

公司研究

净利润有所承压，海外业务持续推进

——药康生物（688046.SH）2024 年年报及 2025 年一季报点评

要点

事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年实现营业收入 6.87 亿元（YOY+10.39%）；实现归母净利润 1.10 亿元（YOY-30.89%）；2025Q1 实现营业收入 1.71 亿元（YOY+8.76%）；实现归母净利润 0.30 亿元（YOY+1.7%），业绩低于我们此前预期。

点评：

毛利率有所下滑，销售费用率增加：24 年公司各项主要业务收入拆分如下：商品化小鼠模型收入为 4.0 亿元（YOY+9.0%），功能药效收入为 1.5 亿元（YOY+14.6%），定制繁育收入为 0.85 亿元（YOY+8.0%），模型定制收入为 0.34 亿元（YOY-3.4%）。24 年公司主营业务毛利率为 62.0%，较 23 年下降 5.6pp。分地区看，24 年境内业务实现收入 5.72 亿元（YOY+8.3%），毛利率为 59.4%。公司加大海外市场扩张，24 年海外业务实现收入 1.14 亿元（YOY+22.5%），海外业务毛利率为 75.3%，收入同比增速与毛利率均高于境内业务。海外业务加快开拓导致公司整体销售费用率同比提升 2.39pp 至 15.60%，亦对净利润造成压力。但 25 年 Q1 公司销售净利率有所回升，较 24 年全年提升 1.56pp 至 17.55%，主要得益于毛利率及各项费用率有所改善，我们预计公司将保持这一良好趋势。

全球产能规划布局，提高客户服务能力：截至 24 年末，公司在国内有 7 个主要基地，合计产能约 28 万笼，实现全域覆盖。其中上海、北京、广东设施共 8 万笼新产能在 23 年下半年投产，目前已接近满产状态。针对海外市场，公司规划除美国 San Diego 设施外，将在欧洲进一步寻找合适区域租赁动物设施，进一步提升对海外客户的响应速度与服务。24 年公司在超 20 个国家实现销售，已与全球前十大药企中的八家产生业务合作；在国内，公司新增科研用户 200 余家，工业客户 600 余家；在海外，公司新增科研用户 80 余家，工业客户 90 余家。公司的全球产能规划布局将进一步巩固其中国模式动物龙头公司的地位。

盈利预测、估值与评级：由于全球生物医药研发投入疲软，且公司海外投入加大，下调 25-26 年 EPS 预测为 0.34/0.40 元（分别下调 48%/50%），新增 27 年 EPS 预测为 0.47 元，对应 25-27 年 PE 为 33/28/24 倍。考虑到公司股价已大幅回调，当前估值处于较低水平，且作为中国模式动物龙头公司，海外业务稳步推进，维持“增持”评级。

风险提示：全球新药研发投入不及预期；小鼠品类研发不及预期；海外业务开拓不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	622	687	768	866	984
营业收入增长率	20.45%	10.39%	11.86%	12.66%	13.64%
净利润（百万元）	159	110	141	165	191
净利润增长率	-3.48%	-30.89%	28.32%	17.21%	15.77%
EPS（元）	0.39	0.27	0.34	0.40	0.47
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.48%	5.14%	6.32%	7.02%	7.66%
P/E	29	42	33	28	24
P/B	2.2	2.2	2.1	2.0	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-30

增持（维持）

当前价：11.38 元

作者

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

021-52523867

wangmingrui@ebscn.com

分析师：叶思奥

执业证书编号：S0930523050003

021-52523837

yesa@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.10
总市值(亿元):	46.66
一年最低/最高(元):	8.94/17.66
近 3 月换手率:	59.34%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-14.53	-13.79	-13.70
绝对	-17.54	-14.44	-9.09

资料来源：Wind

相关研报

短期毛利润承压，海外业务持续推进——药康生物（688046.SH）2023 年年报及 2024 年一季报点评（2024-05-05）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	622	687	768	866	984
营业成本	202	261	289	322	361
折旧和摊销	46	74	67	72	76
税金及附加	3	4	3	3	4
销售费用	82	107	114	126	141
管理费用	117	133	146	161	182
研发费用	97	87	96	107	120
财务费用	-14	-12	-8	-11	-13
投资收益	12	8	8	8	8
营业利润	164	119	153	179	208
利润总额	161	119	153	179	208
所得税	2	9	12	14	16
净利润	159	110	141	165	191
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	159	110	141	165	191
EPS(元)	0.39	0.27	0.34	0.40	0.47

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	117	90	259	247	237
净利润	159	110	141	165	191
折旧摊销	46	74	67	72	76
净营运资金增加	177	120	-13	32	80
其他	-265	-214	65	-22	-110
投资活动产生现金流	-19	159	-80	-69	-44
净资本支出	-206	-114	-45	-51	-51
长期投资变化	69	80	0	0	0
其他资产变化	118	193	-35	-18	7
融资活动现金流	39	-109	-122	-28	-33
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	71	11	-88	0	0
无息负债变化	106	-26	6	36	42
净现金流	138	141	57	150	160

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	67.6%	62.0%	62.3%	62.8%	63.3%
EBITDA 率	39.0%	33.5%	28.3%	29.2%	29.6%
EBIT 率	30.2%	21.0%	19.5%	20.9%	21.9%
税前净利润率	25.9%	17.4%	19.9%	20.7%	21.1%
归母净利润率	25.5%	16.0%	18.3%	19.1%	19.4%
ROA	6.2%	4.3%	5.4%	6.0%	6.5%
ROE (摊薄)	7.5%	5.1%	6.3%	7.0%	7.7%
经营性 ROIC	14.8%	10.1%	10.6%	12.6%	14.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	18%	17%	14%	14%	15%
流动比率	4.52	4.61	5.44	5.35	5.34
速动比率	4.40	4.46	5.26	5.16	5.15
归母权益/有息债务	24.83	22.04	252.91	266.84	282.90
有形资产/有息债务	28.77	25.26	278.90	296.06	315.93

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	2,578	2,573	2,586	2,745	2,929
货币资金	560	701	758	908	1,068
交易性金融资产	638	467	467	447	427
应收账款	269	351	325	329	374
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	6	6	7	8	9
存货	47	54	60	67	75
其他流动资产	13	16	19	22	26
流动资产合计	1,658	1,710	1,751	1,897	2,096
其他权益工具	1	9	9	9	9
长期股权投资	69	80	80	80	80
固定资产	487	493	470	444	414
在建工程	90	91	94	97	99
无形资产	47	49	49	49	49
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	110	12	14	14	14
非流动资产合计	920	863	835	848	833
总负债	453	438	356	392	434
短期借款	76	88	0	0	0
应付账款	102	72	80	89	100
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	-	0	0	0	0
流动负债合计	366	371	322	354	393
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	41	23	25	28	32
非流动负债合计	87	67	34	37	41
股东权益	2,125	2,135	2,231	2,353	2,495
股本	410	410	410	410	410
公积金	1,302	1,313	1,328	1,344	1,363
未分配利润	412	435	517	623	746
归属母公司权益	2,125	2,135	2,231	2,353	2,495
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	13.21%	15.60%	14.90%	14.50%	14.30%
管理费用率	18.87%	19.30%	19.00%	18.60%	18.50%
财务费用率	-2.29%	-1.69%	-1.07%	-1.29%	-1.30%
研发费用率	15.53%	12.69%	12.50%	12.40%	12.20%
所得税率	1%	8%	8%	8%	8%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.16	0.11	0.10	0.12	0.14
每股经营现金流	0.28	0.22	0.63	0.60	0.58
每股净资产	5.18	5.21	5.44	5.74	6.09
每股销售收入	1.52	1.68	1.87	2.11	2.40

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	29	42	33	28	24
PB	2.2	2.2	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	16.2	17.7	17.3	14.4	12.3
股息率	1.4%	1.0%	0.9%	1.1%	1.2%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP