

积极发展 CDMO， 收入良好增长

核心观点

公司是分子砌块的龙头企业，持续打造自身 CDMO、药物发现等领域能力，延伸产业链服务能力，目前商业模式已经构成闭环，并形成可持续发展的项目管线。2022 年年报及 2023 年一季度，公司收入实现良好增长，产能投入增加、人员招募、可转债利息等因素影响短期利润情况，我们认为公司分子砌块业务将持续增长，CDMO 业务将加速成长，看好新增产能促进公司在 CDMO 业务的放量潜力，利润率有望逐步回升。

事件

公司发布 2022 年年报及 2023 年一季度报

2022 年，公司营业收入为 15.95 亿元，同比增长 32.7%；归母净利润为 3.14 亿元，同比下滑 35.42%；扣非归母净利润为 2.66 亿元，同比增长 14.2%，其中非经常性损益为 0.48 亿元，包括政府补助、委托理财收益等，2021 年因为浙江晖石公允价值变动，非经常性损益基数较高。收入实现良好增长，利润端低于 Wind 一致预期。

其中，2022 年第四季度，公司营业收入为 4.10 亿元，同比增长 37.3%；归母净利润为 0.65 亿元，同比增长 46.2%；扣非归母净利润为 0.23 亿元，同比下滑 28.3%。

2023 年一季度，公司营业收入为 3.83 亿元，同比增长 14.2%；归母净利润为 0.58 亿元，同比下滑 18.5%；扣非归母净利润为 0.42 亿元，同比下滑 36.1%。一季度收入同比增长，利润端下滑是因为研发费项目增加，研发投入加大，此外可转债利息支出增加。

重要财务指标

主要财务数据和预测	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,202	1,595	2,128	2,802	3,708
(+/-)YoY(%)	17.5%	32.7%	33.4%	31.7%	32.3%
净利润（百万元）	487	314	410	554	780
(+/-)YoY(%)	164.1%	-35.4%	30.6%	35.1%	40.7%
全面摊薄 EPS(元)	2.44	1.57	2.05	2.78	3.91
毛利率(%)	48.1%	45.5%	46.2%	46.9%	47.5%
净资产收益率(%)	20.0%	11.8%	13.4%	15.3%	17.7%
P/E(倍)	/	44.94	34.42	25.48	18.10
P/B(倍)	/	5.31	4.60	3.90	3.21

资料来源: iFinD, 中信建投证券

药石科技 (300725. SZ)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

SAC 编号:s1440520030001

SFC 编号:BPW879

阳明春

yangmingchun@csc.com.cn

010-86451495

SAC 编号:s1440521070004

发布日期: 2023 年 04 月 24 日

当前股价: 70.72 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

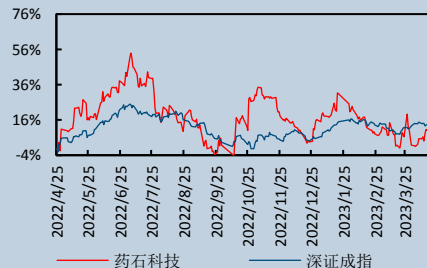
1 个月	3 个月	12 个月
1.93/-0.12	-22.04/-23.15	-9.66/-14.42
12 月最高/最低价 (元)		106.50/66.57
总股本 (万股)		19,966.43
流通 A 股 (万股)		16,845.30
总市值 (亿元)		141.20
流通市值 (亿元)		119.13
近 3 月日均成交量 (万)		410.55

主要股东

杨国民

20.69%

股价表现



信达证券股份有限公司

简评

持续开发新砌块，夯实创新源头

2022 年，公司分子砌块收入 3.53 亿元，同比增长 39.66%。2022 年，公司设计分子式超过 2 万种，覆盖热门分子、热门靶点所需分子砌块片段。公司累积设计开发了一个包含 20 多万种独特新颖的用于化学相关药物研发的分子砌块库，63 个化合物系列覆盖小分子药物研发主要领域，可以快速响应客户需求。

积极布局 CDMO，与砌块业务协同发展

2022 年，公司 CDMO 收入 12.33 亿元，同比增长 30.21%：按项目类型划分，CDMO 收入中分子砌块规模供应收入 3.93 亿元，同比增长 32.25%，CDMO 业务与砌块业务实现良好的协调发展；按项目阶段划分，CDMO 收入中 PPQ 以及商业化阶段项目收入 3.52 亿元，同比增长 56.44%；由于部分新增产能处于试运行及产能爬升阶段，对公司 CDMO 业务的推动作用将在后续逐步体现。公司以化学和创新技术优势切入，在化学工艺开发、药物晶体工程、处方前研究、难溶药物制剂开发和注册申报方面的能力得到越来越多客户的认可。

积极的产能布局与人才招募，短期费用增加明显

持续产能扩张：浙江晖石工厂 501 多功能自动化 GMP 车间、502 连续化生产 GMP 车间分别于 2022 年 3 月、8 月投入使用，共新增反应釜体积约 260 立方米。原有 504、507 车间也进行了升级改造；符合更高等级的高活公斤级实验室预计将在 2023 年中期投入使用，满足客户包括 ADC 在内高活性 API 项目需求。美国药石宾州 WestChester 的工艺研发中心于 2023 年 3 月下旬正式启用，WestChester 场地增设中间体和原料药的 GMP 生产设施，反应釜规格为 500-1000L，预计于 2024 年投入使用，更好满足了全球客户的业务需求。2022 年，固定资产折旧为 8140 万元，同比增长 63.91%，也造成 CDMO 业务毛利率降低。我们预计随着公司服务项目增加以及项目向前推进，产能利用率有望提升，毛利率、净利润均有望提升。

增加人才招募：2022 年底，公司员工总人数 2487 人，与 2021 年末相比增加 752 人，增长 43.34%，新增员工主要来自与业务发展紧密相关的研发事业部、CDMO 事业部、化学工程技术中心及子公司浙江晖石。为了更好留住人才，公司实施了 2022 年限制性股票激励计划，向 206 名中高层管理人员、技术骨干授予了限制性股票 98.1 万股。2022 年人力资源相关支出 5.14 亿元，较去年同期增加 1.98 亿元，增幅 62.57%。

新药研发实力强劲，积极布局 AI

公司基于分子砌块搭建了三大核心小分子化合物库：结构多样化碎片分子库、DNA 编码化合物库、超大容量特色虚拟化合物库，并且对信息技术和人工智能领域的进展保持追踪。在传统虚拟化合物概念的基础上，重点开发建设了全新而又独特的基于超大成药化学空间的人工智能药物发现技术平台。

费用率有望降低，Q1 经营性现金流良好

2022 年，公司销售费用率、研发费用率、管理费用率分别为 2.57%、13.01%、10.56%，同比变化+0.54 ppt、+0.50 ppt、+0.56 ppt，均有所提高；2023Q1，三项费用率分别为 3.41%、12.87%、12.62%，同比去年 Q1 均有提高。我们认为公司积极扩产、增加人才招募、积极研发创新，短期费用率处于高位，有望逐步降低。2022 年，经营活动净现金流为 2.47 亿元，同比增长 3.6%；2023Q1，公司加强回款，经营活动净现金流为 0.75 亿元，同比增长 278%，经营性现金流明显好转。

投资建议

公司是分子砌块的龙头企业，持续打造自身 CDMO、药物发现等领域能力，延伸产业链服务能力，目前商

业模式已经构成闭环，并形成可持续发展的项目管线。我们认为公司分子砌块业务将持续增长，CDMO 业务将加速成长，看好新增产能促进公司在 CDMO 业务的放量潜力，利润率有望逐步回升。我们预计 2023-2025 年公司的营业收入分别为 21.3 亿元、28.0 亿元、37.1 亿元，同比增长 33.4%、31.7%、32.3%，归母净利润分别为 4.10 亿元、5.54 亿元、7.80 亿元，同比增长 30.6%、35.1%、40.7%，对应 PE 分别为 34 倍、25 倍、18 倍，维持“买入”评级。

风险提示

医药行业一级市场投融资波动较大，制药企业对研发投入谨慎，创新药研发外包需求降低，公司新增客户及新签订单可能不及预期；

公司新增产能建设进度不及预期；固定资产投资风险，需要维持合理产能利用率才能实现较好的盈利能力；

服务的大客户产品终端市场需求变化，导致公司业绩波动；

随着国内外新的潜在竞争者加入，公司将面临市场竞争加剧的风险；

汇率波动风险，公司收入大部分是以美元结算，在汇率行情变动较大的情况下，衍生品确认书约定的汇率低于实际汇率时，将造成汇兑损失；

AI 制药目前仍处于探索阶段，技术发展具有不确定性。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

袁清慧

中信建投证券制药及生物科技组首席分析师，中山大学本科，佐治亚州立大学硕士。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发。2018 年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技产业研究，擅长创新药及其产业链分析，深度跟踪全球及中国新药研发、商业化趋势。

阳明春

北京大学药学院本科，药事管理硕士。2019 年加入中信建投研究发展部，主要负责医药外包、制药、互联网医疗及医药政策等板块，研究系统、踏实，紧密追踪热点时事。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：（8610） 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2103 室
 电话：（8621） 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755） 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852） 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk