

# 药石科技 (300725)

证券研究报告

2021年08月01日

## 2021H1 业绩增长超预期，业务发展亮点纷呈

### ● 事件概要

公司公布 2021 年半年度报告：营业收入 6.21 亿元，同比增长 35.24%；扣非归母净利润 1.45 亿元，同比增长 77.16%；经营活动现金流净额 1.90 亿元，同比增长 59.33%；毛利率 49.64%，较上年同期提升 4.58pp；扣非归母净利润率 23.36%，较上年同期提升 5.53pp。公司收入增长超预期，扣非净利润增速创近三年新高。

### ● 投资要点

#### ◇ 持续深化客户合作，项目管线日趋丰富

公司基于多年分子砌块业务积累的客户资源与项目资源，叠加技术能力提升、产能建设加强以及一体化服务升级，实现早期项目的快速增加以及中后期项目的衍生增长。从项目端来看，公司 H1 共承接 320 个临床前至临床 II 期项目，29 个临床 III 期至商业化阶段项目，此外，另有 350 余个公斤级以上项目；从客户端来看，公斤级以上客户数 105 家，同比增长 25%，销售额 500 万以上客户数 27 家，同比增长 42%，公司客户涵盖礼来、诺华、默克、艾伯维、BI 等大型跨国药企以及国内外知名 CRO 企业。

#### ◇ 分子砌块全产业链整合，竞争力显著提升

公司对分子砌块业务全产业链进一步整合，对从基础原料、关键中间体到热门片段的各个维度进行技术创新，显著提升平台竞争力。公司 H1 对 13 万化合物进行分类，形成 63 个系列，实现 100 余个分子砌块项目覆盖基础原料到关键中间体的技术创新；新增 500 余个热门分子砌块，覆盖 KRAS、SHP2、BTK 等抑制剂的关键片段；新增设计 6000 多个分子，搭建含有近 3 万个手性化合物的分子砌块库。

#### ◇ CDMO 产能升级，一站式服务平台见成效

公司控股浙江晖石带来的 CDMO 产能补充，与公司强劲的前端技术平台形成合力，一站式服务平台得到迅速完善。公司 CDMO 板块 H1 完成 428 个项目，收入增长 44.43%；完成 API 项目 21 个，包括 9 个国外客户项目；共接受并通过客户质量审计 16 次，质量管理体系建设逐步完善。浙江晖石在建 501 车间将补充 163m<sup>3</sup>符合 GMP 要求产能，目前主体设备已到位，预计年内将完成设备安装调试并投入使用；502、503 车间将规划连续流、连续萃取等先进技术规模化设备，目前已进入详细设计阶段，预计明年上半年完成建设并投入使用。

#### ◇ 筛选平台持续优化，促进源头创新合作

公司持续优化新药筛选三大核心技术平台，扩大化合物库容量，优化化合物结构多样性，药物发现能力得到稳步提升。2021 年上半年，公司持续扩大 DEL 库分子数量，将关键子库数目增加至 150 个以上；开发全新 DNA 兼容的化学反应，构建化合物结构超 10 亿的超大容量虚拟化合物库；初步搭建基于多维数据和底层结构信息的人工智能药物发现技术平台；完成 30 多个新靶点的筛选，抗肿瘤以及自身免疫相关领域项目得到快速推进。

### ● 观往知来

我们认为公司已驶入高质量发展“快车道”，通过横向整合分子砌块全产业链，全面提升研发平台核心竞争力；纵向升级 CDMO 产能与药物发现平台，完善“分子砌块+药物发现+CDMO”端到端一站式服务能力，从前端加强客户池与项目池蓄力，推动订单持续向后端导流，驱动业绩稳健增长，盈利能力长期向好。

### 盈利预测

由于晖石并表带来的投资收益（2.22 亿元）以及公斤级以下业务收入增长带来毛利率抬升，我们调整 2021-2023 年 EPS 为 2.53、2.29、3.25 元/股（原 2021-2023 年为 1.47、2.17、3.02 元/股），对应 PE 为 58.39、64.43、45.37，维持买入评级。

**风险提示：**产能释放不及预期，订单增长不及预期，汇率波动对业绩影响，募投项目进展不及预期，核心人员流失风险。

### 投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	147.66 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	199.70
流通 A 股股本(百万股)	162.56
A 股总市值(百万元)	29,487.66
流通 A 股市值(百万元)	24,004.20
每股净资产(元)	11.42
资产负债率(%)	24.21
一年内最高/最低(元)	212.86/108.95

### 作者

杨松 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521020001  
yangsong@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

1 《药石科技-首次覆盖报告:分子砌块领军企业，打造药物研发一体化战略》  
2020-11-27

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	662.23	1,022.23	1,419.33	2,069.39	2,948.41
增长率(%)	38.47	54.36	38.85	45.80	42.48
EBITDA(百万元)	260.25	339.23	556.11	505.12	720.64
净利润(百万元)	152.07	184.21	504.98	457.63	649.95
增长率(%)	14.03	21.13	174.14	(9.38)	42.02
EPS(元/股)	1.05	1.20	2.53	2.29	3.25
市盈率(P/E)	140.59	123.14	58.39	64.43	45.37
市净率(P/B)	39.80	15.56	12.05	10.29	8.52
市销率(P/S)	44.53	28.85	20.78	14.25	10.00
EV/EBITDA	37.44	58.80	50.17	54.35	37.84

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	163.58	1,244.81	1,503.19	1,950.06	2,115.93
应收票据及应收账款	79.49	167.08	101.25	200.05	229.23
预付账款	16.79	14.91	36.78	36.51	62.73
存货	206.92	309.63	504.23	606.72	1,052.47
其他	69.74	136.79	109.91	100.27	125.47
<b>流动资产合计</b>	<b>536.51</b>	<b>1,873.22</b>	<b>2,255.37</b>	<b>2,893.61</b>	<b>3,585.84</b>
长期股权投资	152.27	155.78	155.78	155.78	155.78
固定资产	130.56	138.11	219.46	291.43	344.77
在建工程	127.13	171.25	138.75	131.25	108.75
无形资产	25.12	33.83	32.40	30.98	29.55
其他	57.55	53.11	53.23	51.45	51.79
<b>非流动资产合计</b>	<b>492.63</b>	<b>552.07</b>	<b>599.61</b>	<b>660.88</b>	<b>690.65</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,029.14</b>	<b>2,425.29</b>	<b>2,854.98</b>	<b>3,554.49</b>	<b>4,276.49</b>
短期借款	60.36	120.44	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	125.48	183.68	129.77	389.85	354.26
其他	92.31	171.82	246.72	255.56	422.98
<b>流动负债合计</b>	<b>278.15</b>	<b>475.94</b>	<b>376.49</b>	<b>645.41</b>	<b>777.23</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	10.12	54.63	32.37	43.50	37.94
<b>非流动负债合计</b>	<b>10.12</b>	<b>54.63</b>	<b>32.37</b>	<b>43.50</b>	<b>37.94</b>
<b>负债合计</b>	<b>288.27</b>	<b>530.57</b>	<b>408.86</b>	<b>688.91</b>	<b>815.17</b>
少数股东权益	0.00	0.00	(0.01)	(0.02)	(0.03)
股本	144.79	153.62	199.70	199.70	199.70
资本公积	318.43	1,312.91	1,287.65	1,287.65	1,287.65
留存收益	651.85	1,808.82	2,246.43	2,665.90	3,261.64
其他	(374.21)	(1,380.63)	(1,287.65)	(1,287.65)	(1,287.65)
<b>股东权益合计</b>	<b>740.87</b>	<b>1,894.72</b>	<b>2,446.12</b>	<b>2,865.58</b>	<b>3,461.31</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,029.14</b>	<b>2,425.29</b>	<b>2,854.98</b>	<b>3,554.49</b>	<b>4,276.49</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	152.07	184.20	504.98	457.63	649.95
折旧摊销	22.49	26.19	12.58	16.95	20.58
财务费用	0.75	24.27	(7.49)	(9.94)	(11.70)
投资损失	(0.91)	(2.61)	(223.76)	(1.76)	(1.76)
营运资金变动	(74.71)	133.80	(168.20)	90.45	(386.09)
其它	27.35	(94.34)	(20.01)	(0.01)	14.34
<b>经营活动现金流</b>	<b>127.04</b>	<b>271.51</b>	<b>98.10</b>	<b>553.33</b>	<b>285.31</b>
资本支出	249.73	43.85	82.26	68.87	55.56
长期投资	73.07	3.51	0.00	0.00	0.00
其他	(623.47)	(191.95)	144.56	(147.11)	(132.51)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(300.67)</b>	<b>(144.58)</b>	<b>226.81</b>	<b>(78.24)</b>	<b>(76.94)</b>
债权融资	60.36	120.44	0.00	0.00	0.00
股权融资	11.99	971.07	96.02	9.94	11.70
其他	(21.25)	(98.84)	(162.55)	(38.16)	(54.20)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>51.10</b>	<b>992.67</b>	<b>(66.52)</b>	<b>(28.22)</b>	<b>(42.50)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(122.53)</b>	<b>1,119.59</b>	<b>258.39</b>	<b>446.87</b>	<b>165.87</b>

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>662.23</b>	<b>1,022.23</b>	<b>1,419.33</b>	<b>2,069.39</b>	<b>2,948.41</b>
营业成本	320.57	554.17	734.91	1,063.11	1,515.31
营业税金及附加	6.97	6.37	11.89	15.11	23.11
营业费用	24.25	30.66	49.68	82.78	123.83
管理费用	74.35	121.17	168.90	248.33	353.81
研发费用	69.22	90.93	116.39	175.90	250.61
财务费用	(0.92)	20.30	(7.49)	(9.94)	(11.70)
资产减值损失	(2.14)	(2.27)	(2.21)	(2.24)	(2.22)
公允价值变动收益	0.00	0.00	(20.00)	0.00	14.35
投资净收益	0.91	2.61	223.76	1.76	1.76
其他	5.48	4.17	(407.52)	(3.52)	(32.22)
<b>营业利润</b>	<b>163.54</b>	<b>194.13</b>	<b>551.03</b>	<b>498.11</b>	<b>711.76</b>
营业外收入	9.15	10.56	9.86	10.21	10.03
营业外支出	0.34	0.18	0.26	0.26	0.24
<b>利润总额</b>	<b>172.35</b>	<b>204.50</b>	<b>560.62</b>	<b>508.06</b>	<b>721.56</b>
所得税	20.28	20.30	55.65	50.43	71.63
<b>净利润</b>	<b>152.07</b>	<b>184.20</b>	<b>504.97</b>	<b>457.63</b>	<b>649.93</b>
少数股东损益	0.00	(0.00)	(0.01)	(0.01)	(0.01)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>152.07</b>	<b>184.21</b>	<b>504.98</b>	<b>457.63</b>	<b>649.95</b>
每股收益(元)	1.05	1.20	2.53	2.29	3.25

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	38.47%	54.36%	38.85%	45.80%	42.48%
营业利润	14.38%	18.71%	183.85%	-9.60%	42.89%
归属于母公司净利润	14.03%	21.13%	174.14%	-9.38%	42.02%
<b>获利能力</b>					
毛利率	51.59%	45.79%	48.22%	48.63%	48.61%
净利率	22.96%	18.02%	35.58%	22.11%	22.04%
ROE	20.53%	9.72%	20.64%	15.97%	18.78%
ROIC	41.80%	32.75%	76.40%	51.35%	75.91%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	28.01%	21.88%	14.32%	19.38%	19.06%
净负债率	-13.93%	-59.34%	-61.45%	-68.05%	-61.13%
流动比率	1.93	3.94	5.99	4.48	4.61
速动比率	1.18	3.29	4.65	3.54	3.26
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	11.55	8.29	10.58	13.74	13.74
存货周转率	3.77	3.96	3.49	3.73	3.55
总资产周转率	0.74	0.59	0.54	0.65	0.75
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.05	1.20	2.53	2.29	3.25
每股经营现金流	0.64	1.36	0.49	2.77	1.43
每股净资产	3.71	9.49	12.25	14.35	17.33
<b>估值比率</b>					
市盈率	140.59	123.14	58.39	64.43	45.37
市净率	39.80	15.56	12.05	10.29	8.52
EV/EBITDA	37.44	58.80	50.17	54.35	37.84
EV/EBIT	40.74	63.37	51.33	56.24	38.96

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com