

药康生物（688046.SH）

增持

2022 年报及 2023 一季报点评：营收和净利润维持高增速，新品系及海外业务拓展值得期待

核心观点

营收和净利润维持高增速。公司 2022 全年实现营收 5.17 亿元（+31.2%），归母净利润 1.65 亿元（+31.8%），扣非归母净利润 1.02 亿元（+32.2%）。分季度来看，2022Q4/2023Q1 分别实现营收 1.30/1.40 亿元，分别同比 +14.2%/+20.8%，归母净利润 3652/3105 万元，分别同比 -7.6%/+2.4%，22Q4 国内外疫情影响有所延续，但恢复势头明显。分业务条线来看，2022 全年商品化小鼠模型销售实现营收 3.23 亿元（+27.6%）、功能药效业务实现营收 0.97 亿元（+81.5%）、定制繁育业务实现营收 0.65 亿元（+14.0%）。

差异化小鼠新品系不断推出。2022 年公司新增斑点鼠品系 1700 余个，推出 2 个野化鼠品系（750 胖墩鼠已于 2022Q4 具备批量化供应能力，765 聪明鼠处于合作验证阶段，预计 2023 年可批量供应），上线 200 余款“药筛鼠”，除保持肿瘤免疫领域的模型优势外，还完成了多个非肿瘤领域模型的研发和上线，覆盖代谢、自身免疫、神经系统等多个疾病领域。

海外业务持续拓展。2022 年公司海外营收 6642 万元（+166.2%），占总营收比例达到 12.86%，其中海外工业客户收入占比超过 70%。公司加强海外市场拓展，对美国药康组织架构及人员进行调整，在 Boston 及 San Diego 设立办公室，与 Charles River 合作授权其在北美区域独家代理下一代 NCG 小鼠品系，全年新拓展海外客户 100 余家，累计服务海外客户超 200 家。

风险提示：全球创新药研发投入不及预期；新模型研发不及预期的风险。

投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级。

药康生物是全球领先的模式动物提供商，拥有全球最大规模“斑点鼠”品系资源，全新推出“野化鼠”、“无菌鼠”等差异化品种；依托“药筛鼠”全面覆盖肿瘤、自免、代谢等领域，业务向临床前功能药效服务延伸，打开长期发展空间。预计公司 2023-2025 年营收分别为 7.03/9.33/12.02 亿元，归母净利润分别为 2.25/2.90/3.67 亿元，目前股价对应 PE 分别为 42/32/26x。结合绝对估值和相对估值，我们认为公司的合理股价区间为 25.64~27.18 元，相对目前股价有 12%~20%的上涨空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	394	517	703	933	1,202
(+/-%)	50.3%	31.2%	36.1%	32.8%	28.8%
净利润(百万元)	125	165	225	290	367
(+/-%)	63.4%	31.8%	36.4%	29.0%	26.9%
每股收益(元)	0.35	0.40	0.55	0.71	0.90
EBIT Margin	25.8%	33.4%	33.3%	32.6%	32.3%
净资产收益率 (ROE)	15.9%	8.3%	10.2%	11.6%	12.9%
市盈率 (PE)	66.0	57.1	41.8	32.4	25.6
EV/EBITDA	65.4	46.1	38.4	29.4	23.3
市净率 (PB)	10.50	4.75	4.27	3.77	3.29

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·医疗服务

证券分析师：马千里

010-88005445

maqianli@guosen.com.cn

S0980521070001

证券分析师：陈益凌

021-60933167

chenyiling@guosen.com.cn

S0980519010002

基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	
收盘价	22.92 元
总市值/流通市值	9397/3374 百万元
52 周最高价/最低价	35.87/15.85 元
近 3 个月日均成交额	35.34 百万元

市场走势

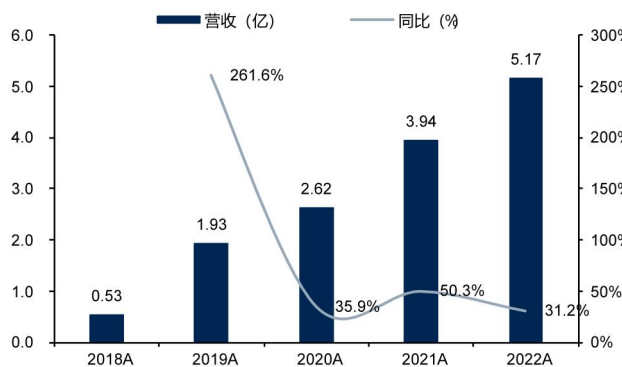


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

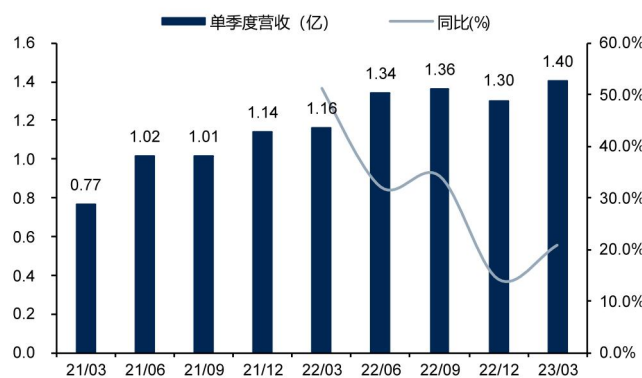
营收和净利润维持高增速。公司 2022 全年实现营收 5.17 亿元（+31.2%），归母净利润 1.65 亿元（+31.8%），扣非归母净利润 1.02 亿元（+32.2%）。分季度来看，2022Q4/2023Q1 分别实现营收 1.30/1.40 亿元，分别同比+14.2%/+20.8%，归母净利润 3652/3105 万元，分别同比-7.6%/+2.4%，22Q4 国内外疫情影响有所延续，但恢复势头明显。

图1：药康生物营业收入及增速（单位：亿元、%）



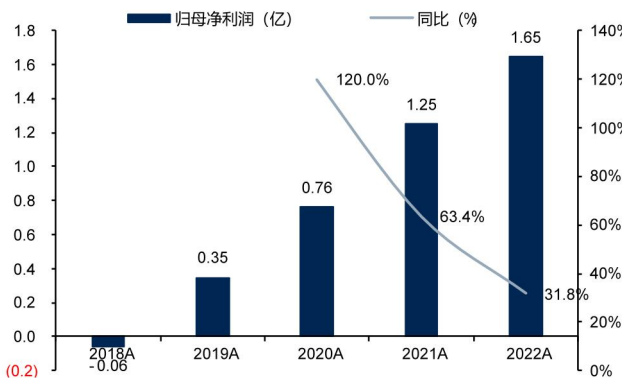
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：药康生物单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



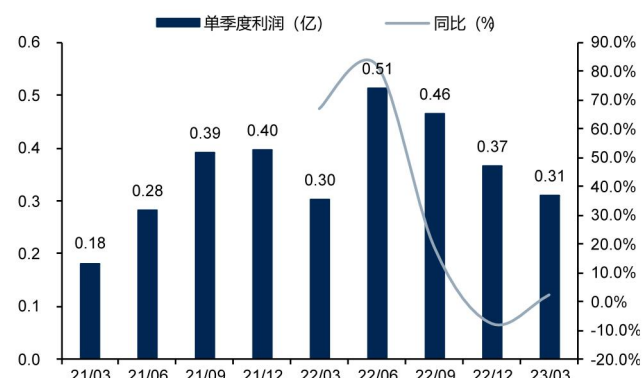
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：药康生物归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

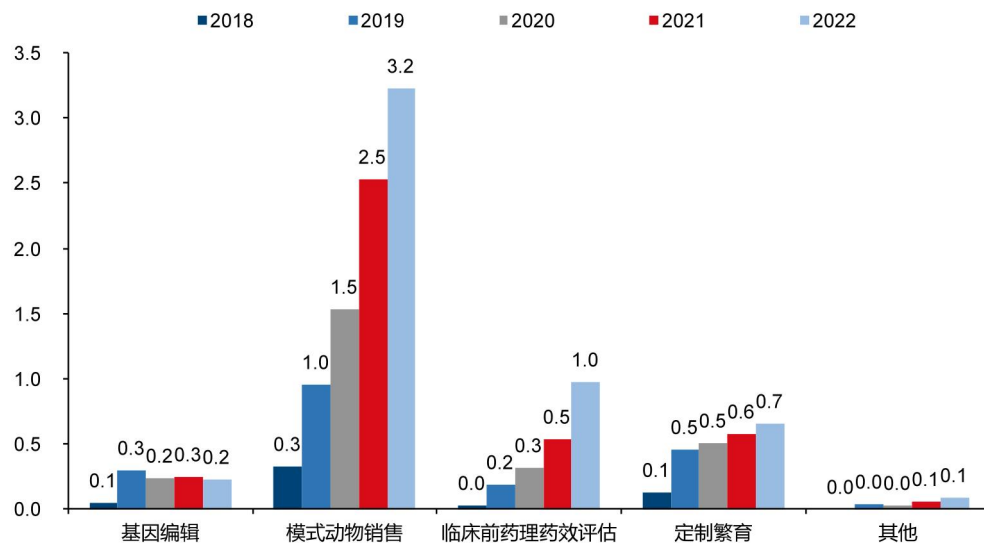
图4：药康生物单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分业务条线来看，2022 全年商品化小鼠模型销售实现营收 3.23 亿元（+27.6%）、功能药效业务实现营收 0.97 亿元（+81.5%）、定制繁育业务实现营收 0.65 亿元（+14.0%）。商品化小鼠模型销售是公司核心业务，2022 年收入占比达到 62.7%，公司现有“斑点鼠”品系超过 20000 个，其中 2022 年新增品系超 1700 个，现有品系全面覆盖肿瘤、代谢、免疫、发育、DNA 及蛋白修饰等研究方向；已启动“药筛鼠”项目 500 余个，其中已推向市场 200 余个品种，其余 300 个品系预计 2023 年将陆续上市；真实世界动物模型方面，已完成“无菌鼠”鼠源菌种筛选和建库，积累鼠源菌株覆盖 > 70 个属，已建立悉生小鼠模型 GMM10 并发表学术文章，“野化鼠”已推出 750 胖墩鼠和 765 聪明鼠，2022Q4 完成扩群并向市场批量供应，此外已有超 20 个“野化鼠”品系测序和内部验证中，预计将自 2023 年起陆续推向市场。功能药效业务持续高增速，营收占比达到 18.8%，相关团队人员数量达到 208 人，同比增长 126%，服务通量显著提升，预计未来几年仍有望维持较快增速。

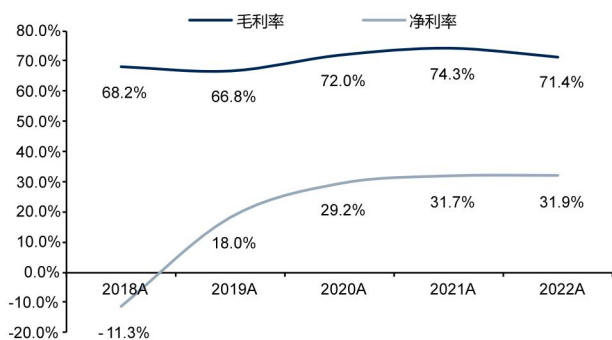
图5: 药康生物分业务条线营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

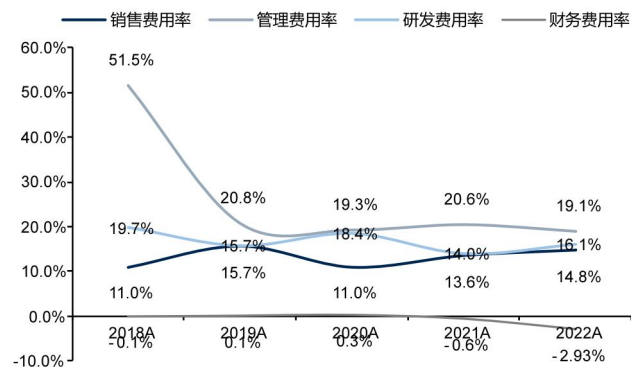
毛利率略降，研发费用率提升。2022 年销售毛利率 71.4%（-2.95pp）、净利率 31.9%（+0.15pp）。销售费用率 14.8%（+1.20pp）、管理费用率 19.1%（-1.50pp）、研发费用率 16.1%（+2.04pp），三项费用率合计 49.9%，同比提升 1.73pp，主要因研发投入进一步增加所致。

图6: 药康生物毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 药康生物费用率变化情况

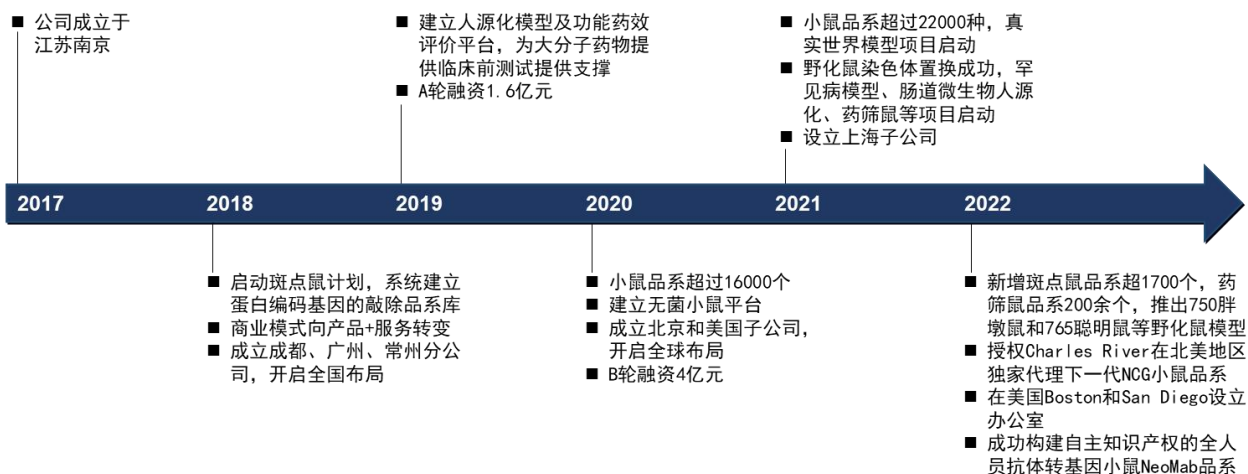


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

药康生物：国内模式动物行业领军企业

药康生物成立于 2017 年 12 月，公司基于实验动物创制策略与基因工程遗传修饰技术，为客户提供具有自主知识产权的商品化小鼠模型，同时开展模型定制、定制繁育、功能药效分析等一站式服务，满足客户在基因功能认知、疾病机理解析、药物靶点发现、药效筛选验证等基础研究和新药开发领域的实验动物小鼠模型相关需求。

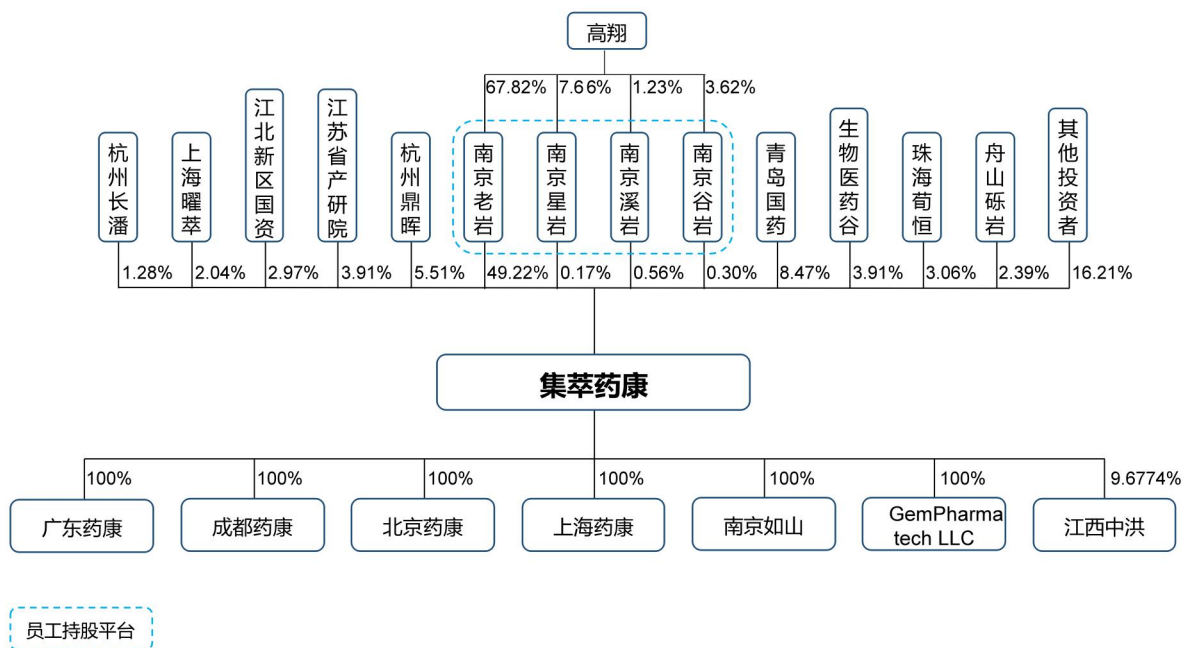
图8：药康生物发展历程



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司股权结构清晰。药康生物创始人、实际控制人高翔博士通过南京老岩、南京溪岩、南京谷岩和南京星岩等平台，间接持有公司 33.41%股份。

图9：药康生物股权结构及主要子公司



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

管理团队产业经验丰富。公司创始人高翔博士为教育部长江学者奖励计划特聘教授、国家杰出青年科学基金获得者，曾获得国家科学技术进步奖二等奖、教育部科学技术进步奖特等奖项，历任亚洲小鼠突变和资源学会理事长、国家遗传工程小鼠资源库主任等，拥有 20 年以上模型动物创建及分析经验。

表1: 药康生物主要职责及履历

姓名	职务	个人经历
高翔	董事长、董事	毕业于美国托马斯杰斐逊大学发育生物学与解剖学专业，博士研究生学历，教育部长江学者奖励计划特聘教授，国家杰出青年科学基金获得者；曾任美国罗氏分子生物学研究所和美国杰克逊实验室(The Jackson Laboratory)博士后，美国北卡罗来纳大学神经科学中心研究助理，生物研究院院长，兼任医药生物技术国家重点实验室主任；现任公司董事长，南京大学教授，国家遗传工程小鼠资源库主任
赵静	总经理	毕业于南京大学遗传学专业，博士研究生学历；曾任模式动物研究所动物房主管、副所长，南京大学讲师、副教授，生物研究院技术总监；现任公司董事、总经理
李钟玉	副总经理	毕业于南京大学企业管理专业，大专学历；曾任生物研究院副院长；现任公司董事、副总经理
焦晓杉	财务总监	毕业于南京航空航天大学工商管理专业，硕士研究生学历，注册会计师；曾任苏康缘阳光药业有限公司财务总监，南京新百药业有限公司财务总监，无锡吉星实业投资有限公司财务总监；现任公司财务总监
杨慧欣	职工监事、生产总监	毕业于河北农业大学动物遗传育种与繁殖学专业，硕士研究生学历，历任生物研究院主治医师、繁育生产副总监，现任公司职工监事、生产总监，负责公司动物生产设施运营管理，动物质量保健体系建立和维护，动物生产任务计划执行和制定，同时负责无菌设施、无菌小鼠项目等
琚存祥	监事会主席、研发总监	毕业于南京农业大学预防兽医学专业，博士研究生学历；曾任生物研究院研发主管、研发总监，现任公司监事会主席、研发总监，主要负责公司研发立项与研发项目实施，领导研发部门及功能药效部门，统筹“斑点鼠”等重点研发项目

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

行业：模式动物是生命科学“活试剂”

模式动物是指应用于科学研究及药物研发、揭示某种具有普遍规律生命现象的生物物种，被称为“活的试剂”。其中，小鼠是继人类之后第二种完成全基因组测序的哺乳动物，其基因组与人类高度同源，生理生化及生长发育的调控机理和人类基本一致，同时具有繁殖能力强、世代周期短、饲养成本低等特点，是目前应用最为广泛的实验动物。科研端主要通过 KO/CKO（敲除/条件敲除）或过表达针对目标基因/蛋白进行研究以揭示其功能或机理；工业端主要用于靶点验证、药物发现/筛选、药效评估、药代动力学、安全性评价等。

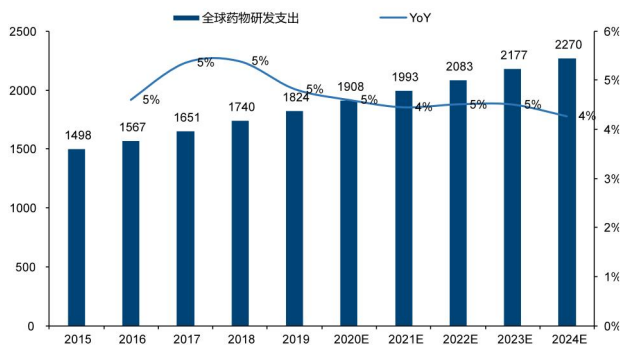
图10: 模式动物在药物发现和临床前研究中广泛应用



资料来源：药康生物招股说明书、国信证券经济研究所整理

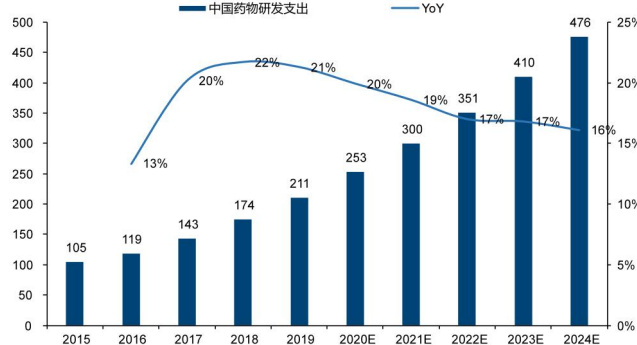
生物医药加大投入，模式动物市场快速增长。全球医药市场规模持续增长，创新药物研发仍为世界范围内投资热点，随着新的治疗技术不断出现，创新药物各阶段临床试验数量不断增加，全球医药研发支出持续增长；国内市场方面，近年来伴随着政策支持及资金、人才的充分流入，中国药品研发支出呈现高速增长态势，增速远超全球市场。根据 Frost&Sullivan 预测，2024 年全球药物研发支出将达到 2270 亿美元，2019–2024 年均复合增速 4.5%；2024 年中国药物研发支出将达到 476 亿美元，2019–2024 年均复合增速 17.7%。

图11：全球药物研发支出（单位：亿美元）



资料来源：药康生物招股说明书，国信证券经济研究所整理

图12：中国药物研发支出（单位：亿美元）



资料来源：药康生物招股说明书，国信证券经济研究所整理

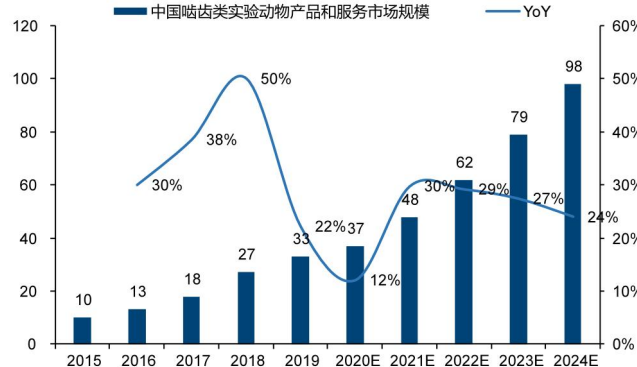
全球新药研发的持续火热带动实验动物小鼠模型需求增加。根据 Frost&Sullivan 统计，全球动物模型市场规模（不含动物模型相关服务）从 2015 年的 108 亿美元增长至 2019 年的 146 亿美元，2015–2019 年复合增长率 7.8%，预计 2022 年将达到 195 亿美元，2019–2024 年复合增长率 9.2%；中国动物模型市场相对处于发展早期，啮齿类实验动物作为实验动物模型中最重要的一大类，国内产品和服务市场规模呈高速增长态势，从 2015 年的 10 亿元增长至 2019 年的 33 亿元，2015–2019 年复合增长率 34.7%，预计 2024 年将达到 98 亿元。

图13：全球模式动物销售市场（单位：亿美元）



资料来源：药康生物招股说明书，国信证券经济研究所整理

图14：中国模式动物销售市场（单位：亿元）

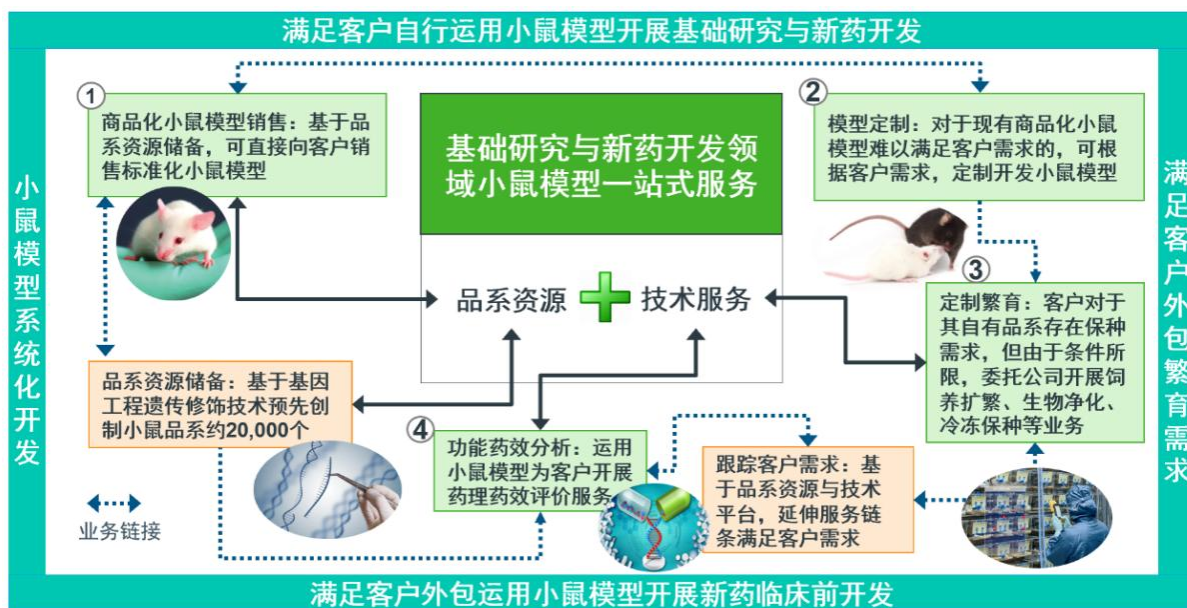


资料来源：药康生物招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司主营业务

药康生物基于基因编辑、干细胞、表型分析、药效分析和无菌动物等技术平台，开发和生产拥有自主知识产权的商品化小鼠模型，同时开展模型定制、定制繁育、功能药效分析等一站式服务，满足客户在基因功能发现、疾病机理解析、药物靶点筛选、药效分析验证等基础研究和新药开发领域的实验动物小鼠模型相关需求。

图15: 药康生物主要业务



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

商品化小鼠模型销售

运用基因编辑技术，公司持续开发新型的基因剔除小鼠模型、转基因小鼠模型、免疫缺陷小鼠模型、人源化小鼠模型、疾病小鼠模型和全人源抗体小鼠等品系。

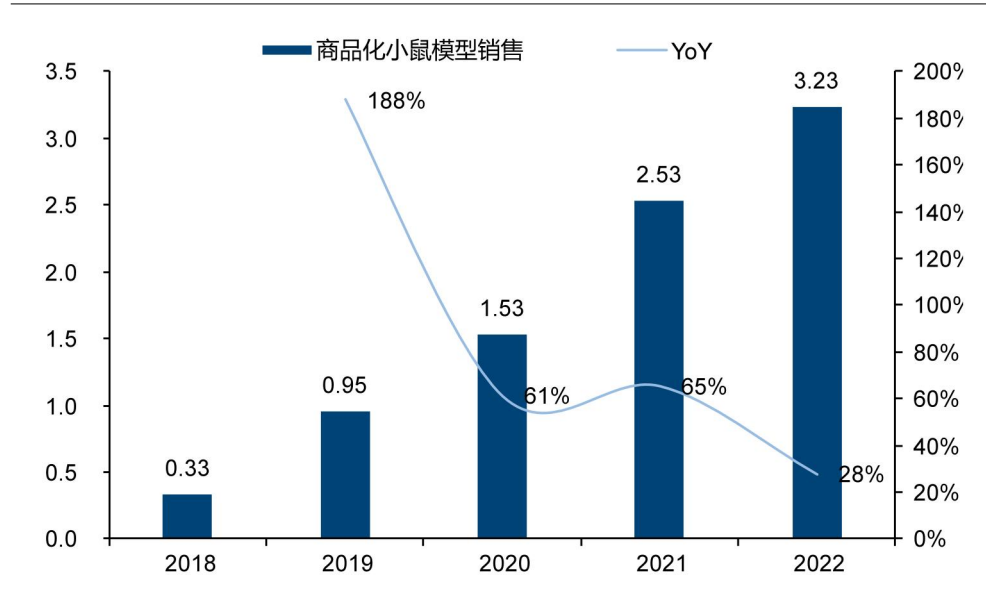
表2: 药康生物主要商品化小鼠模型

类别	简介	用途	代表品系及工具资源
斑点鼠	基因敲除小鼠模型，即通过基因编辑和同源重组技术，特异在生命科学研究领域应用广泛，是阐明性改变目标基因的基因组序列，从而导致该基因全部或部分功能丧失和疾病发病机理、发现新功能的丧失，可分为全身性基因敲除的KO小鼠和条件性基因敲除的cKO小鼠	常用于制作人源肿瘤移植模型、人源免疫系统重建模型，支撑肿瘤学、免疫学、血液学、组织工程和干细胞等研究；	拥有近21,000个品系，涵盖肿瘤、代谢、免疫、发育、DNA及蛋白修饰等研究方向的基因；
免疫缺陷小鼠模型	为避免小鼠免疫系统对异种组织和细胞的排斥作用，将小鼠的特定免疫相关基因剔除，形成可以稳定遗传的免疫系统功能缺陷的小鼠模型	常用于制作人源肿瘤移植模型、人源免疫系统重建模型，支撑肿瘤学、免疫学、血液学、组织工程和干细胞等研究；	拥有裸鼠、NOD-scid、NCG、NCG衍生品系；
人源化小鼠模型	基因人源化：将特定的人源基因通过基因编辑导入小鼠基因组，使小鼠更加接近人类本身的生理系统，是目前拥有400余个药靶或潜在药靶的基因人源化小鼠模型；细胞/组织人源化：将人前生命科学研究和新药开发领域的重源化小鼠模型，覆盖不同的小鼠遗传背景源细胞或组织移植到免疫缺陷小鼠中；微生物人源化：将人源微生物菌群移植到免疫缺陷小鼠中；其他还包括CDX/PDX/huHSC/huPBMC等细胞/组织/小鼠模型；可批量供应肝脏人源化小鼠模型；	用于研究共生微生物的功能，可应用于自身免疫性疾病、代谢性疾病、肠道炎症、肿瘤和神经发育等领域的研究；	拥有200余种阿尔兹海默症、帕金森症、非酒精性脂肪肝、糖尿病、动脉粥样硬化、肌无力等疾病的小鼠模型；
疾病小鼠模型	利用自然筛选、人工诱导、基因编辑等技术，构建能模拟临床用于相应疾病的研究、筛选治疗药物、床病理过程和症状的小鼠疾病模型；	用于研究共生微生物的功能，可应用于自身免疫性疾病、代谢性疾病、肠道炎症、肿瘤和神经发育等领域的研究；	拥有200余种阿尔兹海默症、帕金森症、非酒精性脂肪肝、糖尿病、动脉粥样硬化、肌无力等疾病的小鼠模型；
无菌小鼠模型	通过现有检测技术，其体表及体内检测不到任何细菌、病毒、寄生虫等生命体的小鼠模型；	用于研究共生微生物的功能，可应用于自身免疫性疾病、代谢性疾病、肠道炎症、肿瘤和神经发育等领域的研究；	可定制开展特定小鼠的无菌化品系；可批量化供应多种无菌级近交系小鼠品系和模型；
基础品系	包括常用的近交系和远交系小鼠模型；	充当模型构建的背景品系以及诱导建拥有C57BL/6、ICR、FVB、DBA/1、BALB/c立疾病模型；	拥有一系列品系；
其他模型	Cre/Dre工具鼠、报告鼠、诱导模型、手术模型等		

资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

商品化小鼠模型销售是公司核心业务，2022 年实现营收 3.23 亿元（+28%），占总营收比例达到 62.7%，2018-2022 年 CAGR 达到 77%。公司现有“斑点鼠”品系超过 20000 个，其中 2022 年新增品系超 1700 个，现有品系全面覆盖肿瘤、代谢、免疫、发育、DNA 及蛋白修饰等研究方向；已启动“药筛鼠”项目 500 余个，其中已推向市场 200 余个品种，其余 300 个品系预计 2023 年将陆续上市；真实世界动物模型方面，已完成“无菌鼠”鼠源菌种筛选和建库，积累鼠源菌株覆盖 >70 个属，已建立悉生小鼠模型 GMM10 并发表学术文章，“野化鼠”已推出 750 胖墩鼠和 765 聪明鼠，2022Q4 完成扩群并向市场批量供应，此外已有超 20 个“野化鼠”品系测序和内部验证中，预计将自 2023 年起陆续推向市场。

图16: 药康生物商品化小鼠模型销售数据（单位：亿元）



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

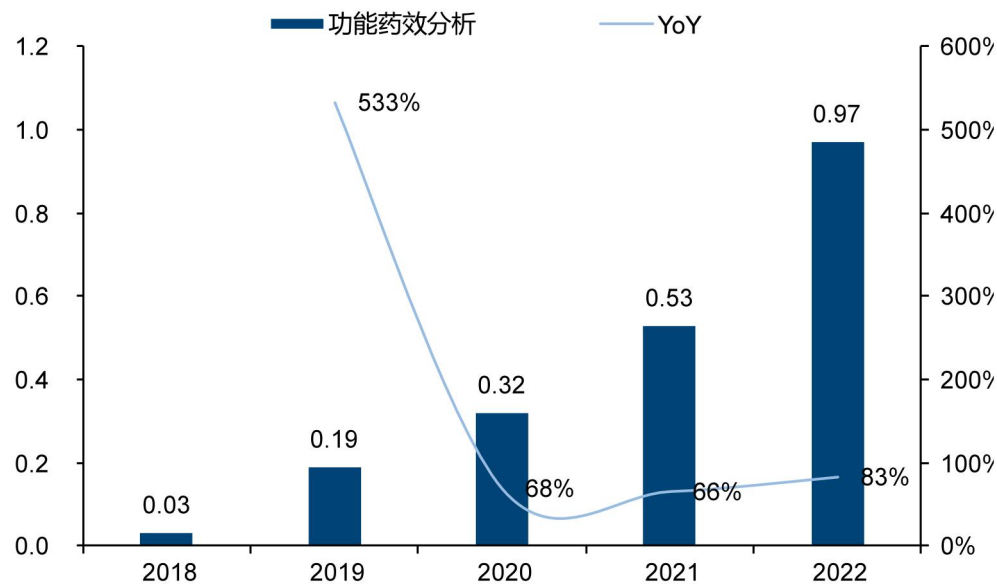
功能药效分析

小鼠品系资源高壁垒，打开收入天花板。新药研发周期长、投入大、风险高，在进入临床前需在动物模型中充分证明其有效性和安全性，临床前药理药效是其中的核心环节。药效研究涉及药物的基本类型、作用机制、选择性、量效关系、药物的治疗作用与不良反应；毒理研究涉及一般毒理学、急性毒性、长期毒性及特殊安全性试验。

- 体内药理学：通过内部开发的人源化小鼠/细胞系评估药物分子针对相应治疗靶点的疗效，涵盖肿瘤免疫、自身免疫和代谢疾病模型，还能够通过体内活性对药物分子进行筛选、比较和评估；
- 药代动力学（PK）/药效学（PD）：抗体药物的药代动力学受到靶点和 FcRn 表达影响，基于靶点人源化/FcRn 人源化小鼠的 PK/PD 平台可以减少对非人灵长类动物的依赖，同时获得可靠的临床相关性数据；
- 小动物毒理学和安全性研究：利用人源化小鼠和高度免疫缺陷小鼠能够进行血液生化肝功能、组织病理学、细胞因子释放综合征（CRS）、抗药抗体（ADA）等测试，为候选药物提供全面的毒理学和安全性数据。

2022 年公司功能药效业务实现营收 9707 万元（+83%），营收占比达到 18.8%，2018-2022 年 CAGR 达到 138%，相关团队人员数量达到 208 人，同比增长 126%，服务通量显著提升，预计未来几年仍有望维持较快增速。

图17: 药康生物功能药效分析业务营收（单位：亿元）



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

盈利预测

关键假设：

- 1) 商品化小鼠模型：考虑到公司“斑点鼠”具有品系数量优势；重度免疫缺陷 NCG 小鼠品系授权行业巨头 Charles River 北美地区独家代理，有望快速放量；“药筛鼠”布局自免、代谢、罕见病和肿瘤免疫等多个领域；真实世界模型逐步推向市场，预计商品化小鼠模型仍能维持较快增速；
- 2) 模型定制：随着公司小鼠品系数量快速增加，部分客户需求创制的模型已被公司现有品系库涵盖，预计公司模型定制业务在现有收入规模基础上略有增长；
- 3) 功能药效：随着公司“药筛鼠”品系不断丰富，以及对工业端客户需求增长，预计未来三年公司功能药效业务仍能维持高增速；
- 4) 定制繁育：围绕商品化小鼠销售和模型定制的配套服务，与公司新产能笼位上线节奏相关，预计稳健增长；
- 5) 费用率：预计随收入规模增长，公司费用率稳中有降。

表3: 药康生物盈利预测（单位：亿元）

单位：亿元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E备注
收入	2.62	3.94	5.17	7.03	9.33	11.97
YOY	36%	50%	31%	36%	33%	28%
成本	0.73	1.01	1.48	1.97	2.55	3.21
YOY	15%	38%	46%	33%	30%	26%
毛利率	72.0%	74.3%	71.4%	72.0%	72.6%	73.1%
商品化小鼠模型销售	1.53	2.53	3.23	4.30	5.50	6.71
YOY	60%	66%	28%	33%	28%	22%考虑到公司“斑点鼠”具有品系数量优势；重度免疫缺陷 NCG 小鼠品系授权
成本	0.28	0.50	0.76	0.99	1.21	1.41行业巨头 Charles River 北美地区独家代理，有望快速放量；“药筛鼠”
YOY	17%	76%	54%	30%	22%	16%布局自免、代谢、罕见病和肿瘤免疫等多个领域；真实世界模型逐步推
毛利率	81.5%	80.4%	76.4%	77%	78%	79%向市场，预计商品化小鼠模型仍能维持较快增速
模型定制	0.24	0.25	0.23	0.24	0.26	0.27
YOY	-18%	2%	-5%	5%	5%	5%随着公司小鼠品系数量快速增加，部分客户需求创制的模型已被公司现
成本	0.12	0.11	0.10	0.11	0.11	0.12有品系库涵盖，预计公司模型定制业务在现有收入规模基础上略有增长
YOY	-20%	-8%	-6%	5%	5%	5%
毛利率	51.6%	56.4%	56.8%	57%	57%	57%
功能药效	0.32	0.53	0.97	1.65	2.64	3.96
YOY	68%	67%	82%	70%	60%	50%随着公司“药筛鼠”品系不断丰富，以及对工业端客户需求增长，预计未来
成本	0.08	0.13	0.31	0.52	0.83	1.25三年公司功能药效业务仍能维持高增速
YOY	0%	60%	137%	70%	60%	50%
毛利率	74.8%	75.8%	68.4%	68%	68%	68%
定制繁育	0.50	0.57	0.65	0.74	0.83	0.92
YOY	10%	13%	14%	15%	13%	10%围绕商品化小鼠销售和模型定制的配套服务，与公司新产能笼位上线节
成本	0.19	0.25	0.28	0.33	0.37	0.40奏相关，预计稳健增长
YOY	14%	29%	14%	15%	13%	10%
毛利率	61.4%	55.9%	55.9%	56%	56%	56%
其他	0.03	0.06	0.09	0.09	0.10	0.11
YOY	-11%	86%	48%	10%	8%	6%
成本	0.06	0.03	0.02	0.03	0.03	0.03
YOY	3685%	-52%	-18%	20%	8%	6%
毛利率	-92.3%	50.1%	72.5%	70%	70%	70%
销售费用率	11.0%	13.6%	14.8%	14.0%	13.8%	13.6%随收入规模增长，公司费用率稳中有降
管理费用率	19.4%	20.6%	19.1%	18.8%	18.6%	18.4%
研发费用率	18.4%	14.0%	16.1%	14.0%	13.8%	13.6%
财务费用率	0.3%	-0.6%	-2.9%	-1.7%	-1.7%	-1.6%
净利润（亿元）	0.76	1.25	1.65	2.23	2.88	3.63
YoY	117.1%	64.5%	32.0%	35.3%	28.9%	26.2%

资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

绝对估值：25.64~27.18 元

表4: 绝对估值法假设条件

无杠杆 Beta	0.82	T	12.00%
无风险利率	2.85%	Ka	8.18%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.82
公司股价	22.92	Ke	8.18%
发行在外股数	410	E/(D+E)	99.91%
股票市值(E)	9397	D/(D+E)	0.09%
债务总额(D)	8	WACC	8.18%
Kd	5.00%	永续增长率(10年后)	2.00%

资料来源：国信证券经济研究所预测

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价格区间为 25.64~27.18 元。

表5: FCFF 估值表

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
EBIT	234.1	303.9	388.7	450.2	560.5	678.5	794.8	911.8	1,023.6	1,139.0	
所得税税率	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	206.0	267.4	342.1	396.1	493.2	597.1	699.4	802.3	900.8	1,002.3	
折旧与摊销	22.4	33.0	41.3	49.3	57.0	64.7	72.4	80.1	87.7	95.4	
营运资金的净变动	81.8	(31.3)	(14.9)	40.0	(21.0)	(9.6)	(2.5)	(18.6)	(13.9)	(15.0)	
资本性投资	(148.8)	(142.7)	(160.6)	(150.7)	(151.4)	(154.2)	(152.1)	(152.6)	(153.0)	(152.5)	
FCFF	161.3	126.4	207.9	334.6	377.8	497.9	617.2	711.3	821.7	930.2	15,350.0
PV(FCFF)	149.1	108.0	164.2	244.3	255.0	310.6	356.0	379.2	404.9	423.7	6,992.1
核心企业价值	9,787.1										
减：净债务	(1,032.2)										
股票价值	10,819.3										
每股价值	26.39										

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表6: 绝对估值对折现率和永续增长率的敏感性分析（横/纵轴：折现率/永续增长率）

	8.1%	8.2%	8.33%	8.4%	8.5%
2.3%	28.38	27.83	27.31	26.81	26.32
2.2%	28.03	27.50	26.99	26.50	26.03
2.1%	27.69	27.18	26.69	26.21	25.74
2.0%	27.37	26.87	26.39	25.92	25.47
1.9%	27.06	26.57	26.10	25.64	25.20
1.8%	26.76	26.28	25.82	25.38	24.95
1.7%	26.46	26.00	25.55	25.12	24.70

资料来源：国信证券经济研究所预测

相对估值：25.67~27.44 元

我们选取南模生物（与药康生物业务结构类似）、昭衍新药（临床前安评龙头，利用模式动物进行临床前 CRO 服务）作为可比公司，采用 PEG 估值，给予药康生物 1.45~1.55x PEG，对应 2023 年市盈率 47~50x，对应合理股价区间 25.67~27.44 元。

表7：可比公司估值表

代码	公司	股价 230427	总市值 (亿元)	EPS					PE					ROE	PEG
				21A	22A	23E	24E	25E	21A	22A	23E	24E	25E		
603127.SH	昭衍新药	49.10	244	1.46	2.01	2.01	2.57	3.08	79	29	24	19	16	13.13	0.7
688265.SH	南模生物	43.34	34	0.78	-0.07	0.90	1.40	-	90	-	48	31	-	-	2.2
平均									84	-	36	25			1.5
688046.SH	药康生物	22.92	94	0.35	0.40	0.55	0.71	0.90	-	60	42	32	26	8.32	1.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及测算 注：南模生物盈利预测来自于万得一致预期

投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级

药康生物是全球领先的模式动物提供商，拥有全球最大的“斑点鼠”品系资源，全新推出“野化鼠”、“无菌鼠”等差异化品种；依托“药筛鼠”全面覆盖肿瘤、自免、代谢等领域，业务向临床前功能药效 CRO 服务延伸，打开长期发展空间。预计公司 2023-2025 年营收分别为 7.03/9.33/12.02 亿元，归母净利润分别为 2.25/2.90/3.67 亿元，目前股价对应 PE 分别为 42/32/26x。结合绝对估值和相对估值，我们认为公司的合理股价区间为 25.64~27.18 元，相对目前股价有 12%~20% 的上涨空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值 FCFF 计算得出公司的合理估值,但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本(WACC)的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定,都加入了很多个人的判断:

- 1) 可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2) 加权资本成本(WACC)对公司估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.0%、风险溢价 6.5%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3) 我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.00%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险。

盈利预测的风险

可能对公司未来收入和利润增长偏乐观,考虑到未来市场格局有不确定性,行业竞争可能加剧,产品价格的下滑如果超过预期,将对收入增长带来较大的不利变化。

经营风险

公司由于渠道扩展而使得费用支出超出预期的风险。渠道的扩张会带来费用开支的大幅度增加,若控制不力,会对利润形成较大吞噬。

新模型研发不及预期的风险

考虑到公司在研的小鼠品系创新性品种,后续有研发进展的不确定性,存在研发失败或进度不达预期的风险。

市场竞争激烈的风险

模式动物和临床前药理药效市场持续有增量供应商出现,公司面临行业竞争加剧的风险。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	294	422	571	689	892	营业收入	394	517	703	933	1202
应收款项	158	189	262	355	448	营业成本	101	148	198	256	324
存货净额	30	49	66	91	115	营业税金及附加	2	2	2	3	4
其他流动资产	20	16	31	39	46	销售费用	53	76	91	119	151
流动资产合计	707	1467	1722	1964	2293	管理费用	81	98	128	168	214
固定资产	229	366	477	578	691	研发费用	55	83	109	142	180
无形资产及其他	50	49	47	45	43	财务费用	(2)	(15)	(12)	(15)	(19)
投资性房地产	39	304	304	304	304	投资收益	11	9	9	10	10
长期股权投资	30	69	91	122	152	资产减值及公允价值变动	(14)	(15)	0	0	0
资产总计	1054	2254	2640	3013	3482	其他收入	(13)	(28)	(109)	(142)	(180)
短期借款及交易性金融负债	5	15	8	9	11	营业利润	143	174	195	269	358
应付款项	62	51	121	146	169	营业外净收支	0	(0)	60	60	60
其他流动负债	125	148	243	296	371	利润总额	143	174	255	329	418
流动负债合计	192	214	372	452	550	所得税费用	18	9	31	39	50
长期借款及应付债券	20	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	57	62	67	72	77	归属于母公司净利润	125	165	225	290	367
长期负债合计	77	62	67	72	77	现金流量表（百万元）					
负债合计	269	276	439	524	627	净利润	125	165	225	290	367
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	5	1	17	10	9
股东权益	786	1978	2201	2490	2856	折旧摊销	29	37	22	33	41
负债和股东权益总计	1054	2254	2640	3013	3482	公允价值变动损失	14	15	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(2)	(15)	(12)	(15)	(19)
每股收益	0.35	0.40	0.55	0.71	0.90	营运资本变动	(64)	(293)	82	(31)	(15)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其它	(5)	(1)	(17)	(10)	(9)
每股净资产	2.18	4.82	5.37	6.07	6.96	经营活动现金流	104	(75)	329	291	394
ROIC	15.02%	14.20%	14%	19%	23%	资本开支	0	(156)	(149)	(143)	(161)
ROE	15.90%	8.33%	10%	12%	13%	其它投资现金流	(206)	(585)	0	0	0
毛利率	74%	71%	72%	73%	73%	投资活动现金流	(236)	(780)	(172)	(173)	(191)
EBIT Margin	26%	33%	33%	33%	32%	权益性融资	(0)	1044	0	0	0
EBITDA Margin	33%	41%	36%	36%	36%	负债净变化	20	(20)	0	0	0
收入增长	50%	31%	36%	33%	29%	支付股利、利息	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)
净利润增长率	63%	32%	36%	29%	27%	其它融资现金流	(137)	(19)	(6)	1	1
资产负债率	25%	12%	17%	17%	18%	融资活动现金流	(99)	984	(8)	(0)	0
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	(231)	128	149	118	203
P/E	66.0	57.1	41.8	32.4	25.6	货币资金的期初余额	524	294	422	571	689
P/B	10.5	4.8	4.3	3.8	3.3	货币资金的期末余额	294	422	571	689	892
EV/EBITDA	65.4	46.1	38.4	29.4	23.3	企业自由现金流	0	(248)	161	126	208
						权益自由现金流	0	(288)	165	141	226

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032