91	86.14	10.44
合计	75.5	1108.08	661.77	332.42	101.57	12.31

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(六) 投资建议

公司半年度业绩保持高速增长，同时完成研究项目、在研项目及新签合同数量均快速增长，且在手订单量充足，我们看好其业绩保持长期可持续增长。公司是国内医药外包临床前安全性评价领域绝对龙头企业，是国内唯一拥有两个 GLP 机构的专业化临床前 CRO 企业。一方面，公司设施规模国内领先，行业资质优势明显，业务能力突出，GLP 管理和临床前安评经验丰富，在手订单充足。另一方面，通过投资设立/增资子公司与对外战略合作的方式，公司积极拓展业务领域，开拓潜在客户，培育新的利润增长点，增厚整体实力。此外，医药外包行业景气度高，市场需求不断扩大。我们看好公司作为临床前安评外包龙头保持长期高速增长，预测 2018-2020 年归母净利润为 1.05/1.47/2.08 亿元，对应 EPS 为 0.91/1.28/1.81 元，对应 PE 为 57/41/29 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

(七) 风险提示

行业竞争加剧风险；核心技术人员流失风险；产能扩张不及预期。

附表 1. 主要财务指标

指标	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	206.61	241.81	301.28	411.14	576.56	810.03
营业收入增长率	11.79%	17.04%	24.60%	36.46%	40.23%	40.49%
归母净利润（百万元）	49.17	51.69	76.45	104.92	146.86	208.04
归母净利润增长率	0.36%	5.12%	47.89%	37.24%	39.97%	41.66%
EPS（元）	0.428	0.450	0.613	0.912	1.277	1.809
P/E	121.09	115.19	84.41	56.75	40.55	28.62
P/B	28.63	22.92	10.68	8.99	7.36	5.85
EV/EBITDA	38.31	35.67	36.03	22.36	16.14	10.95

资料来源：中国银河证券研究院

附表 2：公司财务报表（百万元）

报表预测（百万元）						
利润表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	206.61	241.81	301.28	411.14	576.56	810.03
减：营业成本	100.13	119.79	131.76	178.43	244.07	333.83
营业税金及附加	0.63	2.14	3.19	4.35	6.10	8.57
营业费用	3.13	4.38	5.75	10.28	17.30	28.35
管理费用	54.67	62.06	77.42	103.61	149.90	214.66
财务费用	0.73	-0.87	-0.94	-8.96	-13.58	-20.14
资产减值损失	0.17	0.66	1.58	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	-0.15	-0.09	1.86	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.52	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	46.99	53.55	84.90	123.43	172.77	244.75
加：其他非经营损益	10.69	7.46	-0.76	0.00	0.00	0.00
利润总额	57.68	61.01	84.14	123.43	172.77	244.75
减：所得税	8.51	9.32	13.60	18.52	25.92	36.71
净利润	49.17	51.69	70.54	104.92	146.86	208.04
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	49.17	51.69	70.54	104.92	146.86	208.04
资产负债表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	-35.67	25.71	306.40	490.45	717.06	1072.93
应收和预付款项	22.30	26.94	35.11	54.33	70.41	103.82
存货	51.79	64.37	92.24	86.21	157.88	175.99
其他流动资产	12.38	17.12	65.03	65.03	65.03	65.03
长期股权投资	0.16	0.07	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	269.93	306.20	285.49	292.50	298.96	304.83
无形资产和开发支出	43.18	42.25	42.91	37.59	32.27	26.95
其他非流动资产	15.41	3.44	10.64	9.85	9.06	9.06
资产总计	379.48	486.11	837.82	1035.96	1350.67	1758.62
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	171.13	225.92	280.03	373.25	541.10	741.01
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	171.13	225.92	280.03	373.25	541.10	741.01
股本	61.30	61.30	81.80	81.80	81.80	81.80
资本公积	59.61	59.61	261.04	261.04	261.04	261.04
留存收益	87.08	138.92	214.59	319.51	466.37	674.41
归属母公司股东权益	208.00	259.83	557.44	662.36	809.21	1017.25
少数股东权益	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35

股东权益合计	208.35	260.18	557.79	662.71	809.56	1017.61
负债和股东权益合计	379.48	486.11	837.82	1035.96	1350.67	1758.62
现金流量表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金净流量	105.88	118.14	120.84	229.17	272.51	401.18
投资性现金净流量	-44.52	-52.42	-223.67	-54.08	-59.49	-65.44
筹资性现金净流量	-49.51	2.33	227.13	8.96	13.58	20.14
现金流量净额	12.03	68.76	122.75	184.05	226.61	355.88

资料来源：中国银河证券研究院

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李平祝、王晓琦，医药行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：尚薇 010-83574522 shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：舒英婷 010-66561317 shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn