

药石科技(300725)

报告日期: 2021年11月24日

# 模式切换, CDMO 启程

——药石科技更新报告

✍ : 孙建 执业证书编号: S1230520080006  
☎ : 02180105933  
✉ : sunjian@stocke.com.cn

## 报告导读

2021年1月6日,在我们的深度报告《药石科技:进入规模换空间新阶段的分子砌块龙头》中,我们从创新基因、模式拓展、结构转变等角度深度剖析了公司的特质及发展。随着多次财报的披露,我们发现市场对公司业绩季度波动大、预测性差及多财务指标明显变化存在疑问,对公司的创新基因、模式拓展过程中的优劣势以及正处在的转型阶段仍有许多疑问,本篇报告我们将从多角度为投资者揭开公司隐藏在财报下的创新型产品公司的转型之路,我们判断,药石科技最终的商业形态是:掌握上游核心原料、规模化业务变现的 CDMO 公司。

## 投资要点

### □ 药石科技:掌握核心原料,规模化变现的 CDMO 正启程

作为医药 CXO 板块少数的产品型基因标的,与服务型公司本质的差别来自于产品自主创新的设计。①**分子砌块的创新是一切的开始**:从新药需求出发做设计,新颖、多样、高质量是客户对研发阶段分子砌块提供商最看重的方面。2021H1 公司已经设计超过 13 万个化合物,上半年新增 500 余个热门砌块,基本覆盖所有热门靶点。公司产品质量、研发能力受到大量海外客户认可包括礼来、诺华、默克、艾伯维等全球知名跨国药企。②**技术迭代把握量产需求**。量产需求的真正来源是创新设计能力的稀缺性,同时创新基因也促进公司持续技术迭代。公司随技术能力提升 2018-2021 年两大核心产品成本降幅均超越 20%。自 2018 年着力发展连续流化学技术,成功利用光催化反应将某四元环中间体的反应时间显著缩短,收率提高至 75-80%,解决难以放大生产问题。③**创新升级:从新药服务到新药研发**:创新基础决定模式多变,公司基于分子砌块构建的化合物库开拓新药研发业务,提升天花板。持续加强三大技术平台的新颖性及差异化。并于 2020 年完成了超过 50 个新靶点的筛选,并成功转让 5 个苗头化合物的所有权并签署一项先导化合物转让协议。于 2018 年收购安纳康促进“服务”+“产品”并行。④**药捷安康:参股公司透露的创新基因**。

### □ 模式切换:平台型拓展,进入更稳定增长阶段

2019 年以来,药石科技累计收益 362.63%,跑赢中信医药指数 262pct。我们认为,公司股价的拐点来自于 2020 年定增,是市场对其中提到的“药石研发”+“药石制造”长期发展战略的认可,也是投资者对公司自 2018 年进入规模型生产成功转型后对未来服务能力的信心。

- 模式切换:砌块产品导流到服务型漏斗导流的模式切换**。基于公司资本开支、技术能力拓展的分析,我们认为公司正在发生新的商业模式切换,这主要基于 CDMO 供需两方面的核心痛点把握,①行业的格局发生变化, Biotech 势力渐起,导致客户对一体化的需求正在提升。②分子砌块成本或占据外包成本 45%, CDMO 公司自研意愿强。③向服务型 CDMO 的模式拓展,打开更广阔天花板。④产业链延伸有助于加强公司对中短期业绩的把控能力。
- 模式切换过渡期跟踪指标:技术、BD、管理**。①**对技术能力搭建要求的转**

## 评级

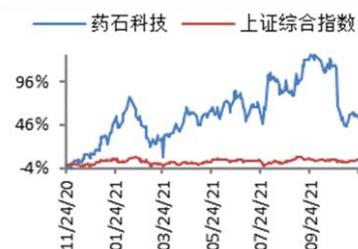
## 买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥140.21

## 单季度业绩

## 元/股

3Q/2021 0.33  
2Q/2021 1.58  
1Q/2021 0.45  
4Q/2020 0.29



## 公司简介

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。

## 相关报告

- 《【浙商医药】药石科技 Q3 点评:转型中波动,长期更可期》2021.10.28
- 《【浙商医药】药石科技 H1 点评:结构升级,看好长期空间打开》2021.08.01
- 《【浙商医药】药石科技 Q1 业绩点评:超预期,能力突破兑现中》2021.04.23
- 《药石科技年报点评:议价提升,协同凸显》2021.03.26
- 《【浙商医药】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》2021.01.06

变。从 non-GMP 到 GMP 的质量标准的切换，涉及到更严格的偏差调查。对于技术人员经验、设备良好维护、过程控制和风险管理提出了更高的要求商业模式转变对销售能力搭建的转变。②对销售能力的需求转变。销售人员服务的重点从产品转向客户，公司在新商业模式的转变中，新 BD 及销售团队的搭建是打开市场的重要纽带。③对管理能力搭建的转变。公司博士人员占比、管理层的创新药研发、药化背景，与传统 CDMO 有明显差别，对于 GMP 级别的规模性生产的工艺研究、开发及生产的经验及管理人才需要补充。

**3. 产能释放奠定稳增长，过渡期关注能力建设。**从业绩角度，短期产能释放与业绩增长或不成正比，建议跟踪点从供给关系到 CDMO 板块技术、销售、管理能力的搭建。从资产负债表角度，在进入新业务板块时或处于项目积累期，收入重要性高于利润端。我们看好长期转型后 API CDMO 与分子砌块的双向带动。

#### □ 厉兵秣马，蓄势待发

##### 1. 厉兵秣马：产能、人员、技术储备

① 技术能力：关键产能浙江晖石具备 D 端及 M 端能力，并零缺陷通过美国 FDA 审计，客户资源丰富。② 产能储备：多规格反应釜灵活配置，2022 年产能翻倍。③ 海外收购：美国药石收购大赛璐药物手性技术公司，提升临床 API 开发生产能力。④ 加速搭建人才队伍、完善管理体系，向服务型公司转型。

**2. 蓄势待发：订单饱满，漏斗渐成。**① CDMO 收入占比逐渐增加，与亚盛医药、首药控股长期合作显示了公司较强的客户基础及被客户认可的服务能力。② 浙江晖石在手订单 1.11 亿元，在 1-2 个季度内或兑现收入，短期确定性较强。③ 公司 2020 年年报及 2021 中报显示公司漏斗型订单结构正在逐渐建立。500 万以上大客户不断增多，客户结构逐渐从过去前期产品类型销售的分散形式转为跟随客户管线发展，提供一站式服务做深的思路。

#### □ 盈利预测及估值

我们认为，从资产负债表、单季度业绩波动及公司客户结构等角度可以判断公司 2020-2023 年处于 API CDMO 转型阶段，从技术储备、管理人员搭建、产能释放等方面已经做好准备。短期或面临大订单节奏难以把控、业绩与产能释放无法线性相关的特点，但鉴于公司的创新基因、迭代能力以及较好的客户基础，我们认为公司以分子砌块为抓手打开 CDMO 业务，为客户提供分子砌块-中间体-原料药-制剂的一体化服务可期。

我们预计 2021-2023 年净利润 5.10 亿、4.64 亿及 6.56 亿，2021 年 11 月 24 日收盘价对应 PE 分别为 55、60 及 43 倍。剔除浙江晖石公允价值波动带来的非经营性利润，2021-2023 年 PE 分别为 97、60 及 43 倍，利润端 CAGR45%，对比可比公司平均估值水平，维持“买入”评级。

#### □ 风险提示

下游产品研发、CDMO 能力建设不达预期，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)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	1022	1262	2080	2906
(+/-)	54.36%	23.45%	64.81%	39.73%
归母净利润	184	509	464	656
(+/-)	13.45%	176.58%	-8.96%	41.39%
每股收益(元)	1.20	2.55	2.32	3.28
P/E	123	55	60	43

## 正文目录

<b>1. 药石科技：掌握核心原料，规模化变现的 CDMO 正启程</b>	<b>5</b>
1.1. 分子砌块的创新是一切的开始	5
1.2. 技术迭代把握量产需求	6
1.3. 创新升级：从新药服务到新药研发	9
1.4. 药捷安康：参股公司透露的创新基因	10
<b>2. 模式切换：平台型拓展，进入更稳定增长阶段</b>	<b>12</b>
2.1. 模式切换：砌块产品导流到服务型漏斗导流模式	14
2.2. 模式切换过渡期跟踪指标：技术、BD、管理	16
2.3. 产能释放奠定稳增长，过渡期关注能力建设	17
<b>3. 厉兵秣马，蓄势待发</b>	<b>17</b>
3.1. 厉兵秣马：产能、人员、技术储备	17
3.2. 蓄势待发：订单饱满，漏斗渐成	21
<b>4. 盈利预测及估值</b>	<b>22</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>22</b>

## 图表目录

图 1: 药石科技分子砌块库优势	5
图 2: 2017-2021H1 新研发及自主设计分子砌块数	6
图 3: 2017-2020 药石科技海外收入(百万元)	6
图 4: 分子砌块用量、公司能力搭建与药物研究阶段的关系	6
图 5: Loxo-292 结构式及关键分子砌块	7
图 6: 药石科技自主搭建的光催化反应器	8
图 7: 光催化【2+2】环加成反应工艺对比	8
图 8: 公司药物发现技术平台的筛选流程	9
图 9: 安纳康拥有的专利	10
图 10: 成立以来药捷安康的融资金额及估值	11
图 11: 2019 年-2021 年 5 月份与药捷安康关联交易金额	11
图 12: 药捷安康管线	12
图 13: 2019-2021.11.18 药石科技超额涨跌幅	13
图 14: 2019-2021.11.18 PE (TTM, 扣非) 变化	13
图 15: 2019-2021.11.08 药石科技超额涨跌幅超 5%与业绩发布的关系	13
图 16: 2016Q3-2021Q3 收入及增速	14
图 17: 2016Q3-2021Q3 扣非净利及增速	14
图 18: 2010-2020 年不同规模公司新药研发管线占比	14
图 19: 分子砌块在 CDMO 成本中占比	14
图 20: 全球分子砌块市场规模	15
图 21: 2016-2025E 全球 CDMO 市场规模及增速	15

图 22: 2015-2021Q3 公司前五大客户情况 .....	15
图 23: GMP 标准 6 角度审核 .....	16
图 24: 2020 年 CXO 代表公司博士占比 .....	16
图 25: 2018-2021Q3 应收账款周转天数 .....	17
图 26: 2018-2021Q3 预付单季增加值/单季收入 .....	17
图 27: 化学工程与工艺能力的搭建与创新 .....	18
图 28: 公司公斤级以上产能分布 .....	18
图 29: CDMO 相关收入及增长 .....	21
图 30: 药石科技与浙江晖石单季度收入关系 .....	21
图 31: CDMO 及分子砌块漏斗形订单 .....	21
图 32: 2018-2021H1 500 万以上大客户数量 .....	21
表 1: 2018-2020Q3 公司第一及第二大化合物收入及成本变动 .....	8
表 2: 药捷安康历史重要事件 .....	11
表 3: 公司 2018-2021Q3 前 5 大客户变动 .....	16
表 4: 药石科技 CDMO 管理人员搭建 .....	20
表附录: 三大报表预测值 .....	23

2021年1月6日，在我们的深度报告《药石科技：进入规模换空间新阶段的分子砌块龙头》中，我们从创新基因、模式拓展、结构转变等角度深度剖析了公司的特质及发展。随着多次财报的披露，我们发现市场对公司业绩季度波动大、预测性差及多财务指标明显变化存在疑问，对公司的创新基因、模式拓展过程中的优劣势以及正处在的转型阶段仍有许多疑问，本篇报告我们将从多角度为投资者揭开公司隐藏在财报下的创新型产品公司的转型之路，我们判断，药石科技最终的商业形态是：掌握上游核心原料、规模化业务变现的 CDMO 公司。

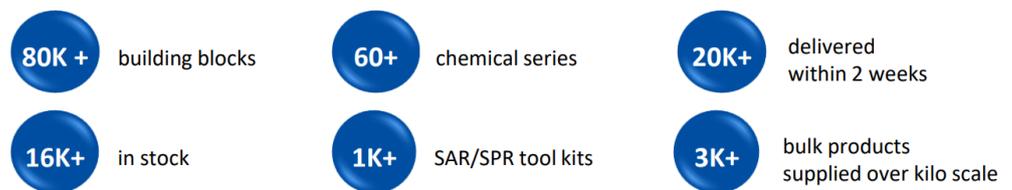
## 1. 药石科技：掌握核心原料，规模化变现的 CDMO 正启程

药石科技作为医药 CXO 板块少数的产品型基因标的，与服务型公司本质的差别来自于产品自主创新的设计。这一基因从公司创始之初“懂药”的管理人才基础、创始人参与创立的创新药公司优秀的研发能力可见一般，并持续延伸到量产工艺的迭代、实验室向工厂管理整合能力的跃迁、药物发现能力的证明，以及公司当前在产业趋势下对自我革命的能力。

### 1.1. 分子砌块的创新是一切的开始

从新药需求出发做设计，主动创新摆脱简单的试剂商。药石科技以分子砌块的研发设计起家，是国内药物分子砌块的龙头供应商。与提供高端试剂的厂商不同，药石科技的分子砌块不仅仅是为新药研发提供强有力的“工具箱”更是为药企提供综合性解决方案的“智囊团”。公司从结构及功能双维度对现有研发化合物做分类整合。截至 2021 年 H1，公司已拥有 13 万个化合物，形成 63 个系列，可以用于调节化合物的水溶性、生物活性和选择性、药代动力学及安全性等等，广泛应用于筛选和评估的化合物的过程。

图 1：药石科技分子砌块库优势



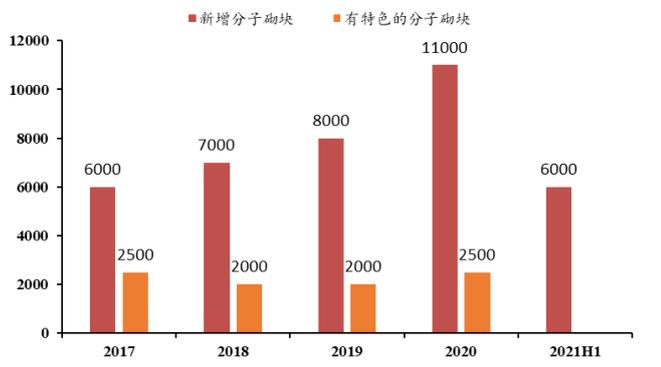
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

**新颖、多样、高质量**是客户对研发阶段分子砌块提供商最看重的方面。截至 2021 年 H1 公司目前已经累计设计超过 13 万个化合物，并对当前近 700 个临床前、临床 I 至 III 期及部分上市的化合物进行研究分析，仅上半年新增 500 余个热门分子砌块，基本覆盖目前所有热门靶点化合物，如 KRAS、SHP2、BTK 等抑制剂的关键片段，较好地助力客户进行新药研发。同时，新颖独特分子砌块的设计不断加速，上半年共设计 6000 多个分子，进一步扩大的分子砌块的范围，快速响应客户需求，搭建完善的分子砌块平台。并且，针对手性类化合物、含氟化合物药物研发的热门砌块，搭建一个含有近 3 万个的手性化合物的分子砌块库，其中库存手性化合物超过 3000 个。

**产品质量、研发能力受海外认可。**公司分子砌块始终受国内外医药企业、生物技术公司及科研机构的认可，海外收入占比始终超 70%。其中长期合作的客户包括礼来、诺华、

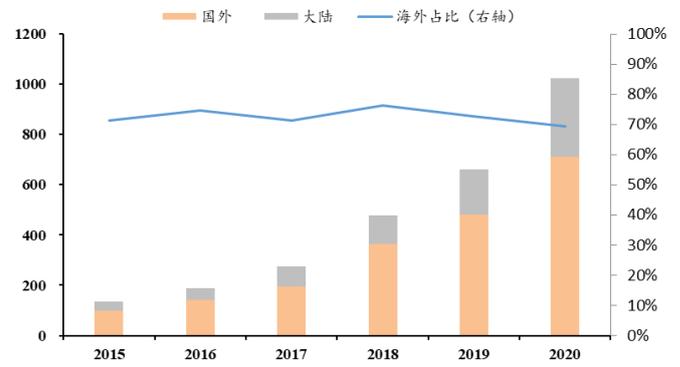
默克、艾伯维、勃林格殷格翰、福泰制药、Blueprint、AgiOS 等全球知名的大型跨国制药和生物技术企业，以及国内外专业从事生物医药研发和生产的服务外包知名企业。

图 2：2017-2021H1 新研发及自主设计分子砌块数



资料来源：公司财报，浙商证券研究所

图 3：2017-2020 药石科技海外收入(百万元)

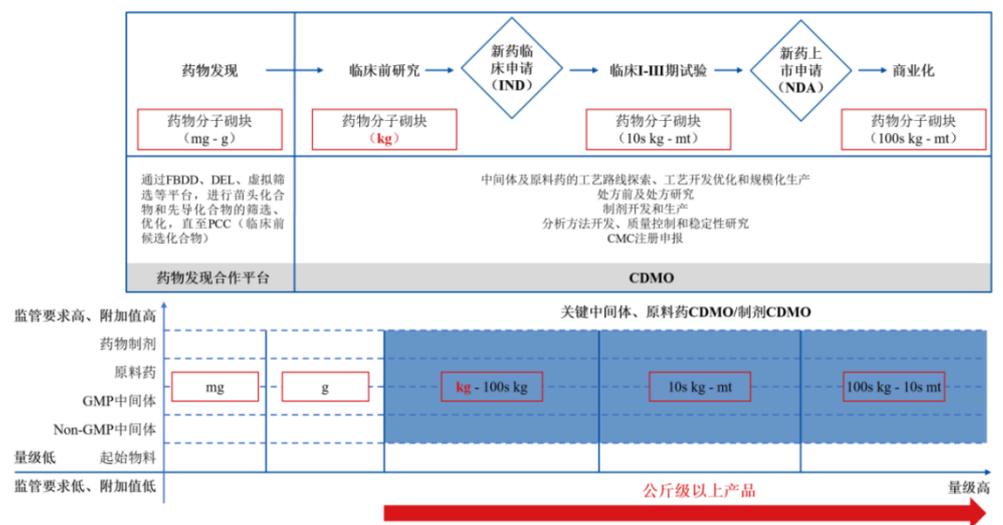


资料来源：公司财报，浙商证券研究所

## 1.2. 技术迭代把握量产需求

量产需求的来源不仅仅是分子砌块随管线推进的放量，项目每个阶段的推进都是对公司能力的重新考核。自 2018 年，公司公斤级以上分子砌块受 Loxo 药物商业化的带动，明显放量。作为药物合成的原材料，分子砌块有机会参与到药物从研发到生产的全流程，因此能够随着客户管线的推进放量。这也造成了市场部分投资者的误会，在产能充足的前提下，认为公司公斤级以下客户产品放量对公司业绩推动存在必然性。然而，新药研发及早期试验阶段客户的关注点与量产阶段有明显不同，对公司能力的需求也存在明显差别。总体上，公司公斤级以上分子砌块的放量关注产品、服务的及时性和高品质，对价格的敏感度较低；而在量产过程中，越接近商业化生产阶段，随着交付规模的大幅提升，客户越关注供应商的规模化生产和成本控制能力，对价格的敏感度也相应提升。因此客户在每个阶段的推进中都面临对供应商能力的重新考核与选择。

图 4：分子砌块用量、公司能力搭建与药物研究阶段的关系

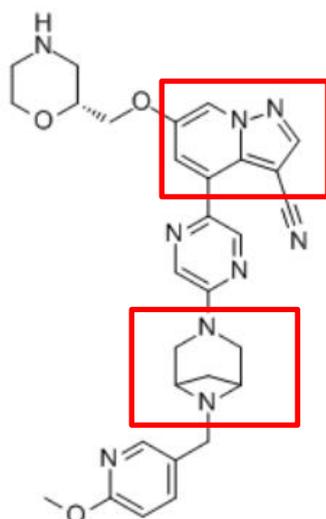


资料来源：可转债回复函，浙商证券研究所

公司分子砌块量产订单的真正来源是创新设计能力的稀缺性。公司 2018 年参与收购浙江晖石，是药石科技向产业链下游拓展的重要一步。但当时作为大规模生产的新布局

者，公司在规模性生产中对成本控制、杂质控制、交付能力等方面尚未得到证实。我们认为，公司能够拓展大规模生产业务本质来源于公司自主设计的分子砌块结构新颖、工艺难度高。这种创新设计能力的稀缺性加强了公司与客户之间的粘性，在及时性与成本端占据先机，成为放量初期吸引交付时间敏感性较强客户的重要优势。

图 5: Loxo-292 结构式及关键分子砌块



5,6-位稠芳杂环，合成难度较大，约 4 步，经重氮化反应得最终产物，药石科技是国内包装并列最大，价格最低的供应商。

桥环，结构合成难度较大，具有较强的壁垒优势。公司是少数具有成熟吨级生产能力的供应商。

资料来源：United States Patent 10441581, Scifinder, Chemicalbook, 浙商证券研究所

**创新基因促进技术迭代，成本控制、能力搭建持续精进。**随着公司公斤级以上业务的逐渐打开，药石科技也在量产的能力与技术角度不断迭代。从公司公斤级以上产品收入占比最高的两个化合物的成本与单价变动中我们可以看出，在化合物结构明确的基础上，客户对成本的敏感度不断增强，同时随着时间的推移越来越多的供应商有能力提供相应的分子砌块均导致毛利率下滑（2021 年毛利率回升与收购公斤级以上产能浙江晖石 62.57% 股权导致的并表相关）。但从成本端的控制中我们也发现，公司随技术能力提升 2018-2021 年成本降幅均超越 20%。

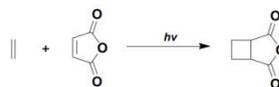
**自 2018 年着力发展连续流化学技术，砌块研发阶段的能力积累助力快速成长。**公司自 2018 年起着力加强在新技术新设备方面的研发投入。目前，公司的连续流化学技术已成功应用于多种反应类型，包括但不限于高温高压反应，超低温反应，氧化反应，库尔提斯重排反应，强放热反应、剧毒物质的反应、光催化反应和重氮化反应，从根本上避免了安全风险，降低了三废，节约了能耗，且已经实现研、发、产能力闭环。公司分子砌块研发期间积累的化学能力与对化学性质的理解帮助公司成功应用流动化学解决放大生产的挑战，提高流动化学应用的灵活性。由于商业化连续流反应器售价高、灵活性差，公司借助自有团队自主搭建了多种材料（PFA、SiC、SS316 等）和不同体积（从 1mL 到 10L）的自组装流动反应器，且拥有微填充床、光催化反应器等专用设备。这些流动反应器用于实验室和服务于不同制造规模的项目，更灵活高效。从成本控制角度来看，公司成功利用光催化反应将某四元环中间体的反应时间从 30 小时缩短至 40-50 分钟，收率提高至 75-80%，由传统工艺的难以放大生产的问题有效解决，投产规模达 500kg,且无三废产生，溶剂也可进行回收套用，实现真正的绿色环保高效工艺。

图 6: 药石科技自主搭建的光催化反应器



资料来源: 官网资料, 浙商证券研究所

图 7: 光催化【2+2】环加成反应工艺对比



	传统间歇工艺	连续光催化工艺
工厂投产可行性	无匹配光催化反应釜	可放大
反应时间	30 h	40-50 min
收率	n/a	75-80 %
规模	难以放大	500 kg
放大安全风险	高	低

资料来源: 官网资料, 浙商证券研究所

表 1: 2018-2020Q3 公司第一及第二大化合物收入及成本变动

年份	项目	化合物一	化合物二	对应阶段
2021 年 1-9 月	总收入 (万元)	8964.33	4942.81	商业化阶段
	单价 (元/克)	26.46	20.69	
	变动幅度	-14.15%	-14.22%	
	单位成本 (元/克)	14.49	10.77	
	变动幅度	-19.10%	-20.28%	
	毛利率	45%	48%	
2020 年	总收入 (万元)	21428.84	9419.83	验证批及商业化阶段
	单价 (元/克)	30.82	24.12	
	变动幅度	-44.82%	-32.13%	
	单位成本 (元/克)	17.91	13.51	
	变动幅度	-24.11%	-21.77%	
	毛利率	42%	44%	
2019 年	总收入 (万元)	16167.66	4966.88	III 期临床阶段
	单价 (元/克)	55.85	35.54	
	变动幅度	-36.25%	-46.33%	
	单位成本 (元/克)	23.6	17.27	
	变动幅度	-20.32%	-22.66%	
	毛利率	58%	51%	
2018 年	总收入 (万元)	6614.41	5503.16	I / II 期临床阶段
	单价 (元/克)	87.61	66.22	
	单位成本 (元/克)	29.62	22.33	
	变动幅度			
	毛利率	66%	66%	

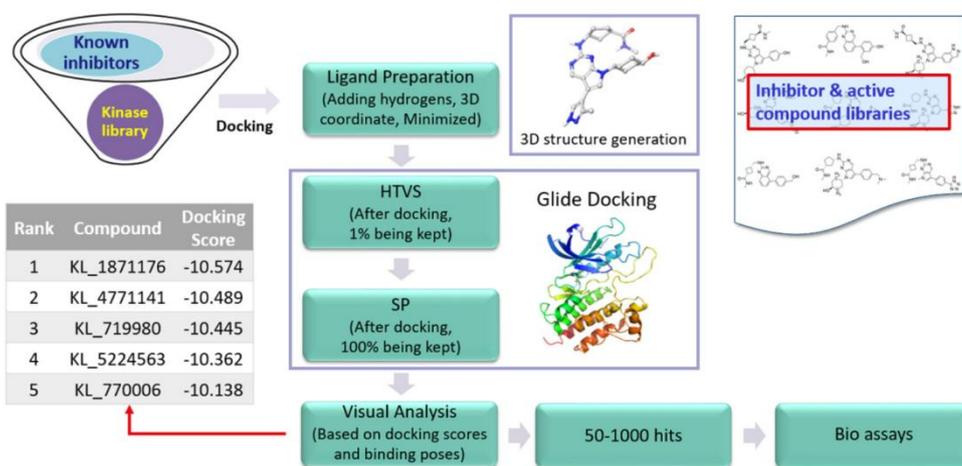
资料来源: 2021 年可转债回复函, 浙商证券研究所

### 1.3. 创新升级：从新药服务到新药研发

创新基础决定模式多变，公司基于分子砌块构建的化合物库开拓新药研发业务，提升天花板。公司 2020 年发表定增拟对南京研发中心进行升级改造建设，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。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。

利用核心结构优势，持续加强三大技术平台的新颖性及差异化。公司持续加强创新结构药物发现三大核心技术平台：结构多样化碎片分子库 (Fragment Library)、DNA 编码化合物库 (DEL)、超大容量特色虚拟化合物库 (Virtual Library) 的建设，对化合物库所含化学结构的新颖性、多样性以及成药性进行优化提高，强化和其他商业化合物库以及药物发现技术平台的核心差异化，尤其是针对创新靶点，高难度靶点全新结构的发现能力。2021H1，公司构建了基于公司分子砌块以及最新报道具有生物活性的分子的超大容量虚拟化合物库，所含化合物结构超过 10 亿；结构多样化碎片分子库 (Fragment Library) 达到 8000 化合物；DNA 编码化合物库 (DEL) 达到 150 亿化合物；超大容量特色虚拟化合物库 (Virtual Library) 超过 10 亿化合物。建设了全新结构生物学技术平台，摆脱对已有药物分子结构的依赖，为进行 First-in-Class 药物研发奠定了关键基础。并搭建了独特的基于多维数据和底层结构信息的高效创新人工智能药物发现技术平台。2020 年已完成了超过 50 个新靶点的筛选，并于 2020 年 9 月 17 日，与应世生物达成创新药物研发战略合作协议，转让 5 个苗头化合物的所有权，平均转让单价约为 200-300 万元；与客户签署一项先导化合物转让协议，项目单价为 1500 万元。

图 8：公司药物发现技术平台的筛选流程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

收购安纳康“服务”+“产品”并行。公司于 2018 年收购安纳康生物公司，补充了从蛋白表达纯化平台、靶标验证到药物筛选一站式的临床前综合研发能力，与分子砌块平台协同打造差异化早期药物发现平台。通过全资子公司南京安纳康生物科技，开发了基于多种生物物理、化学实验技术的先导化合物分子/细胞水平药效评价平台，细胞生物学研究等多项专业功能平台，包含激酶、磷酸酶、PPI 和表观遗传学等热门领域靶点，覆盖了当前主流创新药物开发方向。同时安纳康生物科技构建了全新计算机模拟分子设计对接、

虚拟化合物库筛选、片段化合物库以及 DNA 编码化合物库筛选为基础的创新结构药物筛选发现平台。

#### 重要事件:

2019 年 12 月, 中国药科大学委托安纳康基于 FP 技术进行 IAP 抑制剂的活性测试方法开发和测试;

安纳康基于 HTRF 技术建立并优化了 CBP Bromodomain 高通量筛选平台, 该平台稳定灵敏且可靠。基于该项技术, 从近一百个化合物中发现了三个和阳性化合物效果相近的潜在 Hits;

2020 年 4 月 16, 申请 SHP2 抑制剂及其用途专利。SHP2 是细胞中 RAS/MAPK 通路的重要信号调节分子。靶向抑制 SHP2 可双管齐下, 既减缓癌细胞生长, 同时也调节免疫功能以激活其抗肿瘤作用;

安纳康使用 DSF 技术对肿瘤领域内某一潜力激酶靶点进行化合物初筛, 从含有 3000 个化合物的库中筛选出 61 个化合物, Hits 率为 2%;

公司通过 AlphaLISA 技术 PRMT5 抑制剂筛选平台筛选到阳性化合物。

**图 9: 安纳康拥有的专利**

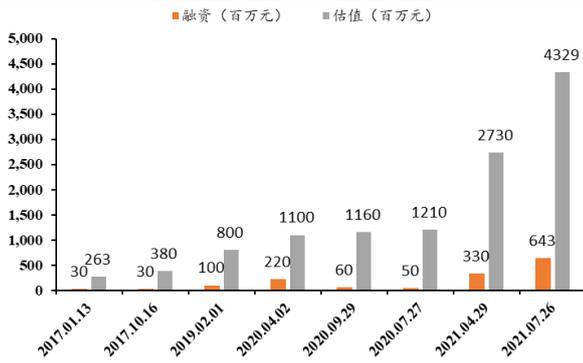
序号	申请号	申请(专利权)人	发明(设计)名称
1	2020103015790	南京安纳康生物科技有限公司	用于乙型肝炎病毒感染的抗病毒剂
2	2020103014567	南京安纳康生物科技有限公司	SHP2抑制剂及其用途
3	202010301517X	南京安纳康生物科技有限公司	用于乙型肝炎病毒感染的抗病毒剂
4	2019103471752	南京药石科技股份有限公司; 南京安纳康生物科技有限公司	一种非阿片类镇痛药的关键中间体的制备方法及应用
序号	申请号	申请(专利权)人	发明(设计)名称
1	2016100879982	安纳康科学股份有限公司	嘌呤[2,3-c]吡啶衍生物及其作为CDK激酶抑制剂的用途

资料来源: 国家专利局, 浙商证券研究所

### 1.4. 药捷安康: 参股公司透露的创新基因

体内优秀创新药企凸显公司创新初心及以分子砌块为核心的平台价值。药捷安康专注于小分子创新疗法, 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博士及吴希罕博士共同创立, 公司与药石科技在药物筛选、化合物合成的角度持续合作, 并于2021年8月27日已经提交H股招股书。2016年5月, 公司将其持有的药捷安康76%的股权转让, 后药捷安康经过股权转让、增资后, 截止2021年7月16日, 药石科技持有药捷安康6.14%的股权。

图 10: 成立以来药捷安康的融资金额及估值



资料来源: 药捷安康招股书, 浙商证券研究所

图 11: 2019 年-2021 年 5 月份与药捷安康关联交易金额



资料来源: 药捷安康招股书, 浙商证券研究所

药捷安康拥有 10 余条小分子管线, 其中核心产品 TT-00420 已推进至临床 II 期, 估值近 4 年增长 15 倍, 已递交 H 股招股书。药捷安康主要专注于肿瘤重点治疗领域, 拥有五个肿瘤小分子产品, 包括两个处于临床开发阶段的产品; 非肿瘤管线, 拥有四种小分子产品, 其中有两种产品正处于临床试验阶段, 以及预计于 2021 年 8 月提交一项产品的 IND 申请。其中, 药石科技核心产品 TT-00420 是一种全新的选择性多激酶抑制剂, 于 2020 年及 2021 年分别获批美国及国内 II 期临床, 并于 2019 年 11 月获得美国 FDA 授予的胆管癌“孤儿药”资格认证, 2021 年 4 月与罗氏签订临床协议, 探索与阿替利珠的联合疗法。药捷安康不断推进产品管线, 完善产品矩阵, 自 2017 年以来已完成 8 轮融资, 估值从 2017 年 1 月 2.63 亿元已提升至 2021 年 7 月的 43.29 亿元, 增长 15 倍。

表 2: 药捷安康历史重要事件

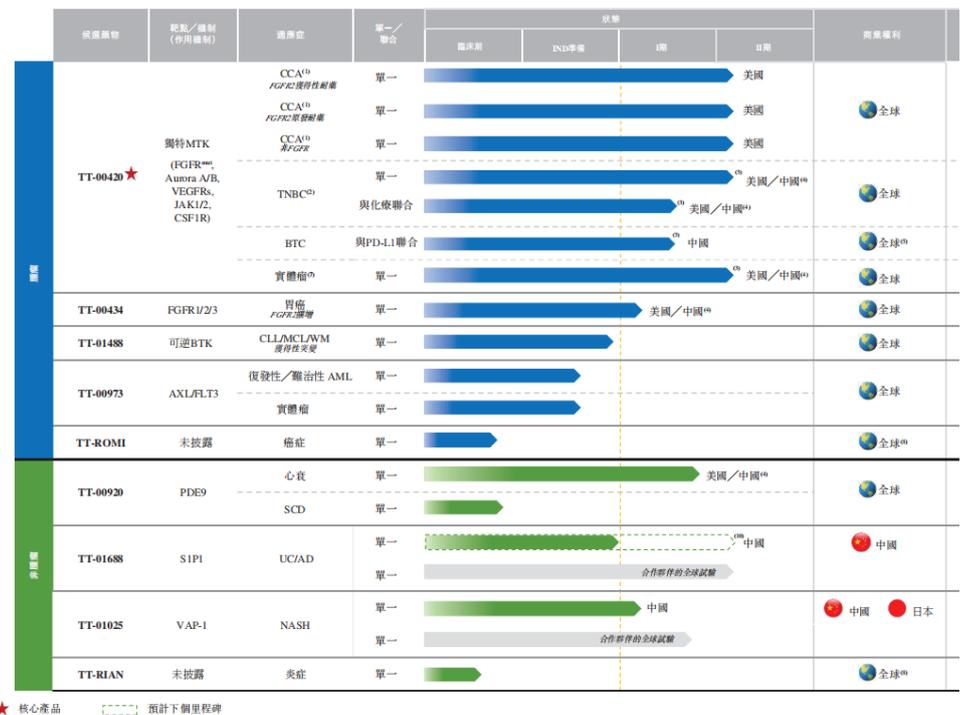
年份	里程碑
2014 年	在中国注册成立
2018 年	9 月, 获得 FDA IND, 启动 TT-00420 在美国 I 期试验。 2 月, 获得 CFDA IND, 启动 TT-00420 在国内 I 期试验。
2019 年	11 月, TT-00420 获 FDA 授予治疗胆管癌的孤儿药认证。 12 月, 获得 FDA IND, 启动 TT-00920 在美国 I 期试验。
2020 年	8 月, 将 TT-01025 除美国及中国的商业化权力对外授权给 LG Chem。 10 月及 12 月, 与帝人签订两份合作协议, 寻求基于帝人的苗头/先导化合物的项目的研究合作。 11 月, FDA IND 批准, 启动 TT-00420 在美国 I b/II 期临床试验; 国内 CFDA IND 批准启动 TT-00920 I 期试验; FDA IND 批准开展 TT-01025 I 期试验。 1 月, FDA IND 批准开展 TT-00434 I 期试验。 2 月, 台湾 IND 批准开展 TT-00434 I 期试验。
2021 年	3 月, 与 Foundation Medicine 订立基因组分析平台协议, 就 TT-00420 相关项目提供基因分析、高级基因组分析、数据库查询、临床基因组注册及其他; 与罗氏订立临床协议; 在中国胆道系统肿瘤患者中探索 TT-00420 与阿替利珠单抗的联合疗法。 5 月, 获得 CFDA IND 批准启动 TT-00420 在中国的 I b/II 期临床试验; 获得 CFDA IND 批准启动 TT-01025 在中国的 I 期临床试验; 获得 CFDA IND 批准启动 TT-00434 I 期临床试验。 7 月, 美国完成 TT-00420 的 I b/II 期临床试验的首例患者招募和在台湾完成 TT-00434 首次人体试验的首例患者招募。

资料来源: 药捷安康招股书, 浙商证券研究所

药石科技利用分子砌块平台及服务能力对药捷安康持续赋能。从最初创立参与核心产品 TT-00420 的设计与砌块提供到当前的多管线持续合作，药石科技从提供分子砌块的一体化平台及后续合成、生产的服务能力的角度与药捷安康持续合作。其中 TT-00420 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。

新药产业链中的创新型产品公司，创新能力为药石科技未来发展提供更多可能。我们认为，或鉴于创新药研发周期长、风险高等特点，药石科技对药捷安康目前持股比例较低。但从同一创始人的创立背景、双方的持续多角度赋能均体现了公司创新药方面的能力。这能力来源于药石科技董事长杨民博士一直以来想做创新药的初心，也来自于药石科技多年在砌块领域对新颖且成药性强的结构的积累。我们认为这也是药石科技在创新药产业链中的独特之处，用产品为新药研发提供更多可能，用服务推动新药管线加速发展。

图 12：药捷安康管线



资料来源：药捷安康招股书，浙商证券研究所

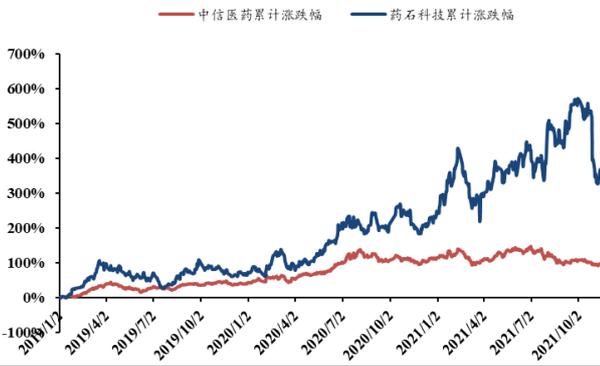
## 2. 模式切换：平台型拓展，进入更稳定增长阶段

定增助推转型，从上游产品到定制服务，打开市值空间。2020年7月14日公司发布定增，拟募资9.35亿将用于横向和纵向进行业务拓展，进一步打造“药石研发”+“药石制造”双品牌，在战略角度上从分子砌块（公斤级以上与公斤级以下）研发、生产公司向上游药物研发领域，下游原料药及制剂CDMO方向发展，拟有效满足下游客户从研发到商业化生产的一站式服务，加强公司与下游客户在药物开发全流程中的深度合作。

超额收益明显，转型“药石研发”+“药石制造”打开空间，突破PE箱体。2019年以来，药石科技累计收益362.63%，跑赢中信医药指数262pct。我们发现自2019年公司

动态 PE 始终维持在 50-100 区间波动，在 2020 年 2 月 24 日公司首次公布定增预案后逐步突破箱体，在短期调整后一路上扬最高点 PE (TTM) 达到 204 倍。我们认为，公司股价的拐点来自于 2020 年定增，是市场对其中提到的“药石研发”+“药石制造”长期发展战略的认可，也是投资者对公司自 2018 年进入规模型生产成功转型后对未来服务能力的信心。

图 13: 2019-2021.11.18 药石科技超额涨跌幅



资料来源: WIND, 浙商证券研究所

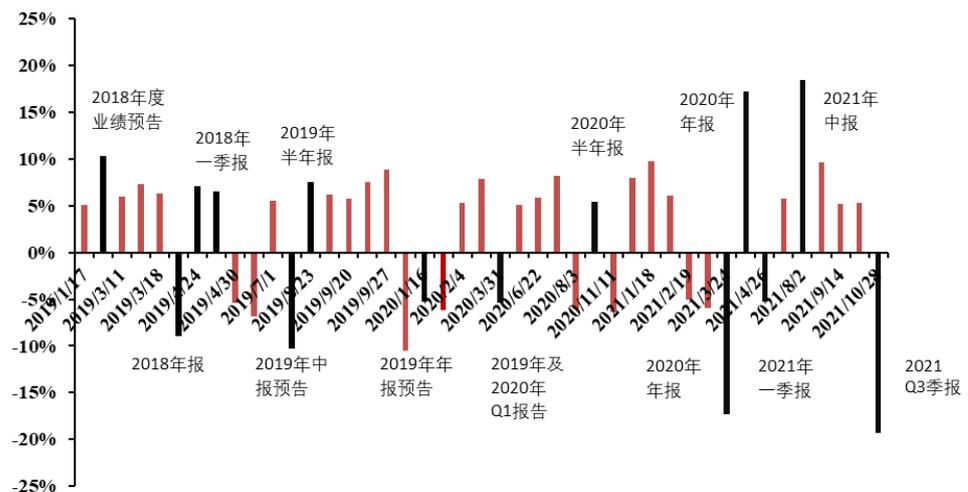
图 14: 2019-2021.11.18 PE (TTM, 扣非) 变化



资料来源: WIND, 浙商证券研究所

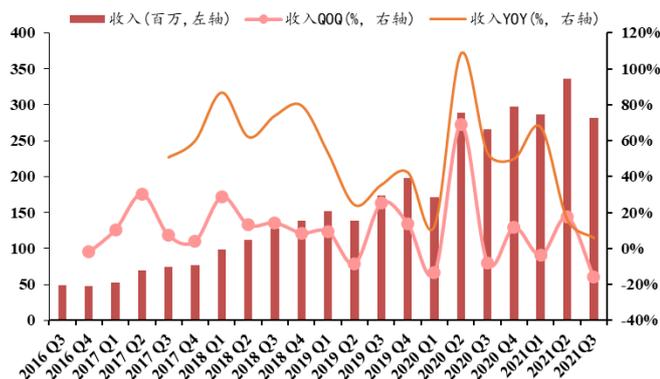
业绩期股价波动大，市场误读了什么？但我们发现公司自 2019 年起，股价相对中信医药指数超额涨跌幅超 5% 的交易日共 43 天，其中 14 个交易日与业绩披露相关，而在这期间一共仅发布了 18 份业绩公告（含业绩预告），显示出市场对公司短期业绩保持强烈关注，且预测性较差。对公司 2016Q3-2021Q3 的收入、利润分析中我们发现，公司收入同比、环比均波动明显，收入端 YOY 6%-108% QOQ -16%-69%，扣非归母净利 YOY -19%-152% QOQ -31%-120%。我们认为公司波动较为明显的业绩及与业绩密切相关的股价反应了两个问题：1. 公司的商业模式正在发生转变；2. 市场对公司的业绩预测标准与公司正处在的阶段并不相符。

图 15: 2019-2021.11.08 药石科技超额涨跌幅超 5% 与业绩发布的关系



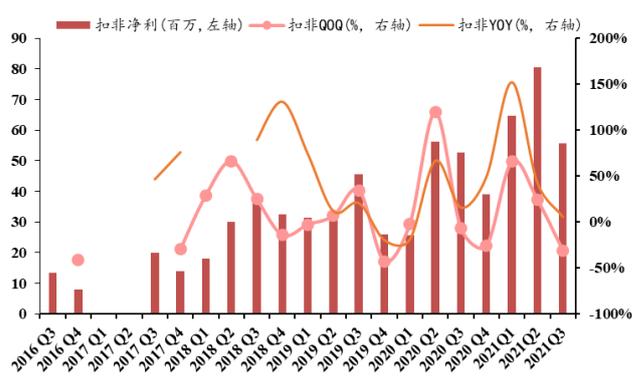
资料来源: WIND, 浙商证券研究所

图 16: 2016Q3-2021Q3 收入及增速



资料来源: WIND, 浙商证券研究所

图 17: 2016Q3-2021Q3 扣非净利及增速



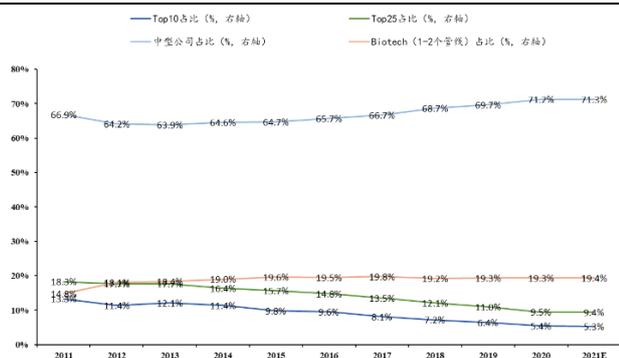
资料来源: WIND, 浙商证券研究所

## 2.1. 模式切换: 砌块产品引流到服务型漏斗导流的模式

基于公司资本开支、技术能力拓展的分析,我们认为公司正在发生新的商业模式切换,这主要基于 CDMO 供需两方面的核心痛点把握。

行业的格局正在发生变化,导致客户对一体化的需求正在提升。据 Pharmaproject 统计,从 2010 年到 2020 年,全球新药研发的管线数从 9700 个上升到了 1.77 万个,CAGR 6.94%。其中,中小型药企贡献的新药管线数量增速远高于 top10 及 top25 的药企,其中 biotech 新药研发管线数 CAGR 为 10.14%,全球 top10 新药研发管线数 CAGR 为-3.26%。2020 年仅有 1-2 条管线的 Biotech 公司贡献新药管线占比达到 19.36%。我们认为,全球研发格局管线集中度逐渐降低,中小型企业力量的逐渐显现使得具有较成熟服务经验的外包公司的意义正在逐渐改变:从单纯帮助公司降本增效到为公司研发全过程提供服务和指导,对外包公司一体化服务依赖逐渐增强。

图 18: 2010-2020 年不同规模公司新药研发管线占比



资料来源: Pharmaproject, 浙商证券研究所

图 19: 分子砌块在 CDMO 成本中占比

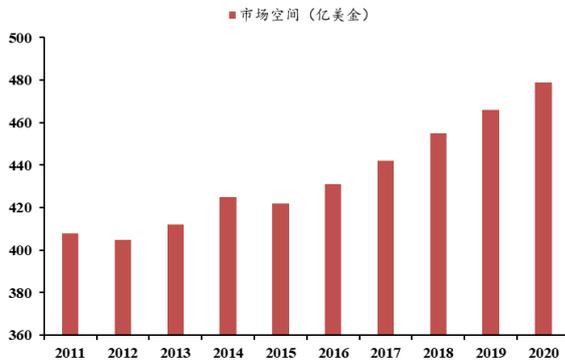
(单位: 万人民币)	2017 年
LOX0-292 外包费用	9580
临床阶段 CDMO 占比	40%
CDMO	3832
毛利率	40%
成本	2299
药石科技 Loxo 收入	1038
砌块占 CDMO 成本	45%

资料来源: Loxo 年报, 药石科技年报, 浙商证券研究所

分子砌块成本或占据外包成本 45%, CDMO 公司自研意愿强。以公司前 5 大客户, Loxo Oncology 为例,公司年报披露,2017 年公司支付给 Loxo-292 外包的服务费用约 1500 万美元(约 9580 万人民币),其中药石科技 2017 年报披露 Loxo 采购额约 1038 万。我们假设临床阶段 CDMO 约占公司整体外包金额的 40%且 CDMO 毛利率 40%,则 Loxo-292 采购成本约占据 CDMO 成本 45%。因此为节约成本,在 CDMO 公司逐渐熟悉分子结构、研发攻克高效合成路径后或更倾向于自产。而在中小企业一体化需求及 CDMO 公司话语权逐渐增强的大背景下,公司公斤级以下分子砌块随药物管线放大导流的比例或逐渐下降,真正对公司具有一定依赖性的是合成难度较高、总量相对较小的砌块。

向服务型 CDMO 的模式拓展，打开更广阔天花板。另外，公司商业模式的转变将打开更大的市场空间。据哈佛医学院健康政策系 Richard G. Frank 估算全球药物分子砌块的市场规模到 2020 年为 479 亿美元，而将在手分子砌块的管线服务至 CDMO 阶段据我们以上推算将扩大 4 倍，达到 2000 亿美元。当 CDMO 能力逐渐被证明，公司有望脱离单一砌块导流，打开 CDMO 更大的市场空间。

图 20：全球分子砌块市场规模



资料来源：药石科技招股书，浙商证券研究所

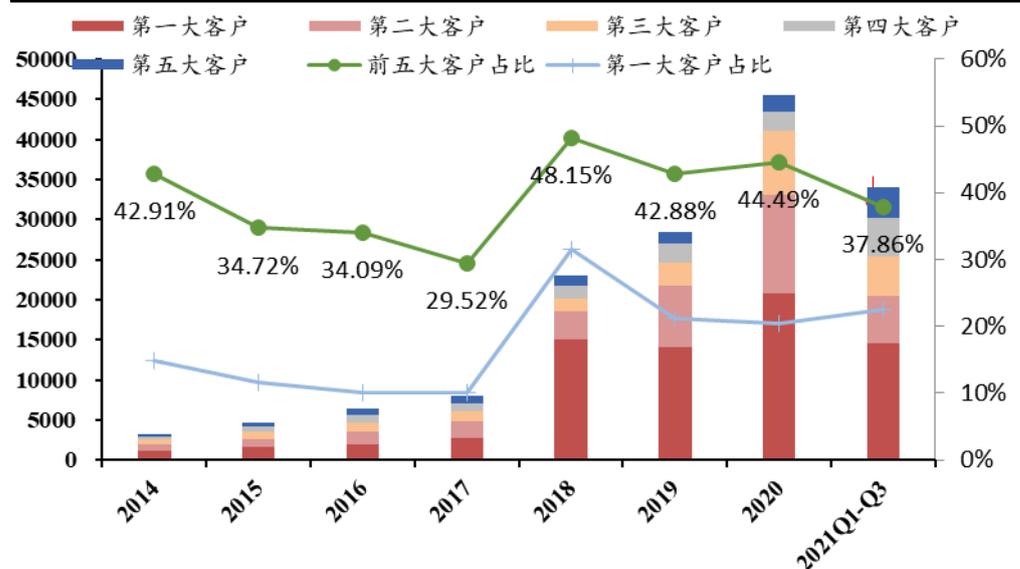
图 21：2016-2025E 全球 CDMO 市场规模及增速



资料来源：凯莱英 H 股招股书，浙商证券研究所

产业链延伸有助于加强公司对中短期业绩的把控能力。关于公司的业绩季度波动明显的问题，我们认为主要原因来自于两方面：①公司产业链较短，对订单交付的把控较为有限；②公司大客户占比较高，订单交付节奏对公司业绩影响明显。这也侧面显现了公司自身业务订单漏斗尚未形成，对绝大多数客户仅服务了较短的阶段，这在公司近 4 年不断变化的前 5 大客户也可见一般。我们认为，从产品到服务的产业链延伸有助于公司对自身业绩的把控能力，或通过自主建立更丰富的漏斗订单摆脱单一大客户占比过高的问题，平滑大客户交付周期带来的业绩波动。

图 22：2015-2021Q3 公司前五大客户情况



资料来源：可转债回复函，浙商证券研究所

表 3: 公司 2018-2021Q3 前 5 大客户变动

客户	2021Q1-Q3	客户	2021H1	客户	2020年	客户	2019	客户	2018
A	14505	A	13984	F	20850	I	14002	I	15060
B	6023	B	4415	A	12148	J	7787	F	3480
D	4866	C	3873	D	8029	K	2821	D	1631
J	4727	D	3838	G	2420	D	2354	J	1502
C	3905	E	2788	H	2030	L	1413	E	1382

资料来源: 2021 年可转债回复函, 浙商证券研究所

## 2.2. 模式切换过渡期跟踪指标: 技术、BD、管理

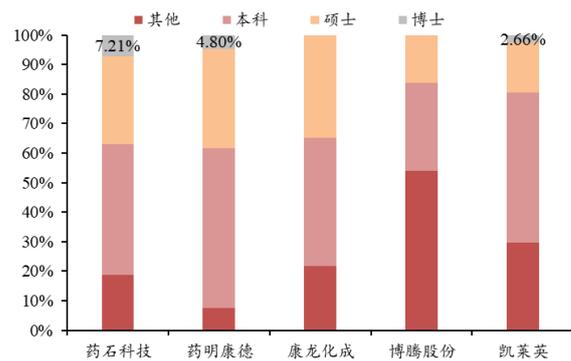
**商业模式转变对技术能力搭建要求的转变。**从分子砌块到中间体、API 的业务切换是从 non-GMP 到 GMP 的质量标准的切换, 涉及到更严格的偏差调查。为了加快交付速度, 公司需要在项目初始阶段设计较为完善的生产思路, 在生产过程中, 对“质量风险管理”、“质量体系管理”提出更高的要求。对于技术人员经验、设备良好维护、过程控制和风险管理提出了更高的要求。

图 23: GMP 标准 6 角度审核



资料来源: NGC, 浙商证券研究所

图 24: 2020 年 CXO 代表公司博士占比



资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所

**商业模式转变对销售能力搭建的转变。**从产品型到服务型公司的转变对公司销售能力的需求也同时发生变化。分子砌块时代公司公斤级以下业务主要采用研发-生产-现货销售的模式, 基于对最新研究方向的理解及用户需求的捕捉自主研发, 因此销售人员往往对产品性质、应用场景更为了解, 服务的重点是产品。而服务型的商业模式要求销售人员及 BD 对公司整体技术能力有更让深入的了解以满足客户定制化的需求, 服务的重点是客户。因此我们认为, 公司在新商业模式的转变中, 新 BD 及销售团队的搭建是打开市场的重要纽带。

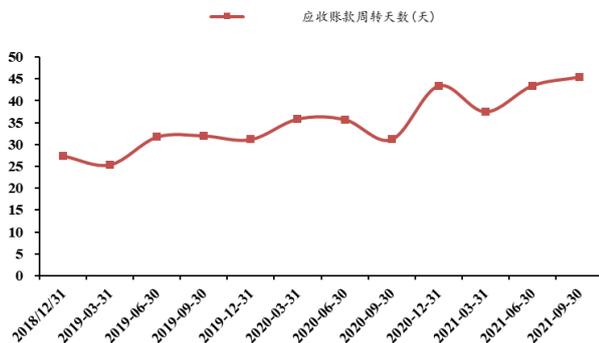
**商业模式的转变对管理能力搭建的转变。**新业务板块对公司管理的能力及员工能力的需求同样存在变化。我们在过去的深度报告中分析过公司博士人员占比、管理层的创新药研发、药化背景, 与传统 CDMO 有明显差别。这种人员配置对于公司建立创新型分子砌块的产品矩阵非常重要, 但对于 GMP 级别的规模性生产的工艺研究、开发及生产的经验及管理人才需要补充。

## 2.3. 产能释放奠定稳增长，过渡期关注能力建设

从业绩角度，短期产能释放与业绩增长或不成正比，建议跟踪点从供给关系到能力搭建。公司自2020年初持续受到产能瓶颈的限制，2020Q2-2021Q3在公斤级以上产能没有明显释放的前提下收入基本稳定在2.6亿-3亿，因此市场对公司2022年晖石车间逐渐释放后的业绩抱有乐观态度，认为可以通过产能面积或反应釜体积预测业绩的增长。我们认为，公司目前正处于API CDMO服务能力搭建中，临床I期CDMO项目相较于原有的公斤级以上分子砌块项目具有难度大、质量标准高、耗时长、但项目金额可能较小的特点，因此产能释放对业绩的推动在产品结构转型期仍然具有不确定性。我们建议投资者的跟踪点从产能释放、订单增长的供给角度转换到CDMO板块技术能力、销售能力及管理能力的搭建。

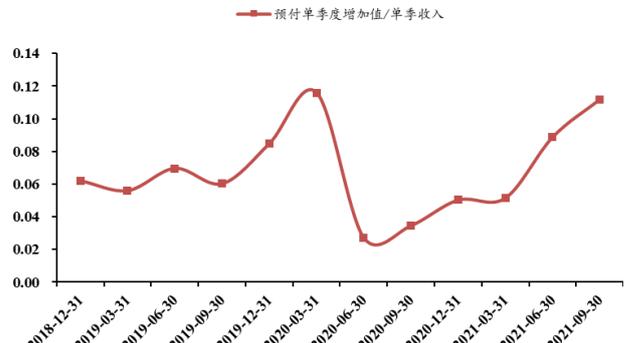
从资产负债表角度，新业务板块或处于积累期，收入重要性高于利润端。据公司2021年半年报披露，“公司CDMO业务继续收入增长44.43%，完成428个项目，2021H1 API服务项目21个，其中9个为国外客户项目”。在CDMO服务能力的提升下，我们同时发现应收账款及预付账款增长明显。应收账款自2020年末周转天数维持在约45天。对2018-2021Q3预付账款增加值/单季收入的分析我们发现，除去2020Q1疫情影响下的异常值外，公司2021年预付账款增加值明显高于历史水平。我们认为，公司在进入新业务板块时或处于项目积累期，对客户的议价能力短期较弱。我们看好长期转型API CDMO后带动分子砌块销售及前端高壁垒砌块引流API业务建立的客户粘性及技术壁垒。

图 25：2018-2021Q3 应收账款周转天数



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 26：2018-2021Q3 预付单季增加值/单季收入



资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 3. 厉兵秣马，蓄势待发

### 3.1. 厉兵秣马：产能、人员、技术储备

关键产能浙江晖石具备D端及M端能力，并零缺陷通过美国FDA审计，客户资源丰富。在研发能力上，截至2021年9月30日，浙江晖石拥有核磁共振谱仪(NMR)、电感耦合等离子体质谱(ICP-MS)、超高效液相色谱仪(UPLC)等研发设备，研发人员60余人。浙江晖石在小分子药物开发领域具备微填充床加氢技术、连续流化学、多相催化技术、工艺安全评估、药物晶体工程技术等CDMO核心化学工程技术，有能力为客户项目提供行业领先的技术解决方案。在生产能力上，浙江晖石以零缺陷通过了FDA的现场审计并获得FDA cGMP标准；具备国际化的质量管理和EHS体系，已服务客户包括礼来、诺华、默克、艾伯维、勃林格殷格翰等全球知名的Big Pharma, Vertex、Blueprint、Agiors、百济神州、亚盛医药、首药控股等著名Biotech。

图 27：化学工程与工艺能力的搭建与创新



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

**多规格反应釜灵活配置，2022年产能翻倍。**截至2021年9月30日，浙江晖石拥有反应釜18.59万升，山东药石拥有反应釜体积6万升，并灵活配备从50L到6,300L各个规格的反应釜，可完成从实验室级别到公斤级、吨级产品的交付，服务合作客户从药物发现阶段、临床前开发阶段至临床试验阶段及药物上市商业化阶段。我们预计2022年浙江晖石501、502、503车间将陆续投入使用。其中，501反应釜体积约163立方米，主要生产RSM及non-GMP中间体预，反应釜体积从2000L至8000L不等，可支持临床阶段至商业化阶段的生产需求，预计于2022年Q1投入使用，投入后浙江晖石产能几近翻倍。502、503定位为GMP中间体、API生产，将通过工艺连锁模块将自动化操作水平提升到行业前沿水平。此外山东药石制剂生产基地口服固体制剂车间已于2021H1完成建设，打通公司一站式CDMO服务最终环节，预计2021年Q4试运行并申请《药品生产许可证》。南京天易生物的一站式CDMO服务平台也在规划中，占地350亩。

图 28：公司公斤级以上产能分布



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

**美国药石收购大赛璐药物手性技术公司，提升临床API开发生产能力。**从技术储备角度，公司2021年9月11日，完成收购大赛璐药物手性技术公司位于美国宾州West Chester的研发中心，提升临床API开发生产能力。此次收购的新工艺研发基地占地面积16,200平方米，配置8间实验室和15个通风橱。美国药石通过此次收购有望进一步扩建工艺开发实验室及GMP公斤级实验室，用于临床早期阶段的API开发生产，满足美国创新药客户的CMC需求。

**加速搭建人才队伍、完善管理体系，向服务型公司转型。**从人员储备角度，公司自2018年转型公斤级以上生产及2020年明确“药石研发”+“药石制造”的思路以来不断补充工艺开发、工艺放大、质量管理方面人才。分别于2018年引进Agios工艺化学及原料药生产总监——章世杰博士任首席技术官；2020年引进远GSK及康龙化成、合全药业副总裁——苗文芳博士任QA负责人；原BI美国研发总部高级主任研究员、康龙化成化学工艺副总裁——魏旭东博士任CDMO业务高级副总裁，加速搭建人才队伍、完善管理体系，向服务型公司转型。

表 4: 药石科技 CDMO 管理人员搭建

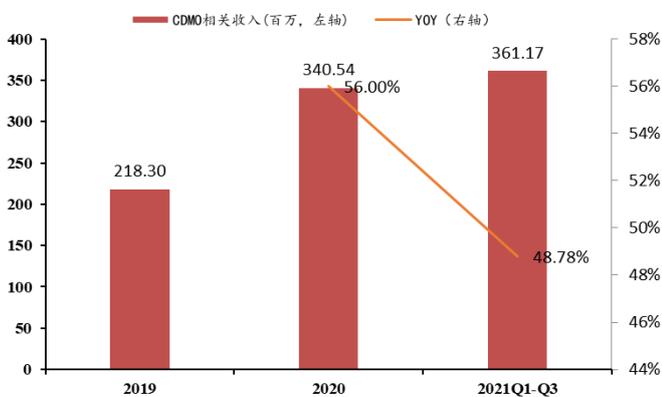
杨民民 董事长	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 美国奥本大学博士/博士后</li> <li>• 国家重点人才工程、江苏省“双创计划”、“江苏省六大人才高峰”、南京高新区“三创载体领军人才”，南京市和江苏省首批科技创业家</li> <li>• 曾任职于罗氏加州/中国研发中心</li> <li>• 80 篇文章和专利，其中 16 篇国际专利</li> </ul>
魏旭东 CDMO 总负责人	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2021 年 8 月加入</li> <li>• 南京大学博士</li> <li>• 曾任 BI 美国研发总部高级主任研究员、康龙化成化学工艺副总裁</li> <li>• 20 年+新药研发和工艺开发经验</li> <li>• 发表论文 80+篇，公开专利 16 项</li> </ul>
章世杰 首席技术官	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2018 年 7 月加入</li> <li>• 美国埃默里大学博士</li> <li>• 江苏省“双创计划”</li> <li>• 曾任美国 Agios 工艺化学及原料药生产总监</li> <li>• 带领 CMC 原料药团队推动两款新药从临床前研究到 FDA 获批；另有三个候选化合物进入临床 II、III 期</li> <li>• 发表论文及专利 40+篇</li> </ul>
苗文芳 QA 负责人	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2020 年加入</li> <li>• Texas 基督教大学博士</li> <li>• 曾历任药明康德合全药业分析服务副总裁；康龙化成 CMC 质量和法规高级副总裁及分析化学副总裁；美国 Elan 制剂公司分析高级经理和 GSK 药物开发资深科学家</li> <li>• 20+年分析研发，质量控制，质量保证，CMC 研发及法规申报领域经验</li> </ul>
朱经伟 浙江晖石总经理	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2012 年加入</li> <li>• 北京理工大学博士</li> <li>• 10+年研发管理经验，贯穿工艺研发、分析化学、供应链管理及生产</li> <li>• 10+篇论文及专利</li> </ul>
赵可 制剂负责人	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 密西西比大学博士</li> <li>• 20 年+药物制剂研发经验，精研固体缓控释制剂开发生产</li> <li>• 曾就职于安成制药、安必生和扬子江药业</li> <li>• 开发 12 个 FDA 批准产品含 6 个全球首仿；成功挑战规避超过 100 项制剂专利</li> </ul>
张敏月 山东药石总经理	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 郑州大学学士</li> <li>• 曾任职于石药集团子公司欧意医药副总经理</li> <li>• 26+年生产管理经验</li> </ul>
李静 美国药石总经理	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2016 年 10 月加入</li> <li>• 南京大学博士</li> <li>• 美国达拉斯西南医学中心博士后</li> <li>• 曾任职于 Cumbre、Millennium、Cubist、Merck</li> <li>• 18 年+新药研发和工艺开发经验</li> <li>• 40 篇文章和专利，其中 18 篇国际专利</li> </ul>

资料来源：2021 年可转债回复函，浙商证券研究所

### 3.2. 蓄势待发：订单饱满，漏斗渐成

**CDMO 收入占比逐渐增加，长期合作协议助推启航。**从公司的可转债回复函中我们可以看到，公司自 2019 年开始 CDMO 项目陆续贡献收入。2019-2021Q3 收入分别为 2.18 亿、3.40 亿及 3.61 亿，同比增长 56% 及 49%，均高于公司整体收入增长，CDMO 占比增加。自 2020 年公司陆续于亚盛医药、首药控股等签订合作协议，双方将针对现有服务项目及更多研发管线项目持续推进并逐步扩展各方面 CDMO 合作。其中首药控股将关于第二代 ALK 抑制剂 CT-707 项目（首药控股自主研发，具有完全知识产权的新一代高选择性、高活性 ALK/FAK/IGF1R 多靶点激酶抑制剂）的原料药开发生产及注册申报等相关工作将与药石科技开展深度战略合作，助力首药控股全面加速 CT-707 项目的推进和注册获批。我们认为从公司的收入结构可以看出，公司正在逐渐向 CDMO 方向转型，而优秀 biotech 的长期合作也显示了公司较强的客户基础及被客户认可的服务能力。

图 29：CDMO 相关收入及增长



资料来源：可转债回复函，浙商证券研究所

图 30：药石科技与浙江晖石单季度收入关系



资料来源：Wind，可转债回复函，浙商证券研究所

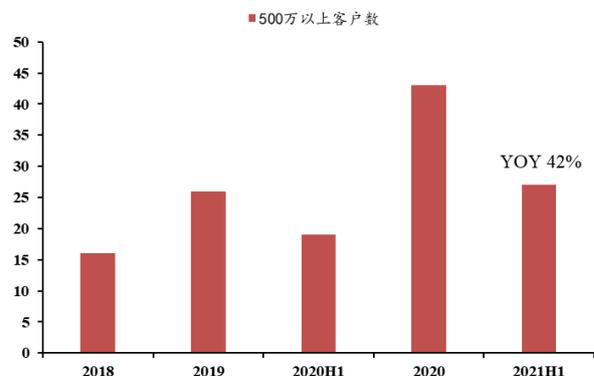
**浙江晖石在手订单饱满，短期业绩确定性强。**可转债回复函中透露，晖石 2021 年 1 月-9 月收入 2.51 亿元，正在执行订单 1.11 亿元，均可于 2021 年实现收入。根据我们对浙江晖石及药石科技单季度收入相关性的分析。我们认为，虽然公司实现最终销售的时间与向浙江晖石发生采购的期间存在一定差异，但在 1-2 个季度内高度相关，我们认为公司短期业绩高增长确定性较强。

图 31：CDMO 及分子砌块漏斗形订单

	临床前至 临床 II 期	临床 III 期 至商业化	其他
2020	430	35	560
2021H1	320	29	350

资料来源：公司财报，浙商证券研究所

图 32：2018-2021H1 500 万以上大客户数量



资料来源：可转债回复函，浙商证券研究所

**客户做深，漏斗渐成。**药石科技分子砌块销售的主营业务决定公司客户群体广阔但分散性较强，渗透大客户管线，形成深度战略合作是公司转型 CDMO 初期的重要工作。公司 2020 年年报及 2021 中报显示公司漏斗型订单结构正在逐渐建立。2021 年上半年，承接的项目中，有 320 余个处在临床前至临床 II 期，29 个处在临床 III 期至商业化阶段；除以上项目外，另有 350 余个公斤级以上项目。早期项目的积累为后续形成可持续发展的项目管线提供了重要基础。另外，公司 500 万以上大客户也在不断增多，2021H1 500 万以上大客户 27 个，YOY 42%。客户结构逐渐从过去前期产品型销售的分散形式转为跟随客户管线发展，提供一站式服务做深的思路。

#### 4. 盈利预测及估值

我们认为，从资产负债表、单季度业绩波动及公司客户结构等角度可以判断公司 2020-2023 年处于 API CDMO 转型阶段，从技术储备、管理人员搭建、产能释放等方面已经做好准备。短期或面临大订单节奏难以把控、业绩与产能释放无法线性相关的特点。但鉴于公司的创新基因、迭代能力以及较好的客户基础，我们认为公司以分子砌块为抓手打开 CDMO 业务，为客户提供分子砌块-中间体-原料药-制剂的一体化服务可期。

我们预计 2021-2023 年净利润 5.10 亿、4.64 亿及 6.56 亿，2021 年 11 月 24 日收盘价对应 PE 分别为 54、60 及 42 倍。剔除浙江晖石公允价值波动带来的非经营性利润，2021-2023 年 PE 分别为 97、60 及 42 倍，利润端 CAGR45%，对比可比公司平均估值水平，维持“买入”评级。

#### 5. 风险提示

下游产品研发、CDMO 能力建设不达预期，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**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1873	1835	2070	2884	<b>营业收入</b>	1022	1262	2080	2906
现金	1245	252	452	826	营业成本	554	628	1051	1479
交易性金融资产	108	700	350	500	营业税金及附加	6	19	34	48
应收账款	167	429	552	673	营业费用	31	32	52	73
其它应收款	1	2	3	4	管理费用	121	133	208	291
预付账款	15	25	35	54	研发费用	91	114	187	262
存货	310	400	650	800	财务费用	20	14	33	24
其他	28	28	28	28	资产减值损失	7	0	10	15
<b>非流动资产</b>	552	1481	1640	1787	公允价值变动损益	0	222	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	3	0	0	0
长期投资	156	203	253	304	其他经营收益	0	10	3	3
固定资产	138	629	866	1018	<b>营业利润</b>	194	557	507	719
无形资产	34	43	42	42	营业外收支	10	9	8	9
在建工程	171	503	422	366	<b>利润总额</b>	205	566	515	728
其他	53	104	56	57	所得税	20	56	51	72
<b>资产总计</b>	2425	3317	3709	4671	<b>净利润</b>	184	509	464	656
<b>流动负债</b>	476	793	722	1028	少数股东损益	(0)	0	0	0
短期借款	120	376	100	160	<b>归属母公司净利润</b>	184	509	464	656
应付款项	184	234	360	525	EBITDA	206	587	563	775
预收账款	0	0	0	0	EPS (最新摊薄)	1.20	2.55	2.32	3.28
其他	172	183	261	342	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	55	55	55	55		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他	55	55	55	55	营业收入	54.36%	23.45%	64.81%	39.73%
<b>负债合计</b>	531	848	777	1082	营业利润	11.67%	186.73%	-8.92%	41.85%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	13.45%	176.58%	-8.96%	41.39%
归属母公司股东权益	1895	2469	2933	3589	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	2425	3317	3709	4671	毛利率	45.79%	50.26%	49.46%	49.10%
					净利率	18.02%	40.37%	22.30%	22.57%
					ROE	13.98%	23.35%	15.61%	16.08%
					ROIC	8.02%	17.71%	15.39%	17.27%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	21.88%	25.57%	20.94%	23.17%
					净负债比率	22.70%	44.39%	12.92%	14.82%
					流动比率	3.94	2.31	2.87	2.81
					速动比率	3.29	1.81	1.97	2.03
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.59	0.44	0.59	0.69
					应收帐款周转率	8.29	6.76	7.62	7.13
					应付帐款周转率	12.82	10.04	12.37	11.89
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	1.20	2.55	2.32	3.28
					每股经营现金	1.36	1.62	2.35	4.48
					每股净资产	12.33	16.07	19.09	23.36
					<b>估值比率</b>				
					P/E	123	55	60	43
					P/B	15	12	10	8
					EV/EBITDA	97	48	50	36

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	272	301	432	689
净利润	184	509	464	656
折旧摊销	26	28	45	56
财务费用	20	14	33	24
投资损失	(3)	(0)	0	0
营运资金变动	116	200	245	350
其它	(72)	(450)	(355)	(397)
<b>投资活动现金流</b>	(145)	(1549)	148	(352)
资本支出	(52)	(900)	(150)	(150)
长期投资	(4)	(47)	(51)	(51)
其他	(89)	(602)	349	(151)
<b>筹资活动现金流</b>	993	177	(369)	36
短期借款	60	256	(276)	60
长期借款	0	0	0	0
其他	933	(79)	(93)	(24)
<b>现金净增加额</b>	1120	373	140	373

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“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 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>