



买入（维持）

所属行业：医药生物
当前价格(元)：23.41

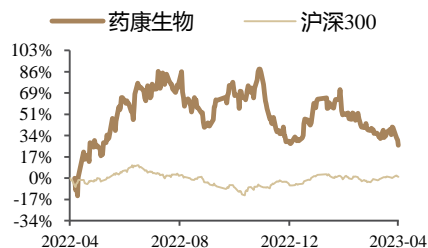
证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.88	-16.15	-21.86
相对涨幅(%)	-12.77	-18.10	-20.83

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《药康生物(688046.SH)：下游持续高景气，股权激励彰显发展信心》，2022.10.31
- 《药康生物(688046.SH)：模式动物行业引领者》，2022.9.24

药康生物(688046.SH)：业绩符合预期，海外+非肿瘤不断打开市场空间

投资要点

- 事件：**公司发布2022年年报，2022年全年实现营业收入5.17亿元，同比增长31.2%，实现归母净利润1.7亿元，同比增长31.8%；单四季度实现营业收入1.3亿元，同比增长14.2%，实现归母净利润0.4亿元，同比减少7.6%。
- 业绩符合预期，药效业务增长强劲。**分产品来看，2022年公司商品化小鼠模型实现收入3.2亿元，同比增长27.6%，功能药效业务实现收入1.0亿元，同比增长81.5%，定制繁育业务实现收入0.6亿元，同比增长13.4%，模型定制业务实现收入0.2亿元，同比减少5.2%，代理进出口及其他实现收入0.1亿元，同比增长73.6%。2022年全年公司毛利率达71.4%，较21年相比下降2.95pct，净利率达31.9%，同比上升0.15pct。2022年公司销售费用率有所上升，达到14.8%，管理费用率和财务费用率均有所下降，分别为19.1%和-2.9%。
- “创新+国际化”打造核心优势，充足产能保障业务持续增长。**公司已建成全球最大的基因工程小鼠资源库，小鼠品系近21000种，年模型创制通量6000+。2022年全年公司研发费用达8293万元，同比增长50.2%，研发费用率达16.1%。(1)海外拓展方面，公司实现美日韩英德等超20个国家实现销售，累计服务海外客户超200家，2022年新拓展海外客户超100家，海外市场实现收入6642.4万元，占收入比重12.9%，同比增长166.2%，其中海外工业客户收入占海外整体收入比重超70%。(2)创新方面，公司前瞻布局下一代实验动物模型，持续加快推进“斑点鼠”、“野化鼠”、“药筛鼠”、“无菌鼠及悉生鼠”等多个研发项目。2022年全年公司新增斑点鼠品1700余个，推出2个野化鼠品系，其中750胖墩鼠已于2022年四季度具备批量化供应能力，现有数据显示其有望成为NASH、肥胖、糖尿病等疾病研究及相关药物研发的潜在更优模型。(3)产能方面，公司在南京、常州、佛山、成都四大设施拥有产能约20万笼，产能利用率处于高位。预计2023年北京新建产能超3万笼，广东药康二期项目设计产能超6万笼。此外宝山设施预计将于2023年下半年投入使用。未来公司对于华北地区、粤港澳大湾区、上海区域的服务能力将进一步增强，国内市场占有率有望持续提升。
- 盈利预测及投资建议。**公司是国内模式动物行业的引领者，我们预计2023-2025年营收分别为7.1/9.6/12.5亿元，归母净利润分别为2.2/3.0/3.7亿

元，对应当前 PE 估值分别为 43/32/26 倍，考虑到行业高增速和公司产品技术等方面的竞争优势，维持“买入”评级。

- **风险提示：**国内小鼠销售和业务拓展不及预期风险；下游行业景气度下降风险；商品化小鼠价格波动风险；海外市场拓展不及预期风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	410.00	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
流通 A 股(百万股):	45.81	营业收入(百万元)	394	517	712	960	1,252
52 周内股价区间(元):	15.86-34.77	(+/-)YOY(%)	50.3%	31.2%	37.8%	34.8%	30.4%
总市值(百万元):	9,598.10	净利润(百万元)	125	165	222	299	373
总资产(百万元):	2,253.69	(+/-)YOY(%)	63.4%	31.8%	34.6%	34.9%	24.7%
每股净资产(元):	4.82	全面摊薄 EPS(元)	0.30	0.40	0.54	0.73	0.91
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	74.3%	71.4%	73.1%	74.1%	74.5%
		净资产收益率(%)	15.9%	8.3%	10.0%	11.9%	12.8%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.42	0.54	0.73	0.91
每股净资产	4.82	5.38	6.14	7.08
每股经营现金流	0.26	0.75	0.61	1.07
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	57.26	43.32	32.12	25.75
P/B	4.99	4.35	3.81	3.31
P/S	18.58	13.49	10.00	7.67
EV/EBITDA	45.17	31.41	23.77	18.51
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	71.4%	73.1%	74.1%	74.5%
净利润率	31.9%	31.1%	31.1%	29.8%
净资产收益率	8.3%	10.0%	11.9%	12.8%
资产回报率	7.3%	8.5%	10.1%	10.6%
投资回报率	7.7%	9.8%	11.6%	12.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	31.2%	37.8%	34.8%	30.4%
EBIT 增长率	13.2%	54.4%	34.4%	24.5%
净利润增长率	31.8%	34.6%	34.9%	24.7%
偿债能力指标				
资产负债率	12.2%	15.7%	15.2%	17.2%
流动比率	6.9	5.0	5.1	4.5
速动比率	6.5	4.8	4.9	4.3
现金比率	2.0	1.7	1.9	2.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	105.9	102.5	102.5	103.0
存货周转天数	96.9	88.8	90.7	91.1
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.4
固定资产周转率	2.7	3.3	4.3	5.4

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	165	222	299	373
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	69	52	56	68
非经营收益	-20	-16	-21	-27
营运资金变动	-108	51	-82	24
经营活动现金流	106	308	251	438
资产	-190	-138	-136	-140
投资	0	0	0	0
其他	-804	16	21	27
投资活动现金流	-995	-122	-115	-113
债权募资	-13	0	0	0
股权募资	1,044	0	0	0
其他	-17	0	0	0
融资活动现金流	1,014	0	0	0
现金净流量	128	187	137	325

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2023 年 4 月 20 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	517	712	960	1,252
营业成本	148	192	248	319
毛利率%	71.4%	73.1%	74.1%	74.5%
营业税金及附加	2	3	4	5
营业税金率%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	76	107	149	207
营业费用率%	14.8%	15.0%	15.5%	16.5%
管理费用	98	135	182	238
管理费用率%	19.1%	19.0%	19.0%	19.0%
研发费用	83	114	158	219
研发费用率%	16.1%	16.0%	16.5%	17.5%
EBIT	162	251	337	419
财务费用	-15	-3	-4	-6
财务费用率%	-2.9%	-0.4%	-0.4%	-0.5%
资产减值损失	-15	-16	-20	-26
投资收益	9	16	21	27
营业利润	174	254	342	427
营业外收支	-0	0	0	0
利润总额	174	254	342	427
EBITDA	209	287	373	462
所得税	9	33	43	54
有效所得税率%	5.2%	12.8%	12.7%	12.7%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	165	222	299	373

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	422	608	745	1,070
应收账款及应收票据	185	220	326	390
存货	49	37	71	69
其它流动资产	810	863	836	889
流动资产合计	1,467	1,729	1,979	2,418
长期股权投资	69	69	69	69
固定资产	194	214	224	230
在建工程	172	248	334	423
无形资产	49	54	58	61
非流动资产合计	787	889	989	1,087
资产总计	2,254	2,617	2,967	3,505
短期借款	12	12	12	12
应付票据及应付账款	51	115	97	172
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	151	221	279	355
流动负债合计	214	348	388	539
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	62	62	62	62
非流动负债合计	62	62	62	62
负债总计	276	410	450	601
实收资本	410	410	410	410
普通股股东权益	1,978	2,207	2,517	2,904
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	2,254	2,617	2,967	3,505

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。