

公司研究

逐季改善，CDMO 项目数量高增长

——药石科技（300725.SZ）2022 年中报点评

买入（维持）

当前价：82.56 元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.00
总市值(亿元):	164.84
一年最低/最高(元):	65.93/210.56
近3月换手率:	99.55%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-9.72	-0.57	-24.70
绝对	-14.30	-13.90	-45.35

资料来源：Wind

相关研报

CDMO 业务漏斗效应强化，22 年产能释放加速——药石科技（300725.SZ）2021 年报及 2022 年一季报点评（2022-05-04）

2021Q2 业绩超预期，分子砌块导流+M 端能力升级——药石科技（300725.SZ）2021 年中报点评（2021-08-01）

21Q1 业绩超预期，新业务拓展打开成长空间——药石科技（300725.SZ）2021 年一季报点评（2021-04-25）

要点

事件：公司发布 2022 年中报，上半年实现营收 7.35 亿元（+18.23% YOY），剔除某大客户商业化项目交付周期阶段性影响，上半年收入同比+29.00%；归母净利润 1.53 亿元（-59.84% YOY），扣非归母净利润为 1.51 亿元（+4.15% YOY），符合市场预期。

分季度：单季度业绩创历史新高，持续改善。

22Q2，公司实现营收 3.99 亿元（+18.91% YOY），归母净利润 0.82 亿元（-73.59% YOY），扣非归母净利润为 0.86 亿元（+6.78% YOY），扣非归母净利润创历史新高，22Q1 至 22Q2 收入持续改善。盈利能力方面，22Q2，公司毛利率 47.83%（-3.66pp YOY），扣非归母净利率 21.53%（-2.45pp YOY），主要是公司正处于业务转型及上升期，人力资源超前投入、固定资产折旧增加和可转债利息费用等导致短期成本及费用承压。

分业务：CDMO 业务项目数量高增长，CMC 及分子砌块业务双向引流。

- **CDMO 业务：**2022H1，公司 CDMO 收入 5.55 亿元（+9.96% YOY），剔除大客户订单交付周期性影响后，22H1 公司 CDMO 收入同比+21.14%；毛利率 43.17%（-2.13pp YOY），主要是固定资产转固及晖石并表时长差异导致折旧增加。订单结构及客户结构的变化，显示公司 CDMO 业务漏斗效应强化：（1）2022H1，公司承接项目中有 890 余个处在临床前至临床 II 期（21H1 为 320 余个），38 个处在临床 III 期至商业化阶段（21H1 为 29 个），项目数量高增长；（2）2022H1，公司公斤级以上终端客户数 166 家，同比+58%；销售额 500 万以上客户数 35 家，同比+30%。新产能爬坡节奏方面，浙江晖石 501 车间新增的 165m³ 产能，于 22 年 3 月启用后，历时两个多月设备覆盖率即提升至 80%；502 车间将于 22 年 8 月底启用，新增产能 94m³，预计至 22 年底前完成产能爬坡；503 车间预计 22 年底启用，新增产能 171m³。公司 CDMO 业务目前以单笔金额较小的临床早期项目为主，随着临床后期管线数量的增多，公司 CDMO 产能的产值有望逐步提升。
- **分子砌块业务：**2022H1，公司分子砌块收入 1.73 亿元（+50.15% YOY），毛利率 61.95%（-6.82pp YOY），主要受业务结构变化的影响。公司采取了分子砌块及 CMC 双向引流的策略：截至目前，公司承接的 API、制剂 CMC 项目中，有 34% 的客户基于分子砌块目录业务合作基础或零星中间体定制业务，拓展至一体化 CMC 合作；有 40% 的客户与公司直接开展 CMC 项目合作，显示公司在 CMC 领域的行业竞争力提升。

盈利预测、估值与评级：公司是药物分子砌块龙头，分子砌块业务突破实验室产能瓶颈，CDMO 业务漏斗效应强化，业绩将持续较高增长。考虑到业务转型阶段成本费用承压，我们下调公司 22-24 年归母净利润为 3.40/4.78/6.74 亿元（较原预测分别下调 10.7%/11.5%/11.3%），按照最新股本测算 EPS 分别为 1.70/2.39/3.38 元，现价对应 PE 分别为 48/34/24 倍，考虑到公司未来 3~5 年利润端有望维持高增长（扣除 21 年浙江晖石 2.22 亿元投资收益影响后预计 22 年净利润同比增长 29%），同时估值处于近三年来相对低位，维持“买入”评级。

风险提示：CDMO 业务拓展不及预期的风险，国内外疫情加剧的风险，市场竞争加剧的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,022	1,202	1,633	2,275	3,181
营业收入增长率	54.36%	17.55%	35.91%	39.30%	39.81%
净利润 (百万元)	184	487	340	478	674
净利润增长率	21.13%	164.14%	-30.06%	40.48%	40.99%
EPS (元)	1.20	2.44	1.70	2.39	3.38
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.72%	20.04%	12.38%	14.96%	17.61%
P/E	69	34	48	34	24
P/B	6.7	6.8	6.0	5.2	4.3

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2022-08-16; 2020-2022 年股本数分别为 1.54/2.00/2.00 亿股

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,022	1,202	1,633	2,275	3,181
营业成本	554	623	863	1,196	1,668
折旧和摊销	24	53	65	82	97
税金及附加	6	8	11	15	21
销售费用	31	24	33	46	64
管理费用	121	150	209	289	402
研发费用	91	114	160	212	280
财务费用	20	16	-19	-15	-8
投资收益	3	238	2	2	2
营业利润	194	493	372	525	742
利润总额	205	508	383	536	754
所得税	20	4	38	53	75
净利润	184	504	345	483	679
少数股东损益	0	17	5	5	5
归属母公司净利润	184	487	340	478	674
EPS(元)	1.20	2.44	1.70	2.39	3.38

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	272	238	229	289	395
净利润	184	487	340	478	674
折旧摊销	24	53	65	82	97
净营运资金增加	122	248	258	420	598
其他	-59	-550	-434	-691	-974
投资活动产生现金流	-145	-914	-323	-323	-198
净资本支出	-75	-506	-250	-250	-150
长期投资变化	156	8	0	0	0
其他资产变化	-225	-417	-73	-73	-48
融资活动现金流	993	145	-197	194	30
股本变化	9	46	0	0	0
债务净变化	60	261	-215	182	25
无息负债变化	182	88	91	198	274
净现金流	1,096	-548	-291	160	226

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	45.8%	48.1%	47.2%	47.4%	47.6%
EBITDA 率	24.2%	29.0%	25.6%	26.3%	26.5%
EBIT 率	21.6%	24.2%	21.6%	22.7%	23.4%
税前净利润率	20.0%	42.3%	23.5%	23.6%	23.7%
归母净利润率	18.0%	40.5%	20.8%	21.0%	21.2%
ROA	7.6%	14.4%	9.3%	10.6%	12.4%
ROE (摊薄)	9.7%	20.0%	12.4%	15.0%	17.6%
经营性 ROIC	26.2%	12.6%	11.3%	13.6%	16.5%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	22%	25%	20%	25%	26%
流动比率	3.94	2.29	2.66	2.32	2.50
速动比率	3.29	1.72	1.81	1.54	1.64
归母权益/有息债务	15.73	6.37	16.54	9.18	10.27
有形资产/有息债务	19.48	7.92	19.09	11.37	13.01

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	2,425	3,507	3,708	4,541	5,475
货币资金	1,245	700	408	569	795
交易性金融资产	108	304	304	304	304
应收账款	167	201	245	341	477
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	1	2	3	4	6
存货	310	448	560	781	1,093
其他流动资产	28	125	190	288	425
流动资产合计	1,873	1,804	1,745	2,335	3,166
其他权益工具	1	1	1	1	1
长期股权投资	156	8	8	8	8
固定资产	138	596	754	888	966
在建工程	171	575	536	507	433
无形资产	34	111	159	205	250
商誉	31	356	356	356	356
其他非流动资产	7	33	58	58	58
非流动资产合计	552	1,703	1,963	2,206	2,309
总负债	531	879	755	1,135	1,434
短期借款	120	348	143	324	349
应付账款	56	116	110	152	212
应付票据	128	152	221	307	428
预收账款	0	0	8	11	15
其他流动负债	3	2	3	3	4
流动负债合计	476	789	656	1,008	1,266
长期借款	0	24	24	24	24
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	54	54	73	101	141
非流动负债合计	55	90	99	127	168
股东权益	1,895	2,628	2,953	3,405	4,042
股本	154	200	200	200	200
公积金	1,364	1,373	1,399	1,399	1,399
未分配利润	444	893	1,188	1,635	2,266
归属母公司权益	1,895	2,427	2,748	3,195	3,826
少数股东权益	0	200	205	210	215

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	3.00%	2.02%	2.02%	2.02%	2.02%
管理费用率	11.85%	12.51%	12.80%	12.70%	12.65%
财务费用率	1.99%	1.36%	-1.16%	-0.65%	-0.24%
研发费用率	8.89%	9.49%	9.80%	9.30%	8.80%
所得税率	10%	1%	10%	10%	10%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.10	0.10	0.15	0.21	0.30
每股经营现金流	1.77	1.19	1.15	1.45	1.98
每股净资产	12.33	12.16	13.76	16.00	19.16
每股销售收入	6.65	6.02	8.18	11.39	15.93

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	69	34	48	34	24
PB	6.7	6.8	6.0	5.2	4.3
EV/EBITDA	47.0	48.1	40.1	28.2	20.1
股息率	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE