

药石科技 (300725.SZ)

三季度收入端超预期，分子砌块龙头快速成长

事件。药石科技发布 2019 年三季度报，公司前三季度营收 4.64 亿元，同比增长 36.88%，归母净利润 1.17 亿，同比增长 24.9%，扣非利润 1.11 亿，同比增长 28.87%，实现 EPS 为 0.82 元。

观点：三季度收入端超预期，公司各项业务快速成长

- **收入端超预期：**收入端其实是反映公司成长的重要指标，前三季度 36.88% 的增速相当亮眼。公司前期发布三季度预告，业绩区间是 20-30%，但是预告中没有给收入区间，且去年三季度订单确认多，基数也比较高，所以市场预期收入增速可能是跟业绩增速差不多，也在 20-30% 这个区间。公司前三季度 **36.88%**，**Q3 单季度 35.38%** 的收入增速绝对亮眼，反映公司整体经营趋势非常好。
- **公司利润增速低于收入增速的主要原因：**子公司晖石的亏损、营业成本上升，研发费用高投入。
- **财务指标方面：**公司各项财务指标良好。公司销售费用率为 3.74%，与去年同期（4.85%）相比下降 1.11pp，销售费用率下降，体现公司有了一定品牌知名度之后，有客户主动向公司下单，减少公司销售投入；管理费用率为 9.91%，比去年同期（12.29%）下降 2.38pp，管理费用率控制良好。公司财务费用相较去年增加不到 100 万，影响不大。公司研发投入为 5009 万元，同比增长 76%，占营业收入的 10.78%，研发投入力度加大。公司综合毛利率 54.07%，相较去年同期 57.03% 下降 2.96pp，后续有待持续观察。

公司核心竞争力在于基于对研发趋势和化学技术的理解，实现不同方向的变现（分子砌块、CDMO、难仿药、创新药）。分子砌块行业与 CRO/CDMO 共享新药研发产业链，受益于产业转移、利好政策以及本土创新药研发热潮等，行业规模快速增长。公司技术驱动、不断更新的分子砌块库是核心壁垒，不断扩充的产能为后续成长提供保障。未来 3-5 年我们预计公司复合业绩增速有望维持在 30%-35%。其中预计存量分子砌块小批量业务保持较快增长（20%-30%）。进入商业化的项目带来额外增量。创新方面如果有筛选出一些新分子实体/先导化合物的话可以与其他公司合作研发。

投资建议：我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 1.78 亿元、2.60 亿元、3.60 亿元，增长分别为 33.6%、45.9%、38.7%。EPS 分别为 1.25 元、1.82 元、2.52 元，对应 PE 分别为 57x，39x，28x，维持“买入”评级。

风险提示：分子砌块需求下降风险；大订单波动；晖石产能利用率低于预期。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	273	478	625	856	1,154
增长率 yoy (%)	45.1	75.0	30.6	37.0	34.8
归母净利润(百万元)	67	133	178	260	360
增长率 yoy (%)	86.0	98.5	33.6	45.9	38.7
EPS 最新摊薄(元/股)	0.47	0.93	1.25	1.82	2.52
净资产收益率(%)	13.5	22.4	23.5	25.9	26.9
P/E(倍)	152.2	76.7	57.4	39.4	28.4
P/B(倍)	20.6	17.1	13.5	10.2	7.6

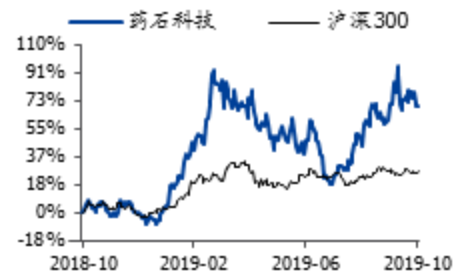
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
最新收盘价	71.51
总市值(百万元)	10,225.93
总股本(百万股)	143.00
其中自由流通股(%)	68.03
30 日日均成交量(百万股)	1.38

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 胡倩碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

相关研究

- 1、《药石科技(300725.SZ)：不忘创新研发初心，分子砌块细分龙头砥砺前行》2019-10-14



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	431	509	553	709	918
现金	158	266	225	297	375
应收账款	38	35	60	70	106
其他应收款	2	0	3	1	4
预付账款	6	9	11	16	20
存货	117	144	198	269	358
其他流动资产	110	55	55	55	55
非流动资产	136	252	367	500	651
长期投资	0	79	158	238	317
固定投资	85	115	148	197	262
无形资产	20	24	28	32	37
其他非流动资产	31	33	33	33	35
资产总计	567	761	920	1,209	1,569
流动负债	55	153	156	201	218
短期借款	0	25	25	25	25
应付账款	19	24	33	45	60
其他流动负债	35	103	98	131	133
非流动负债	9	9	9	9	9
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	9	9	9	9	9
负债合计	64	161	165	210	227
少数股东权益	8	0	-1	-2	-1
股本	73	110	143	143	143
资本公积	338	288	255	255	255
留存收益	85	203	364	591	899
归属母公司股东收益	495	600	756	1,001	1,344
负债和股东权益	567	761	920	1,209	1,569

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	55	160	118	247	287
净利润	68	134	177	259	361
折旧摊销	13	18	17	23	33
财务费用	4	-4	5	3	8
投资损失	1	0	0	0	0
营运资金变动	-32	8	-81	-39	-115
其他经营现金流	2	4	0	0	0
投资活动现金流	-154	-39	-132	-157	-184
资本支出	49	48	36	54	72
长期投资	-110	4	-79	-79	-79
其他投资现金流	-215	13	-175	-182	-192
筹资活动现金流	182	-19	-27	-17	-26
短期借款	-4	25	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	18	37	33	0	0
资本公积增加	164	-51	-33	0	0
其他筹资现金流	3	-30	-27	-17	-26
现金净增加额	80	107	-40	72	78

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	273	478	625	856	1,154
营业成本	104	202	265	361	484
营业税金及附加	3	7	6	9	13
营业费用	18	21	31	43	58
管理费用	69	60	106	137	173
财务费用	4	-4	5	3	8
资产减值损失	3	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	-0	-0	-0	-0
营业利润	74	143	211	303	418
营业外收入	3	11	5	6	6
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	77	154	217	309	424
所得税	9	20	39	50	63
净利润	68	134	177	259	361
少数股东收益	1	1	-1	-1	1
归属母公司净利润	67	133	178	260	360
EBITDA	86	166	228	326	448
EPS (元/股)	0.47	0.93	1.25	1.82	2.52

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	45.1	75.0	30.6	37.0	34.8
营业利润 (%)	81.8	92.9	47.9	43.1	38.0
归属母公司净利润 (%)	86.0	98.5	33.6	45.9	38.7
盈利能力					
毛利率 (%)	62.1	57.8	57.6	57.8	58.0
净利率 (%)	24.6	27.9	28.5	30.4	31.2
ROE (%)	13.5	22.4	23.5	25.9	26.9
ROIC	12.7	20.4	21.9	24.5	25.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	11.2	21.2	17.9	17.4	14.4
净负债比率 (%)	-31.2	-40.1	-26.5	-27.2	-26.0
流动比率	7.9	3.3	3.5	3.5	4.2
速动比率	5.8	2.4	2.3	2.2	2.6
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.72	0.74	0.80	0.83
应收账款周转率	8.4	13.1	13.1	13.1	13.1
应付账款周转率	6.1	9.2	9.2	9.2	9.2
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.47	0.93	1.25	1.82	2.52
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.40	1.75	0.83	1.72	2.01
每股净资产 (最新摊薄)	3.46	4.19	5.29	7.00	9.40
估值指标 (倍)					
P/E	152.2	76.7	57.4	39.4	28.4
P/B	20.6	17.1	13.5	10.2	7.6
EV/EBITDA	117.5	60.2	44.1	30.6	22.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

事件.....	4
观点.....	4
三季度收入端超预期，公司各项业务快速成长.....	4
投资逻辑再梳理，立足分子砌块向创新+CDMO战略延伸.....	4
结论.....	5
风险提示.....	5

事件

药石科技发布 2019 年三季报，公司前三季度营收 4.64 亿元，同比增长 36.88%，归母净利润 1.17 亿，同比增长 24.9%，扣非利润 1.11 亿，同比增长 28.87%，实现 EPS 为 0.82 元。

Q3 单季度公司营收 1.74 亿元，同比增长 35.38%，归母净利润 0.48 亿，同比增长 17.87%，扣非利润 0.45 亿，同比增长 20.66%，实现 EPS 为 0.34 元。

观点

三季报收入端超预期，公司各项业务快速成长

公司三季度营收 4.64 亿元，同比增长 36.88%，归母净利润 1.17 亿，同比增长 24.9%，扣非利润 1.11 亿，同比增长 28.87%。收入端超预期，收入端其实是反映公司成长的重要指标，36.88%的增速相当亮眼。公司前期发布三季度预告，业绩区间是 20-30%，但是预告中没有给收入区间，且去年三季度订单确认多，基数也比较高，所以市场预期收入增速可能是跟业绩增速差不多，也在 20-30%这个区间。公司前三季度 **36.88%**，**Q3 单季度 35.38%**的收入增速绝对亮眼。

公司利润增速低于收入增速的主要原因：子公司晖石的亏损、营业成本上升，研发费用高投入。

分季度来看：公司 Q1、Q2、Q3 收入分别为 1.52 亿 (+53.07%)、1.39 亿 (+24.22%)、1.74 亿 (+35.38%)；归母净利润分别为 0.34 亿 (+66.88%)、0.36 亿 (+8.11%)、0.48 亿 (+17.87%)。公司的收入、归母净利润呈现环比增加趋势，体现公司快速增长的趋势。尤其 Q3 在去年高基数的情况下仍然实现 35%以上的收入增速，超预期。

财务指标方面：公司各项财务指标良好。公司销售费用率为 3.74%，与去年同期(4.85%)相比下降 1.11pp，销售费用率下降，体现公司有了一定品牌知名度之后，有客户主动向公司下单，减少公司销售投入；管理费用率为 9.91%，比去年同期(12.29%)下降 2.38pp，管理费用率控制良好。公司财务费用相较去年增加不到 100 万，影响不大。公司研发投入为 5009 万元，同比增长 76%，占营业收入的 10.78%，研发投入力度加大。公司综合毛利率 54.07%，相较去年同期 57.03%下降 2.96pp，后续有待持续观察。

投资逻辑再梳理，立足分子砌块向创新+CDMO 战略延伸

公司核心竞争力在于基于对研发趋势和化学技术的理解，实现不同方向的变现（分子砌块、CDMO、难仿药、创新药）。

分子砌块领域纵向一体化战略。公司在分子砌块领域通过多年的积累，已经有一定的品牌知名度。未来公司在医药研发领域全面打造纵向一体化化学服务，从实验室级别分子砌块设计、合成、供应，到定制合成、工艺开发，以及关键中间体的商业化生产。“纵向一体化”战略顺应了行业发展趋势，进一步巩固药石科技与全球客户全面而长期稳定的合作关系。

随着产品的放量和产能的扩大，公司业务逐步向 **CDMO 战略延伸**。早期公司主要以销售临床前和临床阶段的分子砌块为主，随着时间的推移，前期积累的订单有望向临床后期推进。公司也布局了晖石和谛爱两个具有商业化生产能力的基地，可以承接 CDMO 商业化量级的订单。

通过分子砌块的积累，公司有向创新 **CRO 战略转型的潜质**。公司基于现有的分子砌块库，可以做的延伸很多：

- 向 CRO 延伸，做临床前服务；
- 将分子砌块组合后做成候选化合物/先导化合物；
- 基于分子砌块构建自己的化合物库等。

未来 3-5 年增长点论述：

存量分子砌块小批量业务保持较快增长 (20%-30%)：2018 年公司整体的收入 4.78 亿，扣除掉 Loxo 的 1.5 亿的大订单之外还有 3.28 亿的收入。存量分子砌块业务随着品牌知名度的提升和公司分子砌块库的不断扩展，而保持较快的增长。基于 400 亿美金的市场规模，公司天花板还远远没有达到。未来 3-5 年分子砌块增长至 10 亿收入可期。

进入商业化的项目带来额外增量：Loxo 的商业化订单预计今年明年持平，但预计还会有新的商业化项目为公司带来业绩增量。公司已经成立 10 年，早期合作的项目已经逐步推进到临床后期，我们预计早期合作的品种在近几年有望进入商业化。另外公司大客户 Loxo (现在已被礼来收购) 的新药 Loxo-292 已经在国内提交上市申请，有望带来增量。

创新方面如果有筛选出一些新分子实体/先导化合物的话可以与其他公司合作研发。公司董事在 2018 年接受恺思俱乐部访谈中曾经提到，公司是用做创新药的概念来定义公司。分子砌块是作为现金流业务，在挣钱的同时又能够帮助之后的创新药研发。

结论

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 1.78 亿元、2.60 亿元、3.60 亿元，增长分别为 33.6%、45.9%、38.7%。EPS 分别为 1.25 元、1.82 元、2.52 元，对应 PE 分别为 57x，39x，28x，维持“买入”评级。

风险提示

分子砌块需求下降风险：公司处于快速发展期，理论上分子砌块业务应该每年递增。但受到创新药研发的不确定性，导致公司设计的砌块与研发需求不匹配，进而导致低于预期。

大订单波动：公司进入商业化阶段的大订单与下游创新药是对应的，存在一定的波动性。例如更换供应商、下游新药放量低于预期等等会导致商业化项目波动。

晖石产能利用率低于预期：公司在向 CDMO 拓展的过程中可能会遇到各方面的问题和阻力，晖石产能利用率若不能如期提升，可能会影响业绩。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com