

## 药石科技(300725.SZ)

## 业绩逐季改善，CDMO业务加速可期

## 推荐（维持）

股价：85.51 元

## 主要数据

行业	医药
公司网址	www.pharmablock.com
大股东/持股	杨民民/20.69%
实际控制人	杨民民
总股本(百万股)	200
流通 A 股(百万股)	163
流通 B/H 股(百万股)	
总市值(亿元)	171
流通 A 股市值(亿元)	139
每股净资产(元)	11.62
资产负债率(%)	45.8

## 行情走势图



## 证券分析师

倪亦道 投资咨询资格编号  
S1060518070001  
021-38640502  
NIYIDAO242@pingan.com.cn

叶寅 投资咨询资格编号  
S1060514100001  
BOT335  
YEYIN757@pingan.com.cn



## 事项：

公司发布 2022 年中报，上半年实现营收 7.35 亿元（+18.23%），实现归属净利润 1.53 亿元（-59.84%），扣非后归属净利润 1.51 亿元（+4.15%）。其中 Q2 实现营收 3.99 亿元（+18.91%），实现归属净利润 0.82 亿元（-73.59%），扣非后归属净利润 0.86 亿元（+6.78%），符合预期。

## 平安观点：

## ■ 上年高基数下实现正向增长，各项投入先发先至减少短期利润

新研发大楼及晖石 501 车间的启用缓解了公司产能不足的状况，帮助公司 Q2 在上年高基数的情况下继续实现 18.91% 的收入增长。上半年的收入中，实验室产能占用相对多、交付周期相对短的分子砌块业务实现营收 1.73 亿元（+50.15%），实现高速增长，充分展现出扩产的效果。CDMO 业务实现营收 5.55 亿元（+9.96%），3 月投入使用的晖石 501 车间尚在爬坡阶段，Q2 贡献业绩较少，加上大客户订单交付周期因素，增长低于整体水平。

上半年公司整体毛利率为 47.74%（-1.90pct），主要的负面影响因素包括新设施转固带来的折旧增加、运费科目调整及部分原材料涨价，而汇率差则贡献了少量正向影响。随客户相关产品的研发推进，上半年公司分子砌块业务单位订单采购体量变大，项目毛利率下降，因此砌块业务的毛利率下降幅度（-6.82pct）大于整体水平。

公司在研发与生产能力建设上投入较大，而相应产出存在释放过程，因此短期利润受到一定影响。上半年公司因固定资产转固及晖石并表时长差异（21 年 4 月并表）导致折旧增加 1666.83 万元（+83.97%）；为配合业务扩大和延伸，公司招揽各方向人才，上半年人力资源相关开支同比增加 1.06 亿元（+82.16%）；新分子砌块、生产工艺、新药发现等技术研发投入增长 2101.55 万元（+41.36%）。此外，其他利润影响因素还包括股权激励摊销 842 万元（上年同期 2082 万元），利息净支出 1058 万元（包括可转债利息 776 万元，上年同期-209 万元），公允价值变动收益-1104 万元（上年同期 104 万元），汇兑收益 3074 万元（上年同期-519 万元）。我们认为随着各类投入项目逐渐进入产出阶段，公司收入增速及盈利能力均有望更上一层楼。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,022	1,202	1,598	2,248	3,137
YOY(%)	54.4	17.5	33.0	40.7	39.5
净利润(百万元)	184	487	323	452	661
YOY(%)	21.1	164.1	-33.6	40.0	46.2
毛利率(%)	45.8	48.1	46.9	46.3	46.1
净利率(%)	18.0	40.5	20.2	20.1	21.1
ROE(%)	9.7	20.0	11.7	14.1	17.1
EPS(摊薄/元)	0.92	2.44	1.62	2.26	3.31
P/E(倍)	92.7	35.1	52.9	37.8	25.8
P/B(倍)	9.0	7.0	6.2	5.3	4.4

## ■ CDMO 业务需求、供给两端双双加强，加速可期

作为公司重要的新增业务板块，CDMO 放量能为公司发展提供强劲推力，因此公司同时在需求和供给两端加大开拓力度。我们预期下半年公司 CDMO 业务能够迎来更好表现。

需求端：公司在欧美追加更多 BD 人员，同时多位高管也承担起客户开拓职责。报告期内公司承接 890（比上年同期+570）个临床前至临床 2 期项目，38（比上年同期+9）个临床 3 期至商业化阶段项目，其中不乏附加值高、生产链条长的 API 及制剂项目。公司 CMC 客户数量也有显著增长，且其中相当一部分之前并未与公司有过砌块或定制业务合作。

供给端：501 车间于 3 月启用，预期 Q3-Q4 期间会有更多项目兑现到收入端；502 车间即将投入使用，其相对较小的反应釜很契合公司早期项目众多的现状，有望迅速实现产能爬坡；503 车间计划于 2023 年上半年启用，进一步消除产能瓶颈，为项目推进后的放大需求做准备；制剂方面，山东药石的口服固体制剂车间也已通过审核，即将进入使用。药石由实验室业务（砌块）起家，其理念与流程更贴近实验室业务而非规模化生产，为进一步提升公司 CDMO 实力，公司也在继续引入熟悉 CMC、质控的高等级人才，帮助 CDMO 团队尽快提高运转效率。

## ■ 业务范围迅速拓宽，技术能力持续提高

公司从未局限在化学合成小分子上，管理层数年前就已经对各种新兴药物形态进行了布局，如今公司在寡核苷酸、PROTAC、ADC 等领域的布局已经初现成效。此类新兴业务普遍具有技术难度大、全球需求迅速膨胀但产能供给滞后的特点，较早的布局帮助公司取得了一定先发优势，从而充分享受市场红利。

对于分子砌块和 CDMO 行业而言，持续、主动的技术迭代是提高效率、降低成本获取竞争优势的重要途径。公司持续推进连续流、微填充床、酶催化、金属催化等技术能力的提高，致力于将这些技术应用延伸到规模化生产中去（例如连续流技术应用规模已从 2021 年的百千克级提升至吨级），并着手建设膜技术平台等更多技术领域。考虑到公司管理层对技术迭代的重视程度，我们对这些新兴技术扩大化应用的推进速度保持乐观。

- **维持“推荐”评级：**考虑公司产能释放节奏、股本变化及新增股权激励摊销，调整 2022-2024 年 EPS 为 1.62、2.26、3.31 元（原 1.88、2.70、3.82 元），维持“推荐”评级。

- **风险提示：**1）公司业务可预测性相对较弱，若实际业务发生节奏与公司预测差异较大，可能产生产能与需求不匹配的情况；2）若业务拓展的效果不及预期，可能影响公司发展；3）若客户因价格因素等情况不再续订产品可能影响公司业绩；4）若管理层的管理理念与方法不能随公司发展阶段及时切换，则可能影响公司发展。

资产负债表				
单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1,804	1,744	2,201	2,932
现金	700	514	586	794
应收票据及应收账款	201	240	338	472
其他应收款	2	3	4	6
预付账款	24	32	45	63
存货	448	543	773	1,084
其他流动资产	429	412	455	515
<b>非流动资产</b>	1,703	1,866	2,098	2,350
长期投资	8	3	1	1
固定资产	598	838	1,153	1,490
无形资产	111	114	133	143
其他非流动资产	986	911	812	716
<b>资产总计</b>	3,507	3,610	4,299	5,282
<b>流动负债</b>	789	573	814	1,141
短期借款	348	0	0	0
应付票据及应付账款	267	326	463	649
其他流动负债	174	248	351	491
<b>非流动负债</b>	90	86	82	78
长期借款	24	20	16	11
其他非流动负债	67	67	67	67
<b>负债合计</b>	879	659	897	1,219
少数股东权益	200	200	200	200
股本	200	200	200	200
资本公积	1,299	1,299	1,299	1,299
留存收益	929	1,252	1,704	2,364
<b>归属母公司股东权益</b>	2,427	2,750	3,202	3,863
<b>负债和股东权益</b>	3,507	3,610	4,299	5,282

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	236	423	424	607
净利润	504	323	452	661
折旧摊销	57	82	116	148
财务费用	16	6	-1	-2
投资损失	-238	4	1	-5
营运资金变动	-144	6	-144	-197
其他经营现金流	41	1	1	1
<b>投资活动现金流</b>	-914	-250	-350	-396
资本支出	494	250	350	400
长期投资	-429	0	0	0
其他投资现金流	-979	-500	-700	-796
<b>筹资活动现金流</b>	145	-358	-3	-2
短期借款	227	-348	0	0
长期借款	24	-4	-4	-4
其他筹资现金流	-106	-6	1	2
<b>现金净增加额</b>	-550	-185	72	208

资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表				
单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	1,202	1,598	2,248	3,137
营业成本	623	848	1,206	1,691
税金及附加	8	11	16	22
营业费用	24	32	45	63
管理费用	150	190	246	317
研发费用	114	160	225	301
财务费用	16	6	-1	-2
资产减值损失	-10	-11	-15	-20
信用减值损失	-2	-3	-3	-3
其他收益	0	0	-4	-7
公允价值变动收益	2	0	0	0
投资净收益	238	-4	-1	5
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	493	333	488	720
营业外收入	15	15	15	15
营业外支出	0	1	1	1
<b>利润总额</b>	508	347	502	734
所得税	4	24	50	73
<b>净利润</b>	504	323	452	661
少数股东损益	17	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	487	323	452	661
EBITDA	581	436	617	881
EPS (元)	2.44	1.62	2.26	3.31

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	17.5	33.0	40.7	39.5
营业利润(%)	153.9	-32.4	46.5	47.5
归属于母公司净利润(%)	164.1	-33.6	40.0	46.2
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	48.1	46.9	46.3	46.1
净利率(%)	40.5	20.2	20.1	21.1
ROE(%)	20.0	11.7	14.1	17.1
ROIC(%)	65.9	14.9	19.0	23.5
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	25.1	18.3	20.9	23.1
净负债比率(%)	-12.5	-16.8	-16.8	-19.3
流动比率	2.3	3.0	2.7	2.6
速动比率	1.5	1.9	1.5	1.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.6
应收账款周转率	6.0	6.7	6.7	6.7
应付账款周转率	5.4	7.9	7.9	7.9
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	2.44	1.62	2.26	3.31
每股经营现金流(最新摊薄)	1.18	2.12	2.13	3.04
每股净资产(最新摊薄)	12.16	13.78	16.04	19.35
<b>估值比率</b>				
P/E	35.1	52.9	37.8	25.8
P/B	7.0	6.2	5.3	4.4
EV/EBITDA	48.3	38.1	27.0	18.7

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）  
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）  
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）  
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

### 行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）  
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）  
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融  
中心 B 座 25 层  
邮编：518033

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 16 层  
邮编：100033