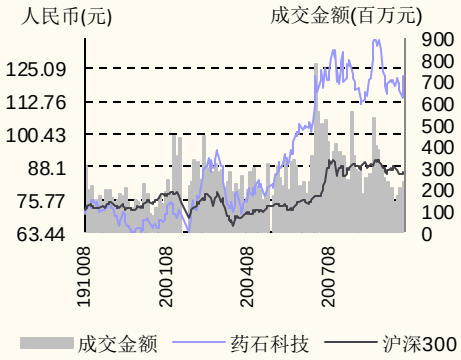
# 药石科技 (300725.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：122.51 元
目标价格（人民币）：169.63-169.63 元

**市场数据(人民币)**

| | |
|---|---|
| 总股本(亿股) | 1.45 |
| 已上市流通 A 股(亿股) | .98 |
| 总市值(亿元) | 177.86 |
| 年内股价最高最低(元) | 122.51/114.00 |
| 沪深 300 指数 | 4587 |
| 创业板指 | 2575 |




**相关报告**

1.《分子砌块需求旺盛，业绩强劲增长-药石科技中报点评》，2020.8.27

2.《参股公司对外授权合作，新药研发不断拓展-药石科技公司点评》，2020.8.24

3.《业务稳健增长，新药研发逐渐开花结果-药石科技一季报点评》，2020.5.7

4.《业务进入上升通道，新药研发逐渐开花结果-药石科技公司点评》，2020.4.21

5.《业绩符合预期，收入逐季提速，保持高增长-药石科技 2019 业绩...》，2020.3.2

王班 联系人
(8621)60870953
wang_ban@gjzq.com.cn

(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

## 新药研发业务顺利拓展，CDMO 双轮驱动高增长

*公司基本情况(人民币)*

| 项目 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 478 | 662 | 1,036 | 1,534 | 2,274 |
| 营业收入增长率 | 75.02% | 38.47% | 56.51% | 48.03% | 48.24% |
| 归母净利润(百万元) | 133 | 152 | 220 | 320 | 461 |
| 归母净利润增长率 | 98.52% | 14.03% | 44.67% | 45.60% | 43.98% |
| 摊薄每股收益(元) | 1.212 | 1.050 | 1.519 | 2.212 | 3.185 |
| 每股经营性现金流净额 | 1.46 | 0.86 | 0.90 | 1.75 | 2.55 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 22.24% | 20.53% | 22.31% | 25.07% | 26.98% |
| P/E | 44.40 | 65.06 | 57.69 | 39.62 | 27.52 |
| P/B | 9.87 | 13.35 | 12.87 | 9.94 | 7.42 |

来源：公司年报、国金证券研究所

### 事件

- 近日，公司发布定增回复函公告，对相关新药研发业务、CDMO 业务进展情况进行披露。

### 点评

- **新药研发业务拓展顺利，已有多项合作：**公司基于多年来设计和合成的药物分子砌块库，以及在研究药物分子砌块过程中积累的技术和研发体系，建设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，开展新药研发业务。①合作模式为公司进行新药化合物研发，并在特定阶段转让 IP 取得相关收益（包括首付款、里程碑费等）；②公司已有一定数量的项目储备，2020 年公司曾与客户签订创新药物研发战略合作协议，公司转让了 5 个苗头化合物所有权，平均转让单价约为 200-300 万元；公司还曾与客户签署一项先导化合物转让协议，项目单价为 1500 万元。该业务具有高回报、相对低风险等特点，随着后续公司相关新药研发业务的不断拓展，预计带来收入的提升和毛利率/净利率的改善。
- **主营业务需求旺盛，中试以上规模订单进入上升通道，带动业务高增长：**公司布局并具备了药物分子砌块、关键中间体中间体及原料药产品 CDMO 服务能力。前端的分子砌块 CRO 类业务具有订单数量多、介入新药研发项目早等特点，能够为后端 CDMO 业务提供良好的流量入口；多年的分子砌块类业务开展为公司积累了大量的新药研发客户及早期研发项目，随着客户的新药研发项目不断向后推进，需求不断增大，公司的一站式 CDMO 能力（分子砌块、中间体、原料药和制剂）也在不断提高，中试以上订单进入上升通道，主营业务持续高增长。
- **未来可期，成长空间大：**①新药研发类业务陆续落地，带来估值提升；②我们预计主营业务趋势向好，需求旺盛，订单丰富，排产饱满；③明后年研发产能瓶颈解除，小订单产能提升，中试以上规模订单进入上升通道。

### 投资建议

- 预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.52/ 2.21/3.19 元，给予“买入”评级。

### 风险提示

- 下游产品研发、销售不达预期，原材料涨价，汇率波动，安全生产与环保，新业务拓展不达预期，核心技术人员流失，解禁风险，大客户依赖风险。

## 附录：三张报表预测摘要

**损益表（人民币百万元）**

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **主营业务收入** | **273** | **478** | **662** | **1,036** | **1,534** | **2,274** |
| 增长率 | | 75.0% | 38.5% | 56.5% | 48.0% | 48.2% |
| 主营业务成本 | -104 | -202 | -321 | -572 | -849 | -1,273 |
| *%销售收入* | 37.9% | 42.2% | 48.4% | 55.2% | 55.3% | 56.0% |
| 毛利 | 170 | 277 | 342 | 464 | 685 | 1,001 |
| *%销售收入* | 62.1% | 57.8% | 51.6% | 44.8% | 44.7% | 44.0% |
| 营业税金及附加 | -3 | -7 | -7 | -9 | -15 | -23 |
| *%销售收入* | 0.9% | 1.5% | 1.1% | 0.9% | 1.0% | 1.0% |
| 销售费用 | -18 | -21 | -24 | -34 | -50 | -74 |
| *%销售收入* | 6.5% | 4.3% | 3.7% | 3.3% | 3.3% | 3.3% |
| 管理费用 | -69 | -60 | -74 | -114 | -138 | -205 |
| *%销售收入* | 25.2% | 12.6% | 11.2% | 11.0% | 9.0% | 9.0% |
| 研发费用 | 0 | -44 | -69 | -88 | -153 | -227 |
| *%销售收入* | 0.0% | 9.3% | 10.5% | 8.5% | 10.0% | 10.0% |
| 息税前利润（EBIT） | 81 | 144 | 167 | 219 | 329 | 473 |
| *%销售收入* | 29.6% | 30.2% | 25.2% | 21.2% | 21.4% | 20.8% |
| 财务费用 | -4 | 4 | 1 | 1 | 5 | 11 |
| *%销售收入* | 1.3% | -0.9% | -0.1% | -0.1% | -0.4% | -0.5% |
| 资产减值损失 | -3 | -5 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | -1 | 0 | 1 | 10 | 10 | 10 |
| *%税前利润* | n.a | n.a | 0.5% | 4.0% | 2.7% | 1.9% |
| 营业利润 | 74 | 143 | 164 | 230 | 344 | 494 |
| *营业利润率* | 27.1% | 29.9% | 24.7% | 22.2% | 22.4% | 21.7% |
| 营业外收支 | 3 | 11 | 9 | 20 | 20 | 30 |
| 税前利润 | 77 | 154 | 172 | 250 | 364 | 524 |
| *利润率* | 28.2% | 32.3% | 26.0% | 24.1% | 23.7% | 23.0% |
| 所得税 | -9 | -20 | -20 | -30 | -44 | -63 |
| *所得税率* | 12.0% | 12.9% | 11.8% | 12.0% | 12.0% | 12.0% |
| 净利润 | 68 | 134 | 152 | 220 | 320 | 461 |
| 少数股东损益 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **归属于母公司的净利润** | **67** | **133** | **152** | **220** | **320** | **461** |
| *净利率* | 24.6% | 27.9% | 23.0% | 21.2% | 20.9% | 20.3% |

**现金流量表（人民币百万元）**

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 68 | 134 | 152 | 220 | 320 | 461 |
| 少数股东损益 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 16 | 23 | 25 | 20 | 22 | 28 |
| 非经营收益 | 3 | -5 | 0 | -25 | -30 | -40 |
| 营运资金变动 | -32 | 8 | -53 | -84 | -59 | -79 |
| **经营活动现金净流** | **55** | **160** | **124** | **131** | **253** | **370** |
| 资本开支 | -49 | -48 | -173 | -9 | -36 | -36 |
| 投资 | -109 | 3 | -132 | -102 | 50 | 0 |
| 其他 | 5 | 6 | 4 | 10 | 10 | 10 |
| **投资活动现金净流** | **-154** | **-39** | **-301** | **-101** | **24** | **-26** |
| 股权募资 | 192 | 0 | 54 | 54 | 0 | 0 |
| 债权募资 | -4 | 25 | 27 | -51 | -18 | 0 |
| 其他 | -10 | -39 | -28 | -31 | -29 | -29 |
| **筹资活动现金净流** | **179** | **-14** | **54** | **-28** | **-47** | **-29** |
| **现金净流量** | **80** | **107** | **-123** | **2** | **230** | **315** |

**资产负债表（人民币百万元）**

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 158 | 266 | 164 | 165 | 395 | 710 |
| 应收款项 | 40 | 38 | 81 | 89 | 132 | 196 |
| 存货 | 117 | 144 | 207 | 313 | 442 | 628 |
| 其他流动资产 | 116 | 61 | 85 | 147 | 110 | 129 |
| 流动资产 | 431 | 509 | 537 | 716 | 1,079 | 1,663 |
| *%总资产* | 76.0% | 66.9% | 52.1% | 56.6% | 64.9% | 72.8% |
| 长期投资 | 1 | 81 | 153 | 205 | 205 | 205 |
| 固定资产 | 93 | 126 | 258 | 279 | 308 | 342 |
| *%总资产* | 16.4% | 16.5% | 25.0% | 22.0% | 18.6% | 15.0% |
| 无形资产 | 31 | 35 | 60 | 65 | 70 | 74 |
| 非流动资产 | 136 | 252 | 493 | 549 | 584 | 622 |
| *%总资产* | 24.0% | 33.1% | 47.9% | 43.4% | 35.1% | 27.2% |
| **资产总计** | **567** | **761** | **1,029** | **1,265** | **1,663** | **2,284** |
| 短期借款 | 0 | 25 | 60 | 18 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 37 | 96 | 193 | 203 | 301 | 450 |
| 其他流动负债 | 18 | 32 | 25 | 57 | 84 | 125 |
| 流动负债 | 55 | 153 | 278 | 279 | 385 | 575 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 9 | 9 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| **负债** | **64** | **161** | **288** | **279** | **385** | **575** |
| **普通股股东权益** | **495** | **600** | **741** | **986** | **1,278** | **1,710** |
| 其中：股本 | 73 | 110 | 145 | 145 | 145 | 145 |
| 未分配利润 | 75 | 180 | 298 | 489 | 780 | 1,212 |
| 少数股东权益 | 8 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **负债股东权益合计** | **567** | **761** | **1,029** | **1,265** | **1,663** | **2,284** |

**比率分析**

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **每股指标** | | | | | | |
| 每股收益 | 0.916 | 1.212 | 1.050 | 1.519 | 2.212 | 3.185 |
| 每股净资产 | 6.753 | 5.452 | 5.117 | 6.811 | 8.823 | 11.809 |
| 每股经营现金净流 | 0.745 | 1.456 | 0.857 | 0.902 | 1.748 | 2.554 |
| 每股股利 | 0.200 | 0.200 | 0.200 | 0.200 | 0.200 | 0.200 |
| **回报率** | | | | | | |
| 净资产收益率 | 13.56% | 22.24% | 20.53% | 22.31% | 25.07% | 26.98% |
| 总资产收益率 | 11.84% | 17.52% | 14.78% | 17.40% | 19.27% | 20.19% |
| 投入资本收益率 | 14.06% | 20.06% | 18.35% | 19.22% | 22.64% | 24.33% |
| **增长率** | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 45.05% | 75.02% | 38.47% | 56.51% | 48.03% | 48.24% |
| EBIT增长率 | 97.20% | 78.40% | 15.71% | 31.47% | 49.81% | 43.83% |
| 净利润增长率 | 86.01% | 98.52% | 14.03% | 44.67% | 45.60% | 43.98% |
| 总资产增长率 | 89.67% | 34.15% | 35.21% | 22.89% | 31.47% | 37.39% |
| **资产管理能力** | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 43.4 | 27.8 | 31.6 | 30.0 | 30.0 | 30.0 |
| 存货周转天数 | 342.3 | 236.3 | 199.9 | 200.0 | 190.0 | 180.0 |
| 应付账款周转天数 | 59.4 | 39.6 | 31.3 | 60.0 | 60.0 | 60.0 |
| 固定资产周转天数 | 113.6 | 88.0 | 72.0 | 42.8 | 31.3 | 24.9 |
| **偿债能力** | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -31.23% | -40.11% | -16.84% | -17.12% | -32.61% | -42.78% |
| EBIT利息保障倍数 | 23.1 | -34.6 | -181.0 | -342.9 | -60.9 | -41.3 |
| 资产负债率 | 11.24% | 21.21% | 28.01% | 22.03% | 23.17% | 25.16% |

来源：公司年报、国金证券研究所

***市场中相关报告评级比率分析***

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|---|---|---|---|---|---|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **评分** | **0.00** | **0.00** | **0.00** | **0.00** | **0.00** |

来源：朝阳永续

***历史推荐和目标定价(人民币)***

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|---|---|---|---|---|
| 1 | 2020-01-06 | 增持 | 67.75 | N/A |
| 2 | 2020-01-21 | 增持 | 69.14 | N/A |
| 3 | 2020-03-01 | 增持 | 87.66 | N/A |
| 4 | 2020-03-02 | 增持 | 87.66 | N/A |
| 5 | 2020-04-21 | 增持 | 83.36 | N/A |
| 6 | 2020-05-07 | 增持 | 81.53 | N/A |
| 7 | 2020-08-24 | 买入 | 121.00 | 160.00～160.00 |
| 8 | 2020-08-27 | 买入 | 128.00 | 169.63～169.63 |

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持




**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH