

定增正式落地，“聚焦+放大”打开成长空间

——药石科技（300725.SZ）公告点评

要点

事件：12月31日，公司发布向特定对象发行股票上市公告书，发行股份数量为838.6万股，发行价格为111.50元/股，募集资金总额为9.35亿元。

募集资金主要用于南京研发中心升级改造和药物制剂生产基地建设项目，“聚焦+放大”打开成长空间。公司定增正式落地，发行数量为8,385,650股，发行价格为111.50元/股，募集资金总额为9.35亿元，募集资金净额为9.28亿元，上市时间为2021年1月6日，募集资金主要用于南京研发中心升级改造和药物制剂生产基地建设，我们认为公司通过“聚焦+放大”打开了成长空间。**（1）聚焦：基于分子砌块优势，强化药物发现业务。**基于分子砌块库优势，延伸并强化药物发现服务业务，建设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关键药物发现技术平台；**（2）放大：中间体→原料药→制剂，全产业链布局促进分子砌块产品的放量。**建设符合FDA标准的制剂CDMO产能，将公司服务阶段从中间体、API，延伸到制剂，提高价值量的同时，将进一步绑定客户。

短期：20Q3存货同比增加72%，2020年确定高增长。Loxo-292项目已经商业化；浙江晖石19年亏损约1900万，20H1已经实现盈利，并且公司公告和晖石的2020年关联交易金额从2亿上调到3亿，20H1已实现1.9亿元，表明晖石运营情况超预期；药捷安康已经就自研创新药TT-01025与LGChem完成全球授权许可协议，将获得首付款以及开发和商业化里程碑付款，总计3.5亿美元，另外还将获得未来产品的销售提成，公司经营持续向好。截至20Q3，公司存货3.46亿元（+72% YOY），随着后续陆续发货，2020年业绩确定高增长。

中长期：公司目前正处在业绩放量周期，分子砌块远期延伸价值可期。目前，公司已有来自Agiros和Loxo的两个项目进入商业化阶段。我们预计，后续将有更多的客户项目进入临床III期和商业化阶段，公司业绩在中期（3-5年）可保持较高增长中枢。长期来看，分子砌块库解决药物发现痛点，在研发分散化趋势下，药石正逐渐渗透进全球分子砌块400亿美元市场，延伸价值可期。同时，子公司安纳康新药平台建立，标志着药石正从服务客户向培育客户转变，此举大大降低了me-better、FIC创新的门槛，将拓展药石目标客户群，尤其是国内传统药企。

盈利预测、估值与评级：公司是分子砌块龙头，随着客户管线推进，业绩将持续较高增长。我们维持公司20-22年净利润2.02/3.12/4.61亿元，分别同比增长33%/55%/48%，对应EPS分别为1.39/2.03/3.00元（考虑增发后股份稀释），现价对应20-22年PE为103/71/48倍，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧，全球新药研发投入不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	478	662	1,001	1,434	1,978
营业收入增长率	75.02%	38.47%	51.19%	43.25%	37.91%
净利润（百万元）	133	152	202	312	461
净利润增长率	98.52%	14.03%	32.63%	54.71%	47.65%
EPS（元）	1.21	1.05	1.39	2.03	3.00
ROE（归属母公司）（摊薄）	22.24%	20.53%	21.90%	25.95%	28.50%
P/E	118	137	103	71	48
P/B	26.3	28.1	22.6	18.3	13.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-01-05

买入（维持）

当前价：143.61元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebscn.com

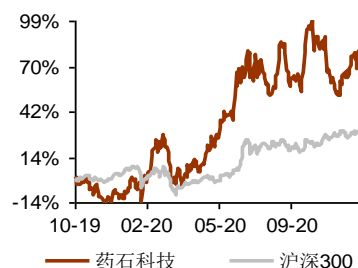
联系人：刘锡源

liuxiyuan@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.54
总市值(亿元)	220.61
一年最低/最高(元)	63.24/149.62
近3月换手率	82.59%

股价相对走势



收益表现

	%	1M	3M	1Y
相对	10.78	-5.18	80.20	
绝对	17.67	9.50	110.21	

资料来源：Wind

相关研报

发货波动致Q3业绩环比降速，2020年全年增长可期——药石科技（300725.SZ）2020年三季度报点评（2020-10-29）

疫情助力全球竞争力提升，公司进入业绩放量周期——药石科技（300725.SZ）2020年中报点评（2020-08-26）

定增募资9.35亿，聚焦主业横纵双向拓展——药石科技（300725.SZ）公告点评（2020-07-14）

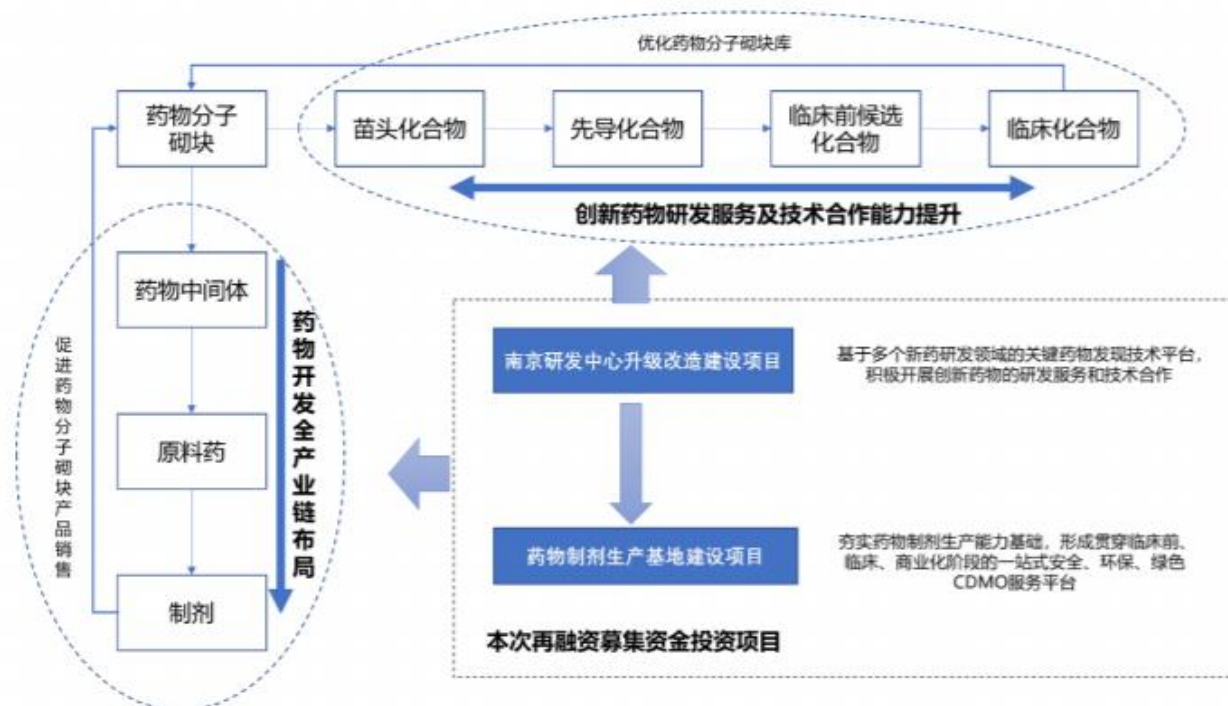
附录

表 1: 募集资金用途

项目名称	预计项目投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
南京研发中心升级改造建设项目	45,871.64	30,300.00
药物制剂生产基地建设项目	40,376.97	35,200.00
补充流动资金	28,000.00	28,000.00
合计	114,248.61	93,500.00

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 1: ‘药石研发’ + ‘药石制造’ 双品牌发展战略



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	478	662	1,001	1,434	1,978
营业成本	202	321	544	782	1,082
折旧和摊销	17	21	23	43	58
税金及附加	7	7	11	15	21
销售费用	21	24	29	36	44
管理费用	60	74	130	123	128
研发费用	44	69	85	134	203
财务费用	-4	-1	4	15	19
投资收益	0	1	5	10	15
营业利润	143	164	215	339	496
利润总额	154	172	229	354	522
所得税	20	20	27	42	61
净利润	134	152	202	312	461
少数股东损益	1	0	0	0	0
归属母公司净利润	133	152	202	312	461
EPS(按最新股本计)	1.21	1.05	1.39	2.03	3.00

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	160	127	100	272	405
净利润	133	152	202	312	461
折旧摊销	17	21	23	43	58
净营运资金增加	-52	64	209	196	254
其他	62	-110	-333	-279	-368
投资活动产生现金流	-39	-301	-1,013	-225	-195
净资本支出	-48	-173	-1,010	-210	-210
长期投资变化	79	152	0	0	0
其他资产变化	-70	-280	-3	-15	15
融资活动现金流	-19	51	1,000	61	-74
股本变化	37	35	0	8	0
债务净变化	25	35	1,023	102	-12
无息负债变化	73	92	86	130	155
净现金流	107	-120	87	108	136

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	57.8%	51.6%	45.7%	45.5%	45.3%
EBITDA 率	32.9%	28.9%	21.7%	27.0%	28.2%
EBIT 率	29.1%	25.5%	19.4%	24.0%	25.3%
税前净利润率	32.3%	26.0%	22.8%	24.7%	26.4%
归母净利润率	27.9%	23.0%	20.1%	21.8%	23.3%
ROA	17.7%	14.8%	8.7%	11.0%	13.6%
ROE (摊薄)	22.2%	20.5%	21.9%	25.9%	28.5%
经营性 ROIC	30.4%	23.7%	9.3%	13.8%	17.0%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	21%	28%	60%	58%	52%
流动比率	3.33	1.93	0.59	0.71	0.88
速动比率	2.39	1.18	0.33	0.38	0.47
归母权益/有息债务	23.78	12.27	0.85	1.01	1.38
有形资产/有息债务	28.63	15.98	2.07	2.32	2.81

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	761	1,029	2,317	2,831	3,388
货币资金	266	164	250	359	494
交易性金融资产	0	22	10	10	10
应收帐款	35	79	127	182	251
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	3	2	3	4	5
存货	144	207	364	523	723
其他流动资产	53	46	35	21	3
流动资产合计	509	537	817	1,140	1,544
其他权益工具	0	1	1	1	1
长期股权投资	79	152	152	152	152
固定资产	115	131	516	705	867
在建工程	11	127	620	570	533
无形资产	24	25	34	42	49
商誉	7	31	31	31	31
其他非流动资产	6	17	37	37	37
非流动资产合计	252	493	1,500	1,692	1,844
总负债	161	288	1,396	1,629	1,771
短期借款	25	60	983	1,085	1,073
应付账款	24	31	52	74	103
应付票据	5	95	161	232	320
预收账款	36	9	9	20	28
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	153	278	1,382	1,611	1,749
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	7	9	12	16	21
非流动负债合计	9	10	14	18	23
股东权益	600	741	921	1,203	1,617
股本	110	145	145	154	154
公积金	311	354	374	386	386
未分配利润	180	298	457	718	1,132
归属母公司权益	600	741	921	1,203	1,617
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	4.32%	3.66%	2.93%	2.49%	2.24%
管理费用率	12.57%	11.23%	13.03%	8.55%	6.45%
财务费用率	-0.87%	-0.14%	0.40%	1.06%	0.98%
研发费用率	9.27%	10.45%	8.49%	9.34%	10.27%
所得税率	13%	12%	12%	12%	12%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.20	0.15	0.21	0.30	0.45
每股经营现金流	1.46	0.88	0.69	1.77	2.63
每股净资产	5.45	5.12	6.34	7.83	10.52
每股销售收入	4.35	4.57	6.90	9.34	12.88

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	118	137	103	71	48
PB	26.3	28.1	22.6	18.3	13.6
EV/EBITDA	100.1	108.8	100.1	59.5	41.3
股息率	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



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

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳