

2021年08月10日

证券研究报告·2021年半年报点评

药石科技 (300725) 医药生物

买入 (维持)

当前价: 179.80元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

# 以分子砌块为导向, 下游 CDMO 业务持续上升

## 投资要点

- **业绩总结:** 公司发布 2021 年半年报, 2021H1 实现营收 6.2 亿元, 同比增长 35.2%; 实现归母净利润 3.8 亿元, 同比增长 336.5%。2021Q2 实现营收 3.4 亿元, 同比增长 16.2% (2020Q2 基数高, 同比增长 108.5%); 实现归母净利润 3.1 亿元, 同比增长 426.8%, 主要源于控股晖石所产生的 2.2 亿元投资收益; 扣非后归母净利润为 0.8 亿元, 同比增长 43%。
- **业绩增长加速, 经营能力进一步强化。** 2021H1, 公司业绩保持高速增长, 营收为 6.2 亿元, 同比增长 35.2%; 扣非后净利率为 24%, 同比上升 4.5pp; 毛利率为 49.6%, 同比上升 4.5pp; 费用率为 22%, 同比下降 1.2pp。公司业绩加速增长的原因: 1) 分子砌块核心优势进一步巩固, 部分公斤级以上核心产品的关键技术取得突破, 成本降低, 供货周期缩短, 客户对产品的需求量持续上升。2) 产能升级, 下游 CDMO 业务持续上升, 收入增长 44.4%, 完成 428 个项目。
- **药物发现↔分子砌块↔药物生产, 分子砌块规模不断增长。** 公司以分子砌块为核心, 开展“风险共担、利益共享”的合作模式, 向药物发现和药物生产双向延伸, 规模不断扩大, 竞争力不断提高。2021H1, 公司新增 500 余个热门分子砌块, 基本上覆盖目前热门靶点化合物, 如 KARS、SHP2、BTK 等抑制剂的关键片段; 扩大的分子砌块的范围, 设计了 6000 多个分子; 搭建了一个含有近 3 万个的手性化合物的分子砌块库, 其中库存手性化合物超过 3000 个。
- **分子砌块向 CDMO 业务的导流, 公斤级以上产品收入超高速增长, 前景广阔。** 公司进一步促进分子砌块向 CDMO 业务的导流、早期开发项目向中后期及商业化项目的导流。2021H1, 公司承接的项目中, 有 320 余个处在临床前至临床 II 期, 29 个处在临床 III 期至商业化阶段; 除以上项目外, 另有 350 余个公斤级以上项目。从 2021H1 的主营业务来看, 基于 CDMO 业务的不断提升, 公斤级以上营收达 5.0 亿元, 同比增长 42.4%, 占公司营收的 79.9%; 而公斤级以下受限于产能, 增速慢于公斤级以上, 营收为 1.2 亿元, 同比增长 30.8%。
- **盈利预测与评级。** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 2.60、2.30 和 3.28 元, 对应 PE 为 69、78、55 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争风险、质量控制风险、砌块产品研发低于预期风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1022.23	1488.95	2154.92	3036.86
增长率	54.36%	45.66%	44.73%	40.93%
归属母公司净利润 (百万元)	184.21	519.20	458.90	654.14
增长率	21.13%	181.86%	-11.61%	42.54%
每股收益 EPS (元)	0.92	2.60	2.30	3.28
净资产收益率 ROE	9.72%	21.45%	16.40%	19.38%
PE	195	69	78	55
PB	18.95	15.07	13.00	10.74

数据来源: Wind, 西南证券

## 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳  
 执业证号: S1250520030002  
 电话: 021-68416017  
 邮箱: duxy@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

## 基础数据

总股本(亿股)	2.00
流通 A 股(亿股)	1.63
52 周内股价区间(元)	111.9-209.3
总市值(亿元)	355.27
总资产(亿元)	32.57
每股净资产(元)	11.42

## 相关研究

1. 药石科技 (300725): 业绩高速增长, CDMO 业务值得期待 (2021-05-09)
2. 药石科技 (300725): 收入快速恢复, 砌块龙头成长趋势不变 (2020-11-01)
3. 药石科技 (300725): Q2 恢复快速增长, 砌块龙头成长趋势不变 (2020-08-27)

## 盈利预测

### 关键假设：

1) **公斤级以上业务**：随着分子砌块不断向 CDMO 延伸、早期项目向商业化开发延伸以及产能的释放（晖石 501 车间主体设备已经到位，预计年内有望投入使用，502、503 车间下半年将正式开工建设，预计明年上半年完成建设并投入使用；山东制剂 CDMO 基地生产设备全部到位，预计第四季度开始试运行；同时，南京天易 CDMO 一站式服务基地预计将在 2021 年下半年进入全面建设阶段。），预计公斤级以上业务将实现高速增长，2021-2023 年收入分别增长 52%、47%、42%。

2) **公斤级以下业务**：公司分子砌块规模的不断增长，新药发现平台持续扩大（DEL 库类别增至 150 个、虚拟库增至 10 亿以上,完成超 30 个新靶点筛选），预计公斤级以下业务会保持稳定的增长，2021-2023 年收入分别增长 31%、32%和 33%。

**表 1：公司分业务收入预测**

（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>合计</b>				
收入	1022	1489	2155	3037
yoy	54%	46%	45%	41%
毛利率	46%	49%	49%	50%
<b>公斤级以上</b>				
收入	805	1226	1807	2572
yoy	67%	52%	47%	42%
毛利率	38%	43%	44%	45%
<b>公斤级以下</b>				
收入	194	253	334	443
yoy	17%	31%	32%	33%
毛利率	74%	74%	74%	74%
<b>其他业务收入</b>	24	10	14	21

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1022.23	1488.95	2154.92	3036.86	净利润	184.20	511.20	452.90	648.14
营业成本	554.17	765.03	1103.81	1548.55	折旧与摊销	26.19	30.67	41.69	47.65
营业税金及附加	6.37	13.59	18.09	25.14	财务费用	20.30	-4.41	-10.72	-13.79
销售费用	30.66	52.11	73.27	100.22	资产减值损失	-2.27	15.00	15.00	15.00
管理费用	121.17	320.12	463.31	652.93	经营营运资本变动	-30.24	-123.27	-133.50	-187.91
财务费用	20.30	-4.41	-10.72	-13.79	其他	73.33	-244.92	-15.78	-15.67
资产减值损失	-2.27	15.00	15.00	15.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>271.51</b>	<b>184.28</b>	<b>349.58</b>	<b>493.42</b>
投资收益	2.61	230.00	0.70	0.70	资本支出	-53.75	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-90.83	230.00	0.70	0.70
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-144.58</b>	<b>190.00</b>	<b>-39.30</b>	<b>-39.30</b>
<b>营业利润</b>	<b>194.13</b>	<b>557.51</b>	<b>492.87</b>	<b>709.52</b>	短期借款	60.07	-120.44	0.00	0.00
其他非经营损益	10.38	10.03	9.94	10.05	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>204.50</b>	<b>567.54</b>	<b>502.82</b>	<b>719.57</b>	股权融资	1003.30	0.00	0.00	0.00
所得税	20.30	56.34	49.91	71.43	支付股利	-21.72	-26.31	-74.15	-65.54
净利润	184.20	511.20	452.90	648.14	其他	-49.00	7.54	10.72	13.79
少数股东损益	0.00	-8.00	-6.00	-6.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>992.67</b>	<b>-139.20</b>	<b>-63.43</b>	<b>-51.76</b>
归属母公司股东净利润	184.21	519.20	458.90	654.14	<b>现金流量净额</b>	<b>1096.14</b>	<b>235.07</b>	<b>246.85</b>	<b>402.37</b>
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1244.81	1479.88	1726.73	2129.09	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	183.30	230.29	345.38	491.46	销售收入增长率	54.36%	45.66%	44.73%	40.93%
存货	309.63	430.30	624.40	879.06	营业利润增长率	18.71%	187.19%	-11.59%	43.96%
其他流动资产	135.49	148.21	166.36	190.39	净利润增长率	21.13%	177.52%	-11.40%	43.11%
长期股权投资	155.78	155.78	155.78	155.78	EBITDA 增长率	29.98%	142.62%	-10.27%	41.91%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	309.36	319.70	319.03	312.40	毛利率	45.79%	48.62%	48.78%	49.01%
无形资产和开发支出	65.03	64.25	63.47	62.69	三费率	16.84%	24.70%	24.40%	24.35%
其他非流动资产	21.91	21.67	21.44	21.20	净利率	18.02%	34.33%	21.02%	21.34%
<b>资产总计</b>	<b>2425.29</b>	<b>2850.08</b>	<b>3422.58</b>	<b>4242.08</b>	ROE	9.72%	21.45%	16.40%	19.38%
短期借款	120.44	0.00	0.00	0.00	ROA	7.60%	17.94%	13.23%	15.28%
应付和预收款项	225.70	312.65	462.09	640.82	ROIC	35.20%	73.34%	50.01%	56.86%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.54%	39.21%	24.31%	24.48%
其他负债	184.43	154.69	198.99	257.16	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>530.57</b>	<b>467.33</b>	<b>661.08</b>	<b>897.98</b>	总资产周转率	0.59	0.56	0.69	0.79
股本	153.62	199.70	199.70	199.70	固定资产周转率	7.61	7.38	7.63	10.07
资本公积	1312.91	1266.83	1266.83	1266.83	应收账款周转率	8.29	8.12	8.54	8.23
留存收益	495.91	988.80	1373.55	1962.15	存货周转率	2.08	2.03	2.06	2.04
归属母公司股东权益	1894.72	2390.75	2775.50	3364.10	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.88%	—	—	—
少数股东权益	0.00	-8.00	-14.00	-20.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1894.72</b>	<b>2382.75</b>	<b>2761.50</b>	<b>3344.10</b>	资产负债率	21.88%	16.40%	19.32%	21.17%
负债和股东权益合计	2425.29	2850.08	3422.58	4242.08	带息债务/总负债	22.70%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.94	5.55	4.72	4.38
					速动比率	3.29	4.50	3.69	3.33
					股利支付率	11.79%	5.07%	16.16%	10.02%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.92	2.60	2.30	3.28
					每股净资产	9.49	11.93	13.83	16.75
					每股经营现金	1.36	0.92	1.75	2.47
					每股股利	0.11	0.13	0.37	0.33
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	240.61	583.77	523.83	743.39					
PE	194.92	69.15	78.24	54.89					
PB	18.95	15.07	13.00	10.74					
PS	35.12	24.11	16.66	11.82					
EV/EBITDA	109.59	58.75	65.00	45.26					
股息率	0.06%	0.07%	0.21%	0.18%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn