药康生物（688046.SH）

营收稳健增长，美国新设施启用

优于大市

核心观点

营收稳健增长，政府补助波动导致利润端短期承压。2025上半年公司实现营收3.75亿元（+10.1%），主要系随着国内新产能释放及海外市场拓展，公司主要业务条线稳健增长；归母净利润0.71亿元（-7.1%），主要系本期政府补助较上年同期减少所致；扣非归母净利润0.63亿元（+14.8%）。

分季度看，2025Q1/Q2分别实现营收1.71/2.04亿元（分别同比+8.8%/+11.3%，Q2环比+19.4%）、归母净利润0.30/0.41亿元（分别同比+1.7%/-12.7%，Q2环比+36.5%）。

分地区看，2025H1公司实现海外市场收入6712万元（同比+8%），占收入比重17.9%，海外工业客户收入占海外整体收入比重超70%。

毛利率企稳，费用率改善。2025H1，公司毛利率为64.3%（同比-0.2pp）、净利率18.9%（同比-3.5pp）；销售费用率14.0%（同比+0.8pp）、管理费用率16.9%（同比-2.1pp）、研发费用率10.5%（同比-1.5pp）、财务费用率-1.0%（同比+0.5pp），期间费用率整体为40.4%（同比-2.3pp）。

国内新设施已满产，美国新设施启用，欧洲设施寻找中。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、上海宝山运营七个大型生产设施，合计产能约28万笼，国内设施布局完成，其中北京药康大兴设施、上海药康宝山设施、广东药康二期设施均于2023年下半年陆续建成投产，合计产能约8万笼，目前产能利用率已提升至满产状态；海外产能方面，美国San Diego设施已于2025年6月启动，未来将逐步为客户提供代理繁育、药效测试等系列服务，实现对北美客户需求的本地化快速响应，进一步拓展公司的全球服务能力；欧洲区域产能已在规划中，目前已考察多个欧洲设施，待确定合适设施，将尽快完成租赁并投入运营。

投资建议：我们维持此前的盈利预测，预计2025-2027年净利润分别为1.32/1.66/1.88亿元，目前股价对应PE分别为58/46/41x，维持“优于大市”评级。

风险提示：新模型研发不及预期的风险、市场竞争加剧的风险，海外市场拓展不及预期的风险等。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	622	687	791	894	982
(+/-%)	20.5%	10.4%	15.1%	13.1%	9.9%
净利润(百万元)	159	110	132	166	188
(+/-%)	-3.5%	-30.9%	20.4%	25.4%	13.7%
每股收益（元）	0.39	0.27	0.32	0.40	0.46
EBIT Margin	19.6%	13.8%	16.2%	17.9%	18.8%
净资产收益率（ROE）	7.5%	5.1%	5.9%	7.1%	7.7%
市盈率（PE）	48.0	69.5	57.7	46.0	40.5
EV/EBITDA	48.2	47.7	48.6	40.0	35.4
市净率（PB）	3.59	3.57	3.42	3.27	3.13

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：马千里
010-88005445
maqianli@guosen.com.cn
S0980521070001

证券分析师：陈曦炳
0755-81982939
chenxibing@guosen.com.cn
S0980521120001

证券分析师：彭思宇
0755-81982723
pengsiyu@guosen.com.cn
S0980521060003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	18.61元
总市值/流通市值	7630/7630百万元
52周最高价/最低价	19.22/9.48元
近3个月日均成交额	84.07百万元

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）-海外市场收入同比增长22.5%，国内新设施接近满产》——2025-04-29
《药康生物（688046.SH）-营收稳健增长，利润端短期承压》——2024-10-31
《药康生物（688046.SH）-海外市场营收同比增长45%，国内产能利用率稳步提升》——2024-09-02
《药康生物（688046.SH）-海外市场营收同比增长40%，国内外新产能陆续投产》——2024-04-30
《药康生物（688046.SH）-前三季度营收同比增长17.8%，毛利率环比改善》——2023-11-06

营收稳健增长，政府补助波动导致利润端短期承压。2025 上半年公司实现营收 3.75 亿元（+10.1%），主要系随着国内新产能释放及海外市场拓展，公司主要业务条线稳健增长；归母净利润 0.71 亿元（-7.1%），主要系本期政府补助较上年同期减少所致；扣非归母净利润 0.63 亿元（+14.8%）。

分季度看，2025Q1/Q2 分别实现营收 1.71/2.04 亿元（分别同比+8.8%/+11.3%，Q2 环比+19.4%）、归母净利润 0.30/0.41 亿元（分别同比+1.7%/-12.7%，Q2 环比+36.5%）。

分地区看，2025H1 公司实现海外市场收入 6712 万元（同比+8%），占收入比重 17.9%，海外工业客户收入占海外整体收入比重超 70%。

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

毛利率企稳，费用率改善。2025H1，公司毛利率为 64.3%（同比-0.2pp）、净利率 18.9%（同比-3.5pp）；销售费用率 14.0%（同比+0.8pp）、管理费用率 16.9%（同比-2.1pp）、研发费用率 10.5%（同比-1.5pp）、财务费用率-1.0%（同比+0.5pp），期间费用率整体为 40.4%（同比-2.3pp）。

投资建议：维持“优于大市”评级

我们维持此前的盈利预测，预计 2025-2027 年净利润分别为 1.32/1.66/1.88 亿元，目前股价对应 PE 分别为 58/46/41x，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值

代码	公司	股价	总市值（亿元）	净利润（亿元）				PE				ROE	PEG
		250822		23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	23A	24E
301080.SZ	百普赛斯	57.83	97	1.24	1.57	2.25	2.82	43	62	43	34	4.7%	1.2
603127.SH	昭衍新药	31.20	221	0.74	3.29	3.90	4.45	168	71	60	52	8.0%	0.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及测算　　注：昭衍新药为 Wind 一致预测

风险提示

新模型研发不及预期的风险、市场竞争加剧的风险，海外市场拓展不及预期的风险等。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	560	701	820	917	1000
应收款项	275	357	350	419	469
存货净额	47	54	85	85	93
其他流动资产	17	20	23	26	29
流动资产合计	**1658**	**1710**	**1856**	**2024**	**2166**
固定资产	576	584	600	588	550
无形资产及其他	47	49	47	45	43
投资性房地产	227	150	150	150	150
长期股权投资	69	80	97	106	118
资产总计	**2578**	**2573**	**2749**	**2913**	**3028**
短期借款及交易性金融负债	86	97	66	83	82
应付款项	102	72	123	140	136
其他流动负债	179	202	260	284	306
流动负债合计	**366**	**371**	**449**	**507**	**525**
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0
其他长期负债	87	67	70	73	68
长期负债合计	**87**	**67**	**70**	**73**	**68**
负债合计	**453**	**438**	**519**	**579**	**593**
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	2125	2135	2230	2333	2435
负债和股东权益总计	**2578**	**2573**	**2749**	**2913**	**3028**

关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.39	0.27	0.32	0.40	0.46
每股红利	0.04	0.20	0.09	0.15	0.21
每股净资产	5.18	5.21	5.44	5.69	5.94
ROIC	10.95%	6.89%	10%	16%	18%
ROE	7.48%	5.14%	6%	7%	8%
毛利率	68%	62%	63%	64%	65%
EBIT Margin	20%	14%	16%	18%	19%
EBITDA Margin	27%	25%	21%	23%	24%
收入增长	20%	10%	15%	13%	10%
净利润增长率	-3%	-31%	20%	25%	14%
资产负债率	18%	17%	19%	20%	20%
股息率	0.2%	1.0%	0.5%	0.8%	1.1%
P/E	48.0	69.5	57.7	46.0	40.5
P/B	3.6	3.6	3.4	3.3	3.1
EV/EBITDA	48.2	47.7	48.6	40.0	35.4

利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**622**	**687**	**791**	**894**	**982**
营业成本	202	261	292	323	346
营业税金及附加	3	4	3	4	5
销售费用	82	107	123	138	154
管理费用	117	133	147	161	176
研发费用	97	87	98	108	118
财务费用	(14)	(12)	(19)	(23)	(25)
投资收益	12	8	10	10	9
资产减值及公允价值变动	(19)	(19)	(18)	(19)	(19)
其他收入	(61)	(63)	(97)	(106)	(117)
营业利润	164	119	140	175	201
营业外净收支	(2)	(0)	(1)	(1)	(1)
利润总额	**161**	**119**	**139**	**174**	**200**
所得税费用	2	9	7	8	12
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**159**	**110**	**132**	**166**	**188**

现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	159	110	132	166	188
资产减值准备	6	(0)	3	0	(1)
折旧摊销	46	74	40	45	47
公允价值变动损失	19	19	18	19	19
财务费用	(14)	(12)	(19)	(23)	(25)
营运资本变动	104	(41)	89	(28)	(47)
其它	(6)	0	(3)	(0)	1
经营活动现金流	**328**	**162**	**279**	**202**	**207**
资本开支	0	(58)	(75)	(50)	(25)
其它投资现金流	33	181	0	0	0
投资活动现金流	**33**	**112**	**(92)**	**(59)**	**(37)**
权益性融资	1	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	(18)	(80)	(37)	(62)	(87)
其它融资现金流	(187)	27	(31)	17	(1)
融资活动现金流	**(222)**	**(133)**	**(68)**	**(45)**	**(88)**
现金净变动	**138**	**141**	**119**	**97**	**82**
货币资金的期初余额	422	560	701	820	917
货币资金的期末余额	560	701	820	917	1000
企业自由现金流	0	62	176	120	149
权益自由现金流	0	90	163	158	172

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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

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