



# 研发制造双轮驱动，大规模生产项目或已进入放量阶段

药石科技（300725）2020年中报点评 | 2020.8.27

中信证券研究部

核心观点



陈竹  
首席医疗健康产业  
分析师  
S1010516100003



联系人：韩世通

公司是基于独有的创新型药物分子砌块库驱动的新药发现平台。疫情后公司全面复工复产，剔除股权激励影响后公司 2020H1 收入和净利润均实现大幅增长。我们认为随着公司早期项目数量不断增加并向商业化推进，大规模生产项目或已进入放量期，千克级以上项目收入有望继续高速增长。

■ 疫情后全面复工复产，剔除股权激励影响后公司 2020H1 收入和净利润均实现大幅增长。公司 2020H1 实现营业收入 4.59 亿元，同比增长 58.17%；归母净利润和扣非归母净利润 0.87/0.82 亿元，分别同比增长 26.08%/25.41%；如果剔除股权激励费用摊销对公司净利润的影响约 2225 万元，则公司归母净利润同比增速可达 58.21%。从单季度看，公司 2020Q2 实现营业收入 2.89 亿元，同比增长 108.46%，归母净利润和扣非归母净利润 0.59/0.56 亿元，分别同比增长 65.35%/66.78%；公司 Q2 单季度收入和利润大幅增长超出市场预期。报告期内，公司的销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 3.27%/12.64%/8.42%/-1.05%，分别相比去年同期变化 -0.55/+1.07/-1.82/-2.10pcts，整体费用控制良好；公司经营活动产生的现金流量净额达到 1.20 亿元，相比去年同期提升 388.81%，我们判断主要是公司销售规模扩大且回款较好。国内疫情基本得到控制后公司经营回到正轨，Q2 单季度营收、净利润都呈现加速增长态势。

■ 分子砌块项目从前往后不断延伸，千克级以上项目收入实现高速增长。公司分子砌块/中间体供应贯穿药物研发产业链，其使用量随药物研发向前推进会迅速提升。报告期内，公司整体营收毛利率为 45.06%，相比去年同期下降 11.29pcts；毛利率降低较多，主要原因是相对低毛利率的大规模生产项目快速增长，带来公司收入结构的改变。2020H1，公司公斤级以上产品实现营收 3.49 亿元，同比增长 76.75%，毛利率 37.85%，相比去年同期降低 9.66pcts——公司通过“充分利用山东药石子公司和浙江晖石参股公司的生产平台，继续加大小分子药物分子砌块和下游关键中间体的中试生产至商业化生产规模，上半年完成了 200 多个不同系列的公斤级至吨级的分子砌块生产业务”，我们预估其中相对低毛利率的十公斤/百公斤项目占比较高（2020H1 公司和浙江晖石的关联采购交易 1.85 亿元，加上山东药石上半年收入 1.39 亿元，中试和商业化规模生产占公司收入约 70%），从而导致在收入快速增长的同时毛利率有所下降。报告期内，公司公斤级以下产品基本维持稳定，实现营收 0.88 亿元，同比增长 0.63%，毛利率 70.56%，相比去年同期下降 4.35pcts。

■ 应收、预收、存货均明显增长，预示公司强劲的短期订单需求。报告期末，公司应收票据及应收账款 1.03 亿，相比期初增加 29.57%，相比去年同期增长 53.14%；公司预收款项 0.37 亿元，相比期初增加 299.67%，相比去年同期增长 183.44%；公司存货达到 2.81 亿元，相比期初增加 35.60%，相比去年同期增长 53.66%，其中发出商品 0.83 亿，相比期初增加 158.85%（去年同期期末并不存在该科目）。公司应收、预收、存货（发出商品）均明显增长，侧面反映了公司目前强劲的订单需求，和未来 1-2 个季度内收入增长的较高确定性。

|            |               |
|------------|---------------|
| 药石科技       | 300725        |
| 评级         | 增持（维持）        |
| 当前价        | 128.00 元      |
| 总股本        | 145 百万股       |
| 流通股本       | 98 百万股        |
| 52 周最高/最低价 | 128.0/63.56 元 |
| 近 1 月绝对涨幅  | 5.79%         |
| 近 6 月绝对涨幅  | 17.62%        |
| 近 12 月绝对涨幅 | 61.11%        |

- **自带项目流量，公司 CDMO 业务成长确定性强，大规模生产项目或已进入放量期。**根据“关于调增公司 2020 年度日常关联交易预计额度的公告”，公司原预计 2020 全年与参股公司浙江晖石(持有 37.43% 股权生产平台)产生关联采购交易金额 2 亿元，而截至报告期末已发生 1.85 亿元，已超过 2019 年全年发生金额 1.5 亿元，而晖石 2019 年全年收入为 1.55 亿元(净亏损接近 2000 万元)，基本来自于和公司的关联采购。作为公司的生产平台之一，我们预计晖石 2020H1 的同比增速超过 100%，半年度实现了盈利，继收购山东药石(原山东谛爱)后，公司也再一次用实例证明了自带 CDMO 项目流量的产业链衍生优势。参考公司大幅调增与晖石关联采购交易额至 3 亿元，我们判断公司相对大规模的生产项目已进入放量期(山东药石 2016-2019 年营收复合增速 89.34%，2020H1 营收同比增长 216.90%；浙江晖石 2016-2019 年营收复合增速 58.54%)。公司拟定增募集资金总额约 9.35 亿元，用于南京研发中心升级改造和物制剂生产基地建设项目的计划，主要目的是完善公司产业链布局，进一步打造“药石研发+药石制造”双品牌；考虑到全球非 GMP 的分子砌块市场空间预计就超过百亿元，我们认为公司不仅具有短期营收增长的较高确定性，更具备长期成长空间和价值。
- **构建多个关键药物发现技术能力，分子砌块驱动的新药发现平台未来可期。**疫情期间，公司持续投入研发，成功搭建了基于碎片分子片段的药物发现(FBDD)技术、DNA 编码化合物库(DEL)技术、超大容量特色虚拟化合物库筛选技术等多个新药研发领域的关键药物发现技术平台。报告期内，公司独特新颖的用于小分子药物研发的分子砌块库数量进一步增加——分子设计团队在 2020 年上半年共设计 5000 余个分子砌块及一个包含 6000 个多样化的碎片分子片段库，开发合成了近 1000 个有特色的分子砌块。关键药物发现技术能力的建立，和高质量分子砌块库的进一步丰富，为公司开展创新药物研发项目服务和合作提供了良好的发展契机。
- **风险因素：**全球生物医药投融资不及预期，公司临床后期/商业化项目放量不及预期，毛利率持续下降风险。
- **投资建议：**公司是基于独有的创新型药物分子砌块库驱动的新药发现平台。疫情后公司全面复工复产，剔除股权激励影响后公司 2020H1 收入和净利润均实现大幅增长。我们认为随着公司早期项目数量不断增加并向商业化推进，大规模生产项目或已进入放量期，千克级以上项目收入有望继续高速增长。综上，我们上调公司 2020-2022 年 EPS 预测至 1.42/2.03/2.78 元(原预测 1.40/2.01/2.71 元)，现价对应 PE 分别为 90x、63x、46x。维持“增持”评级。

| 项目/年度           | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E    | 2022E    |
|-----------------|--------|--------|--------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)       | 478.25 | 662.23 | 956.68 | 1,354.05 | 1,864.75 |
| 营业收入增长率         | 75%    | 38%    | 44%    | 42%      | 38%      |
| 净利润(百万元)        | 133.36 | 152.07 | 204.94 | 293.73   | 402.54   |
| 净利润增长率          | 99%    | 14%    | 35%    | 43%      | 37%      |
| 每股收益 EPS(基本)(元) | 1.21   | 1.06   | 1.42   | 2.03     | 2.78     |
| 毛利率%            | 58%    | 52%    | 48%    | 47%      | 46%      |
| 净资产收益率 ROE%     | 22.24% | 20.53% | 22.18% | 24.85%   | 26.19%   |
| 每股净资产(元)        | 5.45   | 5.12   | 6.38   | 8.16     | 10.62    |
| PE              | 106    | 121    | 90     | 63       | 46       |
| PB              | 23     | 25     | 20     | 16       | 12       |

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2020 年 8 月 26 日收盘价

利润表 (百万元)

| 指标名称         | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入         | 478    | 662    | 957    | 1,354  | 1,865  |
| 营业成本         | 202    | 321    | 495    | 718    | 1,007  |
| 毛利率          | 57.82% | 51.59% | 48.23% | 46.97% | 45.98% |
| 营业税金及附加      | 7      | 7      | 11     | 17     | 21     |
| 销售费用         | 21     | 24     | 27     | 36     | 48     |
| 营业费用率        | 4.32%  | 3.66%  | 2.86%  | 2.66%  | 2.56%  |
| 管理费用         | 60     | 74     | 112    | 143    | 190    |
| 管理费用率        | 12.57% | 11.23% | 11.68% | 10.58% | 10.18% |
| 财务费用         | (4)    | (1)    | 0      | 0      | (2)    |
| 财务费用率        | -0.87% | -0.14% | 0.01%  | 0.01%  | -0.11% |
| 投资收益         | (0)    | 1      | 0      | 0      | 0      |
| 营业利润         | 143    | 164    | 225    | 325    | 448    |
| 营业利润率        | 29.90% | 24.69% | 23.48% | 24.01% | 24.04% |
| 营业外收入        | 11     | 9      | 8      | 10     | 9      |
| 营业外支出        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 利润总额         | 154    | 172    | 232    | 334    | 457    |
| 所得税          | 20     | 20     | 27     | 41     | 54     |
| 所得税率         | 12.89% | 11.77% | 11.80% | 12.15% | 11.91% |
| 少数股东损益       | 1      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 归属于母公司股东的净利润 | 133    | 152    | 205    | 294    | 403    |
| 净利率          | 27.89% | 22.96% | 21.42% | 21.69% | 21.59% |

现金流量表 (百万元)

| 指标名称         | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|------|------|-------|-------|-------|
| 税前利润         | 154  | 172  | 232   | 334   | 457   |
| 所得税支出        | -20  | -20  | -27   | -41   | -54   |
| 折旧和摊销        | 18   | 22   | 30    | 39    | 48    |
| 营运资金的变化      | 8    | -64  | -45   | -73   | -155  |
| 其他经营现金流      | 0    | 16   | 9     | 9     | 8     |
| 经营现金流合计      | 160  | 127  | 199   | 269   | 304   |
| 资本支出         | -48  | -174 | -157  | -115  | -115  |
| 投资收益         | 0    | 1    | 0     | 0     | 0     |
| 其他投资现金流      | 9    | -128 | -22   | -24   | -26   |
| 投资现金流合计      | -39  | -301 | -179  | -140  | -141  |
| 发行股票         | 0    | 54   | 0     | 0     | 0     |
| 负债变化         | 34   | 94   | 77    | 6     | 10    |
| 股息支出         | -15  | -22  | -22   | -36   | -47   |
| 其他融资现金流      | -39  | -75  | 0     | 0     | 2     |
| 融资现金流合计      | -19  | 51   | 56    | -30   | -36   |
| 现金及现金等价物净增加额 | 107  | -120 | 76    | 99    | 128   |

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

| 指标名称          | 2018 | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金          | 266  | 164   | 239   | 339   | 466   |
| 存货            | 144  | 207   | 316   | 458   | 645   |
| 应收账款          | 35   | 79    | 106   | 137   | 206   |
| 其他流动资产        | 64   | 87    | 99    | 109   | 127   |
| 流动资产          | 509  | 537   | 760   | 1,043 | 1,445 |
| 固定资产          | 115  | 131   | 262   | 338   | 407   |
| 长期股权投资        | 79   | 152   | 172   | 192   | 212   |
| 无形资产          | 24   | 25    | 29    | 32    | 34    |
| 其他长期资产        | 33   | 185   | 179   | 181   | 183   |
| 非流动资产         | 252  | 493   | 642   | 743   | 836   |
| 资产总计          | 761  | 1,029 | 1,402 | 1,786 | 2,281 |
| 短期借款          | 25   | 60    | 138   | 144   | 153   |
| 应付账款          | 24   | 31    | 67    | 84    | 116   |
| 其他流动负债        | 103  | 187   | 264   | 367   | 465   |
| 流动负债          | 153  | 278   | 468   | 594   | 734   |
| 长期借款          | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期负债        | 9    | 10    | 10    | 10    | 10    |
| 非流动性负债        | 9    | 10    | 10    | 10    | 10    |
| 负债合计          | 161  | 288   | 478   | 604   | 744   |
| 股本            | 110  | 145   | 145   | 145   | 145   |
| 资本公积          | 288  | 318   | 318   | 318   | 318   |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 600  | 741   | 924   | 1,182 | 1,537 |
| 少数股东权益        | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股东权益合计        | 600  | 741   | 924   | 1,182 | 1,537 |
| 负债股东权益总计      | 761  | 1,029 | 1,402 | 1,786 | 2,281 |

主要财务指标

| 指标名称          | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入增长率       | 75.02% | 38.47% | 44.46% | 41.54% | 37.72% |
| 营业利润增长率       | 92.90% | 14.38% | 37.36% | 44.70% | 37.93% |
| 净利润增长率        | 98.52% | 14.03% | 34.77% | 43.32% | 37.04% |
| 毛利率           | 57.82% | 51.59% | 48.23% | 46.97% | 45.98% |
| EBITDA Margin | 36.09% | 29.57% | 27.49% | 27.62% | 26.99% |
| 净利率           | 27.89% | 22.96% | 21.42% | 21.69% | 21.59% |
| 净资产收益率        | 22.24% | 20.53% | 22.18% | 24.85% | 26.19% |
| 总资产收益率        | 17.52% | 14.78% | 14.61% | 16.44% | 17.64% |
| 资产负债率         | 21.21% | 28.01% | 34.11% | 33.83% | 32.62% |
| 所得税率          | 12.89% | 11.77% | 11.80% | 12.15% | 11.91% |
| 股利支付率         | 16.50% | 14.28% | 17.54% | 16.11% | 15.97% |

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

| 投资建议的评级标准  |      | 评级   | 说明                             |
|--|------|------|--------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上        |
|  |      | 增持   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间   |
|  |      | 持有   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间  |
|  |      | 卖出   | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上        |
|  | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上        |
|  |      | 中性   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间 |
|  |      | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上        |

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告负责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场监管局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。