

受基数因素影响，19Q2 业绩增速回落

——药石科技(300725.SZ) 2019 年中报预告点评

公司简报

◆事件:

公司发布 19 年中报预告，预计 19H1 实现归母净利润 6400~7400 万元，同比增长 20.40~39.21%；实现非经常性损益约 395 万元，扣非归母净利润同比增长 24.37~45.08%，业绩低于预期。

◆点评:

受基数因素影响，19Q2 业绩增速环比回落。以预告中位数估算，19Q1 和 19Q2 单季度归母净利润同比增长 67%和 7%，扣非归母净利润同比增长 74%和 11%，增速环比回落。我们认为主要是 18Q2 基数较高影响，18 年公司第一大客户 Loxo 贡献了 31%的收入，其收入自 18Q2 开始确认。另外，18 年 10 月收购的晖石药业在 19H1 仍然亏损，拖累业绩。随着晖石未来整合到位，以及后续通过 GMP 认证，后续公司业绩有望重回快车道。

储备项目丰富。推算 18 年克级规模的分子砌块订单同比增长超 70%，收入占比约 30%。19Q1 毛利率为 58.37%，同比仅下降 0.03 pp，表明公司 19Q1 克级订单继续保持高增长，预计占比仍有 30%。另外，19Q1 前五大客户收入占比为 49%，相比于 18Q1 的 62%，客户结构更加多元。随着更多的客户研发管线推进到临床、上市环节，后续将有更多大订单。

先聚焦+后延伸，小而美崛起在路上。公司专注于分子砌块领域 13 年，高达 60%的业务毛利率表明公司深厚的技术积累。凭借极强的客户粘性，公司在提高产能的同时，逐步向后端环节延伸。18 年 10 月，公司参股晖石药业 37.4%，完成原料药平台的布局。此外，药石的全资子公司山东谛爱将逐步聚焦于制剂的生产。至此，药石已经完成了分子砌块、原料药、制剂的布局。

◆盈利预测与投资评级：公司作为分子砌块龙头，随着客户管线推进，业绩将持续较高增长。我们维持公司 19-21 年归母净利润预测为 2.0/2.8/4.1 亿元，考虑股本扩张，调整 EPS 预测为 1.38/1.97/2.86 元（原为 1.80/2.56/3.71 元），分别同比增长 48%/42%/45%，现价对应 19-21 年 PE 为 42/29/20 倍，维持“增持”评级。

◆风险提示：企业研发投入不及预期；客户研发进度不及预期；竞争加剧。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	273	478	717	1,040	1,456
营业收入增长率	45.05%	75.02%	50.00%	45.00%	40.00%
净利润(百万元)	67	133	198	281	408
净利润增长率	86.01%	98.52%	48.13%	42.37%	45.24%
EPS(元)	0.47	0.93	1.38	1.97	2.86
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.56%	22.24%	25.48%	27.67%	29.84%
P/E	122	62	42	29	20
P/B	16.6	13.7	10.6	8.1	6.0

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 7 月 12 日

增持(维持)

当前价: 57.44 元

分析师

林小伟 (执业证书编号: S0930517110003)

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

宋硕 (执业证书编号: S0930518060001)

021-52523872

songshuo@ebsecn.com

市场数据

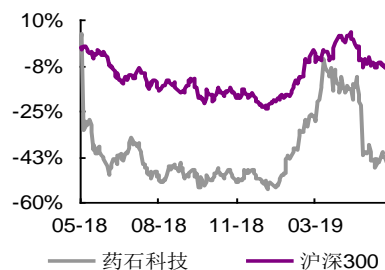
总股本(亿股): 1.43

总市值(亿元): 82.14

一年最低/最高(元): 38.16/85.19

近 3 月换手率: 81.07%

股价表现(一年)



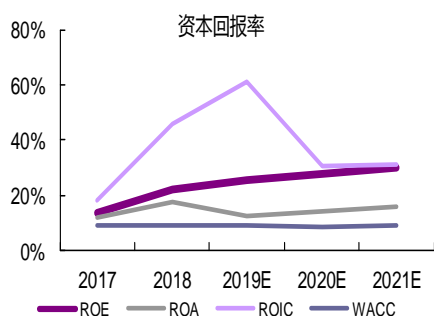
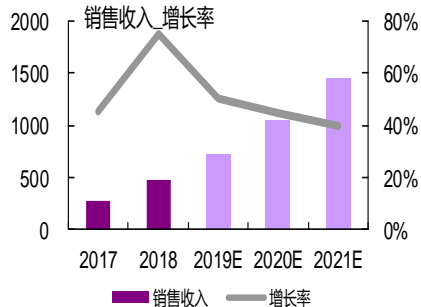
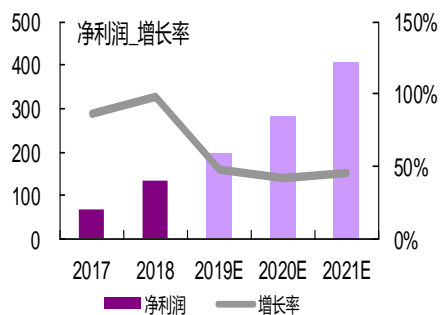
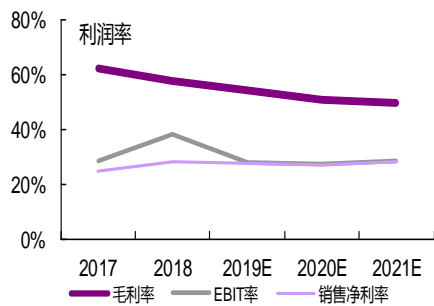
收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-18.84	-14.58	-3.10
绝对	-15.50	-19.09	5.94

资料来源: Wind

相关研报

储备项目丰富，产能瓶颈逐步破除——药石科技(300725.SZ) 2019 年一季报点评
2019-04-26
 业绩继续高增长，项目储备丰富——药石科技(300725.SZ) 2019 年一季报预告点评
2019-04-10
 化药创新赋能平台，随客户管线推进高成长——药石科技(300725.SZ) 18 年年报点评
2019-04-01



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	273	478	717	1,040	1,456
营业成本	104	202	330	510	735
折旧和摊销	13	18	7	18	32
营业税费	3	7	7	11	16
销售费用	18	21	25	30	35
管理费用	69	60	121	152	187
财务费用	4	-4	-7	-4	-2
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-1	0	10	14	30
营业利润	74	143	216	304	443
利润总额	77	154	229	323	469
少数股东损益	1	1	2	0	0
归属母公司净利润	67	133	198	281	408

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	567	761	1,586	2,029	2,600
流动资产	431	509	644	812	1,074
货币资金	158	266	167	156	218
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	38	35	38	33	21
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	2	3	3	5	7
存货	117	144	349	502	676
可供出售投资	1	2	227	200	200
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	79	79	79	79
固定资产	85	115	250	405	573
无形资产	20	24	72	117	169
总负债	64	161	809	1,011	1,229
无息负债	64	136	809	811	1,043
有息负债	0	25	0	200	186
股东权益	504	600	777	1,019	1,371
股本	73	110	143	143	143
公积金	348	311	298	326	326
未分配利润	75	180	336	549	901
少数股东权益	8	0	2	2	2

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	55	160	595	95	429
净利润	67	133	198	281	408
折旧摊销	13	18	7	18	32
净营运资金增加	155	-73	-397	235	42
其他	-181	81	788	-440	-53
投资活动产生现金流	-154	-39	-661	-279	-310
净资本支出	-49	-48	-310	-320	-340
长期投资变化	0	79	0	0	0
其他资产变化	-105	-70	-351	41	30
融资活动现金流	182	-19	-33	174	-56
股本变化	18	37	33	0	0
债务净变化	-4	25	-25	200	-15
无息负债变化	22	73	673	2	233
净现金流	80	107	-99	-10	62

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	45.05%	75.02%	50.00%	45.00%	40.00%
净利润增长率	86.01%	98.52%	48.13%	42.37%	45.24%
EBITDA 增长率	100.24%	119.55%	2.07%	47.91%	45.43%
EBIT 增长率	111.64%	134.07%	8.57%	43.68%	43.67%
估值指标					
PE	122	62	42	29	20
PB	17	14	11	8	6
EV/EBITDA	45	30	38	26	18
EV/EBIT	53	33	39	28	19
EV/NOPLAT	60	38	45	32	22
EV/Sales	15	13	11	8	5
EV/IC	11	17	27	10	7
盈利能力 (%)					
毛利率	62.12%	57.82%	54.00%	51.00%	49.50%
EBITDA 率	33.58%	42.13%	28.66%	29.24%	30.37%
EBIT 率	28.66%	38.33%	27.74%	27.49%	28.21%
税前净利润率	28.20%	32.29%	31.94%	31.04%	32.20%
税后净利润率 (归属母公司)	24.59%	27.89%	27.54%	27.04%	28.05%
ROA	11.95%	17.67%	12.58%	13.86%	15.71%
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.56%	22.24%	25.48%	27.67%	29.84%
经营性 ROIC	17.84%	45.65%	61.43%	30.77%	31.19%
偿债能力					
流动比率	7.91	3.33	0.81	0.82	0.90
速动比率	5.76	2.39	0.37	0.31	0.33
归属母公司权益/有息债务	1656.44	23.78	-	5.08	7.38
有形资产/有息债务	1781.00	28.63	-	9.36	12.88
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.47	0.93	1.38	1.97	2.86
每股红利	0.10	0.15	0.28	0.39	0.57
每股经营现金流	0.38	1.12	4.16	0.66	3.00
每股自由现金流(FCFF)	-0.83	1.45	2.12	-1.65	0.56
每股净资产	3.46	4.19	5.42	7.11	9.57
每股销售收入	1.91	3.34	5.02	7.27	10.18

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼