

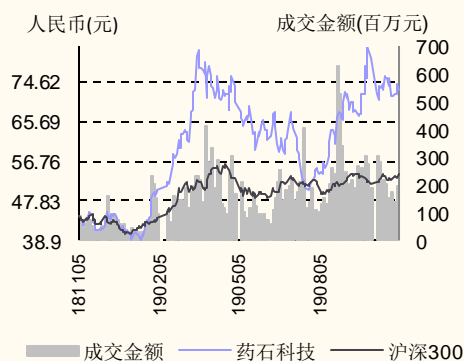
药石科技 (300725.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 72.50 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	1.45
已上市流通 A 股(亿股)	.97
总市值(亿元)	104.97
年内股价最高最低(元)	76.03/70.67
沪深 300 指数	3952



主营业务稳健增长，静待新业务开花结果

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	273	478	671	1,010	1,575
营业收入增长率	45.05%	75.02%	40.34%	50.45%	55.97%
归母净利润(百万元)	67	133	166	227	329
归母净利润增长率	86.01%	98.52%	24.59%	36.44%	44.95%
摊薄每股收益(元)	0.916	1.212	1.148	1.566	2.270
每股经营性现金流净额	0.75	1.46	1.50	1.90	2.77
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.56%	22.24%	22.34%	23.90%	26.18%
P/E	124.77	44.40	63.17	46.30	31.94
P/B	16.92	9.87	14.11	11.07	8.36

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2019 年三季报，2019 年 1-9 月份分别实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 4.62 亿元/1.17 亿元/1.11 亿元，同比分别增长 36.88%/24.90%/1.11%，业绩略超预期。

经营分析

- **收入端超预期：**公司 2018 年获得了 LOXO 的大订单，2018Q3 收入同比增长 73.91%；2019Q3 在去年高基数的基础上仍保持强劲增长势头，单季度收入同比增长 35.38%，单三季度收入超预期。
- **整体看，公司竞争力持续提升：**①分子砌块业务持续快速增长，全球市占率持续快速提升；②后端 CDMO 类业务进展顺利，山东谛爱保持高产能利用率，晖石药业业务整合拓展顺利，吴希罕先生担任晖石药业董事长后，经营情况逐季度向好，7 月份零缺陷通过 FDA 的 cGMP，预计全年亏损敞口缩小；③前端既有分子砌块业务基础上，公司不断拓展新药研发类布局，主要建立新的新药研发技术平台，涉及多种新技术如 DEL、FDBB、VS 等。
- **研发费用快速增长，构建高技术壁垒，护城河不断加深：**公司历来中试研发，始终保持较高的研发投入强度，前三季度研发费用 5009 万元，同比增长 76%，我们预计公司在分子砌块研发、CDMO 生产工艺开发和新药研发平台建设方面的持续高强度研发投入有助于提升公司在各业务板块的持续竞争力。

盈利调整

- 考虑到今年公司进行股权激励产生的相关费用，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 1.66/2.27/3.29，盈利预测相应下调了 17%/20%/17%。

投资建议

- 考虑到公司的 CDMO 和新药研发等新业务的拓展前景，后续会有较大业绩弹性和估值提升空间，维持“增持”评级。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.15/1.57/2.27 元（暂未考虑新药研发带来的业绩弹性），对应 PE 分别为 63/46/32 倍。

风险提示

- 下游产品研发、销售不达预期，原材料涨价，汇率波动，安全生产与环保，新业务拓展不达预期，核心技术人员流失，解禁风险，大客户依赖风险

相关报告

- 1.《一季报符合预期，药石研发+药石制造持续发力，业绩继续保持高增...》，2019.1.26
- 2.《药石科技：聚焦分子砌块业务，药石研发+药石制造双轮驱动，助力...》，2019.11.17

王班 联系人
(8621)60870953
wang_ban@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	188	273	478	671	1,010	1,575
增长率		45.1%	75.0%	40.3%	50.5%	56.0%
主营业务成本	-63	-104	-202	-313	-478	-751
%销售收入	33.6%	37.9%	42.2%	46.6%	47.4%	47.7%
毛利	125	170	277	358	532	824
%销售收入	66.4%	62.1%	57.8%	53.4%	52.6%	52.3%
营业税金及附加	-2	-3	-7	-6	-10	-24
%销售收入	0.9%	0.9%	1.5%	0.9%	1.0%	1.5%
销售费用	-12	-18	-21	-23	-40	-71
%销售收入	6.2%	6.5%	4.3%	3.5%	4.0%	4.5%
管理费用	-71	-69	-60	-86	-141	-205
%销售收入	37.5%	25.2%	12.6%	12.8%	14.0%	13.0%
研发费用	0	0	-44	-57	-91	-158
%销售收入	0.0%	0.0%	9.3%	8.5%	9.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	41	81	144	186	249	367
%销售收入	21.8%	29.6%	30.2%	27.8%	24.6%	23.3%
财务费用	3	-4	4	4	7	11
%销售收入	-1.8%	1.3%	-0.9%	-0.5%	-0.7%	-0.7%
资产减值损失	-4	-3	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	0	0	5	0
%税前利润	0.9%	n.a	n.a	0.0%	1.9%	0.0%
营业利润	41	74	143	190	261	378
营业利润率	21.6%	27.1%	29.9%	28.3%	25.8%	24.0%
营业外收支	4	3	11	0	0	0
税前利润	45	77	154	190	261	378
利润率	23.7%	28.2%	32.3%	28.3%	25.8%	24.0%
所得税	-10	-9	-20	-24	-34	-49
所得税率	21.5%	12.0%	12.9%	12.5%	13.0%	13.0%
净利润	35	68	134	166	227	329
少数股东损益	-1	1	1	0	0	0
归属于母公司的净利润	36	67	133	166	227	329
净利率	19.2%	24.6%	27.9%	24.8%	22.5%	20.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	35	68	134	166	227	329
少数股东损益	-1	1	1	0	0	0
非现金支出	13	16	23	18	19	26
非经营收益	-6	3	-5	4	-5	0
营运资金变动	-19	-32	8	-23	-32	-49
经营活动现金净流	23	55	160	165	209	305
资本开支	-38	-49	-48	-40	-56	-66
投资	-25	-109	3	-102	50	0
其他	4	5	6	0	5	0
投资活动现金净流	-59	-154	-39	-142	-1	-66
股权募资	50	192	0	0	0	0
债权募资	0	-4	25	-33	0	0
其他	3	-10	-39	-23	-22	-22
筹资活动现金净流	53	179	-14	-55	-22	-22
现金净流量	17	80	107	-32	186	217

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	78	158	266	234	419	636
应收账款	28	40	38	58	87	136
存货	77	117	144	171	249	371
其他流动资产	7	116	61	114	72	84
流动资产	191	431	509	577	827	1,227
%总资产	63.8%	76.0%	66.9%	64.2%	69.8%	75.5%
长期投资	1	1	81	133	133	133
固定资产	75	93	126	149	181	216
%总资产	25.1%	16.4%	16.5%	16.6%	15.3%	13.3%
无形资产	18	31	35	40	44	49
非流动资产	108	136	252	322	358	398
%总资产	36.2%	24.0%	33.1%	35.8%	30.2%	24.5%
资产总计	299	567	761	898	1,185	1,625
短期借款	4	0	25	0	0	0
应付款项	21	37	96	118	181	284
其他流动负债	15	18	32	36	55	86
流动负债	39	55	153	155	236	370
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	6	9	9	0	0	0
负债	45	64	161	155	236	370
普通股股东权益	245	495	600	744	949	1,255
其中：股本	55	73	110	110	110	110
未分配利润	14	75	180	324	529	835
少数股东权益	9	8	0	0	0	0
负债股东权益合计	299	567	761	898	1,185	1,625

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.657	0.916	1.212	1.148	1.566	2.270
每股净资产	4.460	6.753	5.452	5.138	6.552	8.669
每股经营现金净流	0.414	0.745	1.456	1.497	1.898	2.774
每股股利	0.200	0.200	0.200	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	14.72%	13.56%	22.24%	22.34%	23.90%	26.18%
总资产收益率	12.07%	11.84%	17.52%	18.49%	19.13%	20.22%
投入资本收益率	12.37%	14.06%	20.06%	21.91%	22.82%	25.42%
增长率						
主营业务收入增长率	38.38%	45.05%	75.02%	40.34%	50.45%	55.97%
EBIT 增长率	82.14%	97.20%	78.40%	29.20%	33.56%	47.41%
净利润增长率	81.17%	86.01%	98.52%	24.59%	36.44%	44.95%
总资产增长率	73.44%	89.67%	34.15%	18.04%	31.90%	37.14%
资产管理能力						
应收账款周转天数	45.3	43.4	27.8	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	346.1	342.3	236.3	200.0	190.0	180.0
应付账款周转天数	61.4	59.4	39.6	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	145.2	113.6	88.0	59.0	43.4	33.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-29.22%	-31.23%	-40.11%	-31.39%	-44.21%	-50.71%
EBIT 利息保障倍数	-12.2	23.1	-34.6	-51.7	-36.8	-33.6
资产负债率	15.04%	11.24%	21.21%	17.20%	19.95%	22.76%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	5	5	11	15
增持	4	5	5	10	14
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.57	1.50	1.50	1.48	1.48

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-04-17	增持	93.70	110.00~110.00
2	2019-04-26	增持	94.09	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH