


## 分子砌块保持稳健增长，CDMO 快速发展中

 证券研究报告

 投资评级:增持(首次)

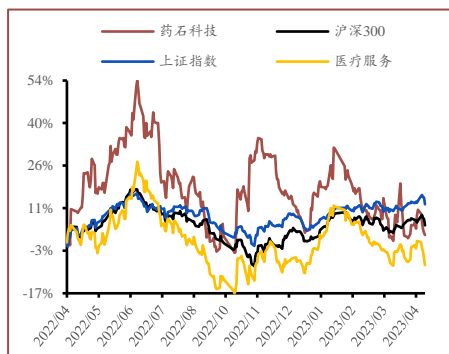
### 核心观点

#### 基本数据

2023-04-21

收盘价(元)	70.72
流通股本(亿股)	1.68
每股净资产(元)	12.99
总股本(亿股)	2.00

最近 12 月市场表现


**分析师** 张文录

SAC 证书编号: S0160517100001

zhangwenlu@ctsec.com

#### 相关报告

1. 《短期增速调整，明年大提速可期》  
2019-08-25

❖ **事件:** 公司公告 22 年年报及 23 年一季报, 2022 年公司实现营收 15.95 亿元 (+32.71%), 归母净利润 3.14 亿元 (-35.42%), 扣非归母净利润 2.66 亿元 (+14.15%); 23Q1 实现营收 3.83 亿元 (+14.24%), 归母净利润 0.58 亿元 (-18.47%), 扣非归母净利润 0.42 亿元 (-36.11%)。

❖ **分子砌块业务增长稳健, 持续推新+AI 赋能竞争力提升:** 22 年及 23Q1 分别实现收入 3.53/0.87 亿元 (+39.66/11.55%), 增长稳健; 公司深耕分子砌块多年, 报告期内, 公司进一步研发超 2 万个新分子, 覆盖热门靶点和特色基团 (含氟、含磷、含硅), 累计设计超 20 万个新颖分子砌块; 同时, 运用 AI、CADD 等技术开发多个结构优化、成药性筛选优化模型。我们认为持续推出新分子品类及积极布局国内外新药物发现技术有助于公司夯实在分子砌块领域的领先地位。

❖ **CDMO 产能陆续释放, 业务渐入快速发展轨道:** 22 年及 23Q1 公司 CDMO 分别实现收入 12.33/2.94 亿元 (+30.21/15.50%), 其中按项目阶段来看, PPQ 及商业化项目贡献收入为 3.52 亿元 (+56.44%), 后端业务快速发展中, 由于部分新增产能仍处于试运行及爬坡阶段, 随着产能有序释放, CDMO 业务增长潜力较大; 从客户结构来看, 22 年 84 个原料药项目中有 35 个来自欧美客户, 海外客户占比 41.67%, 海外客户持续拓展; 此外, 据一季报披露, 公司 23Q1 CDMO 在手订单增速为 33%; 一体化布局有望进入快速增长阶段。

❖ **毛利率基本维持稳定, 净利率有望逐渐改善:** 22 年及 23Q1 公司毛利率分别为 45.58/45.24 (-2.55/2.40pct); 分业务来看, 22 年分子砌块/CDMO 毛利率分别为 60.16/41.06% (-3.65/3.3pct), 同比微下滑但基本稳定, 我们分析主要系后端业务收入增加及新产能投产折旧影响。净利率率 22 年及 23Q1 分别为 20.44/15.06%, 主因 1) 销售/管理/研发费用率增加, 22 年同比增长 0.57/1.57/1.07pct; 2) 22 年归母净利润受收购浙江晖石所持有股权公允价值变动影响, 产生 2.22 亿元非经常性损益, 若剔除该影响, 扣非归母净利润增速 14.15%; 而 23Q1 净利润主要系收到可转债利息支出导致财务费用增加。由此可见利润端主要系受到多个短期因素扰动, 长期有望逐渐改善。

❖ **投资建议:** 产能及人才储备丰富, 在手订单充沛, 我们预计随着产能陆续释放, 公司业绩有望保持较快增长, 2023-2025 年实现营业收入 20.88/27.12/34.90 亿元, 归母净利润 3.86/5.01/6.46 亿元。对应 PE 分别为 36.54/28.19/21.85 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

❖ **风险提示:** 产能爬坡不及预期风险; 汇率波动风险; 药物研发市场需求下降的风险; 收购标的股权公允价值变动风险等。

#### 盈利预测:

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1202	1595	2088	2712	3490
收入增长率(%)	17.55	32.71	30.94	29.87	28.68
归母净利润(百万元)	487	314	386	501	646
净利润增长率(%)	164.14	-35.42	22.97	29.61	29.04
EPS(元/股)	2.46	1.58	1.94	2.51	3.24
PE	57.79	50.95	36.54	28.19	21.85
ROE(%)	20.04	11.82	12.67	14.09	15.36
PB	11.70	6.05	4.63	3.97	3.36

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>1201.63</b>	<b>1594.70</b>	<b>2088.10</b>	<b>2711.85</b>	<b>3489.50</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	623.34	869.50	1122.38	1458.41	1878.21	营业收入增长率	17.5%	32.7%	30.9%	29.9%	28.7%
营业税费	8.28	11.89	12.95	16.81	21.63	营业利润增长率	153.9%	-39.8%	45.1%	29.8%	29.6%
销售费用	24.28	40.96	52.20	67.80	87.24	净利润增长率	164.1%	-35.4%	23.0%	29.6%	29.0%
管理费用	150.35	207.53	271.45	352.54	446.66	EBITDA 增长率	37.9%	14.1%	66.3%	25.3%	25.0%
研发费用	114.02	168.32	198.37	257.63	331.50	EBIT 增长率	27.2%	4.0%	53.7%	29.7%	29.6%
财务费用	16.34	-1.87	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	40.1%	5.7%	40.3%	29.7%	29.6%
资产减值损失	-9.50	-9.21	-0.20	0.00	0.00	投资资本增长率	49.3%	40.6%	9.5%	11.2%	13.1%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>1.67</b>	<b>1.99</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	38.7%	1.1%	15.2%	17.0%	18.8%
投资和汇兑收益	238.15	12.63	0.00	0.00	0.00	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>492.96</b>	<b>296.71</b>	<b>430.54</b>	<b>558.66</b>	<b>724.26</b>	毛利率	48.1%	45.5%	46.2%	46.2%	46.2%
加:营业外净收支	14.81	26.56	2.14	2.15	2.15	营业利润率	41.0%	18.6%	20.6%	20.6%	20.8%
<b>利润总额</b>	<b>507.77</b>	<b>323.26</b>	<b>432.69</b>	<b>560.82</b>	<b>726.42</b>	净利润率	41.9%	20.4%	19.1%	19.0%	19.2%
减:所得税	4.00	-2.63	34.61	44.87	58.11	EBITDA/营业收入	27.3%	23.5%	29.8%	28.8%	28.0%
<b>净利润</b>	<b>486.56</b>	<b>314.22</b>	<b>386.39</b>	<b>500.81</b>	<b>646.24</b>	EBIT/营业收入	22.4%	17.6%	20.6%	20.6%	20.8%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	699.63	1150.43	325.23	1691.90	587.56	固定资产周转天数	181	298	247	200	161
交易性金融资产	304.43	163.30	163.30	163.30	163.30	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>201</b>	<b>214</b>	<b>359</b>	<b>152</b>	<b>299</b>
应收帐款	201.27	330.21	1525.88	432.68	2087.52	流动资产周转天数	548	609	530	524	471
应收票据	0.00	0.00	34.80	-4.67	43.44	应收帐款周转天数	55	60	160	130	130
预付帐款	23.86	12.99	47.14	61.25	78.88	存货周转天数	219	233	206	226	233
存货	447.94	676.39	610.60	1218.35	1210.33	总资产周转天数	889	945	880	772	682
其他流动资产	124.77	324.26	324.26	324.26	324.26	投资资本周转天数	914	968	810	694	610
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	20.0%	11.8%	12.7%	14.1%	15.4%
长期股权投资	7.72	1.17	1.17	1.17	1.17	ROA	13.9%	6.5%	7.2%	8.0%	9.3%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	8.9%	6.7%	8.6%	10.0%	11.4%
固定资产	596.16	1303.74	1411.51	1489.28	1537.05	费用率					
在建工程	575.32	357.53	357.53	357.53	357.53	销售费用率	2.0%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%
无形资产	111.47	111.48	111.48	111.48	111.48	管理费用率	12.5%	13.0%	13.0%	13.0%	12.8%
其他非流动资产	30.74	22.80	22.80	22.80	22.80	财务费用率	1.4%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>资产总额</b>	<b>3506.92</b>	<b>4862.19</b>	<b>5344.59</b>	<b>6279.47</b>	<b>6936.33</b>	三费/营业收入	15.9%	15.5%	15.5%	15.5%	15.3%
短期债务	347.64	163.40	163.40	163.40	163.40	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	115.72	276.04	53.96	475.44	370.81	资产负债率	25.1%	45.3%	42.7%	43.0%	38.7%
应付票据	151.63	137.43	304.94	264.26	360.13	负债权益比	33.5%	83.0%	74.6%	75.3%	63.0%
其他流动负债	2.00	2.33	2.33	2.33	2.33	流动比率	2.29	3.60	3.71	3.16	3.70
长期借款	23.60	346.74	346.74	346.74	346.74	速动比率	1.53	2.23	2.51	1.86	2.38
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	29.34	6.13	—	—	—
<b>负债总额</b>	<b>879.21</b>	<b>2204.55</b>	<b>2283.01</b>	<b>2697.35</b>	<b>2680.96</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	200.29	0.00	11.68	26.82	48.88	DPS(元)	0.10	0.10	0.00	0.00	0.00
股本	199.70	199.66	199.66	199.66	199.66	分红比率					
留存收益	967.10	1261.36	1653.63	2159.03	2810.22	股息收益率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>2627.71</b>	<b>2657.64</b>	<b>3061.58</b>	<b>3582.12</b>	<b>4255.38</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	EPS(元)	2.46	1.58	1.94	2.51	3.24
净利润	486.56	314.22	386.39	500.81	646.24	BVPS(元)	12.16	13.31	15.28	17.81	21.07
加:折旧和摊销	58.82	94.47	192.23	222.23	252.23	PE(X)	57.8	50.9	36.5	28.2	21.8
资产减值准备	11.91	16.29	0.20	0.00	0.00	PB(X)	11.7	6.0	4.6	4.0	3.4
公允价值变动损失	-1.67	-1.99	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	26.10	11.27	0.00	0.00	0.00	P/S	23.6	10.1	6.8	5.2	4.0
投资收益	-238.15	-12.63	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	85.5	44.0	24.7	17.9	15.5
少数股东损益	17.21	11.67	11.68	15.14	22.06	CAGR(%)					
营运资金的变动	-111.50	-177.95	-1121.58	923.90	-1729.83	PEG	0.4	—	1.6	1.0	0.8
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>238.03</b>	<b>246.61</b>	<b>-533.21</b>	<b>1659.93</b>	<b>-811.44</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-914.34</b>	<b>-593.64</b>	<b>-297.86</b>	<b>-297.85</b>	<b>-297.85</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>145.22</b>	<b>760.36</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地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，作者也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。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

### ● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。