

2021年08月02日

# 药石科技 (300725.SZ)

## 公司快报

### 分子砌块龙头加速 CDMO 延伸，打造全链条平台

#### 投资要点

- ◆ **事件：**公司公布 2021 年半年报，公司 2021 上半年实现营业收入 6.21 亿元，同比增长 35.24%；归母净利润 3.81 亿元，同比增长 336.5%；扣非净利润 1.45 亿元，同比增长 77.16%；经营性现金流 1.90 亿元，同比增长 59.33%。公司业绩符合预期。
- ◆ **CDMO 业绩继续保持高增速，费用率控制优秀。**公司 CDMO 业务上半年收入增长 44.43%，完成 428 个项目，已接近去年全年完成项目数量。API 项目加速落地，上半年 API 服务项目 21 个，其中海外项目 9 个。从费用端看，公司期间费用控制良好，除因为美元汇率波动导致的财务费用率提升，其他费用率均保持下降；期间费用率合计下降 1.2pct。
- ◆ **产业链延伸可期，公司项目逐渐商业化。**公司依托绝对领先的分子砌块技术研发能力，将向产业链前后端延伸。公司大客户中，LOXO 和 Agios 的项目已进入商业化阶段。此外，公司 2021 上半年承接项目中有 320 余个临床 II 期项目、29 个临床 III 期至商业化项目和 350 余个公斤级以上项目。从客户数来看，报告期内形成订单的客户数 722 家，同比增长 5%；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%；大客户数量明显增加。公司此外还做了大量的早期项目累计，未来几年预计将有更多项目进入临床 II、III 期和商业化阶段，充分享受 CDMO 高增长红利，维持公司未来收入高增速。
- ◆ **完成浙江晖石控股，加快产能投建，加速打破 CDMO 产能瓶颈。**2021 年 4 月公司完成对晖石的收购后正式控股，大大增加药石订单生产量，打破目前 CDMO 的产能瓶颈。晖石加快扩产，目前已完成 501 新车间主体设备的建设，预计年底前完成调试并投入生产。501 车间为商业化多功能 GMP 生产车间，总体产能 163 立方米，可实现临床阶段至商业化阶段的生产。此外，502、503 等车间预计下半年开工。新产能的扩张帮助公司满足客户从临床到商业化，从原料到 GMP 中间体、API 一体化的商业需求。公司将通过晖石和山东药石，完成对关键中间体、原料药和制剂的中试和规模生产的拓展，实现从药物发现到规模生产的 CDMO 一站式服务平台。
- ◆ **定增项目逐渐落地，实现全产业链延伸。**除 GMP 生产车间外，公司另一定增项目，南京新研发中心将在 2021 年三季度开始分批启用，项目建筑面积达 6.3 万平方米，设有合成化学/工艺化学/药物化学实验室、质量控制中心、工程技术中心、酶化学和流式化学以及智能制造实验室等。将完善碎片分子片段的药物发现 (FBDD) 技术、DNA 编码化合物库 (DEL) 技术、超大容量特色虚拟化合物库筛选技术等多个关键性前沿技术平台，实现向创新药研发服务领域的延伸，促进分子砌块的销售和研发。掌握砌块领先地位，持续加强研发能力。
- ◆ **创新的分子砌块在小分子药物发现和早期研发阶段有突出作用。**公司对近 700 个临床前、临床 I 至 III 期及部分上市的化合物进行研究分析，2021 上半年新增 500 余个热门分子砌块，基本上覆盖目前热门靶点化合物。公司持续强化新颖独特分子砌块的设计，上半年共设计 6000 多个分子，进一步提升公司在分子砌块上的竞争

医药 | 生物医药 III

投资评级

**增持-A(维持)**

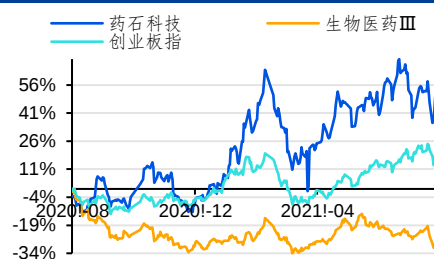
股价(2021-07-30)

147.66 元

#### 交易数据

|            |                 |
|------------|-----------------|
| 总市值 (百万元)  | 29,487.66       |
| 流通市值 (百万元) | 24,004.20       |
| 总股本 (百万股)  | 199.70          |
| 流通股本 (百万股) | 162.56          |
| 12 个月价格区间  | 108.95/212.86 元 |

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

| 升幅%  | 1M    | 3M    | 12M   |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | -6.64 | -8.74 | 29.36 |
| 绝对收益 | -7.08 | 2.54  | 52.42 |

#### 分析师

魏赞  
SAC 执业证书编号：S0910521040001  
weiyun@huajinsec.cn  
02120377191

#### 报告联系人

徐梓煜  
xuziyu@huajinsec.cn  
02120377063

#### 相关报告

- 药石科技：分子砌块绝对龙头，加速打造 CDMO 一站式平台 2021-03-26
- 药石科技：小砌块撬动大市场，短期业绩增速波动不改长期高增长趋势 2019-08-23

力。公司及子公司共申请专利 8 项，PCT 专利申请 5 项，并获得 12 项专利授权。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2021 年至 2023 年归母净利润分别为 4.82、4.38 和 6.01 亿元，同比增长 161.5%、-9.1%和 37.3%（2021 年晖石公允价值重估收入 2.22 亿元）；每股收益分别为 2.41、2.19 和 3.01 元，对应 2021 至 2023 年 PE 分别为 61X、67X 和 49X。基于 1) 分子砌块下游需求强烈、市场规模持续增长；2) 募资向药物研发扩张；3) CDMO 产能扩张良好；4) 分子砌块行业标的的稀缺性，龙头优势明显；维持公司“增持-A”评级。

◆ **风险提示：**美元汇率波动风险；CDMO 产能扩张不及预期；核心人员流失风险。

#### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 662   | 1,022 | 1,459 | 2,014 | 2,682 |
| YoY(%)    | 38.5  | 54.4  | 42.7  | 38.0  | 33.2  |
| 净利润(百万元)  | 152   | 184   | 482   | 438   | 601   |
| YoY(%)    | 14.0  | 21.1  | 161.5 | -9.1  | 37.3  |
| 毛利率(%)    | 51.6  | 45.8  | 45.6  | 46.0  | 46.4  |
| EPS(摊薄/元) | 0.76  | 0.92  | 2.41  | 2.19  | 3.01  |
| ROE(%)    | 20.5  | 9.7   | 14.6  | 11.8  | 14.0  |
| P/E(倍)    | 193.9 | 160.1 | 61.2  | 67.4  | 49.1  |
| P/B(倍)    | 39.8  | 15.6  | 8.9   | 7.9   | 6.9   |
| 净利率(%)    | 23.0  | 18.0  | 33.0  | 21.7  | 22.4  |

数据来源：贝格数据华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表(百万元)        |       |       |       |       |       | 利润表(百万元)        |       |       |       |       |       |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度              | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 会计年度            | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| <b>流动资产</b>       | 537   | 1873  | 3331  | 3701  | 4301  | <b>营业收入</b>     | 662   | 1022  | 1459  | 2014  | 2682  |
| 现金                | 164   | 1245  | 2547  | 2648  | 3005  | 营业成本            | 321   | 554   | 794   | 1087  | 1438  |
| 应收票据及应收账款         | 79    | 167   | 185   | 301   | 346   | 营业税金及附加         | 7     | 6     | 15    | 21    | 25    |
| 预付账款              | 17    | 15    | 30    | 32    | 51    | 营业费用            | 24    | 31    | 50    | 67    | 89    |
| 存货                | 207   | 310   | 431   | 582   | 758   | 管理费用            | 74    | 121   | 172   | 228   | 298   |
| 其他流动资产            | 70    | 137   | 139   | 138   | 141   | 研发费用            | 69    | 91    | 138   | 183   | 231   |
| <b>非流动资产</b>      | 493   | 552   | 683   | 828   | 985   | 财务费用            | -1    | 20    | -27   | -58   | -66   |
| 长期投资              | 152   | 156   | 159   | 163   | 166   | 资产减值损失          | -2    | -2    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产              | 131   | 138   | 267   | 393   | 520   | 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 222   | 0     | 0     |
| 无形资产              | 25    | 34    | 39    | 43    | 46    | 投资净收益           | 1     | 3     | 1     | 1     | 1     |
| 其他非流动资产           | 185   | 224   | 219   | 229   | 252   | <b>营业利润</b>     | 164   | 194   | 539   | 487   | 669   |
| <b>资产总计</b>       | 1029  | 2425  | 4014  | 4529  | 5287  | 营业外收入           | 9     | 11    | 9     | 10    | 10    |
| <b>流动负债</b>       | 278   | 476   | 609   | 712   | 891   | 营业外支出           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 短期借款              | 60    | 120   | 120   | 120   | 120   | <b>利润总额</b>     | 172   | 205   | 548   | 497   | 678   |
| 应付票据及应付账款         | 125   | 184   | 259   | 347   | 455   | 所得税             | 20    | 20    | 64    | 57    | 76    |
| 其他流动负债            | 92    | 172   | 229   | 244   | 316   | <b>税后利润</b>     | 152   | 184   | 484   | 439   | 602   |
| <b>非流动负债</b>      | 10    | 55    | 55    | 55    | 55    | 少数股东损益          | 0     | -0    | 2     | 1     | 1     |
| 长期借款              | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>归属母公司净利润</b> | 152   | 184   | 482   | 438   | 601   |
| 其他非流动负债           | 10    | 55    | 55    | 55    | 55    | <b>EBITDA</b>   | 194   | 201   | 525   | 472   | 668   |
| <b>负债合计</b>       | 288   | 531   | 663   | 766   | 946   | <b>主要财务比率</b>   |       |       |       |       |       |
| 少数股东权益            | 0     | 0     | 2     | 4     | 5     | 会计年度            | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 股本                | 145   | 154   | 200   | 200   | 200   | <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资本公积              | 318   | 1313  | 2240  | 2240  | 2240  | 营业收入(%)         | 38.5  | 54.4  | 42.7  | 38.0  | 33.2  |
| 留存收益              | 333   | 496   | 916   | 1307  | 1851  | 营业利润(%)         | 14.4  | 18.7  | 177.7 | -9.7  | 37.4  |
| 归属母公司股东权益         | 741   | 1895  | 3349  | 3759  | 4336  | 归属于母公司净利润(%)    | 14.0  | 21.1  | 161.5 | -9.1  | 37.3  |
| <b>负债和股东权益</b>    | 1029  | 2425  | 4014  | 4529  | 5287  | <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| <b>现金流量表(百万元)</b> |       |       |       |       |       | 毛利率(%)          | 51.6  | 45.8  | 45.6  | 46.0  | 46.4  |
| 会计年度              | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 净利率(%)          | 23.0  | 18.0  | 33.0  | 21.7  | 22.4  |
| <b>经营活动现金流</b>    | 127   | 272   | 238   | 260   | 540   | ROE(%)          | 20.5  | 9.7   | 14.6  | 11.8  | 14.0  |
| 净利润               | 152   | 184   | 484   | 439   | 602   | ROIC(%)         | 18.6  | 7.6   | 12.6  | 9.7   | 11.9  |
| 折旧摊销              | 22    | 26    | 27    | 46    | 68    | <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 财务费用              | -1    | 20    | -27   | -58   | -66   | 资产负债率(%)        | 28.0  | 21.9  | 16.5  | 16.9  | 17.9  |
| 投资损失              | -1    | -3    | -1    | -1    | -1    | 流动比率            | 1.9   | 3.9   | 5.5   | 5.2   | 4.8   |
| 营运资金变动            | -64   | -9    | -24   | -166  | -62   | 速动比率            | 1.0   | 3.2   | 4.7   | 4.3   | 3.9   |
| 其他经营现金流           | 18    | 52    | -222  | 0     | 0     | <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| <b>投资活动现金流</b>    | -301  | -145  | 64    | -190  | -224  | 总资产周转率          | 0.7   | 0.6   | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| <b>筹资活动现金流</b>    | 51    | 993   | 1000  | 31    | 42    | 应收账款周转率         | 11.5  | 8.3   | 8.3   | 8.3   | 8.3   |
| <b>每股指标(元)</b>    |       |       |       |       |       | 应付账款周转率         | 4.2   | 3.6   | 3.6   | 3.6   | 3.6   |
| 每股收益(最新摊薄)        | 0.76  | 0.92  | 2.41  | 2.19  | 3.01  | <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| 每股经营现金流(最新摊薄)     | 0.64  | 1.36  | 1.19  | 1.30  | 2.70  | P/E             | 193.9 | 160.1 | 61.2  | 67.4  | 49.1  |
| 每股净资产(最新摊薄)       | 3.71  | 9.49  | 16.58 | 18.64 | 21.52 | P/B             | 39.8  | 15.6  | 8.9   | 7.9   | 6.9   |
|                   |       |       |       |       |       | EV/EBITDA       | 151.7 | 141.1 | 51.4  | 57.0  | 39.7  |

资料来源：贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

魏贇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn