

药石科技(300725)

点评报告

行业公司研究—医疗服务II行业—

证券研究报告

大超预期，能力突破兑现中

——药石科技 2021Q1 点评报告

✍️：孙建 执业证书编号：S1230520080006
☎️：孙建 021-80105900
✉️：sunjian@stocke.com.cn

报告导读

从短期业绩来看，利润端大超预期。公司在 Q1 淡季收获单季最高净利润，主要受到毛利率提升、应收账款大幅减少及定增带来的利息收入的带动。从长期逻辑来看，盈利能力提升的背后是公司优秀整合能力的验证及能力边界的持续突破。对于高估值、能力边界突破期的药石科技而言，我们认为短期业绩不应该是当下跟踪的核心变量，规模的持续扩张、客户的深入合作才应该是这个时期跟踪的第一变量。

投资要点

业绩概要：在 Q1 淡季，净利润创历史新高

2021年4月22日，公司发布2021年一季度报告：公司实现收入2.86亿元，同比增长67.55%；净利润6977万元，同比增长147.31%；扣非归母净利润6466万元，同比增长152.22%，经营现金流1.58亿YOY198.13%。通过观察历史数据，我们发现Q1一直是公司全年低点，但本次报告期内净利润迎来历史新高，我们认为公司已经逐渐进入能力突破收获期，2021是规模换空间的重要兑现时间窗。

读季报：利润大超预期，议价能力的提升

① 收入端：符合预期，静待产能释放

受2020年低基数的影响，营业收入同比上涨67.55%，我们认为收入端基本符合预期。公司由于产能受限，自2020Q2疫情复工后，环比基本持平。我们认为2021年下半年南京实验室的投入使用及晖石1个新车间的投产有望大幅拉动业绩。

② 利润端：大超预期，背后是技术及议价能力的提升

2021Q1公司毛利率47.47%，同比提升1.42pct。同时，公司前五大客户占比进一步提升，说明公斤级以上收入占比的提升。由于公司公斤级以上业务盈利能力明显低于公斤级以下，毛利率的提升更加证明了技术能力、成本控制等方面能力的提升。2021年Q2浙江晖石将正式并表，作为公司公斤级以上GMP级别的主要产能，我们认为毛利率有望进一步提升。

2021Q1净利率24.41%，同比提升7.87pct。其中股权激励费用1041万元及汇兑收益，刨除此部分影响，公司扣非净利率22.94%。主要受到定增利息收入及信用减值损失变动的的影响。我们发现，公司的应收账款变动值（2021Q1-9602万 vs 2020Q1-2107万）大幅减少，叠加年报合同负债的超高增长，我们认为再次印证了我们年报点评中提到的公司议价能力的上升。

看本质：超预期的背后是公司优秀的整合能力，未来可期

作为高估值公司，我们发现市场对公司短期业绩持续关注。据我们统计2019年至2021年3月26日，公司涨跌幅超5%的交易日共65天，其中21天在业绩发布的5个交易日日内，显示出市场对公司短期业绩持续的高度关注。我们认为公司正处于“规模换空间”的关键窗口期，单季度业绩、利润端不应该是当下跟踪核心变量。能力边界突破期中管理者清晰的公司规划及资源整合能力的跃

评级

买入

上次评级 买入
当前价格 ¥189.98

单季度业绩

元/股

1Q/2021	0.45
4Q/2020	0.29
3Q/2020	0.38
2Q/2020	0.41



公司简介

创新型化学产品和服务供应商。主要从事生物医药中小分子药物研发产业链上从药物分子砌块设计、研发、工艺优化到商业化生产所有涉及化学的业务。同时，公司的主营业务还包括技术服务。通过多年精心耕耘，已经凭借在分子砌块领域卓越的设计、合成和供应能力，获得业界广泛认可。目前，公司已经与世界排名前二十中大部分制药企业达成合作，并为全球几百家中小型生物制药公司提供产品和服务。

相关报告

- 1 《【浙商医药】药石科技年报点评：议价提升，协同凸显》
- 2 《【浙商医药】进入规模换空间新阶段的分子砌块龙头——药石科技深度报告》2021.01.06

迁才是重中之重。自 2018 年公司历经 3 年左右完成实验室业务向工厂业务的快速能力搭建，从业务板块、客户群体、产能、人员都发生极大的变化，量产业务的顺利推进过程中，议价能力的持续提升让我们看到了公司优秀整合能力的验证。而下一步跨越发展，临床前全流程搭建、公斤级以上及 CDMO 产能扩张、客户合作深入，新增管线的持续导流才应该是我们的关注点，这个过程规模是第一变量。未来三年，是公司产能、能力的迅速拓展期，浙江晖石、南京及山东产能的协同拓展，值得期待。

□ 盈利预测及估值

鉴于公司 Q1 财务费用在汇兑收益及信用减值收益的带动下的超预期表现，我们调高 2021-2023 年净利润预测，分别为 3.10、4.35 及 6.25 亿元，EPS 2.02、2.83、4.07 元，最新收盘价对应 2021 年 94 倍 PE，考虑到公司 2021-2023 年 CAGR 50%，对应 PEG 1.88 倍，对比行业平均水平，维持“买入”评级。

□ 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。

财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	1022	1419	2040	2818
(+/-)	54.36%	38.80%	43.75%	38.14%
净利润	184	310	435	625
(+/-)	13.45%	68.34%	40.42%	43.53%
每股收益(元)	1.20	2.02	2.83	4.07
P/E	158	94	67	47

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1873	2123	2575	3331	营业收入	1022	1419	2040	2818
现金	1245	1340	1543	2017	营业成本	554	741	1069	1485
交易性金融资产	108	0	0	0	营业税金及附加	6	9	13	18
应收账款	167	225	316	429	营业费用	31	24	61	85
其它应收款	1	2	3	4	管理费用	121	192	240	316
预付账款	15	29	36	54	研发费用	91	142	204	254
存货	310	500	650	800	财务费用	20	(28)	(32)	(38)
其他	28	28	28	28	资产减值损失	7	7	10	14
非流动资产	552	740	915	1084	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	3	3	0	0
长期投资	156	203	253	304	其他经营收益	0	0	0	0
固定资产	138	305	447	572	营业利润	194	335	475	685
无形资产	34	43	42	42	营业外收支	10	9	8	9
在建工程	171	136	118	109	利润总额	205	344	483	694
其他	53	54	55	57	所得税	20	34	48	69
资产总计	2425	2863	3491	4415	净利润	184	310	435	625
流动负债	476	539	731	1031	少数股东损益	(0)	0	0	0
短期借款	120	60	100	160	归属母公司净利润	184	310	435	625
应付款项	184	276	366	527	EBITDA	206	336	479	691
预收账款	0	0	0	0	EPS(最新摊薄)	1.20	2.02	2.83	4.07
其他	172	203	264	343	主要财务比率				
非流动负债	55	55	55	55		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	55	55	55	55	营业收入	54.36%	38.80%	43.75%	38.14%
负债合计	531	594	786	1086	营业利润	11.67%	72.70%	41.81%	44.05%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	13.45%	68.34%	40.42%	43.53%
归属母公司股东权益	1895	2269	2705	3330	获利能力				
负债和股东权益	2425	2863	3491	4415	毛利率	45.79%	47.81%	47.61%	47.28%
					净利率	18.02%	21.85%	21.35%	22.18%
					ROE	13.98%	14.89%	15.61%	16.08%
					ROIC	8.02%	12.24%	14.49%	16.93%
					偿债能力				
					资产负债率	21.88%	20.75%	22.51%	24.59%
					净负债比率	22.70%	10.16%	12.77%	14.77%
					流动比率	3.94	3.94	3.52	3.23
					速动比率	3.29	3.01	2.63	2.46
					营运能力				
					总资产周转率	0.59	0.54	0.64	0.71
					应收帐款周转率	8.29	7.11	7.22	7.10
					应付帐款周转率	12.82	10.78	11.61	11.83
					每股指标(元)				
					每股收益	1.20	2.02	2.83	4.07
					每股经营现金	1.77	1.03	2.17	3.76
					每股净资产	12.33	14.77	17.61	21.68
					估值比率				
					P/E	158	94	67	47
					P/B	15	13	11	9
					EV/EBITDA	97	83	58	40

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 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>