

证券研究报告**公司研究****公司点评报告**

药康生物(688046)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师
执业编号: S1500523080002
邮箱: tangaijin@cindasc.com章钟涛 医药行业分析师
执业编号: S1500524030003
邮箱: zhangzhongtao@cindasc.com

相关研究:

业绩呈现逐季度加速趋势, 积极培育
全人源抗体平台
非肿瘤产品加速布局, 海外业务拓展
顺利信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B
座
邮编: 100031**海外业务拓展亮眼, 创新战略布局逐步兑现**

2026年04月28日

事件: 公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报。2025 年公司实现营业收入 7.93 亿元 (同比+15.51%), 归母净利润 1.43 亿元 (同比+29.88%), 扣非归母净利润 1.17 亿元 (同比+54.79%)。2026Q1 公司实现营业收入 2.08 亿元 (同比+21.79%), 实现归母净利润 0.47 亿元 (同比+57.12%), 扣非归母净利润 0.39 亿元 (同比+54.58%)。

点评:

- **25 年功能药效业务及境外收入增速均超 30%: ①25 年功能药效业务收入增速达 32%, 境外收入增速达 33%。**从业务类型上看, 25 年商品化小鼠模型销售收入 4.39 亿元 (同比增长 9.63%), 功能药效收入 2 亿元 (同比增长 32.25%), 定制繁育收入 0.84 亿元 (同比下降 1.36%), 模型创制收入 0.47 亿元 (同比增长 41.24%), 代理进出口及其他收入增长 0.22 亿元 (同比增长 39.96%)。从区域分布上看, 25 年境内收入 6.41 亿元 (同比增长 11.94%), 而境外收入 1.52 亿元 (同比增长 33.41%)。②**25 年扣非归母净利率提升 3.75 个百分点。**在毛利率方面, 25 年公司毛利率提升 2.16 个百分点 (毛利率为 64.07%), 主要系商品化小鼠模型销售业务毛利率提升 3.42 个百分点 (毛利率为 69.46%), 而功能药效毛利率提升 0.84 个百分点 (毛利率为 56.97%)。在期间费用率方面, 销售费用率下降 1.54 个百分点, 管理费用率下降 2.35 个百分点, 而研发费用率下降 1.09 个百分点。由于公司信用减值损失 (25 年为 0.1 亿元, 24 年为 0.03 亿元) 及所得税费用提升, 25 年公司扣非净利率提升 3.75 个百分点 (25 年为 14.78%)。
- **26Q1 境外业务高增长, 扣非归母净利率提升 3.96 个百分点: ①26Q1 境外业务增速 72%。**其中, 境外收入约 0.52 亿元 (同比增长 72%), 而境内收入约 1.4 亿元 (同比增长 11%)。国际化是公司的核心战略之一, 公司已建立超 40 人的海外销售团队, 覆盖北美、欧洲及亚太三大区域, 并在非核心区域借助代理商提高海外市场的覆盖广度和覆盖速度, 海外市场开拓有望步入加速期。②**2026Q1 公司扣非归母净利率提升 3.96 个百分点 (扣非净利率达 18.65%)。**主要系 1) 收入实现良好增长的同时, 折旧、摊销、人员薪酬等并无大幅增长, 成本控制良好; 2) 2026Q1 海外实现高速增长, 占整体收入比重提升至约 25%, 海外业务整体毛利率高于国内; 3) 国内工业客户需求向好, 高毛利率的基因编辑品系销售额占整体商品化小鼠销售额的比重提升; 4) 期间费用控制良好, 规模效应逐步显现。
- **预计 26Q3 有 1.8 万笼新产能投产, 纽迈生物及灵康生物逐步商业化: ①国内产能达 29 万笼, 国外产能达 0.5 万笼, 26Q3 将有 1.8 万笼新产能投产。**国内产能方面, 截至 26Q1 公司合计约 29 万笼, 2025 年底新增大鼠产能 7500 笼。截至 2026 年 4 月, 新产能已基本爬坡完成, 国内设施达满产状态。海外产能方面, 美国圣地亚哥新总部已于 2025 年 6 月启用, 整体产能约 5000 笼, 动物设施已获得 AAALAC 认证及 OLAW 全项目认证。新产能方面, 公司已开始装修广东设施二

期产能，公司预计 2026Q3 将有 1.8 万笼新产能投产。**②25 年纽迈生物已开始商业化。**2025 年为纽迈生物的商业化元年，纽迈生物已帮助多家药物研发企业完成全人源抗体发现，同时实现高质量交付，部分预研项目已成功授权给海外药企，2025 年产生千万级别收入。**③灵康生物已于 26Q2 开始供应普通实验猪。**基础品系方面，灵康生物自 2026Q2 开始向客户供应普通实验猪，以 CRO 客户及科研客户为主。基因编辑猪方面，公司与灵康生物已共同启动基因编辑猪研发项目，目前猪源细胞编辑体系已搭建完成。

- **盈利预测：**我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 9.44 亿元、11.21 亿元、13.08 亿元，同比增速分别约为 19%、18.6%、16.8%，实现归母净利润分别为 1.88 亿元、2.36 亿元、2.87 亿元，同比分别增长约 31.9%、25.4%、21.7%，对应当前股价 PE 分别约为 45 倍、36 倍、29 倍。
- **风险因素：**创新药行业投融资不及预期的风险；海外推广不及预期的风险；新业务培育不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	687	793	944	1,121	1,308
增长率 YoY %	10.4%	15.5%	19.0%	18.6%	16.8%
归属母公司净利润(百万元)	110	143	188	236	287
增长率 YoY%	-30.9%	29.9%	31.9%	25.4%	21.7%
毛利率%	62.0%	64.1%	64.4%	64.4%	64.5%
净资产收益率ROE%	5.1%	6.4%	8.2%	9.9%	11.4%
EPS(摊薄)(元)	0.27	0.35	0.46	0.58	0.70
市盈率 P/E(倍)	76.39	58.81	44.58	35.55	29.21
市净率 P/B(倍)	3.93	3.77	3.65	3.50	3.34

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2026 年 4 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	1,710	1,751	1,825	2,002	2,207	
货币资金	701	487	503	605	731	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	351	385	449	525	606	
预付账款	5	7	7	8	9	
存货	54	73	66	62	59	
其他	599	800	801	802	803	
非流动资产	863	1,114	1,177	1,165	1,149	
长期股权投资	80	89	94	99	104	
固定资产(合计)	493	573	597	609	609	
无形资产	49	71	70	67	65	
其他	241	380	417	390	370	
资产总计	2,573	2,865	3,002	3,167	3,356	
流动负债	371	527	588	658	732	
短期借款	88	187	187	187	187	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	72	68	80	95	111	
其他	211	272	320	375	434	
非流动负债	67	111	115	115	115	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	67	111	115	115	115	
负债合计	438	638	703	773	847	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	2,135	2,227	2,300	2,394	2,509	
负债和股东权益	2,573	2,865	3,002	3,167	3,356	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	687	793	944	1,121	1,308	
同比(%)	10.4%	15.5%	19.0%	18.6%	16.8%	
归属母公司净利润	110	143	188	236	287	
同比(%)	-30.9%	29.9%	31.9%	25.4%	21.7%	
毛利率(%)	62.0%	64.1%	64.4%	64.4%	64.5%	
ROE%	5.1%	6.4%	8.2%	9.9%	11.4%	
EPS(摊薄)(元)	0.27	0.35	0.46	0.58	0.70	
P/E	76.39	58.81	44.58	35.55	29.21	
P/B	3.93	3.77	3.65	3.50	3.34	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	687	793	944	1,121	1,308	
营业成本	261	284	336	399	464	
营业税金及附加	4	5	6	7	8	
销售费用	107	112	127	148	170	
管理费用	133	134	159	185	213	
研发费用	87	92	104	118	133	
财务费用	-12	-3	-6	-9	-13	
减值损失合计	-25	-30	-30	-30	-30	
投资净收益	8	9	8	8	8	
其他	30	17	20	20	20	
营业利润	119	165	217	272	331	
营业外收支	0	0	-1	-1	-1	
利润总额	119	165	216	271	330	
所得税	9	22	28	35	43	
净利润	110	143	188	236	287	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	110	143	188	236	287	
EBITDA	216	268	349	413	481	
EPS(当年)(元)	0.27	0.35	0.46	0.58	0.70	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	90	227	329	384	445	
净利润	110	143	188	236	287	
折旧摊销	97	100	138	151	163	
财务费用	3	7	8	8	8	
投资损失	-8	-9	-8	-8	-8	
营运资金变动	-128	-45	-28	-34	-36	
其它	17	31	30	31	31	
投资活动现金流	159	-467	-193	-132	-140	
资本支出	-114	-105	-133	-133	-133	
长期投资	-14	-16	-5	-5	-5	
其他	287	-346	-56	6	-2	
筹资活动现金流	-109	27	-115	-150	-180	
吸收投资	0	15	0	0	0	
借款	12	99	0	0	0	
支付利息或股息	141	-215	16	102	125	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超2年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

李春辰，医药研究员，中国药科大学本科，北京大学硕士，1年医药行业研究经历，2025年加入信达证券，主要覆盖创新药、新兴生物技术等领域。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。