

药康生物（688046.SH）

海外市场营收同比增长 72%，国内新产能逐步上线

增持

核心观点

海外市场营收同比增长 72%。2023H1 公司实现营收 2.96 亿元（同比+18.2%），其中海外营收 4288 万元（同比+72.4%），占收入比重 14.5%，工业客户贡献超 70%；归母净利润 0.78 亿元（同比-5.0%），扣非归母净利润 0.50 亿元（同比-9.0%），预计主要由于公司目前仍处业务扩张期，持续高强度研发投入、人员扩招、海外市场开拓投入加大等原因致使公司净利润短期承压。

分季度看，2023Q1/Q2 分别实现营收 1.40 亿元/1.56 亿元，分别同比+20.8%/+15.9%；分别实现归母净利润 0.31 亿元/0.47 亿元，分别同比+2.4%/-9.3%，营收和净利润环比有所改善。

加大研发投入，新品系不断推出。2023H1 公司研发投入达到 5046 万元（同比+30.7%），占营收比例达到 17%。截至 2023 年 6 月 30 日，“斑点鼠”品系总数超过 20000 个，其中上半年新增品系 200 余个；“药筛鼠”已推向市场约 400 个品系；“野化鼠”除 750 胖墩鼠与 765 聪明鼠已推向市场外，现有超 70 个品系正在进行繁育和内部验证，包括 1 号染色体品系、17 号染色体品系等，预计 2024 年将完成约 200 个野化鼠品系构建，其中 80~100 个品系完成初筛并推向市场；“无菌及悉生鼠”已推出 GMM10 菌株组合模型，与知名高校达成多项科研合作项目。

国内多中心产能布局，客户覆盖持续提升。公司北京设施于 2023 年 6 月中旬进入试运营阶段，已完成引种工作，正在进行引种品系扩繁，8 月已开始对外供鼠，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，预计将于下半年投产。随着新设施逐步投入使用，国内客户覆盖有望持续提升。

投资建议：维持“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，推出全人源 NeoMab 小鼠模型，通过高壁垒小鼠品系带动服务需求，业务向药物发现和功能药效等临床前 CRO 服务延伸，打开长期发展空间。我们维持此前的盈利预测，预计 2023~2025 年净利润分别为 2.02/2.64/3.46 亿元，目前股价对应 PE 分别为 33/26/20x，维持“增持”评级。

风险提示：新模型研发不及预期的风险、市场竞争激烈的风险等。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	394	517	664	854	1,084
(+/-%)	50.3%	31.2%	28.6%	28.6%	26.9%
净利润(百万元)	125	165	202	264	346
(+/-%)	63.4%	31.8%	22.8%	30.6%	31.1%
每股收益(元)	0.35	0.40	0.49	0.64	0.84
EBIT Margin	25.8%	33.4%	33.6%	34.2%	35.5%
净资产收益率 (ROE)	15.9%	8.3%	9.3%	10.8%	12.4%
市盈率 (PE)	47.4	41.0	33.4	25.5	19.5
EV/EBITDA	47.5	33.5	29.2	22.2	17.2
市净率 (PB)	7.54	3.41	3.10	2.76	2.42

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：张佳博

021-60375487

zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

证券分析师：陈益凌

021-60933167

cnchenyiling@guosen.com.cn

S0980519010002

证券分析师：马千里

010-88005445

maqianli@guosen.com.cn

S0980521070001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	16.45 元
总市值/流通市值	6745/3322 百万元
52 周最高价/最低价	35.48/15.62 元
近 3 个月日均成交额	26.37 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

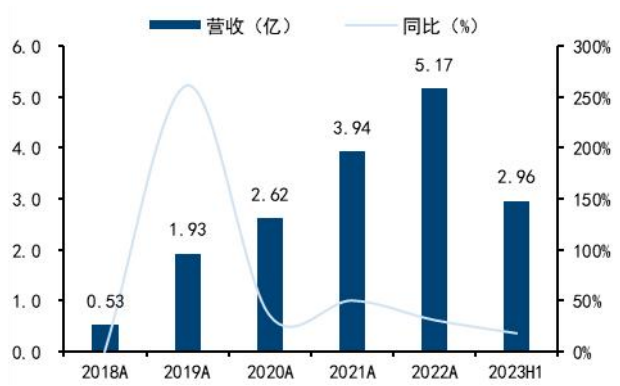
《药康生物(688046.SH)-小鼠品系资源高壁垒，拓展临床前 CRO 能力边界》——2023-07-13

《药康生物(688046.SH)-2022 年报及 2023 一季报点评：营收和净利润维持高速增长，新品系及海外业务拓展值得期待》——2023-04-28

海外市场营收同比增长 72%。公司 2023H1 实现营收 2.96 亿元（同比+18.2%），其中海外营收 4288 万元（同比+72.4%），占收入比重 14.5%，工业客户贡献超 70%；归母净利润 0.78 亿元（同比-5.0%），扣非归母净利润 0.50 亿元（同比-9.0%），预计主要由于公司目前仍处业务扩张期，持续高强度研发投入、人员扩招、海外市场开拓投入加大等原因致使公司净利润短期承压。

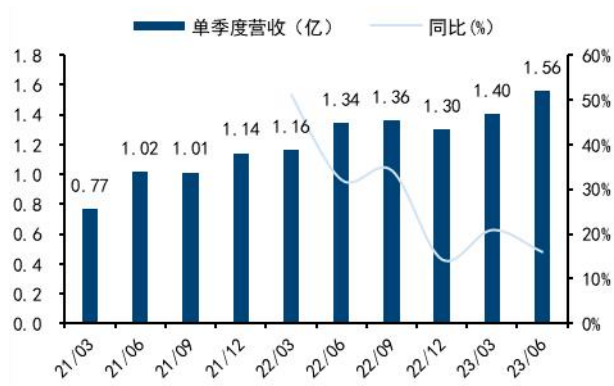
分季度看，2023Q1/Q2 分别实现营收 1.40 亿元/1.56 亿元，分别同比+20.8%/+15.9%；分别实现归母净利润 0.31 亿元/0.47 亿元，分别同比+2.4%/-9.3%，营收和净利润环比有所改善。

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、%）



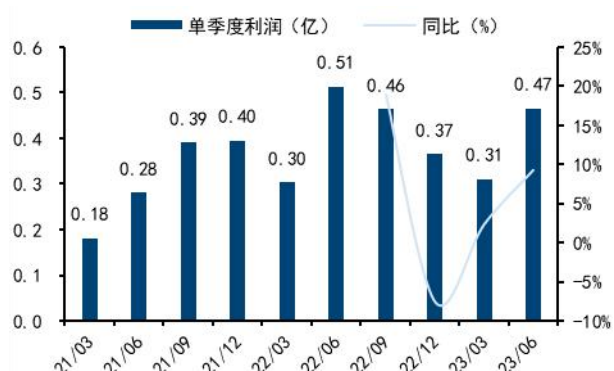
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）

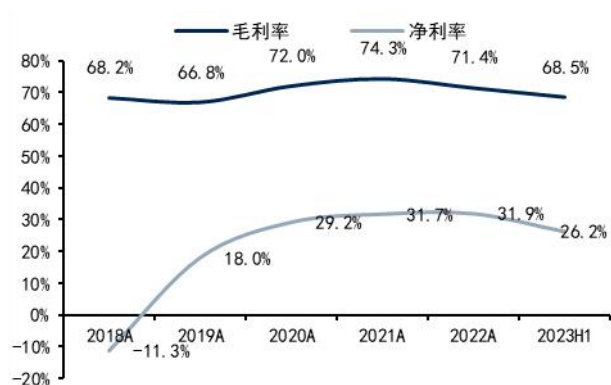


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

收入结构变化导致毛利率下降，研发费用率提升。2023H1 公司毛利率为 68.5%（同比-6.83pct，较 2022 年全年水平-2.90pct），预计主要由于收入结构变化所致；净利率为 26.2%（同比-6.39pct，较 2022 年全年水平-5.66pct）。

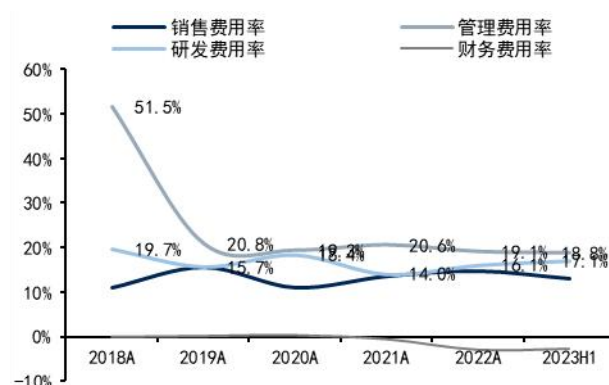
销售费用率 13.0%（同比-1.48pct）、管理费用率 18.8%（同比-0.10pct）、财务费用率-2.73%（+0.13pct）、研发费用率 17.1%（同比+1.63pct），期间费用率整体为 46.1%（同比+0.18pct），与上年同期基本持平。

图5: 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6: 药康生物期间费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

国内多中心产能布局基本完成, 销售能力圈逐步扩围。公司目前在江苏南京、江苏常州、广东佛山、四川成都、北京大兴运营五个大型生产设施, 现有产能约 23 万笼, 除北京设施外, 其余产能利用率均处高位, 北京设施于 2023 年 6 月中旬进入试运营阶段, 已完成引种工作, 正在进行引种品系扩繁, 8 月已开始对外供鼠, 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。随着新设施逐步投入使用, 国内多中心布局基本完成。

国内市场方面, 公司已实现全域覆盖, 销售渠道建设完整, 拥有超 80 人 BD 团队, 2023H1 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, 工业领域实现 Biotech 广覆盖, 同时与 Pharma 客户持续加深合作, 科研领域重点加强较为薄弱的医院客户开拓等。

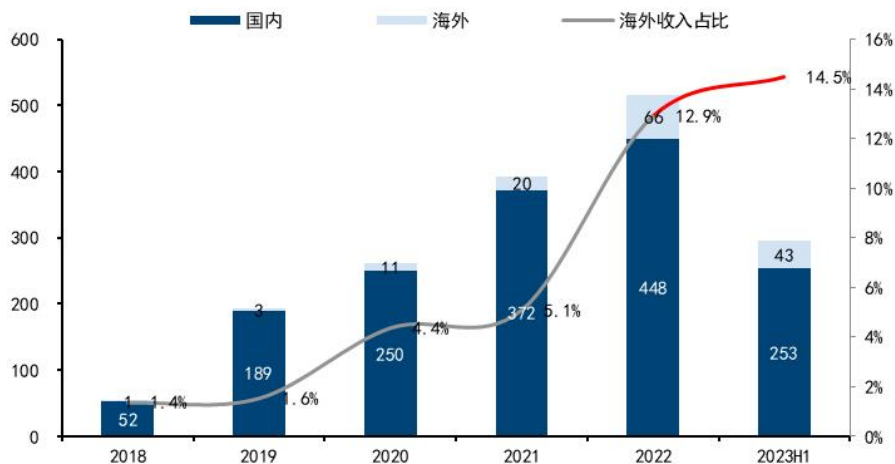
表1: 可比公司动物生产基地布局及笼位数对比

公司名称	华东地区	华南地区	华北地区	华中地区	西南地区	笼位
药康生物	江苏南京/常州、上海宝山	广东佛山	北京		四川成都	现有产能约 23 万笼, 2023 年底预计达到约 30 万笼
维通利华	上海、浙江平湖/桐乡	广东顺德	北京	湖北武汉		
南模生物	上海	广东	北京			14-15 万笼位
百奥赛图	江苏南通		北京大兴			>15 万笼
赛业生物	江苏太仓	广东广州	河北固安			>15 万笼

资料来源: 各公司官网、国信证券经济研究所整理

海外设施方面, 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。海外市场方面, 2023H1 公司实现海外收入 4288 万元 (同比+72.4%), 占收入比重 14.5%, 其中海外工业客户收入占海外整体收入比重超 70%。

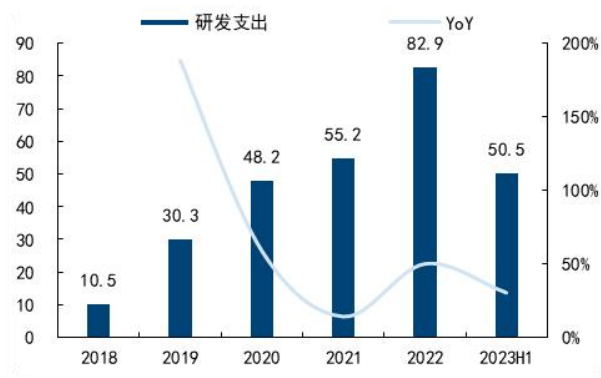
图7: 药康生物国内和海外营收及占比情况 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2023H1 公司研发投入达到 5046 万元 (同比+30.7%)，占营收比例达到 17%。截至 2023 年 6 月 30 日，“斑点鼠”品系总数超过 20000 个，其中上半年新增品系 200 余个；“药筛鼠”已推向市场约 400 个品系，广泛覆盖自免、代谢、中枢神经、罕见病、肿瘤免疫等领域；“野化鼠”除 750 胖墩鼠与 765 聪明鼠已推向市场外，现有超 70 个品系正在进行繁育和内部验证，包括 1 号染色体品系、17 号染色体品系等，预计 2024 年将完成约 200 个野化鼠品系构建，其中 80~100 个品系完成初筛并推向市场；“无菌及悉生鼠”已推出 GMM10 菌株组合模型，与知名高校达成多项科研合作项目。

图8: 药康生物研发支出及同比增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 药康生物研发人员及占比 (单位: 人、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“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，推出全人源 NeoMab 小鼠模型，通过高壁垒小鼠品系带动服务需求，业务向药物发现和功能药效等临床前 CRO 服务延伸，打开长期发展空间。我们维持此前的盈利预测，预计 2023~2025 年净利润分别为 2.02/2.64/3.46 亿元，目前股价对应 PE 分别为 33/26/20x，维持“增持”评级。

表2: 可比公司估值

代码	公司	股价 230901	总市值 (亿元)	净利润(亿元)				PE				ROE	PEG
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	22A	23E
688265.SH	南模生物	40.45	32	-0.05	0.13	0.25	0.40	-	243	126	79	-	3.2
603127.SH	昭衍新药	23.35	164	10.74	10.70	13.40	16.69	29	15	12	10	13.1	0.6
301080.SZ	百普赛斯	63.19	76	2.04	2.14	2.59	3.15	40	35	29	24	8.0	1.7
688105.SH	诺唯赞	26.84	107	5.94	2.56	4.54	6.45	36	42	24	17	12.9	0.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及测算 注：南模生物、昭衍新药、诺唯赞盈利预测为 Wind 一致预测

风险提示

新模型研发不及预期的风险、市场竞争激烈的风险等。

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	554	649	827	营业收入	394	517	664	854	1084
应收款项	158	189	248	324	404	营业成本	101	148	192	246	308
存货净额	30	49	64	86	108	营业税金及附加	2	2	2	3	4
其他流动资产	20	16	29	35	42	销售费用	53	76	90	115	144
流动资产合计	707	1467	1687	1886	2173	管理费用	81	98	120	142	165
固定资产	229	366	477	578	691	研发费用	55	83	96	115	139
无形资产及其他	50	49	47	45	43	财务费用	(2)	(15)	(12)	(15)	(18)
投资性房地产	39	304	304	304	304	投资收益	11	9	0	0	0
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	2605	2935	3363	其他收入	(13)	(28)	(86)	(95)	(109)
短期借款及交易性金融负债	5	15	8	9	11	营业利润	143	174	185	267	373
应付款项	62	51	117	139	159	营业外净收支	0	(0)	50	40	30
其他流动负债	125	148	234	273	329	利润总额	143	174	235	307	403
流动负债合计	192	214	360	422	499	所得税费用	18	9	33	43	56
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	202	264	346
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	426	493	576	净利润	125	165	202	264	346
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	2179	2442	2787	折旧摊销	29	37	22	33	41
负债和股东权益总计	1054	2254	2605	2935	3363	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)	(18)
每股收益	0.35	0.40	0.49	0.64	0.84	营运资本变动	(64)	(293)	87	(29)	(18)
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	5.31	5.96	6.80	经营活动现金流	104	(75)	311	268	370
ROIC	15.02%	14.20%	14%	19%	24%	资本开支	0	(156)	(149)	(143)	(161)
ROE	15.90%	8.33%	9%	11%	12%	其它投资现金流	(206)	(585)	0	0	0
毛利率	74%	71%	71%	71%	72%	投资活动现金流	(236)	(780)	(172)	(173)	(191)
EBIT Margin	26%	33%	34%	34%	35%	权益性融资	(0)	1044	0	0	0
EBITDA Margin	33%	41%	37%	38%	39%	负债净变化	20	(20)	0	0	0
收入增长	50%	31%	29%	29%	27%	支付股利、利息	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)
净利润增长率	63%	32%	23%	31%	31%	其它融资现金流	(137)	(19)	(6)	1	1
资产负债率	25%	12%	16%	17%	17%	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	132	95	179
P/E	47.4	41.0	33.4	25.5	19.5	货币资金的期初余额	524	294	422	554	649
P/B	7.5	3.4	3.1	2.8	2.4	货币资金的期末余额	294	422	554	649	827
EV/EBITDA	47.5	33.5	29.2	22.2	17.2	企业自由现金流	0	(248)	153	113	194
						权益自由现金流	0	(288)	156	126	210

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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