

## 评级: 买入(维持)

市场价格: 55.88

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

分析师: 崔少煜

执业证书编号: S0740522060001

Email: cuisy@r.qlzq.com.cn

## 公司盈利预测及估值

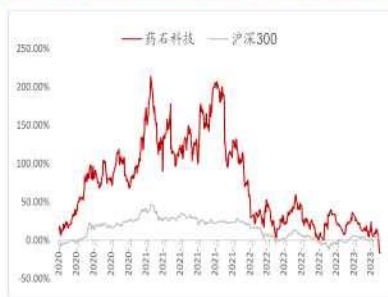
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1201.63	1594.70	2090.25	2736.69	3572.55
增长率 yoy%	17.55%	32.71%	31.07%	30.93%	30.54%
净利润(百万元)	486.56	314.22	390.10	501.98	706.46
增长率 yoy%	164.14%	-35.42%	24.15%	28.68%	40.73%
每股收益(元)	2.44	1.57	1.95	2.51	3.54
每股现金流量	1.19	1.24	2.67	2.01	3.53
净资产收益率	20.04%	11.82%	13.25%	14.60%	17.09%
P/E	22.93	35.51	28.60	22.23	15.79
PEG	0.14	-1.00	1.18	0.77	0.39
P/B	4.60	4.20	3.79	3.24	2.70

备注: 截止 2023 年 05 月 03 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)	55.88
市值(百万元)	11157.00
流通市值(百万元)	9412.99

## 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

1 《药石科技 (300725): Q3 收入持续强劲, 期待后端 CDMO 产能释放后不断发力-买入-(中泰证券\_祝嘉琦\_崔少煜)》 2022.10.25

2 《药石科技 (300725): 收入持续稳健, 后端产能释放有望贡献新增量-买入-(中泰证券\_祝嘉琦\_崔少煜)》 2022.08.14

## 投资要点

- **事件:** 1) 公司发布 2022 年年报, 2022 年公司实现营业收入 15.95 亿元, 同比增长 32.71%; 归母净利润 3.14 亿元, 同比下降 35.42%; 扣非归母净利润 2.66 亿元, 同比增长 14.15%。2) 公司发布 2023 年一季报, 2023 年第一季度公司实现营业收入 3.83 亿元, 同比增长 14.24%; 归母净利润 5776 万元, 同比下降 18.46%; 扣非归母净利润 4168 万元, 同比下降 36.10%。
- **收入持续快速增长, 利润端受多因素影响略有波动。** 分季度看, 公司 2022Q4 营业收入为 4.10 亿元 (+37.26%), 2022Q4 归母净利润 6460 万元 (+46.22%), 2022Q4 扣非归母净利润 2307 万元 (-28.29%)。此外, 2023Q1 营业收入为 3.83 亿元 (+14.24%), 2023Q1 归母净利润 5776 万元 (-18.46%), 2023Q1 扣非归母净利润 4168 万元 (-36.10%)。我们预计收入增速快于利润主要系: ① **固定资产折旧快速增长:** 固定资产增加带来 2022 年折旧金额 8140.02 万元 (+63.91%); ② **人才投入大幅增加:** 人力资源相关支出 5.14 亿元 (+62.57%)。③ **利息支出增加:** 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 3187.31 万元; ④ **21 年投资收益基数较高:** 2021 年收购晖石带来约 2.22 亿元投资收益, 22 年无此项收益。⑤ **2022Q4 国内防疫政策变化影响:** 后续随着生活逐步恢复, 公司业务有望逐步恢复。成本及各项费用管理能力基本稳定, 2022 年毛利率约 45.48% (-2.65pp), 期间费用率 26.02% (+0.64pp)。
- **分子砌块壁垒夯实, 2022 年持续快速增长。** 2022 年分子砌块业务收入 3.53 亿元 (+39.66%), 公司已经完成超过 40000 砌块化合物的自主合成, 在三元环、四元环、桥环、螺环、五元脂肪环、六元脂肪环、芳香杂环等领域处于行业领导地位。同时, 实时跟踪全球研发热点, 快速开发和供应氘代药物分子、PROTAC、ADC 和寡核苷酸等新化学实体相关的新颖分子砌块。
- **CDMO 产能持续扩张, 产业链纵向延伸有望带来长期成长。** 2022 年 CDMO 业务收入 12.33 亿元 (+30.21%), 其中 CDMO 收入中分子砌块规模供应收入 3.93 亿元 (+32.25%), CDMO 收入中 PPQ 以及商业化阶段项目收入 3.52 亿元 (+56.44%)。项目上, 1750 个处临床前至临床 II 期, 60 个处临床 III 期至商业化, 此外, 承接 API 项目 84 个, 其中 7 个进入 III 期、注册验证及商业化阶段, 9 个原料药-制剂一体化项目, 其中 1 个进入 III 期及商业化阶段。产能上, 501 多功能 GMP 自动化车间、502 连续化生产车间分别于 2022 年 3 月、8 月正式启用, 新增反应釜体积 260 立方米。随着新产能的持续释放, CDMO 业绩有望迎来快速增长期。
- **盈利预测与投资建议:** 考虑公司业务受防疫政策变化略有波动, 我们预计 2023-2025 年公司收入 20.90、27.37 和 35.73 亿元(调整前 2023-2024 年约 23.70 和 34.97 亿元), 同比增长 31.07%、30.93%、30.54%, 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 2023-2025 年归母净利润 3.90、5.02 和 7.06 亿元(调整前 2023-2024 年约 5.07 和 7.39 亿元), 同比增长 24.15%、28.68%、40.73%。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。

## 内容目录

收入持续稳健，CDMO 业务稳步推进.....	- 3 -
盈利预测与投资建议 .....	- 6 -
风险提示 .....	- 7 -
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 .....	- 7 -
核心技术人员流失风险 .....	- 7 -
分子砌块市场竞争加剧风险 .....	- 7 -
毛利率下降的风险 .....	- 7 -
原材料供应及其价格上涨的风险.....	- 7 -
环保和安全生产风险 .....	- 7 -
汇率波动风险 .....	- 8 -



## 收入持续稳健，CDMO 业务稳步推进

- 2022 年收入持续快速增长，利润端受多因素影响略有波动。**2022 年公司实现营业收入 15.95 亿元，同比增长 32.71%，归母净利润 3.14 亿元，同比下降 35.42%，收入增长快于利润我们预计主要源于：①固定资产折旧快速增长：固定资产增加带来 2022 年折旧金额 8140.02 万元（+63.91%）；②人才投入大幅增加：人力资源相关支出 5.14 亿元（+62.57%）。③利息支出增加：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 3187.31 万元；④21 年投资收益基数较高：2021 年收购晖石带来约 2.22 亿元投资收益，22 年无此项收益。此外，分业务看，2022 年分子砌块业务收入 3.53 亿元（+39.66%），CDMO 业务收入 12.33 亿元（+30.21%），其中 CDMO 收入中分子砌块规模供应收入 3.93 亿元（+32.25%），CDMO 收入中 PPQ 以及商业化阶段项目收入 3.52 亿元（+56.44%），由于部分新增产能处于试运行及产能爬升阶段，公司 CDMO 后续有望持续快速增长。

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

- 季度间略有波动，后续随产能利用率逐步提升，业务有望逐步恢复。**分季度看，公司 2022Q4 营业收入为 4.10 亿元，同比增长 37.26%，2022Q4 归母净利润 6460 万元，同比增长 46.22%，2022Q4 扣非归母净利润 2307 万元，同比下降 28.29%。此外，2023Q1 营业收入为 3.83 亿元，同比增长 14.24%，2023Q1 归母净利润 5776 万元，同比下降 18.46%，2023Q1 扣非归母净利润 4168 万元，同比下降 36.10%。我们预计主要系受国内防疫政策变化影响，后续随着生活逐步恢复，公司业务有望逐步恢复。

**图表 2: 药石科技分季度财务数据 (单位: 百万元, %)**

项目	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业收入	285.81	335.54	281.58	298.70	335.64	399.00	450.06	410.00	383.44
营业收入同比	67.55%	16.16%	5.86%	0.64%	17.44%	18.91%	59.83%	37.26%	14.24%
营业收入环比	-3.70%	17.40%	-16.08%	6.08%	12.37%	18.88%	12.80%	-8.90%	-6.48%
营业成本	150.14	162.76	144.60	165.85	175.73	208.17	240.46	245.14	209.99
毛利率	46.05%	51.49%	48.65%	44.48%	47.64%	47.83%	46.57%	40.21%	45.24%
销售费用	9.80	7.69	7.02	-0.22	10.26	9.44	11.27	9.98	13.06
管理费用	39.87	25.53	36.25	48.70	39.46	48.08	62.00	57.99	49.33
研发费用	29.42	21.39	30.65	32.57	27.53	44.30	49.38	47.12	48.39
财务费用	-9.52	12.78	-2.80	15.88	0.12	-19.93	-20.54	38.47	20.90
营业利润	72.70	323.01	68.28	28.96	79.96	87.54	96.63	32.57	50.94
利润总额	76.59	325.65	70.82	34.72	82.99	91.65	107.85	40.76	54.06
所得税	6.82	9.65	5.42	-17.88	8.63	1.26	11.33	-23.84	-3.70
归母净利润	69.77	311.47	61.14	44.18	70.84	82.26	96.52	64.60	57.76
归母净利润同比	147.31%	426.81%	11.16%	5.52%	1.53%	-73.59%	57.87%	46.22%	-18.46%
净利率	24.41%	92.82%	21.71%	14.79%	21.11%	20.62%	21.45%	15.76%	15.06%
扣非归母净利润	64.66	80.46	55.70	32.17	65.23	85.91	91.76	23.07	41.68
扣非归母净利润同比	152.22%	42.96%	5.72%	-17.43%	0.88%	6.77%	64.73%	-28.29%	-36.10%
扣非净利率	22.62%	23.98%	19.78%	10.77%	19.43%	21.53%	20.39%	5.63%	10.87%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 3: 药石科技分季度营业收入 (单位: 百万元, %)**

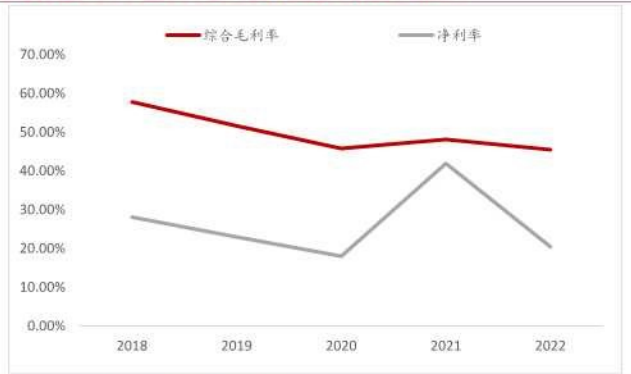

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 4: 药石科技分季度归母及扣非净利润 (单位: 百万元, %)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

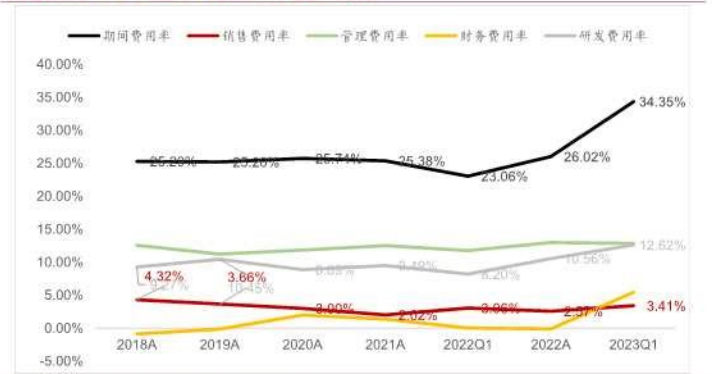
- 固定资产折旧导致毛利率略有波动，后续有望随产能利用率提升逐步恢复。源于公司 CDMO 新产能逐步投产，产能处于爬坡期，毛利率略有降低，2022 年约为 45.48%，较去年略降 2.65pp。公司自成立以来便不断加大研发投入，2022 年研发投入 1.68 亿元，同比增长 47.62%，但源于收入端的快速增长，费用率略增 1.07pp，约为 10.56%。其余费用率基本保持稳定。此外，2023Q1 销售费用率 3.41% (+0.35pp)。管理费用率 12.87% (+1.11pp)，研发费用率 12.62% (+4.42pp)。

图表 5: 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 6: 药石科技费用率概况



来源：公司公告，中泰证券研究所

## 盈利预测与投资建议

- **盈利预测与投资建议：**考虑公司业务受防疫政策变化略有波动，我们预计2023-2025年公司收入20.90、27.37和35.73亿元（调整前2023-2024年约23.70和34.97亿元），同比增长31.07%、30.93%、30.54%，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2023-2025年归母净利润3.90、5.02和7.06亿元（调整前2023-2024年约5.07和7.39亿元），同比增长24.15%、28.68%、40.73%。**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

### 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

- 公司海外销售占比 70%以上，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 7: 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	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2660	3028	3881	4820	<b>营业收入</b>	1595	2090	2737	3573
现金	1150	1411	1890	2448	营业成本	869	1179	1544	1964
应收账款	330	202	247	311	营业税金及附加	12	15	20	26
其他应收款	2	5	6	7	营业费用	41	69	90	113
预付账款	13	58	72	86	管理费用	208	264	349	456
存货	676	894	1181	1498	财务费用	-2	-53	-68	-90
其他流动资产	488	459	486	470	资产减值损失	-9	-8	-9	-9
<b>非流动资产</b>	2202	2043	1878	1706	公允价值变动收益	2	2	2	2
长期投资	1	3	3	3	投资净收益	13	3	3	2
固定资产	1304	1337	1267	1146	<b>营业利润</b>	297	366	475	679
无形资产	111	108	104	99	营业外收入	32	23	24	25
其他非流动资产	786	595	505	458	营业外支出	5	0	0	0
<b>资产总计</b>	4862	5071	5759	6526	<b>利润总额</b>	323	389	500	704
<b>流动负债</b>	739	1189	1295	1323	所得税	-3	-1	-2	-3
短期借款	163	514	447	170	<b>净利润</b>	326	390	502	706
应付账款	276	132	204	378	少数股东损益	12	0	0	0
其他流动负债	300	543	644	775	<b>归属母公司净利润</b>	314	390	502	706
<b>非流动负债</b>	1465	937	1026	1069	EBITDA	388	467	576	765
长期借款	347	347	347	347	EPS (元)	1.57	1.95	2.51	3.54
其他非流动负债	1119	590	679	723					
<b>负债合计</b>	2205	2127	2321	2392	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
股本	200	200	200	200	<b>成长能力</b>				
资本公积	1075	1075	1075	1075	营业收入	32.7%	31.1%	30.9%	30.5%
留存收益	1261	1631	2112	2789	营业利润	-39.8%	23.5%	29.7%	42.8%
归属母公司股东权益	2658	2944	3438	4134	归属于母公司净利润	-35.4%	24.1%	28.7%	40.7%
<b>负债和股东权益</b>	4862	5071	5759	6526	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	45.5%	43.6%	43.6%	45.0%
					净利率(%)	19.7%	18.7%	18.3%	19.8%
					ROE(%)	11.8%	13.2%	14.6%	17.1%
					ROIC(%)	10.1%	11.4%	14.7%	22.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	45.3%	41.9%	40.3%	36.7%
					净负债比率(%)	23.92%	41.03%	34.77%	22.17%
					流动比率	3.60	2.55	3.00	3.64
					速动比率	2.65	1.77	2.06	2.47
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.38	0.42	0.51	0.58
					应收账款周转率	6	7	12	12
					应付账款周转率	4.44	5.77	9.17	6.75
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.57	1.95	2.51	3.54
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.24	2.67	2.01	3.53
					每股净资产(最新摊薄)	13.31	14.75	17.22	20.70
					<b>估值比率</b>				
					P/E	35.51	28.60	22.23	15.79
					P/B	4.20	3.79	3.24	2.70
					EV/EBITDA	29	24	20	15

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。