

评级: 买入(维持)

市场价格: 49.40

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

分析师: 崔少煜

执业证书编号: S0740522060001

Email: cuisy@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

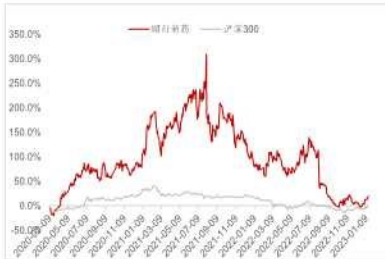
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1516.68	2267.97	3000.97	3977.21	4977.43
增长率 yoy%	40.97%	49.54%	32.32%	32.53%	25.15%
净利润(百万元)	557.46	1074.26	1112.42	1361.85	1635.99
增长率 yoy%	76.96%	92.71%	3.55%	22.42%	20.13%
每股收益(元)	1.04	2.01	2.08	2.54	3.05
每股现金流量	1.28	1.81	2.04	0.23	0.98
净资产收益率	7.81%	13.13%	12.53%	13.29%	13.76%
P/E	47.47	24.63	23.79	19.43	16.18
PEG	0.62	0.27	6.70	0.87	0.80
P/B	3.71	3.23	2.98	2.58	2.23

备注: 截止 2023 年 05 月 06 日

基本状况

总股本(百万股)	535.68
流通股本(百万股)	535.35
市价(元)	49.40
市值(百万元)	26,462.59
流通市值(百万元)	26,446.29

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 《昭衍新药 (603127.SH)-公司点评: 主业持续强劲, 订单持续亮眼, 2022Q4 单季度业绩创历史新高-买入-(中泰证券_祝嘉琦_崔少煜)》 2023.04.01

2、《昭衍新药 (603127.SH)-公司点评: 业绩超预期, 主业持续强劲, 单季度业绩创历史新高-买入-(中泰证券_祝嘉琦_崔少煜)》 2023.01.18

投资要点

- **事件: 公司发布 2023 年一季报, 2023 第一季度公司实现营业收入 3.69 亿元, 同比增长 36.32%; 归母净利润 1.88 亿元, 同比增长 49.79%; 扣非归母净利润 1.85 亿元, 同比增长 39.56%。**
- **业绩持续强劲, 毛利率略有增长。**①反映主业实际经营情况的扣非增速在去年同期高基数下维持快速增长: 2023Q1 扣非增长 39.56%, 我们预计主要系持续高增的新签订单不断释放所致 (2022 年新签订单同比+35%); ②实验室服务业务: 2023Q1 实验室服务业务贡献净利润 7011.63 万元, 同比增长 33.79%。③受规模效应持续扩大, 2023Q1 毛利率略有提升: 2023Q1 约 51.70% (+0.01pp)。
- **订单持续强劲, 管理能力不断优化。**源于 2023Q1 合同负债 14.63 亿元, 同比增长 16.5%, 我们预计 2023Q1 公司在手订单及新签订单有望持续稳健增长。费用率方面, 销售费用 536 万元 (+35.81%), 费用率 1.45%、同比下降 0.01pp。管理费用 7454 万元 (+16.61%), 费用率 20.18%、同比下降 3.41pp。研发费用 2761 万元 (+124.67%), 费用率 7.47%, 同比提升 2.94pp, 主要系研发投入加大所致。
- **盈利预测与投资建议:** 考虑公司订单持续稳健, 我们预计 2023-2025 年公司收入 30.01、39.77、49.77 亿元, 同比增长 32.32%、32.53%、25.15%, 利润端源于非人灵长类价格或有波动, 我们预计 2023-2025 年归母净利润 11.12、13.62、16.36 亿元, 同比增长 3.55%、22.42%、20.13%。国内临床前评价外包行业景气度高, 公司龙头地位稳固, 未来有望通过拓展海外市场与产业链纵向延伸带来长期成长性, 维持“买入”评级。
- **风险提示事件:** 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险 产能升级不及预期风险、核心技术人员流失风险、原材料供应及价格上涨风险、毛利率下降风险、Biomere 收购后整合不及预期风险、汇率波动风险。

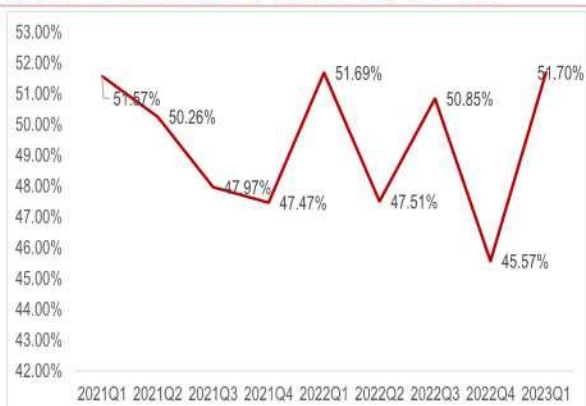
图表 1: 昭衍新药 2023Q1 主要财务指标变化 (单位: 百万元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

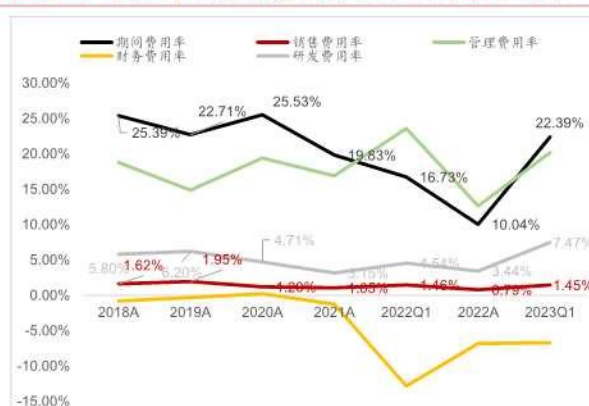
图表 2: 昭衍新药分季度财务数据 (单位: 百万元, %)

项目	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业收入	200.99	333.56	322.25	659.88	270.98	505.91	499.51	991.58	369.39
营业收入同比	29.91%	37.47%	37.62%	48.49%	34.82%	51.67%	55.01%	50.27%	36.32%
营业收入环比	-54.77%	65.96%	-3.39%	104.77%	-58.94%	86.70%	-1.27%	98.51%	-62.75%
营业成本	97.33	165.92	167.66	346.65	130.92	265.56	245.51	539.68	178.43
毛利率	51.57%	50.26%	47.97%	47.47%	51.69%	47.51%	50.85%	45.57%	51.70%
销售费用	3.20	4.06	4.36	4.36	3.95	4.24	4.21	5.62	5.36
管理费用	67.11	64.15	64.28	60.62	63.92	89.31	79.99	53.37	74.54
研发费用	9.88	11.98	13.16	12.74	12.29	13.19	24.57	27.93	27.61
财务费用	-67.80	117.01	-38.70	-29.67	-34.82	-50.79	-49.32	-19.76	-24.80
营业利润	107.80	66.06	107.68	361.34	139.83	280.83	297.12	507.86	214.37
利润总额	104.04	68.60	107.67	361.70	139.76	295.39	297.06	507.80	214.33
所得税	10.94	8.60	13.75	52.29	14.88	49.89	36.47	65.57	26.62
归母净利润	93.36	60.38	94.27	309.45	125.35	245.77	260.91	442.22	187.76
归母净利润同比	387.52%	6.83%	121.19%	57.30%	34.26%	307.05%	176.77%	42.90%	49.79%
归母净利润环比	-52.54%	-35.33%	56.14%	228.26%	-59.49%	96.07%	6.16%	69.49%	-57.54%
净利率	46.45%	18.10%	29.25%	46.90%	46.26%	48.58%	52.23%	44.60%	50.83%
扣非归母净利润	79.43	49.93	87.96	312.88	132.38	212.74	260.34	413.97	184.75
扣非归母净利润同比	437.42%	1.23%	155.26%	61.81%	66.66%	326.09%	195.97%	32.31%	39.56%
扣非归母净利润环比	-58.92%	-37.14%	76.18%	255.70%	-57.69%	60.70%	22.37%	59.01%	-55.37%
扣非净利率	39.52%	14.97%	27.30%	47.42%	48.85%	42.05%	52.12%	41.75%	50.01%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 昭衍新药毛利率概况 (单位: %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 昭衍新药期间费用率概况 (单位: %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 昭衍新药财务模型预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	5928	8124	9502	11016	营业收入	2268	3001	3977	4977
现金	2917	4769	5246	6046	营业成本	1182	1509	1895	2326
应收账款	199	318	419	463	营业税金及附加	9	15	19	23
其他应收款	8	18	22	27	营业费用	18	28	36	45
预付账款	37	57	67	84	管理费用	287	600	728	896
存货	2195	2333	3132	3761	财务费用	-155	-157	-205	-231
其他流动资产	573	629	616	635	资产减值损失	-3	-2	-2	-2
非流动资产	4436	3142	3152	3135	公允价值变动收益	350	314	100	30
长期投资	23	0	0	0	投资净收益	13	14	14	14
固定资产	590	658	644	590	营业利润	1226	1275	1562	1879
无形资产	300	300	300	300	营业外收入	15	10	11	11
其他非流动资产	3523	2185	2208	2246	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	10364	11266	12654	14152	利润总额	1240	1285	1573	1890
流动负债	1844	2129	2117	1975	所得税	167	172	211	254
短期借款	0	0	0	0	净利润	1073	1112	1362	1636
应付账款	127	164	190	224	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	1717	1965	1928	1750	归属母公司净利润	1074	1112	1362	1636
非流动负债	329	255	285	279	EBITDA	1178	1190	1440	1736
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.01	2.08	2.54	3.05
其他非流动负债	329	255	285	279					
负债合计	2173	2383	2402	2254	主要财务比率				
少数股东权益	7	7	7	0	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
股本	536	536	536	536	成长能力				
资本公积	5480	5266	5266	5266	营业收入	49.5%	32.3%	32.5%	25.1%
留存收益	2125	3024	4385	6021	营业利润	90.6%	4.1%	22.5%	20.3%
归属母公司股东权益	8184	8876	10245	11891	归属于母公司净利润	92.7%	3.6%	22.4%	20.1%
负债和股东权益	10364	11266	12654	14152	获利能力				
					毛利率(%)	47.9%	49.7%	52.3%	53.3%
					净利率(%)	47.4%	37.1%	34.2%	32.9%
					ROE(%)	13.1%	12.5%	13.3%	13.8%
					ROIC(%)	31.3%	47.4%	40.5%	39.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	21.0%	21.2%	19.0%	15.9%
					净负债比率(%)	1.42%	0.14%	0.14%	0.15%
					流动比率	3.21	3.82	4.49	5.58
					速动比率	2.02	2.72	3.01	3.67
					营运能力				
					总资产周转率	0.24	0.28	0.33	0.37
					应收账款周转率	14	11	11	11
					应付账款周转率	13.06	10.36	10.71	11.24
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	2.01	2.08	2.54	3.05
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.81	2.04	0.23	0.98
					每股净资产(最新摊薄)	15.28	16.57	19.12	22.20
					估值比率				
					P/E	24.63	23.79	19.43	16.18
					P/B	3.23	2.98	2.58	2.23
					EV/EBITDA	18	18	15	12

来源: 中泰证券研究所

风险提示

研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险

- 报告中使用了大量公开资料，可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

产能提升不及预期风险

- 公司近年大幅扩充产能，存在一定的产能投放不及预期的风险。

核心技术人员流失风险

- 公司从事的临床前评价外包业务为技术密集型，高素质专业人才是公司的核心竞争要素。虽然公司持续为员工提供有竞争力的薪酬及股权激励，但由于行业近些年来发展迅速，对专业人才需求与日俱增，不排除发生人才流失或人才短缺的情况，这将给公司经营带来不利影响。

原材料供应及其价格上涨的风险

- 公司研发、生产所需原材料主要以动物实验、化学试剂为主，其中非人灵长类动物为国家二级保护动物，虽然公司目前可以自供，但随着临床前评价外包业务需求的日益增加，公司也会外部采购。近年非人灵长类实验动物价格上涨较快，未来如果继续快速增长，可能会出现原材料短缺、价格波动等情况，影响公司正常经营。

毛利率下降的风险

- 公司凭借自身技术及产品方面的优势，目前的综合毛利率维持在较高水平，随着公司的快速发展，公司业务规模及范围将进一步扩大，如果公司不能始终保持在技术和产品方面的竞争优势，随着规模的扩大，公司的毛利率有趋同同行业毛利率的可能，存在下降的风险。

Biomere 收购后整合不及预期风险

- Biomere 业务虽然同公司协同，但源于历史上公司收入 90%以上来自国内，在海外公司的管理上或有一定的整合不及预期风险。

汇率波动风险

- 公司未来将逐步拓展海外市场，海外客户以美元结算订单，随着公司业务持续、稳定的发展，公司业务量逐渐变大，汇率波动将会对公司业绩产生较大的影响。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。