

## 药石科技 (300725)

## 全年兑现高增长，控股晖石药业加码CDMO业务

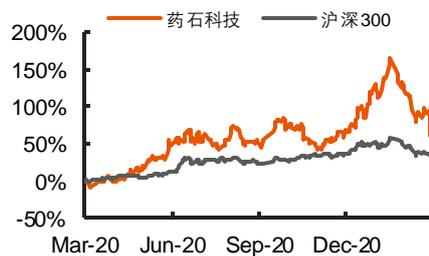
## 推荐 (维持)

现价: 129.8 元

## 主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.pharmablock.com
大股东/持股	杨军民/21.88%
实际控制人	杨军民
总股本(百万股)	154
流通 A 股(百万股)	117
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	199.39
流通 A 股市值(亿元)	151.77
每股净资产(元)	12.33
资产负债率(%)	21.9

## 行情走势图



## 相关研究报告

- 《药石科技\*300725\*Q3 高增长持续，多业务板块布局向前推进》 2020-10-29
- 《药石科技\*300725\*海外疫情加速产业转移，业绩表现超出预期》 2020-08-28
- 《药石科技\*300725\*多因素致使 Q1 利润下滑，自主创新平台持续推进》 2020-04-29
- 《药石科技\*300725\*增长基本符合预期，股权激励摊销拖累 Q1 表现》 2020-03-31

## 证券分析师

倪亦道 投资咨询资格编号  
S1060518070001  
021-38640502  
niyidao242@pingan.com.cn

叶寅 投资咨询资格编号  
S1060514100001  
021-22662299  
yeyin757@pingan.com.cn



## 投资要点

## 事项:

1. 公司发布2020年年报: 全年实现营收10.22亿元 (+54.36%), 实现归属净利润1.84亿元 (+21.13%), 扣非后归属净利润1.74亿元 (+26.77%)。剔除汇兑因素后符合预期。公司公布分红预案: 每10股派现1元 (含税), 转增3股。
2. 公司公告收购浙江晖石16.50%股权, 收购完成后浙江晖石将成为药石的控股子公司, 纳入并表范畴。

## 平安观点:

## ■ Q4 延续高增长，汇兑影响短期表现利润:

公司 Q4 单季度实现收入 2.97 亿元 (+49.87%), 延续前三季度的高增长态势; 单季实现归属净利润 0.42 亿元 (+20.87%), Q4 较大的汇兑损失是利润增速慢于收入的主要因素。

从全年维度看, 剔除股份支付、汇兑损益两项因素 (所得税税率按 15% 估算), 调整后归属净利润增速约为 54.09%, 与营收增速基本一致, 若剔除非经常性损益则增速更高。我们认为公司在研发生产及 BD 工作均受到疫情影响的情况下取得这样的成绩, 表现堪称亮眼。

具体业务方面: **公斤级以上业务**实现收入 8.05 亿元 (+67.33%), 毛利率为 38.13% (-5.60PP)。参股公司晖石药业的运营步入正轨后公司规模化生产显著加速。我们判断毛利率的下降包含 3 个因素, (1) 人民币升值影响; (2) CDMO 业务大规模生产占比增加, 拉低毛利率; (3) 增量规模化生产业务均由晖石药业 (不并表) 承担, 晖石分享了部分项目收益, 拉低药石端的毛利率。我们判断公司规模化业务毛利率继续下行空间不大。

**公斤级以下业务**实现收入 1.94 亿元 (+17.23%), 毛利率为 74.40% (+0.33PP)。2020 年公司承接小规模研究与生产的实验室处于超负荷运转状态, 故增长速度受到限制。

## ■ 产能释放、研发推进，为后续增长打下基础:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	662	1,022	1,475	2,082	2,817
YoY (%)	38.5	54.4	44.3	41.2	35.3
净利润(百万元)	152	184	277	413	575
YoY (%)	14.0	21.1	50.6	49.1	39.1
毛利率 (%)	51.6	45.8	46.9	46.8	46.6
净利率 (%)	23.0	18.0	18.8	19.9	20.4
ROE (%)	20.5	9.7	13.5	17.1	19.5
EPS(摊薄/元)	0.99	1.20	1.81	2.69	3.74
P/E(倍)	131.1	108.2	71.9	48.2	34.7
P/B(倍)	26.9	10.5	9.2	7.7	6.3

2021年公司实验室、规模化车间均有新产能落地。新建实验室预计在Q3启用，正常运营后，公司实验场地及可容纳研究人数均可实现翻倍级的增长，显著提升小规模及中试产品供应能力；晖石药业在运营效率显著提升的同时也在建设新车间，预计每年会有新增车间投入使用；山东药石新增制剂车间，顺利的话2021年可通过FDA审计认证，未来可承接药健康科等制剂业务积累供应经验并逐步实现对外服务。

为适应新兴的药物发现业务板块，公司建立多种候选药物分子化合物库，持续扩大库规模并通过DEL、FBDD、虚拟筛选等技术进行筛选；为提高CDMO业务运营效率、贯彻技术驱动的方针，公司聘用各领域技术高管，深耕微填充床加氢、连续化学、酶催化、非均相金属催化等合成技术，推动这些新技术在更大规模、更广范围使用。

■ **控股晖石药业，增厚利润、提升运营效率：**

公司拟以1.65亿元将美诺华、博腾股份手中剩余的16.5%晖石药业股权收入上市公司体内，实现控股。此次收购完成后，药石持有晖石药业53.93%股权，晖石将实现并表。

从短期来看，晖石并表除了一次性增加药石表观收入和利润外，还将产业链中更多价值纳入药石体内（原本只有一部分以投资收益方式进入药石报表）。2020年晖石实现收入2.90亿元，绝大部分来自与药石间的交易，是药石公斤级以上业务的重要供应商。并表后晖石（2020年毛利率25%）将不再拉低药石毛利率。

从中长期看，药石控股晖石后，公司决策传递更为顺畅，晖石还能够分享上市公司给予的更多技术、人员和资金支持，公司运营效率因此能够更上一层楼。

■ **维持“推荐”评级：**公司分子砌块业务保持快速增长，CDMO顺利度过整合期加速发展，药物发现业务初步打通运营方式。三大板块欣欣向荣，带动公司未来继续实现高速发展。考虑公司各业务线的推进节奏，调整并新增2021-2023年EPS为1.81、2.69、3.74元的预测（原2021-2022年1.89、2.64元）。看好公司后续发展，维持“推荐”评级。

■ **风险提示：**1) 公司业务可预测性相对较弱，若实际业务发生节奏与公司预测差异较大，可能产生产能与需求不匹配的情况；2) 若业务拓展的效果不及预期，可能影响公司发展；3) 若客户因价格因素等情况不再续订产品可能影响公司业绩；4) 若管理层的管理理念与方法不能随公司发展阶段及时切换，则可能影响公司发展。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1873	2165	2629	3294
现金	1245	1387	1530	1944
应收票据及应收账款	167	189	314	366
其他应收款	1	3	3	5
预付账款	15	31	34	54
存货	310	420	613	790
其他流动资产	135	135	135	135
<b>非流动资产</b>	552	660	794	946
长期投资	156	159	163	166
固定资产	138	243	354	471
无形资产	34	39	43	46
其他非流动资产	224	220	234	262
<b>资产总计</b>	2425	2825	3423	4241
<b>流动负债</b>	476	579	725	903
短期借款	120	100	107	105
应付票据及应付账款	184	253	365	474
其他流动负债	172	226	252	324
<b>非流动负债</b>	55	55	55	55
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	55	55	55	55
<b>负债合计</b>	531	634	779	958
少数股东权益	0	20	58	122
股本	154	154	154	154
资本公积	1313	1313	1313	1313
留存收益	496	793	1245	1884
<b>归属母公司股东权益</b>	1895	2172	2586	3161
<b>负债和股东权益</b>	2425	2825	3423	4241

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	272	303	314	623
净利润	184	297	452	639
折旧摊销	26	26	42	61
财务费用	20	7	2	-6
投资损失	-3	-1	-1	-1
营运资金变动	-9	-26	-182	-71
其他经营现金流	52	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-145	-133	-175	-213
资本支出	75	105	130	149
长期投资	-72	-4	-4	-4
其他投资现金流	-141	-32	-48	-67
<b>筹资活动现金流</b>	993	-27	4	4
短期借款	60	-20	7	-2
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	9	0	0	0
资本公积增加	994	0	0	0
其他筹资现金流	-71	-7	-2	6
<b>现金净增加额</b>	1096	142	143	414

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	1022	1475	2082	2817
营业成本	554	783	1108	1505
营业税金及附加	6	15	21	28
营业费用	31	52	72	96
管理费用	121	162	194	234
研发费用	91	133	187	254
财务费用	20	7	2	-6
资产减值损失	-2	1	2	2
其他收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	1	1	1
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	194	324	496	705
营业外收入	11	11	13	15
营业外支出	0	1	1	2
<b>利润总额</b>	205	334	508	718
所得税	20	37	56	79
<b>净利润</b>	184	297	452	639
少数股东损益	-0	20	38	64
<b>归属母公司净利润</b>	184	277	413	575
EBITDA	201	327	512	734
EPS(元)	1.20	1.81	2.69	3.74

## 主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	54.4	44.3	41.2	35.3
营业利润(%)	18.7	66.8	53.3	42.1
归属于母公司净利润(%)	21.1	50.6	49.1	39.1
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	45.8	46.9	46.8	46.6
净利率(%)	18.0	18.8	19.9	20.4
ROE(%)	9.7	13.5	17.1	19.5
ROIC(%)	7.6	11.5	15.2	18.0
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	21.9	22.4	22.8	22.6
净负债比率(%)	-56.5	-56.3	-51.8	-54.4
流动比率	3.9	3.7	3.6	3.6
速动比率	3.2	2.9	2.7	2.7
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	8.3	8.3	8.3	8.3
应付账款周转率	3.6	3.6	3.6	3.6
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.20	1.81	2.69	3.74
每股经营现金流(最新摊薄)	1.23	1.97	2.04	4.06
每股净资产(最新摊薄)	12.33	14.14	16.83	20.58
<b>估值比率</b>				
P/E	108.2	71.9	48.2	34.7
P/B	10.5	9.2	7.7	6.3
EV/EBITDA	93.5	57.0	36.1	24.8

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033