

半年报业绩符合预期，CDMO业务持续兑现

投资要点

- 事件:**公司发布2022年半年报，2022年上半年公司实现营业收入7.3亿元，同比增长18.2%；实现归母净利润1.5亿元，同比下降59.8%；实现归母扣非净利润1.5亿元，同比增长4.2%。
- 利润短期承压，期间费用相对稳定。**2022H1公司毛利率为47.7%(-1.9pp)，净利率为22.4%(-19.5pp)，上半年归母净利润下降明显，主要由于去年同期完成控股浙江晖石，原持有股权公允价值重新计量产生2.22亿元非经常性损益所致，剔除非经常因素后归母扣非净利润同比增长4.2%，公司业绩仍实现增长；销售费用率为2.7%(-0.1pp)，管理费用率为11.9%(+1.4pp)，研发费用率为9.8%(+1.6pp)，财务费用率为-2.7%(-3.2pp)，管理费用增长较大主要由于人才储备及新研发厂区房屋转固折旧费用所致，研发费用增长明显主要因新分子砌块、工艺技术、新药发现技术等核心技术研发投入所致，财务费用大幅下降主要由于汇兑收益增加。分季度看，2022Q2公司实现收入4亿元(+18.9%)，实现归母净利润8225.5万元(-73.6%)，归母扣非净利润8591.2万元(+6.8%)，单季度收入和归母扣非净利润均为历史最高，2022Q1至Q2收入持续改善。
- 持续拓展全球商务合作广度与深度，CDMO业务高速增长。**2022H1公司CDMO业务实现收入5.5亿元(+10%)，剔除某大客户商业化项目交付周期阶段性影响后+21.1%，公司新增产能尚处于试运行及产能爬升阶段，对CDMO业务推动作用将在后续逐步体现。2022H1公司承接项目有890个处于临床前-临床II期（其中50个API项目、3个DS/DP一体化项目），38个处于临床III期-商业化阶段（其中5个API项目、1个DS/DP一体化项目），项目管线增长可持续。此外公司加大中小biotech客户市场开拓力度，强化客户池积累，2022H1公斤级以上终端客户数166家(+58%)；销售额500万以上客户数35家(+30%)。
- 立足分子砌块技术优势，拓展布局新兴业务领域。**预计2022H1公司分子砌块业务实现收入1.7亿元(+50.2%)，**1)寡核苷酸：**组建专门的研发团队，目前已经完成近600种相关砌块设计；**2)PROTAC：**针对其三个功能模块进行模块化设计合成，目前该领域的分子库覆盖40种以上E3 ligands和近1000种各类linker，个别产品规模已达百公斤以上；**3)ADC：**研发团队依托公司分子砌块独特资源，推出近百条linker-payload目录及近千条linker目录，部分linker产品已完成交付；承接国外某大型制药公司的ADC项目，负责高难度payload工艺开发。此外，浙江晖石正在加快建设高活公斤级实验室(OEB-5)，为后续承接包括ADC在内的高活性API项目提供产能保障。
- 新一期股权激励，保障核心管理团队稳固。**公司于7月6日完成2022年限制性股票激励计划首期授予，共向206名公司董事、高级管理人员、中高层管理人员及技术骨干授予限制性股票98.1万股，授予价格为51.5元/股。按照各年度业绩考核目标计算，公司2022-2025年对应业绩增速目标分别为20%、16.7%、14.3%、12.5%，年复合增长率为15.8%。股权激励激发公司核心员工活力，促进公司未来发展。
- 盈利预测与投资建议。**考虑公司处于业务转型及上升期，固定资产折旧增加、人员规模超前投入、可转债利息费用等致使公司短期成本及费用承压，但利于公司长期业务布局与合作拓展，为持续发展提供有力支撑。预计2022-2024年EPS分别为1.92元、2.6元、3.43元，对应PE分别为44、32、24倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**订单不及预期；外延式拓展不及预期风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1201.63	1698.26	2382.60	3281.04
增长率	17.55%	41.33%	40.30%	37.71%
归属母公司净利润(百万元)	486.56	383.60	518.81	685.04
增长率	164.14%	-21.16%	35.25%	32.04%
每股收益EPS(元)	2.44	1.92	2.60	3.43
净资产收益率ROE	19.17%	13.15%	15.44%	17.38%
PE	34	44	32	24
PB	6.91	6.17	5.31	4.48

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)	68.38-204.68
总市值(亿元)	167.63
总资产(亿元)	34.26
每股净资产(元)	11.76

相关研究

- 药石科技(300725)：业绩短期承压，产能释放业绩增长可期(2022-05-02)
- 药石科技(300725)：业绩短期波动，看好长期成长属性(2021-10-29)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1201.63	1698.26	2382.60	3281.04	净利润	503.77	383.60	518.81	685.04
营业成本	623.34	878.02	1250.58	1744.31	折旧与摊销	57.03	58.78	74.49	92.24
营业税金及附加	8.28	12.35	16.61	23.16	财务费用	16.34	38.29	57.00	84.93
销售费用	24.28	35.66	50.03	68.90	资产减值损失	-9.50	0.00	0.00	0.00
管理费用	150.35	339.65	476.52	656.21	经营营运资本变动	-214.97	-226.20	-235.61	-328.63
财务费用	16.34	38.29	57.00	84.93	其他	-114.64	-2.29	0.76	-0.25
资产减值损失	-9.50	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	238.03	252.18	415.46	533.34
投资收益	238.15	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1197.05	-550.00	-560.00	-570.00
公允价值变动损益	1.67	0.00	0.00	0.00	其他	282.70	-100.00	-100.00	-100.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-914.34	-650.00	-660.00	-670.00
营业利润	492.96	394.28	531.85	703.52	短期借款	227.21	-0.05	436.69	405.20
其他非经营损益	14.81	12.35	12.83	13.01	长期借款	23.60	0.00	0.00	0.00
利润总额	507.77	406.63	544.68	716.53	股权融资	32.24	0.00	0.00	0.00
所得税	4.00	23.03	25.87	31.48	支付股利	-15.36	-97.31	-76.72	-103.76
净利润	503.77	383.60	518.81	685.04	其他	-122.46	-34.62	-47.00	-74.93
少数股东损益	17.21	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	145.22	-131.98	312.97	226.50
归属母公司股东净利润	486.56	383.60	518.81	685.04	现金流量净额	-548.09	-529.80	68.43	89.84
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	699.63	169.83	238.26	328.10	成长能力				
应收和预付款项	227.24	315.15	445.57	613.10	销售收入增长率	17.55%	41.33%	40.30%	37.71%
存货	447.94	639.22	914.92	1281.54	营业利润增长率	153.93%	-20.02%	34.89%	32.28%
其他流动资产	429.20	480.77	551.82	645.11	净利润增长率	173.48%	-23.85%	35.25%	32.04%
长期股权投资	7.72	7.72	7.72	7.72	EBITDA 增长率	135.37%	-13.24%	35.00%	32.77%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1171.48	1625.75	2064.30	2485.10	毛利率	48.13%	48.30%	47.51%	46.84%
无形资产和开发支出	467.65	505.33	553.01	610.69	三费率	15.89%	24.35%	24.49%	24.69%
其他非流动资产	56.06	155.34	254.62	353.89	净利润率	41.92%	22.59%	21.78%	20.88%
资产总计	3506.92	3899.10	5030.21	6325.26	ROE	19.17%	13.15%	15.44%	17.38%
短期借款	347.64	347.59	784.29	1189.49	ROA	14.36%	9.84%	10.31%	10.83%
应付和预收款项	327.13	426.87	623.85	862.32	ROIC	38.02%	16.67%	17.43%	18.61%
长期借款	23.60	23.60	23.60	23.60	EBITDA/销售收入	47.13%	28.93%	27.84%	26.84%
其他负债	180.83	183.59	238.93	309.03	营运能力				
负债合计	879.21	981.66	1670.68	2384.44	总资产周转率	0.41	0.46	0.53	0.58
股本	199.70	199.70	199.70	199.70	固定资产周转率	3.27	2.31	2.31	2.42
资本公积	1299.06	1299.06	1299.06	1299.06	应收账款周转率	6.52	7.03	7.02	6.96
留存收益	967.10	1253.39	1695.48	2276.77	存货周转率	1.60	1.58	1.58	1.57
归属母公司股东权益	2427.42	2717.15	3159.25	3740.53	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.43%	—	—	—
少数股东权益	200.29	200.29	200.29	200.29	资本结构				
股东权益合计	2627.71	2917.44	3359.54	3940.82	资产负债率	25.07%	25.18%	33.21%	37.70%
负债和股东权益合计	3506.92	3899.10	5030.21	6325.26	带息债务/总负债	42.22%	37.81%	48.36%	50.88%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	流动比率	2.29	1.82	1.38	1.27
EBITDA	566.33	491.35	663.34	880.70	速动比率	1.72	1.10	0.79	0.70
PE	34.45	43.70	32.31	24.47	股利支付率	3.16%	25.37%	14.79%	15.15%
PB	6.91	6.17	5.31	4.48	每股指标				
PS	13.95	9.87	7.04	5.11	每股收益	2.44	1.92	2.60	3.43
EV/EBITDA	28.42	33.61	25.30	19.30	每股净资产	12.16	13.61	15.82	18.73
股息率	0.09%	0.58%	0.46%	0.62%	每股经营现金	1.19	1.26	2.08	2.67
					每股股利	0.08	0.49	0.38	0.52

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

卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20%以下

行业评级

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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龑	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryrf@swsc.com.cn