

百诚医药(301096)

报告日期: 2023年08月10日

MAH 高需求, 供需格局稳定

——百诚医药 2023 年半年报点评报告

投资要点

- 业绩表现: 营收与利润同步高增长, 新签订单高增速**
 2023H1 收入 4.24 亿元, YOY+72.5%; 归母净利润 1.19 亿元, YOY+40.5%; 扣非归母净利润 1.19 亿元, YOY+61.7%; 新签订单 6.27 亿元, YOY+56.3%。
 2023Q2 收入 2.63 亿元, YOY+75.3%; 归母净利润 0.85 亿元, YOY+29.9%; 扣非归母净利润 0.84 亿元, YOY+46.8%。
- 成长性: MAH 类客户需求爆发, 自研转化业务驱动业绩高速增长**
 按客户结构拆分来看, 2023 年上半年公司 MAH 类客户贡献收入 2.64 亿元 (YOY+188.7%), 占总收入比达到 62.3%, 同比提升约 25pct。按业务结构拆分来看, 2023 年上半年自研转化业务实现收入 1.90 亿元 (+174.9%) 和临床服务业务实现收入 7002 万元 (+61.2%), 这两块业务是上半年增长的主要支撑。我们认为, 公司收入端的快速增长和大量 MAH 类客户处在品种布局期以及公司自研项目储备存在较强差异化优势有关, 新签订单的持续高增速 (2023 年上半年新签订单增速 56.3%, 去年同期新签订单增速为 57.7%) 反映了当前公司所处赛道的较高景气度。展望未来, 需求端, 我们认为与公司合作 MAH 类客户资质相对较好、规模较大、研发投资需求大且相对稳定; 供给端, 公司自主立项从 2021 年起便滚动保持在 250 项左右, 差异化仿制药、创新药、中药等丰富项目的拓展储备, 以及赛默 CDMO 产线建设逐步完善将支撑公司持续打开成长天花板。
- 盈利能力: 高毛利率维持, 供给稀缺性持续体现**
 2023 年上半年公司毛利率为 66.6%, 同比提升约 1pct, 在权益分成业务收入大幅降低下依然保持提升, 背后是公司在仿制药研发外包领域一体化、差异化的服务能力的稀缺性持续体现。拆分来看, 受托药学研究业务毛利率为 58.2% (YOY-0.4pct); 临床服务毛利率为 39.2% (YOY-7.4pct), 我们预计主要临床业务拓展较快后成本提升有关; 自研转化业务毛利率为 82.8% (YOY+6.9pct), 短期波动和项目转化时确认收入带来的季度波动有关。2023 年上半年公司扣非归母净利率为 28.2%, 同比下降约 2pct, 主要系报告期内随着募集资金消耗, 利息减少 (财务费用率为-3.1%, YOY+6.0pct) 和股份支付费用增加 (管理费用率为 14.5%, YOY+2.4pct) 影响。另一方面, 2023 年上半年研发费用率降低至 21.7% (YOY-7.1pct), 主要和 2022 年 Q1 公司以 1600 万引进一个创新药品种导致研发费用率基数较高以及季度投入波动有关。
- 经营质量分析: 应收提升较快, 下半年有望改善**
 2023 年上半年公司经营性现金流净额为 18 万元, 同比大幅降低 (去年同期为 1.05 亿元), 主要受到应收账款同比大幅增加 (1.97 亿元, YOY+144%)、政府补助大幅减少 (23Q1 为 1566.6 万元, 23Q2 为 70.6 万元)、本期收到的增值税留抵退税减少约 3226 万元、处置子公司浙江百代归还往来款 4233 万元等因素影响。我们认为公司应收账款增加较多或和部分客户账期有所延长有关。环比来看, 公司 2023Q2 应收账款周转天数相比 2023Q1 已有所改善, 由于仿制药研发投资回报率确定性较强且公司客户资质相对较好, 我们判断下半年公司回款情况或逐步改善。
- 盈利预测与估值**
 我们认为百诚医药不是一家简单的仿制药 CXO, 而是随着国内客户创新升级、通过核心技术积累不断放大自身优势、拓展新业务边界的“药企研发合伙人”, 在供需格局的影响下, 百诚的业绩表现或将持续超市场预期。我们维持此前的预测, 2023-2025 年公司归母净利润分别为 2.77 亿、3.91 亿及 5.51 亿, EPS 分别为 2.56、3.62 及 5.09 元。对应 2023 年 8 月 9 日收盘价 PE 约为 24 倍。参考可比公司估值, 维持“增持”评级。
- 风险提示**

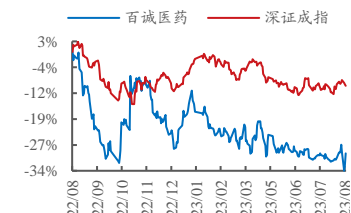
投资评级: 增持(维持)

分析师: 孙建
 执业证书号: S1230520080006
 02180105933
 sunjian@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 61.50
总市值(百万元)	6,652.25
总股本(百万股)	108.17

股票走势图



相关报告

- 1 《景气持续, 高增持续》 2023.04.27
- 2 《高增速高盈利, 看好新动能》 2023.03.30
- 3 《盈利能力创新高, 高增速持续——百诚医药 2022Q3 点评报告》 2022.10.26

转让分成业务的季度兑现波动性风险；项目研发失败风险；从仿制药到创新药商业模式不可复制风险；信用集中风险。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	607	898	1277	1769
(+/-) (%)	62.27%	47.86%	42.24%	38.47%
归母净利润	194	277	391	551
(+/-) (%)	74.78%	42.43%	41.49%	40.81%
每股收益(元)	1.80	2.56	3.62	5.09
P/E	36	24	17	12

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1610	1692	2087	2650
现金	1239	1212	1460	1835
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	152	216	298	403
其它应收款	5	7	10	14
预付账款	24	35	52	73
存货	66	98	143	201
其他	124	124	124	124
非流动资产	1320	1577	1721	1855
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	1	1	0
固定资产	522	730	915	1078
无形资产	82	89	96	107
在建工程	546	597	558	526
其他	170	161	152	144
资产总计	2930	3269	3808	4505
流动负债	291	354	501	647
短期借款	0	0	20	0
应付款项	167	215	314	442
预收账款	0	0	0	0
其他	124	139	167	206
非流动负债	157	157	157	157
长期借款	0	0	0	0
其他	157	157	157	157
负债合计	447	510	658	804
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)
归属母公司股东权益	2483	2759	3150	3701
负债和股东权益	2930	3269	3808	4505

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	259	273	421	591
净利润	194	277	391	551
折旧摊销	67	54	68	82
财务费用	(42)	(30)	(28)	(29)
投资损失	1	0	0	0
营运资金变动	(5)	(15)	13	19
其它	44	(14)	(24)	(33)
投资活动现金流	(691)	(320)	(220)	(224)
资本支出	(517)	(300)	(200)	(200)
长期投资	1	(1)	0	0
其他	(175)	(19)	(21)	(24)
筹资活动现金流	(366)	21	48	9
短期借款	(5)	0	20	(20)
长期借款	(40)	0	0	0
其他	(321)	21	28	29
现金净增加额	(798)	(27)	248	375

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	607	898	1277	1769
营业成本	198	293	428	603
营业税金及附加	2	3	4	6
营业费用	8	12	17	23
管理费用	101	135	153	195
研发费用	166	198	268	354
财务费用	(42)	(30)	(28)	(29)
资产减值损失	10	9	13	18
公允价值变动损益	(3)	0	0	0
投资净收益	(1)	0	0	0
其他经营收益	29	10	10	10
营业利润	189	289	433	610
营业外收支	2	2	2	2
利润总额	191	291	435	612
所得税	(3)	15	43	61
净利润	194	277	391	551
少数股东损益	(0)	0	0	0
归属母公司净利润	194	277	391	551
EBITDA	236	323	480	666
EPS (最新摊薄)	1.80	2.56	3.62	5.09

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	62.27%	47.86%	42.24%	38.47%
营业利润	58.54%	53.11%	49.74%	41.02%
归属母公司净利润	74.78%	42.43%	41.49%	40.81%
获利能力				
毛利率	67.37%	67.38%	66.48%	65.94%
净利率	31.95%	30.79%	30.63%	31.15%
ROE	8.09%	10.55%	13.24%	16.08%
ROIC	6.88%	9.28%	11.69%	14.19%
偿债能力				
资产负债率	15.27%	15.61%	17.27%	17.85%
净负债比率	1.98%	0.00%	3.03%	0.00%
流动比率	5.54	4.78	4.17	4.09
速动比率	5.31	4.51	3.88	3.78
营运能力				
总资产周转率	0.21	0.29	0.36	0.43
应收账款周转率	5.37	4.85	4.77	4.72
应付账款周转率	1.47	1.70	1.69	1.66
每股指标(元)				
每股收益	1.80	2.56	3.62	5.09
每股经营现金	2.40	2.52	3.89	5.46
每股净资产	22.95	25.51	29.12	34.22
估值比率				
P/E	34.26	24.06	17.00	12.07
P/B	2.68	2.41	2.11	1.80
EV/EBITDA	26.11	16.83	10.86	7.24

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>