

药石科技(300725)

深度报告

行业公司研究——行业一

进入规模换空间新阶段的分子砌块龙头

——药石科技深度报告

✎：孙建 执业证书编号：S1230520080006
☎：孙建 021-80105900
✉：sunjian@stocke.com.cn

评级	买入
上次评级	首次评级
当前价格	¥ 144.30

单季度业绩	元/股
3Q/2020	0.38
2Q/2020	0.41
1Q/2020	0.19
4Q/2019	0.24

报告导读

我们看好技术起家、产品型公司天花板提升空间。药石科技符合这样的特点，分子砌块，作为药物研发早期新药设计理解的“探针”，我们认为药石科技在该领域聚焦积累了丰富的经验，特色砌块稳固构建护城河，且2018年以来CDMO业务收入快速增长也对部分砌块的规模化生产能力进行了部分验证。未来天花板提升空间方面有望通过CDMO业务及创新药研发风险共担商业模式进一步体现，这也是我们看好公司中长期持续快速增长及高天花板的认知基础。

投资要点

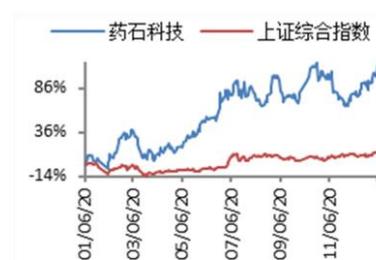
□ 源起：分子砌块，产品型业态奠定新模式拓展基础

①“懂药”的管理人才基础，决定我们对其商业模式理解。药石科技的管理层均来自于罗氏、默克、礼来等药企研发部门，履历堪比创新药企的人才配备。我们认为，管理层资源特点、资深的医药研发经验为公司商业模式拓展奠定了基础，也决定了公司的核心优势及发展重心。②公司基因是产品型而非外包型。公司成立以来，专注分子砌块研究和开发（药物分子结构决定了新药的药理活性及毒副作用，合理设计和优化的分子砌块可以显著提高成药性），药石科技管理者带着新药研发梦，从基础分子砌块出发，为药企提供创新设计的数量庞大的分子砌块工具箱，助力新药研发。公司在砌块的设计、工艺开发中一直是产品型的模式，我们认为这也奠定了公司在CDMO业务拓展中的议价能力及往新药方向拓展的可行性。

□ 模式：“0到1”向“1到N”的拓展

①从0到1：分子砌块开发，解决药筛核心痛点。公司实验室业务70%+的毛利率、20%左右研发费用率（估计）和25%左右的净利率，吸引我们对于公司产品竞争力的理解。我们认为以分子砌块起家的药石科技天然就是产品型公司，聚焦在分子砌块领域创新设计，打造了公司较强议价能力（反映在实验室业务的单人收入、纯利方面）。在扩大品类规模为药企提供多种研发基础砌块的同时，公司凭借自身在药物化学、分子模拟和有机合成方面的强大技术优势，用创新设计引领客户，极大的增强了客户的粘性；成长性方面，我们认为随着公司募投“创新药物分子砌块研发、工艺研究和开发平台建设项目”年底完工投入生产，以公斤级以下产品为主的实验室业务2021-2022年有望实现较快增长。

②从1到N：规模化生产、产品从砌块向后端拓展。我们认为公司处于规模化拓展的初期，这种规模性不仅仅是指CDMO业务，还包括公司产品模式从药筛、Hit到PCC的拓展。我们认为，药石科技设计的创新分子砌块增强了客户粘性。同时，公司在多品种、小订单的长尾客户中广泛了解客户需求，为后续精准提供快速推进必需的分子砌块打下较好基础。药物分子砌块，作为药物研发各个阶段基础物料，以此成为公司的核心竞争力起点，走具有“药石特色”的药物研发与生产之路。研发和生产的协同共进，我们认为这是创新药公司必然遇到的问题。对于药石科技，我们认为



公司简介

公司是药物研发领域全球领先的创新型化学产品和服务供应商。主要从事生物医药中小分子药物研发产业链上从药物分子砌块设计、研发、工艺优化到商业化生产所有涉及化学的业务。同时，公司的主营业务还包括技术服务。通过多年精心耕耘，已经凭借在分子砌块领域卓越的设计、合成和供应能力，获得业界广泛认可。目前，公司已经与世界排名前二十中大部分制药企业达成合作，并为全球几百家中小型生物制药公司提供产品和服务。

相关报告

CDMO 领域和自身产品从分子砌块向下游拓展，都是一种规模化拓展（也就是从 1 到 N 的拓展），只不过这个过程商业上呈现外包、风险共担等新的模式，这也为公司的跨越式发展提供的极大的弹性，也是我们看好公司中长期空间的关键基础。

□ 客户：结构转变，看公司业态中的超预期变化

通过药石科技 TOP5 客户分析，我们发现“分子砌块供应商——创新药企——CXO”逐渐转型，我们认为这有助于提高业绩稳定性，利用 CXO 客户有望进一步扩大砌块使用群体，实现业绩良性增长。从过去 5 年前五大客户变化看公司营收结构变化，我们发现经销商客户占比下降、药企客户提升，我们认为这反映了公司产品跨国经销商直接对接终端研发药企或 CDMO 的趋势变化，以及量产产品的渗透率提升。2020 Q1 第一大客户为 CDMO 公司，产业链环节的卡位特点进一步凸显，我们认为在分子砌块-CDMO-药企的服务链生态中，公司量产的拓展体现了规模化业态拓展的可行性。

□ 拓展：规模化拓展换更大成长空间

公司借助产业链的源头地位及核心砌块优势，打造以分子砌块为核心的全产业链平台。加强新药研发中心的升级改造及制剂生产平台的建设，进一步打造“药石研发”+“药石制造”双品牌。我们认为双品牌其实是商业模式的延伸，是公司基于产品/服务的理解，推进从研发到制造商业模式的变现。

- ① **产品变现：新药研发风险共担，2021 年开始有望持续兑现。**公司已经与 2020 年 9 月转让 5 个化合物的所有权，我们认为这部分证明了公司自身设计的分子砌块库的有效性。公司此项业务不仅在“风险共担”的模式下享有高回报及相对较低的风险，且有望提升公司天花板。案例验证方面，2014 年药石科技创始人设立创新药公司药捷安康多条管线正在持续推进，我们认为这是公司分子砌块对创新药推动的认可，同时也说明了公司基于核心的分子砌块优势未来发展业务模式的多样性和可行性。
- ② **制造服务变现：制剂 CDMO 加速能力搭建。**公司持续拓展补充产业链。进一步加大药物制剂生产基地的建设投资，完善公司的服务链，为客户提供优质的一站式药物开发及生产服务，奠定了公司存量业务高速增长的基础。

□ 盈利预测及估值

基于公司始终深耕的创新型分子砌块领域，我们认为 2020-2022 年，公斤级以上业务随着前端客户管线的逐步推进及商业化放量有望同比增长 70%、40%及 40%。公斤级以下业务随着募投项目的逐步推进，有望实现同比增长 8%、35%、30%。我们预计 2020-2022 年净利润 2.05、2.91、4.13 亿元，EPS 1.41、2.01、2.85 元，最新收盘价对应 2021 年 71 倍 PE，考虑公司业绩未来 3 年 45%左右复合增速，及参考可比公司估值水平（2021 年 83 倍 PE），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。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	662.23	1028.00	1427.08	2033.15
(+/-)	38.47%	55.23%	38.82%	42.47%
净利润	152.07	204.67	291.33	413.23
(+/-)	14.03%	34.59%	42.34%	41.84%
每股收益(元)	1.05	1.41	2.01	2.85
P/E	124.86	101.59	71.37	50.32

正文目录

1. 源起：分子砌块，产品型业态奠定新模式拓展	5
2. 模式：从“0 到 1”向“1 到 N”的拓展	7
2.1. 实验室业务：高盈利能力，产能释放，2021 年加速增长	8
2.2. 工厂级业务：能力验证，2020-2022 年加速增长可期	11
3. 拓展：规模化拓展换更大成长空间	15
3.1. 拓展一：“风险共担”研发新药	15
3.2. 拓展二：制剂 CDMO，从服务链延伸到产品升级	18
4. 盈利预测与估值	19
4.1. 关键假设	19
5. 投资建议	21
6. 风险提示	22

图表目录

图 1: CRO 公司员工学历构成	5
图 2: 药石科技博士员工占比持续上升	5
图 3: 可比公司人均创收及创利(百万)	6
图 4: 可比公司资产周转率	6
图 5: 药物分子砌块伴随药物研发全过程	8
图 6: 2017-2020.06 公司新研发分子砌块及自主设计分子砌块	9
图 7: 2015-2020Q3 公司营业总收入	9
图 8: 药石科技研发费用率位于 CXO 前列	9
图 9: 2018-2020H1 两业务板块的收入及增速情况	9
图 10: 公司每年新增客户数量	10
图 11: 新增收入占当期收入比例	10
图 12: 新增客户当年及次年收入(万元)	10
图 13: 创新药物分子砌块平台花销计划	10
图 14: 公司发展历史	11
图 15: 公司前五大客户情况	14
图 16: 基于分子砌块的药物发现业务	16
图 17: 新药转让, 风险共担	16
图 18: 药石科技与药捷安康	17
图 19: 药捷安康现有管线	18
图 20: 南京研发中心效益预测	18
图 21: 制剂 CDMO 效益预测	19
表 1: 公司多位管理层为药物研发背景博士	6
表 2: Loxo-292 国内临床进展	12
表 3: 公司 2014-2019 年前 5 大客户	13
表 4: 公司现有业务与业务拓展计划	15
表 5: Loxo-292 上市销售预期及重要砌块购买量	20
表 6: 盈利预测	21
表附录: 三大报表预测值	23

引言:

在新药研发赛道景气度与困难度均持续提升的时代中，药石科技是医药服务公司中一个不可忽视的存在，既是创新药企的服务商，又在通过自身对药化的深入理解改良分子砌块、解决新药研发难题。公司是外包企业的上游，覆盖从药物筛选到外包生产的各个环节，用“小砌块”撬动“大市场”。从“想做新药”到“服务新药”药石科技始终站在客户角度用做新药的心做着新药服务，从“技术”与“规模”双角度，深挖砌块市场、拓展服务领域，做全球新药研发的奠基人。

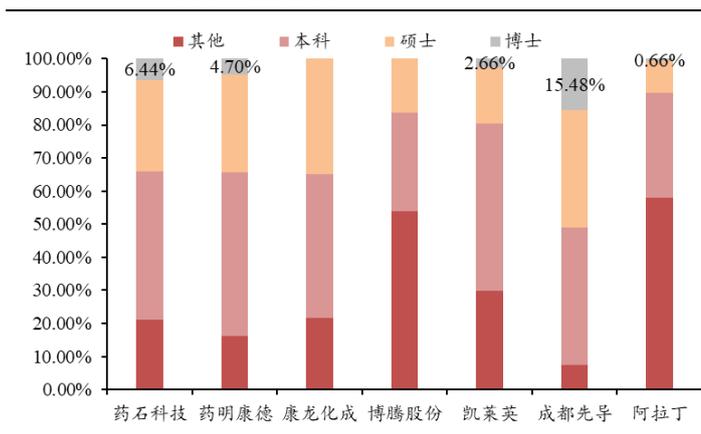
“凡是为科技企业出力的，都能共享科技企业未来发展的红利……制造即投资，只有中国的制造企业能够解决创新量产的难题，如果我们将制造能力当作一种资源输出，就可以和全世界的科技创新企业形成更加紧密的联系，也会分到应有的利益。”

——《中国优势——抓住全球创新生态新机遇》（王煜全）

1. 源起：分子砌块，产品型业态奠定新模式拓展

分子砌块供应商需要这么多“懂药”的人么？投资者普遍认为公司就是一家CRO公司，为创新药企及其他CRO公司提供药物分子砌块原料，但是通过比较分析CRO公司和人才构成、单人产出、资产周转率数据后，我们发现公司不同于CRO公司，药石科技极为优秀的管理层履历注定公司的发展之路不仅局限于研发服务者，其商业模式上有更多的可行性。我们发现公司的博士员工占比自2016年持续走高，且始终位于CRO公司高位，研发人员和高学历人才增速明显，虽受限於企业体量，研发人员比例仍相对较低，但高学历人才已达较高比例。公司核心管理成员基本都具有全球知名大学博士学位，多位曾在罗氏、默克、礼来等全球医药巨头从事新药研发和管理工作，有助于公司对下游客户新药研发提供支持，确保公司分子砌块项目高效、高质量的交付。我们认为，管理层优秀的履历、资深的医药研发经验为公司发展奠定了坚实基础，也决定了公司的核心优势及发展重心。

图 1：CRO 公司员工学历构成

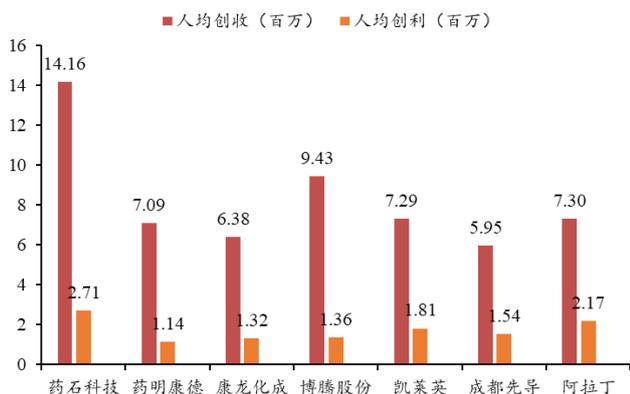


资料来源：公司年报，浙商证券研究所

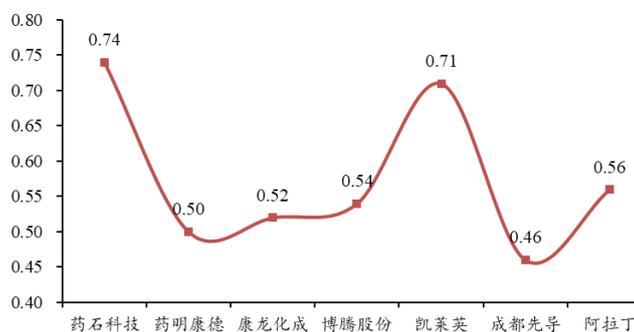
图 2：药石科技博士员工占比持续上升



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 3：可比公司人均创收及创利（百万）


资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 4：可比公司资产周转率


资料来源：公司年报，浙商证券研究所

表 1：公司多位管理层为药物研发背景博士

管理层	职务	学历	背景
杨军民	创始人、董事长	博士	美国奥本大学博士/博士后，曾任罗氏加州/中国研发中心药物化学部研发主任，部门主管。2009 年“江苏省双创计划”资助人才，2009 年“南京高新区三创载体”领军人才，2011 年“江苏省六大人才高峰”，2012 年江苏省和南京市首批“科技创业家培养计划”。80 篇文章和专利，其中 16 篇国际专利。
董海军	总经理	博士	美国华盛顿大学博士，中欧国际工商学院工商管理硕士。曾任职美国罗氏 Senior Principal Scientist，罗氏中国研发中心 Head of DMPK and Drug Safety，美国礼来中国研发首席运营官等职。2009 年国家级领军人才，2010 年江苏省“双创人才”。发表各类论文 30 余篇，包括 10 多项国内外专利。
章世杰	首席技术官	博士	美国艾莫利大学博士，曾任美国 Agios 制药工艺化学及原料药生产总监，并带领 CMC 原料药团队成功推动 Agios 两款新药 (Idhifa, Tibsovo) 从临床前研究到 FDA 获批，另有两个候选化合物进入临床 III 期，一个候选化合物进入临床 II 期。章博士发表论文及专利 40 余篇。
赵树海	联合创始人、副总经理	博士	法国巴黎南大学博士，美国麻省理工学院博士后，曾任赫司特-赛拉尼斯资深工艺化学高级研究员，罗氏美国/中国研发中心药物化学部门项目组长，病毒化学部总监。曾在罗氏领导 5 个新药研发项目，发现 7 个临床候选化合物，其中 3 个进入临床试验阶段，2 个进展到临床二期。赵树海博士曾参与 Fanapt™ 的研发。2012 年“江苏省双创计划”资助人才。70 篇文章和专利，其中 25 篇国际专利
李静	副总经理	博士	博士，德克萨斯大学达拉斯西南医学中心博士后。曾任德克萨斯州达拉斯坎布雷公司 (Cumbre) 药物化学研究科学家；剑桥千禧制药药物化学家；列克星顿卡比斯特制药公司 (Cubist) 高级药物化学科学家；西点默克公司高级科学家兼副首席科学家；美国宾夕法尼亚州西点默克公司副首席科学家。
揭元萍	副总经理	博士	博士，高级工程师。曾任上海化学试剂研究所所长；上海化学试剂有限公司总经理助理，总工程师；上海华谊(集团)公司技术研究院副院长。2015 年 12 月至 2016 年 1 月任公司执行总监；目前兼任山东谛爱董事。
李辉	副总经理	博士	博士，曾任美国安尼康药物研发有限公司研究员；苏州安尼康药物研发有限公司研发总监。2013 年 10 月至 2015 年 6 月公司执行总监；2015 年 6 月至今任公司副总经理。

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司聚焦的“分子砌块”到底是什么？ 药物分子砌块是组成药物分子的重要片段，就像是乐高积木一样，是药物分子合成的原材料。与普通试剂不同，药石科技的药物分子砌块往往是在普通试剂的基础上进行再合成，具有一定的壁垒，且显著提升合成效率，减少新药合成过程的耗时。研发阶段的药物分子砌块就像是药物商业化生产中的中间体，为后续的研发和生产提供基础，因此不仅是创新药企的服务商也是众多 CRO/CDMO 的供应商。

分子砌块处于产业链什么位置？ 新药的药物分子结构决定了新药的药理活性及毒副作用，合理设计和优化的分子砌块可以显著提高成药性。据统计，一个分子在不同阶段的临床试验中失败，大概有 70% 左右是因为缺乏足够药理活性和不能接受的毒副作用。通过对所合成化合物活性数据与化合物结构的构效关系分析，进一步有效的指导后续的化合物结构优化和修饰，以期得到活性更好的化合物。而拥有更好的药理活性和更低毒副作用的药物砌块对于新药研发来讲可以较大程度的节约新药研发的探索过程，降本增效，加速研发。其次，分子砌块也可以早期提升研发效率，选择合适的砌块能带来明显的时间效益。因此经过设计的特色分子砌块不仅仅是药石科技目录中的一个产品，更能主动为研发提供创新性的帮助。

“从药出发，为新药服务”，这种理念也奠定了我们对公司商业模式理解的基础。 多年的研发从业经验，让药石科技的管理层更懂得新药研发及创新，能够从客户的角度打造创新产品，也塑造了公司核心竞争力。与普通的砌块销售商不同，公司的管理层出身研发，从砌块基础领域着眼研发，为药物化学家们提供了丰富的较优质选择。公司基于对药化领域的深入理解及对未来市场趋势的设计和合成出的上万个分子砌块，为创新药企研发人员提供了一个巨大的工具箱，运用定向优化的分子砌块降低毒性、提高溶解度、增加代谢稳定性等，因此也成为了药石科技故事开始的地方。

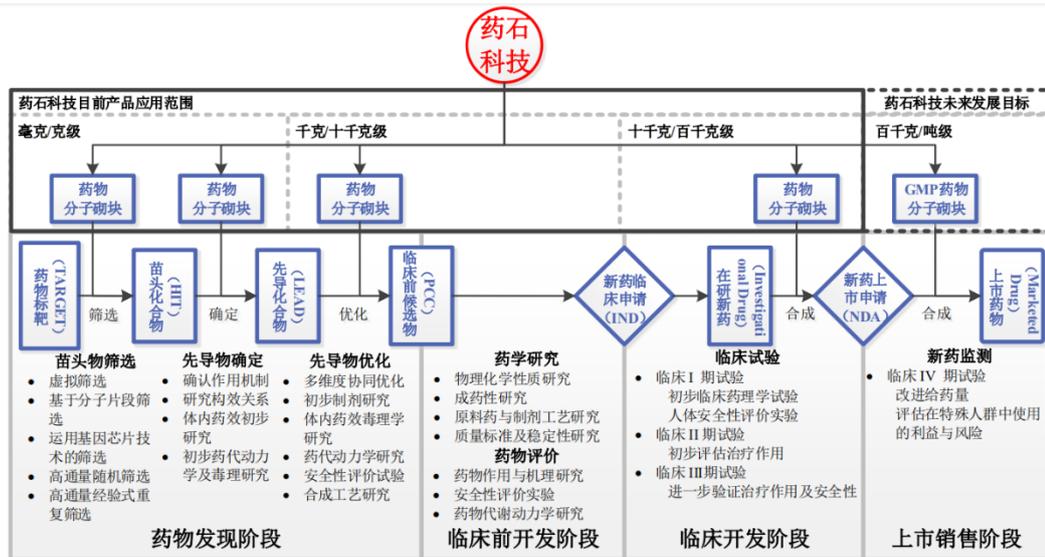
2. 模式：从“0 到 1”向“1 到 N”的拓展

从 0 到 1：赚技术的钱解决新药研发痛点。 药石科技是国内药物分子砌块的龙头供应商，在药物研发基础领域做创新设计，从源头增强新药研发效率。公司于 2008 年起深耕药物分子砌块领域，不断扩大砌块数量规模，目前公司已构建了 8 万余种品类多样、结构新颖、性能高效的分子砌块库，有效助力药企研发。在扩大品类规模为药企提供多种研发基础砌块的同时，公司凭借自身在药物化学、分子模拟和有机合成方面的强大技术优势，与对药物研发领域的理解及未来药物研发需求的趋势判断，加大创新力度，强化新颖独特分子砌块的设计，用创新设计引领客户，极大的增强了客户的粘性。

从 1 到 N：①实验室产品型业态到工厂外包生产拓展。 公司在成立初期，以供应实验室级别的分子砌块为主，随着客户需求的不断增强，公司将业务板块拓展至千克级至吨级的砌块及关键中间体的生产。通过使用公司的分子砌块，客户可以极大地缩短新药研制的时间和经济成本。为了更好的服务客户，公司在继续提供实验室级别分子砌块的同时，发展和加强了药物分子砌块和关键中间体的工艺研发和商业化生产能力。在深耕技术发展创新分子砌块的同时，拓展 CMO 业务，打造“药石研发”+“药石制造”的双轮驱动之路。②**产品变现的放大：特色砌块进一步到下游产品的进一步延伸。** 创新药业务是产业链中创新含量最高的业务，也是最能体现管理者初心的业务板块。药石科技的特色主要体现在两个方面：新颖性和高成药性砌块是核心特色以及“风险共担”的商业模式。砌块可以使得公司具有较强的化学结构

创新能力，以及有较多的结构储备。对于新靶点，DEL 和 FBDD 技术可以较高效地发现对该靶点有一定作用的小分子结构，药石科技优质的特色分子砌块在高效率的同时还能提高筛选得到的苗头化合物的质量，使得苗头化合物到临床前候选化合物（PCC）的时间进一步缩短。对于已知靶点，药石通过丰富的砌块储备和合成路线储备，可以高效做出与已知结构差异化较大的化合物，有助于得到作用模式差异化的候选药物。公司的创新药业务采用了“风险共担”的模式，从临床前的某个阶段进行候选药物的权益转让，收取里程碑，不仅可以分担创新药开发失败的风险，也可以在较早享受到创新药所带来的研发成果，带来收入弹性。

图 5：药物分子砌块伴随药物研发全过程

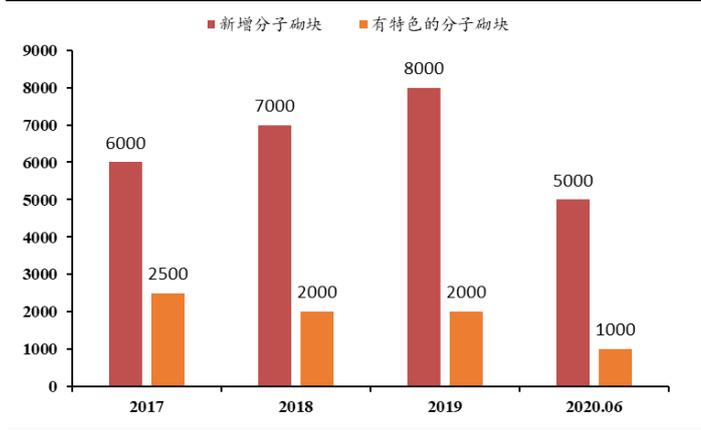


资料来源：招股书，浙商证券研究所

2.1. 实验室业务：高盈利能力，产能释放，2021 年加速增长

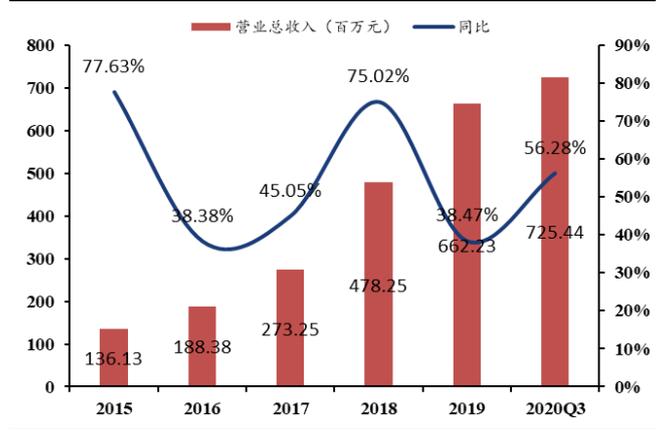
公司核心竞争力来自于自主开发合成的有特色分子砌块，每年新增的药物研发分子砌块数量不断上升，持续巩固公司核心竞争力。凭借公司不断壮大的计算化学和药物化学能力及公司研发团队通过持续、定期地分析药品专利，并分析行业权威期刊和数据库等相关信息，始终对药物研发领域的最新动向保持关注。2017-2020H1，公司新增分子砌块 6000、7000、8000、5000 个，自主开发设计合成 2500、2000、2000、1000 个有特色的分子砌块，不断捕捉市场需求，巩固自身竞争力，主动赋能新药研发。

图 6：2017-2020.06 公司新研发分子砌块及自主设计分子砌块



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

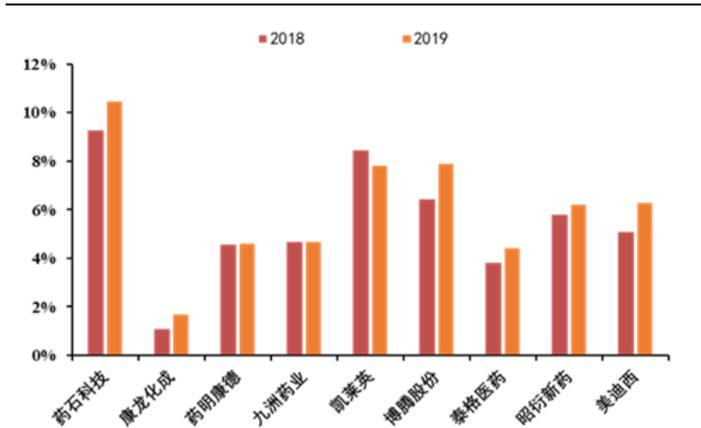
图 7：2015-2020Q3 公司营业总收入



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

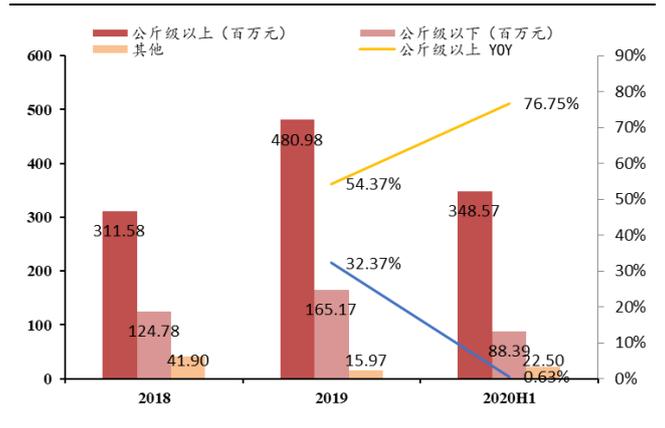
公司公斤级以下产品具有较强的定价能力，显示出市场对公司自主设计及选择开发的分子砌块的认可。2019 年，公斤级以下产品收入同比增长 32%，毛利率同比提升 1.85 个百分点至 74.1%，显示较高盈利水平，同时我们提示公司的研发费用率持续保持 10% 以上的水平，远高于可比公司（凯莱英、药明康德），一方面这可能是由于公司作为独立研发设计分子砌块的产品型公司，研发投入本身较高，另一方面，公司公斤级以下产品均属于实验室级别，作为人才、技术密集型商业模式，其研发投入是作为成本项投入的，因此，我们建议在评估该业务盈利能力的同时注意该特点，基于以上分析，我们认为公斤级以下产品的高盈利能力也体现了公司在分子砌块设计方面的竞争力。公司 2020 年实验室以下业务收入持续受到产能限制，上半年仅同比增长 0.63%，考虑公司募投项目 2020-2021 年逐步投入使用，我们预计该业务 2021-2022 随着新产能释放有望实现稳定增长。

图 8：药石科技研发费用率位于 CXO 前列



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 9：2018-2020H1 两业务板块的收入及增速情况

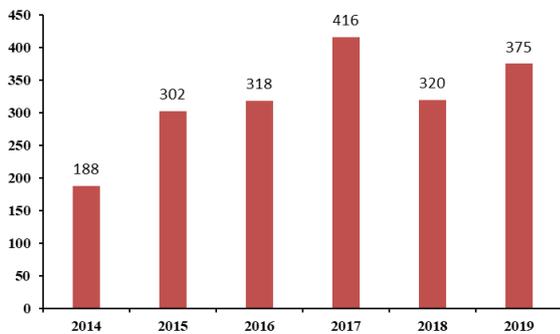


资料来源：公司年报，浙商证券研究所

公司逐步建立起较强的行业地位和品牌认可度，新增客户数量持续攀升，且新客户认可度较好，部分黏性客户订单次年可实现较高增长。2014-2019 年，药石科技新增客户数基本保持持续上升，其中 2017 年新增客户数量达到高点。2017 及 2019 年公司新增收入占总体收入约 20%，我们推断分别由于较多的新增客户（2017 年 416 家）及新增客户贡献的较大订单（2019 年第二大客户订单 AMPAC 7787 万）。同时招股书中还透露了 2014-2017H1 新增客户当年及次年的收入贡献，我们发现新

增客户次年的收入贡献明显高于当年，2014-2015 新增客户次年贡献业绩为当年的190.03%及 32.76%，整体来看新用户留存量高，显示出在新客户中较强的认可度，为后续拓展新业务板块、导流，打下坚实客户基础。

图 10：公司每年新增客户数量（单位：家）



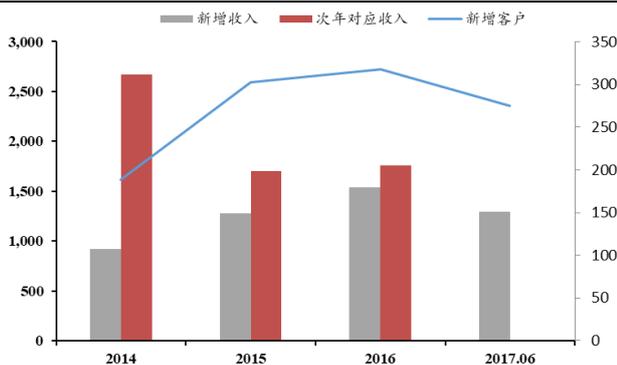
资料来源：招股说明书及回复函，浙商证券研究所

图 11：新增收入占当期收入比例（单位：万元）



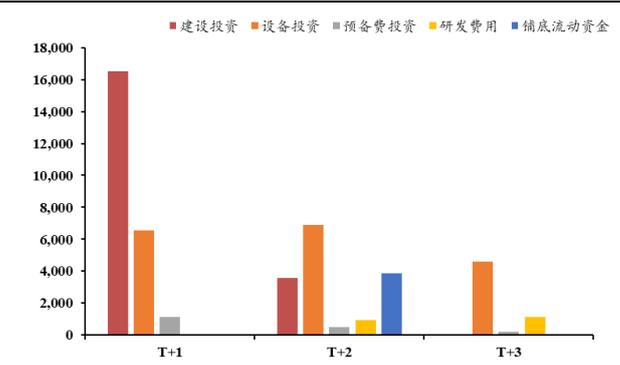
资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 12：新增客户当年及次年收入（单位：万元）



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 13：创新药物分子砌块平台花销计划（单位：万元）



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

募投项目，助力实验室业务。公司募投项目的核心投向的在建工程“创新药物分子砌块研发、工艺研究和开发平台建设项目”，预算4.6亿元，2020年底有望完工投入生产，解决公司实验室级别产品的产能瓶颈。新增四元环、常见饱和脂环类、特殊饱和环类和芳香杂环类药物分子砌块产品新品种，针对有市场竞争力可产业化的30-50类产品进行工艺开发和中试放大。根据公司招股书披露，公司预计投产后第一年至第四年产能利用率分别为40%、70%、90%及100%。此外，我们发现其核心客户包含Vertex、Agiros、药明康德等客户，也侧面体现了公司在产业链中的参与地位。

我们认为，药石科技凭借对市场趋势的把握及较强的研发能力，从创新药物分子砌块的角度主动赋能客户的研发管线，高效合成化合物，发现构效关系，快速确定临床候选化合物；既增强了客户的粘性又有效助力客户后发优势。同时，公司在多品种、小订单的长尾客户中广泛了解客户需求，为后续精准提供快速推进必需的药物分子砌块打下较好基础。药物分子砌块，作为遍布药物研发各个阶段的基础物料，以此成为公司的核心竞争力与启航点，走具有“药石特色”的药物研发与生产之路。

2.2. 工厂级业务：能力验证，2020-2022 年加速增长可期

随着客户研发的推进，部分产品逐渐延伸至临床试验/新药上市阶段，分子砌块种类变少但销售明显放量。在药物研发的推进过程中，药物分子砌块的产品种类随新药研发项目推进不断减少，但产品用量及收入随着项目逐渐走进商业化而提升。药物分子砌块贯穿从药物发现到商业化生产全过程。初期，新药临床前研发阶段利用分子砌块进行拼接及筛选，用量多为毫克到克级别，对新颖性和适用性要求高、附加值高。随着药物开发进入临床阶段，分子砌块的使用品类数在筛选中逐渐缩小，但产品用量快速提升至千克级以上。虽然单价降低但由于产品用量的提升导致整体销售收入快速增长。

与临床前 CRO 向 CDMO 导流不同，公司交付产品时不会交付合成路线和数据，因此具有较强的议价能力和绑定关系。与 CRO 向 CDMO 导流相似，药物分子砌块随着产品进入生产阶段而放量，生产阶段时的工艺条件及合成路线将基于实验条件进行再摸索和改良，保证大规模生产时的稳定可控。在 CRO 服务交付阶段，客户将获得全部目标化合物的合成路线及关键数据，将为对接其他 CDMO 时提供一定便利。而药石科技的砌块主要以产品的形式提供给客户，因此具体的合成方法是不透露给客户的，所以在后续放大生产时部分自主设计的创新砌块对客户的绑定能力更强，具有一定的议价性。

2018 年开始，公司规模化产品开始放量，多财务指标迎来拐点。药石科技于 2016 年 1 月，收购山东药石作为十及百千克级产品的合成工厂，与南京本部互补，开展公斤级以上业务。并于 2018 年收购浙江晖石 37.43% 的股份，配合客户新药临床发展需求，补充提供工厂级产能。我们发现，随着业务板块的拓展，公司在 2018 年的收入体量、盈利能力、ROE 等均有明显变化。结合前五大客户的转变，我们推测药石科技公斤级以上业务规模的扩大和 Loxo-101 在 2018 年 11 月的上市及 Loxo-292 的临床进展有一定关联。公司在客户产品逐渐走入商业化后，持续展现砌块优势，扩充销售体量、较低毛利率的公斤级以上业务带来 2018 年明显的财务数据拐点。

图 14：公司发展历史



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司量产业务逐步进入良性循环，分子砌块品类的累积及药物研发逐渐商业化带动公司迈入高速成长期。公司 2018-2020H1 收入 4.78、6.62 及 4.59 亿，2017-2019 CAGR 三年复合增长 55.68%。2019 年归母净利润 1.52 亿元，同比增长 14.03%，

2017-2019 三年复合增长 50.45%，维持快速增长。2020H1 受公斤级以上分子砌块需求大幅增加影响，增长率较同期大幅提速，达 58.17%。2020H1 归母净利润 8734 万元，同比增长 26.08%，扣除股权激励费用摊销对公司的净利润影响 2225 万元后，归母净利润 1.10 亿元，同比增长 58.21%，与收入保持同步增长。公司问询函回复中透露 2020 年上半年实验室人员多数采取远程办公分子砌块需求有所下降，但随着客户逐步复工复产，公斤级以下业务的需求已经明显回升。同时公告显示，2020 年上半年公司订单总额达过亿美元，我们有理由假设该订单均为海外订单（参考 2019 年公司海外收入仅 4.82 亿元），我们认为这体现了公司整体订单非常丰富（远超 2019 年全年海外收入体量），特别是在产能受限的情况下，这种订单承接能力，更体现了公司产业竞争力，这也让我们有理由相信这种订单景气非常高。

我们发现公司公斤级以上业务占比不断提升，显示了公司向下游规模性生产外包商业模式拓展的有效性。随着公斤级以上业务的不断拓展，2019 年及 2020 年上半年公司分别完成了 500 余个及 200 余个不同系列的公斤级至吨级的分子砌块生产业务。其中公斤级以上业务主要产能之一，浙江晖石，2020 年上半年关联交易金额达 1.8 亿，远超 2019 年全年交易额，占公斤级以下业务成本从 2019 年的 55.4% 提升至 85.4%。我们发现山东药石（收入 YOY 216.9%）与浙江晖石（关联交易额 YOY 192.1%）随着公司公斤级以上业务的发展收入均有明显增长，我们推断，2020 年 CMO 业务收入端或能达到同比 70% 的增长。同作为公斤级以上业务的主要成本项，我们发现，两工厂与药石科技相关联的收入总和远超公斤级以上业务的成本。**我们认为这说明浙江晖石与山东药石的协同作用持续显现，越来越多的订单在结合双方优势及产能合理搭配后选择协同生产。**

表 2：Loxo-292 国内临床进展

登记号	药物名称	适应症
CTR20192731	LOXO-292	晚期或转移性 RET 融合性非小细胞肺癌
CTR20192716	LOXO-292 40mg	RET 融合阳性的实体瘤、RET 突变的甲状腺髓样癌和其他存在 RET 激活的肿瘤

资料来源：CDE，浙商证券研究所

随着前端实验室级别产品临床进展的不断推进，公司未来公斤级以上业务有望持续放量。根据公司前 5 大客户的变更及采购量，公司 2018 年工厂级业务受到 Loxo 客户的影响（2018 年第一大客户，收入从 2017 年 1038 万上涨至 2018 年 1.5 亿），同时考虑 LOXO 在研项目的进展，我们推测可能是高选择性 RET 单激酶抑制剂——Loxo-292 进入 III 期临床开始逐步放量。

目前，据我们推测药石科技的商业化项目共有两个，第一个项目为 2016 年与 Agios 签订商业化供应协议的 Tibsovo。Tibsovo 在 2018 年 7 月批准了该药在美国上市的申请。该药物获得了 FDA 突破性疗法认定，用于治疗携带 IDH1 突变的复发或难治性骨髓增生异常综合征（MDS）。2020 年 11 月 10 日基石药业和 Agios 在新加坡报产。但在欧洲申报时，Agios 表示已撤回急性白血病药物在欧洲市场的一项销售许可申请，该申请主要针对 IDH1（异柠檬酸脱氢酶-1）突变的复发或难治性急性髓性白血病（R/R AML）。

第二个商业化项目，我们推测是 2020 年 5 月 9 日，FDA 批准的 Loxo-292 胶囊用于治疗非小细胞肺癌、甲状腺髓样癌和其它类型的甲状腺癌患者，并于 2019 年 10 月 30 日获得 NMPA 的临床默示许可，将在国内进行临床。Loxo-292 (Selpercatinib)

是一种高度选择性和有效的口服研究药物，可用于治疗 RET 激酶异常突变的癌症患者。获批适应症包括非小细胞肺癌 (NSCLC) RET 阳性成人患者；需要全身治疗的 12 岁及以上局部及已扩散的晚期甲状腺髓样癌 (MTC) 患者；年龄在 12 岁及以上的晚期 RET 融合阳性甲状腺癌患者，这些患者需要全身治疗，已停止对放射性碘治疗产生反应或不适合放射性碘治疗。2020-2022 年销售额一致性预测分别为 5050、20925、35450 万美元。我们认为，随着 Loxo-292 上市后的进一步放量及国内临床的逐步开展，公司公斤级以上药物分子砌块业务可能持续被带动。商业化订单放量也证明了随着公司研发药物的临床推进，公司未来公斤级以上业务将随着前端实验室业务的临床进展推进展现较大弹性。

表 3：公司 2014-2019 年前 5 大客户

年份	指标	第一大客户	第二大客户	第三大客户	第四大客户	第五大客户
2014	客户名称	Synnovator	Synthonix	Advanced ChemBlocks	诺华	药明康德
	贡献收入 (万元)	1142	846	677	319	305
	占比	14.90%	11.03%	8.84%	4.16%	3.98%
	前五大客户占比	42.91%				
2015	客户名称	Synthonix	Agios	Synnovator	默克	诺华
	贡献收入 (万元)	1590	1042	951	611	531
	占比	11.68%	7.66%	6.99%	4.49%	3.90%
	前五大客户占比	34.72%				
2016	客户名称	Synthonix	Celgene	Synnovator	AstaTech	Advanced ChemBlock
	贡献收入 (万元)	1908	1668	1011	958	876
	占比	10.13%	8.86%	5.37%	5.09%	4.65%
	前五大客户占比	34.10%				
2017	客户名称	Vertex	Agios	药明康德	Loxo	康龙化成
	贡献收入 (万元)	2735	2076	1241	1038	974
	占比	10.01%	7.60%	4.54%	3.80%	3.57%
	前五大客户占比	29.52%				
2018	客户名称	Loxo	Vertex	Synthonix	AstaTech	Incyte
	贡献收入 (万元)	15060	2159	1387	1382	1244
	占比	31.49%	4.51%	2.90%	2.89%	2.60%
	前五大客户占比	44.39%				
2019*	客户名称	客户一	AMPAC	客户三	客户四	客户五
	贡献收入 (万元)	14002	7787	2821	2354	1413
	占比	21.14%	11.76%	4.26%	3.55%	2.16%
	前五大客户占比	42.87%				

注：公司 2019 年末披露具体客户名称

经销商

药企

CDMO

资料来源：公司年报及公告，浙商证券研究所

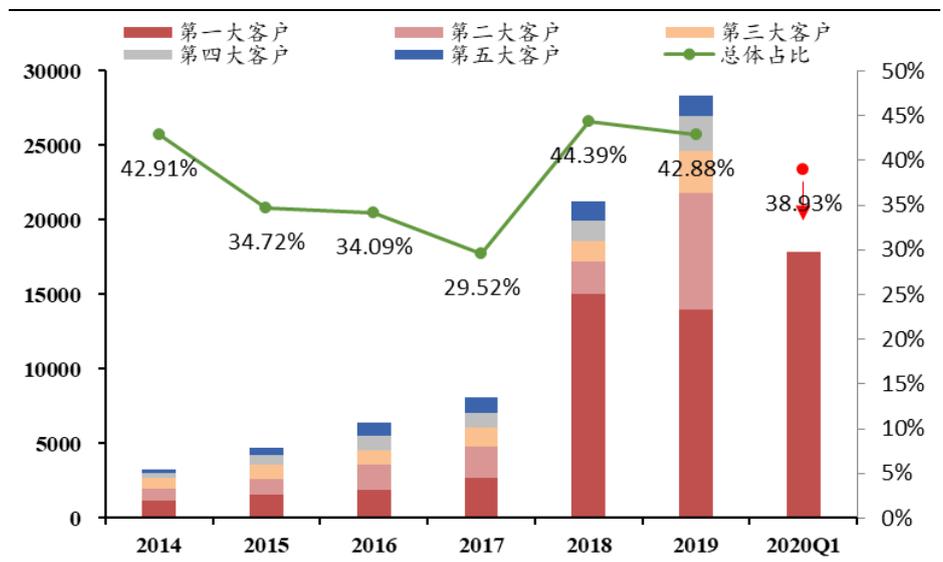
TOP5 客户结构变化，显示公司产品竞争力的提升以及对药企量产产品的渗透率提升，成功转型进入良性增长期。我们发现公司前五大客户的结构自 2014 年至今发生明显变化，从最初的经销商占绝对主体，已经逐步过渡到以药企及 CDMO 为

主体的大客户结构。在 2014 年时，公司业务以公斤级以下业务为主，客户管线多在临床前阶段，由于客户需要的分子砌块种类多、数量少，因此客户通常通过经销商采购最终汇总至公司。因此终端客户绑定较弱且利润或被经销商摊薄。2015 年公司迎来首个 Agios 商业化项目，年收入 1042 万元，跃升至第二大客户，并与药石科技在 2016 年签订了正式的商业供应合同。此后，公司创新药企逐步取代经销商地位，在签订 LOXO 订单后，随客户产品的商业化放量，公司迎来向公斤级业务转型的收入结构的转变，2018 前两大客户也被创新药企业占据。随着公司在公斤级以上业务的逐步扩大，我们发现公司客户结构向 CDMO 转型，我们认为这对于公司未来公斤级以上订单持续稳定上涨具有一定的推动作用。

第一大客户 CDMO 公司，高效对接更多的终端创新药企业，帮助药石科技减少对单个大订单放量的依赖性，具有较高的稳定性。据 2020 年 9 月 18 日公司问询函回复公告中披露，公司 2020 年上半年美国 CDMO 公司 AMPAC Fine Chemicals 已经从 2019 年的第二大客户跃升为 2020 年第一季度第一大客户。AMPAC 作为外包服务商，某项受委托生产的活性药物成分进入商业化生产阶段，所需生产数量巨大，因而需要向公司采购大量药物分子砌块原材料，其中仅 2019 年 12 月 20 日签订的销售合同中两项主要产品均为吨级销售，销售金额分别达 881.60 万美元和 1,936.48 万美元。公司作为 AMPAC 合格供应商，未来将持续向 AMPAC 提供吨级规模药物分子砌块具有较强的业务稳定性。我们同样认为“分子砌块供应商——CXO——创新药企”的商业链，将帮助公司提高业绩稳定性，利用 CXO 客户有望进一步扩大砌块使用群体，实现业绩良性增长。

前 5 大客户占比分析，除去商业化明显放量的 Loxo 订单外，2014-2019 年药石科技前 5 大占比持续下降，显示出公司长尾客户收入贡献逐渐增多，有望随临床进展进一步放量，为公司公斤级以上业务贡献较大弹性。2014-2019 年，药石科技前 5 大客户占比，除去已经进入商业化阶段的 Loxo 订单外，公司前 5 大占比为 42.91%、34.72%、34.09%、26.74%、18.83% 及 27.57%（由于大订单 AMPAC 的带动）。我们可以看到公司除去个别较大订单外，5000 万以下大客户订单占比持续下降，我们认为这体现了公司长尾订单的强劲增长，良性的客户结构，或为公司未来带来较稳定的高增长。

图 15：公司前五大客户情况



资料来源：公司年报及公告，浙商证券研究所

3. 拓展：规模化拓展换更大成长空间

借助产业链的源头地位及核心砌块优势，打造以分子砌块为核心的全产业链平台。药石科技作为早期药物筛选 CRO，拥有部分分子砌块产品的 IP 是其有别于传统的研发外包服务公司的地方。其业务可拓展性+IP 属性决定了其生态链丰富性和业绩高弹性。公司在继续提供实验室级别分子砌块的同时，发展和加强了药物分子砌块和关键中间体的商业化生产能力。

公司发布定增 9.35 亿，加强新药研发中心的升级改造及制剂生产平台的建设，进一步打造“药石研发”+“药石制造”双品牌。公司于 2020 年 7 月 13 日发布公告《2020 年度创业板向特定对象发行股票预案》，拟向 35 名投资者定向增发股票数量不超过 2895.79 万股，募资不超过 9.35 亿元，用于南京研发中心升级改造建设项目、药物制剂生产基地建设项目以及补充流动资金。

表 4：公司现有业务与业务拓展计划

项目	公司现有业务	基于技术的拓展方向
业务内容	销售产品：分子砌块的生产销售 提供服务：分子砌块、关键中间体的 工艺生产技术服务	开展新药化合物等研发，并在特定的阶段通过转让新药研发的方式取得收益
技术要求	分子砌块的设计研发能力及下游生产 工艺的开发能力	基于多年来设计和合成的药物分子砌块过程中积累的技术和研发体系，建设潜在新药发现平台
收入方式	销售产品和提供服务确认收入	转让化合物权益时收取签约费用，后期按照药物研发里程碑阶段收取费用
客户群体	国内外创新药企、CRO 公司	国内外创新药企

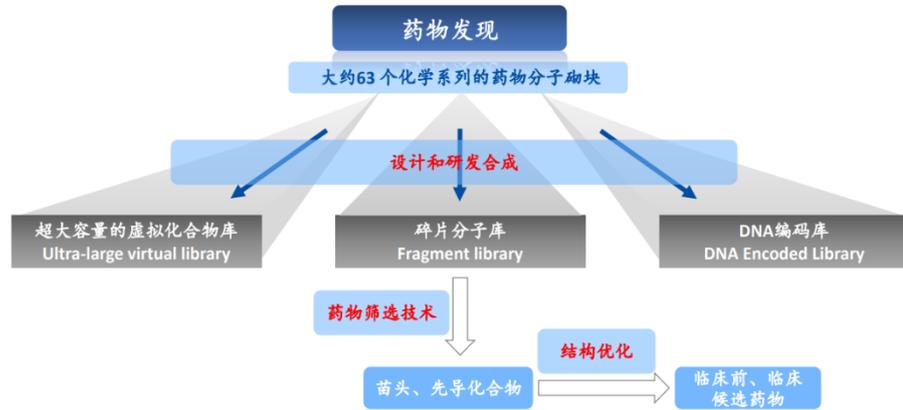
资料来源：《药石科技关于 2020 年度创业板向特定对象发行股票审核问询函之回复报告》，浙商证券研究所

3.1. 拓展一：“风险共担”研发新药

基于自身药物分子砌块构建化合物库，开拓新药研发业务，或有效突破行业天花板。南京研发中心的升级改造建设，将基于公司的药物分子砌块库，建设强化多个早期药物筛选技术平台（FBDD、DEL 及超大容量特色虚拟化合物库筛选等），对抗肿瘤、抗病毒、抗自身免疫疾病药物等领域进行主动地新药项目研发，有望进一步推进公司开展的创新药物研发服务和技术合作，巩固公司的 IP 优势。我们认为，该业务的顺利拓展证明了公司基于自身设计的分子砌块库的有效性。公司此项业务不仅在“风险共担”的模式下享有高回报及相对较低的风险，且随着后续公司相关新药研发业务的不断拓展，有望有效提升公司天花板。

特色创新分子砌块构建新药筛选核心竞争力。公司积累多年的分子砌块已经形成了 60 余个种类共 20000 个以上的砌块，这些砌块是构建 DEL 及 FBDD 药物筛选片段库的原材料。DEL 先进行片段之间的组合再进行筛选，筛出来的是苗头化合物，FBDD 是将片段直接去进行筛选。对于 FBDD 来说，砌块是片段库最为理想的来源，而且与传统的片段库相比，药石的特色分子砌块使得筛选得到的片段除了能与靶点蛋白有较好的结合外，在成药性上也具有一定优势，帮助药物化学团队进行小分子创新药的研发。

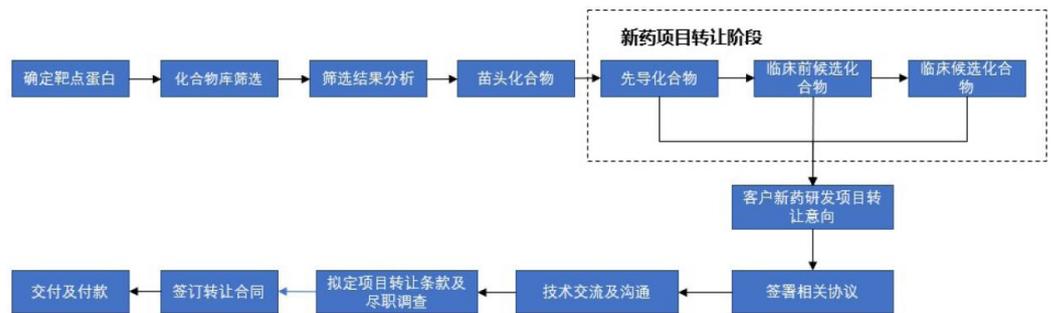
图 16：基于分子砌块的药物发现业务



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

目前新药业务已达成多项转让协议及战略合作协议，逐步得到客户认可。目前公司新药研发业务已通过合作模式（公司在药物发现阶段研发出某种成药性较高的化合物，并将其权益转让给买方，买方继续此化合物的相关研究，每达到一个约定的里程碑阶段，即向公司支付相应的费用（包括首付款、里程碑费等）），截至 2020 年，公司已有一定数量的项目储备，并达成多项合作。2020 年 10 月公司在定增问询回复函中透露公司已与客户签订创新药物研发战略合作协议，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；并与客户签署一项先导化合物转让协议，项目单价为 1500 万元。我们预计，随着公司化合物筛选能力逐步被市场验证，未来将有更多候选药物陆续授权，为收入端创造极大弹性。

图 17：新药转让，风险共担



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

风险共担的商业模式能够在承担较低风险的同时提升业绩弹性，同时补充全服务链的连贯性。利用为客户开展新药研发的机会，凭借公司掌握的合成技术，对分子结构的质量和安全性了解的优势，及时为客户提供公斤级的分子砌块和关键中间体，为后续业务延伸到临床药物分子的工艺和生产奠定基础。公司基于自身特色分子砌块库的化合物在临床推进的同时，有助于加强客户后续对分子砌块需求的粘性、提升业务的连贯性，降低风险、绑定后续收益。

参股药捷安康，平台与研发协同共进。2020 年中报显示“其他权益工具投资”包含南京药捷安康生物技术有限公司。药捷安康是平台型小分子创新药物研发公

司，主要布局于癌症、心血管疾病以及代谢类肝病疾病领域。2014年由药石科技创始人杨民民、吴希军共同设立。2016年5月，公司将其持续持有的药捷安康76%的股权转让，后药捷安康经过股权转让、增资后，截止2020年7月20日，药石科技持有药捷安康9.03%的股权。药捷安康主营小分子新药研发（心血管、癌症、肝病等），属于公司下游，于公司业务系统，实现从前端药物分子筛选合成到后期新药研发全产业链服务。

图 18：药石科技与药捷安康

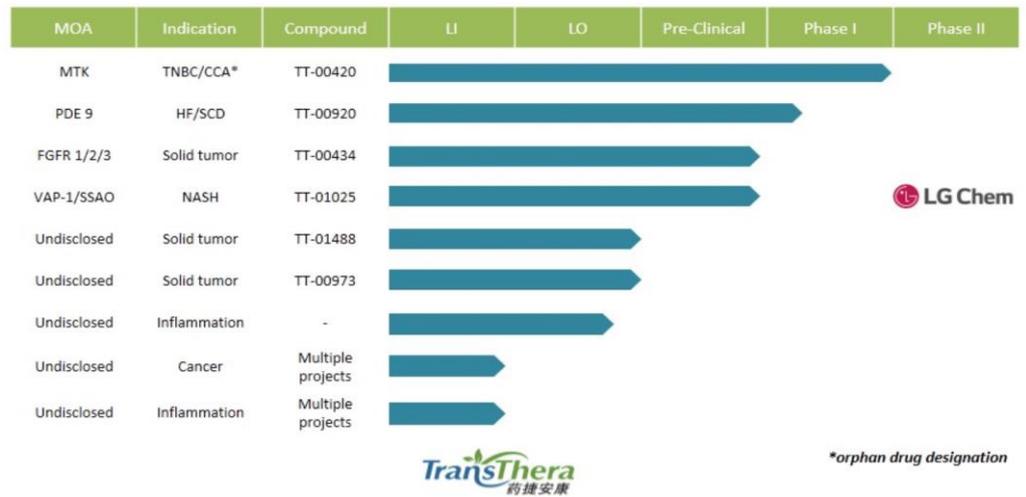


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

基于药物分子砌块的原体内创新药企，多条管线已进入临床，凸显公司分子砌块为核心的平台价值。药捷安康首个临床产品 TT-00420 是一种全新的选择性多激酶抑制剂，于 2018 年 9 月 FDA 批准三阴乳腺癌 I 期临床、19 年 2 月 CFDA 批准国内临床，20 年获批 II 期临床。2019 年 11 月获得美国 FDA 授予的胆管癌“孤儿药”资格认证。其结构中包含的三并芳香杂环体系，为药石科技特色分子砌块，专利在 2013 年被药石认证保护（WO2013123840）。与已公开结构的 Aurora 抑制剂母核结构差异较大，专利性强，临床上差异化布局。另一款核心在研产品 TT-00920 是一种针对慢性心力衰竭的高活性、高选择性磷酸二酯酶 9 小分子抑制剂，已于 2020 年 3 月完成 1 期临床试验首组健康者给药。今年 8 月 LGChem 与药捷安康就药捷安康 TT-01025 达成全球独家开发的授权和合作协议，LGChem 将获得 TT-01025 除中国和日本以外的全球独家开发及商业化权利，药捷安康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，药捷安康还将获得未来产品的销售提成。

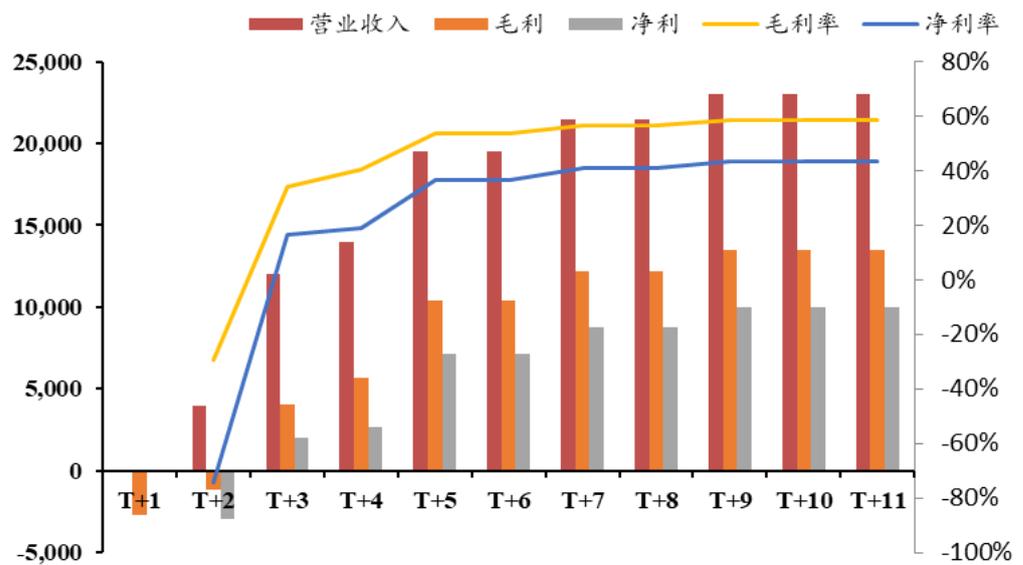
我们认为，药捷安康多条管线的持续推进是对药石科技分子砌块对创新药推动的认可，同时我们也认为，这说明了公司基于核心的分子砌块优势未来发展业务模式的多样性和可行性。

图 19：药捷安康现有管线



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 20：南京研发中心效益预测

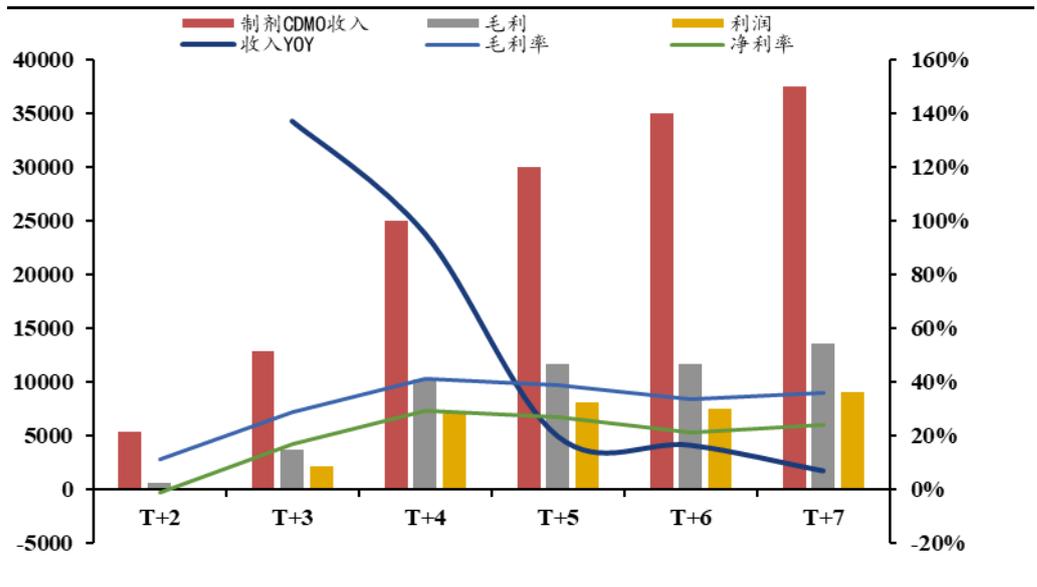


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.2. 拓展二：制剂 CDMO，从服务链延伸到产品升级

随着客户新药研发的商业化进展不断推进，公司进一步拓展制剂 CDMO，补充产业链。公司在定增募资计划中拟投入 3.52 亿，进一步加大药物制剂生产基地的建设投资，完善公司的服务链，为客户提供优质的一站式药物开发及生产服务。公司在 2019 年底于山东药石，完成片剂制剂车间搭建，已经有国内制剂 GMP 认证，计划 2021 年内完成 FDA 的制剂 GMP 认证，作为基于现有原料药 CDMO 服务的进一步拓展，同时公司正在推进商业化的口服固体车间及水针、粉针车间，年产能分别为胶囊剂 30 亿片/粒及 1000 万支，补充公司的药物制剂生产缺口。

图 21：制剂 CDMO 效益预测



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

全球范围内，公司凭借较强的技术实力及产品质量，与诺华、默克、吉利德、艾伯维、Vertex、Lilly、AgiOS 等全球知名大型 MNC 和 Biotech 建立了合作关系，以及药明康德、康龙化成等 CRO 公司保持了良好的合作关系，是公司服务链拓展的重要基础，也为制剂 CDMO 项目提供有力保障。我们发现 2013-2019 年，公司海内、外的收入保持 CAGR 50% 左右。截至 2020 年 6 月 30 日，制剂生产厂房仍在建设当中，目前关于制剂开发探索的在手订单总金额达 1,380.00 万元，随着公司制剂生产能力的不断验证，及公司一体化平台的有效运转，有望为公司业绩带来较大弹性。

4. 盈利预测与估值

4.1. 关键假设

- 1) **公斤级以上业务**：主要分为已经商业化明显放量的 Loxo-292 订单、Loxo 其余临床订单及较稳定的 CDMO 大订单和其他长尾订单。

其中，参考 Loxo-292 的一致性预期销售额及历史采购数据，假设提前两年备货，我们预测 Loxo-292 2020-2021 的砌块采购量为 6806 万及 1.03 亿元。其余 Loxo 药品的临床试验的采购额随着临床进展和可能的商业化将有较大增速，2020-2022 年约为 1.21 亿、1.78 亿及 3.12 亿。

AMPAC 订单：随着 CDMO 对接更多终端客户及临床前期客户的逐步放量，我们认为 AMPAC 将在 2020-2022 年贡献稳定高增长。同时参考在回复函中公司一季度已经与 AMPAC 签订的 1.79 亿订单，我们预计 2020-2022 年收入为 2.34 亿、3.50 亿、5.26 亿，同比增长 200%、50% 及 50%。

其余长尾订单,假设随着项目推进稳定增长,我们预计“公斤级以上”业务 2020-2022 年收入分别为 3.95 亿、5.14 亿、6.68 亿,同比增长 30%、30%及 30%。

表 5: Loxo-292 上市销售预期及重要砌块购买量

	2020	2021	2022	2023
Retevmo				
预测销售额	5050	20925	35450	53550
YOY		314.36%	69.41%	51.05%
重要假设				
Retevmo 成本占比		10%		
中间体、原料药成本		60%		
砌块占比		70%		
药石供给砌块		70%		
汇率		6.53		
假设提前两年备货	2018	2019	2020	2021
砌块购买量(万人民币)	969.51	4017.22	6805.76	10280.64

资料来源: 浙商证券研究所

由于公司公斤级以上业务仍处于提高产出量与产能利用率的阶段,总体毛利率持续走低。参考 2018-2020H1 公斤级以上业务的毛利率,我们认为公司毛利率已接近行业底部(相比可比公司药明康德、凯莱英等),2020-2022 年或维持在 37%。

2) 公斤级以下业务

2020 年公司公斤级以下业务收入增速较低,主要受制于产能的约束,我们认为,随着募投项目的逐步推进,按照预计的投产节奏,2020-2022 年公司公斤级以下业务收入预计为 1.78 亿、2.41 亿及 3.13 亿,同比增长 8%、35%、30%。随着对市场趋势的进一步精准摸索,与专注研发高附加值的创新分子砌块,我们认为公司 2020-2022 年公斤级以下业务毛利率将为 76%、78%及 80%。

3) 技术服务

技术服务总体收入绝对值较小、波动较大,参考 2020H1 收入及过往增速,我们预计公司技术服务 2020-2022 年收入为 3195 万、4153 万及 6022 万,同比增长 100%、30%、45%。

因此我们预计公司 2020-2022 年总体收入约为 10.28 亿、14.68 亿及 18.92 亿,同比增长 54%、43%及 38%;毛利率 44.44%、44.51%、44.60%。

表 6: 盈利预测

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
公斤级以上					
收入	311.58	480.98	817.67	1144.73	1659.9
YOY		54%	70%	40%	40%
毛利	156.66	210.33	302.54	423.55	571.79
毛利率	50.28%	43.73%	37.00%	37.00%	37.00%
%总收入	65.15%	72.64%	79.54%	80.21%	81.64%
Loxo-292	9.70	40.17	68.06	102.81	154.22
YOY		314.34%	69.43%	51.06%	50.00%
其余 Loxo	141.31	99.19	120.90	177.88	312.31
YOY		-29.80%	21.89%	47.13%	75.57%
AMPAC		77.87	233.61	350.42	525.62
YOY			200%	50%	50%
其他	55.91	303.92	395.10	513.62	667.71
YOY		443.63	30%	30%	30%
公斤级以下					
收入	124.78	165.17	178.38	240.82	313.07
YOY		32%	8%	35%	30%
毛利	90.12	122.34	135.57	187.84	250.45
毛利率	72.22%	74.07%	76.00%	78.00%	80.00%
%总收入	26.09%	24.95%	17.41%	16.45%	15.47%
技术服务					
收入	41.90	15.97	31.95	41.53	60.22
YOY		-62%	100%	30%	45%
毛利	29.33	9.00	22.36	29.07	42.16
毛利率	70%	56%	70%	70%	70%
%总收入	8.76%	2.41%	3.14%	2.94%	2.85%
整体					
收入	478.25	662.13	1028.00	1467.10	2033.15
YOY	75.1%	38.4%	55.3%	38.8%	42.5%
毛利	276.1	341.7	460.5	640.5	906.8
毛利率	57.73%	51.60%	44.79%	44.88%	44.60%

资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

5. 投资建议

基于公司始终深耕的创新型分子砌块领域, 我们认为 2020-2022 年, 公斤级以上业务随着前端客户管线的逐步推进及商业化放量有望同比增长 70%, 40%及 40%。公斤级以下业务随着募投项目的逐步推进, 有望实现同比增长 8%、35%、30%。我们预计 2020-2022 年净利润 2.05、2.91、4.13 亿元, EPS 1.41、2.01、2.85 元, 最新收盘价对应 2021 年 71 倍 PE, 考虑公司业绩未来 3 年 45%左右复合增速, 及参考可比公司估值水平 (2021 年 83 倍 PE), 给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值

公司名称	市值	EPS			PE		
	2021.01.05 (亿元)	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
药明康德	3447.23	0.76	1.23	1.52	115.04	102.26	87.06
康龙化成	984.52	0.69	1.15	1.32	171.84	103.10	89.83
凯莱英	736.27	2.39	3.18	4.21	123.62	92.91	70.18
博腾股份	199.19	0.35	0.45	0.59	104.97	81.64	62.27
阿拉丁	76.19	0.84	0.75	1.19	83.15	93.13	58.70
成都先导	120.32	0.33	0.17	0.27	87.52	169.88	106.96
平均		0.89	1.16	1.52	130.24	113.15	82.91
药石科技	190.45	1.05	1.41	2.01	136.74	101.85	71.45

资料来源：Wind，浙商证券研究所

6. 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。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	536.51	706.94	1070.12	1596.41
现金	163.58	209.79	472.18	865.19
交易性金融资产	21.52	0.00	0.00	0.00
应收账款	79.49	118.26	159.03	221.62
其它应收款	1.75	2.72	3.77	5.37
预付账款	16.79	29.70	38.67	57.77
存货	206.92	300.00	350.00	400.00
其他	46.47	46.47	46.47	46.47
非流动资产	492.63	683.28	813.52	939.90
金额资产类	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	152.27	197.95	247.43	296.92
固定资产	130.56	240.07	335.57	420.23
无形资产	25.12	34.06	34.01	33.97
在建工程	127.13	151.42	134.28	122.85
其他	57.55	59.79	62.23	65.93
资产总计	1029.14	1390.22	1883.64	2536.31
流动负债	278.15	380.34	582.43	821.87
短期借款	60.36	60.36	100.36	160.36
应付款项	125.48	148.39	254.75	330.78
预收账款	9.24	14.35	19.92	28.38
其他	83.07	157.23	207.40	302.34
非流动负债	10.12	10.12	10.12	10.12
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	10.12	10.12	10.12	10.12
负债合计	288.27	390.45	592.55	831.98
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	740.87	999.76	1291.09	1704.32
负债和股东权益	1029.14	1390.22	1883.64	2536.31
现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	127.04	173.60	367.48	472.41
净利润	152.07	204.67	291.33	413.23
折旧摊销	22.49	17.26	22.70	27.83
财务费用	-0.92	-1.65	-4.51	-10.20
投资损失	-0.91	-0.91	-0.91	-0.91
营运资金变动	46.35	44.40	104.16	85.99
其它	-92.05	-90.18	-45.30	-43.54
投资活动现金流	-300.67	-183.25	-149.60	-149.60
资本支出	-131.81	-150.00	-100.00	-100.00
长期投资	-71.11	-45.68	-49.49	-49.49
其他	-97.75	12.43	-0.11	-0.11
筹资活动现金流	51.10	-79.00	-15.49	70.20
短期借款	35.14	-0.00	40.00	60.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	15.96	-79.00	-55.49	10.20
现金净增加额	-122.53	-88.65	202.39	393.01

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	662.23	1028.00	1427.08	2033.15
营业成本	320.57	567.53	786.62	1126.39
营业税金及附加	6.97	10.82	15.02	21.40
营业费用	24.25	33.92	47.09	67.09
管理费用	74.35	102.80	131.29	182.98
研发费用	69.22	87.38	124.16	176.88
财务费用	-0.92	-1.65	-4.51	-10.20
资产减值损失	5.15	5.14	7.14	10.17
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.91	0.91	0.91	0.91
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	163.54	222.96	321.18	459.34
营业外收支	8.82	9.00	9.00	9.00
利润总额	172.35	231.96	330.18	468.34
所得税	20.28	27.29	38.85	55.10
净利润	152.07	204.67	291.33	413.23
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	152.07	204.67	291.33	413.23
EBITDA	193.77	247.58	348.37	485.97
EPS (最新摊薄)	1.05	1.41	2.01	2.85
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	38.47%	55.23%	38.82%	42.47%
营业利润	14.38%	36.34%	44.05%	43.02%
归属母公司净利润	14.03%	34.59%	42.34%	41.84%
获利能力				
毛利率	51.59%	44.79%	44.88%	44.60%
净利率	22.96%	19.91%	20.41%	20.32%
ROE	22.69%	23.52%	25.43%	27.59%
ROIC	18.86%	19.17%	20.65%	21.68%
偿债能力				
资产负债率	28.01%	28.09%	31.46%	32.80%
净负债比率	20.94%	15.46%	16.94%	19.27%
流动比率	1.93	1.86	1.84	1.94
速动比率	1.18	1.07	1.24	1.46
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.85	0.87	0.92
应收帐款周转率	11.55	10.13	9.68	9.79
应付帐款周转率	11.67	12.84	11.79	11.97
每股指标(元)				
每股收益	1.05	1.41	2.01	2.85
每股经营现金	0.88	1.20	2.54	3.26
每股净资产	5.12	6.90	8.92	11.77
估值比率				
P/E	136.74	101.59	71.37	50.32
P/B	28.07	20.80	16.11	12.20
EV/EBITDA	50.41	83.38	58.62	41.34

资料来源: 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>