

2026年05月13日

药康生物(688046.SH)

投资评级: 买入(首次)

——国际化布局及新业务逐步兑现, 利润有望加速释放

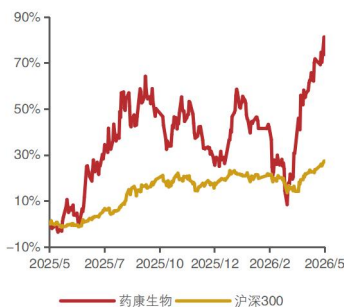
投资要点:

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com
徐子悦
SAC: S1350526030002
xuziyue@huayuanstock.com

联系人

市场表现:



基本数据 2026年05月12日

收盘价(元)	20.89
一年内最高/最低(元)	21.94/11.50
总市值(百万元)	8,564.90
流通市值(百万元)	8,564.90
总股本(百万股)	410.00
资产负债率(%)	20.54
每股净资产(元/股)	5.56

资料来源: 聚源数据

- 行业景气度提升, 创新模型需求持续扩容。**全球新药研发的持续进展, 带动实验动物小鼠模型需求增加, 小鼠模型需求增加除了体现在数量的增长, 更主要体现在对高附加值创新模型需求的增长。随着新一代动物模型对真实世界模拟程度的不断提高, 小鼠模型在药物研发环节的使用场景也有望拓展, 逐步提升行业天花板。
- 业绩加速释放, 盈利能力持续改善。**2025年公司实现营收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%)。公司收入增长主要系产能持续释放、海外市场稳步拓展; 收入增长带动产能运营效率同步提升; 同时经营管理效率持续优化, 公司整体盈利能力逐步提升。国内设施布局完成, 截至2025年末, 合计产能约29万笼, 形成24h/48h/72h时效圈, 后续随着公司自动化设施逐步推进, 利润水平有望进一步提升。
- 海外业务布局多年, 进入收获加速期。**公司自2019年底开启国际化进程, 目前在美国、欧洲、韩国、日本设有子公司或办公室。2025年公司海外市场实现收入1.52亿元(同比+33.41%), 占收入比重19.14%。海外业务毛利率达70.97%。海外工业客户收入占海外整体收入比重超75%, 客户池持续扩容, 产品已获Charles River、Roche、Sanofi、Pfizer、Merck、Novartis、AstraZeneca等国际知名企业认可。
- 全资子公司纽迈生物商业化元年开启, 对外授权有望贡献业绩弹性。**公司2023年依托自主知识产权的全人源抗体转基因模型NeoMab™成立纽迈生物。2025年为纽迈生物的商业化元年, 已完成NeoMab-IgG、NeoMab-CLC及NeoMab-HC系列模型的研发及验证, 搭建了全人源共轻链及单重链抗体发现平台。2026年, 纽迈生物重点推进商业化, 寻求与国内外创新药企广泛合作, 采用自研立项靶点抗体片段/分子授权、平台授权使用、提供筛选服务等灵活的商业模式, 扩大商业生态圈。
- 盈利预测与评级:**我们预计公司2026-2028年归母净利润分别为1.98/2.71/3.49亿元, 同比增速分别为38.47%/37.34%/28.72%, 当前股价对应的PE分别为43.37/31.58/24.53倍。我们选取昭衍新药、益诺思和百奥赛图为可比公司, 考虑到公司国际化与创新业务进入兑现期, 利润有望加速释放, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示: 行业发展不及预期、发展空间受限; 行业竞争加剧; 汇率波动; 宏观环境变化等风险。**

盈利预测与估值(人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	687	793	944	1,124	1,343
同比增长率(%)	10.39%	15.51%	19.00%	19.08%	19.43%
归母净利润(百万元)	110	143	198	271	349
同比增长率(%)	-30.89%	29.88%	38.47%	37.34%	28.72%
每股收益(元/股)	0.27	0.35	0.48	0.66	0.85
ROE(%)	5.14%	6.40%	8.38%	10.69%	12.62%
市盈率(P/E)	77.99	60.05	43.37	31.58	24.53

资料来源: 公司公告, 华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 1.98/2.71/3.49 亿元，同比增速分别为 38.47%/37.34%/28.72%，当前股价对应的 PE 分别为 43.37/ 31.58/24.53 倍。我们选取昭衍新药、益诺思和百奥赛图为可比公司，考虑到公司国际化与创新业务进入兑现期，利润有望加速释放，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

我们预期公司整体收入在 2026–2028 年分别为 9.44/ 11.24/ 13.43 亿元，同比增速分别为 19.0%/ 19.1%/ 19.4%；随着收入规模增长，毛利率持续提升，公司整体毛利率在 2026–2028 年分别为 65.0%/ 65.8%/ 66.6%。其他核心假设如下：

1) 商品化小鼠模型销售：考虑到行业稳步发展，我们预计 2026–2028 年公司商品化小鼠模型销售收入增速分别为 11.0%/ 11.0%/ 12.0%。

2) 功能药效：考虑到随着公司小鼠品系库的丰富、服务体系完善以及客户需求的增长，以及公司持续拓展海外业务，我们预计 2026–2028 年公司功能药效收入增速分别为 40.0%/ 35.0%/ 33.0%。

3) 定制繁育：考虑到市场竞争激烈，我们预计 2026–2028 年公司定制繁育收入增速分别为 1.0%/ 1.0%/ 1.0%。

4) 模型定制：考虑到公司在国内科研市场市占率稳步提升，项目数量整体增加，我们预计 2026–2028 年公司模型定制收入增速分别为 30.0%/ 30.0%/ 20.0%。

5) 代理进出口及其他：考虑到后续纽迈生物对外抗体授权有望增加，我们预计 2026–2028 年公司代理进出口及其他收入增速分别为 36.0%/ 30.0%/ 30.0%。

投资逻辑要点

全球新药研发加速，高附加值创新模型（人源化小鼠等）需求扩容。实验动物小鼠模型行业资金投入大、技术门槛高、设施要求严，属于研发驱动型、技术密集型行业，具有较高壁垒。海外业务快速增长，业绩有望加速释放。公司 2025 年海外收入 1.52 亿元（同比+33.4%），增速快于国内（同比+11.9%）；海外毛利率 70.97%，高于国内 62.59%。海外工业客户收入占海外整体收入比重超 75%，客户池持续扩容，产品已获 Charles River、Roche、Sanofi、Pfizer、Merck、Novartis、AstraZeneca 等国际知名企业认可。授权业务贡献业绩和估值弹性，2025 年为全资子公司纽迈生物商业化元年，已完成 NeoMab 系列模型研发验证，搭建全人源抗体发现平台。2026 年重点推进商业化，采用分子授权、平台授权、筛选服务等灵活模式，对外授权有望持续贡献业绩增量。

核心风险提示

行业发展不及预期、发展空间受限的风险；行业竞争加剧风险；汇率波动的风险；宏观环境变化风险。

内容目录

1. 领先的模式动物平台，多维拓展构筑协同矩阵	5
1.1. 小鼠模型为核心，内生与外延并举拓宽业务边界	5
1.2. 国内供应链布局完备，海外属地化产能稳步落地	6
1.3. 收入增长稳健，利润结构持续优化	7
2. 新药研发热度高，驱动上游模式动物需求扩容	8
2.1. 国内 BD 及融资端复苏，全球新药研发支出增长	8
2.2. 小鼠模型助力新药研发风险前置	10
2.3. 抗体药物获批加速，人源化小鼠模型景气度上行	11
3. 海外业务延续高增，产业协同加速出海	13
3.1. 海外业务延续高增态势，工业客户拓展成效显著	13
3.2. 携手益诺思优势互补，共推创新模型国际化应用	14
3.3. 多平台前瞻性布局，积极培育第二增长曲线	14
3.3.1. 纽迈生物：全人源小鼠模型，向新药抗体发现延伸	14
3.3.2. 灵康生物：布局实验猪模型，完善大动物实验服务能力	15
4. 盈利预测与评级	16
4.1. 盈利预测	16
4.2. 估值	16
5. 风险提示	17

图表目录

图表 1: 公司主要服务项目	5
图表 2: 公司产能布局	6
图表 3: 2021-2026Q1 公司营收情况 (亿元)	7
图表 4: 2021-2026Q1 公司归母净利润情况 (亿元)	7
图表 5: 2021-2025 年公司主营构成 (%)	7
图表 6: 2021-2025 年公司各板块业务毛利率情况 (%)	7
图表 7: 2022-2025 年公司境外收入情况 (亿元)	8
图表 8: 2022-2025 年公司境内外毛利率水平 (%)	8
图表 9: 2021-2026Q1 公司毛利率、净利率情况 (%)	8
图表 10: 2021-2026Q1 公司费用率情况 (%)	8
图表 11: 2021-2026Q1 国内创新药 License-out 交易数量 (起) 及金额(亿美元)	9
图表 12: 2017-2025 年中国创新药企业融资事件数 (起)	9
图表 13: 2015-2034 全球药企研发支出情况 (十亿美元)	10
图表 14: 中国已上市药物靶点分布 (%)	10
图表 15: 新药临床及临床前 CRO 业务流程	11
图表 16: 药物研发环节及成功率	11
图表 17: 现有小鼠模型问题	11
图表 18: 2018-2024 年 NMPA 批准的创新抗体药物数量 (个)	12
图表 19: 2018-2024 年 NMPA 批准的创新单抗药物分类 (%/个)	12
图表 20: 人源化小鼠模型日益丰富	12
图表 21: 2015-2030 年中国实验小鼠产品及服务市场 (十亿元)	13
图表 22: 2022-2025 年公司境内外收入情况 (亿元)	13
图表 23: 2022-2025 年公司境内外毛利率情况 (%)	13
图表 24: 纽迈生物主营业务	14
图表 25: 2023-2025 年纽迈生物营收及利润情况 (万元)	15
图表 26: NeoMab™ 抗体人源化转基因小鼠三种系列模型	15
图表 27: 可比公司估值表	17

1. 领先的模式动物平台，多维拓展构筑协同矩阵

1.1. 小鼠模型为核心，内生与外延并举拓宽业务边界

公司创立于 2017 年，是一家专注于实验动物小鼠模型研发、生产及非临床研究服务的企业，同时是科技部认定的国家遗传工程小鼠资源库共建单位。公司提供从基因编辑定制、模型繁育到功能药效分析的全流程一站式服务。

药康生物为国内模式动物行业龙头企业之一。公司建立了全球最大的基因工程小鼠资源库，拥有小鼠品系超 22,000 种，年模型创制通量 6,000+。公司不仅拥有数量庞大的标准品系库，也已完成一体化服务平台搭建，可提供模型定制、饲养、繁育、保种、表型分析、药效测试等一站式服务，同时是业内少数完成生产基地及销售网络全国布局的企业之一，大型生产设施辐射国内主要市场，快速响应区域客户需求。

图表 1：公司主要服务项目

服务项目	服务内容
商品化小鼠模型销售	运用基因编辑技术，公司持续开发新型的基因剔除小鼠模型、转基因小鼠模型、免疫缺陷小鼠模型、人源化小鼠模型、疾病小鼠模型等客户需求大、标准化程度高、实践使用多的小鼠品系。
模型定制	现有的商品化标准小鼠模型并不能完全满足市场需求，公司建有高效的小鼠基因编辑技术平台，可以针对不同客户的具体要求，快速设计基因编辑策略，在特定小鼠遗传背景下，定制转基因、基因敲除、基因敲入、点突变等各类基因编辑小鼠模型。
定制繁育	公司依托专业的保种和生产繁育技术平台及严格的质量控制体系，为客户提供全面繁育解决方案，包括常规繁育、快速扩繁、冷冻保种、活体净化以及辅助生殖等。
功能药效	依托于丰富的小鼠模型资源，公司创建了创新药物筛选与表型分析平台，为客户提供一站式功能药效分析服务，可提供包括靶点概念性验证、药效学和非 GLP 毒理评价在内的体内试验评价服务，以及药物作用机理研究、抗体类药物靶点结合力评价等体外试验评价服务。
全人源抗体转基因模型 NeoMab 及服务平台	依托于公司自主知识产权的全人源抗体转基因小鼠模型 NeoMab，搭建抗体发现及高通量筛选技术平台，助力客户快速获得目标靶点候选抗体分子，结合现有涵盖候选药物靶点验证、药代动力学、药理药效学、non-GLP 安全性研究等临床前药物筛选评价服务体系，提供从靶点概念验证至 IND 申报的一站式服务。同时，针对系列创新靶点立项研发，将所获得的不同阶段的抗体片段/分子向客户授权。

资料来源：药康生物年报，华源证券研究所

灵康生物：公司于 2024 年战略入股灵康生物，并于 2025 年对其完成新一轮增资，截至 2025 年年报披露，公司共持有灵康生物 33.34% 股份。灵康生物专业从事实验猪的疾病动物模型研发、基因编辑动物开发、动物实验服务、异种器官移植研究等业务，拥有五指山小型猪、巴马小型猪、长白猪等丰富品系。

纽迈生物：公司 2023 年依托自主知识产权的全人源抗体转基因模型 NeoMab™ 成立纽迈生物。2025 年，纽迈生物完成了 NeoMab-IgG、NeoMab-CLC 及 NeoMab-HC 系列模型的研发及验证，在标准 IgG 筛选平台的基础上搭建了全人源共轻链及单重链抗体发现平台，成功建立了独创的超级免疫技术，全面突破免疫耐受机制，提升抗体多样性。

1.2. 国内供应链布局完备，海外属地化产能稳步落地

积极拓展海外市场，并逐步在重点区域布局本地化产能。公司业务起步于国内，目前已建立完善的全国销售网络，覆盖 31 个省市自治区，累计服务国内客户超 5,000 家，涵盖国内一流高校、科研机构、医院以及众多知名创新药企、生物科技公司和临床前 CRO 企业；2026 年，国内科研 BD 团队一方面将加强对客户的一站式服务，推进客户培训体系及动物房互动计划，提高客户黏性，稳固科研基本盘，另一方面将继续加大对二线城市覆盖力度，稳步提升市场占有率；国内工业 BD 团队，仍将维持对 Pharma 及 Biotech 两类客户的广泛覆盖，提供契合创新药物研发所需的各类模型及相关服务，同时，将积极寻求与客户在全人源抗体发现等新平台合作，加速新平台商业化进程。

公司自 2019 年底开始开拓海外市场，目前已建立超 40 人海外 BD 团队，覆盖北美、欧洲、亚太三大区域，累计服务海外客户 700 余家，在超 20 个国家实现销售；海外市场渗透率仍处较低水平；2026 年，公司将继续扩充海外 BD 团队人员，并通过持续参加各类国际专业学术会议、线下拜访、广告投放等方式，触达各类客户群体，扩大客户池数量，同时，仍将在非核心市场积极寻找代理商，快速提升海外市场覆盖度。

国内产能：截至 2025 年报披露，截至 2025 年末公司在江苏南京、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 29 万笼，是唯一实现生产设施全国布局的国内模式动物供应企业，各单体设施均已组建自有运输车队，形成了 24h/48h/72h 时效圈，可快速响应客户需求。2025 年内公司新增大鼠产能 7,500 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，并通过优化生产方式，实际提升了整体笼位产出。同时，公司在多个环节推动自动化、半自动化设施落地，并通过优化品系生产布局、优化小鼠预定与出库工作流程、优化运输路线等，实现降本增效，提升利润水平。此外，公司广东设施二期预计 2026Q3 将有 18,000 笼新产能投产。

海外产能：美国圣地亚哥新总部已于 2025 年 6 月启用，集研发、生产与实验功能于一体，配备 7,000 平方英尺高规格动物房及智能环境控制系统，整体产能约 5,000 笼，动物设施已获得 AAALAC 认证及 OLAW 全项目认证，开始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。

图表 2：公司产能布局

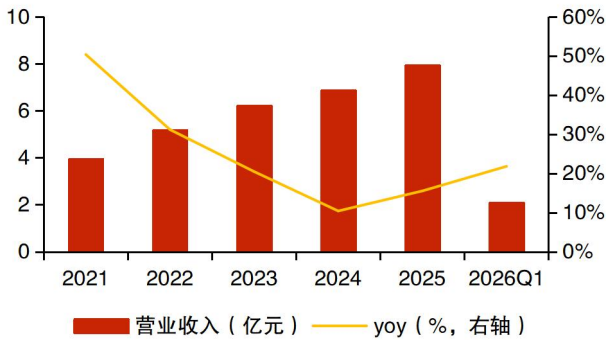


资料来源：药康生物官网，华源证券研究所

1.3. 收入增长稳健，利润结构持续优化

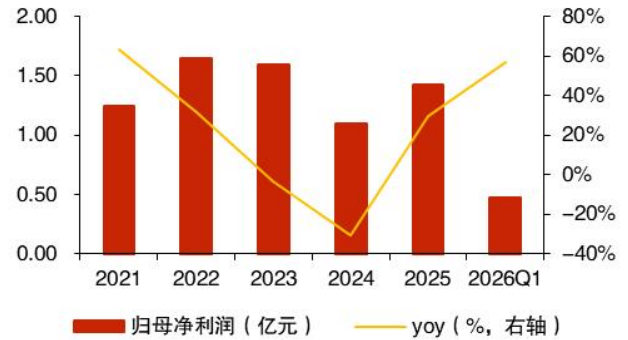
收入增长稳健，利润改善显著。2023–2025 年，公司分别实现营收 6.22/6.87/7.93 亿元，同比+20.45%/+10.39%/+15.51%。2026Q1，公司实现营收 2.08 亿元，同比+21.79%；归母净利润 0.47 亿元，同比+57.12%。此外，灵康生物自 2025Q2 开始向客户供应普通实验猪品系，有望自 2026 年开始贡献利润。

图表 3：2021–2026Q1 公司营收情况（亿元）



资料来源：iFinD，华源证券研究所

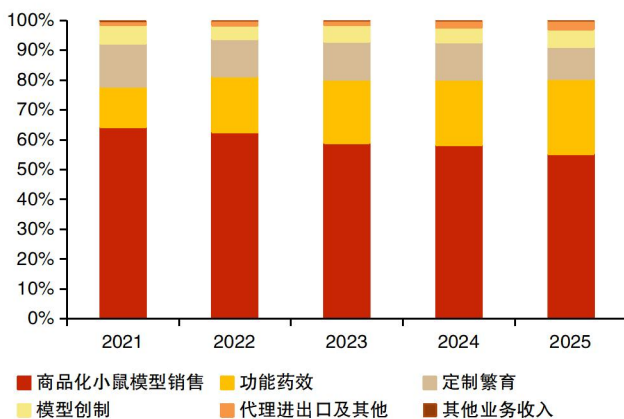
图表 4：2021–2026Q1 公司归母净利润情况（亿元）



资料来源：iFinD，华源证券研究所

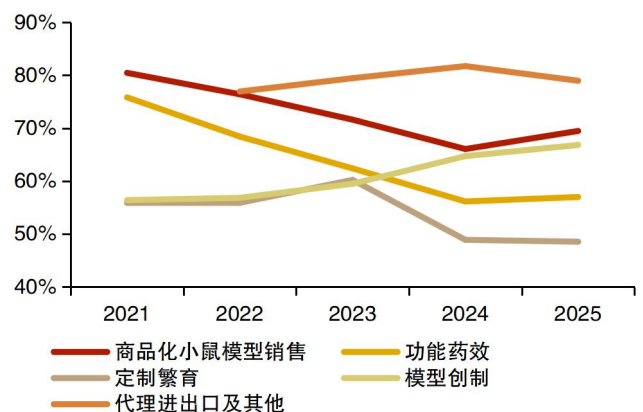
商品化小鼠模型销售为核心，服务板块快速增长。2025 年，公司商品化小鼠模型销售收入 4.39 亿元，同比增长 9.36%，占主营业务收入比例 55.35%；功能药效板块收入为 2.00 亿元，占主营业务收入比例 25.26%，同比增长 32.25%，呈快速增长趋势，主要原因为：（1）随着公司小鼠品系库的丰富、服务体系完善以及客户需求的增长，功能药效业务收入规模实现快速增长；（2）公司持续拓展海外业务，功能药效海外收入高速增长。此外，模型定制业务收入为 0.47 亿元，占主营业务收入比例 5.99%，同比增长 41.24%，主要系公司在国内科研市场市占率稳步提升，项目数量整体增加。

图表 5：2021–2025 年公司主营构成 (%)



资料来源：iFinD，华源证券研究所

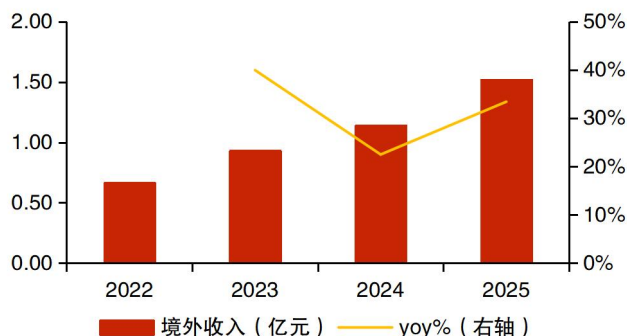
图表 6：2021–2025 年公司各板块业务毛利率情况 (%)



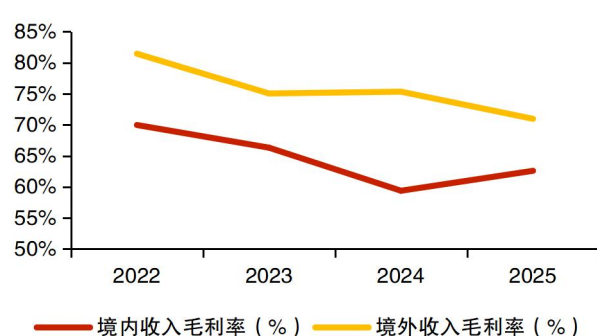
资料来源：iFinD，华源证券研究所

海外市场开拓进入加速阶段。2023–2025 年，公司分别实现海外市场收入 0.93/1.14/1.52 亿元，分别占营业收入比重 14.94%/16.58%/19.14%，海外业务占比稳步提升。公司的海外

业务类型涵盖功能药效、商品化小鼠销售、模型定制等，服务海外客户近 400 家，其中 2025 年海外工业客户收入占海外整体收入比重超 75%。公司自建销售团队覆盖北美、欧洲及亚太区域，在非核心区域借助代理商提高覆盖广度和深度。

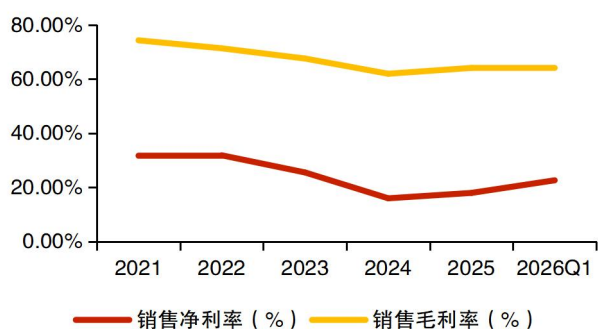
图表 7：2022-2025 年公司境外收入情况（亿元）


资料来源：iFinD，华源证券研究所

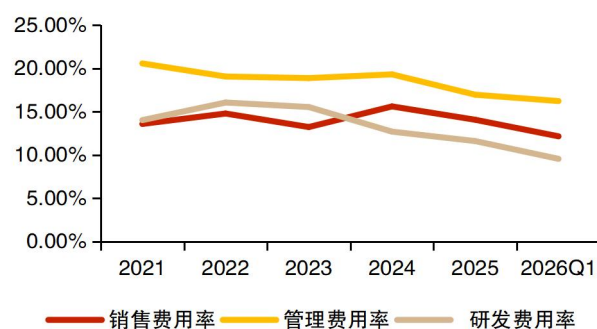
图表 8：2022-2025 年公司境内外毛利率水平（%）


资料来源：iFinD，华源证券研究所

提质增效叠加收入结构调整，净利率有望持续提升。2025 年，公司净利率为 17.98%，同比+1.99pct；2026Q1，公司净利率为 22.64%，同比+5.09pct。26Q1 利润率改善的主要原因为：（1）收入实现良好增长，折旧、摊销、人员薪酬无大幅增长，成本控制良好；（2）2026Q1 海外实现高速增长，占整体收入约 25%，海外业务毛利率高于国内；（3）国内工业客户需求向好，高毛利率的基因编辑品系销售占整体商品化小鼠销售比重提升；（4）期间费用控制良好，规模效应逐步显现。公司预计 2026 年全年净利率较 2025 年将提升。

图表 9：2021-2026Q1 公司毛利率、净利率情况（%）


资料来源：iFinD，华源证券研究所

图表 10：2021-2026Q1 公司费用率情况（%）


资料来源：iFinD，华源证券研究所

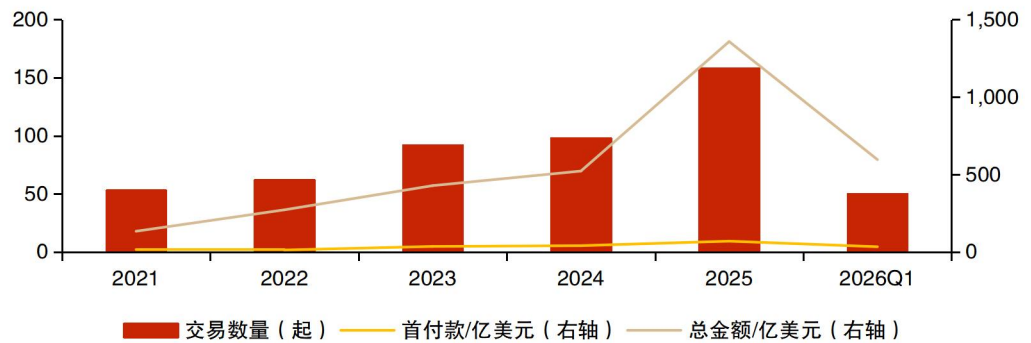
2. 新药研发热度高，驱动上游模式动物需求扩容

2.1. 国内 BD 及融资端复苏，全球新药研发支出增长

中国创新药 BD 持续火热，数量与交易金额同步提升。据医药魔方统计，中国企业 license-out 交易数量近年来显著增长，2025 年交易数量 158 笔，总交易金额达 1357 亿美元，

总首付款达 70 亿美元；2026Q1 license-out 交易达 50 起，首付款近 34 亿美元，总金额为 596 亿美元，数量及金额有望在 2026 年实现新高。

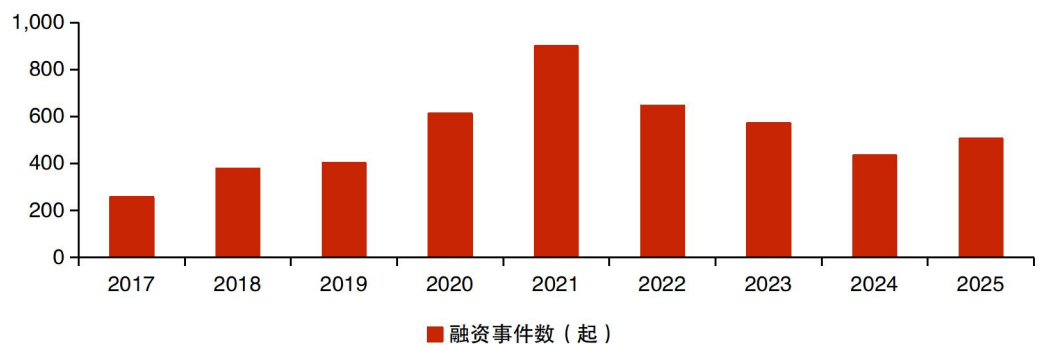
图表 11：2021-2026Q1 国内创新药 License-out 交易数量（起）及金额（亿美元）



资料来源：医药魔方，华源证券研究所

国内创新药赛道融资复苏。2025 年，在经历寒冬之后，中国创新药总体融资回温到了 2019 年的水平。医药魔方 MedAlpha 新药投融资数据库显示，2025 年，中国创新药总体融资达到 146.84 亿美元，总计发生融资 505 起。从融资总额来看，这一数字已接近 2019 年的水平；从融资事件数看，505 起融资则已超过 2018 年和 2019 年，逼近 2020 年的水平。

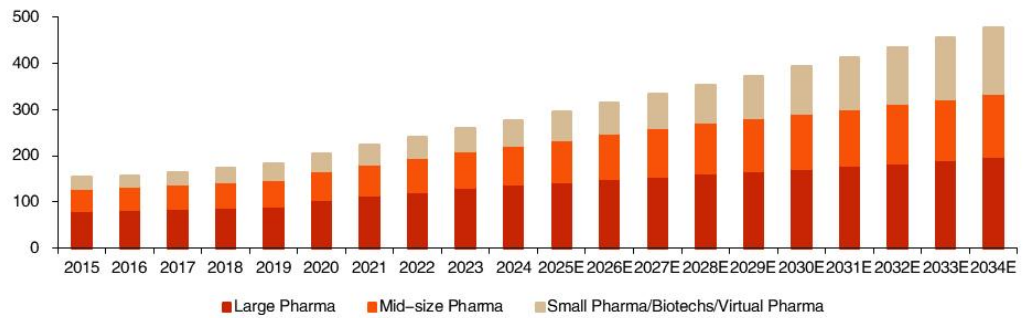
图表 12：2017-2025 年中国创新药企业融资事件数（起）



资料来源：医药魔方，华源证券研究所

全球制药研发费用持续增长。根据 Frost&Sullivan 预测，2024 年至 2029 年全球制药研发支出将以约 6% 的 CAGR 增长；截至 2025 年 9 月，大型和中型制药公司贡献了约 80% 的份额。预计到 2034 年，全球药企研发支出将达到 4761 亿美元；2024 年至 2034 年期间，小型生物制药公司的市场份额预计将从约 20% 上升至约 30%。

图表 13：2015-2034 全球药企研发支出情况（十亿美元）



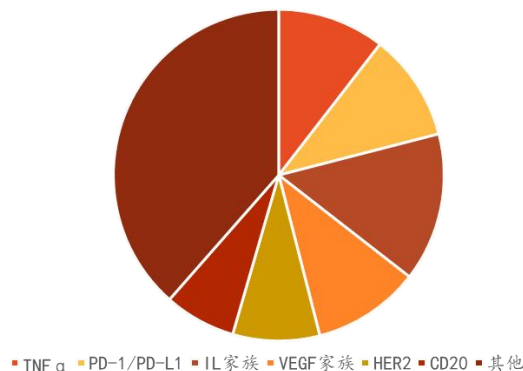
资料来源：Frost&Sullivan，华源证券研究所

2.2. 小鼠模型助力新药研发风险前置

新型药物临床试验数量攀升。2015-2024 年，小分子药物临床试验数量保持稳定，但占全部试验比例有所下降，抗体类药物试验数量及占比明显上升。十年来，以细胞疗法、偶联药物、双/多抗、核酸、基因疗法、放射性药物等为代表的新型药物临床试验数量增长显著。

已知作用机制的靶点有限，导致药物研发靶点选择过于集中。除抗体药物开发的成功率较低以外，目前抗体药物开发的另一大挑战是靶点的选择。由于对绝大多数生物信号通路、生物机制不够了解，科学家们对于很多重要的具有潜力的靶点的信号机制研究不够深入。例如各类肿瘤标志物，都有可能成为对应癌症的治疗靶点，但由于目前对其研究有限，大多还只停留在对癌症的筛查和辅助诊断应用。目前抗体药物成药靶点仅集中在以 TNF α 、PD-1/L1、VEGF 等为主的基础科学研究相对完善的热门重大靶点。

图表 14：中国已上市药物靶点分布（%）



资料来源：CDE，Frost&Sullivan，华源证券研究所（注：截至 2024 年 12 月 31 日）

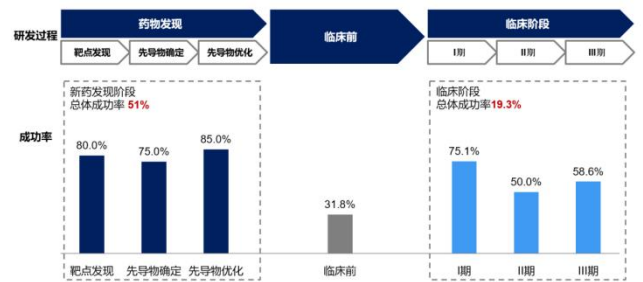
由于药物研发临床阶段投入大，在临床前阶段恰当地构造和使用动物模型筛选药物有助于风险前置、降低成本和提高效率。新药的研发的阶段通常分为药物发现研究、临床前研究和临床研究，其中药物发现阶段和临床前阶段的研究主要在实验动物模型身上完成。在此过程中，药物发现阶段的研究成功率为 51%，临床前阶段的研究成功率为 31.8%；但进入临床阶段，则研究成功率降至 19.3%。

图表 15：新药临床及临床前 CRO 业务流程



资料来源：药康生物招股书，华源证券研究所

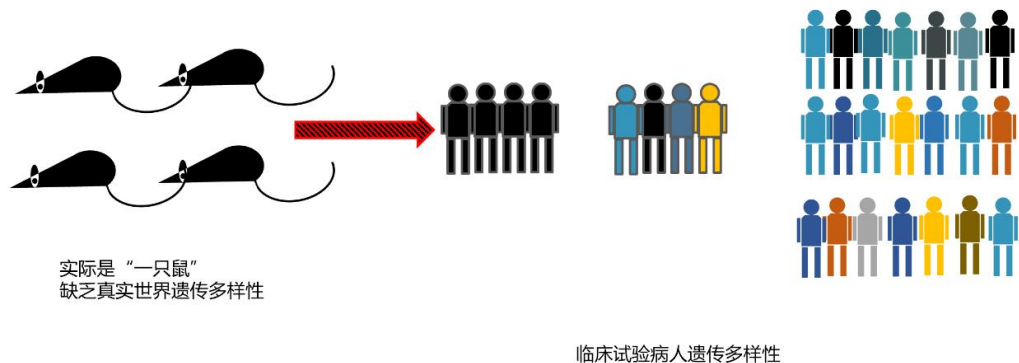
图表 16：药物研发环节及成功率



资料来源：药康生物招股书，华源证券研究所

新一代小鼠模型有望帮助提升药物研发效率。新药研发中所用小鼠模型多是 20 世纪初通过小家鼠近交繁育方式获得的近交系小鼠及在此基础上制作的单基因突变小鼠模型。而近交系小鼠经过近百年的人工选择，许多致病基因被淘汰，在其身上进行研究试验面临缺乏遗传多样性、与人类发病机制相差较大等问题。未来，随着新一代小鼠模型对真实世界模拟程度的不断提高，临床前实验结果与临床实验结果差距有望逐步缩小，从而帮助药物研发风险前置、降低成本和提高效率。此外，小鼠模型在药物研发环节的使用场景也有望拓展，除了进行药效评价、安全性评价等，还可进行药物靶点发现、指导临床入组病人选择等，从而逐步提升行业天花板。

图表 17：现有小鼠模型问题

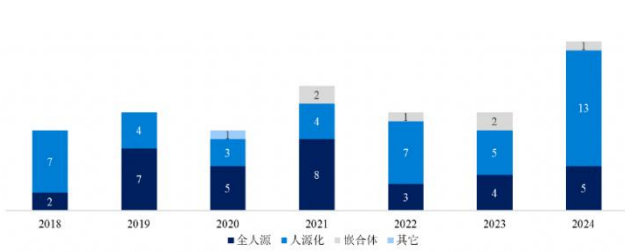


资料来源：药康生物招股书，华源证券研究所

2.3. 抗体药物获批加速，人源化小鼠模型景气度上行

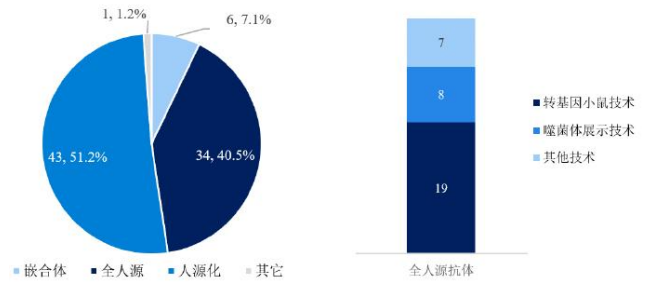
创新抗体药物获批数量持续提升。2015 年后，随着药品审评审批政策和一系列配套优惠政策的出台，加快了新药 NDA 的审评进程。自 2018 年以来，单抗药物的审批速度明显加快。2018-2024 年，NMPA 已经批准了 84 个创新抗体药物，其中 34 个是全人源抗体药物，占创新抗体批准总数的 40.5%。2018-2024 年，在 NMPA 获批的 34 个全人源抗体药物中，有 19 款药物是通过转基因小鼠技术制备的，占全人源抗体的 55.9%。

图表 18: 2018-2024 年 NMPA 批准的创新抗体药物数量 (个)



资料来源: GDE, Frost&Sullivan, 华源证券研究所 (注: 截至 2024 年 12 月 31 日)

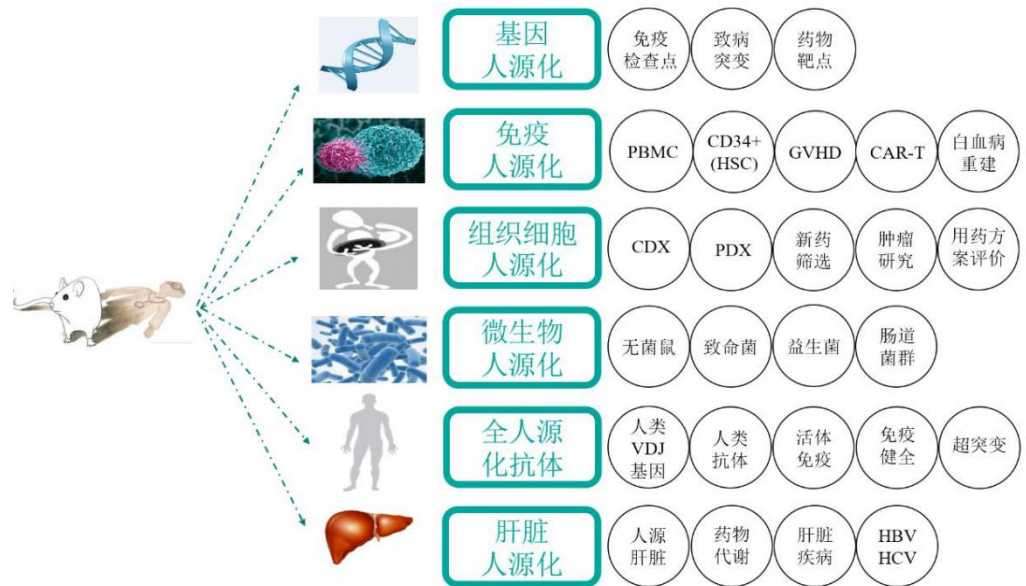
图表 19: 2018-2024 年 NMPA 批准的创新单抗药物分类(%/个)



资料来源: GDE, Frost&Sullivan, 华源证券研究所 (注: 截至 2024 年 12 月 31 日)

全球新药研发的持续进展, 带动对高附加值创新模型需求的增长。如传统小分子药物靶点保守, 基础品系小鼠模型即可用来进行药效测试、安全性评价等, 而抗体药物、ADC、细胞基因治疗药物等新一代药物主要针对人源靶点及免疫系统发挥作用, 相关测试大部分必须在人源化小鼠模型上进行, 人源化品系附加值远高于基础品系, 而且竞争格局良好, 仅少数厂家拥有开发技术, 预计未来随着新技术带来新靶点、传统不可成药靶点被逐渐攻破, 高附加值创新模型需求或将维持良好增长。

图表 20: 人源化小鼠模型日益丰富



资料来源: 药康生物招股书, 华源证券研究所

啮齿类实验动物国内产品和服务市场规模呈高速增长态势。在啮齿类实验动物模型中, 小鼠模型占据 85% 比例, 其国内产品和服务市场也呈高速增长态势, 2019 年市场规模为 28 亿元, 预计到 2030 年, 国内实验小鼠产品和服务的整体市场规模将达到 236 亿元。

图表 21：2015-2030 年中国实验小鼠产品及服务市场（十亿元）



资料来源：Frost&Sullivan，华源证券研究所

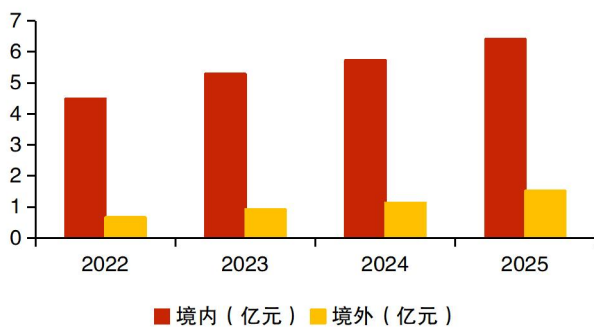
3. 海外业务延续高增，产业协同加速出海

公司目前在美国、欧洲、韩国、日本设有子公司或办公室。美国圣地亚哥新总部已于 2025 年 6 月启用，集研发、生产与实验功能于一体。海外客户数量持续扩容中，公司产品已获 Charles River、Crownbio、Roche、Sanofi、Pfizer、Merck、Novartis、AstraZeneca 等国际知名企业认可。

3.1. 海外业务延续高增态势，工业客户拓展成效显著

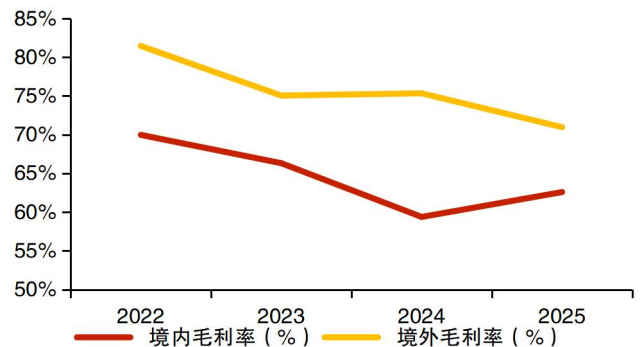
高毛利海外业务持续拓展，工业客户为核心。2023-2025 年，公司海外市场收入分别为 0.93/1.14/1.52 亿元，同比+39.94%/+22.48%/+33.41%。2025 年，海外业务毛利率为 70.97%，高于境内业务的 62.59%。2026Q1，公司实现海外收入 5239 万元，同比+72%，占收入比重 25.18%，公司预计 2026 年全年海外收入仍将实现良好增长。公司以自建销售渠道为主，销售团队 40 余人，覆盖北美、欧洲及亚太区域，在非核心区域借助代理商实现覆盖。公司海外业务类型涵盖功能药效、商品化小鼠销售、模型定制等，服务海外客户近 400 家，其中科研客户近 200 家，工业客户近 200 家；新增客户 160 余家，其中新增科研客户 70 余家，新增工业客户 90 余家，海外工业客户收入占海外整体收入比重超 75%。

图表 22：2022-2025 年公司境内外收入情况（亿元）



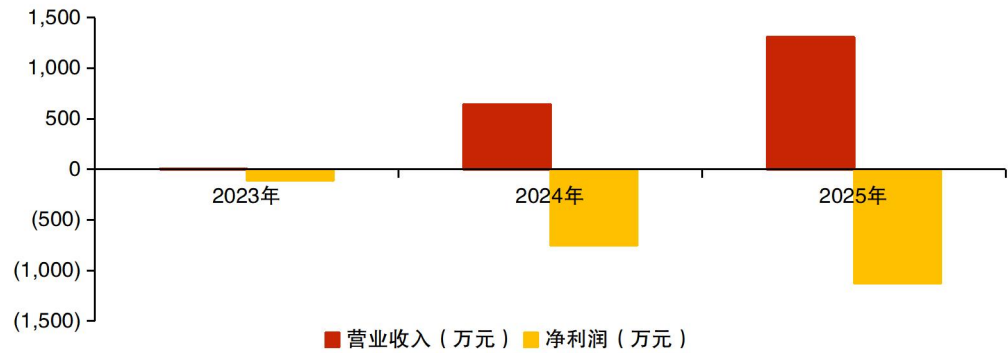
资料来源：iFinD，华源证券研究所

图表 23：2022-2025 年公司境内外毛利率情况（%）



资料来源：iFinD，华源证券研究所

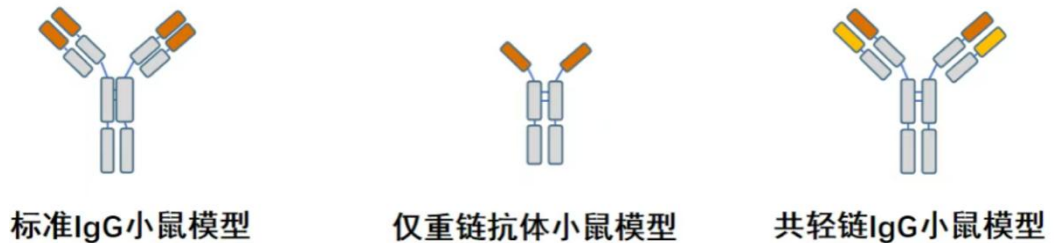
图表 25：2023-2025 年纽迈生物营收及利润情况（万元）



资料来源：药康生物年报，华源证券研究所

NeoMab 为纽迈生物建立的新一代全人源抗体转基因小鼠模型，该模型的抗体编码基因原位整合了人类重链（Heavy chain）及轻链（Kappa light chain）可变区基因库，并保留了 BALB/c 小鼠完整的恒定区及调控元件，使其拥有与 BALB/c 相当甚至更优的免疫响应，非常适合用于全人源抗体开发。NeoMab 系列模型包括：NeoMab-IgG 小鼠（Standard IgG）、NeoMab™-CLC 小鼠（Common Light Chain）、NeoMab™-HC 小鼠（Heavy Chain Only），可以获得 IgG, ScFv, Fab, sdAb, BsAb 等多种全人源抗体结构形式，满足 ADC、AOC、单/双/多抗、纳米抗体等多种类型药物和细胞疗法的产品开发。

图表 26：NeoMab™ 抗体人源化转基因小鼠三种系列模型



资料来源：药康生物 GemPharmatech 公众号，华源证券研究所

3.3.2. 灵康生物：布局实验猪模型，完善大动物实验服务能力

战略入股灵康生物，模式动物品类扩充至实验猪。截至 2025 年年报披露公司持有灵康生物 33.34% 股份，灵康生物专业从事实验猪的疾病动物模型研发、基因编辑动物开发、动物实验服务、异种器官移植研究等业务，拥有五指山小型猪、巴马小型猪、长白猪等丰富品系。灵康生物自 2025Q2 开始向客户供应普通实验猪品系，以 CRO 客户及科研客户为主，有望自 2026 年开始贡献利润；基因编辑猪方面，公司与灵康生物也已启动相关研发项目，共同探索基因编辑猪在异种器官移植、皮肤移植、医美等领域应用。

实验猪市场需求有望稳步增长。猪在解剖结构、生理代谢及药物反应上与人类高度近似。基于客户研究需求，综合应用药物诱导、手术干预、基因编辑及环境调控等技术，精准定制构建涵盖急性/慢性心肌缺血、动脉粥样硬化、高血压等心血管系统疾病，以及代谢性疾病、神经退行性疾病等多品类人类疾病模型猪。模型均经过严格表型鉴定与病理学验证，数据可追溯，表型稳定，适用于发病机制研究、药物筛选与疗效评价。

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测

我们预期公司整体收入在 2026–2028 年分别为 9.44/ 11.24/ 13.43 亿元，同比增速分别为 19.0%/ 19.1%/ 19.4%；随着收入规模增长，毛利率持续提升，公司整体毛利率在 2026–2028 年分别为 65.0%/ 65.8%/ 66.6%。其他核心假设如下：

1) 商品化小鼠模型销售：商品化小鼠模型销售是指公司向科研院校、三甲医院、创新药企和 CRO 研发企业等提供符合客户实验要求的各类小鼠模型。考虑到行业稳步发展，我们预计 2026–2028 年公司商品化小鼠模型销售收入增速分别为 11.0%/ 11.0%/ 12.0%。

2) 功能药效：依托于公司人源化小鼠模型和疾病小鼠模型，公司建立了创新药物筛选与表型分析平台，为客户提供一站式功能药效分析服务。考虑到随着公司小鼠品系库的丰富、服务体系完善以及客户需求的增长，以及公司持续拓展海外业务，我们预计 2026–2028 年公司功能药效收入增速分别为 40.0%/ 35.0%/ 33.0%。

3) 定制繁育：公司依托专业的繁育管理团队、标准的动物生产设施以及严格的质量控制体系，构建了小鼠繁育与种质保存平台，为客户提供全面繁育解决方案，包括常规繁育、快速扩繁、冷冻保种、活体净化以及辅助生殖等。考虑到市场竞争激烈，我们预计 2026–2028 年公司定制繁育收入增速分别为 1.0%/ 1.0%/ 1.0%。

4) 模型定制：模型定制业务主要为根据客户的需求定制基因工程小鼠模型，满足科研机构等客户对创新性的需求。考虑到公司在国内科研市场市占率稳步提升，项目数量整体增加，我们预计 2026–2028 年公司模型定制收入增速分别为 30.0%/ 30.0%/ 20.0%。

5) 代理进出口及其他：代理进出口及其他主要包含代理小鼠及其非活体物质（细胞、血液、组织、DNA、胚胎、精液、蛋白）进出口收入，以及实验小鼠品系等使用权费等收入。考虑到后续纽迈生物对外抗体授权有望增加，我们预计 2026–2028 年公司代理进出口及其他收入增速分别为 36.0%/ 30.0%/ 30.0%。

4.2. 估值

我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 1.98/2.71/3.49 亿元，同比增速分别为 38.47%/37.34%/28.72%，当前股价对应的 PE 分别为 43.37/ 31.58/24.53 倍。我们选取昭衍新药、益诺思和百奥赛图为可比公司，考虑到公司国际化与创新业务进入兑现期，利润有望加速释放，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 27：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		2026/5/12		26E	27E	28E	26E	27E	28E
603127.SH	昭衍新药	39.20	293.7	4.44	5.75	8.13	66.10	51.06	36.15
688710.SH	益诺思	63.49	89.5	1.30	2.56	4.09	68.85	34.93	21.88
688796.SH	百奥赛图	102.22	456.8	3.54	5.71	8.21	129.05	80.00	55.64
	平均值						88.00	55.33	37.89
688046.SH	药康生物	20.89	85.6	1.98	2.71	3.49	43.37	31.58	24.53

资料来源：iFinD，华源证券研究所。

注：市值和归母净利润为人民币，昭衍新药、益诺思盈利预测来自 iFinD 一致预期，百奥赛图盈利预测来自华源证券研究所

5. 风险提示

行业发展不及预期、发展空间受限的风险：实验动物小鼠模型行业受到国家基础科学研究经费投入、创新药物开发市场景气程度、基因工程技术迭代水平进步等多重因素影响，其未来发展面临一定不确定性。若公司未能充分挖掘实验小鼠相关的商业需求并拓展其应用场景，公司将面临所处细分行业市场相对较小，行业发展不及预期导致其发展空间受限的风险。

行业竞争加剧风险：近年来，伴随着国家密集出台多项政策，实施医药创新驱动战略，带动了动物模型产业的发展，市场增长速度较快。在此背景下，越来越多的参与者进入小鼠模型相关行业，市场竞争加剧。如果未来公司不能持续开展技术创新和市场开拓，可能面临产品服务价格承压、行业地位削弱、经营业绩下降的风险。

汇率波动的风险：公司海外销售以外币进行结算，随着未来海外销售规模的不断扩大，外币结算金额将会增加，若人民币汇率发生较大变化，将会引起以外币计价的公司产品售价波动，外汇收支相应会产生汇兑损益，进而对公司的经营业绩产生影响。

宏观环境变化风险：公司正积极拓展海外市场，并逐步在重点区域布局本地化产能，目前进展顺利，未来国际政治形势、经济环境、贸易政策如果发生重大变化，可能对公司的海外业务经营造成一定不利影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	487	263	381	563
应收票据及账款	385	450	535	640
预付账款	7	7	8	10
其他应收款	4	8	9	11
存货	73	77	89	104
其他流动资产	795	897	924	956
流动资产总计	1,751	1,701	1,947	2,284
长期股权投资	89	86	84	81
固定资产	671	661	657	611
在建工程	22	60	40	25
无形资产	71	81	103	124
长期待摊费用	25	27	20	25
其他非流动资产	235	249	248	248
非流动资产合计	1,114	1,164	1,152	1,114
资产总计	2,865	2,865	3,099	3,398
短期借款	187	0	0	0
应付票据及账款	68	112	131	153
其他流动负债	272	298	352	417
流动负债合计	527	411	483	569
长期借款	80	67	49	31
其他非流动负债	30	30	30	30
非流动负债合计	111	97	80	61
负债合计	638	508	563	630
股本	410	410	410	410
资本公积	1,253	1,253	1,253	1,253
留存收益	564	694	874	1,104
归属母公司权益	2,227	2,358	2,537	2,767
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,227	2,358	2,537	2,767
负债和股东权益合计	2,865	2,865	3,099	3,398

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	143	165	239	316
折旧与摊销	100	127	159	166
财务费用	-3	6	2	0
投资损失	-9	-9	-9	-9
营运资金变动	-53	-103	-56	-68
其他经营现金流	50	38	38	38
经营性现金净流量	227	224	372	443
投资性现金净流量	-467	-173	-143	-123
筹资性现金净流量	27	-274	-111	-137
现金流量净额	-215	-224	118	182

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	793	944	1,124	1,343
营业成本	284	330	384	448
税金及附加	5	6	7	8
销售费用	112	137	161	191
管理费用	134	135	140	150
研发费用	92	109	124	148
财务费用	-3	6	2	0
资产减值损失	-20	-21	-21	-20
信用减值损失	-10	-10	-11	-11
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	9	9	9	9
公允价值变动损益	1	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	16	29	29	29
营业利润	165	229	315	405
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	165	228	314	404
所得税	22	31	42	55
净利润	143	198	271	349
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	143	198	271	349
EPS(元)	0.35	0.48	0.66	0.85

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	15.51%	19.00%	19.08%	19.43%
营业利润增长率	38.33%	38.86%	37.19%	28.63%
归母净利润增长率	29.88%	38.47%	37.34%	28.72%
经营现金流增长率	151.37%	-1.39%	66.22%	18.96%
盈利能力				
毛利率	64.15%	65.04%	65.83%	66.62%
净利率	17.98%	20.92%	24.13%	26.00%
ROE	6.40%	8.38%	10.69%	12.62%
ROA	4.98%	6.89%	8.75%	10.28%
估值倍数				
P/E	60.05	43.37	31.58	24.53
P/S	10.80	9.07	7.62	6.38
P/B	3.85	3.63	3.38	3.09
股息率	0.14%	0.78%	1.08%	1.38%
EV/EBITDA	21	21	16	13

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。