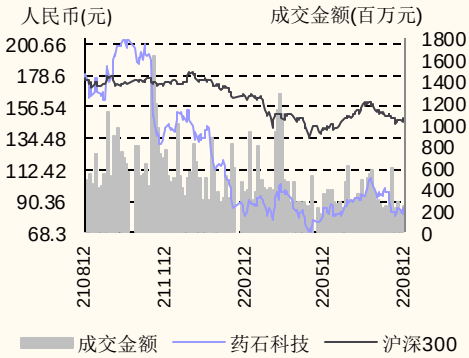
药石科技 (300725.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）： 85.51 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	2.00
已上市流通 A 股(亿股)	1.63
总市值(亿元)	170.73
年内股价最高最低(元)	204.45/68.30
沪深 300 指数	4191
创业板指	2691



相关报告

1.《股权激励方案发布，看好未来稳健增长-药石科技点评》，2022.6.21

2.《业绩符合预期，未来稳健增长-药石科技点评》，2022.4.29

3.《业绩符合预期，主营稳健增长-【国金医药】药石科技点评》，2022.1.28

4.《与艾迪药业强强联合，加速打造抗 HIV 新药-【国金医药】药石科...》，2021.12.30

5.《聘任新 CEO，不断深化一体化布局-【国金医药】药石科技点评》，2021.12.1

王班 分析师 SAC 执业编号：S1130520110002
(8621)60870953
wang_ban@gjzq.com.cn

中报业绩符合预期，后端业务逐渐发力

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,022	1,202	1,586	2,057	2,721
营业收入增长率	54.36%	17.55%	31.96%	29.73%	32.27%
归母净利润(百万元)	184	487	368	484	651
归母净利润增长率	21.13%	164.14%	-24.32%	31.32%	34.70%
摊薄每股收益(元)	1.268	2.436	1.844	2.422	3.262
每股经营性现金流净额	1.87	1.19	0.90	2.01	2.67
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.72%	20.04%	13.15%	14.86%	16.81%
P/E	108.80	58.35	46.37	35.31	26.21
P/B	10.58	11.70	6.10	5.25	4.41

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 8 月 12 日，药石科技发布 2022 年中报，公司 2022H1 实现营业收入 7.35 亿元，同比增长 18.23%，归母净利为 1.53 亿元，同比减少 59.84%，扣非后归母净利为 1.51 亿元，同比增长 4.15%，业绩符合预期。

简评

- **Q2 单季度增长迅速，分子砌块业务高增长。**2022Q2 单季度业绩实现快速增长，营业收入为 3.99 亿元，同比增长 19.10%，归母净利为 0.82 亿元，同比减少 73.63%，扣非后归母净利为 0.86 亿元，同比增长 7.5%。分板块来看，2022H1 公司分子砌块业务实现收入 1.73 亿元，同比增长 50.15%；CDMO 业务实现营收 5.55 亿元，同比增长 9.96%，若剔除某大客户商业化项目交付周期阶段性影响，收入同比增长 21.14%；其他业务实现收入 646.11 万元，同比增长 341.91%。
- **项目管线不断丰富，客户覆盖逐步提升。**公司项目管线不断丰富，2022H1 公司共有 890 个项目处于临床前至临床二期，38 个项目处于临床三期至商业化阶段（其中 5 个 API 项目、1 个 DS/DP 联合项目、10 个项目服务于大型跨国药企管线）。此外，公司不断加大 biotech 客户的开拓力度、提升大客户的服务粘性，2022H1 公司公斤级以上客户共有 166 家，同比增长 58%，大客户（销售额 500 万以上）共有 35 家，同比增长 30%。
- **依托分子砌块优势，加速布局新兴业务。**公司依托分子砌块的资源优势，不断拓展新兴业务（如：寡核苷酸、PROTAC 以及 ADC 等），公司目前已推出多条 linker-payload 以及 linker 目录，并承接国外某大型药企的 ADC 项目并负责高难度 payload 的工艺开发。此外，浙江晖石同时加速建设高活公斤级实验室，为后续承接 ADC 在内的高活性 API 项目提供产能保障。

投资建议

- 我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 3.68/4.84/6.51 亿元，对应 PE 分别为 46/35/26 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 研发不及预期，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，大客户依赖风险等。

敬请参阅最后一页特别声明

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	662	1,022	1,202	1,586	2,057	2,721
增长率		54.4%	17.5%	32.0%	29.7%	32.3%
主营业务成本	-321	-554	-623	-824	-1,095	-1,431
%销售收入	48.4%	54.2%	51.9%	52.0%	53.2%	52.6%
毛利	342	468	578	762	963	1,290
%销售收入	51.6%	45.8%	48.1%	48.0%	46.8%	47.4%
营业税金及附加	-7	-6	-8	-11	-14	-19
%销售收入	1.1%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-24	-31	-24	-32	-41	-54
%销售收入	3.7%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	-74	-121	-150	-174	-216	-272
%销售收入	11.2%	11.9%	12.5%	11.0%	10.5%	10.0%
研发费用	-69	-91	-114	-143	-195	-272
%销售收入	10.5%	8.9%	9.5%	9.0%	9.5%	10.0%
息税前利润（EBIT）	167	219	281	402	496	673
%销售收入	25.2%	21.4%	23.4%	25.3%	24.1%	24.7%
财务费用	1	-20	-16	1	10	13
%销售收入	-0.1%	2.0%	1.4%	-0.1%	-0.5%	-0.5%
资产减值损失	-5	-7	-12	-28	-9	-12
公允价值变动收益	0	0	2	0	0	0
投资收益	1	3	238	5	5	5
%税前利润	0.5%	1.3%	46.9%	1.3%	1.0%	0.7%
营业利润	164	194	493	380	502	679
营业利润率	24.7%	19.0%	41.0%	23.9%	24.4%	25.0%
营业外收支	9	10	15	10	10	10
税前利润	172	205	508	390	512	689
利润率	26.0%	20.0%	42.3%	24.6%	24.9%	25.3%
所得税	-20	-20	-4	-21	-28	-38
所得税率	11.8%	9.9%	0.8%	5.5%	5.5%	5.5%
净利润	152	184	504	368	484	651
少数股东损益	0	0	17	0	0	0
归属于母公司的净利润	152	184	487	368	484	651
净利率	23.0%	18.0%	40.5%	23.2%	23.5%	23.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	152	184	504	368	484	651
少数股东损益	0	0	17	0	0	0
非现金支出	28	33	71	112	123	145
非经营收益	0	14	-225	-1	-10	-10
营运资金变动	-53	40	-111	-299	-195	-253
经营活动现金净流	127	272	238	180	402	533
资本开支	-173	-75	-506	-325	-206	-206
投资	-132	-72	-429	-278	-1	-2
其他	4	2	20	5	5	5
投资活动现金净流	-301	-145	-914	-598	-202	-203
股权募资	54	956	0	35	0	0
债权募资	27	60	169	615	1	1
其他	-30	-23	-24	-41	-35	-35
筹资活动现金净流	51	993	145	609	-34	-34
现金净流量	-120	1,096	-548	191	166	296

资产负债表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	164	1,245	700	891	1,057	1,353
应收款项	81	168	203	350	454	601
存货	207	310	448	575	764	999
其他流动资产	85	150	453	672	684	699
流动资产	537	1,873	1,804	2,488	2,959	3,651
%总资产	52.1%	77.2%	51.4%	56.2%	59.2%	63.2%
长期投资	153	157	9	7	8	10
固定资产	258	309	1,171	1,453	1,553	1,634
%总资产	25.0%	12.8%	33.4%	32.8%	31.1%	28.3%
无形资产	60	67	475	476	477	478
非流动资产	493	552	1,703	1,937	2,040	2,124
%总资产	47.9%	22.8%	48.6%	43.8%	40.8%	36.8%
资产总计	1,029	2,425	3,507	4,426	4,999	5,776
短期借款	60	120	357	0	0	0
应付款项	183	254	341	219	290	380
其他流动负债	34	102	91	155	203	267
流动负债	278	476	789	374	493	647
长期贷款	0	0	24	26	27	28
其他长期负债	10	55	67	1,025	1,025	1,025
负债	288	531	879	1,425	1,544	1,700
普通股股东权益	741	1,895	2,427	2,801	3,254	3,876
其中股本	145	154	200	200	200	200
未分配利润	298	444	893	1,231	1,685	2,306
少数股东权益	0	0	200	200	200	200
负债股东权益合计	1,029	2,425	3,507	4,426	4,999	5,776

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.050	1.268	2.436	1.844	2.422	3.262
每股净资产	5.117	13.046	12.155	14.027	16.299	19.411
每股经营现金净流	0.877	1.869	1.192	0.900	2.014	2.670
每股股利	0.150	0.100	0.100	0.150	0.150	0.150
回报率						
净资产收益率	20.53%	9.72%	20.04%	13.15%	14.86%	16.81%
总资产收益率	14.78%	7.60%	13.87%	8.32%	9.67%	11.28%
投入资本收益率	18.35%	9.78%	9.24%	9.37%	10.39%	12.40%
增长率						
主营业务收入增长率	38.47%	54.36%	17.55%	31.96%	29.73%	32.27%
EBIT增长率	15.71%	31.21%	28.51%	42.79%	23.37%	35.72%
净利润增长率	14.03%	21.13%	164.14%	-24.32%	31.32%	34.70%
总资产增长率	35.21%	135.66%	44.60%	26.20%	12.96%	15.53%
资产管理能力						
应收账款周转天数	31.6	44.0	55.9	83.0	83.0	83.0
存货周转天数	199.9	170.1	221.8	260.0	260.0	260.0
应付账款周转天数	31.3	28.5	50.3	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	72.0	49.3	181.1	225.0	189.5	152.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-16.84%	-65.02%	-23.71%	-4.81%	-8.96%	-14.84%
EBIT利息保障倍数	-181.0	10.8	17.2	-466.2	-51.0	-51.3
资产负债率	28.01%	21.88%	25.07%	32.19%	30.90%	29.43%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	6	18	25	56
增持	1	2	8	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.33**	**1.25**	**1.31**	**1.26**	**1.00**

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

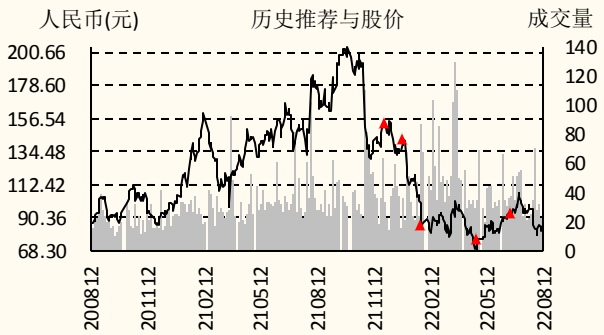
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-24	买入	194.50	160.00 ~ 160.00
2	2021-07-31	买入	147.66	N/A
3	2021-10-30	买入	151.69	N/A
4	2021-12-01	买入	152.46	N/A
5	2021-12-30	买入	139.74	N/A
6	2022-01-28	买入	92.14	N/A
7	2022-04-29	买入	68.38	N/A
8	2022-06-21	买入	92.87	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；
中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402