

公司经营活动持续恢复，股权激励彰显增长信心

2022 年 10 月 31 日

➤ **事件概述。**10 月 30 日，药康生物发布 2022 年三季度报及 2022 年限制性股票激励计划。2022 年前三季度实现收入 3.86 亿元，同比增长 38.09%；实现归母净利润 1.28 亿元，同比增长 50.00%；实现扣非利润 0.78 亿元，同比增长 41.07%。

➤ **公司业绩温和增长，疫情扰动下公司毛利率短期波动。**公司 Q3 单季度实现收入 1.34 亿元，同比增长 34.21%，环比增长 1.25%；Q3 单季度实现归母净利润 0.46 亿元，同比增长 18.98%，环比下降 9.39%；实现扣非利润 0.23 亿元，同比增长 38.50%。在二季度上海疫情冲击的背景下，公司凭借行业领先的产品实力和服务能力、全国布局的产销体系，公司主营业务实现温和增长。公司前三季度毛利率水平为 73.27%(-1.87 pct)，净利率水平为 33.17%(+2.64 pct)。我们认为毛利率下行原因系各地疫情防控对下游科研客户产生影响，对高毛利的商品化小鼠模型业务增长产生不利影响，疫情短期扰动不会改变模式动物行业中长期高成长、高盈利能力的发展趋势和行业特点。

➤ **研发及海外业务持续投入，有望打开公司发展天花板。**公司前三季度研发费用 0.62 亿元，同比增加 61.51%，前三季度研发费用率 15.93%(+2.31 pct)。公司前瞻性布局下一代小鼠模型产品，持续推进“斑点鼠”、“药筛鼠”、“野生鼠”等高附加值先进品系开拓。公司前三季度销售费用为 0.58 亿元，同比增加 51.75%，前三季度销售费用率为 15.02%(+ 1.35pct)。我们认为公司销售费用率走升的主要驱动因素为公司锐意进取开拓海外业务。公司在先进品系及国际化业务的持续布局将为公司业绩中长期增长打开天花板。

➤ **股权激励计划进一步提高核心人员稳定性，彰显管理层信心。**公司计划向激励对象授予 202.50 万股限制性股票，占公司总股本的 0.49%。本次激励计划对象合计 22 人，包括 A 类激励对象(核心技术人员及高管)，和 B 类激励对象(中层管理及技术研发人员)。A 类激励对象的限制性股票授予期分为 5 个归属期，2023/2024/2025/2026/2027 年公司营收较 2021 年营收增长不低于 89%/155%/244%/331%/438%，或相关年份营收增幅不低于对标企业均值。B 类激励对象的限制性股票授予期分为 3 个归属期，归属条件分别为 2023/2024/2025 年公司营收较 2021 年营收增幅不低于 89%/155%/244%，或相关年份营收增幅不低于对标企业均值。参考激励政策归属条件，公司 2021-2025 年公司收入 CAGR 需达到 36.19%，2021-2027 年 CAGR 需达到 32.37%，彰显公司管理层信心。

➤ **投资建议：**我们预测 2022-2024 年公司收入 5.61、7.96 和 11.28 亿元，归母净利润为 1.84、2.69 和 3.90 亿元。对应当前股价，2022-2024 年 PE 倍数为 68x，46x 和 32x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**疫情恢复不及预期，新品系销售不及预期，海外业务不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	394	561	796	1,128
增长率(%)	50.3	42.4	41.9	41.7
归属母公司股东净利润(百万元)	125	184	269	390
增长率(%)	63.4	47.5	46.1	45.0
每股收益(元)	0.30	0.45	0.66	0.95
PE	100	68	46	32
PB	15.9	6.3	5.5	4.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

30.53 元


分析师 周超泽

执业证书：S0100521110005

邮箱：zhouchaoze@mszq.com

分析师 许睿

执业证书：S0100521110007

电话：021-80508867

邮箱：xurui@mszq.com

相关研究

1.药康生物(688046.SH) 2022 年中报业绩点评：中报业绩符合预期，商品化小鼠业务强势增长-2022/08/20

2.药康生物(688046.SH) 深度报告：植根创新基因、引领产业变迁的模式动物龙头-2022/08/19

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	394	561	796	1,128
营业成本	101	139	192	271
营业税金及附加	2	2	2	3
销售费用	53	80	117	164
管理费用	81	114	161	226
研发费用	55	82	121	169
EBIT	143	235	325	461
财务费用	-2	-3	-10	-7
资产减值损失	-14	-3	-3	-3
投资收益	11	14	19	27
营业利润	143	211	309	448
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	143	211	309	448
所得税	18	27	40	57
净利润	125	184	269	390
归属于母公司净利润	125	184	269	390
EBITDA	178	278	390	572

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	294	823	577	339
应收账款及票据	119	164	239	345
预付款项	2	3	4	6
存货	30	34	48	69
其他流动资产	263	245	258	275
流动资产合计	707	1,270	1,125	1,035
长期股权投资	30	30	30	30
固定资产	176	280	414	887
无形资产	50	64	96	146
非流动资产合计	347	1,057	1,576	2,212
资产合计	1,054	2,327	2,701	3,247
短期借款	5	5	5	5
应付账款及票据	62	86	119	168
其他流动负债	125	182	255	359
流动负债合计	192	274	379	533
长期借款	20	1	1	1
其他长期负债	57	55	56	57
非流动负债合计	77	56	57	58
负债合计	269	330	435	591
股本	360	410	410	410
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	786	1,997	2,266	2,656
负债和股东权益合计	1,054	2,327	2,701	3,247

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	50.35	42.43	41.94	41.72
EBIT 增长率	53.12	63.53	38.40	41.99
净利润增长率	63.45	47.52	46.06	44.98
盈利能力 (%)				
毛利率	74.33	75.22	75.92	76.00
净利率	31.72	32.86	33.81	34.59
总资产收益率 ROA	11.85	7.92	9.96	12.02
净资产收益率 ROE	15.90	9.23	11.88	14.69
偿债能力				
流动比率	3.69	4.63	2.97	1.94
速动比率	3.43	4.46	2.81	1.78
现金比率	1.53	3.00	1.52	0.64
资产负债率 (%)	25.49	14.18	16.12	18.20
经营效率				
应收账款周转天数	109.90	118.88	118.88	118.88
存货周转天数	108.62	97.48	97.48	97.48
总资产周转率	0.41	0.33	0.32	0.38
每股指标 (元)				
每股收益	0.30	0.45	0.66	0.95
每股净资产	1.92	4.87	5.53	6.48
每股经营现金流	0.28	0.64	0.78	1.17
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	100	68	46	32
PB	15.9	6.3	5.5	4.7
EV/EBITDA	68.71	42.08	30.64	21.30
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	125	184	269	390
折旧和摊销	35	43	65	111
营运资金变动	-58	27	-20	-18
经营活动现金流	113	263	319	481
资本开支	-89	-466	-584	-747
投资	-30	0	0	0
投资活动现金流	-354	-738	-565	-720
股权募资	0	1,026	0	0
债务募资	14	-16	1	2
筹资活动现金流	10	1,004	0	1
现金净流量	-231	529	-246	-238

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026