

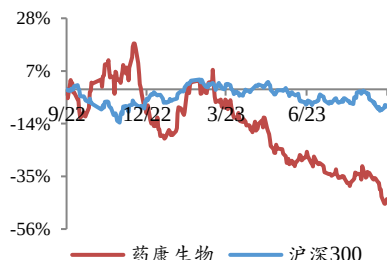
海外渠道加速铺设，持续推出新品类

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-09-01

收盘价（元）	16.45
近 12 个月最高/最低（元）	34.70/15.99
总股本（百万股）	410
流通股本（百万股）	202
流通股比例（%）	49.25
总市值（亿元）	67
流通市值（亿元）	33

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

主要观点：

➤ 事件

2023 年 8 月 30 日，公司披露了 2023 半年报。2023 上半年公司实现营业收入 2.96 亿元，同比增长 18.17%；实现归母净利润 0.78 亿元，同比下降 4.98%。其中单二季度，公司实现营业收入 1.56 亿元，同比增长 15.88%；实现归母净利润 0.49 亿元，同比下降 15.72%。利润短期承压主要系公司持续推进“抗体人源化”、“药筛鼠”、“真实世界动物模型”等多个大型研发项目，研发费用增长迅速；生产规模进一步扩大、人员规模增加，相应的人员薪酬提高。

➤ 事件点评

● 销售能力圈逐步扩围，海外渠道加速铺设，知名度持续提升。

1) 国内市场方面，公司已实现全域覆盖，拥有超 80 人 BD 团队，2023 上半年服务客户近 1700 家，新增客户超 400 家，国内市场渗透率进一步提升。在南京、上海、成都、广东、北京区域影响力持续增强。2) 海外市场方面，公司加速铺设自有销售渠道。上半年公司累计参加 AACR、BIO 等近 20 场国际学术会议。上半年海外市场实现收入 0.43 亿元，收入占比 14.49%，同比增长 72.41%，其中海外工业客户收入占海外整体收入比重超 70%。

● 国内多中心布局基本完成，海外设施建设稳步推进。

1) 国内多中心布局基本完成，市占率有望持续提升。公司目前现有产能约 23 万笼，除 6 月中旬开始试运营的北京设施外，其余产能利用率均处高位。北京设施 8 月已开始对外供鼠，预计 9-10 月将逐步实现规模供应，此外，代理繁育等业务也已正常开展，设施产能利用率逐步提升中。上海药康宝山设施、广东药康二期项目建设均快速进展中，预计将于三、四季度投产。2) 海外设施最快年底投入运营，有望加速海外市场拓展。美国药康已完成设施租赁，设施配套相对完善，后续完成人员招聘与培训、生产体系搭建等工作后，最快有望于年底投入使用，美国设施投产后，公司对海外客户的响应速度与服务能力将进一步提升，解决海外客户无法现场审计等实际问题，海外市场拓展有望提速。

● 持续高强度研发投入，陆续推出新品系、新平台。

2023 上半年公司维持高强度研发投入，研发支出 0.50 亿元，同比增长 30.68%，研发费用率 17.05%，同比增长 1.63pp。野化鼠方面，750 胖墩鼠首篇文章已投稿，预计下半年可公开发表；基于 750 胖墩鼠，已构建出多个二代品系，将于 2023 年下半年陆续推出市场；765 聪明鼠已于 2023 年上半年具备批量化供应能力。此外，公司新增斑点鼠品系 200 余个，上线近 100 款“药筛鼠”品系。新平台方面，公司推出自主知识产权的全人源抗体转基因小鼠模型 NeoMabTM 品系，有望成为抗体药物研发重要工具。此外，公司还在开发全人源单重链抗体、共轻链抗

体模型，预计将于未来一年内陆续推出市场，进一步满足客户多样的抗体发现需求，持续拓宽业务领域。

● 投资建议

考虑到公司在模式动物领域的龙头地位，拥有丰富的品系资源，持续推进模型创制，不断加快全球市场的拓展布局，预计未来公司的产品和服务业务均会呈现快速增长，具备较强的发展潜力。预计公司 2023~2025 年营收分别为 6.85/9.19/12.06 亿元；同比增速为 32.6%/34.1%/31.3%；归母净利润分别为 2.20/2.94/3.90 亿元；净利润同比增速 33.4%/34.0%/32.5%；对应 2023~2025 年 EPS 为 0.54/0.72/0.95 元/股；对应 PE 为 31X/23X/17X。维持“买入”评级。

● 风险提示

基因编辑通用技术升级迭代风险；实验动物管理风险；新产品动物模型研发风险，以及市场放量不及预期风险；市场竞争加剧风险；工业端恢复不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	517	685	919	1206
收入同比 (%)	31.2%	32.6%	34.1%	31.3%
归属母公司净利润	165	220	294	390
净利润同比 (%)	31.8%	33.4%	34.0%	32.5%
毛利率 (%)	71.4%	72.2%	72.5%	72.6%
ROE (%)	8.3%	10.1%	11.9%	13.6%
每股收益 (元)	0.42	0.54	0.72	0.95
P/E	57.26	30.70	22.91	17.29
P/B	4.99	3.09	2.73	2.35
EV/EBITDA	45.17	21.57	16.63	11.95

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	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1467	1686	1916	2373	营业收入	517	685	919	1206
现金	422	591	685	1041	营业成本	148	191	253	330
应收账款	185	203	316	370	营业税金及附加	2	2	3	4
其他应收款	4	50	28	72	销售费用	76	103	142	187
预付账款	3	4	5	6	管理费用	98	130	184	241
存货	49	35	78	79	财务费用	-15	-4	-5	-6
其他流动资产	804	804	804	804	资产减值损失	-15	-10	-5	-5
非流动资产	787	911	1026	1127	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	69	98	130	163	投资净收益	9	16	21	26
固定资产	194	327	419	488	营业利润	174	243	322	426
无形资产	49	54	58	61	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	476	433	419	416	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	2254	2597	2941	3500	利润总额	174	243	322	426
流动负债	214	355	405	573	所得税	9	23	28	36
短期借款	12	16	20	24	净利润	165	220	294	390
应付账款	51	115	102	177	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	151	224	283	372	归属母公司净利润	165	220	294	390
非流动负债	62	62	62	62	EBITDA	209	286	366	480
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.42	0.54	0.72	0.95
其他非流动负债	62	62	62	62	主要财务比率				
负债合计	276	417	467	635	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	410	410	410	410	营业收入	31.2%	32.6%	34.1%	31.3%
资本公积	1254	1254	1254	1254	营业利润	21.4%	39.7%	32.6%	32.1%
留存收益	314	517	811	1202	归属于母公司净利	31.8%	33.4%	34.0%	32.5%
归属母公司股东权	1978	2181	2475	2865	获利能力				
负债和股东权益	2254	2597	2941	3500	毛利率 (%)	71.4%	72.2%	72.5%	72.6%
现金流量表					净利率 (%)	31.9%	32.1%	32.0%	32.3%
单位:百万元					ROE (%)	8.3%	10.1%	11.9%	13.6%
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	ROIC (%)	7.7%	9.7%	11.2%	12.7%
经营活动现金流	106	341	245	505	偿债能力				
净利润	165	220	294	390	资产负债率 (%)	12.2%	16.0%	15.9%	18.1%
折旧摊销	47	49	60	77	净负债比率 (%)	14.0%	19.1%	18.9%	22.2%
财务费用	-2	0	1	1	流动比率	6.85	4.75	4.74	4.14
投资损失	-9	-16	-21	-26	速动比率	6.55	4.61	4.50	3.97
营运资金变动	-108	75	-97	56	营运能力				
其他经营现金流	286	156	398	341	总资产周转率	0.31	0.28	0.33	0.37
投资活动现金流	-995	-158	-154	-153	应收账款周转率	3.40	3.51	3.51	3.49
资本支出	-190	-144	-142	-147	应付账款周转率	2.63	2.31	2.33	2.37
长期投资	0	-29	-32	-32	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-804	16	21	26	每股收益	0.42	0.54	0.72	0.95
筹资活动现金流	1014	-14	4	4	每股经营现金流薄)	0.26	0.83	0.60	1.23
短期借款	7	4	4	4	每股净资产	4.82	5.32	6.04	6.99
长期借款	-20	0	0	0	估值比率				
普通股增加	50	0	0	0	P/E	57.26	30.70	22.91	17.29
资本公积增加	977	0	0	0	P/B	4.99	3.09	2.73	2.35
其他筹资现金流	0	-17	-1	-1	EV/EBITDA	45.17	21.57	16.63	11.95
现金净增加额	128	169	94	356					

资料来源: 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。