

公司研究

海外业务快速扩张，小鼠品类持续丰富

——药康生物（688046.SH）2022 年年报点评

要点

事件：药康生物发布 2022 年年度报告，实现营收 5.17 亿元（YOY+31.17%），实现归母净利润 1.65 亿元（YOY+31.79%），实现扣非归母净利润 1.02 亿元（YOY+32.16%），业绩符合预期。

海外营收快速扩张，功能药效服务保持高增速：按收入区域划分，22 年公司海外营收 6642 万元，同比增加 166%，占整体营收 12.9%。公司通过与海外 CRO 如 Charles River 或经销商签署协议，快速打开市场，以及自建销售渠道，为后续更多小鼠品类销售布局。2022 年公司新拓展海外客户 100 余家，累计服务海外客户超 200 家。按收入项目类型划分，22 年公司功能药效营收增速最快，占整体营收 18.8%，同比增长 82%至 9707 万元。公司持续增强功能药效平台服务能力，截至 22 年底团队扩展至 208 人（YOY+126%）。功能药效的快速增长主要得益于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。

疫后业绩有望迎来修复，小鼠品类持续扩容满足客户需求：22 年受疫情影响，国内生物医药研发单位对小鼠需求有所下滑，且客户回款账期拖长（公司应收账款同比上升 57.4%至 2.06 亿元），对公司经营造成一定负面影响。我们认为随着疫情扰动的减轻，科研活动恢复将有助于公司业绩修复。此外，公司进一步扩充小鼠品类，22 年新增超 1700 个斑点鼠品系、超 20 个野化鼠品系、超 200 个药筛鼠品系等，为客户提供更多小鼠选择，也有助于进一步助力销售。

盈利预测、估值与评级：公司是我国模式动物龙头，考虑到全球生物医药投融资的下滑，以及疫情带来的影响，我们下调 23-24 年 EPS 为 0.55/0.72 元（分别下调 15%/22%），新增 25 年 EPS 为 0.92 元，同比增长 37.58%/29.69%/28.42%，对应 23-25 年 PE 为 42/33/25 倍，估值处于合理区间，维持“增持”评级。

风险提示：全球新药研发投入不及预期；小鼠品类研发不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	394	517	684	892	1,157
营业收入增长率	50.35%	31.17%	32.50%	30.32%	29.72%
净利润（百万元）	125	165	227	294	377
净利润增长率	63.45%	31.79%	37.58%	29.69%	28.42%
EPS（元）	0.35	0.40	0.55	0.72	0.92
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.90%	8.33%	10.36%	11.89%	13.32%
P/E	67	58	42	33	25
P/B	11	5	4	4	3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-04-20。21/22 年总股本数分别为 3.6/4.1 亿股。

增持（维持）

当前价：23.41 元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

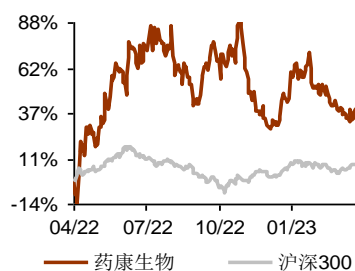
联系人：叶思奥

yesa@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.10
总市值(亿元)	95.98
一年最低/最高(元)	15.85/35.87
近 3 月换手率	19.15%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-12.93	-20.97	25.50
绝对	-8.52	-22.61	26.54

资料来源：Wind

相关研报

模式动物：技术迭代需求放量，快步迈入产业化时代——生命科学领域产业链系列报告之一（2022-10-09）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	394	517	684	892	1,157
营业成本	101	148	200	259	338
折旧和摊销	29	37	46	66	88
税金及附加	2	2	3	4	5
销售费用	53	76	96	123	156
管理费用	81	98	130	161	204
研发费用	55	83	96	120	150
财务费用	-2	-15	-11	-13	-15
投资收益	11	9	9	9	9
营业利润	143	174	239	310	398
利润总额	143	174	239	310	398
所得税	18	9	12	16	21
净利润	125	165	227	294	377
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	125	165	227	294	377
EPS(元)	0.35	0.40	0.55	0.72	0.92

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	113	106	152	285	375
净利润	125	165	227	294	377
折旧摊销	29	37	46	66	88
净营运资金增加	108	95	183	155	197
其他	-149	-191	-304	-230	-288
投资活动产生现金流	-354	-995	-197	-218	-193
净资本支出	-89	-190	-201	-201	-201
长期投资变化	30	69	0	0	0
其他资产变化	-295	-873	4	-17	8
融资活动现金流	10	1,014	-13	15	2
股本变化	0	50	0	0	0
债务净变化	20	-10	-12	7	-7
无息负债变化	23	18	-46	49	64
净现金流	-231	128	-58	82	184

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	74.3%	71.4%	70.8%	70.9%	70.8%
EBITDA 率	50.6%	44.9%	37.6%	39.7%	39.9%
EBIT 率	41.8%	36.2%	30.8%	32.2%	32.3%
税前净利润率	36.4%	33.6%	34.9%	34.7%	34.4%
归母净利润率	31.7%	31.9%	33.1%	32.9%	32.6%
ROA	11.8%	7.3%	9.4%	10.7%	11.9%
ROE (摊薄)	15.9%	8.3%	10.4%	11.9%	13.3%
经营性 ROIC	30.0%	18.3%	15.3%	17.1%	18.6%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	25%	12%	9%	10%	10%
流动比率	3.69	6.85	9.53	8.09	7.73
速动比率	3.53	6.62	9.06	7.63	7.25
归母权益/有息债务	31.20	133.47	837.58	260.23	1084.56
有形资产/有息债务	38.74	146.37	887.72	279.67	1176.42

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	1,054	2,254	2,405	2,743	3,163
货币资金	294	422	364	446	630
交易性金融资产	206	791	791	791	791
应收账款	119	185	205	268	347
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	40	4	5	6	8
存货	30	49	72	93	121
其他流动资产	17	13	19	26	35
流动资产合计	707	1,467	1,460	1,635	1,939
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	30	69	69	69	69
固定资产	176	194	267	335	393
在建工程	53	172	234	280	315
无形资产	50	49	49	49	49
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	6	258	263	263	263
非流动资产合计	347	787	945	1,108	1,223
总负债	269	276	218	273	330
短期借款	5	12	0	7	0
应付账款	62	51	69	89	116
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	192	214	153	202	251
长期借款	20	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	50	49	54	60	68
非流动负债合计	77	62	64	71	80
股东权益	786	1,978	2,187	2,470	2,832
股本	360	410	410	410	410
公积金	296	1,286	1,308	1,338	1,376
未分配利润	130	281	468	721	1,046
归属母公司权益	786	1,978	2,187	2,470	2,832
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	13.58%	14.78%	14.00%	13.80%	13.50%
管理费用率	20.56%	19.05%	19.00%	18.00%	17.60%
财务费用率	-0.58%	-2.93%	-1.64%	-1.44%	-1.31%
研发费用率	14.02%	16.05%	14.00%	13.50%	13.00%
所得税率	13%	5%	5%	5%	5%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.00	0.04	0.03	0.04	0.05
每股经营现金流	0.31	0.26	0.37	0.69	0.91
每股净资产	2.18	4.82	5.34	6.02	6.91
每股销售收入	1.09	1.26	1.67	2.18	2.82

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	67	58	42	33	25
PB	10.7	4.9	4.4	3.9	3.4
EV/EBITDA	42.0	38.3	33.9	24.6	18.8
股息率	0.0%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE