

药康生物 (688046.SH)

营收稳健增长，利润端短期承压

优于大市

核心观点

营收稳健增长，利润端短期承压。2024Q1-3，公司实现营收 5.10 亿元（同比+12.1%），预计主要系随着国内新产能释放及海外市场拓展，各业务条线均稳健增长；归母净利润 9821 万元（同比-16.6%），扣非归母净利润 7181 万元（同比-12.1%），预计主要系公司目前仍处扩张期，生产规模扩大成本增加，持续加大海外市场开发力度，销售费用上涨等原因，使公司利润短期承压，同时本年度取得政府补助金额较上年同期减少，导致利润下降。

分季度看，2024Q1/Q2/Q3 分别实现营收 1.57/1.83/1.69 亿元（分别同比+12.0%/+17.8%/+6.7%），归母净利润 2948/4686/2188 万元（分别同比-5.1%/+0.7%/-45.5%），扣非归母净利润 2287/3197/1697 万元（分别同比+2.7%/+17.2%/-47.2%）。

毛/净利率承压，研发费用率改善。2024 前三季度，公司实现毛利率为 63.6%（同比-5.5pp）、净利率为 19.3%（同比-6.6pp）。销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.3%/19.2%/12.4%/-1.2%，分别同比+1.7pp/+0.0pp/-4.2pp/+1.2pp，期间费用率整体为 44.6%（同比-1.3pp）。

国内新设施产能利用率稳步提升。公司在北京大兴、上海宝山、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，预计前三季度产能利用率稳步提升，加强对华北、上海、粤港澳大湾区等区域的服务能力；海外产能方面，公司首个海外设施落地 San Diego，美国药康作为运营主体，设施已于 2024Q1 启用，随着美国设施投产，公司对海外客户的响应速度与服务能力进一步提升，充分满足海外客户现场审计等要求。

投资建议：根据公司三季报情况，我们对盈利预测进行调整，预计 2024-2026 年营收分别为 7.03/8.37/9.83 亿元（前值为 7.80/9.36/10.63 亿元），净利润分别为 1.40/1.76/2.16 亿元（前值为 2.04/2.59/2.97 亿元），目前股价对应 PE 分别为 40/32/26x，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

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	517	622	703	837	983
(+/-%)	31.2%	20.5%	13.1%	19.0%	17.4%
净利润(百万元)	165	159	140	176	216
(+/-%)	31.8%	-3.5%	-12.1%	25.9%	22.7%
每股收益(元)	0.40	0.39	0.34	0.43	0.53
EBIT Margin	21.2%	19.6%	15.8%	19.5%	22.3%
净资产收益率 (ROE)	8.3%	7.5%	6.2%	7.3%	8.2%
市盈率 (PE)	34.1	35.3	40.2	31.9	26.0
EV/EBITDA	40.2	36.2	39.9	28.6	22.1
市净率 (PB)	2.84	2.64	2.49	2.32	2.14

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：张佳博 021-60375487 zhangjiabo@guosen.com.cn
 证券分析师：马千里 010-88005445 cnmaqianli@guosen.com.cn
 S0980523050001 S0980521070001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	13.70 元
总市值/流通市值	5617/2794 百万元
52 周最高价/最低价	22.45/9.08 元
近 3 个月日均成交额	55.10 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
- 《药康生物 (688046.SH) - 海外市场营收同比增长 72%，国内新产能逐步上线》——2023-09-03
- 《药康生物 (688046.SH) - 小鼠品系资源高壁垒，拓展临床前 CRO 能力边界》——2023-07-13

营收稳健增长，利润端短期承压。2024Q1-3，公司实现营收 5.10 亿元（同比+12.1%），预计主要系随着国内新产能释放及海外市场拓展，各业务条线均稳健增长；归母净利润 9821 万元（同比-16.6%），扣非归母净利润 7181 万元（同比-12.1%），预计主要系公司目前仍处扩张期，生产规模扩大成本增加，持续加大海外市场开发力度，销售费用上涨等原因，使公司利润短期承压，同时本年度取得政府补助金额较上年同期减少，导致利润下降。

分季度看，2024Q1/Q2/Q3 分别实现营收 1.57/1.83/1.69 亿元（分别同比+12.0%/+17.8%/+6.7%），归母净利润 2948/4686/2188 万元（分别同比-5.1%/+0.7%/-45.5%），扣非归母净利润 2287/3197/1697 万元（分别同比+2.7%/+17.2%/-47.2%）。

图1：药康生物营业收入及增速（单位：亿元、%）



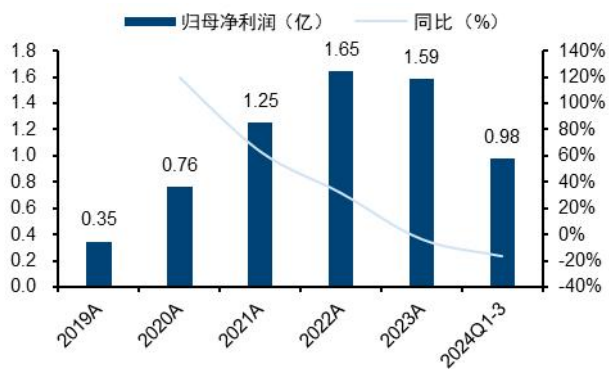
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：药康生物单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



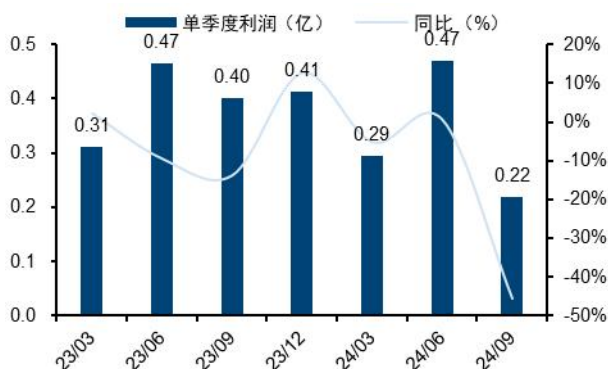
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

盈利预测

表1: 药康生物盈利预测 (单位: 亿元)

		2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入		2.62	3.94	5.17	6.22	7.03	8.37	9.83
	YOY	36%	50%	31%	20%	13%	19%	17%
毛利率		72%	74%	71%	68%	65%	65%	65%
商品化小鼠模型销售		1.53	2.53	3.23	3.67	4.16	4.91	5.73
	YOY	60%	66%	28%	14%	13%	18%	17%
毛利率		82%	80%	76%	72%	68%	68%	68%
功能药效		0.32	0.53	0.97	1.32	1.51	1.98	2.55
	YOY	68%	67%	82%	36%	14%	32%	29%
毛利率		75%	76%	68%	62%	62%	62%	62%
模型定制		0.24	0.25	0.23	0.35	0.40	0.44	0.46
	YOY	-18%	2%	-5%	50%	15%	10%	5%
毛利率		52%	56%	57%	59%	59%	59%	59%
定制繁育		0.50	0.57	0.65	0.79	0.87	0.93	0.98
	YOY	10%	13%	14%	22%	10%	8%	5%
毛利率		61%	56%	56%	60%	60%	60%	60%
其他		0.03	0.06	0.09	0.09	0.10	0.11	0.11
	YOY	-11%	86%	48%	10%	8%	6%	4%
毛利率		-92%	50%	72%	79%	70%	70%	70%
销售费用率		11.0%	13.6%	14.8%	13.2%	13.4%	12.0%	10.8%
管理费用率		19.4%	20.6%	19.1%	18.9%	18.6%	17.5%	16.7%
研发费用率		18.4%	14.0%	16.1%	15.5%	16.6%	15.6%	15.0%
财务费用率		0.3%	-0.6%	-2.9%	-2.3%	-2.0%	-1.9%	-1.8%
净利润 (亿元)		0.76	1.25	1.65	1.59	1.40	1.76	2.16
	YoY	117.1%	64.5%	32.0%	-3.7%	-12.1%	25.9%	22.7%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

投资建议: 维持“优于大市”评级

根据公司三季报情况, 我们对盈利预测进行调整, 预计 2024-2026 年营收分别为 7.03/8.37/9.83 亿元(前值为 7.80/9.36/10.63 亿元), 净利润分别为 1.40/1.76/2.16 亿元(前值为 2.04/2.59/2.97 亿元), 目前股价对应 PE 分别为 40/32/26x, 维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司估值

代码	公司	股价 241030	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE				ROE		PEG	
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	23A	24E		
301080.SZ	百普赛斯	41.01	49	1.54	1.56	2.16	2.97	46	32	23	17	5.9%	0.8		
603127.SH	昭衍新药	17.42	119	3.97	0.91	3.00	3.35	45	131	40	36	4.8%	1.4		

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及测算 注: 计算 PEG 采用 2024~2026 年复合增速

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)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	422	560	528	534	615	营业收入	517	622	703	837	983
应收款项	189	275	284	338	410	营业成本	148	202	246	291	340
存货净额	49	47	78	89	98	营业税金及附加	2	3	3	3	4
其他流动资产	16	17	25	26	31	销售费用	76	82	94	100	106
流动资产合计	1467	1658	1673	1746	1911	管理费用	98	117	132	149	166
固定资产	366	576	677	791	895	研发费用	83	97	117	131	147
无形资产及其他	49	47	45	44	42	财务费用	(15)	(14)	(14)	(16)	(17)
投资性房地产	304	227	227	227	227	投资收益	9	12	11	11	11
长期股权投资	69	69	92	113	128	资产减值及公允价值变动	(15)	(19)	(16)	(17)	(17)
资产总计	2254	2578	2714	2921	3203	其他收入	(28)	(61)	(81)	(105)	(131)
短期借款及交易性金融负债	15	86	0	0	0	营业利润	174	164	156	199	247
应付款项	51	102	131	139	173	营业外净收支	(0)	(2)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	148	179	234	255	289	利润总额	174	161	155	198	245
流动负债合计	214	366	365	394	462	所得税费用	9	2	16	22	29
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	62	87	90	101	114	归属于母公司净利润	165	159	140	176	216
长期负债合计	62	87	90	101	114	现金流量表 (百万元)					
负债合计	276	453	455	495	576	净利润	165	159	140	176	216
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	1	6	6	5	5
股东权益	1978	2125	2259	2426	2627	折旧摊销	37	46	41	51	60
负债和股东权益总计	2254	2578	2714	2921	3203	公允价值变动损失	15	19	16	17	17
关键财务与估值指标						财务费用	(15)	(14)	(14)	(16)	(17)
每股收益	0.40	0.39	0.34	0.43	0.53	营运资本变动	(293)	104	47	(22)	1
每股红利	0.00	0.04	0.01	0.02	0.04	其它	(1)	(6)	(6)	(5)	(5)
每股净资产	4.82	5.18	5.51	5.92	6.41	经营活动现金流	(75)	328	244	222	295
ROIC	14.20%	10.95%	10%	17%	20%	资本开支	0	(240)	(162)	(186)	(185)
ROE	8.33%	7.48%	6%	7%	8%	其它投资现金流	(585)	33	0	0	0
毛利率	71%	68%	65%	65%	65%	投资活动现金流	(624)	(208)	(185)	(207)	(199)
EBIT Margin	21%	20%	16%	19%	22%	权益性融资	3	0	0	0	0
EBITDA Margin	28%	27%	22%	26%	28%	负债净变化	(20)	0	0	0	0
收入增长	31%	20%	13%	19%	17%	支付股利、利息	(0)	(18)	(6)	(9)	(15)
净利润增长率	32%	-3%	-12%	26%	23%	其它融资现金流	865	54	(86)	0	0
资产负债率	12%	18%	17%	17%	18%	融资活动现金流	827	18	(91)	(9)	(15)
股息率	0.0%	0.3%	0.1%	0.2%	0.3%	现金净变动	128	138	(32)	6	81
P/E	34.1	35.3	40.2	31.9	26.0	货币资金的期初余额	294	422	560	528	534
P/B	2.8	2.6	2.5	2.3	2.1	货币资金的期末余额	422	560	528	534	615
EV/EBITDA	40.2	36.2	39.9	28.6	22.1	企业自由现金流	0	30	27	(12)	70
						权益自由现金流	0	84	(46)	2	85

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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所提及的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