

药石科技(300725)

# 结构升级，看好长期空间打开

## ——药石科技 H1 业绩点评报告

✍️：孙建 执业证书编号：s1230520080006  
☎️：02180105933  
✉️：sunjian@stocke.com.cn

### 报告导读

2021年7月30日，公司发布2021年半年报，在上半年产能持续受限下，Q2贡献历史单季度最高收入及扣非净利润，主要受到晖石利润并表及API CDMO加速拓展带来的结构升级的拉动。我们认为，CDMO拓展是药石科技未来天花板打开的重要方向，看好公司以砌块粘性客户为切入点迈向CDMO高附加值、高天花板业务的长期发展。

### 投资要点

#### □ 业绩概览：产能受限下，收入、利润创单季新高

公司2021年H1总收入6.21亿元（YOY+35.24%）；扣非归母净利润1.45亿元（YOY 77.16%），经营现金流1.90亿（YOY 59.33%）。单看Q2，公司收入3.35亿元（YOY+16%），扣非8036万（YOY+43%），在较去年同期产能无明显增加的情况下，创单季历史新高。

#### □ 收入端：API CDMO加速兑现，突破产能瓶颈

公司自2020Q2产能持续受限，导致收入端保持稳定（单季2.66-2.97亿），2021年Q2营业收入3.35亿，创历史单季最高。我们认为收入端的再突破主要来源于产品结构的转变（API CDMO占比增大，收入YOY 44.43%，完成API项目21个，9个为海外客户）。我们认为，CDMO板块是公司基于优势分子砌块能力的重要纵向拓展，对公司短期盈利能力及长期天花板的提升均具有重要意义，2021年有望在公司持续的产能释放及品牌力的打造中实现翻倍增长。

#### □ 利润端：并表、业务结构转变带来盈利能力提升，关注CDMO拓展节奏

2021H1公司毛利率50.35%，同比提升4.99pct，扣非净利率23.34%。我们发现公司公斤级以上毛利率43.80%，提升6pct。我们认为除去晖石并表（参照2020年历史值，Q2约影响2000万元）带来的影响外，毛利率约提升1.90pct，主要来自于新业务API CDMO交付带来的收入结构的转变及公司产品型分子砌块盈利能力的波动，新业务的加速拓展也印证了我们年报点评中提到的公司新业务逐渐进入兑现期。

#### □ 看未来：静待产能释放，看好公司长期空间的打开

我们认为随着公司2021年H2研发实验室的投入使用及晖石年末501多功能GMP车间的投产有望对业绩明显提升。前端分子砌块客户较强的粘性，公斤级以上砌块生产能力的增强及新业务CDMO的快速拓展将有效打开公司的长期空间。

#### □ 盈利预测及估值

考虑到公司收购浙江晖石带来的净资产公允价值的波动（2.22亿）及利润端的并表，我们调整2021-2023年净利润预测由3.10、4.35及6.25亿元至5.36、4.64及6.56亿元，对应7月30日收盘价PE分别为55、64及45倍。剔除浙江晖石公允价值波动带来的非经营性利润，2021-2023年PE分别为73、64及45倍，利润端CAGR 45%，对比行业平均水平，维持“买入”评级。

### 评级

### 买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥147.66

### 单季度业绩

### 元/股

|         |      |
|---------|------|
| 2Q/2021 | 1.58 |
| 1Q/2021 | 0.45 |
| 4Q/2020 | 0.29 |
| 3Q/2020 | 0.38 |



### 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 Q1 业绩点评：超预期，能力突破兑现中》2021.04.23
- 2 《药石科技年报点评：议价提升，协同凸显》2021.03.26
- 3 《【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

**□ 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)   | 2020A  | 2021E   | 2022E   | 2023E  |
|---------|--------|---------|---------|--------|
| 主营收入    | 1022   | 1426    | 2079    | 2906   |
| (+/-)   | 54.36% | 39.52%  | 45.80%  | 39.75% |
| 净利润     | 184    | 536     | 464     | 656    |
| (+/-)   | 13.45% | 191.05% | -13.44% | 41.28% |
| 每股收益(元) | 1.20   | 2.68    | 2.32    | 3.28   |
| P/E     | 123    | 55      | 64      | 45     |

**表附录：三大报表预测值**

| <b>资产负债表</b>   |       |        |       |       |
|----------------|-------|--------|-------|-------|
| 单位: 百万元        | 2020  | 2021E  | 2022E | 2023E |
| <b>流动资产</b>    | 1873  | 1916   | 2412  | 3219  |
| 现金             | 1245  | 310    | 802   | 1168  |
| 交易性金融资产        | 108   | 700    | 350   | 500   |
| 应收账款           | 167   | 448    | 545   | 665   |
| 其它应收款          | 1     | 2      | 3     | 4     |
| 预付账款           | 15    | 29     | 35    | 54    |
| 存货             | 310   | 400    | 650   | 800   |
| 其他             | 28    | 28     | 28    | 28    |
| <b>非流动资产</b>   | 552   | 1162   | 1321  | 1475  |
| 金额资产类          | 0     | 0      | 0     | 0     |
| 长期投资           | 156   | 203    | 253   | 304   |
| 固定资产           | 138   | 637    | 777   | 866   |
| 无形资产           | 34    | 43     | 42    | 42    |
| 在建工程           | 171   | 176    | 193   | 205   |
| 其他             | 53    | 104    | 56    | 57    |
| <b>资产总计</b>    | 2425  | 3078   | 3733  | 4694  |
| <b>流动负债</b>    | 476   | 528    | 719   | 1024  |
| 短期借款           | 120   | 60     | 100   | 160   |
| 应付款项           | 184   | 269    | 359   | 523   |
| 预收账款           | 0     | 0      | 0     | 0     |
| 其他             | 172   | 199    | 260   | 341   |
| <b>非流动负债</b>   | 55    | 55     | 55    | 55    |
| 长期借款           | 0     | 0      | 0     | 0     |
| 其他             | 55    | 55     | 55    | 55    |
| <b>负债合计</b>    | 531   | 582    | 774   | 1078  |
| 少数股东权益         | 0     | 0      | 0     | 0     |
| 归属母公司股东权       | 1895  | 2495   | 2960  | 3615  |
| <b>负债和股东权益</b> | 2425  | 3078   | 3733  | 4694  |
| <b>现金流量表</b>   |       |        |       |       |
| 单位: 百万元        | 2020  | 2021E  | 2022E | 2023E |
| <b>经营活动现金流</b> | 272   | 301    | 432   | 670   |
| 净利润            | 184   | 536    | 464   | 656   |
| 折旧摊销           | 26    | 28     | 43    | 50    |
| 财务费用           | 20    | 15     | 20    | 12    |
| 投资损失           | (3)   | (0)    | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | 116   | 200    | 245   | 350   |
| 其它             | (72)  | (478)  | (340) | (398) |
| <b>投资活动现金流</b> | (145) | (1229) | 148   | (352) |
| 资本支出           | (52)  | (580)  | (150) | (150) |
| 长期投资           | (4)   | (47)   | (51)  | (51)  |
| 其他             | (89)  | (602)  | 349   | (151) |
| <b>筹资活动现金流</b> | 993   | (139)  | (40)  | 48    |
| 短期借款           | 60    | (60)   | 40    | 60    |
| 长期借款           | 0     | 0      | 0     | 0     |
| 其他             | 933   | (79)   | (80)  | (12)  |
| <b>现金净增加额</b>  | 1120  | 373    | 432   | 366   |

| <b>利润表</b>      |        |         |         |        |
|-----------------|--------|---------|---------|--------|
| 单位: 百万元         | 2020   | 2021E   | 2022E   | 2023E  |
| <b>营业收入</b>     | 1022   | 1426    | 2079    | 2906   |
| 营业成本            | 554    | 719     | 1046    | 1472   |
| 营业税金及附加         | 6      | 29      | 42      | 58     |
| 营业费用            | 31     | 27      | 49      | 64     |
| 管理费用            | 121    | 123     | 198     | 276    |
| 研发费用            | 91     | 143     | 208     | 291    |
| 财务费用            | 20     | 15      | 20      | 12     |
| 资产减值损失          | 7      | 7       | 10      | 15     |
| 公允价值变动损益        | 0      | 222     | 0       | 0      |
| 投资净收益           | 3      | 0       | 0       | 0      |
| 其他经营收益          | 0      | 0       | 0       | 0      |
| <b>营业利润</b>     | 194    | 586     | 507     | 719    |
| 营业外收支           | 10     | 9       | 8       | 9      |
| <b>利润总额</b>     | 205    | 595     | 515     | 728    |
| 所得税             | 20     | 59      | 51      | 72     |
| <b>净利润</b>      | 184    | 536     | 464     | 656    |
| 少数股东损益          | (0)    | 0       | 0       | 0      |
| <b>归属母公司净利润</b> | 184    | 536     | 464     | 656    |
| EBITDA          | 206    | 608     | 549     | 760    |
| EPS (最新摊薄)      | 1.20   | 2.68    | 2.32    | 3.28   |
| <b>主要财务比率</b>   |        |         |         |        |
|                 | 2020   | 2021E   | 2022E   | 2023E  |
| <b>成长能力</b>     |        |         |         |        |
| 营业收入            | 54.36% | 39.52%  | 45.80%  | 39.75% |
| 营业利润            | 11.67% | 201.98% | -13.48% | 41.73% |
| 归属母公司净利润        | 13.45% | 191.05% | -13.44% | 41.28% |
| <b>获利能力</b>     |        |         |         |        |
| 毛利率             | 45.79% | 49.55%  | 49.71%  | 49.35% |
| 净利率             | 18.02% | 37.59%  | 22.32%  | 22.56% |
| ROE             | 13.98% | 24.42%  | 15.61%  | 16.08% |
| ROIC            | 8.02%  | 20.45%  | 14.88%  | 16.93% |
| <b>偿债能力</b>     |        |         |         |        |
| 资产负债率           | 21.88% | 18.92%  | 20.73%  | 22.98% |
| 净负债比率           | 22.70% | 10.36%  | 12.97%  | 14.87% |
| 流动比率            | 3.94   | 3.63    | 3.35    | 3.14   |
| 速动比率            | 3.29   | 2.87    | 2.45    | 2.36   |
| <b>营运能力</b>     |        |         |         |        |
| 总资产周转率          | 0.59   | 0.52    | 0.61    | 0.69   |
| 应收账款周转率         | 8.29   | 7.13    | 7.26    | 7.13   |
| 应付账款周转率         | 12.82  | 10.65   | 11.65   | 11.89  |
| <b>每股指标(元)</b>  |        |         |         |        |
| 每股收益            | 1.20   | 2.68    | 2.32    | 3.28   |
| 每股经营现金          | 1.36   | 1.98    | 2.11    | 4.36   |
| 每股净资产           | 12.33  | 16.24   | 19.27   | 23.53  |
| <b>估值比率</b>     |        |         |         |        |
| P/E             | 123    | 55      | 64      | 45     |
| P/B             | 12     | 9       | 8       | 6      |
| EV/EBITDA       | 97     | 36      | 39      | 28     |

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：深圳市福田区太平金融大厦14楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>