


分析师：周超泽

执业证号：S0100521110005

邮箱：zhouchaoze@mszq.com

研究助理：叶小桃

执业证号：S0100121110032

邮箱：yexiaotao@mszq.com

事件概述

2021 年，公司实现收入 12.02 亿元，同比增长 17.55%，实现归母净利润 4.87 亿元，同比增长 164.14%；实现扣非归母净利润 2.33 亿元，同比增长 34.24%。2022 年 Q1，实现收入 3.36 亿元，同比增长 17.44%，归母净利润 0.71 亿元，同比增长 1.53%，扣非归母净利润 0.65 亿元，同比增长 0.88%。

收入端稳步增长，新产能落地有望带来新增量

按业务板块划分：

1) 公斤级以下：实现收入 2.46 亿元，同比增长 27.22%，占比约 21%，毛利率为 72%。2021 年下半年，南京新研发中心投入使用，新场地建筑面积 6.3 万平方米，容纳通风橱 1000 个，增加 5 倍之多，进一步增强公司前端研发力量。同时，公司持续加码新型分子砌块研发设计，2021 年完成超 16000 种高质量化合物的设计，交付 7000 余个订单。

2) 公斤级以上：实现收入 8.93 亿元，同比增长 11.02%，占比约 74%；其中，CDMO 业务实现收入 4.55 亿元，同比增长 33.48%，毛利率为 39%。

✓ **产能：**今年逐季度投入使用，减缓公司产能瓶颈。501 车间已于 3 月启用（165m³），502 车间（94.3m³）和 503（190.6m³）将在下半年陆续启用，我们预计 2022 年底总产能达到 635m³，同比增长 243%。

✓ **项目：**公司以 API 项目为突破口，激发 CDMO 业务长期、稳健增长，全年承接 API 项目 40 个，其中 6 个进入 III 期、注册验证及商业化阶段；成功进行了 2 个美国 DMF 和 3 个中国 API 的注册申报工作；所承接 API 项目中有 15 个项目来自欧美客户。另外，公司加强制剂开发及生产业务开拓，承接了 3 个原料药-制剂一体化项目，其中 1 个进入了 III 期及商业化阶段。

3) 技术服务：实现收入 6147 万元，同比增长 160%，占比 5%。

毛利率稳步提升，净利润率受费用端影响

2021 年为 48.13%，同比增长 2.34%，稳步中有所提升，净利润主要受费用端影响：1) 人员扩充和加薪驱动费用提升：管理费用同比增长 24%，主要是由于管理团队和技术团队的扩充，支付给职工的薪酬支出也较上年同期有较大幅度的增加，同比增长 80.3%，截至 2021 年末，公司员工总人数 1735 人，同比增长 127%。2) 持续增加的研发投入以增强公司核心竞争力，研发费用同比增长 25.4%。

大订单交货和汇率对公司业绩造成波动影响

若以恒定汇率计算，2021 年收入同比增长 22.22%。另外，剔除某大客户商业化项目交付周期阶段性影响，2021 年收入同比增长 52.24%，公司承接 1430 个处于临床前到临床 II 期的项目，45 个临床 III 期至商业化项目形成明显的项目漏斗效应，丰富的项目池有望逐步消减单个大订单周期性波动影响。

推荐

维持评级
当前价格：
76.84 元

相关研究

1. 2021 年度业绩预告点评:药石科技:利润受费用及汇率影响，期待新产能落地
2. 药石科技 (300725) 2021 年半年度业绩点评：盈利持续高增长，看好未来成长

➤ **疫情影响下 Q1 收入增长超预期，利润端受汇率及费用支出影响**

若以恒定汇率计算，2022 年 Q1 收入同比增长 19.58%，剔除大客户订单交货的周期性影响，收入同比增长 38.45%，疫情影响下，收入增长略超预期，扣除 21 年 1 季度大额汇兑收益的影响，净利润同比增长 14.85%。

➤ **投资建议：**预计 2022-2024 年公司归母净利润分别是 3.5、5.1 及 7.2 亿元，对应 PE 分别是 44、30 及 21 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**业绩不及预期的风险、新业务投资风险、固定资产投资风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,202	1,628	2,301	3,221
增长率（%）	17.5	35.5	41.3	40.0
归属母公司股东净利润（百万元）	487	351	507	723
增长率（%）	164.1	-28.0	44.8	42.4
每股收益（元）	2.44	1.76	2.54	3.62
PE	32	44	30	21
PB	6.3	5.7	4.9	4.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 04 月 29 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,202	1,628	2,301	3,221
营业成本	623	879	1,229	1,740
营业税金及附加	8	11	16	23
销售费用	24	29	58	81
管理费用	150	173	260	329
研发费用	114	132	156	209
EBIT	269	404	581	841
财务费用	16	16	10	25
资产减值损失	-10	-20	-23	-25
投资收益	238	16	6	8
营业利润	493	385	557	803
营业外收支	15	0	0	0
利润总额	508	385	557	803
所得税	4	35	50	80
净利润	504	350	507	722
归属于母公司净利润	487	351	507	723
EBITDA	328	484	684	969

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	700	664	866	1,228
应收账款及票据	201	317	441	618
预付款项	24	12	17	24
存货	448	331	452	630
其他流动资产	431	450	459	471
流动资产合计	1,804	1,774	2,235	2,971
长期股权投资	8	25	25	25
固定资产	596	716	864	1,036
无形资产	111	116	122	129
非流动资产合计	1,703	2,044	2,198	2,376
资产合计	3,507	3,818	4,432	5,347
短期借款	348	348	348	348
应付账款及票据	267	357	499	705
其他流动负债	174	126	171	237
流动负债合计	789	830	1,017	1,290
长期借款	24	24	24	24
其他长期负债	67	67	67	67
非流动负债合计	90	90	90	90
负债合计	879	920	1,108	1,380
股本	200	200	200	200
少数股东权益	200	200	199	199
股东权益合计	2,628	2,898	3,325	3,967
负债和股东权益合计	3,507	3,818	4,432	5,347

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	17.55	35.50	41.33	40.00
EBIT 增长率	27.21	49.86	44.00	44.60
净利润增长率	164.14	-27.96	44.77	42.44
盈利能力 (%)				
毛利率	48.13	46.00	46.57	46.00
净利率	41.92	21.50	22.03	22.42
总资产收益率 ROA	13.87	9.18	11.45	13.52
净资产收益率 ROE	20.04	12.99	16.24	19.18
偿债能力				
流动比率	2.29	2.14	2.20	2.30
速动比率	1.69	1.72	1.74	1.80
现金比率	0.89	0.80	0.85	0.95
资产负债率 (%)	25.07	24.10	24.99	25.81
经营效率				
应收账款周转天数	61.14	71.00	70.00	70.00
存货周转天数	262.29	129.00	129.00	129.00
总资产周转率	0.34	0.43	0.52	0.60
每股指标 (元)				
每股收益	2.44	1.76	2.54	3.62
每股净资产	12.16	13.51	15.65	18.87
每股经营现金流	1.19	2.45	2.86	3.91
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	32	44	30	21
PB	6.3	5.7	4.9	4.1
EV/EBITDA	45.78	31.15	21.72	14.96
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	504	350	507	722
折旧和摊销	59	80	103	128
营运资金变动	-111	55	-54	-87
经营活动现金流	238	489	572	781
资本开支	-506	-305	-356	-407
投资	-429	-236	-20	-20
投资活动现金流	-914	-525	-370	-419
股权募资	0	0	0	0
债务募资	169	0	0	0
筹资活动现金流	145	0	0	0
现金净流量	-548	-36	202	362

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001