

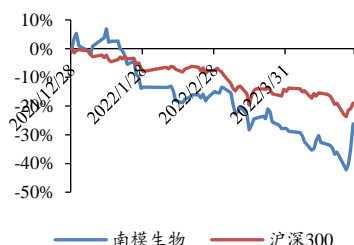
营收稳步增长，股权激励彰显信心

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-04-29

收盘价（元）	51.20
近12个月最高/最低（元）	82/39.11
总股本（百万股）	77.96
流通股本（百万股）	17.62
流通股比例（%）	22.60
总市值（亿元）	39.92
流通市值（亿元）	9.02

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

相关报告

1.【华安医药】南模生物(688265)深度报告：模式动物龙头，技术领先的“活试剂”供应商 2022-03-03

主要观点：

➤ 事件概述

2022年4月28日~29日，南模生物披露2021年年报和2022年一季报：2021年实现营业收入2.75亿元，同比增长40.31%；归母净利润6086.09万元，同比增长36.59%，扣非归母净利润5247.83万元，同比增长60.36%；基本每股收益为1.04元。2022Q1实现营业收入7270.63万元，同比增长33.88%，归母净利润1392.2万元，同比增长17.64%；扣非归母净利润901.27万元，同比增速-16.30%；基本每股收益0.18元。

➤ 事件点评

● 营收稳步增长，高毛利业务占比持续提升

2021年公司营收2.75亿元，同比增长40.31%。标准化模型和药效评价业务板块高速增长。标准化模型：2021年毛利率高达77.60%；实现收入9491万元，同比增速77.59%；占营收比重为34.48%，相比2021年提升7.15个百分点。药效评价及表型分析服务：2021年毛利率为70.68%；实现收入3815万元，同比增长111.05%；占营收的比重为13.86%，相比2021年提升4.61个百分点。

2022年Q1利润端增速放缓，毛利率水平有所下降（2021Q1整体毛利率为49.89%）。主要由于成本端支出照常，而收入端受季节性波动影响：春节假期和新冠疫情下，公司一季度回款速度放慢，同时生产规模扩大，员工人数增加，当期支付的人员工资和租金等经营性支出增加较多导致。

● 加大研发投入，坚持科技创新

2021年研发支出4794.71万元，同比增长39.31%。公司坚持研发助力生命科学基础研究和药物创制需求动物模型品系，不断扩大标准化模型品系库，提升客户及市场对公司产品的认可度，目前已拥有超过7200种自主研发的标准化模型，尤其在PD-1、PD-L1、CTLA-4、CD47、TIGIT等免疫检查点、APOE4型阿尔兹海默症、A/B型血友病等前沿、重点的疾病研究领域。另一方面公司持续完善药理药效学服务平台，开展药物筛选、药理药效评价等CRO服务，建立了从基因修饰动物模型构建到表型分析及药理药效评价的一站式服务体系，在服务于工业客户创新药研发需求的药效评价动物模型方面具备优势。

● 新增订单快速增长，积极拓展海外市场

公司不断加大市场开拓力度，科研客户和工业客户对公司基因修饰动物模型及相关技术服务的需求持续上涨，订单量实现较快增长，2021年度公司新签订单3.09亿元，新签订单增长率达38.87%。同时公司积极进行海外布局，拓展业务版图，目前已在美国、韩国及新加坡等国家提供基因修饰动物模型及技术服务，2021年国外市场收入1943.83万元，

同比增长 80.68%，国外市场占比 7.10%。

● 产能持续扩张，奠定业绩放量基础

公司积极扩大生产规模，已在上海金山建成一个功能齐全、技术先进的基因修饰动物模型研发、生产、技术服务基地，约有 5 万笼位，已逐步投入运行。截止目前公司在上海共有 4 个生产研发基地（半夏路、金科路、哈雷路、金山），约有超过 10 万个笼位，预计到 2022 年底产能将达到 14 万个笼位。此外，广东中山的生产基地于 2022 年 3 月底投入运行，产能将逐步释放。

● 股权激励彰显信心，绑定业绩稳定快速增长

为了有效提升核心团队凝聚力和企业核心竞争力，推动公司长远发展。公司启动股权激励计划，拟向 78 名公司董事、高管、核心技术人员等激励对象授予限制性股票 116.40 万股，绑定业绩考核目标为营业收入：

(1) 触发值：2022~2024 年分别为 3.71/5.01/6.77 亿元（CAGR 35%）；

(2) 目标值：2022~2024 年分别为 4.13/6.19/9.28 亿元（CAGR 50%）。

➤ 投资建议

- 考虑到公司在模式动物行业实力雄厚、订单充足、产能稳步扩张以及股权激励计划提振信心，我们调整盈利预测，即 2022-2024 年营业收入分别为 3.82/5.22/6.94 亿元（前期预测 2022~2023 对应 3.67/4.81 亿元）；同比增速为 38.9%/36.4%/33.0%；归母净利润分别为 0.96/1.33/1.74 亿元（前期预测 2022~2023 对应 0.84/1.16 亿元）；同比增速 58.3%/38.3%/30.3%；对应 2022~2024 年 EPS 为 0.99/1.37/1.78 元/股（前期预测 2022~2023 对应 1.08/1.49 元/股）；对应 2022 年 4 月 29 日收盘价，PE 为 52/37/29X，维持“买入”评级。

● 风险提示

疫情加剧；行业竞争加剧；订单交付不及预期；实验动物管理风险；技术迭代风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	275	382	522	694
收入同比 (%)	40.3%	38.9%	36.4%	33.0%
归属母公司净利润	61	96	133	174
净利润同比 (%)	36.6%	58.3%	38.3%	30.3%
毛利率 (%)	60.9%	60.1%	62.1%	63.6%
ROE (%)	3.4%	2.7%	3.6%	4.5%
每股收益 (元)	1.04	0.99	1.37	1.78
P/E	67.36	51.78	37.43	28.72
P/B	3.06	1.41	1.36	1.30
EV/EBITDA	42.94	18.78	12.63	7.99

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1761	3518	3666	3891	营业收入	275	382	522	694
现金	1566	3282	3391	3568	营业成本	108	153	197	252
应收账款	55	87	118	154	营业税金及附加	1	1	1	2
其他应收款	4	5	7	9	销售费用	26	52	68	90
预付账款	2	3	3	4	管理费用	31	54	78	97
存货	15	22	28	36	财务费用	0	-35	-49	-51
其他流动资产	118	118	118	118	资产减值损失	-2	0	0	0
非流动资产	203	235	281	301	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	2	3	4	5
固定资产	114	124	163	176	营业利润	68	105	146	190
无形资产	0	0	1	1	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	89	110	117	124	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1964	3753	3947	4192	利润总额	69	105	146	190
流动负债	144	187	248	320	所得税	8	9	12	16
短期借款	0	0	0	0	净利润	61	96	133	174
应付账款	44	50	68	88	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	100	138	180	232	归属母公司净利润	61	96	133	174
非流动负债	36	36	36	36	EBITDA	91	92	129	181
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.04	0.99	1.37	1.78
其他非流动负债	36	36	36	36					
负债合计	180	224	284	356					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	78	97	97	97					
资本公积	1555	3185	3185	3185					
留存收益	151	247	381	554					
归属母公司股东权益	1784	3529	3663	3836					
负债和股东权益	1964	3753	3947	4192					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	111	133	203	261	成长能力				
净利润	61	96	133	174	营业收入	40.3%	38.9%	36.4%	33.0%
折旧摊销	26	37	51	67	营业利润	38.7%	55.2%	38.3%	30.3%
财务费用	1	1	1	1	归属于母公司净利	36.6%	58.3%	38.3%	30.3%
投资损失	-2	-3	-4	-5	获利能力				
营运资金变动	23	2	22	24	毛利率 (%)	60.9%	60.1%	62.1%	63.6%
其他经营现金流	39	95	112	150	净利率 (%)	22.1%	25.2%	25.6%	25.1%
投资活动现金流	-90	-66	-93	-83	ROE (%)	3.4%	2.7%	3.6%	4.5%
资本支出	-52	-69	-97	-88	ROIC (%)	3.2%	1.4%	1.9%	2.7%
长期投资	-40	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	2	3	4	5	资产负债率 (%)	9.2%	6.0%	7.2%	8.5%
筹资活动现金流	1473	1648	-1	-1	净负债比率 (%)	10.1%	6.3%	7.8%	9.3%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	12.22	18.79	14.79	12.17
长期借款	0	0	0	0	速动比率	12.10	18.65	14.66	12.05
普通股增加	19	19	0	0	营运能力				
资本公积增加	1448	1630	0	0	总资产周转率	0.14	0.10	0.13	0.17
其他筹资现金流	5	-1	-1	-1	应收账款周转率	4.97	4.38	4.43	4.49
现金净增加额	1494	1716	109	177	应付账款周转率	2.43	3.08	2.91	2.87

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	1.04	0.99	1.37	1.78	P/E	67.36	51.78	37.43	28.72
每股经营现金流薄)	1.43	1.37	2.08	2.68	P/B	3.06	1.41	1.36	1.30
每股净资产	22.88	36.21	37.58	39.37	EV/EBITDA	42.94	18.78	12.63	7.99

资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。