

药石科技 (300725.SZ)

分子砌块转型 CDMO 阶段产能受限，后续期待产能释放后加速

药石科技发布 2021 三季度报告。2021 年前三季度实现营业收入 9.02 亿元，同比增长 24.47%；归母净利润 4.42 亿元，同比增长 210.79%；归母扣非净利润 2.00 亿元，增速 49.19%；实现 EPS 2.24 元。

Q3 单季度：公司实现营业收入 2.82 亿元，同比增长 5.86%；归母净利润 0.61 亿元，同比增长 11.16%；归母扣非净利润 0.56 亿元，增速 5.72%；实现 EPS0.31 元。

在分子砌块转型 CDMO 阶段单季度产能受限增速略低于预期。公司单三季度收入同比增长 5.86%，环比 Q2 下滑，略低于预期。我们推测主要原因有以下几点：

第一，公司 Q3 没有太多新产能释放，产能受限。募投项目还处于爬坡阶段。第二，公司目前处于从分子砌块向 CDMO 转型的过程中，承接了较多早期的 API 项目，这部分项目还在磨合阶段，因而单位反应釜的产值不如之前的分子砌块项目高。后续这部分产值会越来越高。

第三，有部分产能受到了限电的影响，产能利用率也略有下降。

利润端：公司单季度利润增速 11.61% 略低于预期。公司整体毛利率在提升，体现了 API 项目的高附加值。但是也受到了搬迁等一过性费用的影响。整体利润增速和收入还是匹配的。比较正常。

公司各项财务指标正常。销售费用率 2.71%，相较于去年同期（3.02%）有所下降。管理费用率 11.27%，相较于去年 12.07% 有所下降，管理费用率控制良好。研发投入力度持续加大，研发费用同比增长 41.48%，收入占比达到 9.02%，去年同期为 7.94%，进一步提升。

展望 Q4 和明年：我们认为公司经营趋势良好，API 业务将逐步走上正轨，产能也会逐步释放，同时公司激励费用会逐季减少。从长远角度来看，药石科技核心竞争力在于基于对研发趋势和化学技术的理解，实现不同方向的变现（分子砌块、CDMO、难仿药、创新药）。未来 3-5 年我们预计公司复合业绩增速有望维持在 35% 以上甚至更高。其中预计存量分子砌块小批量业务保持较快增长（30% 左右）。进入商业化的项目带来额外增量。创新方面如果有筛选出一些新分子实体/先导化合物的话可以与其他公司合作研发。

盈利预测与估值。基于当前经营趋势，我们下调盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 5.00 亿、4.07 亿、5.68 亿元，增长分别为 171.7%、-18.7%、39.7%。EPS 分别为 2.50 元、2.03 元、2.84 元，对应 PE 分别为 75x、93x、66x，维持“买入”评级。

风险提示：临床阶段项目下滑风险；商业化阶段项目波动风险；大分子 CDMO 战略执行情况低于预期风险等。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	662	1,022	1,245	1,826	2,564
增长率 yoy (%)	38.5	54.4	21.8	46.6	40.4
归母净利润（百万元）	152	184	500	407	568
增长率 yoy (%)	14.0	21.1	171.7	-18.7	39.7
EPS 最新摊薄（元/股）	0.76	0.92	2.50	2.03	2.84
净资产收益率 (%)	20.5	9.7	21.1	14.8	17.3
P/E (倍)	247.5	204.3	75.2	92.5	66.2
P/B (倍)	50.81	19.87	15.82	13.67	11.43

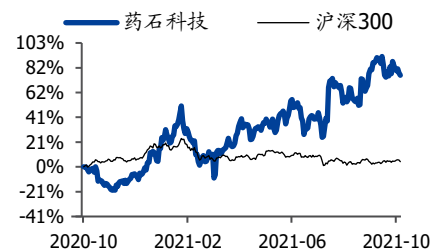
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 10 月 27 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
10月27日收盘价(元)	188.20
总市值(百万元)	37,583.48
总股本(百万股)	199.70
其中自由流通股(%)	81.52
30日日均成交量(百万股)	2.99

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gscq.com

分析师 胡佑碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gscq.com

相关研究

- 1、《药石科技 (300725.SZ)：Q2 业绩大超预期，凸显公司前端后端协同性》2021-07-31
- 2、《药石科技 (300725.SZ)：收入利润均大超预期，盈利能力提升体现核心竞争力》2021-04-22
- 3、《药石科技 (300725.SZ)：收入增速亮眼，剔除激励费用和汇兑后内生超高增长大超预期》2021-03-26

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	537	1873	2291	2752	3159
现金	164	1245	1728	1689	2047
应收票据及应收账款	79	167	133	307	311
其他应收款	2	1	2	3	5
预付账款	17	15	24	33	47
存货	207	310	268	584	614
其他流动资产	68	135	135	135	135
非流动资产	493	552	614	774	959
长期投资	152	156	159	163	166
固定资产	131	138	212	349	495
无形资产	25	34	39	43	46
其他非流动资产	185	224	205	219	251
资产总计	1029	2425	2905	3526	4118
流动负债	278	476	468	713	767
短期借款	60	120	120	120	120
应付票据及应付账款	125	184	162	348	369
其他流动负债	92	172	186	245	277
非流动负债	10	55	55	55	55
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10	55	55	55	55
负债合计	288	531	523	768	822
少数股东权益	0	0	2	3	5
股本	145	154	200	200	200
资本公积	318	1313	1267	1267	1267
留存收益	333	496	922	1275	1771
归属母公司股东权益	741	1895	2380	2754	3292
负债和股东权益	1029	2425	2905	3526	4118

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	127	272	572	183	644
净利润	152	184	503	408	569
折旧摊销	22	26	24	40	62
财务费用	-1	20	-11	-9	9
投资损失	-1	-3	-1	-1	-1
营运资金变动	-64	-9	57	-255	4
其他经营现金流	18	52	0	0	0
投资活动现金流	-301	-145	-85	-199	-246
资本支出	174	75	59	156	182
长期投资	-121	-72	-4	-4	-4
其他投资现金流	-248	-141	-30	-46	-68
筹资活动现金流	51	993	-4	-23	-39
短期借款	35	60	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	35	9	46	0	0
资本公积增加	31	994	-46	0	0
其他筹资现金流	-49	-71	-4	-23	-39
现金净增加额	-120	1096	483	-39	358

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	662	1022	1245	1826	2564
营业成本	321	554	620	915	1286
营业税金及附加	7	6	13	19	24
营业费用	24	31	32	62	90
管理费用	74	121	134	210	282
研发费用	69	91	112	174	242
财务费用	-1	20	-11	-9	9
资产减值损失	-2	-2	5	4	0
其他收益	0	0	220	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	3	1	1	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	164	194	561	452	632
营业外收入	9	11	9	10	10
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	172	205	569	462	641
所得税	20	20	66	53	72
净利润	152	184	503	408	569
少数股东损益	0	-0	2	1	1
归属母公司净利润	152	184	500	407	568
EBITDA	194	201	555	457	655
EPS (元)	0.76	0.92	2.50	2.03	2.84

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	38.5	54.4	21.8	46.6	40.4
营业利润(%)	14.4	18.7	188.7	-19.4	39.9
归属于母公司净利润(%)	14.0	21.1	171.7	-18.7	39.7
获利能力					
毛利率(%)	51.6	45.8	50.2	49.9	49.9
净利率(%)	23.0	18.0	40.2	22.3	22.2
ROE(%)	20.5	9.7	21.1	14.8	17.3
ROIC(%)	18.6	7.6	18.4	12.6	15.2
偿债能力					
资产负债率(%)	28.0	21.9	18.0	21.8	20.0
净负债比率(%)	-12.7	-56.5	-65.2	-54.9	-56.8
流动比率	1.9	3.9	4.9	3.9	4.1
速动比率	1.0	3.2	4.2	3.0	3.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	11.5	8.3	8.3	8.3	8.3
应付账款周转率	4.2	3.6	3.6	3.6	3.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.76	0.92	2.50	2.03	2.84
每股经营现金流(最新摊薄)	0.64	1.36	2.86	0.91	3.22
每股净资产(最新摊薄)	3.70	9.47	11.90	13.77	16.46
估值比率					
P/E	247.5	204.3	75.2	92.5	66.2
P/B	50.8	19.9	15.8	13.7	11.4
EV/EBITDA	193.8	181.7	64.8	78.8	54.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 27 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com