

药石科技

300725.SZ

审慎增持 (维持)

收入环比高增长，管线丰富逐渐进入兑现期

2022年08月14日

市场数据

市场数据日期	2022-08-12
收盘价(元)	85.51
总股本(百万股)	199.66
流通股本(百万股)	163.12
总市值(百万元)	17072.76
流通市值(百万元)	13948.51
净资产(百万元)	2447.32
总资产(百万元)	4512.27
每股净资产(元)	12.26

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《药石科技(300725.SZ)2021年年报及2022年一季报点评:突破收入瓶颈,静待产能兑现增速》2022-04-29

《药石科技(300725)事件点评:501车间成功投产,转型CDMO放量可期》2022-03-06

《药石科技(300725)业绩预告点评:收入符合预期,相关费用导致利润承压》2022-01-27

《药石科技(300725.SZ)深度报告:特色砌块显龙头,衍生业务拓空间》2020-12-17

分析师:

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

黄翰漾

huanghanyang@xyzq.com.cn

S0190519020002

研究助理:

杨希成

yangxicheng@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1202	1610	2263	3167
同比增长	17.5%	34.0%	40.6%	39.9%
归母净利润(百万元)	487	340	469	667
同比增长	164.1%	-30.1%	38.0%	42.2%
毛利率	48.1%	48.0%	48.1%	48.2%
净利率	41.9%	21.9%	20.8%	21.1%
净资产收益率	20.0%	11.0%	12.2%	13.9%
每股收益(元)	2.44	1.70	2.35	3.34
每股经营现金流(元)	1.19	1.64	1.97	2.56

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **事件:** 近日,公司发布2022年半年报。2022年上半年,公司实现营业收入7.35亿元(同比+18.23%);实现归母净利润1.53亿元(同比-59.84%);实现扣非归母净利润1.51亿元(同比+4.15%)。
- **点评:** 随着501车间的投产,公司Q2收入实现了环比的高增长,分子砌块品种拓展顺利并向寡核苷酸、protac和ADC领域拓展,CDMO管线梯队初具规模,公司凭借在合成能力和生产技术方面的优势有望实现差异化竞争,公司产能进展顺利,精细化改革助力效能提升,有望逐步兑现业绩增速,利润增长短期受到场地摊销、人员等先行费用压制,有望逐步展现规模效应。
- **盈利预测与估值:** 公司依靠分子砌块构建的护城河,在相关领域保持领先地位并产生了较好的口碑。随着CDMO核心人才的引进以及组织架构的调整,公司有望从砌块业务转型到一体化CDMO业务,创新药业务也正在进行时,有望进一步打开空间。随着南京新研发基地的投产、可转债落地以及浙江晖石产能释放的加速,公司业务有望实现加速增长。考虑到可转债发行新增利息支出费用,我们调整盈利预测,预计公司2022-2024年EPS分别为1.70、2.35、3.34元,对应2022年08月12日PE分别为50.2、36.4、25.6倍,维持“审慎增持”评级。

风险提示: 产能释放不及预期、订单业务运营和进度不及预期

报告正文

事件

- 近日, 公司发布 2022 年半年报。2022 年上半年, 公司实现营业收入 7.35 亿元 (同比+18.23%); 实现归母净利润 1.53 亿元 (同比-59.84%); 实现扣非归母净利润 1.51 亿元 (同比+4.15%)。

点评

- **产能释放带动季度收入环比高增长, 费用先行短期利润承压。**公司发布 2022 年半年报。2022 年上半年, 公司实现营业收入 7.35 亿元 (同比+18.23%); 实现归母净利润 1.53 亿元 (同比-59.84%); 实现扣非归母净利润 1.51 亿元 (同比+4.15%)。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 29.00%。Q2 单季度, 公司实现营业收入 3.99 亿元 (同比+18.91%, 环比+18.88%), 实现归母净利润 0.82 亿元 (同比-73.59%, 环比+16.86%), 实现扣非归母净利润 0.86 亿元 (同比+6.78%, 环比+31.70%)。归母净利润的变化主要源于因去年同期公司完成对浙江晖石的控股, 原持有股权公允价值重新计量产生 2.22 亿元的非经常性损益。**Q2 单季度收入和扣非归母净利润均为历史最高值**, 报告期内, 浙江晖石工厂 501 多功能 GMP 自动化车间于 3 月正式启用, 新车间的投入带动了公司 Q2 收入的环比增长, 公司利润增速慢于收入增速主要源于费用端, 报告期折旧金额 3,651.82 万元, 较去年同期增长 1,666.83 万元, 增幅 83.97%, 可转债利息支出 775.68 万元, 人力资源相关支出 23529 万元, 较去年同期增加 10612 万元, 增幅 82.16%, 新投放产能折旧以及人力资源投入是公司业绩高增长的先行指标, 随着人效和产能利用率的提升, 公司利润率有望逐步提升。
- **分子砌块业务增长迅速, 新技术广布局为后端业务打下良好基础。**报告期, 公司分子砌块业务实现收入 1.73 亿元 (同比+ 50.15%), 毛利率 61.95% (-6.82PP), 毛利率的变化预计与 21 年南京募投项目投入相关摊销的增加以及业务结构改变有关 (大量级分子砌块订单占比提升)。目前分子砌块库已包含 16 万种分子, 新颖复杂的分子砌块成功助力创新药企的分子设计和合成工作, 在巩固领先优势的同时, 公司在分子砌块方面积极向前沿技术方向拓展, 目前砌块库已包含 600 种寡核苷酸、超过 40 种 Protac E3 ligands、近 1000 种 protac linker、近百条的 ADC linker-payload 目录以及近千条的 ADC linker 目录, 有望在新技术的研发热潮中进一步赋能相关客户。
- **CDMO 管线梯队初具规模, 差异化能力逐渐验证。**随着公司在大量级合成工艺及化学工程 (特色砌块+化学硬实力) 的积累, 以及苗文芳博士、魏旭东博

士、顾震天博士等资深 CDMO 专家(体系建设软实力)的加盟,公司从传统的分子砌块业务逐渐拓展到 API 和制剂端的 CDMO 业务。报告期,公司 CDMO 实现收入 5.54 亿元(同比+9.96%),毛利率 43.17%(同比-2.13PP),剔除某大客户商业化项目交付周期阶段性影响,同比增长 21.14%。公司销售额 500 万以上客户数 35 家,同比增长 30%。上半年承接的项目中,临床 III 期-商业化项目 38 个(2021 年 H1 为 29 个),其中 5 个 API,1 个 DS/DP 制剂一体化项目,10 个服务于 MNC,临床 II 期及以前 890+项目(2021 年 H1 整体公斤级以上 699+),其中 50 个 API,3 个 DS/DP 一体化项目;上半年整体承接 API 项目 55 个(2021 年 H1 为 21 个),其中 26 个来自欧美客户(2021 年 H1 为 9 个国外项目);制剂 CDMO 完成 7 个客户 10 个项目,收入超 2800 万元。公司 API 和制剂项目中,26%基于长期客户,34%客户之前有砌块或中间体合作,40%为直接 CMC 切入。项目管线已形成较好的梯队,有望随着后期管线占比提升和市场影响力的提升逐步壮大,在具体项目方面,公司也展现了差异化的能力,公司为海外重要客户的 API 项目解决了手性合成效率低的问题、为国内某商业化产品显著降低了 RSM 的成本压力、为某国外大药企 ADC 药物优化高难度毒素合成路线、为多个 PROTAC 分子提供生物利用度增强 4-8 倍方案(Protac 可口服成药的核心难点),通过自身在化学合成方面的丰富经验,以及在微填充床、金属催化等方面的工程技术优势,有望在成本端和效率端实现差异化的竞争,并有望通过后期项目的逐渐验证,打造“药石智造”核心品牌。

- **产能建设和投放逐渐进行,生产效能提升逐渐进入兑现期。**501 车间的投入为公司很好缓解了产能的压力,随着公司 API 管线的逐渐丰富,API 产线的扩增较为重要,公司有望在 8 月下旬启用 502 车间以及在 2023 年上半年启用 503 车间,502 车间反应釜体积为 94.3 立方米,配备 3 条洁净区生产线及连续流功能区域,连续流功能区域配置多台连续化装置,有望在 API 和连续化高效生产两个维度助力公司的 CDMO 业务。产能提升的同时效能也是公司发展的关键,报告期,公司设备利用率和覆盖率均提升约 30%,产能与运营效率的提升使生产批次大幅增加,得益于公司加强精细化管理。随着产能和效能的持续增长,公司有望逐渐进入业绩兑现期。
- **毛利率有所降低,管理研发费用率提升。**期间费用方面,报告期,公司综合毛利率 47.74%(同比-1.90PP),销售费用率 2.68%(同比-0.13PP),管理费用率 11.92%(同比+1.39PP),研发费用率 9.78%(同比+1.60PP),财务费用-1980.51 万元(2021 年 H1 为 326.40 万元);Q2 单季度,公司综合毛利率 47.83%(同比-3.66PP),主要源于去年 2 季度大订单的集中交付,销售费用率 2.36%(同比+0.07PP),管理费用率 12.05%(同比+4.44PP),研发费用率 11.10%(同比+4.73PP)。财务费用-1992.73 万元(2021 年 Q2 为 1278.02 万元),财务费用主要源于公司在 Q2 单季度获得的汇兑收益。管理和研发费用率的提升源于公司在场地和人员方面的较高投入,随着相关业务规模效应的

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

逐渐显现，预计费用率有望逐步回到正常水平。

- **盈利预测与评级：**公司依靠分子砌块构建的护城河，在相关领域保持领先地位并产生了较好的口碑。随着 CDMO 核心人才的引进以及组织架构的调整，公司有望从砌块业务转型到一体化 CDMO 业务，创新药业务也正在进行时，有望进一步打开空间。随着南京新研发基地的投产、可转债落地以及浙江晖石产能释放的加速，公司业务有望实现加速增长。考虑到可转债发行新增利息支出费用，我们调整盈利预测，预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.70、2.35、3.34 元，对应 2022 年 08 月 12 日 PE 分别为 50.2、36.4、25.6 倍，维持“审慎增持”评级。
- **风险提示：**产能释放不及预期、订单业务运营和进度不及预期

表 1、药石科技分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	21-2Q	21-3Q	21-4Q	22-1Q	22-2Q	QOQ	2021-06	2022-06	YOY
营业收入	336	282	299	336	399	18.9%	621	735	18.2%
营业成本	163	145	166	176	208	27.9%	313	384	22.7%
毛利	173	137	133	160	191	10.4%	308	351	13.7%
销售费用	8	7	-0	10	9	22.7%	17	20	12.7%
管理费用	26	36	49	39	48	88.4%	65	88	33.9%
财务费用	13	-3	16	0	-20	-255.9%	3	-20	-706.8%
研发费用	21	31	33	28	44	107.1%	51	72	41.4%
资产减值	-2	-1	-6	-1	-3	-	-3	-4	-
公允价值	1	0	0	0	-11	-1166.3%	1	-11	-1166.3%
投资收益	227	5	4	2	1	-99.5%	230	3	-98.5%
营业利润	323	68	29	80	88	-72.9%	396	168	-57.7%
利润总额	326	71	35	83	92	-71.9%	402	175	-56.6%
归母净利润	311	61	44	71	82	-73.6%	381	153	-59.8%
EPS	1.560	0.306	0.221	0.355	0.412	-73.6%	1.909	0.767	-59.8%
销售费用率	2.3%	2.5%	-0.1%	3.1%	2.4%	0.1%	2.8%	2.7%	-0.1%
管理费用率	7.6%	12.9%	16.3%	11.8%	12.1%	4.4%	10.5%	11.9%	1.4%
财务费用率	3.8%	-1.0%	5.3%	0.0%	-5.0%	-8.8%	0.5%	-2.7%	-3.2%
研发费用率	6.4%	10.9%	10.9%	8.2%	11.1%	4.7%	8.2%	9.8%	1.6%
所得税率	3.0%	7.6%	-51.5%	10.4%	1.4%	-1.6%	4.1%	5.7%	1.6%
毛利率	51.5%	48.6%	44.5%	47.6%	47.8%	-3.7%	49.6%	47.7%	-1.9%
净利率	92.8%	21.7%	14.8%	21.1%	20.6%	-72.2%	61.4%	20.8%	-40.5%

资料来源：天软投资系统，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1804	2629	3585	4817
货币资金	700	1367	1970	2718
交易性金融资产	304	304	304	304
应收票据及应收账款	201	254	367	512
预付款项	24	31	42	60
存货	448	545	773	1093
其他	127	128	129	130
非流动资产	1703	1554	1544	1465
长期股权投资	8	8	8	8
固定资产	596	804	844	801
在建工程	575	288	144	72
无形资产	111	152	209	258
商誉	356	248	284	272
长期待摊费用	7	6	6	5
其他	49	49	49	49
资产总计	3507	4183	5128	6282
流动负债	789	772	950	1144
短期借款	348	272	297	289
应付票据及应付账款	267	318.90	458.31	645.27
其他	174	181	195	210
非流动负债	90	93	112	129
长期借款	24	39	58	75
其他	67	54	54	54
负债合计	879	865	1062	1273
股本	200	200	200	200
资本公积	1299	1667	1942	2218
未分配利润	893	1193	1636	2266
少数股东权益	200	213	213	214
股东权益合计	2628	3318	4066	5009
负债及权益合计	3507	4183	5128	6282

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	487	340	469	667
折旧和摊销	57	86	110	121
资产减值准备	12	6	14	19
资产处置损失	-0	0	0	0
公允价值变动损失	-2	-1	-1	-1
财务费用	26	-2	14	6
投资损失	-238	0	0	0
少数股东损益	17	12	0	1
营运资金的变动	-144	-101	-214	-301
经营活动产生现金流量	238	328	393	512
投资活动产生现金流量	-914	63	-99	-42
融资活动产生现金流量	145	276	310	277
现金净变动	-548	667	604	747
现金的期初余额	1241	700	1367	1970
现金的期末余额	693	1367	1970	2718

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1202	1610	2263	3167
营业成本	623	836	1174	1641
税金及附加	8	10	12	17
销售费用	24	48	68	95
管理费用	150	185	272	380
研发费用	114	153	215	301
财务费用	16	-2	14	6
其他收益	0	0	0	0
投资收益	238	0	0	0
公允价值变动收益	2	1	1	1
信用减值损失	-2	0	0	0
资产减值损失	-10	-10	-10	-10
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	493	371	500	718
营业外收入	15	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	508	371	500	718
所得税	4	19	30	50
净利润	504	352	470	668
少数股东损益	17	12	0	1
归属母公司净利润	487	340	469	667
EPS(元)	2.44	1.70	2.35	3.34

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	17.5%	34.0%	40.6%	39.9%
营业利润增长率	153.9%	-24.7%	34.8%	43.7%
归母净利润增长率	164.1%	-30.1%	38.0%	42.2%
盈利能力				
毛利率	48.1%	48.0%	48.1%	48.2%
净利率	41.9%	21.9%	20.8%	21.1%
ROE	20.0%	11.0%	12.2%	13.9%
偿债能力				
资产负债率	25.1%	20.7%	20.7%	20.3%
流动比率	2.29	3.41	3.77	4.21
速动比率	1.72	2.70	2.96	3.26
营运能力				
资产周转率	40.5%	41.9%	48.6%	55.5%
应收帐款周转率	616.2%	666.3%	687.4%	680.0
存货周转率	159.9%	163.1%	172.6%	170.3
每股资料(元)				
每股收益	2.44	1.70	2.35	3.34
每股经营现金	1.19	1.64	1.97	2.56
每股净资产	12.16	15.55	19.30	24.02
估值比率(倍)				
PE	35.1	50.2	36.4	25.6
PB	7.0	5.5	4.4	3.6

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn