

研发投入继续加大，明星项目持续推进

——药康生物(688046.SH)2023 年半年度报告点评

事件：

药康生物于近日发布 2023 年上半年度报告：2023 上半年公司实现收入 3.0 亿(+18.2%)，归母净利润 0.8 亿(-5.0%)，扣非归母净利润 0.5 亿(-9.0%)，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，造成利润有所下降。分季度看，2023Q2 实现收入 1.6 亿(+15.9%)，归母净利润 0.5 亿(-9.3%)，扣非归母净利润 0.3 亿元(-16.5%)。

● 功能药效贡献继续提升，海外业务快速增长至收入占比大幅提升

分业务看，公司主营业务主要分为商品化小鼠模型销售、定制繁育、模型定制和功能药效四大板块。2023 上半年商品化小鼠模型销售收入 1.7 亿(+7.8%)，占公司收入比重为 58.3%，依然为公司第一大收入业务来源；定制繁育收入 3799.5 万元(+21.7%)，占公司收入比重超 12.8%，相比去年同期略有提升；模型定制收入 1757.1 万元(+68.1%)，增长迅速，占公司收入比重超 5.9%，相比去年同期增加近 1.8pct；功能药效收入 6294.0 万元(+35.6%)，占公司收入比重约 21.3%，相比去年同期增加超 2.7pct。分地区看，2023 上半年公司境内收入 2.53 亿(+12.2%)，境外收入 4288.3 万元(+72.4%)，境外收入占公司收入比重从去年同期的 9.9%提升至 2023 年 6 月末的 14.5%，海外业务增长明显，其中海外工业客户收入占海外整体收入比重超 70%。

● 公司持续高强度投入研发，“野化鼠”、“药筛鼠”等项目持续快速推进

2023 上半年公司投入研发超 5045.8 万元(+30.7%)，持续推进“野化鼠计划”、“无菌鼠及悉生鼠计划”、“斑点鼠计划”、“药筛鼠计划”等多个研发项目。野化鼠方面：750 胖墩鼠和 765 聪明鼠已推向市场，此外公司研发管线上已有超 70 个野化鼠品系在繁育和内部验证中，包括 1 号染色体品系、17 号染色体品系等。预计 2024 年将完成 200 个左右野化鼠品系构建，其中 80-100 个品系完成初筛并推向市场。“悉生鼠计划”：项目进展顺利，已推出 GMM10 菌株组合模型，截至 2023H1，菌群服务平台协助客户发表文章累计影响因子近 300，已完成鼠源菌种筛选、建库和商业化，并已开启志愿者招募和人源菌种筛选和建库，截至目前已获得>100 个菌种。“斑点鼠计划”研发项目已完成品系超 20,000 个，2023 上半年新增品系超 200 个，现有品系涵盖肿瘤、代谢、免疫、发育、DNA 及蛋白修饰等研究方向的基因。药筛鼠计划覆盖目前报道的大部分可成药靶点，已推向市场约 400 个品系。

● 投资建议与盈利预测

“斑点鼠”、“药筛鼠”等项目快速推进，品系资源不断丰富，叠加公司布点的推进和开拓力度的加大，看好公司业绩持续高速增长。预计公司 2023-2025 年营业收入增速分别为 24.7%/28.5%/29.8%；归母净利润增速分别为 15.6%/29.8%/29.7%；EPS 为 0.5/0.6/0.8 元/股，对应 PE 为 36.3/28.0/21.6。维持“买入”评级。

● 风险提示

国内销售不及预期风险、海外发展不及预期风险、行业竞争加剧风险等。

买入|维持

当前价：16.86 元

基本数据

52 周最高/最低价（元）：34.77 / 15.99

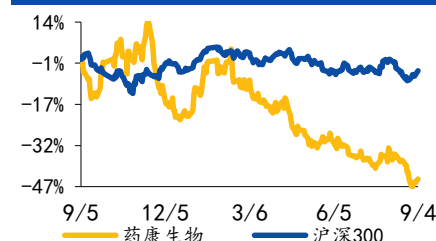
A 股流通股（百万股）：201.93

A 股总股本（百万股）：410.00

流通市值（百万元）：3404.56

总市值（百万元）：6912.60

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-药康生物(688046.SZ)首次覆盖报告：品系种类领先+技术服务打通的“小鼠资源库”》
2023.06.14

报告作者

分析师 马云涛

执业证书编号 S0020522080001

电话 021-51097188

邮箱 mayuntao@gyzq.com.cn

联系人 朱仕平

电话 021-51097188

邮箱 zhushiping@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	393.79	516.55	644.27	828.14	1074.47
收入同比(%)	50.35	31.17	24.73	28.54	29.75
归母净利润(百万元)	124.93	164.64	190.27	247.04	320.38
归母净利润同比(%)	63.45	31.79	15.57	29.84	29.69
ROE(%)	15.90	8.33	8.85	10.34	11.89
每股收益(元)	0.30	0.40	0.46	0.60	0.78
市盈率(P/E)	55.33	41.99	36.33	27.98	21.58

资料来源：Wind,国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	706.93	1467.01	1809.40	2036.43	2404.81
现金	293.52	421.71	396.05	387.52	396.06
应收账款	118.57	185.22	218.69	282.03	369.01
其他应收款	39.68	3.63	24.38	31.52	35.26
预付账款	1.95	2.79	3.37	4.10	5.21
存货	30.08	49.47	52.59	66.83	85.01
其他流动资产	223.12	804.20	1114.32	1264.44	1514.26
非流动资产	347.48	786.68	1018.06	1187.50	1333.80
长期投资	30.08	68.54	44.29	50.00	51.19
固定资产	175.96	194.08	346.43	520.38	648.42
无形资产	49.53	48.51	54.00	59.06	63.07
其他非流动资产	91.91	475.56	573.34	558.05	571.12
资产总计	1054.41	2253.69	2827.46	3223.92	3738.61
流动负债	191.74	214.07	613.97	774.23	982.75
短期借款	5.15	12.21	372.09	493.16	609.27
应付账款	61.73	50.79	80.30	95.57	118.12
其他流动负债	124.85	151.08	161.58	185.49	255.36
非流动负债	77.04	61.93	62.72	61.51	61.98
长期借款	20.03	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	57.01	61.93	62.72	61.51	61.98
负债合计	268.78	276.00	676.69	835.74	1044.73
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	360.00	410.00	410.00	410.00	410.00
资本公积	276.73	1253.51	1253.51	1253.51	1253.51
留存收益	148.63	313.28	486.74	724.07	1029.74
归属母公司股东权益	785.63	1977.69	2150.77	2388.19	2693.87
负债和股东权益	1054.41	2253.69	2827.46	3223.92	3738.61

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	113.31	105.98	368.39	307.37	487.67
净利润	124.93	164.64	190.27	247.04	320.38
折旧摊销	34.63	45.22	67.75	116.34	172.10
财务费用	-2.28	-15.14	-2.37	16.30	25.16
投资损失	-11.12	-9.49	-9.63	-9.83	-9.71
营运资金变动	-61.33	-108.18	7.49	-48.07	-18.17
其他经营现金流	28.48	28.92	114.88	-14.42	-2.10
投资活动现金流	-353.73	-994.66	-737.80	-411.27	-555.49
资本支出	89.07	190.31	249.43	350.26	299.96
长期投资	30.00	0.00	-24.24	5.71	1.18
其他投资现金流	-234.66	-804.35	-512.61	-55.29	-254.34
筹资活动现金流	10.23	1014.12	343.76	95.36	76.36
短期借款	0.14	7.05	359.89	121.07	116.10
长期借款	20.03	-20.03	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	50.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	3.07	976.77	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-13.01	0.32	-16.13	-25.71	-39.74
现金净增加额	-230.65	128.08	-25.65	-8.54	8.54

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	393.79	516.55	644.27	828.14	1074.47
营业成本	101.09	147.82	171.09	211.92	268.95
营业税金及附加	1.59	1.72	2.23	2.91	3.72
营业费用	53.47	76.34	90.20	107.66	128.94
管理费用	80.95	98.43	115.97	140.78	182.66
研发费用	55.20	82.93	109.53	132.50	171.92
财务费用	-2.28	-15.14	-2.37	16.30	25.16
资产减值损失	-14.08	-15.28	-13.88	-14.38	-14.36
公允价值变动收益	0.32	-0.05	0.08	0.08	0.06
投资净收益	11.12	9.49	9.63	9.83	9.71
营业利润	143.26	173.95	200.87	260.76	338.14
营业外收入	0.05	0.00	0.03	0.02	0.02
营业外支出	0.00	0.27	0.17	0.18	0.19
利润总额	143.31	173.68	200.72	260.61	337.97
所得税	18.39	9.04	10.44	13.56	17.59
净利润	124.93	164.64	190.27	247.04	320.38
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	124.93	164.64	190.27	247.04	320.38
EBITDA	175.62	204.03	266.24	393.40	535.40
EPS (元)	0.35	0.40	0.46	0.60	0.78

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	50.35	31.17	24.73	28.54	29.75
营业利润(%)	56.55	21.42	15.47	29.82	29.67
归属母公司净利润(%)	63.45	31.79	15.57	29.84	29.69
获利能力					
毛利率(%)	74.33	71.38	73.44	74.41	74.97
净利率(%)	31.72	31.87	29.53	29.83	29.82
ROE(%)	15.90	8.33	8.85	10.34	11.89
ROIC(%)	28.68	25.06	18.91	22.31	26.07
偿债能力					
资产负债率(%)	25.49	12.25	23.93	25.92	27.94
净负债比率(%)	9.37	5.37	55.18	59.19	58.47
流动比率	3.69	6.85	2.95	2.63	2.45
速动比率	3.53	6.60	2.86	2.54	2.36
营运能力					
总资产周转率	0.41	0.31	0.25	0.27	0.31
应收账款周转率	3.76	3.18	2.95	3.13	3.10
应付账款周转率	1.96	2.63	2.61	2.41	2.52
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.40	0.46	0.60	0.78
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.26	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	1.92	4.82	5.25	5.82	6.57
估值比率					
P/E	55.33	41.99	36.33	27.98	21.58
P/B	8.80	3.50	3.21	2.89	2.57
EV/EBITDA	30.68	26.41	20.24	13.70	10.06

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属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头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188