

评级: 买入(维持)

市场价格: 30.14

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师: 崔少煜

执业证书编号: S0740522060001

Email: cuisy@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1594.70	1725.20	2065.63	2514.07	3063.41
增长率 yoy%	32.71%	8.18%	19.73%	21.71%	21.85%
净利润(百万元)	314.22	197.36	249.80	322.13	420.78
增长率 yoy%	-35.42%	-37.19%	26.57%	28.96%	30.62%
每股收益(元)	1.57	0.99	1.25	1.61	2.11
每股现金流量	1.24	1.24	4.34	1.43	2.62
净资产收益率	11.82%	6.97%	8.33%	9.79%	11.61%
P/E	19.15	30.49	24.09	18.68	14.30
PEG	-0.54	-0.82	0.91	0.65	0.47
P/B	2.26	2.12	2.01	1.83	1.66

备注: 截止 2024 年 04 月 23 日

基本状况

总股本(百万股)	199.66
流通股本(百万股)	168.45
市价(元)	30.14
市值(百万元)	6017.75
流通市值(百万元)	5077.08

股价与行业-市场走势对比

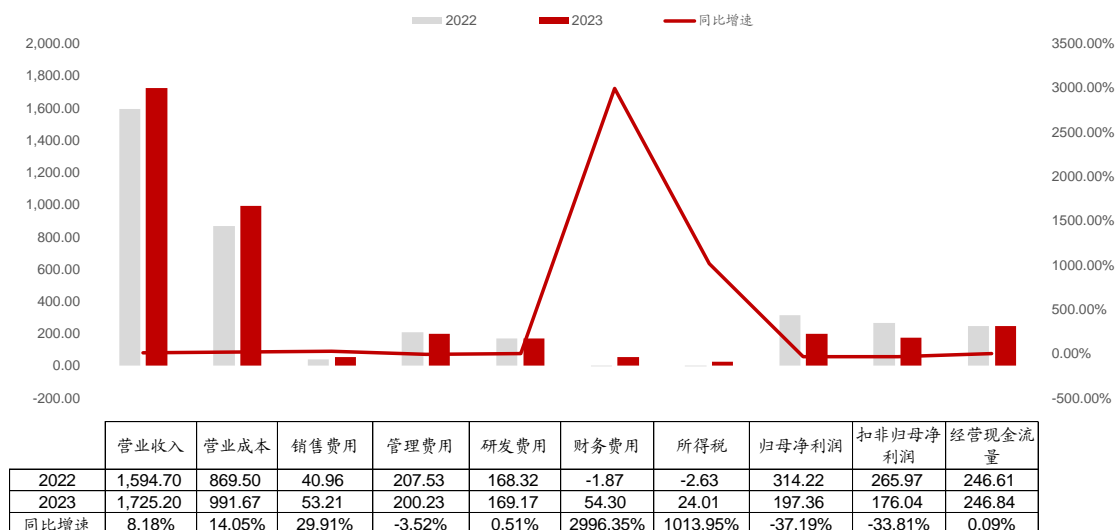


相关报告

- 《药石科技 (300725): 前三季度稳健增长, 毛利率波动及财务费用增加扰动利润-买入-(中泰证券_祝嘉琦_崔少煜)》2023.11.06
- 《药石科技 (300725): 收入稳健增长, 利润端受多因素影响略有波动-买入-(中泰证券_祝嘉琦_崔少煜)》2023.08.14

投资要点

- 事件: 公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报, 1) 2023 年公司实现营业收入 17.25 亿元, 同比增长 8.18%; 归母净利润 1.97 亿元, 同比下降 37.19%; 扣非归母净利润 1.76 亿元, 同比下降 33.81%; 2) 2024 年第一季度公司实现营业收入 3.77 亿元, 同比略降 1.56%; 归母净利润 4949 万元, 同比下降 14.32%; 扣非归母净利润 4143 万元, 同比略降 0.60%。
- 收入持续稳健增长, 利润端受多因素影响略有波动。分季度看, 公司 2023Q4 营业收入为 4.34 亿元 (+5.79%), 2023Q4 归母净利润 4331 万元 (-32.96%), 2023Q4 扣非归母净利润 1969 万元 (-14.66%)。此外, 2024Q1 营业收入为 3.77 亿元 (-1.56%), 2024Q1 归母净利润 4949 万元 (-14.32%), 2024Q1 扣非归母净利润 4143 万元 (-0.60%)。我们预计收入增速快于利润主要系: ①人才投入大幅增加: 2023 年人力资源相关支出 5.95 亿元 (+15.77%)。②可转债利息支出增加: 2023 年公司发行可转换公司债券募集资金用于浙江晖石少数股权收购、技改扩产项目等, 产生了利息支出 4783.15 万元。成本及各项费用管理能力略有承压, 2023 年毛利率约 42.52%(-2.96pp), 期间费用率 27.64% (+4.43pp), 此外, 2024Q1 毛利率约 42.69%(-2.55pp), 期间费用率 27.50% (-6.85pp)。
- 前端药物研究阶段的产品和服务业务壁垒夯实, 2023 年新设计分子砌块超 1.5 万种。2023 年前端药物研究阶段的产品和服务收入 3.45 亿元 (+12.13%), 新设计分子砌块超过 1.5 万种, 覆盖 KRAS G12C、KRAS G12D、pan-KRAS、BCL-2、BRAF、BTK、CDK、CFB、GLP-1、PI3K、TKY2、NaV 1.8 等热门靶点需求; 完成超过 6 千种全新分子砌块的合成, 持续助力新药研发; 利用全新的酶化学技术, 设计和合成了一系列市场独有的非天然氨基酸, 满足目前以 GLP-1 为代表的多肽药物开发需求。
- 后端药物开发及商业化阶段的产品和服务增长持续稳健, 产业链纵向延伸有望带来长期成长。2023 年后端药物开发及商业化阶段的产品和服务收入 13.80 亿元 (+7.24%)。项目上, 2200 个处临床前至临床 II 期, 62 个处临床 III 期至商业化, 此外, 产能方面, 浙江晖石 501、502 两个新建车间产能爬坡至稳定阶段, 带动晖石全年生产批次较 2022 年提高 31.07%, 产能覆盖率 62.47%, 单批次生产成本下降 3.66%。随着前期项目持续向后端延伸, CDMO 业绩有望逐步收获。
- 盈利预测与投资建议: 考虑公司业务受全球投融资变化略有波动, 我们预计 2024-2026 年公司收入 20.66、25.14 和 30.63 亿元 (调整前 2024-2025 年约 20.66 和 26.14 亿元), 同比增长 19.73%、21.71%、21.85%, 考虑到公司新产能逐步投入, 折旧摊销有可能导致毛利率略有波动, 我们预计 2024-2026 年归母净利润 2.50、3.22 和 4.21 亿元 (调整前 2024-2025 年约 3.32 和 4.34 亿元), 同比增长 26.57%、28.96%、30.62%。公司为分子砌块领域的领先企业, 依托分子砌块纵向开拓 CDMO 业务, 带来长期成长性, 维持“买入”评级。
- 风险提示事件: 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险; 核心技术人员流失风险; 分子砌块市场竞争加剧风险; 原材料供应及其价格上涨的风险, 环保和安全生产风险; 汇率波动风险。

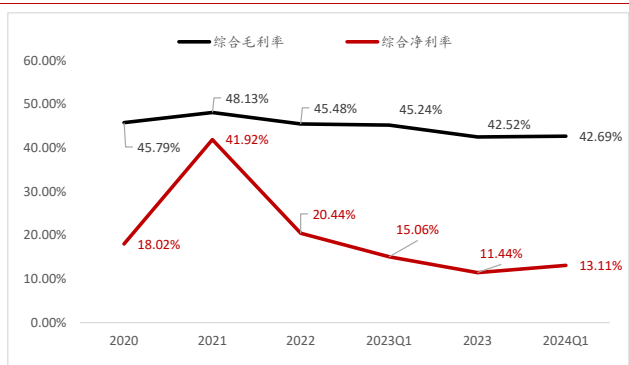
图表 1: 药石科技主要财务指标变化 (单位: 百万元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

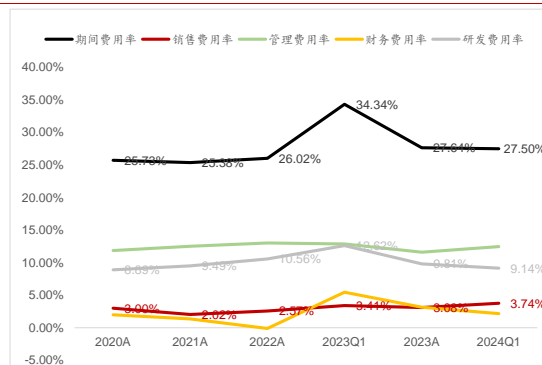
图表 2: 药石科技分季度财务数据 (单位: 百万元, %)

项目	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
营业收入	335.64	399.00	450.06	410.00	383.44	460.62	447.40	433.74	377.46
营业收入同比	17.44%	18.91%	59.83%	37.26%	14.24%	15.44%	-0.59%	5.79%	-1.56%
营业收入环比	12.37%	18.88%	12.80%	-8.90%	-6.48%	20.13%	-2.87%	-3.05%	-12.98%
营业成本	175.73	208.17	240.46	245.14	209.99	265.40	262.32	253.96	216.31
毛利率	47.64%	47.83%	46.57%	40.21%	45.24%	42.38%	41.37%	41.45%	42.69%
销售费用	10.26	9.44	11.27	9.98	13.06	14.03	14.06	12.05	14.12
管理费用	39.46	48.08	62.00	57.99	49.33	51.55	47.87	51.48	47.05
研发费用	27.53	44.30	49.38	47.12	48.39	44.08	40.06	36.64	34.51
财务费用	0.12	-19.93	-20.54	38.47	20.90	20.90	17.26	34.55	8.12
营业利润	79.96	87.54	96.63	32.57	50.94	39.82	47.18	46.66	52.84
利润总额	82.99	91.65	107.85	40.76	54.06	66.82	49.26	51.24	55.60
所得税	8.63	1.26	11.33	-23.84	-3.70	10.69	9.10	7.92	6.12
归母净利润	70.84	82.26	96.52	64.60	57.76	56.13	40.16	43.31	49.49
归母净利润同比	1.53%	-73.59%	57.87%	46.22%	-18.46%	-31.77%	-58.39%	-32.96%	-14.32%
净利率	21.11%	20.62%	21.45%	15.76%	15.06%	12.19%	8.98%	9.99%	13.11%
扣非归母净利润	65.23	85.91	91.76	23.07	41.68	66.60	48.08	19.69	41.43
扣非归母净利润同比	0.88%	6.77%	64.72%	-28.29%	-36.10%	-22.48%	-47.60%	-14.66%	-0.60%
扣非净利率	19.43%	21.53%	20.39%	5.63%	10.87%	14.46%	10.75%	4.54%	10.98%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 药石科技毛利率净利率概况


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 药石科技费用率概况


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

风险提示

研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险

- 报告中使用了大量公开资料，可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

核心技术人员流失风险

- 公司从事的药物分子砌块研发与生产业务为技术密集型，高素质专业人才是公司的核心竞争要素。虽然公司持续为员工提供有竞争力的薪酬及股权激励，但由于行业近些年来发展迅速，对专业人才需求与日俱增，不排除发生人才流失或人才短缺的情况，这将给公司经营带来不利影响。

分子砌块市场竞争加剧风险

- 公司业务以分子砌块为核心，虽然行业壁垒较高以及公司有强劲的核心竞争力，但不排除较为成熟的或研发实力较强的 CRO/CDMO 公司，药企，化工企业转型系统性深耕分子砌块领域，将会加大竞争，公司业务将受到较大的影响。

毛利率下降的风险

- 公司凭借自身技术及产品方面的优势，目前的综合毛利率维持在较高水平，随着公司的快速发展，公司业务规模及范围将进一步扩大，如果公司不能始终保持在技术和产品方面的竞争优势，随着销售规模的扩大，公司的毛利率有趋同同行业毛利率的可能，存在下降的风险。

原材料供应及其价格上涨的风险

- 公司研发、生产所需原材料主要以基础化工原料、化学试剂和溶剂为主，这些原材料市场供应充足、价格较为市场化，且公司与主要供应商已建立稳定的合作关系，但是如果宏观经济环境发生重大变化或发生自然灾害等不可抗力，可能会出现原材料短缺、价格波动或原材料不能达到公司生产所要求的质量标准等情况，会影响公司的正常经营。

环保和安全生产风险

- 随着公司业务规模的逐步扩大，环保及安全生产方面的压力也在增大，可能会存在因设备故障、人为操作不当、自然灾害等不可抗力事件导致的安全环保方面事故的风险。一旦发生安全环保事故，不仅客户可能会中止与公司的合作，且公司将面临着政府有关监管部门的处罚、责令整改或停产的可能，进而严重影响公司正常的业务经营。

汇率波动风险

- 公司海外销售较高，海外客户以美元结算订单，随着公司业务持续、稳定的发展，公司业务量逐渐变大，汇率波动将会对公司业绩产生较大的影响。

图表 5: 药石科技财务模型预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	2818	2984	3439	4179	营业收入	1725	2066	2514	3063
现金	511	905	1085	1576	营业成本	992	1195	1447	1747
应收账款	474	199	226	266	营业税金及附加	19	19	24	29
其他应收款	3	5	5	6	营业费用	53	68	82	96
预付账款	12	58	68	77	管理费用	200	269	315	384
存货	725	892	1072	1298	财务费用	54	-29	-41	-55
其他流动资产	1094	925	982	957	资产减值损失	-38	0	0	0
非流动资产	2286	2130	1970	1805	公允价值变动收益	-21	0	0	0
长期投资	0	1	1	1	投资净收益	11	3	3	2
固定资产	1495	1479	1390	1265	营业利润	185	268	351	456
无形资产	109	105	100	95	营业外收入	41	0	0	0
其他非流动资产	681	546	479	444	营业外支出	4	0	0	0
资产总计	5104	5114	5409	5983	利润总额	221	268	351	456
流动负债	1056	1101	1011	1265	所得税	24	19	29	36
短期借款	237	253	0	0	净利润	197	250	322	421
应付账款	193	134	191	336	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	626	713	820	929	归属母公司净利润	197	250	322	421
非流动负债	1216	1016	1108	1095	EBITDA	359	393	473	569
长期借款	50	50	50	50	EPS (元)	0.99	1.25	1.61	2.11
其他非流动负债	1166	966	1058	1045					
负债合计	2272	2117	2119	2360	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
股本	200	200	200	200	成长能力				
资本公积	1090	1090	1090	1090	营业收入	8.2%	19.7%	21.7%	21.9%
留存收益	1439	1627	1891	2229	营业利润	-37.8%	45.4%	30.8%	30.0%
归属母公司股东权益	2832	2997	3290	3623	归属于母公司净利润	-37.2%	26.6%	29.0%	30.6%
负债和股东权益	5104	5114	5409	5983	获利能力				
					毛利率(%)	42.5%	42.1%	42.5%	43.0%
					净利率(%)	11.4%	12.1%	12.8%	13.7%
					ROE(%)	7.0%	8.3%	9.8%	11.6%
					ROIC(%)	5.3%	6.6%	8.5%	11.6%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	44.5%	41.4%	39.2%	39.4%
					净负债比率(%)	29.05%	23.51%	12.95%	12.25%
					流动比率	2.67	2.71	3.40	3.30
					速动比率	1.94	1.86	2.29	2.23
					营运能力				
					总资产周转率	0.35	0.40	0.48	0.54
					应收账款周转率	4	6	11	12
					应付账款周转率	4.22	7.30	8.89	6.63
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.99	1.25	1.61	2.11
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.24	4.34	1.43	2.62
					每股净资产(最新摊薄)	14.19	15.01	16.48	18.15
					估值比率				
					P/E	30.49	24.09	18.68	14.30
					P/B	2.12	2.01	1.83	1.66
					EV/EBITDA	20	18	15	13

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 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, 可能会随时调整。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。