

2022年08月15日

公司研究

评级: 买入(维持)

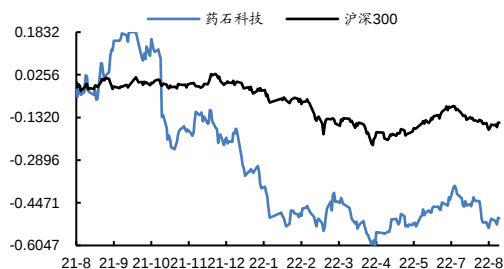
研究所

证券分析师: 周小刚 S0350521090002
zhouxg@ghzq.com.cn

半年报业绩符合预期, 持续看好 CDMO 转型

——药石科技 (300725) 点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现 2022/08/12

表现	1M	3M	12M
药石科技	-8.5%	0.6%	-51.6%
沪深 300	-2.8%	5.9%	-15.7%

市场数据 2022/08/12

当前价格 (元)	85.51
52 周价格区间 (元)	66.00-220.21
总市值 (百万)	17,072.76
流通市值 (百万)	13,948.51
总股本 (万股)	19,965.81
流通股本 (万股)	16,312.14
日均成交额 (百万)	160.92
近一月换手 (%)	1.56

《——药石科技 (300725) 事件点评: 股权激励绑定核心团队, 加速 CDMO 能力建设 (买入)*化学制药*周小刚》——2022-06-21

《——药石科技 (300725) 事件点评: 一季度业绩基本符合预期, 看好后续业绩提速 (买入)*化学制药*周小刚》——2022-05-01

《药石科技 (300725) 深度报告: 把握砌块核心技术, 深化后端 CDMO 布局 (买入)*化学制药*周小刚》——2022-03-25

事件:

药石科技发布 2022 年半年报: 2022 年上半年, 公司实现营业收入 7.35 亿元 (+18.23%), 实现归母净利润 1.53 亿元 (-59.84%), 扣非归母净利润 1.51 亿元 (+4.15%)。其中, 2022 年第二季度公司实现营业收入 3.99 亿元 (+18.91%), 实现归母净利润 8226 万元 (-73.59%), 扣非归母净利润 8591 万元 (+6.78%), 业绩符合预期。

投资要点:

- **剔除大客户商业化项目影响, 常规业务维持高速增长。** 2022 年上半年, 剔除大客户商业化项目影响, 收入同比增长 29.00%。其中 CDMO 收入 5.55 亿元, 同比增长 9.96%, 剔除大客户商业化项目影响后, 同比增长 21.14%; 分子砌块收入 1.73 亿元, 同比增长 50.15%; 其他收入 646.11 万元, 同比增长 341.91%。
- **加大对研发平台与能力建设投入, 短期利润端存在一定压力。** 因固定资产增加及晖石合并产生的差异, 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%; 人力资源相关支出 2.35 亿元, 较去年同期增加 1.06 亿元, 增幅 82.16%; 研发费用 7,182.23 万元, 较去年同期增长 2,101.55 万元, 增幅 41.36%; 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 775.68 万元。
- **多种形式积累客户群。** 公司充分利用分子砌块业务积累的客户资源, 激活 CMC 项目合作。目前公司承接的 API、制剂 CMC 项目中, 有 26% 的客户基于和公司长期合作建立的信任关系; 有 34% 的客户原先有一定分子砌块目录业务合作基础或零星中间体定制业务; 有 40% 的客户直接从 CMC 项目切入。
- **项目管线不断丰富。** 2022 年上半年, 公司承接的项目中有 890 个处于临床前至临床 II 期, 38 个处在临床 III 期至商业化阶段。上半年 API 项目承接 55 个, 有 26 个来自欧美客户, 其中 5 个进入 III 期、注册验证及商业化阶段; 成功进行了 1 个中国 IND 注册申报工作。制剂 CDMO 业务取得重大进展, 共为 7 个客户 10 个化合物提供制剂 CDMO 服务, 订单金额超过 2,800 万元。

- **拓展新型小分子业务。** 针对寡核苷酸方向，完成近 600 种相关砌块设计；针对 PROTAC 方向，完成了 1 个 PROTAC API 项目的工艺开发和 GMP 生产，满足了客户的 IND 申报及临床研究要求，此外还有多个 PROTAC API 及 E3 ligands 项目处于开发阶段；针对 ADC 方向，推出了近百条的 linker-payload 目录以及近千条的 linker 目录，部分 linker 产品已完成交付。并对国外某某大型制药公司的 ADC 项目完成了关键中间体线性路线 17 步的工艺优化，较原有路线收率翻倍。
- **盈利预测和投资评级** 长期看好公司在 CDMO 领域一体化布局，产能陆续投放，技术能力不断完善，业绩有望维持稳定增长。考虑到下半年公司折旧费用、人员成本、研发费用会进一步增加，我们略微下调业绩预测。预计 2022/2023/2024 年收入为 16.11 亿元/22.12 亿元/30.15 亿元，对应归母净利润 3.51 亿元/5.00 亿元/6.96 亿元，对应 PE 为 48.70/34.15/24.53。维持“买入”评级。
- **风险提示** 竞争格局恶化；新冠疫情加剧；药石科技 CDMO 产能释放不及预期；药石科技 CDMO 订单承接不及预期；汇率波动；原材料价格波动

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1202	1611	2212	3015
增长率(%)	18	34	37	36
归母净利润（百万元）	487	351	500	696
增长率(%)	164	-28	43	39
摊薄每股收益（元）	2.46	1.76	2.50	3.49
ROE(%)	20	13	15	18
P/E	57.79	48.70	34.15	24.53
P/B	11.70	6.15	5.21	4.30
P/S	23.63	10.60	7.72	5.66
EV/EBITDA	85.52	33.87	24.50	17.95

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：药石科技盈利预测表

证券代码:	300725	股价:			85.51	投资评级:	买入		日期:	2022/08/12
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E	
盈利能力					每股指标					
ROE	20%	13%	15%	18%	EPS	2.46	1.76	2.50	3.49	
毛利率	48%	49%	49%	48%	BVPS	12.16	13.91	16.42	19.90	
期间费率	16%	15%	15%	14%	估值					
销售净利率	40%	22%	23%	23%	P/E	57.79	48.70	34.15	24.53	
成长能力					P/B	11.70	6.15	5.21	4.30	
收入增长率	18%	34%	37%	36%	P/S	14.21	10.60	7.72	5.66	
利润增长率	164%	-28%	43%	39%						
营运能力					利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	
总资产周转率	0.34	0.41	0.47	0.53	营业收入	1202	1611	2212	3015	
应收账款周转率	5.97	6.19	6.17	6.16	营业成本	623	824	1134	1554	
存货周转率	2.68	3.11	3.10	2.72	营业税金及附加	8	11	15	21	
偿债能力					销售费用	24	50	73	100	
资产负债率	25%	25%	25%	26%	管理费用	150	177	232	302	
流动比	2.29	2.12	2.33	2.56	财务费用	16	15	20	20	
速动比	1.69	1.50	1.63	1.70	其他费用/（-收入）	114	158	210	286	
					营业利润	493	371	526	736	
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	营业外净收支	15	9	9	9	
现金及现金等价物	1004	834	1179	1568	利润总额	508	380	535	745	
应收款项	201	260	359	490	所得税费用	4	17	25	34	
存货净额	448	519	715	1107	净利润	504	363	510	710	
其他流动资产	151	265	270	294	少数股东损益	17	12	10	14	
流动资产合计	1804	1878	2522	3459	归属于母公司净利润	487	351	500	696	
固定资产	596	682	745	787						
在建工程	575	875	875	875	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	
无形资产及其他	524	524	524	524	经营活动现金流	238	313	525	565	
长期股权投资	8	8	8	8	净利润	487	351	500	696	
资产总计	3507	3966	4674	5652	少数股东权益	17	12	10	14	
短期借款	348	348	348	348	折旧摊销	59	114	137	159	
应付款项	267	273	376	515	公允价值变动	-2	0	0	0	
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-111	-159	-114	-293	
其他流动负债	174	265	360	489	投资活动现金流	-914	-655	-180	-176	
流动负债合计	789	886	1083	1351	资本支出	-506	-491	-191	-191	
长期借款及应付债券	24	24	24	24	长期投资	-429	-172	0	0	
其他长期负债	67	67	67	67	其他	20	8	11	15	
长期负债合计	90	90	90	90	筹资活动现金流	145	0	0	0	
负债合计	879	976	1174	1442	债务融资	169	0	0	0	
股本	200	200	200	200	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	2628	2990	3501	4211	其它	-24	0	0	0	
负债和股东权益总计	3507	3966	4674	5652	现金净增加额	-548	-342	345	389	

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【医药小组介绍】

周小刚，医药行业首席分析师，复旦大学经济学硕士、西安交通大学工学本科，具有5年医药实业工作经验、7年医药研究工作经验。

李畅，助理分析师，北京大学药理学硕士，具有1年医疗实业工作经验，2022年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药等板块。

李明，助理分析师，北京大学硕士，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗服务、眼科产业板块。

林羽茜，助理分析师，悉尼大学硕士，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械、上游制药装备板块。

赵宁宁，助理分析师，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融复合背景，曾任职国海证券食品饮料组，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖中药等板块

【分析师承诺】

周小刚，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。