

药石科技(300725)

转型中波动，长期更可期

——药石科技 Q3 点评报告

点评报告

行业公司研究——医疗服务行业

证券研究报告

✍️：孙建 执业证书编号：S1230520080006
☎️：02180105933
✉️：sunjian@stocke.com.cn

报告导读

2021年10月27日，公司发布三季报，在产能受限叠加结构转型过程中，Q3单季度业绩略低于预期。我们认为，API CDMO是药石科技未来天花板打开的重要方向，但转型过程中或由于订单漏斗仍在建立中季度波动较为明显。我们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：低预期，产品转型下，大订单季度波动明显

公司2021年Q1-Q3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39.19%。单Q3来看，营业收入2.81亿，同比增长5.86%；归母净利润5570万，同比增长5.72%。三季度在限电政策与大订单确认周期的影响下，季度波动明显，收入及利润略低于预期，预计Q4限电限产或有边际改善，大订单交付影响可能仍在。

❑ 利润表：技术优化毛利率提升，净利率或受股权及实验室搬迁影响

从利润表角度看，公司在原材料涨价的大背景下毛利率同比提升1.31pct，是公司技术能力持续优化的显现。在可转债回复函中，公司披露占公斤级以上产品37.21%的两大化合物随技术能力提升成本均较2020年下降约20%。我们看好公司在产品端建立自身技术壁垒，实现收入及利润端双提升。净利率角度，公司7月份公斤级以下产能搬迁，我们预计约产生百万级别一过性费用。此外，股权激励前三季度摊销预计约2800万，绝对值将随季度逐步下降，看好新产能扩张后，人效的提升及激励费用影响减弱对净利率的提升作用。

❑ 资产负债表：应收、预付位于高位，转型或处于项目积累期

公司自2020Q4应收、预付款项较历史水平增加显著，我们认为这主要是由于新业务开展早期公司或处于项目积累期。短期内，API CDMO主要集中于I/II期阶段，对大项目的交付节奏及议价能力把控制相对较低。我们看好长期转型API CDMO后带动分子砌块销售及前端高壁垒砌块引流API业务建立的客户粘性及技术壁垒。

❑ 不惧短期波动，产能奠定2022年高增长

公司2021Q3在建工程4.48亿，主要系公司募投建设项目持续投入以及浙江晖石新车间装修的投入。我们预计，2022年上半年晖石501、502、503三个车间将逐步投产，公斤级以上产能翻倍，将有效缓解公司产能不足的现状。南京新试验基地新招人员也将逐步贡献实验室版业绩。

❑ 盈利预测及估值

考虑到公司API CDMO转型阶段大订单确认节奏略低于预期，我们调整2021-2023年净利润预测由5.36、4.64及6.56亿元至5.10亿、4.64亿及6.56亿，对应10月27日收盘价PE分别为74、81及57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135、81及57倍，利润端CAGR 45%，对比行业平均水平，维持“买入”评级。

评级

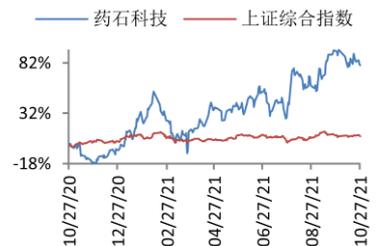
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥188.20

单季度业绩

元/股

3Q/2021 0.33
2Q/2021 1.58
1Q/2021 0.45
4Q/2020 0.29



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。

相关报告

- 1 《【浙商医药】药石科技 H1 点评：结构升级，看好长期空间打开》2021.08.01
- 2 《【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
- 3 《药石科技年报点评：议价提升，协同凸显》2021.03.26
- 4 《【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	1262	2080	2906
(+/-)	54.36%	23.45%	64.81%	39.73%
净利润	184	509	464	656
(+/-)	13.45%	176.58%	-8.96%	41.39%
每股收益(元)	1.20	2.55	2.32	3.28
P/E	123	74	81	57

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1873	1835	2070	2884
现金	1245	252	452	826
交易性金融资产	108	700	350	500
应收账款	167	429	552	673
其它应收款	1	2	3	4
预付账款	15	25	35	54
存货	310	400	650	800
其他	28	28	28	28
非流动资产	552	1481	1640	1787
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	156	203	253	304
固定资产	138	629	866	1018
无形资产	34	43	42	42
在建工程	171	503	422	366
其他	53	104	56	57
资产总计	2425	3317	3709	4671
流动负债	476	793	722	1028
短期借款	120	376	100	160
应付款项	184	234	360	525
预收账款	0	0	0	0
其他	172	183	261	342
非流动负债	55	55	55	55
长期借款	0	0	0	0
其他	55	55	55	55
负债合计	531	848	777	1082
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	1895	2469	2933	3589
负债和股东权益	2425	3317	3709	4671
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	272	301	432	689
净利润	184	509	464	656
折旧摊销	26	28	45	56
财务费用	20	14	33	24
投资损失	(3)	(0)	0	0
营运资金变动	116	200	245	350
其它	(72)	(450)	(355)	(397)
投资活动现金流	(145)	(1549)	148	(352)
资本支出	(52)	(900)	(150)	(150)
长期投资	(4)	(47)	(51)	(51)
其他	(89)	(602)	349	(151)
筹资活动现金流	993	177	(369)	36
短期借款	60	256	(276)	60
长期借款	0	0	0	0
其他	933	(79)	(93)	(24)
现金净增加额	1120	373	140	373

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1022	1262	2080	2906
营业成本	554	628	1051	1479
营业税金及附加	6	19	34	48
营业费用	31	32	52	73
管理费用	121	133	208	291
研发费用	91	114	187	262
财务费用	20	14	33	24
资产减值损失	7	0	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	10	3	3
营业利润	194	557	507	719
营业外收支	10	9	8	9
利润总额	205	566	515	728
所得税	20	56	51	72
净利润	184	509	464	656
少数股东损益	(0)	0	0	0
归属母公司净利润	184	509	464	656
EBITDA	206	587	563	775
EPS (最新摊薄)	1.20	2.55	2.32	3.28
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	54.36%	23.45%	64.81%	39.73%
营业利润	11.67%	186.73%	-8.92%	41.85%
归属母公司净利润	13.45%	176.58%	-8.96%	41.39%
获利能力				
毛利率	45.79%	50.26%	49.46%	49.10%
净利率	18.02%	40.37%	22.30%	22.57%
ROE	13.98%	23.35%	15.61%	16.08%
ROIC	8.02%	17.71%	15.39%	17.27%
偿债能力				
资产负债率	21.88%	25.57%	20.94%	23.17%
净负债比率	22.70%	44.39%	12.92%	14.82%
流动比率	3.94	2.31	2.87	2.81
速动比率	3.29	1.81	1.97	2.03
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.44	0.59	0.69
应收帐款周转率	8.29	6.76	7.62	7.13
应付帐款周转率	12.82	10.04	12.37	11.89
每股指标(元)				
每股收益	1.20	2.55	2.32	3.28
每股经营现金	1.36	1.62	2.35	4.48
每股净资产	12.33	16.07	19.09	23.36
估值比率				
P/E	123	74	81	57
P/B	15	12	10	8
EV/EBITDA	97	48	50	36

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“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 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

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>