

百诚医药 (301096.SZ) 买入 (首次评级)

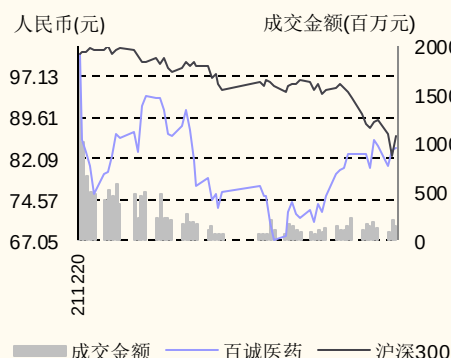
公司深度研究

市场价格 (人民币): 84.03 元

目标价格 (人民币): 99.88 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	1.08
已上市流通 A 股(亿股)	0.25
总市值(亿元)	90.89
年内股价最高最低(元)	101.08/67.05
沪深 300 指数	4156
创业板指	2635



受托研发+成果转化, CRO 新星高成长

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	207	374	624	1,002	1,556
营业收入增长率	32.50%	80.61%	66.75%	60.55%	55.26%
归母净利润(百万元)	57	111	188	305	464
归母净利润增长率	29.29%	93.52%	69.33%	62.05%	52.25%
摊薄每股收益(元)	N/A	1.027	1.739	2.818	4.291
每股经营性现金流净额	N/A	1.22	3.17	4.42	6.41
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.87%	4.79%	7.57%	11.01%	14.46%
P/E	N/A	N/A	48.32	29.82	19.58
P/B	N/A	N/A	3.66	3.28	2.83

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **全球 CRO 行业市场规模不断扩容, 国内政策利好迎来黄金发展期。**由于药物研发成本不断提升, 外包可以降本增效, 因此全球 CRO (医药研发外包) 渗透率不断提升, 市场规模不断扩容, 预计 2023 年全球 CRO 市场规模达到 952 亿美元, 复合年增长率为 10.3%。同时, 中国利好政策密集出台, 促进中国 CRO 行业保持高速增长, 预计 2023 年中国 CRO 市场规模将增长到 214 亿美元。
- **一致性评价与 MAH 制度共振, 我国仿制药 CRO 行业高景气。**目前, 仿制药仍然是我国医药市场的主导力量, 4000 多家原料药和制剂生产企业中 90% 都是仿制药企业, 近 17 万个药品批号中 95% 以上都是仿制药。此外, 仿制药一致性评价与 MAH (上市许可持有人) 制度的出台, 极大地激发了众多中小医药投资企业仿制药研发热情, 促进仿制药 CRO 行业不断扩容。
- **受托研发+成果转化双线发展, 新签订单饱满保证业绩高增长。**百诚医药是一家以药学研究为核心的 CRO 企业, 采取“受托研发服务+研发技术成果转化”双线发展战略, 业务涵盖药物发现、药学研究、临床研究、注册申请等药物研发主要环节。2021 年公司实现营业收入 3.74 亿元, 同比增长 80.61%, 归母净利润 1.11 亿元, 同比增长 93.52%, 新签订单 8.08 亿元, 同比增长约 165%, 在手订单为 8.93 亿元, 新签及在手订单饱满, 为未来业绩的高增长奠定基础。
- **募投项目加大研发产能布局, 不断提升核心竞争力。**本次公司 IPO 募集 6.51 亿元, 扣除发行费用后将主要用于投资“杭州百诚医药科技股份有限公司总部及研发中心项目”。项目建成后, 将进一步提高公司的自主创新能力及扩大公司主营业务规模, 提升公司未来的发展潜力。

盈利预测与投资建议

- 我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 1.86/3.01/4.60 亿元, 同比增长 67.67%/61.67%/52.89%, 给予公司 2022 年预测归母净利润 58 倍 PE, 对应目标价 99.88 元/股, 首次覆盖, 给予“买入评级”。

风险提示

- 解禁风险, 仿制药一致性评价业务增速放缓或减少的风险, 新冠病毒疫情风险, 药物研发失败的风险, 行业监管政策风险。

王班

分析师 SAC 执业编号: S1130520110002
(8621)60870953
wang_ban@gjzq.com.cn

内容目录

百诚医药：受托研发+成果转化，冉冉升起的 CRO 新星	4
聚焦仿制药 CRO 领域，业绩实现快速增长.....	4
公司持续加大研发投入，技术平台构筑核心竞争力	5
一致性评价与 MAH 制度共振，仿制药 CRO 行业迅速扩容	6
研发外包渗透率不断提升，医药研发外包行业快速增长	6
一致性评价与 MAH 制度共振，我国仿制药 CRO 行业高景气.....	7
仿制药 CRO 竞争格局分散，百诚医药为行业龙头之一	9
受托研发服务+研发技术成果转化，两大业务模式同步发展.....	11
受托研发服务：销售分成模式独特，有望增厚利润空间	12
研发技术成果转化：自主立项项目丰富，未来盈利空间大.....	14
募投项目：加大研发产能布局，不断提升核心竞争力	17
盈利预测与估值	17
盈利预测	17
相对估值	19
风险提示	19

图表目录

图表 1：百诚医药主要业务情况.....	4
图表 2：营业总收入及增速，2013-2021（亿元）	5
图表 3：归母净利润及增速，2013-2021（亿元）	5
图表 4：公司营业收入结构，2017-2021（亿元）	5
图表 5：百诚医药与可比公司的研发费用率对比.....	6
图表 6：2014-2023 年全球 CRO 市场规模（十亿美元）	7
图表 7：2014-2023 年中国 CRO 市场规模（十亿美元）	7
图表 8：仿制药市场份额占比，2019 年.....	8
图表 9：中国仿制药市场规模（亿美元）	8
图表 10：我国 CRO 行业主要竞争者业务布局.....	10
图表 11：营业收入对比，2020-3Q2021	10
图表 12：归母净利润对比，2020-3Q2021.....	10
图表 13：毛利率对比，2016-3Q2021.....	11
图表 14：销售费用率对比，2016-3Q2021.....	11
图表 15：管理费用率对比，2016-3Q2021.....	11
图表 16：百诚医药业务模式.....	12
图表 17：公司药学研究主要覆盖范围.....	13
图表 18：单剂量给药交叉试验设计.....	14
图表 19：自主研发技术成果转化服务流程.....	15
图表 20：百诚医药创新药在研管线.....	16

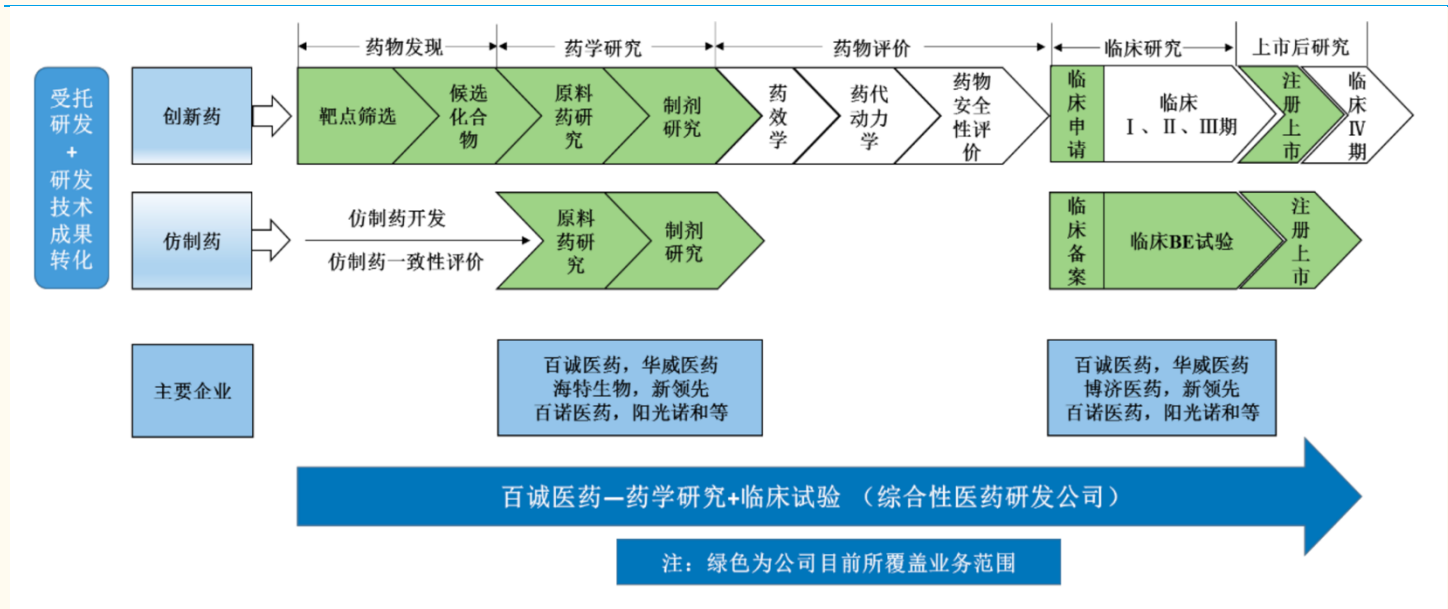
图表 21: 百诚医药募集资金投资项目概况.....	17
图表 22: 百诚医药营业收入预测/万元.....	19
图表 23: 可比公司估值表.....	19

百诚医药：受托研发+成果转化，冉冉升起的 CRO 新星

聚焦仿制药 CRO 领域，业绩实现快速增长

- 杭州百诚医药科技股份有限公司（简称“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，采取“受托研发服务+研发技术成果转化”双线发展战略，主要为各类制药企业、医药研发投资企业提供药物研发服务及研发技术成果转化。
- **业务布局全流程一体化，具备核心竞争优势。**公司业务涵盖药物发现、药学研究、临床研究、注册申请等药物研发主要环节，其中在药学研究和生物等效性试验（简称 BE 临床试验）研究服务上具有核心竞争优势。凭借对行业的深刻理解、强大的研发能力和丰富的项目开发经验，已为国内 150 多家客户提供医药研发服务；公司在强化受托研发服务竞争优势的同时，致力于走向主动引领医药技术研发的发展之路，持续加大自主研发的投入力度，实现产品开发的主导性、领先性，并积极推进研发技术成果的转化，与合作伙伴共融共享。

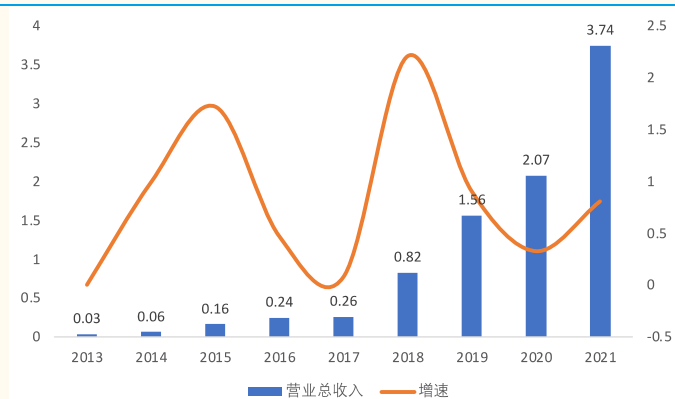
图表 1：百诚医药主要业务情况



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

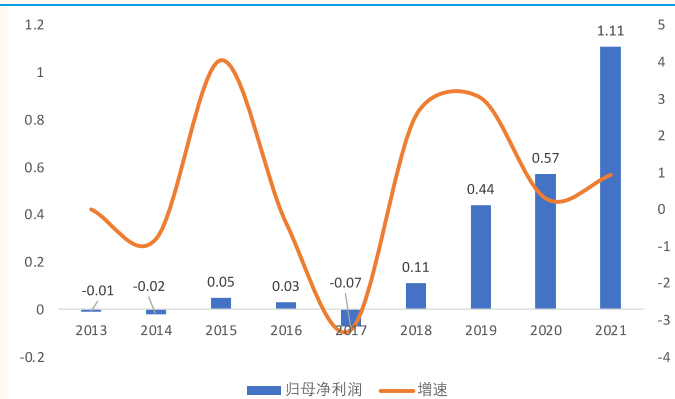
- **公司收入及利润端实现快速增长，自主研发成果转化占比不断提升。**从收入端来看，公司 2017 年营业收入仅有 0.26 亿元，2018 年为 0.82 亿元，同比增长 221%，随后一直保持较高增速，2021 年实现营收 3.74 亿元，同比增长 80.61%。从利润端来看，公司 2017 年归母净利润为负，2018 年为 0.11 亿元，随后一直保持较高增速，2021 年实现归母净利润 1.11 亿元，同比增长 93.52%，扣非后归母净利为 1.03 亿元，同比增长 87.54%，收入端和利润端均实现强劲增长。
- **新签及在手订单丰富，支撑未来业绩高增长。**2022 年 3 月 14 日，百诚医药发布 2021 年年报，2021 年新签订单 8.08 亿元，同比增长约 165%，在手订单为 8.93 亿元，新签及在手订单饱满，为未来业绩的高增长奠定基础。

图表 2: 营业总收入及增速, 2013-2021 (亿元)



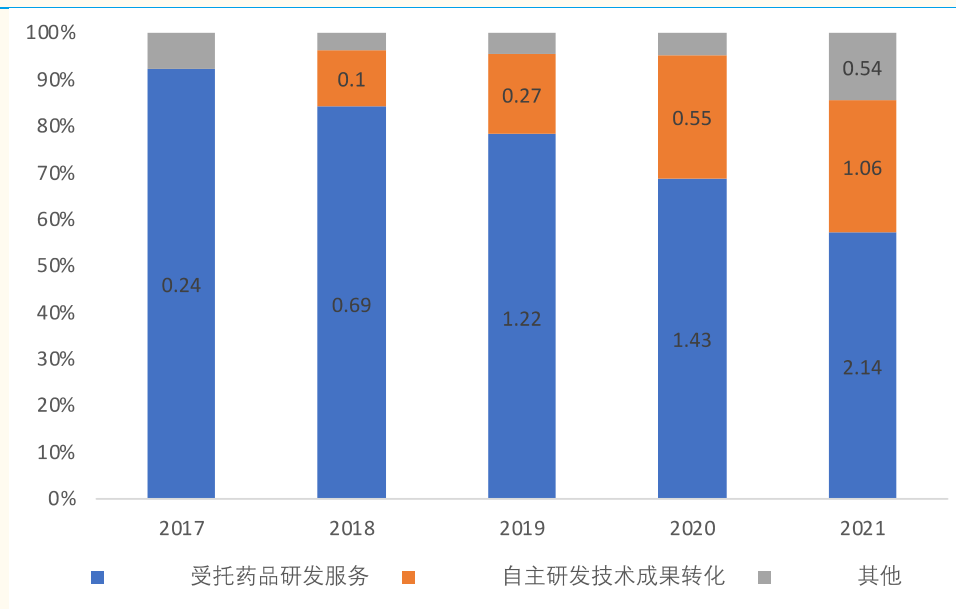
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 归母净利润及增速, 2013-2021 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 公司营业收入结构, 2017-2021 (亿元)

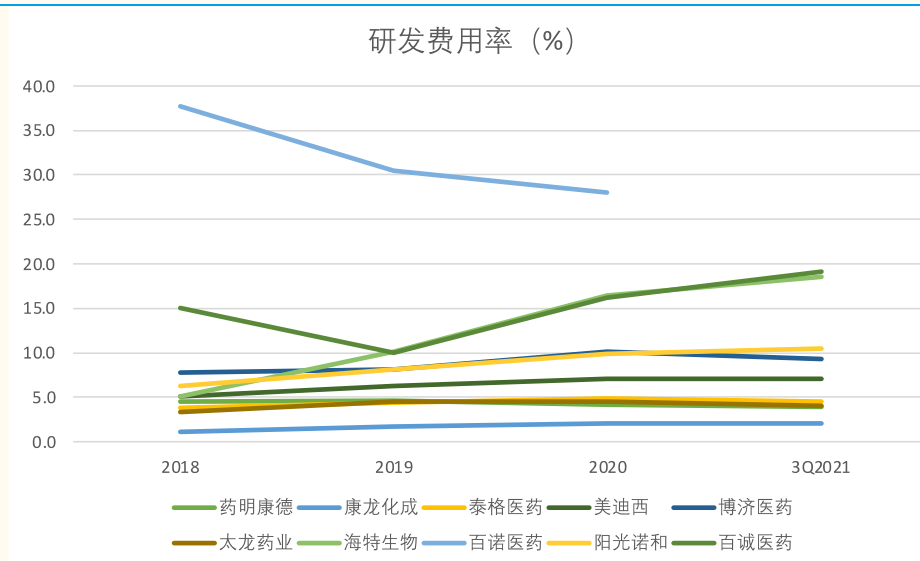


来源: Wind, 国金证券研究所

公司持续加大研发投入, 技术平台构筑核心竞争力

- 公司不断加码研发, 目前已领先同行。公司营业收入规模在同行内相对较小, 但公司坚持研发驱动的战略并不断加码研发, 目前公司的研发费用率处于同行业可比公司的中上游, 2018-2021 年, 公司研发费用率分别为 15.05%、10.02%、16.17%、20.69%和 21.68%, 研发投入的加大有助于公司不断提升核心竞争力。

图表 5：百诚医药与可比公司的研发费用率对比



来源：Wind，国金证券研究所

- **搭建核心研发平台，深入布局高端制剂领域。**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 18000 平方米，配备了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。经过多年的发展，公司已成为国内具有较强竞争力的医药研发企业。此外，公司依托于专业的技术研发平台和领先的研发实力，采取主动研究开发药物技术的策略，有效地掌握了医药研发的主动权。经过多年研发服务，公司具有丰富的研发经验，已经为 150 多家客户提供 250 余项药学研究服务、BE 试验以及相关一体化研发服务。

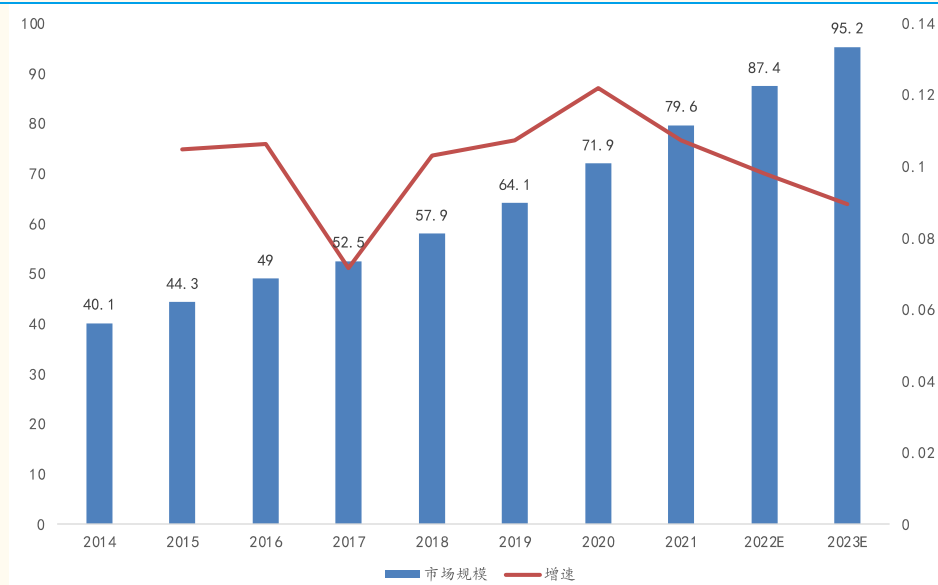
一致性评价与 MAH 制度共振，仿制药 CRO 行业迅速扩容

研发外包渗透率不断提升，医药研发外包行业快速增长

- **多重因素助力全球研发外包渗透率不断提升。**CRO 行业在国外起步较早，于 20 世纪 70 年代起源于美国。近些年来全球研发外包渗透率不断提升，根据弗若斯特沙利文和 Evaluate Pharma 的统计测算，2018 年 CRO 行业渗透率较 2013 年前提升了 5.1 个百分点。全球 CRO 行业渗透率未来 5 年有望继续实现每年 2 个百分点左右的增长，在 2022 年达到 37.50%。主要驱动因素有：1) 药物研发成本不断提升，外包可以降本增效。由于开发新药的复杂程度不断加大，试验成本的增加以及监管法规的日趋严格，新药研发成本不断上升，其平均成本在 1970-1980 年间只有不到 2 亿美元，近几年来已上涨至超过 25 亿美元。跨国药企将部分研发工作向新兴市场 CRO 企业外包，可以获得低成本的人力资源优势，减少高额研发成本的压力。2) CRO 具备专业化、高效率的优势。新药的开发生日益呈现多学科性，理论和结构生物学、计算机和信息科学越来越多的参与到新药的研究阶段，CRO 公司可以提供专业化高效率服务，降低研发活动的复杂性，缩短研发周期，从而提高研发成功率。因此随着药物开发的成本不断提升和生物科技公司的崛起，CRO 渗透率在不断提升。
- **全球及中国 CRO 市场规模将保持良好增长态势。**根据弗若斯特沙利文数据，全球 CRO 市场规模从 2014 年的 401 亿美元增长到 2018 年的

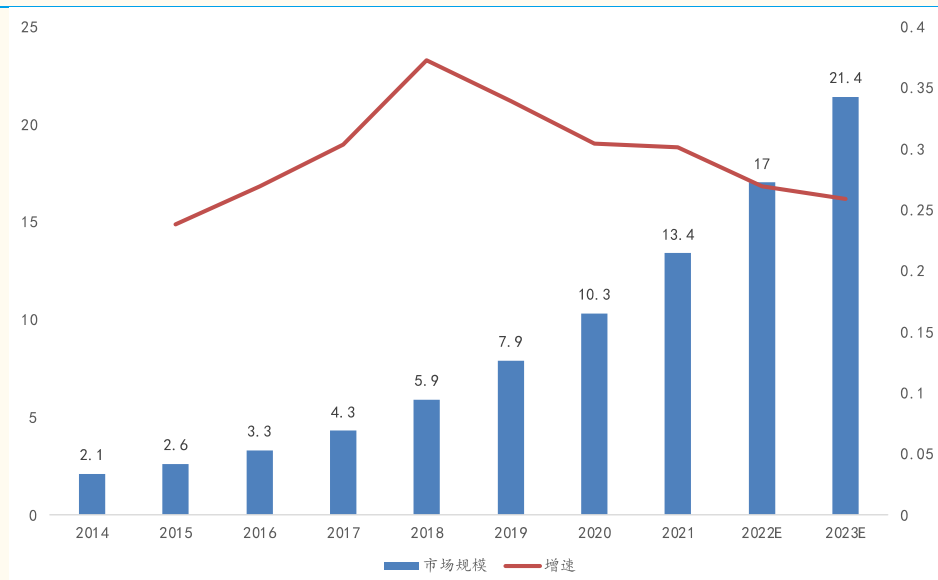
579 亿美元，复合年增长率为 9.7%；2020 年全球 CRO 行业规模达到 719 亿美元，预计到 2023 年将进一步增长到 952 亿美元，复合年增长率为 10.3%。此外，中国 CRO 市场规模也保持迅速增长的势头，从 2014 年的 21 亿美元迅速增长到 2018 年的 59 亿美元，预计 2023 年将进一步扩容至 214 亿美元。

图表 6：2014-2023 年全球 CRO 市场规模（十亿美元）



来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所

图表 7：2014-2023 年中国 CRO 市场规模（十亿美元）



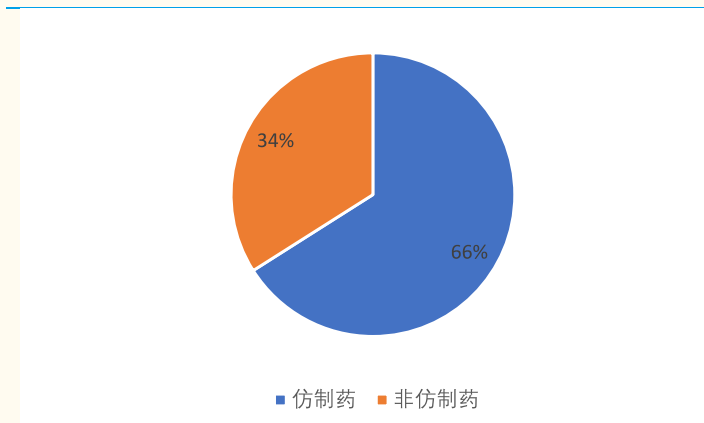
来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所

一致性评价与 MAH 制度共振，我国仿制药 CRO 行业高景气

- 专利悬崖带动仿制药行业不断增长，我国目前仍是仿制药大国。全球重磅专利新药专利到期，仿制药陆续上市造成原研药销售额大幅下降，形成“专利悬崖”。根据 Evaluate Pharma 的数据，在 2010-2024 年间，受专利到期影响的药物的销售金额合计达 5400 亿美元，而由于专利到期将造成创新药企约 3140 亿美元的销售损失，原研药企业可能选择

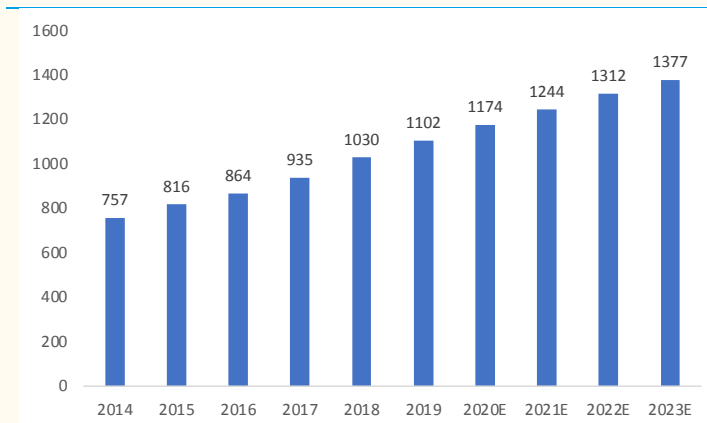
退出市场或降低产量，仿制药将迎来快速占据市场的机会。同时，全球老龄化加剧，专利药昂贵，为减轻医保支付要求，多国政府积极鼓励仿制药，仿制药有望保持持续强势增长。此外，仿制药目前仍是我国医药市场的主导力量。据国家药品监督管理局统计，截至 2017 年底，中国有 4000 多家原料药和制剂生产企业，其中 90% 都是仿制药企业。近 17 万个药品批号中，95% 以上都是仿制药。截至 2019 年，我国仿制药约占化学药市场的 66%，约占全部药品市场的 50%。根据 Frost&Sullivan，2021 年中国仿制药市场规模约为 1244 亿美元。此外，受国内慢性病患病率逐年增大，人口持续老龄化、医保控费等因素的驱动，预计未来我国仿制药市场规模仍将高速增长，2023 年我国仿制药市场规模预计可达 1377 亿美元。

图表 8：仿制药市场份额占比，2019 年



来源：中国仿制药蓝皮书，国金证券研究所

图表 9：中国仿制药市场规模（亿美元）



来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所

- **一致性评价政策出台，仿制药 CRO 订单攀升。**2016 年 3 月，国务院办公厅印发《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》，明确规定化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价。《意见》同时指出，通过一致性评价的药品品种，在医保支付方面予以适当支持，医疗机构应优先采购并在临床中优先选用。同品种药品通过一致性评价的生产企业达到 3 家以上的，在药品集中采购等方面不再选用未通过一致性评价的品种。2018 年 12 月，国家药品监督管理局发布《关于仿制药质量和疗效一致性评价有关事项的公告》，明确《国家基本药物目录（2018 年版）》已于 2018 年 11 月 1 日起施行并建立了动态调整机制，与一致性评价实现联动。通过一致性评价的品种优先纳入目录，未通过一致性评价的品种将逐步被调出目录。对纳入国家基本药物目录的品种，不再统一设置评价时限要求。化学药品新注册分类实施前批准上市的含基本药物品种在内的仿制药，自首家品种通过一致性评价后，其他药品生产企业的相同品种原则上应在 3 年内完成一致性评价。逾期未完成的，企业经评估认为属于临床必需、市场短缺品种的，可向所在地省级药品监管部门提出延期评价申请，经省级药品监管部门会同卫生行政部门组织研究认定后，可予适当延期。逾期再未完成的，不予再注册。开展仿制药质量和疗效一致性评价工作，对提升我国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性，促进医药产业升级和结构调整，增强国际竞争能力，都具有十分重要的意义。受益于仿制药一致性评价政策的利好，公司订单持续增加，药学研究及 BE 业务将维持高景气。
- **MAH 制度出台，药品上市、生产许可相分离，充分激发医药研发热情。**2015 年 8 月，国务院印发了《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》，提出开展上市许可持有人制度试点。2016 年 5 月，国务院办公厅在其官网发布了《国务院办公厅关于印发药品上市许可持有人制度试点方案的通知》，在北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、

山东、广东、四川等 10 个省（市）开展药品上市许可持有人制度（MAH 制度）试点；2020 年 3 月 30 日，国家市场监督管理总局公布《药品注册管理办法》，明确全面落实药品上市许可持有人制度。MAH 制度实现了药品的上市许可与生产许可“分离”，允许取得药品注册证书的企业（包括药品生产企业和药品研发投资企业）或者药品研制机构，有权自行或委托其他药品生产企业生产药品，并对生产、销售的药品质量承担主要法律责任。MAH 制度相对原有的药品注册与生产监管制度，更能激发药品投资热情和提高药品的创新活力。我国原有的药品注册与生产监管制度实施的是捆绑制，即药品注册申请人必须是药品生产企业，只有获得生产许可证的药品生产企业才能获得药品批准文号。研发机构研发的药品，想要生产需要自建厂房或者选择与生产企业共同持有药品批准文号，这样会导致前者投入过高、浪费资源，后者会造成知识产权与药品管理责任模糊，对产权保护和药品监管带来较高的难度。MAH 制度出台后，催生了众多中小型医药研发投资企业，积极参与药品研发投资，分享药品持证制度红利，这些企业由于团队人员精简，成本敏感性高，更追求效率和低成本，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，从而极大加速 CRO 行业的发展。

仿制药 CRO 竞争格局分散，百诚医药为行业龙头之一

- **国内 CRO 主要分两类，全面综合型与细分专业型。**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。其成立时间较早，业务综合性较强，实验室分布较广，并与国际接轨。目前，药明康德是中国规模最大、全球排名前列的小分子医药研发服务企业，技术水平和服务能力在国内处于行业领军地位；康龙化成的核心业务药物发现 CRO 服务市场份额位列中国第二位。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。其专注于药物研发的某一环节，并成为该细分领域的龙头企业。比如，泰格医药专注于临床试验环节，为国内最大的临床试验 CRO 公司；美迪西专注于临床前研究环节，为行业领先临床前研究 CRO 公司。
- **百诚医药为细分专业型 CRO，仿制药创新药双线布局。**百诚医药以仿制药为主，创新药为辅，业务集中在临床前药学研究和临床 CRO，聚焦中国本土药企创新研发需求，保持高效、高质量创新，持续赋能本土药企（CRO 类服务+品种转让及授权）。我们认为公司在其所在的细分行业中具备较强竞争力和客户口碑。

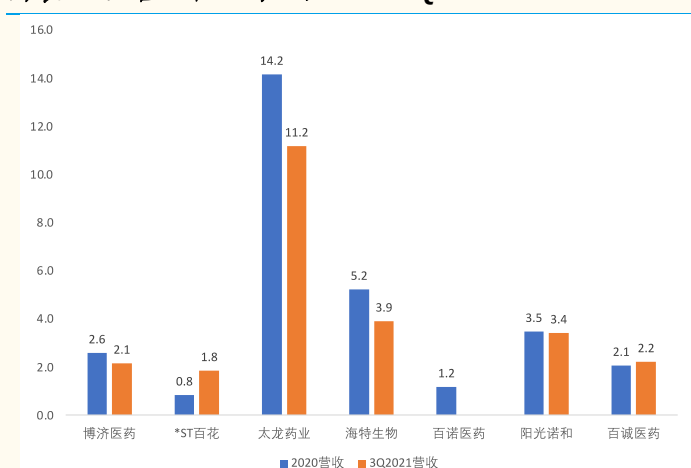
图表 10：我国 CRO 行业主要竞争者业务布局

CRO 企业类型	公司	研发服务领域	药物发现	药学研究	临床前研究	临床研究	受托生产
全面综合型	药明康德	创新药为主，兼 顾仿制药	✓	✓	✓	✓	✓
	康龙化成	创新药为主，兼 顾仿制药	✓	✓	✓	✓	✓
细分专业型	泰格医药	创新药为主，兼 顾仿制药					✓
	美迪西	创新药为主，兼 顾仿制药	✓	✓	✓		
“药学+临床” 综合型	百诚医药	以仿制药为主， 创新药为辅		✓			✓
	博济医药	以仿制药为主， 创新药为辅		✓	✓	✓	
	华威药业（百花村）	以仿制药为主， 创新药为辅		✓		✓	
	新领先（太龙药业）	以仿制药为主， 创新药为辅		✓		✓	
	汉康生物（海特生物）	以仿制药为主， 创新药为辅		✓		✓	
	阳光诺和	以仿制药为主， 创新药为辅		✓		✓	
	百诺医药	以仿制药为主， 创新药为辅		✓		✓	

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

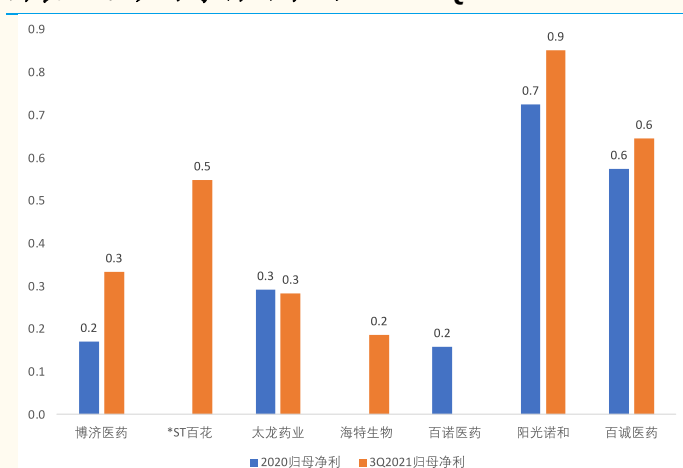
- **我国仿制药 CRO 市场格局分散，百诚医药已处于领先地位。**中国仿制药医药研究服务领域参与者众多、市场较为分散，目前整个国内市场并未存在绝对的行业领跑者，市场竞争格局尚未成型。主要企业有百诚医药、阳光诺和、博济医药、华威医药、新领先、汉康医药、百诺医药等“药学+临床”综合型 CRO，公司凭借在经验、能力以及客户资源上的积累等优势，已成为中国仿制药领域 CRO 市场的先行者。根据 Frost & Sullivan 的市场规模数据进行测算，公司 2019 年在中国药学研究 CRO 市场（CMC 市场数据）的占有率约为 1.56%，在中国临床试验阶段 CRO 市场的占有率为 0.16%。与同行其他竞争对手相比，百诚医药营业收入的规模较小。2020 年公司实现营收 2.07 亿元，扣除非经常性损益的利润为 0.55 亿元，2021 年公司实现营收 3.74 亿元，扣除非经常性损益的利润为 1.03 亿元。目前，公司处于快速发展阶段，营业收入及扣非后归母净利润均取得了快速增长。

图表 11：营业收入对比，2020-3Q2021



来源：Wind，国金证券研究所

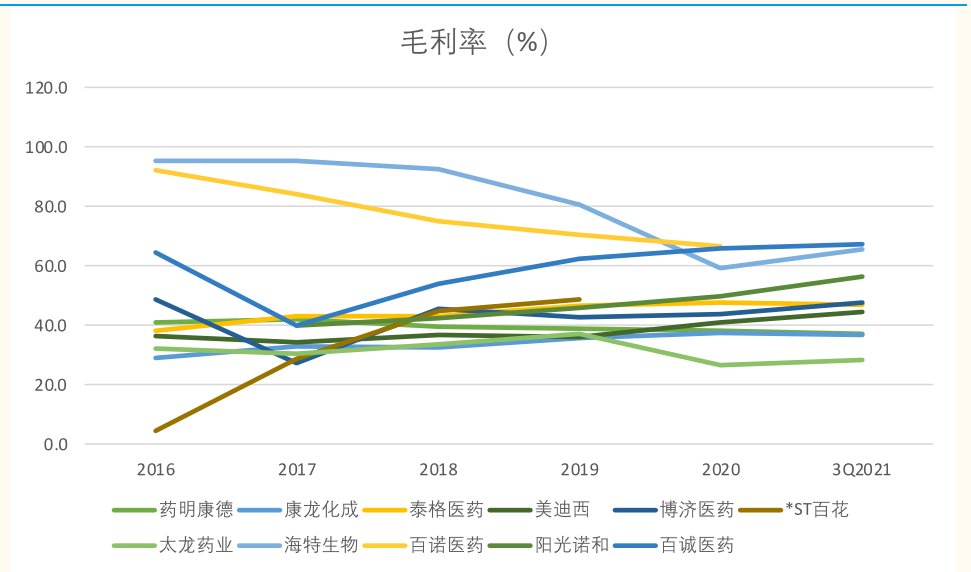
图表 12：归母净利润对比，2020-3Q2021



来源：Wind，国金证券研究所

- **销售毛利率：**百诚医药的销售毛利率处于可比公司的中上水平，体现出公司较强的盈利能力。2016-3Q2021，公司毛利率分别为 64.2%、39.7%、54.0%、62.2%、65.8%及 67.3%。

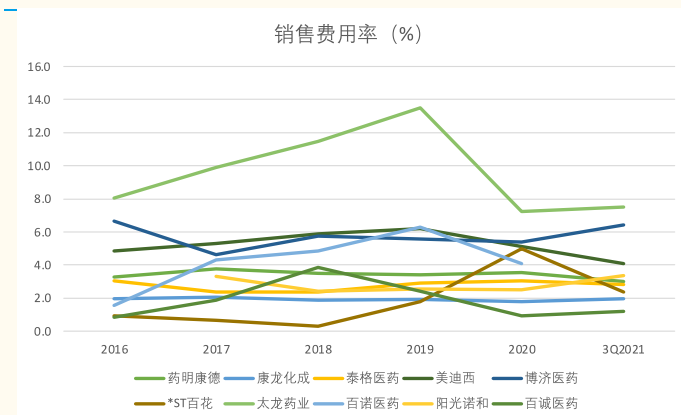
图表 13：毛利率对比，2016-3Q2021



来源：Wind，国金证券研究所

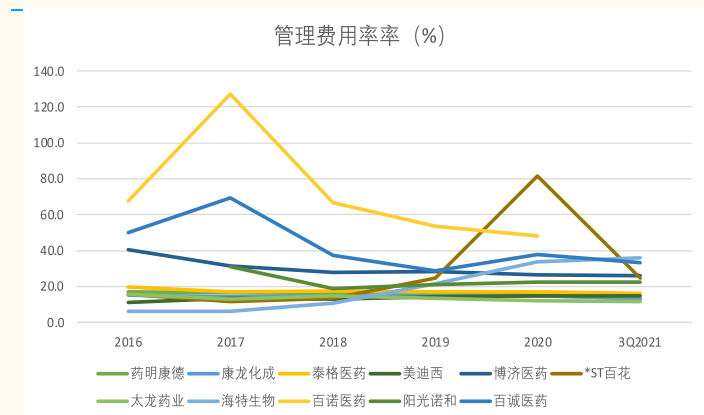
- **销售费用率与管理费用率：**百诚医药销售费用率处于同行业可比公司的中下水平，体现出公司优秀的控费能力。2016-3Q2021 年，公司的销售费用率分别为 0.9%、1.9%、3.9%、2.4%、0.9%以及 01.2%，管理费用率分别为 49.8%、69.4%、37.1%、28.7%、37.7%以及 33.2%。

图表 14：销售费用率对比，2016-3Q2021



来源：Wind，国金证券研究所

图表 15：管理费用率对比，2016-3Q2021

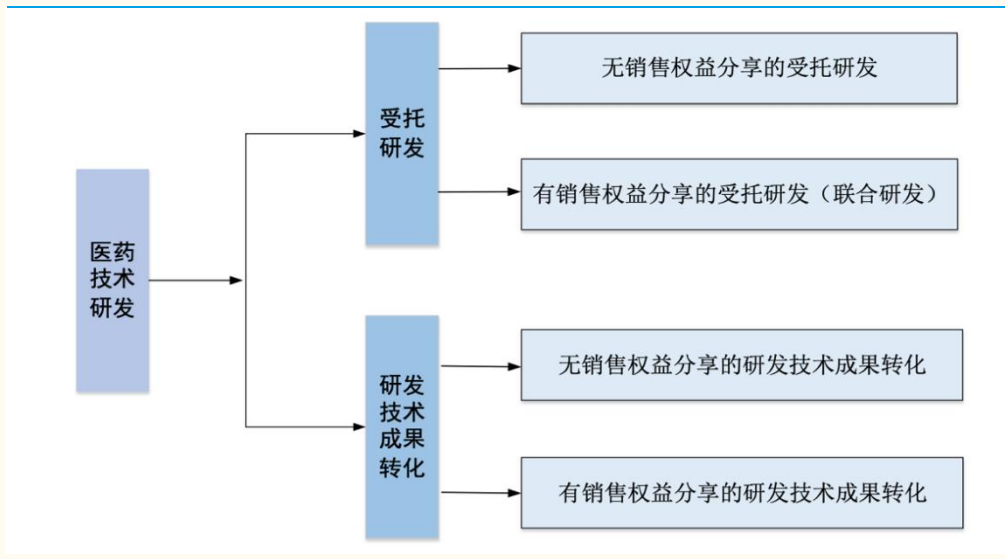


来源：Wind，国金证券研究所

受托研发服务+研发技术成果转化，两大业务模式同步发展

- 公司是一家以药学研究为核心的综合性医药技术研发企业，采取“受托研发服务+研发技术成果转化”双线发展战略，主要为各类制药企业、医药研发投资企业提供药物研发服务及研发技术成果转化。1) 受托研发服务：为各大制药企业、医药研发投资企业等提供药学研究、临床试验及注册申报等一体化医药研发服务；2) 自主研发技术成果转化：基于公司药品研发平台自主立项研发，在取得阶段性研发成果后积极推进自主研发技术成果转化，并接受客户委托继续完成该药品后续研发等服务。目前，公司的主要收入来源于仿制药领域的受托研发服务及研发技术成果转化。

图表 16：百诚医药业务模式



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

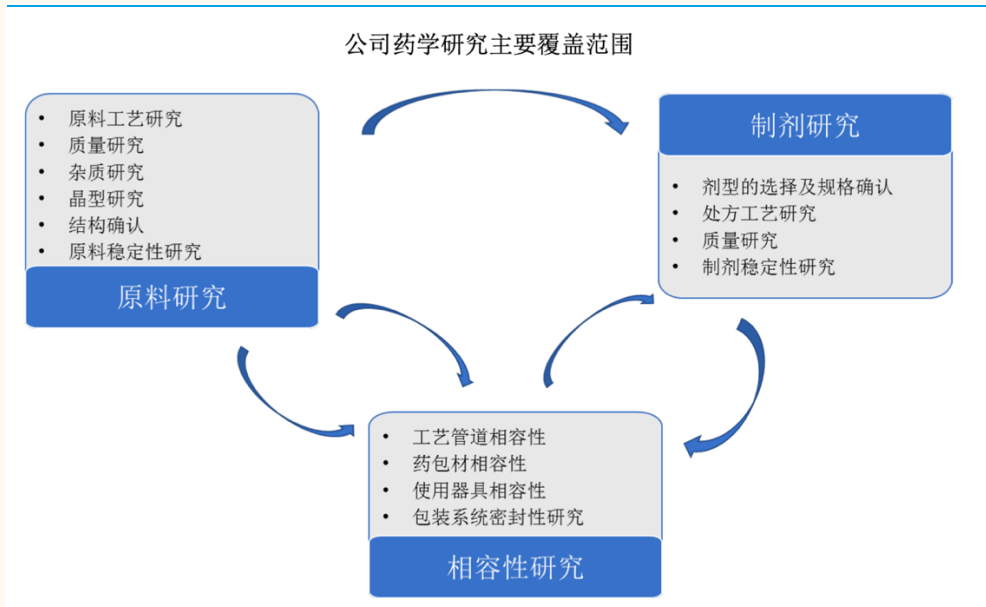
受托研发服务：销售分成模式独特，有望增厚利润空间

- 公司受托研发服务主要包括无销售权益分享的受托研发服务及有销售权益分享的受托研发服务（联合研发模式），具体服务内容主要包括药学研究、临床试验、注册申报等一体化医药研发服务。
- **无销售权益分享的受托研发服务：**公司主要通过接受国内制药企业、医药研发投资企业等客户的委托，签订药品技术开发合同，提供药品技术研发服务获取服务收入，由此实现盈利；公司不参与药品上市后销售权益的分享。例如，公司与万邦德签订“盐酸溴己新片一致性评价”项目技术开发合同，公司负责处方工艺研究、质量标准建立、稳定性考察等药学研究及公司子公司百杏生物负责该项目的 BE 试验等一体化研发服务，客户按照合同约定支付研发费用。依靠于公司强大的技术研发平台及良好的项目管理体系，公司助力客户的受托研发产品盐酸溴己新片于 2019 年 12 月 16 日通过一致性评价，系国内首家，形成了良好的市场效应。万邦德制药集团生产的盐酸溴己新片是全国医保甲类非处方药、国家基药目录品种，是临床止咳化痰类非处方药物的先头产品。公司帮助客户产品首家通过一致性评价，助力其保持持续竞争力，和客户形成共赢。
- **有销售权益分享的受托研发服务（联合研发）：**此模式为联合研发模式，是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。公司负责药物的研发工作，双方共同负责药品在制药企业工厂进行中试放大及验证生产。客户按合同约定支付公司一定的研发费用，双方按照合同约定比例分享药品上市后的销售权益。例如，公司与花园药业签订“缙沙坦氨氯地平片”联合投资研发项目，公司负责本产品的药学研究及 BE 试验一体化研究服务，花园药业负责产品工厂放大后所相关的生产、注册申报等，并支付给公司一定的研发费用，公司和花园药业按照一定的比例分享产品上市后的销售权益。依靠于公司强大的技术研发平台及良好的项目管理体系，公司助推花园药业 4 类仿制药缙沙坦氨氯地平片于 2020 年 8 月 14 日上市申请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。缙沙坦氨氯地平片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，将来会进一步增厚公司的业绩。根据国家第四轮集采公告，花园药业中标缙沙坦氨氯地平片（I）、多索茶碱注射液以及左氧氟沙星片等 3 个品种，其中缙沙坦氨氯地平片（I）为首年

采购金额最大品种，金额为 1.3 亿元。目前公司持有缬沙坦氨氯地平片（I）权益 37%，品种上市销售后，将会进一步增厚公司的业绩。

- **1) 药学研究。**公司主要提供的药学研究业务包括原料药合成工艺研究、制剂剂型的选择及规格确认、制剂处方工艺研究、质量研究、药物稳定性研究、杂质研究、包材/生产管道/使用器具相容性研究、包装系统密封性研究等。

图表 17：公司药学研究主要覆盖范围

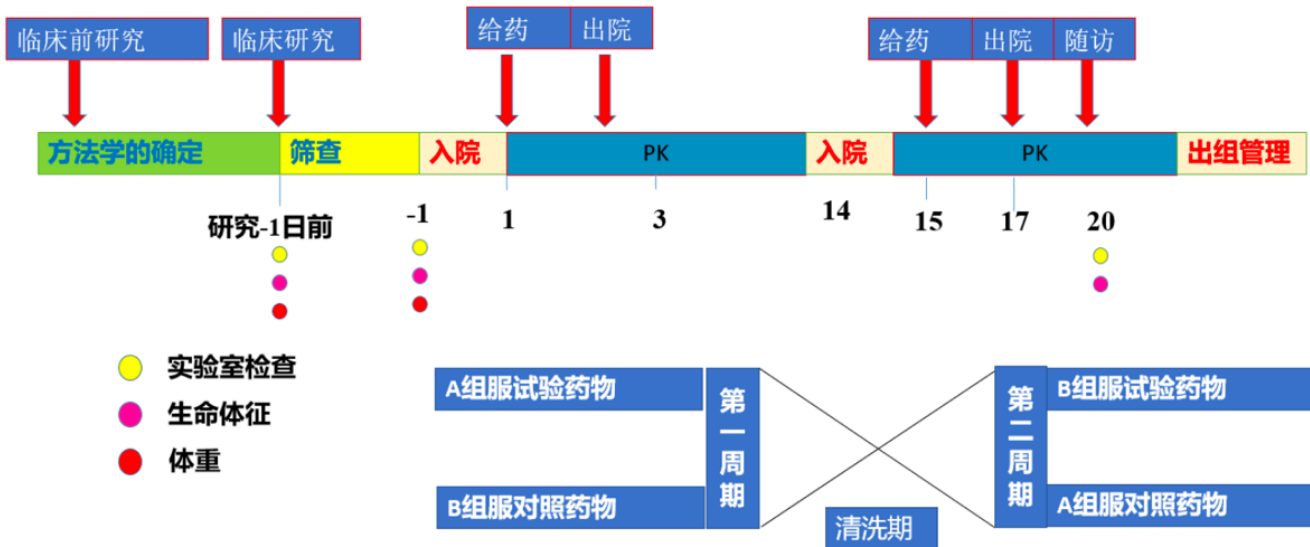


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **2) 临床试验研究服务。**目前，公司提供临床试验研究服务，包括生物等效性（BE）试验、药代动力学研究及医疗器械临床试验等临床研究服务，其中以生物等效性（BE）试验为主。公司的临床试验研究服务主要是接受申办者委托，参与制定临床试验研究方案、监查临床试验研究过程、生物样本分析、临床试验的数据管理、统计分析并协助完成临床试验研究总结报告等。目前，公司按照国家药监局的最新要求，建有 BE/PK 研究平台，主要仪器和系统均经 IQ、OQ、PQ 验证并带审计追踪功能；临床、检测及统计分别采用国际公认的 Trial One、Watson Lims 及 SAS/Win Nonlin 系统进行电子化管理，严格的质量管理体系和现场 QA 监管机制给予数据全面的合规保障。BE/PK 平台于 2016 年上半年建立，目前已拥有生物样本分析实验室，配备了研究方案撰写、临床试验现场管理、数据管理&统计等技术团队，并已与国内多家临床试验基地建立战略合作关系，可为药企提供人体 BE 和 PK 研究的整体或部分服务。目前，该平台已经完成 50 余个口服固体制剂项目的正式 BE 试验、100 余个口服固体制剂项目的预 BE 试验及 1 个创新药物的正式 PK 试验，其中 40 项正式 BE 试验已经提交注册申请，5 个项目已通过国家药监局审核查验中心组织的现场核查待批准，共有 18 个产品已获得批准。

图表 18：单剂量给药交叉试验设计

图例：单剂量给药交叉试验设计



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

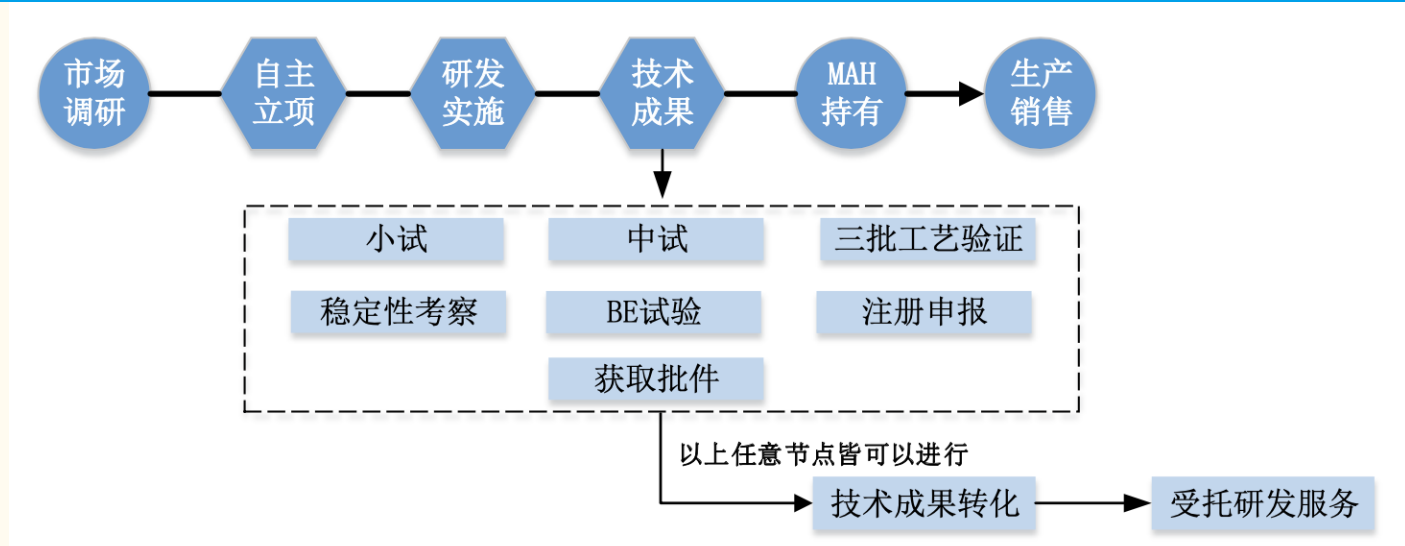
- 3) 注册申报。**公司注册申报服务一般为受托研发服务和自主研发技术成果转化业务中的一个环节，在项目通过临床 BE 研究（如需）后，公司配合客户撰写、整理申报资料，包括综述资料、药学研究资料、临床试验资料等，并向国家药品监督管理局提交药品注册申请，客户较少单独对外委托注册申报服务。公司顺应注册申报趋势，目前已引进 Cune-eCTD 注册申报系统，与国际药品注册接轨。该系统整合国家药品监督管理局所用验证标准，符合 ICH 最新规范，支持全球 40 多个国家/机构药品注册申报区域标准（US、EU、CA、JP 等）和多种申报类型并进申报（NDA、IND、ANDA 等），能满足客户国内注册及中、美、欧国内外申报需求。截至 2021 年 6 月 30 日，公司已有 80 多个项目获得国家药品监督管理局审评中心（CDE）受理审评，其中按照最新 ICHM4 通用技术文件 CTD 格式整理申报的注册申报资料已有 20 个品种，还有多个在研项目为进口药品国内注册申请和国内外同时申报，可根据客户要求提供符合 ICHM8 的 eCTD 注册申报。

研发技术成果转化：自主立项项目丰富，未来盈利空间大

- 研发技术成果模式盈利空间大。**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。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。另外，公司和客户还在部分合同中约定保留了药品上市后的销售分成权利。目前，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、心血管等市场需求巨大的多类疾病领域。
- 例如，公司和广州世济医药科技股份有限公司签订“左乙拉西坦口服溶液项目”技术成果转化服务合同，公司保留产品部分的权益，按照该产品上市后净利润的部分比例进行结算，为有销售权益的研发技术成果转化服务。公司前期经过市场调研评估从而立项，依托公司强大的技术研发平台进行自主研发，并形成了注册申报阶段的技术成果；公司根据市场需求及发展

规划向广州世济予以推荐，推荐成功后客户委托公司在前期研发成果的基础上继续完成获取药品批件前的发补等工作，极大缩短了广州世济对该品种药品研发的周期，公司同时可以获得更高的技术成果转化价值，与客户实现共融共享。另外，该品种为国内抗癫痫（EPD）重要品种，据米内网数据，2018 年中国公立医疗机构终端抗癫痫药销售额为 49.13 亿元，同比增长 18.23%，市场前景广阔。后期，随着该品种的注册申报通过及上市销售，公司还可以获取部分比例的销售收益，进一步增厚公司的业绩。2021 年 3 月 2 日，左乙拉西坦口服溶液项目已获批，该项目后续的上市销售，将进一步增厚公司的业绩。

图表 19：自主研发技术成果转化服务流程



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **公司以药学研究为核心，大力布局创新药领域。**公司是一家以药学研究为核心的综合性医药技术研发企业，依托在药学研究、临床试验领域积累的丰富经验，业务领域拓展至创新药自主研发以及部分药学受托研发服务。公司新药研发团队核心成员拥有十余年技术经验积累，目前已建立专业的创新药技术研发平台。平台围绕成熟靶点 fast follow on 产品和全新靶点 first in class 产品两个战略维度进行布局，致力于面向临床需求的重大疾病领域的创新药开发，研究领域包括：肿瘤、神经系统、呼吸系统、消化系统、免疫系统等。
- **新药研发全周期覆盖，在研管线已有 5 项。**平台着眼于创新药开发的全过程，包括：苗头化合物的发现、先导化合物的发现与优化、候选化合物的发现、临床前研究、IND 申报、I 期/II 期/III 期临床试验至 NDA 申报，研发路线清晰、研发模式成熟。目前，公司已经布局 H3、CDK4/6、PI3K、PPAR α/δ 等靶点。在研的创新药项目共 5 项，其中 BIOS-0618 已于 2 月 7 日获得临床批件，其余处于候选化合物的确立阶段。公司已申请核心化合物专利 11 项，含 3 项 PCT 发明专利申请，8 项中国发明专利申请。目前公司重点布局五个创新药在研项目，均属于 1 类新药，药品适应症领域，主要为神经病理性疼痛、肿瘤、非酒精性脂肪肝等适应症领域，市场前景广阔。

图表 20：百诚医药创新药在研管线

#	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	PPAR α/δ	■	■	■	■	■	■	■	■	非酒精性脂肪肝(NASH)
5	BIOS-0622	PI3K	■	■	■	■	■	■	■	■	慢阻肺(COPD)

来源：公司公告，公司招股说明书，国金证券研究所

- 1) 神经病理性疼痛领域 (NPP) (BIOS-0618)。**神经病理性疼痛 (NPP)，病因主要包括神经受压和创伤、代谢性疾病、癌症、感染、自身免疫性疾病和血管病等，发病率 3.3%-8.2%，约影响 9,000 万国人。据统计，糖尿病人约 36%、化疗病人约 55%、带状疱疹约 20% 发生 NPP。由于目前 NPP 适应症的药物主要归属于抗癫痫药物分类，无单独分类。根据 IQVIA 数据，全球抗癫痫药物从 2016 年 198 亿美元增长至 2018 年的 221 亿美元；中国抗癫痫药物从 2016 年 28 亿元增长至 2019 年的 45 亿元，年均增长达到 10% 以上，较全球速度快。
- 2) 肿瘤领域 (BIOS-0619、BIOS-0620)。**目前，肿瘤已经成为严重威胁人类健康的常见疾病之一。根据美国癌症学会《2018 年全球癌症统计数据》，2018 年全球新增约 1,810 万例癌症病例及 960 万例死亡案例，预计 2025 年全球新增癌症病例数约为 2100 万，2035 年将高达 2700 万，同期癌症死亡人数也将由 960 万飙升至 1500 万。全球癌症发病率的持续增长推动了抗肿瘤药物市场的快速增长根据 IQVIA 的数据，肿瘤是 2018 年全球医药支出最大的治疗领域，支出总额达 995 亿美元，2014 年至 2018 年的年均复合增长率达 13.1%，预计到 2023 年全球开支将达到 1400-1500 亿美元，年均复合增长率达 6%-9%，仍将是全球医药支出最大的治疗领域。在国内，根据国家癌症中心发布的《2019 年全国最新癌症报告》，2015 年全国恶性肿瘤新增发病例数为 392.9 万例，癌症死亡数为 233.8 万例。我国肿瘤发病率的持续增长推动抗肿瘤药物的市场规模不断增长，根据米内网的数据，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。
- 3) 非酒精性脂肪肝领域 (BIOS-0621)。**随着人们生活水平的提高，脂肪肝已成为我国多发性疾病。2016 年 12 月 2 日国家发布了《非酒精性脂肪性肝病临床路径 (2016 年版)》，旨在重视和提高临床路径诊治方案及实施效果，进一步增强对非酒精性脂肪性肝病 (NAFLD) 的认识和管理意识，全面提高国民的健康水平。根据米内网，发达国家成年人非酒精性脂肪性肝病发生率为 20%-30%，由于部分人没有足够重视，导致 NAFLD 群体中 10%-20% 的成年人罹难为非酒精性脂肪肝 (NASH)。近年来，全球非酒精性脂肪肝发病率达到 3%-5%。预测 2030 年内，NASH 将超过乙型肝炎，成为威胁人类健康的又一杀手，全球 NAFLD 潜在市场规模将高达 400 亿美元，市场规模较大。肝病属于独立的学科，国内治疗肝病的药物较多。主要由抗肝炎病毒药、保肝护肝及抗脂肪肝药物、治疗肝昏迷药物组成。数据显示，2016 年国内肝病用药总体规模已超过 480 亿元，增长率为 8.5%。

- **4) 慢阻肺领域 (BIOS-0622)。**根据米内网,中国约有近 1 亿人罹患慢阻肺,且近年来患病率逐年提高,40 岁及以上人群的患病率由 2002 年的 8.2% 上升至 2018 年的 13.7%。目前国内治疗慢阻肺的药物主要有 ICS、支气管扩张剂(支扩剂)等,慢阻肺临床治疗指南(GOLD2019)肯定了支扩剂在慢阻肺维持治疗中的基石地位,同时推荐联用 ICS 和支扩剂或三联疗法用于急性加重期。米内网数据显示,近几年来,抗哮喘及慢阻肺药在中国公立医疗机构终端的销售额逐年上涨,2016 年首次突破 200 亿元,2018 年达 258.76 亿元,同比增长 12.98%。2018 年抗哮喘及慢阻肺药在其所属大类呼吸系统药物中占据 52% 的市场份额,且占比有逐年上升的趋势,市场容量较大。

募投项目: 加大研发产能布局, 不断提升核心竞争力

- 本次公司 IPO 募集 6.51 亿元,扣除发行费用后将主要用于投资“杭州百诚医药科技股份有限公司总部及研发中心项目”。项目建成后,将进一步提高公司的自主创新能力及扩大公司主营业务规模,符合公司的发展定位。此外将不断更新公司现有核心技术,提升公司品牌价值,实现品牌升级,促进公司未来的发展潜力。

图表 21: 百诚医药募集资金投资项目概况

单位: 万元					
项目名称	投资总额	募投金额	建设周期	备案情况	环评情况
杭州百诚医药科技股份有限公司总部及研发中心项目	65,051.78	65,051.78	24 个月	项目代码: 2020-330110-73-03-128805	杭环余改备 2020-168 号
合计	65,051.78	65,051.78		-	-

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

- 我们预计 2022-2024 年百诚医药总收入分别为 6.24/10.0/15.6 亿元,分别同比增长 66.75%/60.55%/55.26%。
- **药学研究板块:** ①对于 CRO 企业而言,人员和实验室场地是重要的产能,我们预计公司研发产能(人员、场地面积)快速增长,2020 年底公司员工数量为 511 名,较 2019 年底增加 44.76%;2020 年新租赁面积为 1.42 万平方米,公司增加了实验场所,场地面积扩大,未来有望保持快速增长的趋势。②行业高景气,公司订单充裕,2021 年新签订单 8.08 亿元,同比增长约 165%,在手订单为 8.93 亿元,新签及在手订单饱满。我们预计 2022-2024 年景气度延续,新签订单整体保持较为快速的增长。因此,我们预计 2022-2024 年的药学研究板块收入分别为 3.54/6.60/11.2 亿元,分别同比增长 122%/86%/70%。此外,考虑到公司整体的竞争地位以及行业格局,以及 2022-2023 年新技术应用处于投入期,对毛利率可能有小幅影响,因此,我们预计毛利率水平整体保持平稳,但有小幅下降,2022-2024 年的毛利率分别为 58%/56%/54.5%。
- **临床 CRO 板块:** 受益于行业高景气,公司 BE 类业务快速发展,创新药大临床前景广阔,我们预计公司临床板块 2022-2024 年收入分别为 0.70/1.00/1.30 亿元,分别同比增长 30%/42%/30%。毛利率方面,考虑到仿制药一致性评价(BE)市场竞争加剧,我们预计 BE 试验有一定降价压力,对毛利率有一定负面影响;考虑到之前在手订单的报价

较高，2021H2 开始确认报价较低的订单，毛利率有一定程度下降，因此，我们预计毛利率分别为 47%/46%/44%。

- **自主研发技术成果转化：**目前公司自主研发技术成果转化业务主要集中在仿制药板块，我们保守地预计公司自主研发新增管线数量保持相对稳定，对应每年的相关技术成果转化收入（不包括分成）保持平稳，因此我们预计该板块 2022-2024 年收入分别为 1.40/1.80/2.29 亿元，分别同比增长 32%/29%/27%；毛利率方面，自主研发技术成果转化类收入含有更多自主创新性，因此历史来看就保持 80%左右较高毛利率，我们预计该类型业务中长期盈利能力趋稳，毛利率分别为 82%/80%/77%。
- **其他业务：**板块收入拆分来看，2020 年之前主要为其他类 CRO 收入，毛利率在 60-70%之间。2021 年开始公司自主研发技术成果转化带来的商业化项目分成开始逐渐增多，2021 年主要是缬沙坦氨氯地平片，该项目在国家第四轮集采中中标，从 2021Q2 开始放量、贡献销售分成，2021 年 1-6 月公司自花园药业获得缬沙坦氨氯地平片权益分成 1262 万元（其中绝大部分为 Q2 单季度确认收入），该品种的季度销售相对平均，因此我们预计该板块 2022-2024 年收入分别为 0.60/0.63/0.79 亿元，分别同比增长 9.25%/5.00%/25.00%。此外，由于分成类收入绝大部分都是税前利润，因此保持较高毛利率，我们预计毛利率分别为 95%/95%/92%。
- **费用率假设：**各项费用支出相对稳定，随着收入规模的扩大，费用率有所下降。研发支出随着 CRO 收入规模和自主研发板块的不断扩大，保持平稳增长。1）营业税金及附加方面，公司 2021 年获得上年土地使用税纳税见面、全资子公司浙江赛默制药有限公司 2021 年获得上年城镇土地使用税纳税减免，2021 年营业税金及附加为零，2022-2023 年恢复往年平均水平，我们预计 2022-2024 年分别为 0.41%/0.41%/0.41%。2）销售费用方面，整体保持平稳，我们预计 2022-2024 年分别为 1%/1%/1%。3）管理费用方面，我们预计公司目前管理人员管理半径比较大，随着收入规模的快速增长，管理费用率有所下降，我们预计 2022-2024 年管理费用率分别为 15%/11.5%/10%。4）研发费用方面，公司保持受托研发和自主研发双轮驱动，因此研发投入力度较大，随着收入规模的快速扩张，研发费用率小幅下降，我们预计 2022-2024 年研发费用率分别为 16%/15.75%/15%。5）我们预计 2022-2024 年不考虑新的税收减免政策，所得税率为 15%。

图表 22：百诚医药营业收入预测万元

		2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
药学研究									
	收入	3,715	8,165	7,993	15,944	35,380	65,900	111,815	145,645
	增速	100.49%	119.80%	-2.11%	99.47%	121.90%	86.26%	69.67%	30.25%
	毛利	1,951	5,300	4,442	10,631	20,520	36,904	60,939	79,376
	毛利率	52.51%	64.90%	55.58%	66.68%	58.00%	56.00%	54.50%	54.50%
	收入占比	45.23%	52.20%	38.57%	42.59%	56.69%	65.77%	71.87%	72.44%
	毛利占比	43.95%	54.47%	32.57%	42.22%	50.04%	59.63%	66.59%	67.48%
临床CRO									
	收入	3,165	4,050	6,296	5,412	7,035	10,005	13,026	17,003
	增速	522.45%	27.97%	55.44%	-14.04%	30.00%	42.21%	30.20%	30.53%
	毛利	1,430	1,761	4,000	2,649	3,306	4,602	5,732	7,482
	毛利率	45.19%	43.48%	63.53%	48.96%	47.00%	46.00%	44.00%	44.00%
	收入占比	38.54%	25.89%	30.38%	14.46%	11.27%	9.98%	8.37%	8.46%
	毛利占比	32.23%	18.10%	29.32%	10.52%	8.06%	7.44%	6.26%	6.36%
自主研发技术成果转化									
	收入	1,019	2,724	5,481	10,584	14,000	18,000	22,860	28,575
	增速	4820.67%	167.35%	101.18%	93.10%	32.28%	28.57%	27.00%	25.00%
	毛利	839	2,242	4,599	7,616	11,480	14,400	17,602	21,717
	毛利率	82.37%	82.28%	83.91%	71.96%	82.00%	80.00%	77.00%	76.00%
	收入占比	12.41%	17.42%	26.45%	28.28%	22.43%	17.96%	14.69%	14.21%
	毛利占比	18.91%	23.04%	33.72%	30.25%	28.00%	23.27%	19.23%	18.46%
其他（分成类收入）									
	收入	313	702	955	5,492	6,000	6,300	7,875	9,844
	增速	77.44%	123.92%	36.10%	475.14%	9.25%	5.00%	25.00%	25.00%
	毛利	218	427	599	4,282	5,700	5,985	7,245	9,056
	毛利率	69.52%	60.80%	62.71%	77.96%	95.00%	95.00%	92.00%	92.00%
TOTAL									
	收入	8,212	15,642	20,725	37,431	62,415	100,205	155,576	201,067
	增速	220.97%	90.47%	32.50%	80.61%	66.75%	60.55%	55.26%	29.24%
	毛利	4,438	9,729	13,640	25,178	41,007	61,891	91,518	117,631
	毛利率	54.04%	62.20%	65.81%	67.26%	65.70%	61.76%	58.83%	58.50%

来源：Wind，国金证券研究所

相对估值

- 公司主营业务包括受托药品研发服务（CRO）和自主研发技术成果转化两大块业务，其中受托药品研发服务主要包括临床前药学研究和临床服务两大类。可比上市公司包括药明康德、康龙化成、泰格医药、美迪西、阳光诺和、海特生物、太龙药业、博济医药、百诺医药、*ST 百花等，但由于：1）太龙药业 2020 年扣非后归母净利润大幅下滑 54.44%至 0.14 亿元，业绩波动较大，不具备参考性；2）海特生物、*ST 百花的 2020 年归母净利润为负值，导致静态市盈率为负值，不具备参考性 3）百诺医药处于新三板，流动性和估值与 A 股上市企业存在较大差异，因此将海特生物、太龙药业、百诺医药、*ST 百花予以剔除。
- 由于公司商业模式独特，未来盈利空间大，目前业绩保持高增速，理应享受一定估值溢价，我们参考 2022 年 Wind 一致预期行业平均市盈率，给予公司 2022 年预测归母净利润 58 倍市盈率，对应上市公司 12 个月内目标市值 107.88 亿元，对应目标价 99.88 元/股，首次覆盖，给予“买入评级”。

图表 23：可比公司估值表

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	2020年归母净利润（亿元）	2021年预测PE	2022年预测PE	2023年预测PE
603259.SH	药明康德	2923.59	29.60	/	41.03	32.52
300759.SZ	康龙化成	772.24	11.72	54.66	38.98	29.05
300347.SZ	泰格医药	762.03	17.50	32.56	26.67	22.18
688202.SH	美迪西	233.64	1.29	/	48.81	32.04
688621.SH	阳光诺和	80.97	0.72	/	54.05	38.70
300404.SZ	博济医药	29.54	0.17	52.85	47.96	31.36
均值		800.33	10.17	/	42.92	30.98
301096.SZ	百诚医药	90.89	0.57	86.56	44.84	28.90

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

- **解禁风险。**预计 2022 年 6 月 20 日将有 138.7 万股符合解禁条件，占总股本比例 1.28%；预计 2022 年 12 月 20 日将有 4266 万股符合接近条件，占总股本的 39.44%。
- **仿制药一致性评价业务增速放缓或减少的风险。**整体上，对于包括公司在内的 CRO 公司而言，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。
- **新冠病毒疫情的风险。**新冠疫情的暴发对公司经营活动产生了一定影响。公司部分药学研究项目的研发进度包括中试放大、三批工艺验证等阶段的进度相比正常进度有所延后，公司临床试验项目的开展进度有所影响。此外，新冠疫情反复会减少医药企业的研发需求和研发投入减少的风险。
- **药物研发失败的风险。**药物研发是一项系统性工程，需要经历反复实验的过程，普遍具有较高的风险。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，存在研发失败的可能。
- **行业监管政策风险。**一方面，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，公司相关品种的订单或潜在订单减少；另一方面，受国家集中采购政策影响，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，将加速被市场淘汰，公司客户群体或潜在客户群体减少。若

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	156	207	374	624	1,002	1,556	货币资金	189	134	2,013	1,974	2,143	2,535
增长率		32.5%	80.6%	66.7%	60.5%	55.3%	应收账款	32	49	81	145	233	361
主营业务成本	-59	-71	-123	-214	-383	-641	存货	3	4	23	33	60	100
%销售收入	37.8%	34.2%	32.7%	34.3%	38.2%	41.2%	其他流动资产	10	53	108	104	170	263
毛利	97	136	252	410	619	915	流动资产	233	239	2,226	2,256	2,606	3,259
%销售收入	62.2%	65.8%	67.3%	65.7%	61.8%	58.8%	%总资产	61.4%	37.4%	76.1%	75.2%	72.9%	73.3%
营业税金及附加	0	-1	-1	-3	-4	-6	长期投资	7	9	8	8	8	8
%销售收入	0.2%	0.4%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	53	253	551	640	863	1,078
营业费用	-4	-2	-7	-6	-10	-16	%总资产	14.1%	39.6%	18.8%	21.3%	24.1%	24.2%
%销售收入	2.4%	0.9%	1.8%	1.0%	1.0%	1.0%	无形资产	63	80	75	79	83	87
管理费用	-29	-45	-48	-94	-115	-156	非流动资产	146	401	699	743	970	1,188
%销售收入	18.7%	21.5%	12.8%	15.0%	11.5%	10.0%	%总资产	38.6%	62.6%	23.9%	24.8%	27.1%	26.7%
研发费用	-16	-34	-81	-100	-158	-233	资产总计	379	640	2,925	2,999	3,576	4,447
%销售收入	10.0%	16.2%	21.7%	16.0%	15.8%	15.0%	短期借款	0	19	234	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	48	55	115	208	332	504	应付账款	65	38	135	124	221	368
%销售收入	30.9%	26.8%	30.8%	33.3%	33.1%	32.4%	其他流动负债	9	65	104	190	305	473
财务费用	1	0	-1	2	7	12	流动负债	74	122	473	313	525	841
%销售收入	-0.4%	0.0%	0.2%	-0.3%	-0.7%	-0.8%	长期贷款	0	135	40	68	74	77
资产减值损失	0	1	1	0	0	0	其他长期负债	26	43	94	133	209	319
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	100	300	607	515	808	1,238
投资收益	1	1	-1	12	20	30	普通股股东权益	278	340	2,318	2,484	2,768	3,210
%税前利润	1.1%	1.5%	n.a	5.2%	5.6%	5.5%	其中：股本	81	81	108	108	108	108
营业利润	51	65	119	221	359	546	未分配利润	21	65	163	330	613	1,055
营业利润率	32.6%	31.3%	31.8%	35.5%	35.8%	35.1%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	0	0	0	0	0	负债股东权益合计	379	640	2,925	2,999	3,576	4,447
税前利润	51	65	119	221	359	546	比率分析						
利润率	32.6%	31.4%	31.8%	35.5%	35.8%	35.1%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-6	-8	-8	-33	-54	-82	每股指标						
所得税率	11.8%	12.2%	6.7%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	N/A	N/A	1.027	1.739	2.818	4.291
净利润	45	57	111	188	305	464	每股净资产	N/A	N/A	21.429	22.980	25.493	29.320
少数股东损益	1	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	N/A	N/A	1.216	3.169	4.419	6.410
归属于母公司的净利润	44	57	111	188	305	464	每股股利	N/A	N/A	0.000	0.188	0.305	0.464
净利率	28.4%	27.7%	29.7%	30.1%	30.4%	29.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	15.94%	16.87%	4.79%	7.57%	11.05%	14.63%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	11.73%	8.97%	3.80%	6.27%	8.55%	10.53%
净利润	45	57	111	188	305	464	投入资本收益率	15.29%	9.85%	4.16%	6.92%	9.96%	13.19%
少数股东损益	1	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	16	21	35	97	83	92	主营业务收入增长率	90.47%	32.50%	80.61%	66.75%	60.55%	55.26%
非经营收益	-4	-4	-8	14	-17	-27	EBIT增长率	360.94%	14.84%	108.11%	79.95%	59.65%	52.02%
营运资金变动	14	-23	-6	44	107	164	净利润增长率	302.09%	29.29%	93.52%	69.33%	62.05%	52.25%
经营活动现金净流	71	51	132	343	478	693	总资产增长率	142.33%	68.98%	357.16%	2.58%	18.84%	23.65%
资本开支	-107	-255	-248	-163	-310	-310	资产管理能力						
投资	-5	-2	0	0	0	0	应收账款周转天数	47.1	54.0	54.3	59.8	59.8	59.8
其他	7	1	-3	12	20	30	存货周转天数	12.8	15.8	39.4	57.0	57.0	57.0
投资活动现金净流	-104	-256	-251	-152	-290	-280	应付账款周转天数	18.9	97.2	243.9	200.0	200.0	200.0
股权募资	168	0	1,891	0	0	0	固定资产周转天数	110.2	117.7	435.6	216.9	143.6	95.8
债权募资	-12	154	113	-206	6	3	偿债能力						
其他	-14	-9	-21	-24	-25	-25	净负债/股东权益	-67.74%	6.06%	-75.00%	-76.72%	-74.66%	-76.27%
筹资活动现金净流	142	145	1,982	-230	-19	-22	EBIT利息保障倍数	-80.9	833.1	131.0	-102.7	-48.1	-43.1
现金净流量	109	-59	1,862	-39	169	391	资产负债率	26.38%	46.83%	20.76%	17.16%	22.67%	28.07%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	2	3	5	5
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；

中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；

减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402