

药康生物（688046）

2024 年报&2025 年一季报点评：利润短期承压，海外业务维持高增长

买入（维持）

2025 年 04 月 29 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 刘若彤

执业证书：S0600525040006

liurt@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	622.19	686.84	814.88	935.27	1,067.83
同比（%）	20.45	10.39	18.64	14.77	14.17
归母净利润（百万元）	158.91	109.82	132.74	161.11	196.15
同比（%）	(3.49)	(30.89)	20.87	21.38	21.75
EPS-最新摊薄（元/股）	0.39	0.27	0.32	0.39	0.48
P/E（现价&最新摊薄）	29.33	42.45	35.12	28.93	23.77

投资要点

■ **事件：2024 年**，公司实现营收 6.87 亿元（+10.39%，括号内为同比增速，下同），归母净利润 1.10 亿元（-30.89%），扣非 0.76 亿元（-29.33%）；销售毛利率 61.99%（-5.62pct），归母净利率 15.99%（-9.55pct），销售费用率 15.6%（+0.3pct），研发费用率 12.7%（-2.8pct），管理费用率 19.3%（+0.4ct）。**2025Q1**，公司实现营收 1.71 亿元（+8.76%），归母净利润 29.98 百万元（+1.70%），扣非 25.11 百万元（+9.80%）；销售毛利率 63.05%，归母净利率 17.55%，销售费用率 14.5%（+0.3pct），研发费用率 10.7%（-4.0pct），管理费用率 18.1%（-1.7pct）。

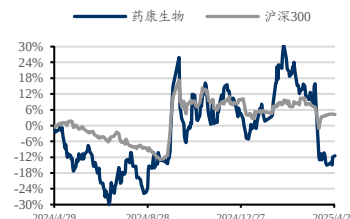
■ **利润短期承压，海外业务保持高增长**：①分业务来看，24FY 商品化小鼠模型销售营收 4.0 亿元（+9.0%），功能药效营收 1.5 亿元（+14.6%），定制繁育营收 0.85 亿元（+8.0%），模型定制营收 0.34 亿元（-3.4%）。受投融资下行引起的需求不振等因素影响，商品化小鼠模型尤其人源化小鼠增速有所放缓；但随着公司小鼠品系丰富、药效服务体系完善，功能药效业务保持了快速增长。②分区域来看，海外营收 1.14 亿元（+22.5%，业务占比 18.3%），国内营收 5.72 亿元（+8.3%）。③报告期内毛利率有所下降，主要系商品化小鼠模型销售中毛利率较低的品类占比提升，以及功能药效开拓项目价格较低的科研客户，同时也有部分人员成本、设施折旧与租金增加原因；25Q1 毛利率随着价格竞争情况有所好转，我们判断未来趋势向好。费用方面，销售费用提升主要系海外市场拓展，研发费用缓和主要系斑点鼠平台搭建工作基本准备就绪。

■ **我们认为公司具备较强成长性，主要体现在**：①国内设施布局完成，合计约 28 万笼（+40%），是唯一实现生产设施全国布局的国内模式动物企业，23Q4 其陆续投产，未来随着笼位从基础代繁向斑点鼠等基因编辑鼠业务转化，**有望带来利润端增量**；②海外市场规模数倍于国内市场，且中国模式动物企业依靠工程师红利具备全球竞争力，23-24 年需求下行的情况下海外依旧实现了高增长，随着海外产能自 24Q1 启用，海外团队目前扩充至 40 多人，海外新增租赁笼位设施已就位，**海外有望继续保持高增长**；③公司为小鼠模型最齐全的企业，并持续推出野化鼠、药筛鼠、无菌鼠等品类以及全人源抗体转基因模型平台，24 年入股灵康生物（基因编辑猪），并将纽迈生物平台推向市场（基于 NeoMab 的抗体发现服务），**持续挖掘实验动物相关需求，引入增量市场**。

■ **盈利预测与投资评级**：考虑行业整体增速情况，我们将公司 2025-2026 年营收从 9.60/11.52 亿元下调至 8.15/9.35 亿元，归母净利润从 2.20/2.64 亿元下调至 1.33/1.61 亿元，并预测 2027 年营收和归母净利润分别为 10.68 亿元和 1.96 亿元；2025-2027 年对应当前股价 PE 分别为 35/29/24 ×。看好公司业务模式及成长空间，维持“买入”评级。

■ **风险提示**：需求持续下行；海外市场拓展不及预期；市场竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.37
一年最低/最高价	9.08/17.70
市净率(倍)	2.16
流通 A 股市值(百万元)	4,661.70
总市值(百万元)	4,661.70

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.27
资产负债率(% ,LF)	18.45
总股本(百万股)	410.00
流通 A 股(百万股)	410.00

相关研究

《药康生物(688046): 2023 年报&2024 年一季报点评：利润短期承压，海外业务维持高增长》

2024-05-04

《药康生物(688046): 2023 年半年报点评：利润短期承压，科研端与海外市场持续高增长》

2023-09-04

药康生物三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,710	1,904	2,118	2,353	营业总收入	687	815	935	1,068
货币资金及交易性金融资产	1,169	1,369	1,527	1,703	营业成本(含金融类)	261	316	361	410
经营性应收款项	355	380	448	514	税金及附加	4	4	5	5
存货	54	55	42	33	销售费用	107	128	146	164
合同资产	0	0	0	0	管理费用	133	156	179	203
其他流动资产	131	100	101	102	研发费用	87	101	112	122
非流动资产	863	817	730	641	财务费用	(12)	(8)	(15)	(21)
长期股权投资	80	80	80	80	加:其他收益	27	30	30	30
固定资产及使用权资产	530	456	381	304	投资净收益	8	12	14	15
在建工程	91	82	74	66	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	49	45	41	36	减值损失	(25)	(20)	(20)	(20)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	34	34	34	34	营业利润	119	141	171	209
其他非流动资产	79	121	121	121	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	2,573	2,722	2,848	2,994	利润总额	119	141	171	209
流动负债	371	465	513	565	减:所得税	9	8	10	13
短期借款及一年内到期的非流动负债	97	102	102	102	净利润	110	133	161	196
经营性应付款项	72	115	129	142	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	138	153	178	204	归属母公司净利润	110	133	161	196
其他流动负债	64	94	104	117	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.27	0.32	0.39	0.48
非流动负债	67	65	65	65	EBIT	119	133	156	188
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	216	220	244	277
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	61.99	61.26	61.40	61.58
租赁负债	36	36	36	36	归母净利率(%)	15.99	16.29	17.23	18.37
其他非流动负债	31	29	29	29	收入增长率(%)	10.39	18.64	14.77	14.17
负债合计	438	529	578	630	归母净利润增长率(%)	(30.89)	20.87	21.38	21.75
归属母公司股东权益	2,135	2,192	2,270	2,364					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,135	2,192	2,270	2,364					
负债和股东权益	2,573	2,722	2,848	2,994					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	90	272	234	269	每股净资产(元)	5.21	5.35	5.54	5.77
投资活动现金流	159	156	113	65	最新发行在外股份(百万股)	410	410	410	410
筹资活动现金流	(109)	(78)	(89)	(108)	ROIC(%)	4.85	5.43	6.19	7.20
现金净增加额	141	350	258	227	ROE-摊薄(%)	5.14	6.06	7.10	8.30
折旧和摊销	97	87	88	89	资产负债率(%)	17.02	19.45	20.30	21.05
资本开支	(114)	(2)	0	0	P/E (现价&最新股本摊薄)	42.45	35.12	28.93	23.77
营运资本变动	(123)	41	(28)	(26)	P/B (现价)	2.18	2.13	2.05	1.97

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>