



买入（维持）

所属行业：生物医药
当前价格(元)：53.85

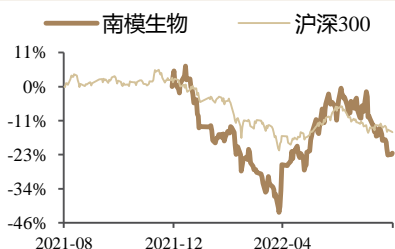
证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-15.33	-12.13	-0.05
相对涨幅(%)	-13.07	-4.32	-1.91

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《南模生物 (688265.SH)：模式生物行业崛起新星》，2022.5.24

南模生物 (688265.SH)：疫情影响当期业绩，下半年需求端有望显著恢复

投资要点

- 事件：**公司发布 2022 半年报，实现营业收入 1.3 亿元(同比+6.7%)，实现归母净利润 0.05 亿元(同比-81.6%)；22Q2 实现营业收入 0.57 亿元(同比-15.1%)，实现归母净利润-0.09 亿元(同比-161.2%)。
- 华东地区受疫情影响较大，看好下半年下游需求恢复情况。**业绩受影响的原因：1) 今年 3 月中旬至 5 月底，上海疫情严重，公司主要生产基地位于上海，客户以上海及周边为主，外部物流受影响，对公司业务开展产生较为严重影响，发货亦受到较大影响；2) 笼位数增加导致生产成本增加等。我们认为，短期疫情只是延缓了需求，从 6 月开始公司经营逐步恢复(预计先工业客户再科研客户)，我们判断三季度公司订单和收入确认将会得到大幅好转。
- 模型数量持续增长，海外市场不断拓展。**行业层面，模式动物行业目前处于高景气度，头部公司的业绩未来有望维持高增长态势，且出海逻辑较为通顺，我们看好以南模生物为代表的模式动物企业长期成长空间。(1) **模型数量方面**，截止 2022H1，公司自主研发标准化模型超过 8000 种，拥有人源化模型约 504 种，(2) **在产能方面**，公司生产规模同比翻倍增长，未来随着在建基地装修完工投产，公司笼位总数预计将达到 14 至 15 万笼，随着产能的逐步释放，公司收入也有望高速增长。(3) **海外市场方面**，公司目前与美国、欧洲、日本地区的客户建立了初步合作关系，为其提供基因修饰动物模型及技术服务。
- 盈利预测及投资建议。**由于新冠疫情影响，我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 0.7/1.1/1.6 亿元，对应 PE 分别为 61/38/26 倍，考虑到模式动物行业目前处于高增长阶段，以及海外市场不断拓展，维持“买入”评级。
- 风险提示：**市场竞争加剧的风险；海外销售不及预期的风险；产品研发进度不及预期的风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
		2020	2021	2022E	2023E	2024E	
总股本(百万股):	77.96	营业收入(百万元)	196	275	317	482	669
流通 A 股(百万股):	18.54	(+/-)YOY(%)	26.7%	40.3%	15.0%	52.3%	38.8%
52 周内股价区间(元):	40.07-74.16	净利润(百万元)	45	61	69	110	160
总市值(百万元):	4,198.34	(+/-)YOY(%)	91.6%	36.6%	12.7%	60.0%	45.5%
总资产(百万元):	2,021.77	全面摊薄 EPS(元)	0.78	1.04	0.88	1.41	2.05
每股净资产(元):	22.94	毛利率(%)	58.1%	60.9%	59.9%	61.3%	62.3%
资料来源: 公司公告		净资产收益率(%)	17.5%	3.4%	3.7%	5.6%	7.5%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	1.04	0.88	1.41	2.05
每股净资产	22.88	23.76	25.17	27.21
每股经营现金流	1.43	0.36	1.76	1.48
每股股利	0.26	0.26	0.26	0.26
价值评估(倍)				
P/E	67.36	61.22	38.26	26.29
P/B	3.06	2.27	2.14	1.98
P/S	15.25	13.26	8.71	6.27
EV/EBITDA	42.94	27.93	18.00	12.92
股息率%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	60.9%	59.9%	61.3%	62.3%
净利润率	22.1%	21.7%	22.8%	23.9%
净资产收益率	3.4%	3.7%	5.6%	7.5%
资产回报率	3.1%	3.4%	4.9%	6.5%
投资回报率	3.2%	3.7%	5.6%	7.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	40.3%	15.0%	52.3%	38.8%
EBIT 增长率	43.4%	21.6%	60.5%	44.0%
净利润增长率	36.6%	12.7%	60.0%	45.5%
偿债能力指标				
资产负债率	9.2%	8.2%	12.0%	13.2%
流动比率	12.2	13.8	8.6	7.7
速动比率	12.1	13.7	8.5	7.6
现金比率	10.9	11.6	6.7	5.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	73.5	60.0	55.0	50.0
存货周转天数	50.9	45.0	40.0	35.0
总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.3
固定资产周转率	2.4	2.4	3.4	4.7

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	61	69	110	160
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	28	17	21	24
非经营收益	-1	0	0	0
营运资金变动	23	-58	6	-68
经营活动现金流	111	28	137	116
资产	-52	-28	-17	-5
投资	-40	-45	-67	-97
其他	2	-15	-20	-25
投资活动现金流	-90	-88	-104	-127
债权募资	0	0	0	0
股权募资	1,491	0	0	0
其他	-19	0	0	0
融资活动现金流	1,473	0	0	0
现金净流量	1,494	-60	33	-11

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2022 年 8 月 30 日
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	275	317	482	669
营业成本	108	127	187	252
毛利率%	60.9%	59.9%	61.3%	62.3%
营业税金及附加	1	1	1	1
营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	26	28	43	60
营业费用率%	9.5%	9.0%	9.0%	9.0%
管理费用	31	35	53	74
管理费用率%	11.4%	11.0%	11.0%	11.0%
研发费用	48	54	80	110
研发费用率%	17.4%	17.0%	16.5%	16.5%
EBIT	66	80	128	185
财务费用	0	1	2	1
财务费用率%	0.0%	0.3%	0.4%	0.1%
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	2	0	0	0
营业利润	68	79	126	184
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	69	79	126	184
EBITDA	91	97	149	209
所得税	8	10	16	24
有效所得税率%	11.9%	13.0%	13.0%	13.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	61	69	110	160

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,566	1,506	1,540	1,528
应收账款及应收票据	55	52	73	92
存货	15	16	20	24
其它流动资产	124	215	352	550
流动资产合计	1,761	1,789	1,985	2,194
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	114	134	143	141
在建工程	20	18	15	10
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	203	229	245	251
资产总计	1,964	2,018	2,229	2,445
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	44	45	77	83
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	100	84	154	204
流动负债合计	144	130	231	287
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	36	36	36	36
非流动负债合计	36	36	36	36
负债总计	180	166	267	323
实收资本	78	78	78	78
普通股股东权益	1,784	1,852	1,962	2,122
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	1,964	2,018	2,229	2,445

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。