

药石科技(300725)

报告日期: 2023年04月22日

CDMO 能力完善, 静待花开

——2022 年报及 23Q1 点评报告

投资要点

- 2022 年是药石科技加速完善 CDMO 能力的一年, 公司在 GMP 产能、组织架构、人员招聘上都做了大量的工作, 并且在疫情的影响下仍然兑现了较高的收入增长, 前后端客户导流初见成效。我们认为 2023 年公司将逐渐进入能力兑现阶段, 随着国内外交流环境明显改善, 公司有望保持收入及利润端同比 30%+ 的高增长。
- 财务表现: 22Q4 及 23Q1 受疫情影响略低, 部分收入有望在 23Q2 体现
2022 年: 实现收入 15.95 亿, YOY 32.71%, 归母净利润 3.14 亿, YOY -35.42%, 受 2021 年晖石公允价值变动造成的高基数影响; 扣非归母净利润 2.66 亿, YOY 14.15%。毛利率 45.48%, YOY -2.65pct, 扣非净利率 16.68%, YOY -2.71pct。
2022Q4: 实现收入 4.10 亿, YOY 37.26%, 归母净利润 6460 万, YOY 46.23%, 毛利率 40.21%, 净利率 15.76%。
2023Q1: 实现收入 3.83 亿, YOY 14.24%, 归母净利润 5776 万, YOY -18.47%, 毛利率 45.24%, 净利率 15.06%。

从整体来看, 2022Q4 及 2023Q1 受疫情政策调整影响, 收入略低, 我们认为部分收入可能会体现在 2023Q2 中。

- 成长能力: 前后端业务携手并进, CDMO 结构优化, 海外布局增强
 从业务板块来看,
 - 分子砌块业务:** 2022 年收入 3.53 亿, YOY 39.66%, 占总收入 22.15%。2023 Q1 收入 8702 万, YOY 11.55%。2022 年公司持续稳固在分子砌块业务龙头地位, 已拥有 63 个化合物系列, 覆盖小分子药物研发主要领域。其中超过 40,000 种砌块化合物实现自主合成, 在多个化合物领域处于行业领导地位。
 - CDMO 业务:** 实现收入 12.33 亿, YOY 30.21%, 占总收入 77.29%。2023 Q1 收入 2.94 亿, YOY 15.50%。2022 年是公司 GMP 产能的兑现年, 浙江晖石 501 及 502 GMP 车间分别于 2022 年 3 月及 8 月投产, 其中 API 车间于 2022 年 11 月投产, 这些新产能的投放对公司中短期及接单将产生明显的推动。截至 2023Q1, 随着疫情影响的减弱, 公司 CDMO 在手订单 YOY 33%。
 从项目结构来看, 与 2021 年相比, 公司 2022 年临床前至临床 II 期项目从约 1430 个增加至约 1750 个, 临床 III 期至商业化阶段从 45 个增加至 60 个, 项目漏斗渐成, 结构优化。其中 2022 年早期项目中 API 项目从 34 个增长至 77 个, DS/DP 项目从 2 个增加至 8 个, 原料药-制剂一体化业务逐渐拉通, 丰富的项目储备也为后续增长提供保障。

从业务协同角度, 据公司 2022 年报披露, 自 2020 年起公司数百家客户由公斤级以下分子砌块业务向公斤级以上分子砌块业务以及更深入的 CMC 业务合作导流。我们认为, 随着公司前端业务品类的持续丰富叠加后端业务能力、产能的完善, 公司手握核心原材料的特色一体化 CXO 布局将逐渐成型, 2023-2025 年有望保持收入 CAGR 30%-35% 的高速增长。

此外, 我们发现公司海外产能布局逐渐加速。2023 Q1 末美国药石 West Chester 工艺研发中心投入使用, 另外 500-1000L 的中间体和原料药 GMP 生产设施预计于 2024 年投入使用。我们认为, 新产能将进一步完善美国药石 GMP 的能力, 也能看到公司加速国际化布局的战略, 未来加速拓展海内外市场、海内外协同生产、交付将是药石科技重要的发展战略。

- 盈利能力: 2022 年能力建设期, 或是净利率最低点
 2022 年公司毛利率 45.48%, YOY -2.65pct。分板块来看, 分子砌块毛利率 60.16%, YOY -3.65pct, CDMO 毛利率 41.06%, YOY -3.3pct, 均略有下滑, 主要和公司业务逐渐向后端放量及新产能折旧大幅增加相关。从在建工程的减少及

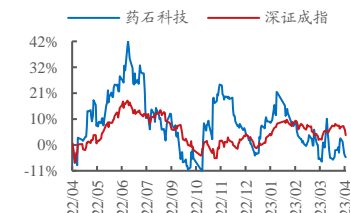
投资评级: 买入(维持)

分析师: 孙建
 执业证书号: S1230520080006
 02180105933
 sunjian@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 70.72
总市值(百万元)	14,120.26
总股本(百万股)	199.66

股票走势图



相关报告

- 《产能持续兑现, CDMO 一体化加速——药石科技 Q3 点评报告》 2022.10.26
- 《建设加速, 漏斗渐成, 持续升级——2022 中报点评报告》 2022.08.14
- 《【浙商医药】药石科技点评: 发布股权激励, 深度绑定 CDMO 高管》 2022.06.21

公司的产能投放节奏看，我们认为公司 2023 年新增折旧将减少，毛利率有望基本保持稳定。费用端来看，2022 年作为公司业务转型的关键年，公司从组织架构、人员补充上做了很多工作。员工新增 752 人，包括质量中心高级副总裁顾震天博士，CMC 板块陈迥博士、钱全生博士等。2022 年销售费用率 YOY +0.55pct，管理费用率 YOY +0.66pct，研发费用率 YOY +1.07pct。由于公司费用结构主体由人员费用构成，我们认为 2023 年随着公司逐渐进入稳定拓展期，三费率有望下滑。此外，我们发现公司自 2022Q4 起财务费用大幅增加，我们认为这主要与可转债利息支出相关，对 2023 年表观净利率可能产生较大影响。我们建议关注公司转债转股节奏，保守预测公司 2023 年净利率约为 20%。

□ 经营活动现金流：存货高增，支撑中短期高增长

2022 年公司经营活动现金流净额 2.47 亿，主要受到了存货增长的影响。2022 年存货增加 2.28 亿，主要是库存商品的增加。我们认为这体现了公司在分子砌块端增加品类、加大现货比率，增强服务效率；CDMO 端高效利用产能。2023Q1 存货再增加 3600 万。我们认为存货中可能存在部分受疫情影响延后交付的产品，有望于 2023Q2 陆续交付。

□ 盈利预测与估值

2022 年公司 501 及 502 车间投产标志着药石科技 CDMO GMP 能力的完善，随着新车间及新人员的到位，公司将逐渐由拓展期进入兑现期。我们认为在疫情政策调整的影响下，公司 2022 年收入兑现略低于预期。考虑到公司订单的拓展节奏、新产能折旧和可转债转股节奏的低预期，我们下调公司 2023-2025 年盈利预测。我们预测 2023-2025 年公司归母净利润分别为 4.15 亿、5.71 亿及 8.17 亿，EPS 2.08、2.86 及 4.09 元。对应 2023 年 4 月 21 日收盘价 2023 年 PE 约为 34 倍，参考可比公司估值及行业地位，维持“买入”评级。

□ 风险提示

新增固定资产折旧、股权激励、汇兑对表观业绩影响的波动性；新业务的盈利周期的波动性；创新药投融资景气度下滑。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1595	2074	2790	3797
(+/-) (%)	32.71%	30.06%	34.50%	36.11%
归母净利润	314	415	571	817
(+/-) (%)	-38.43%	32.08%	37.46%	43.19%
每股收益(元)	1.57	2.08	2.86	4.09
P/E	45	34	25	17

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2660	3294	4126	5310
现金	1150	1496	2012	2739
交易性金融资产	163	210	195	200
应收账款	330	398	500	635
其它应收款	2	2	3	4
预付账款	13	30	31	49
存货	676	832	1060	1359
其他	325	325	325	325
非流动资产	2202	2472	2618	2653
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	1	2	2	2
固定资产	1304	1504	1705	1776
无形资产	111	117	113	109
在建工程	358	418	363	324
其他	428	431	435	441
资产总计	4862	5766	6744	7963
流动负债	739	1571	2357	3027
短期借款	163	975	1589	1988
应付款项	413	453	574	802
预收账款	0	0	0	0
其他	162	143	194	237
非流动负债	1465	1106	708	409
长期借款	347	347	347	347
其他	1119	760	361	62
负债合计	2205	2678	3065	3436
少数股东权益	0	15	37	67
归属母公司股东权益	2658	3073	3643	4460
负债和股东权益	4862	5766	6744	7963

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	247	301	432	863
净利润	326	430	592	847
折旧摊销	93	144	159	172
财务费用	(2)	38	38	44
投资损失	(13)	(13)	(13)	(13)
营运资金变动	(197)	200	245	350
其它	40	(498)	(589)	(537)
投资活动现金流	(594)	(444)	(273)	(194)
资本支出	(490)	(400)	(300)	(200)
长期投资	7	(0)	(0)	(0)
其他	(110)	(44)	28	7
筹资活动现金流	760	732	117	57
短期借款	(184)	811	614	400
长期借款	323	0	0	0
其他	621	(79)	(497)	(343)
现金净增加额	413	373	456	727

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1595	2074	2790	3797
营业成本	869	1131	1513	2056
营业税金及附加	11.89	15	20	27
营业费用	41	56	70	84
管理费用	208	249	326	437
研发费用	168	228	293	380
财务费用	(2)	38	38	44
资产减值损失	16	0	14	19
公允价值变动损益	2	25	15	20
投资净收益	13	13	13	13
其他经营收益	0	0	0	0
营业利润	297	395	544	785
营业外收支	27	35	45	60
利润总额	323	430	589	845
所得税	(3)	(0)	(2)	(2)
净利润	326	430	592	847
少数股东损益	12	15	21	30
归属母公司净利润	314	415	571	817
EBITDA	395	572	771	1051
EPS (最新摊薄)	1.57	2.08	2.86	4.09

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	32.71%	30.06%	34.50%	36.11%
营业利润	-42.59%	33.23%	37.66%	44.31%
归属母公司净利润	-38.43%	32.08%	37.46%	43.19%
获利能力				
毛利率	45.48%	45.46%	45.76%	45.86%
净利率	20.44%	20.75%	21.21%	22.31%
ROE	11.89%	14.45%	15.61%	16.08%
ROIC	9.56%	9.75%	11.01%	12.96%
偿债能力				
资产负债率	45.34%	46.44%	45.44%	43.15%
净负债比率	23.92%	49.35%	63.15%	67.95%
流动比率	3.60	2.10	1.75	1.75
速动比率	2.68	1.57	1.30	1.31
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.39	0.45	0.52
应收账款周转率	6.00	5.90	6.58	7.02
应付账款周转率	4.44	4.50	5.72	5.76
每股指标(元)				
每股收益	1.57	2.08	2.86	4.09
每股经营现金	1.23	1.92	3.07	4.32
每股净资产	13.31	15.39	18.25	22.34
估值比率				
P/E	45	34	25	17
P/B	5	5	4	3
EV/EBITDA	39	24	18	13

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>