

借政策东风，强研发+新模式铸就“小而美”的一体化 CXO

买入（首次）

2022 年 1 月 10 日

证券分析师 朱国广

执业证号：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 周新明

执业证号：S0600520090002

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	207	349	630	1014
同比（%）	32.5	68.2	80.9	60.8
归母净利润（百万元）	57	105	195	307
同比（%）	29.3	82.1	86.1	57.7
每股收益（元/股）	0.71	0.97	1.80	2.84
P/E（倍）	-	96.48	51.83	32.86

投资要点

■ **以自主研发驱动的一体化 CXO 企业，业绩持续高增长，盈利能力良好。** 公司为客户提供从药学研究到临床实验以及 CDMO 的一站式服务。研发投入大，2021H1 研发费用率为 20.69%，高于行业内可比公司。公司保持高成长，2016-2020 年公司营收年复合增长率达 71.8%。短期看，公司在手订单丰富，2021H1 在手订单 5.99 亿元，新增订单 2.5 亿元，约 70% 的订单可在 1-1.5 年内确认，2022 年业绩有望较快增长。中长期公司坚持“受托研发服务+研发技术成果转化”双线发展战略，辅以研发合作投资的权益分成模式，成长为可持续发展的一体化 CXO 公司。

■ **独特的商业模式打造高利润空间。** 自主立项及销售分成提高公司利润空间，2021 年前三季度毛利率达到 67.3%。销售分成模式使公司在风险可控下大大提高利润。同花园药业合作的缬沙坦氨氯地平片 2021H1 已获得销售分成 1262 万元，且该收益持续可预见。公司与花园药业合作的草酸艾司西酞普兰片已进入广东联合十三省市集采，有望为公司带来销售分成。此外，公司的销售分成模式契合 MAH 制度下客户需求，MAH 类收入占比有望提升。

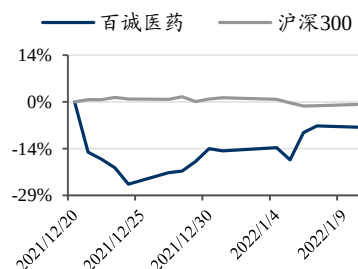
■ **重视研发投入，研发管线项目储备丰富，仿制药+创新药双布局。** 公司选择市场前景好的标的自主研发，前期投入计入研发费用，待开发到一定阶段后溢价转让给客户，并接受客户委托继续提供研发服务，后续部分计入成本。因此，不同于其他公司，百诚的研发费用可以视作公司资产，在合适节点转让后会转化为公司收入。截至 2021H1，公司已通过超过 100 个自主立项项目。另外，公司积极搭建创新药技术平台，其中神经病理性疼痛领域的 BIOS-0618 项目 IND 申请已获批，有望带来较高的转化收入。

■ **长期来看，赛默金西项目助力公司研发成果转化，CDMO 业务拓展为公司带来长期增量。** 赛默金西项目建成后公司将具备接受药品研发投资类企业客户委托进行药品生产的能力。2021 年已经有相关订单，我们预计 2022 年相关收入会达到一亿元，根据项目的投资情况，全部达产进行商业化生产后赛默产能较大，有望带来业绩长期增长。

■ **盈利预测与投资评级：** 我们预测公司 2021-2023 年营业收入为 3.49/6.30/10.14 亿元，同比增长 68.2%/80.9%/60.8%，归母净利润为 1.05/1.95/3.07 亿元，同比增长 82.1%/86.1%/57.7%，EPS 分别为 0.97/1.80/2.84 元，以当前股价对应 PE 为 96.48/51.83/32.86 倍，考虑到公司订单丰富，自主研发和销售分成模式打开利润空间，同时 CDMO 项目落地后一体化实力增强，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：** 药物研发失败风险；市场竞争加剧风险；仿制药一致性评价业务增速放缓或减少的风险；制药企业仿制药研发投入下降风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	93.22
一年最低/最高价	75.66/101.08
市净率(倍)	18.61
流通 A 股市值(百万元)	2286.11

基础数据

每股净资产(元)	5.01
资本负债率(%)	54.83
总股本(百万股)	108.17
流通 A 股(百万股)	24.52

内容目录

1. 十年磨一剑，药物研发服务新起之秀	4
2. 行业景气度高，MAH 及集采政策提高客户积极性	7
2.1. 仿制药 CRO 赛道市场空间大，需求稳定	8
2.2. MAH 制度为仿制药 CRO 企业带来新客户	9
2.3. 药品“集采”常态化，仿制药 CRO 赛道景气初显	10
2.4. 仿制药 CRO 竞争格局分散，公司成为中国仿制药领域 CRO 市场的先行者	12
3. “受托研发服务+研发技术成果转化”双线发展，打开高利润空间	13
3.1. 受托研发服务：销售分成模式进一步增厚公司业绩	14
3.2. 研发技术成果转化：自主立项项目储备丰富，奠定高增基础	16
4. 高研发投入与 CDMO 业务布局奠定高速发展基调	17
4.1. 研发投入高于同行，成果居行业前列	17
4.2. 充分利用核心技术，布局高端制剂与创新药领域	18
4.3. 募投项目夯实竞争力，CDMO 布局推动业绩放量	20
5. 盈利预测与投资评级	22
5.1. 关键假设	22
5.2. 盈利预测及投资评级	23
6. 风险提示	23

图表目录

图 1: 公司历史沿革	4
图 2: 公司股权结构 (截至 2021 年 12 月 31 日)	5
图 3: 公司主要业务涉及药物研发多个阶段	5
图 4: 公司营业收入及增速情况	6
图 5: 公司归母净利润及增速情况	6
图 6: 公司盈利能力不断改善	7
图 7: 公司期间费用率控制稳定	7
图 8: 公司 2018-2020 年下单客户情况	7
图 9: 公司前五大客户合同订单情况	7
图 10: 中国仿制药市场规模及增速	9
图 11: 2016-2019 我国仿制药受理及评审情况 (个)	9
图 12: 五批全国带量采购药品的剂型构成 (个)	9
图 13: 百诚医药和和泽医药 MAH 类收入及客户数	10
图 14: 百诚医药 MAH 类收入 (万元) 及占比	10
图 15: 五轮集中采购产品数量 (个) 及降价情况	11
图 16: 国内仿制药 CRO 公司收入 (亿元)	13
图 17: 国内仿制药 CRO 公司研发技术人员数量 (人)	13
图 18: 公司盈利模式	13
图 19: 公司营业收入占比情况	14
图 20: 公司毛利率情况	14
图 21: 百诚医药研发投入及增速	17
图 22: 百诚医药与可比公司研发费用率	17
图 23: 百诚医药核心技术平台	18
图 24: 百诚医药核心技术贡献营收占比	18
图 25: 百诚医药高端制剂布局	19
图 26: 中国样本医院哮喘与 COPD 吸入剂型国内外占比	19
图 27: 百诚医药创新药布局与研发进展	20
图 28: 公司中试放大及三批工艺验证委托开支金额 (万元)	21
图 29: 公司项目不同研发阶段溢价系数	21
表 1: 公司受托药品研发服务和自主研发技术成果转化服务项目进入带量采购清单	12
表 2: 公司服务项目前三家通过情况	14
表 3: 公司部分合作研发项目情况	15
表 4: 公司自主研发项目 (仿制药类) 在研进展	16
表 5: 赛默 2022-2024 年中试放大与三批工艺验证项目数量 (个) 及预计营收 (万元)	21
表 6: 收入拆分 (百万元) 及预测	22
表 7: 可比公司估值 (收盘日期为 2022 年 1 月 10 日)	23

1. 十年磨一剑，药物研发服务新起之秀

百诚医药成立于 2011 年，是一家以药学研究为核心的综合性医药技术研发企业，业务涵盖了药物发现、药学研究、临床研究、注册申请等多个药物研发阶段，其中在 BE 临床试验研究服务上具备竞争优势。公司采用“受托研发服务+研发技术成果转化”的双线发展战略，为各类制药企业和医药研发投资企业提供药学研究及临床试验等一体化研发服务，同时开展自主立项并积极推进技术成果转化，通过转让或合作的形式实现商业价值。

公司自创立以来高度重视研发平台化建设，已建立实验室面积超 1.8 万平方米，配备各类设备仪器数百台。凭借多年的积累和研发投入，搭建了创新药研发、仿制药及一致性评价药学研究、BE/PK 研究、包材相容性研究等 4 大核心研发平台，深入布局吸入制剂、透皮制剂、缓控释制剂、细粒剂等高端制剂领域，形成了较强的核心竞争优势。

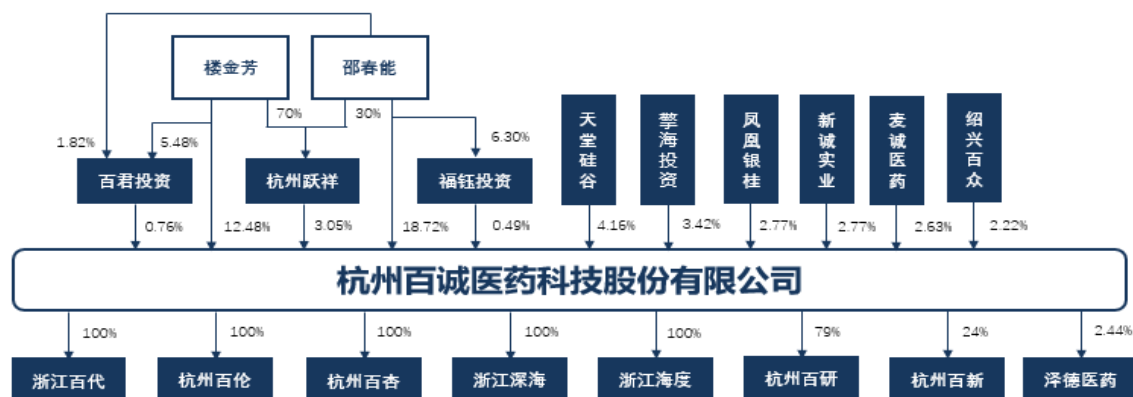
图 1：公司历史沿革



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司股权清晰，员工持股激励作用较强。公司控股股东及实际控制人为邵春能、楼金芳夫妇，截至 2021 年 12 月，两人直接持有公司 31.20% 的股份，并通过百君投资、杭州跃祥、福钰投资等间接持有公司 3.14% 的股份，合计持股比例为 34.34%。楼金芳女士有 30 余年的医药从业经验，行业经验丰富。此外，百君投资、福钰投资全体合伙人均为公司员工，包括管理层及业务部门（固体制剂、液体制剂、原料药、生物分析、质量保证等部门），员工持股将较大地增强业务积极性。

图 2：公司股权结构（截至 2021 年 12 月 31 日）

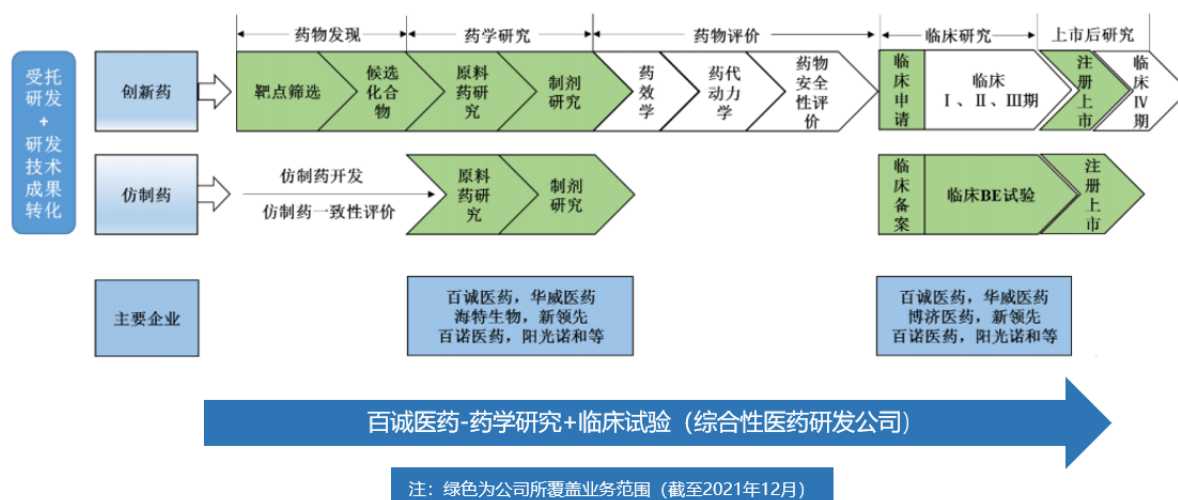


数据来源：wind，公司招股书，东吴证券研究所

一体化全产业链 CRO 服务平台。公司业务涵盖了药物发现、药学研究、临床研究、注册申请等多个药物研发阶段。仿制药方面，公司为客户提供药学研究、临床试验及注册申报一体化服务；创新药方面，公司主要进行自主研发，包括药物发现、药学研究等方面，并向客户提供部分药学受托研发服务。截至 2021 年 Q3，公司已经为国内 150 多家客户完成超过 250 个药学研发、BE 试验及一体化药品研发服务。

高壁垒自主项目研发，增加长尾客户粘性。在研发技术成果转化方面，公司紧密跟踪医药市场需求，针对具有较高市场价值的药物品种进行自主研发，积极布局吸入制剂、透皮制剂、缓控释制剂、细粒剂等高端仿制药，并已经形成丰富的研发技术成果。强大的研发实力和丰富的项目储备有效帮助客户缩短剂型研发的时间，提升研发的效率及质量，且收获高额溢价，实现双赢。截至 2021H1，公司已经立项超过 100 个自主研发项目，并实现了多个项目研发技术成果转化。

图 3：公司主要业务涉及药物研发多个阶段

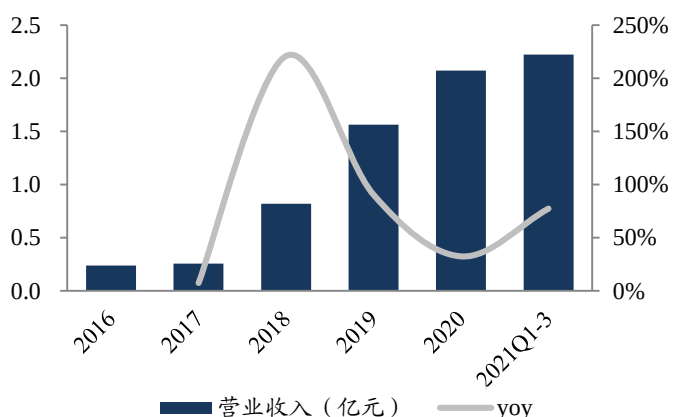


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

公司业绩进入收获期。公司 2021 年前三季度营业收入和归母净利润分别为 2.22 亿元和 6452 万元，同比增速分别为 77.4%和 208.9%；拉长来看，公司 2016 年-2020 年营收和归母净利润 CAGR 分别高达 71.8%和 106.6%，业务进入到快速放量的收获期。

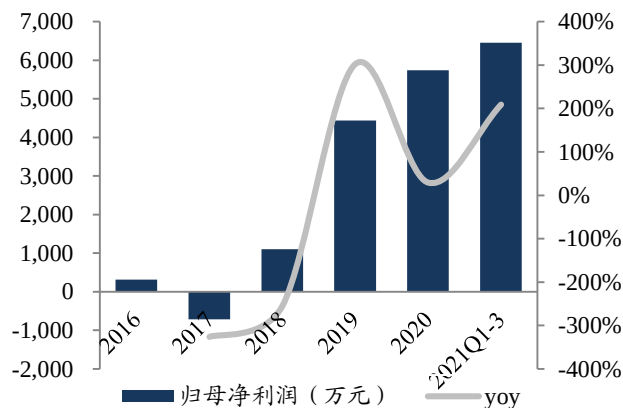
2022 年业绩增长动力不减，预计增速可维持 60%。基于公司 1) 2021 年底草酸艾司西酞普兰片进入广东省等 13 个省市的联合集采，2022 年有相应收益分成；2) 团队扩张带动受托服务和技术服务收入增加；3) 赛默工厂 2021 年 9 月转入，2022 年开始放量生产，公司预期 2022 年贡献 1 亿元增量收入；我们预计公司 2022 年将维持 60%以上的高增速。**长期来看**，借助注射剂产品一致性评价带来的发展机会和赛默工厂产品获批后 CMO 收入，以 2021 年为基数，公司未来三年业绩有望保持 50%-60%的高复合增速。

图 4：公司营业收入及增速情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：公司归母净利润及增速情况

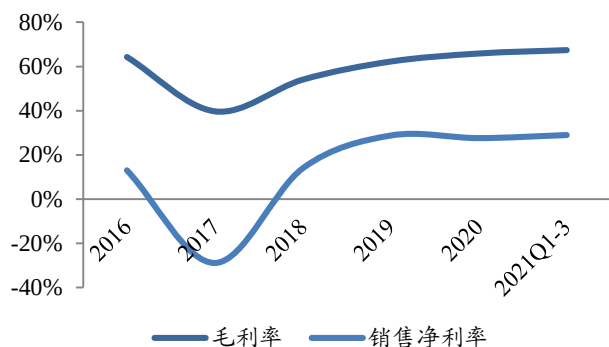


数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司盈利能力不断改善。随着公司业务体量的扩大，规模效应显现，叠加客户和订单结构的持续优化，公司毛利率水平持续提升，2021 年前三季度毛利率达到 67.3%的高水平。公司净利率水平也随着毛利率的改善而提升。

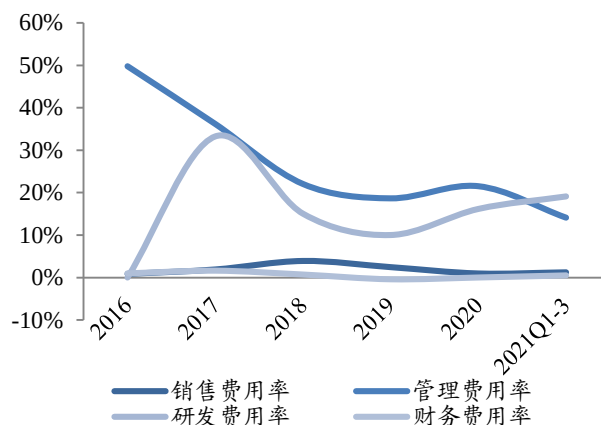
公司期间费用率控制良好，仅研发费用率增加。2018 年-2021 年 1-6 月，公司持续加大研发投入，研发费用分别为 1,236.14 万元、1,567.28 万元、3,350.21 万元和 2,922.96 万元，呈现持续快速增长趋势，占当期营业收入比例分别为 15.05%、10.02%、16.17%和 20.69%，研发占比较高，相对其他同行研发费用率明显领先。2021 年前三季度研发投入 4249 万元，同比增长 80.58%，增幅高于收入增速；截至 2021 年 H1，公司研发团队拥有 518 人，并保持快速扩容。长期的研发投入将不断加强公司在创新药研发、仿制药及一致性评价药学研究、BE/PK 研究等方面的研发能力和服务能力，保证品种如期得到批文，同时为未来长期快速增长打好基础。企业期间费用率总体保持良好，随着公司规模效应的体现而保持下降态势。

图 6：公司盈利能力不断改善



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：公司期间费用率控制稳定

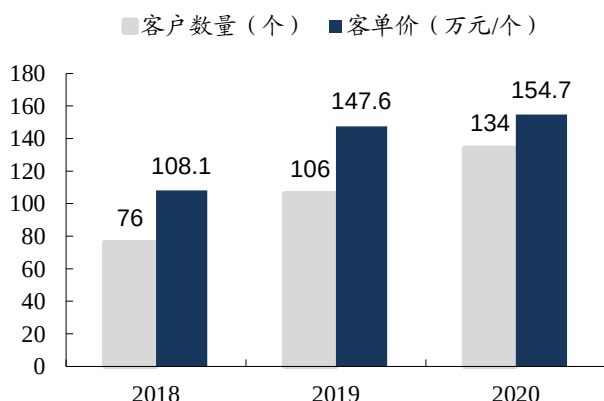


数据来源：Wind，东吴证券研究所

双线发展模式平台，新客获取能力强。依托公司受托研发服务+研发技术成果转化的双线发展模式和强大的研发实力，公司客户粘性强，且新客获取情况良好。2020 年公司下单客户数达到 134 个，对比 2018 年实现 32.8% 的年复合增长。

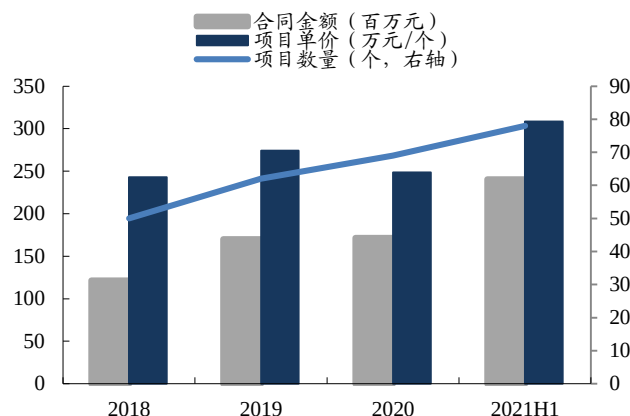
在手订单充足，支撑业绩快速放量。截至 2021 年中，公司在手订单 5.99 亿元，同比增加 73.6%，在手订单充足。且其中约 30-40% 为新型医药投资类企业。从头部客户订单情况来看，公司前五大客户项目数稳定增加且项目体量逐渐增大，项目单价从 2018 年的 243 万元提升到 2021 上半年的 308 万元，实现价量齐升。公司订单快速增加从侧面说明市场对公司研发能力的认可，同时充足的订单也是公司长期快速发展的基础。

图 8：公司 2018-2020 年下单客户情况



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图 9：公司前五大客户合同订单情况



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

2. 行业景气度高，MAH 及集采政策提高客户积极性

集中采购推行，“原料药+制剂”一体化发展成为趋势，部分原料药供应商实现产业链向成品制剂端延伸，促进 CRO 行业发展。此外，集中采购和 MAH 制度推行，催生众多医药销售公司及医药代表成为药品研发投资主体，促进 CRO 行业发展。集中采购推行后，许多医药销售公司及医药代表受到较大的冲击，但由于 MAH 制度的实行，让产品的所有权得到明确并实现可市场交易的价值，使得医药销售公司及医药代表成为药品研发投资主体，投资开发产品，拓宽了 CRO 业务的服务对象。新成立的医药研发投资企业自身并无研发能力，团队人员精简，自身无研发团队，更追求效率，通常会选择合同研发外包的方式，将药品研发外包给专业的研发机构，首选公司这一类研发专业性强的头部企业，确保研发成功，避免项目失败，从而极大加速 CRO 行业的发展。

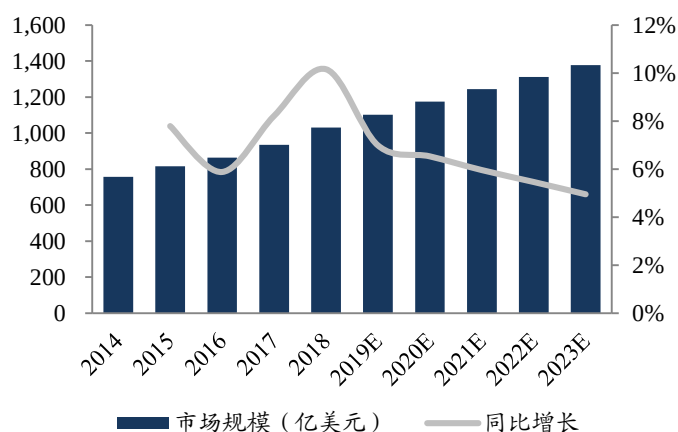
2.1. 仿制药 CRO 赛道市场空间大，需求稳定

仿制药仍是我国医药市场的主导力量，仿制药市场规模增速快于创新药。根据弗若斯特沙利文数据，2018 年我国创新药、仿制药市场规模分别为 1,030 亿美元、1,286 亿美元，预计 2023 年仿制药市场规模可达 1,377 亿美元，整体市场规模较大。2014 年至 2018 年创新药及仿制药市场规模的复合年增长率分别为 4.8%、8.0%，仿制药市场规模的增长速度明显快于创新药市场规模的增长速度。

我国仿制药 CRO 市场未来存在较大的增长空间。根据百诚医药招股说明书数据，预计一致性评价为 CRO 带来的市场空间约为 340 亿元。受质量和品种等因素影响，我国仿制药市场仍具有较大的提升空间。根据 IQVIA 发布的数据显示，2009 年至 2018 年的 10 年间，美国仿制药在全部处方量中的占比从 75%提升到了 90%，而中国 2018 年仿制药在全部处方量占比仅为 65.8%，中国仿制药处方量仍有较大提升空间。国家对仿制药质量监管力度加大，促使企业加大研发投入。

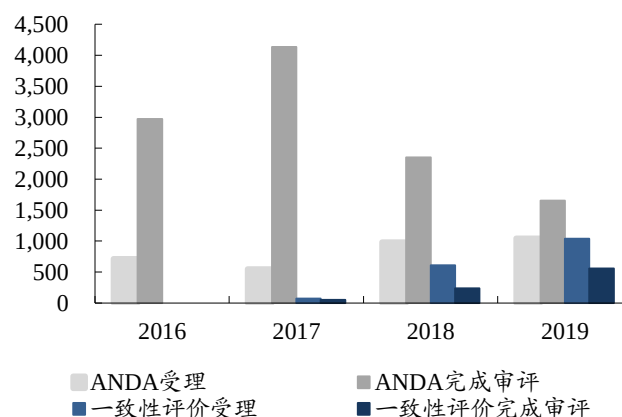
一致性评价政策带动了仿制药 CXO 的市场增长，仿制药注册申请由 2016 年 714 件增长至 2019 年的 1,047 件；仿制药一致性评价申请由 2016 年的 0 件增长至 2019 年的 1,038 件。我国口服固体制剂仿制药一致性评价于 2016 年 3 月正式启动，注射剂仿制药一致性评价于 2020 年 5 月正式启动。从集采品种来看，第五批集采后注射剂占比大幅提升，这同注射剂开展一致性评价密不可分。当前，仍有较多地注射剂仿制药未完成一致性评价，同时，吸入剂等其他剂型仍未开展一致性评价。根据公司招股说明书的数据，我国化学药仿制药的批文在 11 万个左右，推行仿制药一致性评价是提高国内仿制药整体水平的必然路径，参考美国和日本的仿制药相关监管历程（美国一致性评价经历了 23 年，日本“体外溶出度评价”经历了 22 年），我国仿制药一致性评价工作也将是长期的实践过程，未来将持续 10-20 年。

图 10: 中国仿制药市场规模及增速



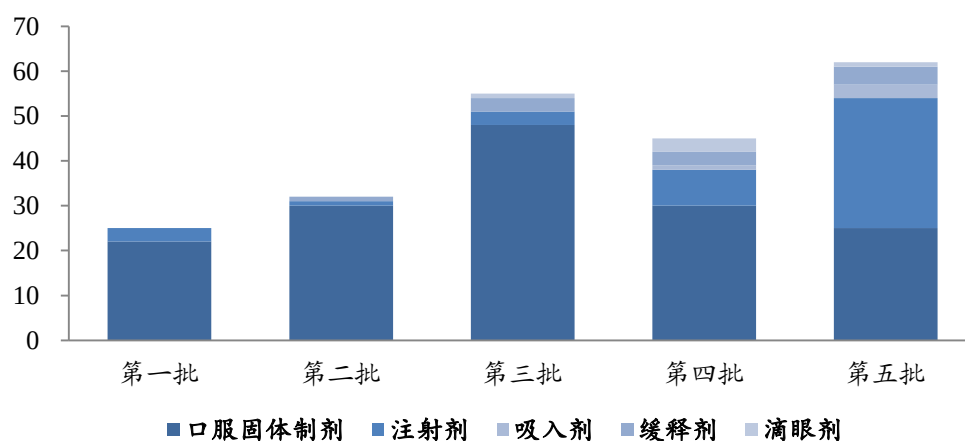
数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

图 11: 2016-2019 我国仿制药受理及评审情况 (个)



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 12: 五批全国带量采购药品的剂型构成 (个)



数据来源：政府官网，东吴证券研究所

注：纵坐标口径为品种数，并非品规数

另外，高质量和高端仿制药的开发是未来仿制药的发展趋势，高端仿制药开发更需要借助 CRO 企业的力量。为了形成差异化竞争优势，制药企业加大对高质量、高端仿制药的研发投入力度，希望在创新药即将或者刚过专利期，就能够实现快仿、首仿，制药企业更加需要借助 CRO 企业的力量，缩短开发周期，提高开发效率。因此，仿制药行业的稳定增长将不断拉动仿制药 CRO 行业的发展。

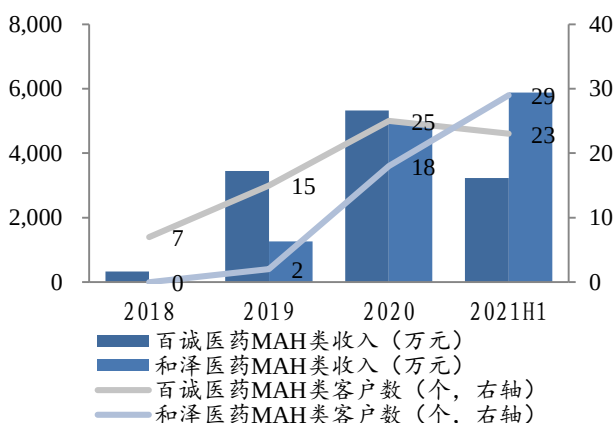
2.2. MAH 制度为仿制药 CRO 企业带来新客户

MAH 政策催生了新型药企投资企业，激发药品研发热情。2015 年 8 月，国务院

提出开展上市许可持有人制度试点（Marketing Authorization Holder, MAH），将药物上市许可与生产许可解绑，这种机制下，上市许可和生产许可相互独立，上市许可持有人可以将产品委托给不同的生产商生产，药品的安全性、有效性和质量可控性均由上市许可人对公众负责。近年来 MAH 制度在十省试点，根据 Insight 数据库的数据显示，截至 2021 年 6 月按药品批准文号统计 MAH 品种共 25,864 个。MAH 制度初见成效，催生众多医药投资企业投资医药研发，分享药品持证制度红利，而众多 CRO 企业从研发外包服务商转型为医药研发机构，通过拥有研发药物权益来获取利润，MAH 制度推动了整体药物研发行业的发展。新成立的诸多医药研发投资企业由于人力资源匮乏，更追求效率和低成本，通常会选择将药品研发外包给专业的研发机构，CRO 可以为 MAH 类客户提供从药品研发注册报批到生产管理等全流程服务，缩短研发周期，降低成本。

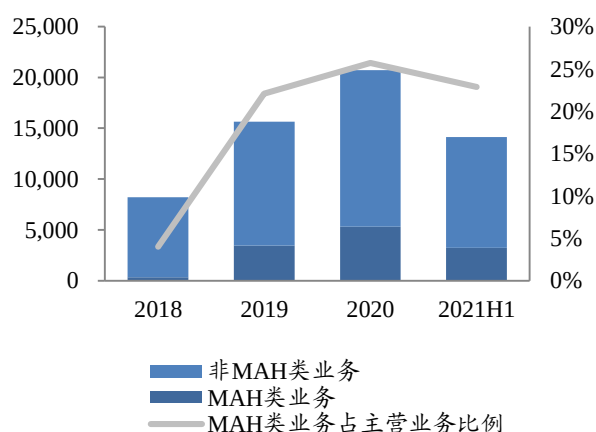
MAH 类公司需求与公司业务契合，相关收入快速增加。随着 2019 年 MAH 制度落地，2020 年 MAH 制度明朗化，各 CRO 公司 MAH 的相关收入快速增加，以和泽医药为例，和泽医药 2018-2020 年 MAH 类业务收入分别为 0.00 万元、1,262.29 万元、4,977.48 万元，客户数量分别为 0 家、2 家、18 家。MAH 制度落地后，百诚医药客户群体除原有的大中型制药企业外，还有新兴的药品研发投资企业包括温岭创新医药、西洲医药、广州世济医药等，且这些来自于医药研发投资企业客户金额和数量呈现逐年上升趋势。公司 2018-2020 年 MAH 类业务收入分别为 329.35 万元、3,452.14 万元、5,324.14 万元，客户数量分别为 7 家、15 家、25 家。公司凭借成熟的研发能力和较高的药品申报通过率不断吸引更多 MAH 类客户，同时，MAH 类客户丰富的销售渠道和较强的市场敏感度有望为公司带来更多销售分成，进一步增加利润空间。

图 13: 百诚医药和和泽医药 MAH 类收入及客户数



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 14: 百诚医药 MAH 类收入（万元）及占比



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

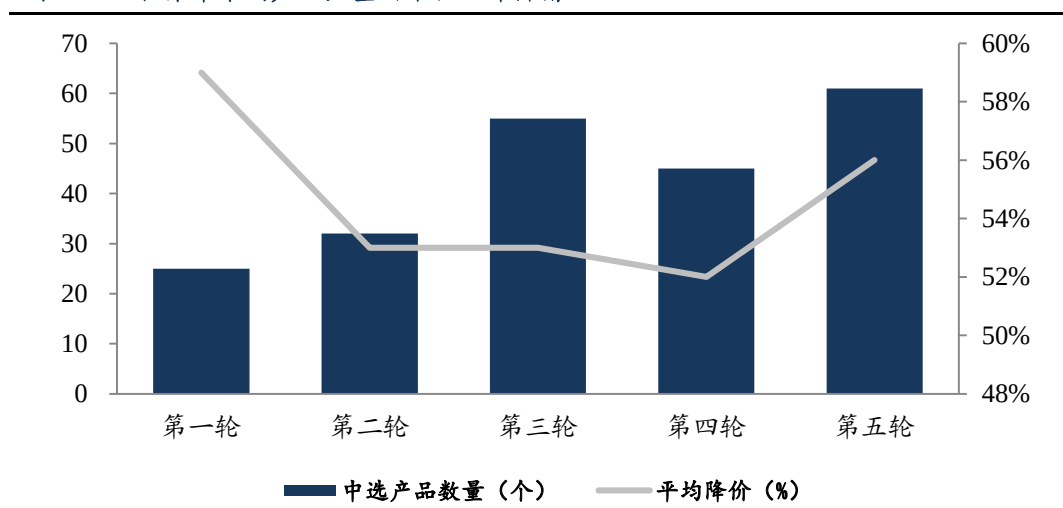
2.3. 药品“集采”常态化，仿制药 CRO 赛道景气初显

集采引导仿制药行业产品结构升级，倒逼医药制造企业加大研发投入规模和降低研

发成本，促进 CRO 行业的迅速发展。受国家集中采购中选品种销售价格大幅下降的影响，部分医药制造企业对国家集中采购中选品种研发投入积极性下降，可能会导致 CRO 行业订单量减少。但是伴随着集采的持续覆盖，仿制药的营销模式和价格体系都出现改变，同时集采政策本质是希望驱动本土化医药研发产业链资源的深度整合和提高企业创新能力，而越高质量、高端的仿制药的开发难度和资金投入越大，越需要借助 CRO 的力量。

第四批集采后降价减少，而每轮集采的中选产品数量和企业数量都在大幅提升，各家企业报价更趋理性，中选产品数从第一轮集采 25 个产品到第五轮集采 61 个产品，而平均降价从第一轮 59% 降到第四轮 52%，第五轮降价幅度略有上升至 56%，原因系注射剂占比提升，因此集采不仅能够保证用量，减少销售费用，企业仍然有利润空间，从长期来看，中标企业在市场份额提升的同时，还能提升自己的规模效应。整体而言，在上述因素的综合作用下，集采对公司仿制药开发业务负面影响比较有限，药企开发仿制药的热情不减，受国家集中采购的影响，部分产品管线单一、实力较弱的企业且未能及时拓展产品布局，将被市场淘汰。医药制造企业为了增强抗风险能力以及提升竞争力，企业通过丰富仿制药品种储备，建立不同产品梯队或将精力聚焦于在高端仿制药和创新药，该等举措均会加大企业研发投入。集中采购推行，“原料药+制剂”一体化发展成为趋势，部分原料药供应商实现产业链向成品制剂端延伸，促进 CRO 行业发展。此外，MAH 公司投资热情上升，对产品研发有梯度规划，每年保证一定的项目投入，持续投资市场前景好的仿制药项目，公司作为“药学+临床”综合型 CRO，受托项目及自主研发项目中已有多个产品进入集采，在集采常规化的宏观环境下，未来具备充足的成长空间和潜力。

图 15：五轮集中采购产品数量（个）及降价情况



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

表 1: 公司受托药品研发服务和自主研发技术成果转化服务项目进入带量采购清单

	业务类别	公司研发药品名称
第一轮集采	受托项目	瑞舒伐他汀钙片、草酸艾司西酞普兰片、盐酸帕罗西汀片
第二轮集采	受托项目	头孢拉定胶囊、头孢氨苄胶囊、阿莫西林胶囊、甲硝唑片、聚乙二醇 4000 散、铝碳酸镁咀嚼片
	自主研发项目	氟康唑胶囊
第三轮集采	受托项目	盐酸曲美他嗪缓释片、硫酸氨基葡萄糖胶囊、盐酸氨基葡萄糖片、奥氮平口崩片、盐酸二甲双胍缓释片、盐酸二甲双胍片、来曲唑片、氯氮平片、盐酸坦索罗辛缓释胶囊、盐酸达泊西汀片、头孢克洛胶囊
	自主研发项目	奥美拉唑肠溶胶囊、非布司他片、枸橼酸托法替布片、左乙拉西坦口服溶液、左乙拉西坦注射用浓溶液、
第四轮集采	受托项目	盐酸氨溴索注射液、盐酸度洛西汀肠溶胶囊、多索茶碱注射液、诺氟沙星胶囊、缬沙坦氨氯地平片（合作）、左氧氟沙星片、头孢丙烯片、玻璃酸钠滴眼液
	自主研发项目	吸入用硫酸沙丁胺醇溶液
第五轮集采	受托项目	硫辛酸注射液、格隆溴铵注射液、注射用阿奇霉素
	自主研发项目	吸入用复方异丙托溴铵溶液、吸入用异丙托溴铵溶液、吸入用布地奈德混悬液、奥沙利铂注射液、枸橼酸氢钾钠颗粒、注射用盐酸苯达莫司汀

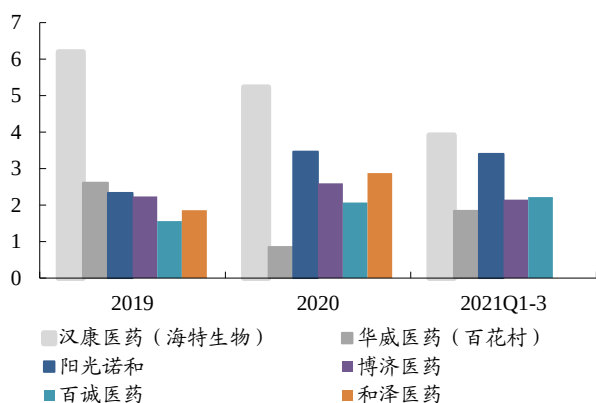
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2.4. 仿制药 CRO 竞争格局分散，公司成为中国仿制药领域 CRO 市场的先行者

国内 CRO 公司数量较多，仅少数全面综合型及细分专业型 CRO 公司业务规模较大，并远大于其他 CRO 公司。全面综合型 CRO 公司主要包括药明康德、康龙化成，主要侧重在创新药领域，兼顾仿制药，能够为客户提供创新药综合化服务。细分专业型 CRO 公司以泰格医药和美迪西为代表，主要侧重在创新药领域，兼顾仿制药。“药学+临床”综合型 CRO 公司，主要有百诚医药、博济医药、百花村（华威医药）、太龙药业（新领先）、海特生物（汉康医药）、阳光诺和、百诺医药等，主要侧重在仿制药领域，布局创新药领域。

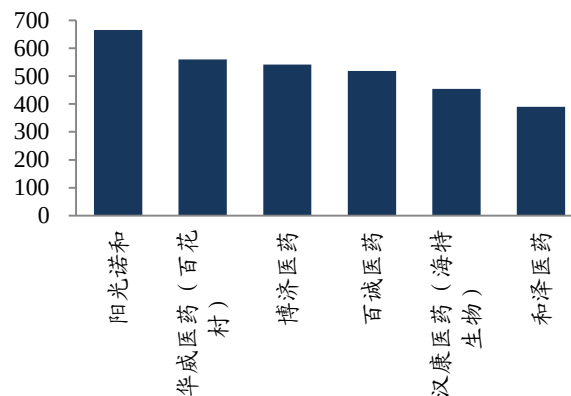
中国仿制药医药研究服务领域参与者众多、市场较为分散，未有绝对的行业领跑者，市场竞争格局尚未成型。公司凭借技术、研发经验、能力以及客户资源积累等优势，已成为中国仿制药领域 CRO 市场的先行者。公司的业务规模跟同行业“药学+临床”综合型 CRO 上市公司医药研发服务方面的收入较为接近，业绩增长速度位居行业前列在较为分散的市场竞争格局下，公司有望凭借自身优势获取更多的订单。

图 16: 国内仿制药 CRO 公司收入 (亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 17: 国内仿制药 CRO 公司研发技术人员数量 (人)



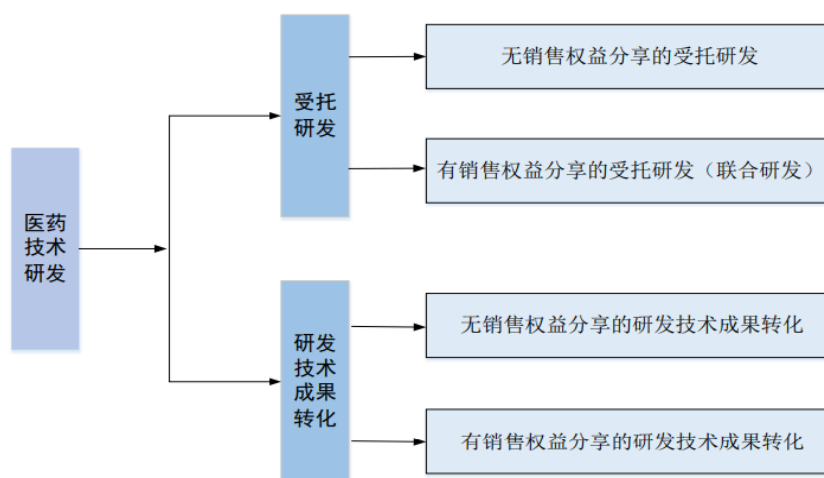
数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 和泽医药、汉康医药、博济医药数据截至 2020 年, 其余截至 2021H1

3. “受托研发服务+研发技术成果转化”双线发展, 打开高利润空间

公司现已形成以药学研究为切入点的“受托研发服务+研发技术成果转化”的双线发展战略模式, 1) 受托研发服务, 即接受各大制药企业及医药研发投资企业委托, 向其提供专业的药学研究及临床试验等一体化研发服务, 帮助其加快药物研发进度, 为产品质量提供可靠的技术保障; 2) 研发技术成果转化, 即开展自主立项, 主动进行医药技术研发并积极推进技术成果转化, 通过转让、合作的形式实现商业价值。

图 18: 公司盈利模式

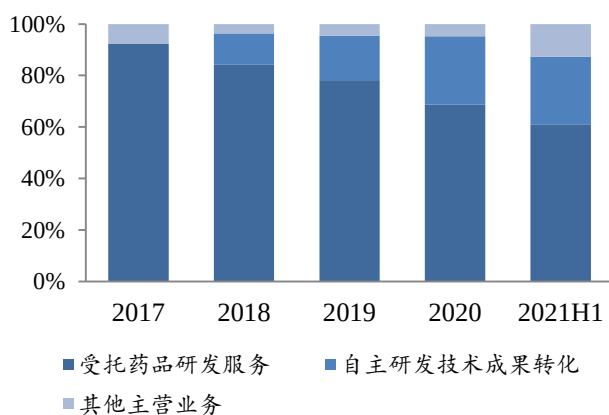


数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

从收入端看，受托研发服务收入占比较大，“其他”科目中权益分成收入增长较多。2017-2021 年上半年，受托药品服务收入占比均在 60%以上，是公司的主要收入来源之一。而自主研发技术成果转化及其他主营业务增长较快，主要系公司不断加大自主研发项目研发力度，较多的项目取得阶段性进展所致。2021 年上半年“其他”项目增加较多，占比达 13.01%，主要系公司自花园药业获得缬沙坦氨氯地平片权益分成 1262.16 万元。随着公司具有权益分享权利的品种陆续上市，预计公司权益分成收入将持续提升。

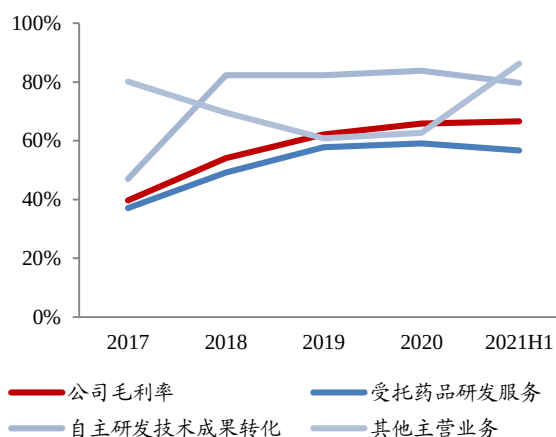
从毛利率看，自主研发项目毛利率较高，有望拉动公司整体盈利水平。自主研发项目毛利率较高，主要因为该业务在签订合同前发生的支出均计入当期研发费用，在项目取得阶段性研发成果后，根据客户的报价情况，将研发技术成果推荐给客户并接受客户委托继续完成该药品后续研发等服务；签订合同后发生的成本才计入营业成本。未来随着公司在研项目取得进展，有望进一步拉动公司整体盈利水平。

图 19：公司营业收入占比情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 20：公司毛利率情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

3.1. 受托研发服务：销售分成模式进一步增厚公司业绩

公司受托研发服务经验丰富，已成功交付百余项订单。该服务主要包括药学研究、临床试验、注册申报等一体化医药研发服务。自成立以来，公司已为 150 多家客户提供 250 余项药学研究、BE 试验或者相关一体化研发服务，自 2015 年以来，已助力客户取得 80 多项仿制药药品注册受理号，46 项仿制药药品注册批件或通过一致性评价。

表 2：公司服务项目前三家通过情况

产品名称	注册类别	行业次序
来曲唑片	一致性评价	全国首家过评
盐酸溴己新片	一致性评价	全国首家过评
硫唑嘌呤片	一致性评价	全国首家过评
吡拉西坦片	一致性评价	全国首家过评
多索茶碱注射液	一致性评价	全国首家过评

螺内酯片	一致性评价	全国首家过评
利福平胶囊	一致性评价	一个规格全国首家
头孢拉定胶囊	一致性评价	一个规格全国首家
醋酸钙片	仿制药开发	一个规格全国首家
氯氮平片	一致性评价	全国第 2 家过评
坦索罗辛缓释胶囊	一致性评价	全国第 3 家过评
缬沙坦氨氯地平片	仿制药开发	全国第 2 家过评
左氧氟沙星片	仿制药开发	全国第 3 家过评
左乙拉西坦口服溶液	仿制药开发	全国第 3 家过评

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所整理

销售分成模式为公司提高企业利润空间。公司的受托研发服务有两类盈利模式，分为无销售权益分享和有销售权益分享的受托研发。有销售权益分享也为联合研发模式，指公司与客户联合开发药物，双方按照一定的投资比例进行联合投资，药物上市后双方按照合同约定比例分享销售权益。如公司与花园药业签订的“缬沙坦氨氯地平片”项目已为公司带来丰厚收入。该药物的上市申请于 2020 年 8 月获得国家药监局批准，视同通过一致性评价，为国内第 2 家获批该产品的厂家，同时，截至 2021 年 12 月，该药物也是进入国家基本药物目录的唯一复方降压药，具有广大的群众用药基础，国内市场规模在 10 亿元以上。根据约定，公司享有该品种上市后部分销售权益，2021 年 H1，公司自花园药业获得缬沙坦氨氯地平片权益分成 1,262.16 万元。

充裕的联合投资项目有望进一步增厚企业业绩。目前，公司与花园药业、安徽长江药业及浙江奥托康等公司合作开发多个仿制药项目，合作模式方面均采取联合投资的方式，并在最终与合作单位共同享有成果。随着合作品种的陆续上市销售，将会进一步增厚公司的业绩。

表 3：公司部分合作研发项目情况

合作单位	签署时间	合作项目	目前进展	合作模式	成果归属
花园药业	2016.03	缬沙坦氨氯地平片	已获批上市	联合投资	共同享有
	2012.12	草酸艾司西酞普兰片	已获批上市	联合投资	共同享有
	2016.01	氨氯地平阿托伐他汀钙片	已完成一个规格申报	联合投资	共同享有
	2016.01	多巴丝肼片	BE 试验进行中	联合投资	共同享有
长江药业	2019.09	呋塞米注射液	中试	联合投资	共同享有
奥托康制药	2017.08	硫唑嘌呤片	已获批上市	联合投资	共同享有

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

3.2. 研发技术成果转化：自主立项项目储备丰富，奠定高增基础

研发技术成果转化模式可提高客户研发效率，同时使公司获得更高溢价，实现公司于客户共融共享。公司研发技术成果转化业务为公司针对部分药物品种先行自主立项研发，在取得阶段性技术研发成果后，公司根据市场需求及发展规划向客户推荐，推荐成功后客户委托公司在前期研发成果的基础上继续进行后续研发以缩短整个研发周期，同时向公司支付更高的溢价，由此实现公司的盈利。所以，该模式大大缩短了客户对该药品的研发周期，确保研发的效率及质量，进一步增强客户粘性；同时公司也可获得更高的溢价，实现更大价值，达到公司和客户共融共享。

公司自主立项项目储备丰富，有望进一步提高公司整体盈利水平。截至 2021 年 6 月 30 日，公司已自主立项超过 100 个药物品种，适应症涵盖呼吸、消化、感染、肿瘤、精神神经、心血管等市场需求较大的多类疾病领域，项目储备丰富。同时，研发技术成果转化业务毛利率水平较高，随着公司自主立项项目日益推进，有望进一步提升公司整体盈利水平。

表 4：公司自主研发项目（仿制药类）在研进展

研发项目	适应症	注册类别	研发进展
氟康唑胶囊	全身性念珠菌病、隐球菌病、粘膜念珠菌病、急性或复发性阴道念珠菌病、皮肤真菌病等	仿制药一致性评价	已获批
米诺地尔溶液	治疗男性型秃发及斑秃	新 4 类	稳定性考察，2021 年底提出申报，已技术转化
地夸磷索钠滴眼液	滴眼液治疗干眼病	新 4 类	完成中试阶段
奥美拉唑肠溶胶囊	胃溃疡、十二指肠溃疡、应激性溃疡、反流性食管炎和卓艾综合征	仿制药一致性评价	稳定性研究，已技术转化
左乙拉西坦缓释片	癫痫	新 4 类	待验证生产
氨溴特罗口服溶液	急慢性呼吸道疾病引起的咳嗽、痰液粘稠、排痰困难、喘息等	新 3 类	稳定性考察
奥沙利铂注射液	经氟尿嘧啶治疗失败后的结直肠癌转移的患者	新 4 类	待中试放大
卡左双多巴缓释片	帕金森病，脑炎后帕金森病和可能伴随一氧化碳中毒或锰中毒的症状性帕金森病	新 4 类	待验证生产，已技术转化

妥洛特罗贴剂	缓解支气管哮喘、急性支气管炎、慢性支气管炎、肺气肿等气道阻塞性疾病所致的呼吸困难等症状	新 4 类	待中试放大
洛索洛芬钠贴剂	骨关节炎、肌肉痛、外伤导致肿胀疼痛的消炎和镇痛	新 4 类	待中试放大，已技术转化
乙酰半胱氨酸泡腾片	用于治疗分泌大量浓稠痰液的慢性阻塞性肺病，慢性支气管炎、肺气肿等慢性呼吸系统感染	新 4 类	待中试放大

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

研发成果居行业前列。持续的研发投入为公司带来丰富研发成果，截至 2021 年 6 月 30 日，公司有效在审专利共 30 项，已获授权专利 11 项，接近行业专利储备平均水平 45 项。公司已为 150 多家客户提供 250 余项药学研究、BE 试验或者相关一体化研发服务，2015 年以来公司自主立项研发项目已超 100 项，已助力客户取得 80 多项仿制药药品注册受理号，46 项仿制药药品注册批件或通过一致性评价，其中有 14 项为国内前三家通过，并且有 9 项为全国首家通过一致性评价或者获取注册批件。同行业公司阳光诺和在 2021 年 4 月披露其首家通过一致性评价或者获取注册批件的数量为 6 项，百诚医药已处于行业前列位置。我们认为持续增长的研发投入为公司技术创新能力的提升提供了有力保障，提高药品研发的质量与效率，利于树立良好行业口碑。

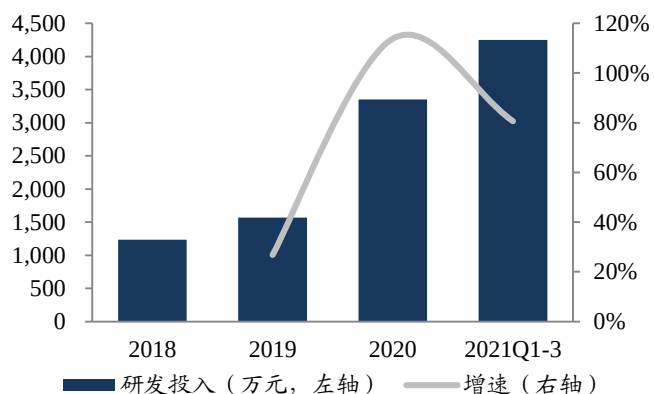
4. 高研发投入与 CDMO 业务布局奠定高速发展基调

4.1. 研发投入高于同行，成果居行业前列

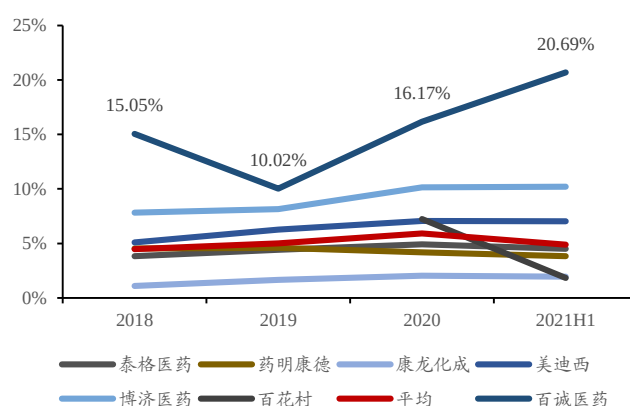
公司研发投入显著高于可比公司。公司历来重视研发工作，为了拓宽业务范围、全面提升服务客户的能力，公司研发投入持续加大，2021 年前三季度公司研发投入 4248.97 万元，同比增长 80.6%，占当期总营收的比例达 19.1%，我们预计 2021 年全年研发投入将超 7000 万元。2020 年以来研发费用率大幅增加系公司综合考虑药品的疾病领域、技术壁垒、开发时间、市场前景与费用等多个因素，选择了百余项药物品种先行自主研发。与药明康德、康龙化成等（以创新药为主，兼顾仿制药）和阳光诺和、博济医药等（以仿制药为主，创新药为辅）企业相比，百诚医药研发费用率显著高于可比公司。

图 21：百诚医药研发投入及增速

图 22：百诚医药与可比公司研发费用率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

4.2. 充分利用核心技术，布局高端制剂与创新药领域

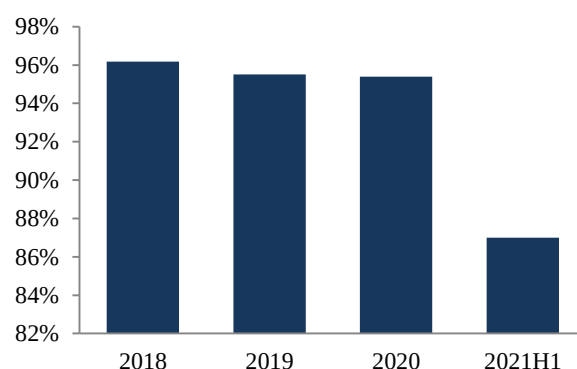
核心技术平台贡献公司主要营收。目前公司已搭建了创新药研发、仿制药及一致性评价药学研究、BE/PK 研究、包材相容性研究等核心技术平台，具有自主知识产权，能够为客户提供药学研究、临床试验等综合化服务，缩短医药研发周期，提高研发质量和销量，增强公司核心竞争力。2018-2020 年公司核心技术服务与产品占公司主营业务收入的比例超过 90%，显示了将核心技术进行成果转化的优秀能力。

图 23: 百诚医药核心技术平台



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图 24: 百诚医药核心技术贡献营收占比



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

深入布局高端制剂。高端制剂主要指的是通过特别的载体或者手段，将药物分散在结构特殊的体系中，从而不同于传统给药机制的药品，可以达到改变释放速度、实现准确给药、减少给药频率等目的。高端制剂进入壁垒高，研发工艺具备一定的探索难度、竞品较少，具有明显的研发经济学优势。在集采的带动下，普通制剂竞争压力加大，利润被进一步挤压，药企向高技术、高壁垒的高端制剂转移是行业的趋势。公司已经提前

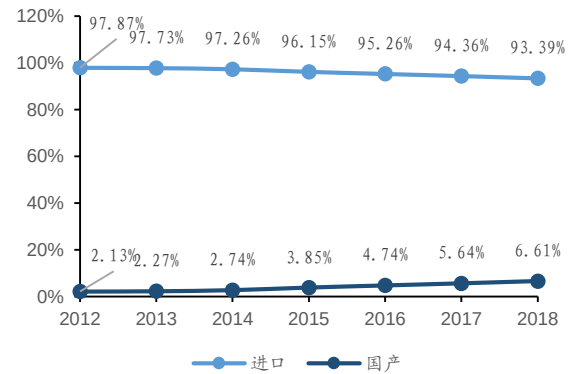
布局吸入制剂、透皮制剂、缓控释制剂、细粒剂等高端制剂领域。

图 25: 百诚医药高端制剂布局



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 26: 中国样本医院哮喘与 COPD 吸入剂型国内外占比



数据来源：PDB，东吴证券研究所

以吸入制剂为例,由于可以直达病灶,呼吸科疾病例如哮喘、慢性阻塞性肺病(COPD)等主要采用吸入剂治疗。根据中国成人肺部健康研究(CPHS)2018年调查数据显示,我国20岁及以上成人的慢阻肺患病率为8.6%,40岁以上则高达13.7%,我国慢阻肺患者人数近1亿,随着中国及全球的老龄化,患病人数将进一步增加。2018年中国吸入制剂样本医院销售额36.26亿元,2012-2018年CAGR为14.3%。但市场长期为国外垄断,国内样本医院哮喘与COPD吸入剂型2018年国产占比仅为6.61%,具有较大的国产替代空间。百诚医药在国内众多CRO企业中率先进入吸入制剂研发领域,已经成功开发出一系列吸入溶液制剂的成熟处方与工艺,共申请了发明专利10项。成熟技艺与提前布局利于公司发挥核心优势,吸引更多客户。

充分利用技术优势,自主研发创新药。为了充分利用公司药物发现与药物研究的优势,百诚医药积极推动创新药布局,研发团队核心成员具有十余年技术经验积累,主要围绕成熟靶点 fast follow on 产品和全新靶点 first in class 产品两个战略维度布局。截至2021年H1,公司创新药受托研发服务已经开始产生收入,此外,共有5个自主研发的创新药品种,均属1类新药,药品适应症领域主要为神经病理性疼痛、肿瘤、非酒精性脂肪肝等,具有广阔市场前景。

根据公司招股说明书,神经病理性疼痛国内发病率约3.3-8.2%,影响约9000万国人,其归属的抗癫痫药物国内市场从2016年的28亿元增长至2019年的45亿元,CAGR达17.13%,市场扩容迅速;肿瘤领域2018年全球新增约1810万例癌症病例及960万例死亡病例,我们预计2023年全球肿瘤开支将达1400-1500亿美元。2019年中国城市公立和县级公立医疗机构终端抗肿瘤药物的市场规模达964亿元,临床需求庞大;非酒精性脂肪肝领域,全球非酒精性脂肪肝炎发病率达3%-5%,我们预计2030年前将超过乙型病毒性肝炎,潜在市场规模高达400亿美元,2016年中国肝病用药总体规模已超

480 亿元，增长率为 8.5%。

图 27：百诚医药创新药布局与研发进展

#	代号	靶点	候选药物发现		临床前研究		IND	临床研究			NDA
			先导发现	化合物优化	CMC	非临床		I	II	III	
1	BIOS-0618	组胺H3	■	■	■	■	■	■	■	■	神经病理性疼痛
2	BIOS-0619	CDK4/6	■	■	■	■	■	■	■	■	脑胶质瘤、乳腺癌
3	BIOS-0620	PI3K	■	■	■	■	■	■	■	■	肿瘤
4	BIOS-0621	PPARα/δ	■	■	■	■	■	■	■	■	非酒精性脂肪肝(NASH)
5	BIOS-0622	PI3K	■	■	■	■	■	■	■	■	慢阻肺(COPD)

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

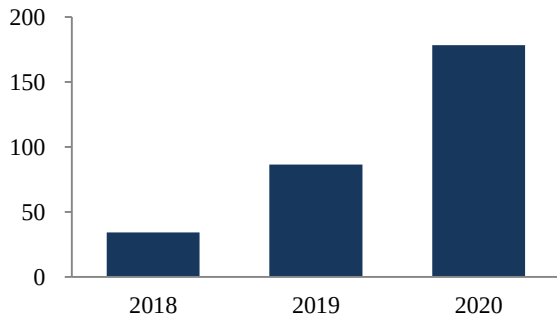
公司在创新药方向的布局均为较大品种，其中神经病理性疼痛领域的 BIOS-0618 项目 IND 申请已获批。为分担创新药研发风险，公司亦可在临床 I、II 期转让部分或全部权益。外加杭州市政府对创新药研发的支持，按临床试验的不同阶段，单个品种最高分别获得 600、1200、3000 万元资金支持，创新药领域的布局将为公司带来额外业务增量。

4.3. 募投项目夯实竞争力，CDMO 布局推动业绩放量

募投资金将进一步夯实公司竞争力。公司 IPO 计划募集 6.51 亿元，用于建立总部及研发中心，更好地适应公司业务和行业快速发展趋势；通过引进更为先进的医药研发试验设备及软件系统，为公司业务扩大及技术创新提供软硬件支持，吸引及培养更优秀的专业人才；从药物技术、检测技术、医疗器械技术、中药及天然药物技术、医药信息化技术等平台进行完善建设，为客户提供更高难度、更高附加值及综合性医药研发服务。

赛默金西项目利好公司成果转化。公司自筹资金赛默金西项目将建立药品中试放大生产厂房。公司目前缺乏药品研发用的中试生产车间、三批验证生产车间，相关业务均需向外委托；且公司客户中存在较多药品研发投资企业，该类客户无生产车间，所有项目均需委托外部生产企业，满足排产需求的生产企业较少，阻碍了百诚医药自主研发项目与药品投资企业类客户委托项目的研发进度。因而公司自建生产车间具有必要性。因为能够满足百诚医药排产及药品核查需求的外部企业较少，且公司已经开始着手建设生产车间，所以公司仅有少量自主研发技术成果转化项目委托外部企业进行中试放大及三批工艺验证，开支金额较小，但是需求迅速增长的趋势已经显现，2018-2020 年度进行放大生产的项目分别为 1、2、10 个。此外，公司所处阶段越成熟的自主项目后续研发周期越短，研发风险越小，越容易获得客户的认可并愿意支付更高的溢价。赛默金西项目的建设预计将提高公司自主项目的附加值。

图 28：公司中试放大及三批工艺验证委托开支金额（万元）



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 29：公司项目不同研发阶段溢价系数

项目阶段	对应溢价系数
立项阶段	1.00
实验室研究完成阶段	1.25
完成中试放大	1.50
完成三批工艺验证	2.00
审评审批阶段	2.50 以上

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

赛默金西项目分两期建设,每期建设期约 24 个月。2021 年 9 月已经完成一期建设。未来项目建成后,大量处于等待中试放大和三批工艺验证的自主研发项目可以按进度排产。根据公司计划,2021 年拟完成约 20 个自主项目的放大生产,2022 年已列入 35 个项目。此外公司亦可接受药品研发投资企业客户委托,根据项目数量预测赛默 2022-2024 年中试放大与三批工艺验证项目带来的营收分别为 1550、1922、2666 万元。

表 5：赛默 2022-2024 年中试放大与三批工艺验证项目数量（个）及预计营收（万元）

项目	加工费单价 (万元/个)	2022 年			2023 年			2024 年		
		项目个数 (个)	其中: 自研项目 (个)	预计收入 (万元)	项目个数 (个)	其中: 自研项目 (个)	预计收入 (万元)	项目个数 (个)	其中: 自研项目 (个)	预计收入 (万元)
原料中试放大	20	13	10	260	16	11	320	22	14	440
原料工艺验证	20	9	7	540	11	8	660	15	10	900
制剂中试放大	6	32	26	192	40	28	240	56	37	336
制剂三批验证	6	31	25	558	39	27	702	55	36	990
合计		1550			1922			2666		

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

CDMO 业务拓展为公司带来长期增量。赛默金西项目建成后公司将具备接受药品研发投资类企业客户委托进行相关药品生产的能力,该项目原料药、口服固体制剂、注射剂、吸入剂与滴眼剂等产能较大,有望为公司业绩带来长期增长。

5. 盈利预测与投资评级

5.1. 关键假设

公司在手订单充足，主要是受托药品研发服务订单，由于自主研发成果转化在合同签署后即确认相应里程碑节点相关收入，其余剩余部分才计入在手订单，所以我们假设公司订单中受托药品研发服务订单占比 85%，一年内可以确认 60%，同时新接订单稳定增长，则预计 2021-2023 年受托药品研发收入为 2.2、3.9、5.2 亿元。公司自主研发项目占总收入比例在 20%左右，随着其他业务的快速增长，预计占比有所下降。

2021 年 H1 公司其他主营业务大幅增长，系缙沙坦氨氯地平片销售分成权益分成 1,262 万元，2022 年销售分成贡献全年，相应其他主营业务收入较 2021 年增加。另外，公司有多个项目均同客户达成权益分成协议，随着产品进入集采，有望长期持续带来分成收入。同时，销售分成模式的利润率高，分得为按照比例的销售收入扣除约定生产费用等的税前利润，故假设 2022-2023 年毛利率保持在 95%。

截至 2021 H1，公司 CDMO 业务已有多家客户在手订单。未来赛默金西项目建成后，大量处于等待中试放大和第三批工艺验证的自主研发项目以及受托生产项目可以按照进度排产，预计 2021-2023 年 CDMO 业务收入为 0.1、1.0、3.0 亿元。考虑到前期产能利用率低，毛利率相对较低。

表 6：收入拆分（百万元）及预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
受托药品研发服务业务	122.2	142.9	219.5	385.0	523.5
YoY	78%	17%	54%	75%	36%
毛利率	58%	59%	59%	59%	59%
自主研发业务	27.2	54.8	75.9	92.0	110.0
YoY	167%	101%	38%	21%	20%
毛利率	82%	84%	82%	85%	85%
其他主营业务	7.0	9.6	43.2	53.4	80.2
YoY	124%	36%	352%	24%	50%
毛利率	61%	63%	86%	95%	95%
CDMO/CMO 业务	-	-	10.0	100.0	300.0
毛利率			10%	18%	22%
总收入	156.4	207.3	348.6	630.4	1013.7
YoY	90%	32%	68%	81%	61%
毛利率	62%	66%	66%	59%	54%

数据来源：wind，东吴证券研究所

5.2. 盈利预测及投资评级

选择药明康德、阳光诺和以及博济医药作为可比公司。药明康德同公司所处行业相同，且是 CRO 行业的龙头，阳光诺和、博济医药均是“药学+临床”综合型企业，主要以仿制药为主，创新药为辅，同公司业务类型相近。

我们预计 2021-2023 年归母净利润分别为 1.05、1.95、3.07 亿元，增速分别 82.1%/86.1%/57.7%，2021-2023 年 P/E 估值分别为 97X、52X、33X。考虑到公司受托项目订单丰富，自主研发和销售分成模式打开利润空间，同时 CDMO/CMO 项目落地后逐步成为一体化的 CXO 公司，公司具有较大的业绩增长潜力和较强的盈利能力，同时 2022 年的估值水平低于行业平均水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值（收盘日期为 2022 年 1 月 10 日）

公司	代码	收盘价（元）	归母净利润（亿元）			P/E（倍）		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
药明康德	603259.SH	112.01	29.60	49.13	58.67	111.12	67.48	56.29
阳光诺和	688621.SH	106.05	0.72	1.07	1.49	-	78.99	57.09
博济医药	300404.SZ	14.32	0.17	0.56	0.62	147.93	66.98	60.78
平均		77.46	10.16	16.92	20.26	129.53	71.15	58.05
百诚医药	301096.SZ	93.22	0.57	1.05	1.95		96.48	51.83

数据来源：wind，东吴证券研究所

注：药明康德数据为东吴医药团队预测，其余可比公司盈利预测来自 wind 一致预期

6. 风险提示

- （1） 药物研发失败风险：受公司技术水平、实验室条件、原材料供应、客户或委托生产企业生产条件、监管政策变化等多种因素的综合影响，存在研发失败影响业绩的可能；
- （2） 市场竞争加剧的风险：行业的快速发展不断吸引新竞争者进入，加剧的市场竞争有可能对公司产生不利影响；
- （3） 仿制药一致性评价业务增速放缓或减少的风险：仿制药一致性评价从快速发展进入平稳发展期，仿制药一致性评价业务的增速预计将会放缓或者减少，公司可能面临一致性评价业务增速放缓或减少的风险；
- （4） 制药企业仿制药研发投入下降风险：国家政策等宏观环境影响下导致制药企业研发投入积极性下降的风险；

- (5) 项目执行进度不达预期风险：存在由于项目执行周期过长导致的项目管理复杂性及不确定性增加的风险；
- (6) 赛默金西项目建成后固定资产折旧增加的风险：若赛默生产车间未来实际排产及公司自主研发项目的转化情况远低于预期，则项目建成后年新增折旧费用将会对公司的经营业绩产生一定程度的不利影响；
- (7) 与战略合作医院的合作协议到期后不能续期的风险：公司预计未来能够与合作医院持续保持良好的合作关系，但仍不排除合同到期后无法续期的风险，从而对公司的临床实验服务采购价格造成一定的影响。

百诚医药三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	239	2,480	2,830	3,426	营业收入	207	349	630	1,014
现金	134	2,336	2,597	3,071	减:营业成本	71	119	256	469
应收账款	35	57	104	167	营业税金及附加	1	0	3	2
存货	4	5	11	21	营业费用	2	3	6	10
其他流动资产	67	82	118	167	管理费用	45	45	81	122
非流动资产	401	579	639	645	研发费用	34	66	113	152
长期股权投资	2	2	2	2	财务费用	0	12	-27	-29
固定资产	67	270	352	375	资产减值损失	1	0	0	0
在建工程	187	131	91	64	加:投资净收益	1	2	3	5
无形资产	62	87	97	102	其他收益	10	12	15	41
其他非流动资产	84	90	97	103	营业利润	65	117	216	333
资产总计	640	3,059	3,469	4,071	加:营业外净收支	0	0	0	0
流动负债	122	184	349	595	利润总额	65	117	216	333
短期借款	19	19	19	19	减:所得税费用	8	12	22	26
应付账款	34	33	70	129	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	69	132	260	447	归属母公司净利润	57	105	195	307
非流动负债	178	278	328	378	EBIT	65	115	171	259
长期借款	135	235	285	335	EBITDA	86	153	218	313
其他非流动负债	43	43	43	43	重要财务与估值指标				
负债合计	300	462	677	973	每股收益(元)	0.71	0.97	1.80	2.84
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	4.19	24.01	25.81	28.65
归属母公司股东权益	340	2,597	2,792	3,098	发行在外股份(百万股)	81	108	108	108
负债和股东权益	640	3,059	3,469	4,071	ROIC(%)	11.5%	3.6%	5.0%	6.9%
					ROE(%)	16.9%	4.0%	7.0%	9.9%
					毛利率(%)	65.8%	65.9%	59.3%	53.7%
					销售净利率(%)	27.7%	30.0%	30.9%	30.3%
					资产负债率(%)	46.8%	15.1%	19.5%	23.9%
					收入增长率(%)	32.5%	68.2%	80.9%	60.8%
					净利润增长率(%)	29.3%	82.1%	86.1%	57.7%
					P/E	-	96.48	51.83	32.86
					P/B	-	3.88	3.61	3.25
					EV/EBITDA	0.24	52.26	35.76	23.50
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	54	199	335	504					
投资活动现金流	-256	-235	-103	-56					
筹资活动现金流	145	2,238	30	27					
现金净增加额	-56	2,202	261	474					
折旧和摊销	22	38	47	55					
资本开支	-255	-210	-100	-55					
营运资本变动	-23	43	77	124					

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>