

药石科技 (300725.SZ)

收入增速亮眼，剔除激励费用和汇兑后内生超高增长大超预期

药石科技发布 2020 年年度报告。2020 全年公司实现营业收入 10.22 亿元，同比增长 54.36%；公司实现归母净利润 1.84 亿元，同比增长 21.13%；公司实现扣非净利润 1.73 亿元，同比增长 26.77%，实现 EPS 为 1.20 元。

公司 2020 年 Q4 营业收入 2.97 亿元，同比增长 49.87%；归母净利润 0.42 亿元，同比增长 20.87%；归母扣非净利润 0.39 亿元，同比增长 49.27%。

药石科技发布收购浙江晖石药业有限公司 16.5% 股权的公告。公司将以现金 1.65 亿元收购浙江晖石 16.5% 股权，交易完成后，公司持股比例将由 37.43% 变更为 53.93%，浙江晖石将成为公司的控股子公司。

观点：收入端增速亮眼符合预期，加回激励费用及汇兑后内生增速 60%。2020 年公司收入增速 54.36% 亮眼，加速成长趋势明显。由于公司 2020 年有激励费用和汇兑损失，所以对利润有一定的影响，收入端更能反映公司业务趋势。50% 以上的收入增速体现公司成长加速趋势。公司经营活动产生的现金流量净额达 2.72 亿元，同比增长 113.71%，反映出良好的经营趋势和回款情况。

拆分来看，公斤级以上订单和公斤级以下订单均增长。

➢ 公斤级以上收入 8.04 亿元 (+67.33%)，占收入比重 78.73%；

➢ 公斤级以下收入 1.94 亿元 (+17.23%)，占收入比重 18.94%。

从项目的角度：2020 年，公司承接的分子砌块及 CDMO 项目中，有 430 余个处在临床前至临床 II 期，超过 35 个处在临床 III 期至商业化阶段；除以上项目外，另有 560 余个公斤级以上项目，为后续的增长提供源源不断的动力。

公司 2020 年表观业绩增速不高，加回激励费用及各影响项后内生增长超高，略超预期。公司 2020 年激励费用 4894.65 万元(去年同期激励费用 1113 万元)，2020 年汇兑损失高达 2364.40 万元，也影响了内生增速，因而需要将激励费用加回后还原真实内生增速。2019 年加回激励费用后全年归母净利润约 1.6 亿元，2020 年加回激励费用和汇兑损失后内生利润 2.57 亿元，则内生增速高达 60%。除此之外安纳康创新平台和药建康科难仿药平台也在持续投入，预计未来这两个公司的投入也将转化为公司的优质业务！

公司以 1.65 亿现金收购晖石 16.5% 股权，浙江晖石成为公司的控股子公司，纳入公司合并报表范围。公司收购浙江晖石部分股权有利于进一步加强公司产业战略发展规划，整合吸收优质资源，实现公司业务的健康快速发展。

盈利预测及投资评级。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.76 亿元、4.04 亿元、5.52 亿元，增长分别为 49.9%、46.1%、36.9%。EPS 分别为 1.80 元、2.63 元、3.59 元，对应 PE 分别为 70x，48x，35x，维持“买入”评级。

风险提示：分子砌块需求下降风险；大订单波动；晖石产能利用率低于预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	662	1,022	1,460	2,141	3,006
增长率 yoy (%)	38.5	54.4	42.8	46.6	40.4
归母净利润(百万元)	152	184	276	404	552
增长率 yoy (%)	14.0	21.1	49.9	46.1	36.9
EPS 最新摊薄(元/股)	0.99	1.20	1.80	2.63	3.59
净资产收益率(%)	20.5	9.7	12.8	15.8	17.9
P/E(倍)	127.6	105.4	70.3	48.1	35.2
P/B(倍)	26.20	10.24	8.94	7.60	6.29

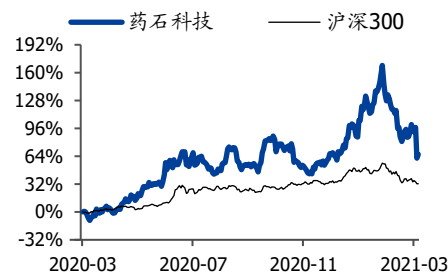
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
最新收盘价	129.80
总市值(百万元)	19,939.25
总股本(百万股)	153.62
其中自由流通股(%)	76.12
30 日日均成交量(百万股)	2.04

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 胡佑碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

相关研究

- 1、《药石科技(300725.SZ)：收入 50%+高增长，剔除激励费用和汇兑后内生高增长略超预期》2020-10-29
- 2、《药石科技(300725.SZ)：Q2 业绩加速大超预期，凸显公司的核心竞争力》2020-08-27
- 3、《药石科技(300725.SZ)：定增资金充裕，助力“药石研发”+“药石制造”双品牌发展战略》2020-07-13



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	537	1873	2153	2493	3057
现金	164	1245	1367	1360	1587
应收票据及应收账款	79	167	185	331	394
其他应收款	2	1	3	3	6
预付账款	17	15	30	36	57
存货	207	310	432	627	878
其他流动资产	68	135	135	135	135
非流动资产	493	552	683	868	1082
长期投资	152	156	159	163	166
固定资产	131	138	267	423	591
无形资产	25	34	39	43	46
其他非流动资产	185	224	219	239	278
资产总计	1029	2425	2836	3360	4140
流动负债	278	476	610	750	995
短期借款	60	120	120	120	120
应付票据及应付账款	125	184	260	374	527
其他流动负债	92	172	229	256	347
非流动负债	10	55	55	55	55
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10	55	55	55	55
负债合计	288	531	664	805	1049
少数股东权益	0	0	1	3	4
股本	145	154	154	154	154
资本公积	318	1313	1313	1313	1313
留存收益	333	496	737	1097	1597
归属母公司股东权益	741	1895	2171	2553	3087
负债和股东权益	1029	2425	2836	3360	4140

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	127	272	279	252	564
净利润	152	184	277	405	553
折旧摊销	22	26	27	48	74
财务费用	-1	20	-1	7	31
投资损失	-1	-3	-1	-1	-1
营运资金变动	-64	-9	-24	-207	-92
其他经营现金流	18	52	0	0	0
投资活动现金流	-301	-145	-158	-231	-287
资本支出	174	75	128	181	211
长期投资	-121	-72	-4	-4	-4
其他投资现金流	-248	-141	-34	-54	-80
筹资活动现金流	51	993	1	-28	-49
短期借款	35	60	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	35	9	0	0	0
资本公积增加	31	994	0	0	0
其他筹资现金流	-49	-71	1	-28	-49
现金净增加额	-120	1096	122	-7	228

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	662	1022	1460	2141	3006
营业成本	321	554	796	1136	1614
营业税金及附加	7	6	15	22	28
营业费用	24	31	44	73	105
管理费用	74	121	165	246	331
研发费用	69	91	131	204	284
财务费用	-1	20	-1	7	31
资产减值损失	-2	-2	5	5	0
其他收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	3	1	1	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	164	194	306	448	614
营业外收入	9	11	9	10	10
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	172	205	314	458	623
所得税	20	20	37	53	70
净利润	152	184	277	405	553
少数股东损益	0	0	1	1	1
归属母公司净利润	152	184	276	404	552
EBITDA	194	201	309	472	660
EPS (元)	0.99	1.20	1.80	2.63	3.59

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	38.5	54.4	42.8	46.6	40.4
营业利润(%)	14.4	18.7	57.4	46.6	37.0
归属于母公司净利润(%)	14.0	21.1	49.9	46.1	36.9
获利能力					
毛利率(%)	51.6	45.8	45.5	46.9	46.3
净利率(%)	23.0	18.0	18.9	18.8	18.4
ROE(%)	20.5	9.7	12.8	15.8	17.9
ROIC(%)	18.6	7.6	10.6	13.8	16.0
偿债能力					
资产负债率(%)	28.0	21.9	23.4	23.9	25.3
净负债比率(%)	-12.7	-56.5	-54.9	-46.4	-45.7
流动比率	1.9	3.9	3.5	3.3	3.1
速动比率	1.0	3.2	2.7	2.4	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	11.5	8.3	8.3	8.3	8.3
应付账款周转率	4.2	3.6	3.6	3.6	3.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.99	1.20	1.80	2.63	3.59
每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	1.77	1.82	1.64	3.67
每股净资产(最新摊薄)	4.82	12.33	14.13	16.62	20.09
估值比率					
P/E	127.6	105.4	70.3	48.1	35.2
P/B	26.2	10.2	8.9	7.6	6.3
EV/EBITDA	99.7	90.9	58.6	38.4	27.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

事件:	4
观点:	4
收入端增速亮眼符合预期, 加回激励费用及汇兑后内生增速 60%+	4
收购晖石股权, 增强对于生产端的掌控力	6
投资逻辑再梳理, 立足分子砌块向创新+CDMO 战略延伸	7
结论	8
风险提示	8

图表目录

图表 1: 公司不同板块收入情况	5
图表 2: 公司前五大客户收入及销售占比	5
图表 3: 公司 2018-2020 年前五大客户收入金额变化 (单位: 百万元)	6
图表 4: 晖石经营数据	7

事件:

药石科技发布 2020 年年度报告。2020 全年公司实现营业收入 10.22 亿元，同比增长 54.36%；公司实现归母净利润 1.84 亿元，同比增长 21.13%；公司实现扣非净利润 1.73 亿元，同比增长 26.77%，实现 EPS 为 1.20 元。

公司 2020 年 Q4 营业收入 2.97 亿元，同比增长 49.87%；归母净利润 0.42 亿元，同比增长 20.87%；归母扣非净利润 0.39 亿元，同比增长 49.27%。

药石科技发布收购浙江晖石药业有限公司 16.5% 股权的公告。公司将以现金 1.65 亿元收购浙江晖石 16.5% 股权，交易完成后，公司持股比例将由 37.43% 变更为 53.93%，浙江晖石将成为公司的控股子公司。

观点:

收入端增速亮眼符合预期，加回激励费用及汇兑后内生增速 60%+

2020 年公司收入增速 54.36% 亮眼，加速成长趋势明显。由于公司 2020 年有激励费用和汇兑损失，所以对利润有一定的影响，收入端更能反映公司业务趋势。50% 以上的收入增速体现公司成长加速趋势。公司经营活动产生的现金流量净额达 2.72 亿元，同比增长 113.71%，反映出良好的经营趋势和回款情况。

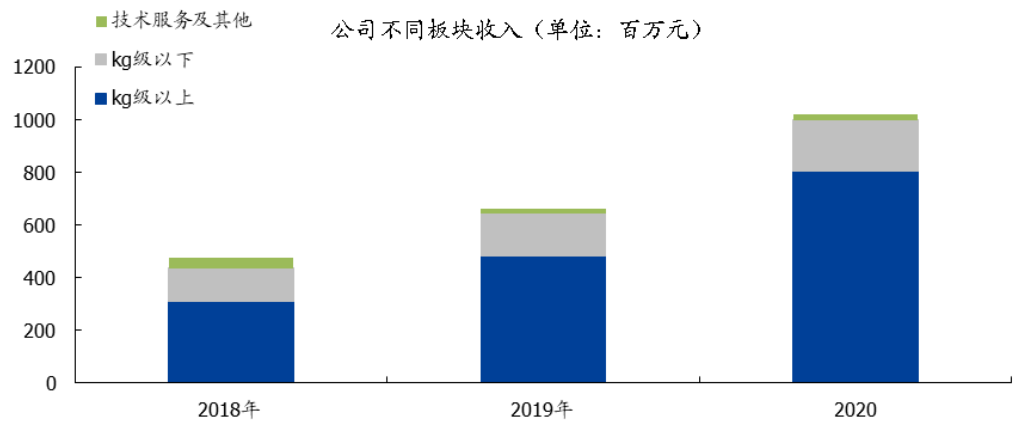
拆分来看，公斤级以上订单和公斤级以下订单均衡增长。

- 公斤级以上收入 8.04 亿元 (+67.33%)，占收入比重 78.73%；
- 公斤级以下收入 1.94 亿元 (+17.23%)，占收入比重 18.94%；
- 技术服务收入 0.24 亿元，占比较小。

公司 2020 年表观业绩增速不高，加回激励费用及各影响项后内生增长超高，略超预期。公司 2020 年激励费用 4894.65 万元（去年同期激励费用 1113 万元），2020 年汇兑损失高达 2364.40 万元，也影响了内生增速，因而需要将激励费用加回后还原真实内生增速。2019 年加回激励费用后全年归母净利润约 1.6 亿元，2020 年加回激励费用和汇兑损失后内生利润 2.57 亿元，则内生增速高达 60%。由于公司每年 Q4 基数都较高，市场普遍对公司业绩比较悲观，实际还原计算之后公司在去年高基数的情况下还实现了较快内生增长，Q4 收入端再创新高。除此之外安纳康创新平台和药建康科难仿药平台也在持续投入，预计未来这两个公司的投入也将转化为公司的优质业务。

从项目的角度：2020 年，公司承接的分子砌块及 CDMO 项目中，有 430 余个处在临床前至临床 II 期，超过 35 个处在临床 III 期至商业化阶段；除以上项目外，另有 560 余个公斤级以上项目，为后续的增长提供源源不断的动力。

图表 1: 公司不同板块收入情况



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

分地区来看, 公司海外收入 7.10 亿元 (+47.31%), 收入占比 69.49%。国内收入 3.12 亿元 (+73.26%), 国内地区增长更快。

从毛利率的角度来看, 公司毛利率受成本上涨有所下降。公司 kg 级以上订单毛利率为 38.13%, 较去年下降 5.60pp, kg 级以下订单毛利率为 74.40%, 较去年上升 0.33pp。整体来看 kg 级以上订单毛利率水平有所下降, kg 级以下订单维持较高的毛利率, 体现技术附加值。从成本拆分的角度来看, 公司原材料成本上涨 90.84%, 远远快于收入增速, 也影响了一定毛利率。

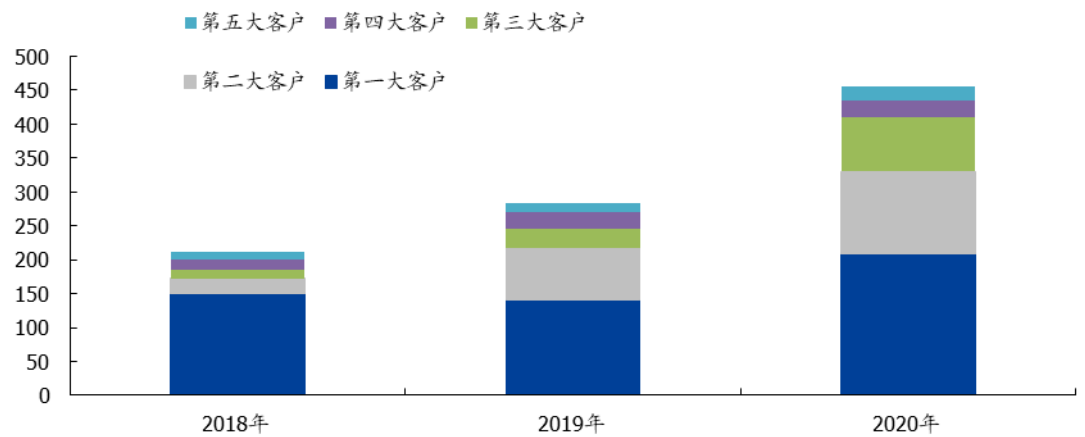
从前五大客户的角度: 公司 2020 年前五大客户收入占比 44.49%, 2019 年前五大客户收入占比 42.88%, 前五大客户整体占比略有增多。大客户的订单持续增长。

图表 2: 公司前五大客户收入及销售占比

序号	客户名称	销售额 (元)	占年度销售总额比例
1	客户一	208,502,580.12	20.40%
2	客户二	121,483,837.34	11.88%
3	客户三	80,289,190.66	7.85%
4	客户四	24,200,364.39	2.37%
5	客户五	20,303,305.49	1.99%
合计	--	454,779,278.00	44.49%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 公司 2018-2020 年前五大客户收入金额变化 (单位: 百万元)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

财务指标方面: 公司 2020 年销售费用率为 3%，比 2019 年同期 3.66% 下降 0.66pp，主要是业务模式决定了公司销售费用率较低，无需过多销售推广，疫情之下费用率进一步下降；管理费用率为 11.85%，比 2019 年同期的 11.23% 增加 0.63pp，主要是激励费用增加较多，其他管理费用控制较好。公司研发费用从 2019 年的 6922 万元上升至 2020 年的 9093 万元，增长了 31.36%，研发力度加大，同时研发人员数量也有较大增长，体现公司对研发的重视。财务费用增加 1954 万元，主要是汇兑损失。公司综合毛利率 45.79%，较 2019 年的 51.59% 下降了 5.8pp，主要是成本上升以及 kg 级订单占比增加导致。

收购晖石股权，增强对于生产端的掌控力

公司公告收购浙江晖石药业有限公司 16.5% 股权。 公司公告将以现金 1.65 亿元收购浙江晖石 16.5% 股权，交易完成后，公司持股比例将由 37.43% 变更为 53.93%，浙江晖石将成为公司的控股子公司。晖石 2019 年亏损 1888 万，2020 年扭亏为盈，盈利 1289 万元，主要由药石的后期订单拉动。晖石整体估值 10 亿元，公司收购晖石 16.5% 股权后，晖石成为药石的控股公司，增强了掌控力。公司当前布局了晖石和谛爱两个具有商业化生产能力的基地，可以承接 CDMO 商业化量级的订单，本次收购有利于进一步加强公司产业战略发展规划，整合吸收优质资源，实现公司业务的健康快速发展。在晖石实现盈利后收购，对公司的利润有积极正面影响。

图表 4: 晖石经营数据 (单位: 万元)

科目	2019年12月31日 (经审计)	2020年12月31日 (经审计)
资产总额	49,617.51	51,811.23
负债总额	18,212.78	17,547.62
净资产	31,404.73	34,263.61
营业收入	15,465.58	29,000.63
营业利润	-1,903.19	1,274.57
净利润	-1,888.95	1,289.40
经营活动产生的现金流量净额	-4,425.39	3,663.31

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

投资逻辑再梳理, 立足分子砌块向创新+CDMO 战略延伸

公司核心竞争力在于基于对研发趋势和化学技术的理解, 实现不同方向的变现(分子砌块、CDMO、难仿药、创新药)。

分子砌块领域纵向一体化战略。公司在分子砌块领域通过多年的积累, 已经有一定的品牌知名度。未来公司在医药研发领域全面打造纵向一体化化学服务, 从实验室级别分子砌块设计、合成、供应, 到定制合成、工艺开发, 以及关键中间体的商业化生产。“纵向一体化”战略顺应了行业发展趋势, 进一步巩固药石科技与全球客户全面而长期稳定的合作关系。

随着产品的放量和产能的扩大, 公司业务逐步向 CDMO 战略延伸。早期公司主要以销售临床前和临床阶段的分子砌块为主, 随着时间的推移, 前期积累的订单有望向临床后期推进。公司也布局了晖石和谛爱两个具有商业化生产能力的基地, 可以承接 CDMO 商业化量级的订单。

通过分子砌块的积累, 公司有向创新 CRO 战略转型的潜质。公司基于现有的分子砌块库, 可以做的延伸很多:

- 向 CRO 延伸, 做临床前服务;
- 将分子砌块组合后做成候选化合物/先导化合物;
- 基于分子砌块构建自己的化合物库等。

未来 3-5 年增长点论述:

存量分子砌块小批量业务保持较快增长 (20%-30%的收入增长): 存量分子砌块业务随着品牌知名度的提升和公司分子砌块库的不断扩展, 而保持较快的增长。基于 400 亿美金的市场规模, 公司天花板还远远没有达到。未来 3-5 年分子砌块增长至 10 亿收入可期。

进入商业化的项目带来额外增量: 公司已经成立 10 年, 早期合作的项目已经逐步推进到临床后期, 我们预计早期合作的品种在近几年有望进入商业化 (2020 年, 公司承接的分子砌块及 CDMO 项目中, 有 430 余个处在临床前至临床 II 期, 超过 35 个处在临床 III 期至商业化阶段), 有望带来增量。

创新方面如果有筛选出一些新分子实体/先导化合物的话可以与其他公司合作研发。公司董事在 2018 年接受恺思俱乐部访谈中曾经提到，公司是用做创新药的概念来定义公司。分子砌块是作为现金流业务，在挣钱的同时又能够帮助之后的创新药研发。

结论

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.76 亿元、4.04 亿元、5.52 亿元，增长分别为 49.9%、46.1%、36.9%。EPS 分别为 1.80 元、2.63 元、3.59 元，对应 PE 分别为 70x, 48x, 35x，维持“买入”评级。

风险提示

分子砌块需求下降风险：公司处于快速发展期，理论上分子砌块业务应该每年递增。但受到创新药研发的不确定性，导致公司设计的砌块与研发需求不匹配，进而导致低于预期。

大订单波动：公司进入商业化阶段的大订单与下游创新药是对应的，存在一定的波动性。例如更换供应商、下游新药放量低于预期等等会导致商业化项目波动。

晖石产能利用率低于预期：公司在向 CDMO 拓展的过程中可能会遇到各方面的问题和阻力，晖石产能利用率若不能如期提升，可能会影响业绩。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com