

南模生物

688265.SH

审慎增持 (维持)

业绩短期承压，长期增长逻辑不变

2022年08月31日

市场数据

市场数据日期	2022-08-30
收盘价(元)	53.85
总股本(百万股)	77.96
流通股本(百万股)	18.54
总市值(百万元)	4198.34
流通市值(百万元)	998.58
净资产(百万元)	1788.58
总资产(百万元)	2021.77
每股净资产(元)	22.94

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《南模生物(688265.SH)2021年年报及2022年一季报点评:核心业务发展迅速,短期因素不影响高增长趋势》2022-05-03

《南模生物(688265.SH)2021年业绩快报点评:多线加速,端到端综合布局模式动物服务》2022-01-28

《科创新股研究报告南模生物(688265.SH):深耕基因修饰模式动物的生命科学上游特色龙头》2022-01-28

分析师:

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

黄翰漾

huanghanyang@xyzq.com.cn

S0190519020002

研究助理:

杨希成

yangxicheng@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	275	316	459	626
同比增长	40.3%	15.0%	45.2%	36.3%
归母净利润(百万元)	61	49	90	125
同比增长	36.6%	-20.1%	84.2%	39.6%
毛利率	60.9%	53.6%	57.2%	59.0%
净利率	22.1%	15.5%	19.6%	20.1%
净资产收益率	3.4%	2.7%	4.7%	6.2%
每股收益(元)	0.78	0.62	1.15	1.60
每股经营现金流(元)	1.43	0.88	2.09	3.42

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **事件:** 公司发布2022年半年报。报告期内,公司实现营业收入1.30亿元(同比+6.73%);实现归母净利润488.43万元(同比-81.64%);实现扣非归母净利润-713.74万元(去年同期2431.10万元)。
- **点评:** 二季度产生较大的短期影响,固定成本增加压制利润水平。定制化模型业务影响较大,但公司标准化和特色的人源化小鼠模型品系数依旧保持增长,相关标准化模型和药效评价业务有望较快恢复。公司整体笼位持续增加,区域和海外拓展进行中,股权激励草案修订稿公布,指引疫情影响后有望回到较快增长状态。
- **盈利预测与估值:** 公司专注于基因修饰动物模型的研发、销售及相关药效表型等CRO服务,目前客户资源丰富,销售模式成熟,形成了较好的市场口碑,预计公司各项业务有望实现较快增长,考虑到短期影响,我们调整盈利预测,预计公司2022-2024年EPS为0.62元、1.15元和1.60元,对应2022年08月30日PE分别为86.4X、46.9X、33.6X,维持“审慎增持”评级。

风险提示: 业务运营和进度不及预期、技术迭代风险等

报告正文

事件

- 公司发布 2022 年半年报。报告期内，公司实现营业收入 1.30 亿元（同比+6.73%）；实现归母净利润 488.43 万元（同比-81.64%）；实现扣非归母净利润-713.74 万元（去年同期 2431.10 万元）。

点评

- **业绩短期承压，固定成本增加压制利润水平。**公司发布 2022 年半年报。报告期内，公司实现营业收入 1.30 亿元（同比+6.73%）；实现归母净利润 488.43 万元（同比-81.64%）；实现扣非归母净利润-713.74 万元（去年同期 2431.10 万元）。Q2 单季度，公司实现营业收入 0.57 亿元（同比-15.11%，环比-21.19%）；实现归母净利润-903.77 万元（去年同期 1392.20 万元）。业绩短期承压，根据公司 2021 年年报，公司科研客户占比达 60.08%，科研院校的恢复相对较慢，也影响了整体业绩。固定开支的增长使得公司利润端影响更为明显，根据公司 2021 年年报，公司 2021 年末固定资产同比增长 91.67%，主要系金山基地装修转固定资产，截止 2022 年半年报公司总人数为 562 人，与 2021 年半年报相比增长 31%，固定资产和人员的迅速增长使得成本项的摊销增加。
- **疫情下定制化模型业务影响较大，深耕创新模型标准化模型和药效评价业务有望较快恢复。**报告期，定制化模型收入 949 万元（同比-46.90%），标准化模型收入 4123 万元（同比+3.88%），药效评价及表型分析 2024 万元（同比+13.11%），饲养服务 1276 万元（同比+2.39%）。定制化模型以高校及相关科研院所的客户为主，受影响程度较大，相比其他业务交付周期较长，下半年新签订单今年确认的难度较大，预计该项业务今年的收入将有较大程度的下滑。公司标准化模型业务和药效评价及表型分析业务依旧保持较快增长，公司的标准化和人源化小鼠模型等依旧保持品系的增长，为后续的业务增长打下良好基础，截止报告期末，公司已拥有标准化模型 8000+种（2021 年底为 7200+种），人源化模型 504 种（2021 年底为 456 种），人源化小鼠模型在同类公司中较为领先，有望凭借从前端（模式动物）到后端（药效表型分析）的综合性服务能力，消除短期影响并恢复较快增长态势。
- **笼位增加+区域拓展，股权激励草案修订稿发布，未来业绩支撑可期。**截止 2022 年半年报，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），约有超过十万个动物饲养笼位，笼位增加为公司业绩增长提供了产能保证。公司在区域拓展方面也有诸多进展，广东生产研发基地 3 月投产，新增 9000 个笼位，公司也将向海外子公司增资 3000 万美元，并聘请具有丰富经验的冯东晓先生负责海外子公司的运营管理，加速海外业务的布局，区域拓展也有望进一步增加公司的未来空间。近日，公司发布股权激励草案修订稿，拟授予 116.40 万股，约占草案公告日公司股本总额的 1.49%，首次授

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

予 76 人，2023-2025 年收入触发值为 4.27/5.76/7.77 亿元，假设 2022 年收入增速为 15%，对应同比增速均为 35%，2023-2025 年收入目标值为 4.74/7.11/10.67 亿元，同样假设 2022 年 15% 收入增速的情况下，对应收入同比增速均为 50%，指引 2023-2025 年收入端实现 35%-50% 的年均增速，本次计划 2022-2026 年摊销分别为 799.41/1918.59/1117.92/558.63/42.87 万元。

- **管理费用率和毛利率受到固定成本增加和疫情的影响。**报告期，公司综合毛利率 41.45% (同比-22.29PP)，毛利率受到了固定成本增长但收入短期受到影响，销售费用率 10.81% (同比-1.41PP)，管理费用率 18.60% (同比+7.28PP)，管理费用率的升高较多也与固定成本增加而收入受影响有关，研发费用率 18.01% (同比+1.59PP)，财务费用-244.29 万元 (去年同期 15.75 万元)，信用减值损失 390.61 万元 (去年同期 21.05 万元)。
- **盈利预测与评级：**公司专注于基因修饰动物模型的研发、销售及相关药效表型等 CRO 服务，目前客户资源丰富，销售模式成熟，形成了较好的市场口碑，预计公司各项业务有望实现较快增长，考虑到短期影响，我们调整盈利预测，预计公司 2022-2024 年 EPS 为 0.62 元、1.15 元和 1.60 元，对应 2022 年 08 月 30 日 PE 分别为 86.4X、46.9X、33.6X，维持“审慎增持”评级。
- **风险提示：**业务运营和进度不及预期、技术迭代风险等

表 1、南模生物分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

主要数据	21-2Q	21-3Q	21-4Q	22-1Q	22-2Q	QOQ	2021-06	2022-06	YOY
营业收入	67	68	86	73	57	-15.1%	122	130	6.7%
营业成本	26	27	37	36	40	52.0%	44	76	72.3%
毛利	41	41	49	36	18	-57.4%	78	54	-30.6%
销售费用	8	8	3	7	7	-14.0%	15	14	-5.5%
管理费用	6	8	9	8	16	182.2%	14	24	75.3%
财务费用	0	0	-0	-2	-0	-187.7%	0	-2	-1651.1%
研发费用	12	14	14	11	12	3.1%	20	23	17.0%
资产减值	-1	-0	-0	-1	-1	-	-1	-1	-
公允价值	0	0	0	3	2	10745.0%	0	5	8301.6%
投资收益	0	1	0	2	4	809.7%	1	7	613.0%
营业利润	17	14	24	15	-12	-172.1%	30	3	-88.7%
利润总额	16	14	25	15	-12	-173.3%	30	3	-89.0%
归母净利润	15	12	22	14	-9	-161.2%	27	5	-81.6%
EPS	0.189	0.155	0.284	0.179	-0.116	-161.2%	0.341	0.063	-81.6%
销售费用率	11.4%	11.9%	3.8%	10.2%	11.5%	0.1%	12.2%	10.8%	-1.4%
管理费用率	8.4%	11.9%	11.1%	11.2%	27.9%	19.5%	11.3%	18.6%	7.3%
财务费用率	0.4%	0.1%	-0.3%	-3.0%	-0.4%	-0.8%	0.1%	-1.9%	-2.0%
研发费用率	17.2%	20.4%	16.5%	15.7%	20.9%	3.7%	16.4%	18.0%	1.6%
所得税率	9.8%	12.6%	12.1%	9.0%	-24.7%	-34.5%	11.3%	-48.3%	-59.6%
毛利率	61.3%	60.8%	56.8%	49.9%	30.7%	-30.6%	63.7%	41.5%	-22.3%
净利率	21.9%	17.8%	25.9%	19.1%	-15.8%	-37.7%	21.8%	3.8%	-18.1%

资料来源: 天软投资系统, 兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1761	1522	1493	1485
货币资金	1566	1303	1234	1179
交易性金融资产	110	110	110	110
应收票据及应收账款	55	71	103	138
预付款项	2	3	3	4
存货	15	21	28	37
其他	12	13	15	17
非流动资产	203	479	806	1071
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	114	395	723	992
在建工程	20	20	20	20
无形资产	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	39	33	32	29
其他	30	30	30	30
资产总计	1964	2000	2299	2556
流动负债	144	151	360	491
短期借款	0	0	185	288
应付票据及应付账款	44	47.77	67.39	89.45
其他	100	104	108	113
非流动负债	36	36	36	36
长期借款	0	0	0	0
其他	36	36	36	36
负债合计	180	188	396	528
股本	78	78	78	78
资本公积	1555	1555	1555	1555
未分配利润	134	158	237	347
少数股东权益	0	1	1	2
股东权益合计	1784	1813	1903	2029
负债及权益合计	1964	2000	2299	2556

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	61	49	90	125
折旧和摊销	21	47	100	160
资产减值准备	2	4	5	6
资产处置损失	0	0	0	0
公允价值变动损失	-0	-1	-1	-1
财务费用	1	-14	-9	-0
投资损失	-2	-2	-2	-2
少数股东损益	0	1	1	1
营运资金的变动	21	-15	-21	-23
经营活动产生现金流量	111	68	163	266
投资活动产生现金流量	-90	-326	-426	-426
融资活动产生现金流量	1473	-6	194	104
现金净变动	1494	-263	-69	-55
现金的期初余额	71	1566	1303	1234
现金的期末余额	1565	1303	1234	1179

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	275	316	459	626
营业成本	108	147	196	257
税金及附加	1	1	1	1
销售费用	26	30	44	59
管理费用	31	52	64	81
研发费用	48	47	69	94
财务费用	0	-14	-9	-0
其他收益	6	7	7	7
投资收益	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	1	1	1
信用减值损失	-0	-5	0	0
资产减值损失	-2	-2	-2	-2
资产处置收益	-0	0	0	0
营业利润	68	56	102	141
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	0	2	2	2
利润总额	69	55	100	140
所得税	8	5	10	14
净利润	61	49	90	126
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司净利润	61	49	90	125
EPS(元)	0.78	0.62	1.15	1.60

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	40.3%	15.0%	45.2%	36.3%
营业利润增长率	38.7%	-17.3%	81.3%	38.7%
归母净利润增长率	36.6%	-20.1%	84.2%	39.6%
盈利能力				
毛利率	60.9%	53.6%	57.2%	59.0%
净利率	22.1%	15.5%	19.6%	20.1%
ROE	3.4%	2.7%	4.7%	6.2%
偿债能力				
资产负债率	9.2%	9.4%	17.2%	20.6%
流动比率	12.22	10.06	4.15	3.02
速动比率	12.12	9.92	4.07	2.95
营运能力				
资产周转率	23.7%	16.0%	21.4%	25.8%
应收帐款周转率	456.5%	442.8%	468.1%	461.2%
存货周转率	711.1%	710.9%	699.4%	697.2%
每股资料(元)				
每股收益	0.78	0.62	1.15	1.60
每股经营现金	1.43	0.88	2.09	3.42
每股净资产	22.88	23.24	24.39	26.00
估值比率(倍)				
PE	69.0	86.4	46.9	33.6
PB	2.4	2.3	2.2	2.1

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并登记为证券分析师，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn