

以技术开发为核心，综合性医药研发新势力崛起

2022 年 04 月 27 日

► **以技术开发为核心，综合性医药研发新势力崛起。**百诚医药成立于 2011 年，是一家药学研究+临床的综合性 CRO 公司，业务涵盖药物发现、药学研究、临床研究、注册申请等环节，其中在药理学研究和生物等效性试验(BE 临床试验)上具有核心优势。公司覆盖创新药和仿制药两大领域，采取“受托研发服务+研发技术成果转化”双轮发展战略，为各类制药企业、医药研发投资企业提供药物研发服务及技术成果转化，此外全资子公司浙江赛默 CDMO 基地目前建设面积 180 余亩，拥有齐备的生产设备和管理体系，能够提供高效优质的 CDMO 服务。

► **政策红利层层释放驱动药理学 CRO 高成长。**“药学+临床”综合型 CRO 公司以药学研究为核心，打造一体化服务产业链，同时借助核心技术平台转让自主研发成果，直接享受药物终端销售红利，驱动利润的高弹性。2016 年以来国家药审改革持续深入推进，政策红利层层释放，仿制药一致性评价、常态化集采和 MAH 制度落地，在侵蚀大企业和外资份额的背景下，给很多中小型仿制药企业提供了机遇，“药学+临床”综合型 CRO 快速发展，百诚医药即是此中的佼佼者，长期看，药理学服务 CRO 持续赋能本土医药企业，推动高质量仿制和仿创发展，有望实现本土化医药研发产业链资源的深度整合。

► **销售权益共享+自主成果转化增厚业绩弹性，创新布局与中药 CRO 打开远期成长空间。**截至 2021 年底，公司已经立项尚未转化的自主研发项目 250 余项，完成小试阶段 225 项，完成中试放大阶段 27 项，在验证生产阶段 6 项，累计已实现了 72 个项目的研发技术成果转化。另外公司和客户在部分合同中保留了药品上市后销售分成权利，随着研发品种的成功上市，将会进一步增加公司收入。2016 年公司开始成立创新研发平台，布局创新研发，目前在研的创新药项目共 5 项，布局 H3、CDK4/6、PI3K、PPAR α/δ 等靶点，研发针对全新靶点的创新药物，并有潜力成为某些适应症中 first-in-class 以及研发针对临床成熟靶点，致力于打造全球最佳 best-in-class 或具突破性、差异性的新一代治疗药物，其中用于神经病理性疼痛的一类新药 BIOS-0618 已获得临床批件，进入一期研究。此外中药 CRO 团队逐步扩大。2019 年公司开始组建中药 CRO 团队，2020 年完成浙江省首家中药医院制剂的登记备案工作，研究团队逐步扩大，由博士团队带领，负责中药医院制剂的研究，未来将会成为独立的部门。

► **投资建议：**公司受托研发和自主研发技术成果转化业务快速增长，销售分成增厚利润空间，且 CDMO 和中药 CRO 板块未来潜力突出，我们预计公司 2022~2024 年营收分别为 7.26、10.95、15.83 亿元；归母净利润分别为 1.86、3.04、4.29 亿元；对应 2022~2024 年估值为 34X、21X、15X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**1) 仿制药行业政策变动的风险，2) 订单签订不及预期的风险，3) 产能投放不及预期的风险

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	374	726	1,095	1,583
增长率 (%)	80.6	93.9	50.8	44.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	111	186	304	429
增长率 (%)	93.5	67.0	63.9	41.1
每股收益 (元)	1.03	1.72	2.81	3.97
PE	58	34	21	15
PB	2.8	2.6	2.3	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 04 月 26 日收盘价)

推荐
首次评级
当前价格：
59.15 元

分析师：周超泽

执业证号：S0100521110005

邮箱：zhouchaoze@mszq.com

分析师：许睿

执业证号：S0100521110007

邮箱：xurui@mszq.com

研究助理：叶小桃

执业证号：S0100121110032

邮箱：yexiaotao@mszq.com

目录

1 百诚医药：“受托研发+自主研发+CDMO”综合型药企	3
1.1 以技术开发为核心，深度覆盖医药研发全产业链	3
1.2 公司架构完整，管理人员药物研发经验丰富	4
1.3 营收和利润飞速增长，自主研发业务占比快速提升	6
2 政策红利层层释放，驱动综合性医药研发企业崛起	8
2.1 初期受益于仿制药一致性评价，中期受益于集采及 MAH 制度	8
2.2 仿制药市场仍大有可为，产业链强强联合带动产业升级	11
3 三大主线同步发展，创新药与中药服务布局打开远期成长空间	13
3.1 受托研发业务：临床前服务快速增长，毛利率稳步提升	13
3.2 研发技术成果转化：在研产品布局丰富，助力未来业绩增长	15
3.3 CDMO：充沛产能和受托项目支撑快速发展	17
3.4 创新布局与中药 CRO 业务打开远期成长空间	17
4 盈利预测与投资建议	19
5 风险提示	21
插图目录	23
表格目录	23

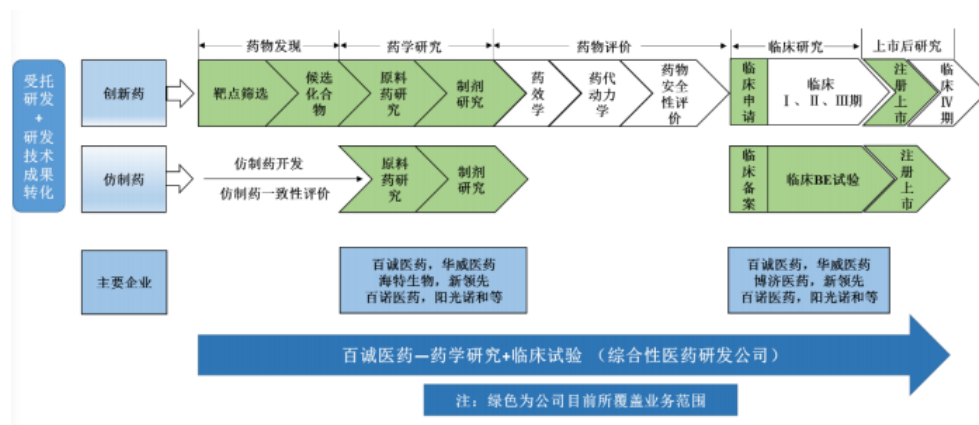
1 百诚医药：“受托研发+自主研发+CDMO”综合型药企

1.1 以技术开发为核心，深度覆盖医药研发全产业链

百诚医药成立于 2011 年，是一家以技术开发为核心的综合性医药研发企业，主要为各类制药企业、医药研发投资企业提供：(1) 医药技术受托研发服务 (CRO 业务)；(2) 研发技术成果转化服务；(3) 定制研发生产服务 (CDMO)。公司业务涵盖药物发现、药学研究、临床研究、定制研发生产、注册申请等药物研发及生产全链条环节。

公司高度重视研发平台化建设，并布局 CDMO 产能。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，搭建核心的研发平台，创新药物研发平台、仿制药及一致性评价药学研究平台、BE/PK 研究平台、包材相容性及密封性研究平台，深入布局高端制剂领域，吸入制剂、透皮制剂、缓控释制剂和细粒剂，在高端制剂领域形成了较强的核心竞争优势。此外全资子公司浙江赛默位定制研发生产服务基地目前建设面积 180 余亩，拥有齐备的生产设备，完善的研发生产质量管理体系，能够向客户提供高效优质的 CDMO 服务。

图 1：公司核心业务框架情况

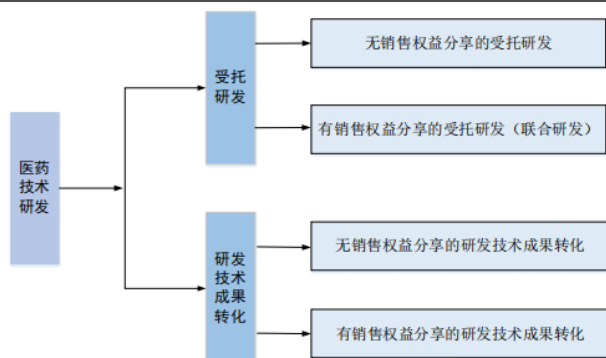


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

公司的盈利模式主要有三种：受托研发模式、研发技术成果转化模式和定制研发生产模式。受托研发服务方面，可以分为无销售权益的受托研发和有销售权益分享的联合研发，联合研发是指双方共同投资部分项目，风险共担，在总体风险可控的基础上提高收入，分享药品上市后的利润分成。如公司与花园药业合作研发缬沙坦氨氯地平是典型案例。研发技术成果转化方面，公司在取得阶段性成果后，根据市场需求和发展规划向客户进行推荐，推荐成功后客户委托公司继续进行后续研发以缩短整个研发周期，同时支付公司更高溢价。该模式大大缩短了客户对药品的研发周期，进一步增强客户粘性，达到公司和客户共融共享，获得更高的溢价。自主研发项目也分为无销售权益分享和有销售权益分享两种方式，

无销售权益分享直接将产品权利全额转让，有销售权益分享收益则包括基础合同价格和未来产品上市后销售分成。**定制定制研发生产模式**：是指公司通过技术对接与需求反馈对客户的定制需求进行研发、生产，最终实现产品的商业化批量生产。

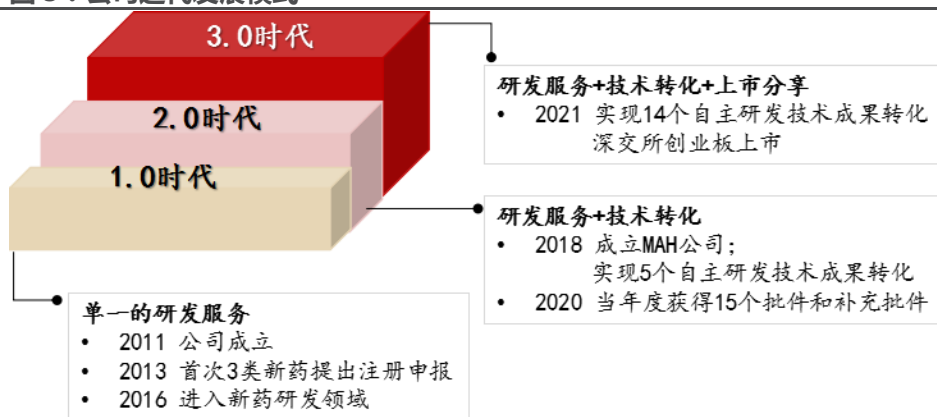
图 2：项目盈利模式



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

百诚医药自成立以来不断升级迭代发展模式，目前已走过单一的研发服务 1.0 时代和研发服务+技术转化 2.0 时代，进入研发服务+技术转化+上市共享的 3.0 时代。通过转让不同阶段的自主研发技术成果大大缩短客户获得研发产品的周期，大幅度提升价值转化速率，实现研发价值更大化。

图 3：公司迭代发展模式

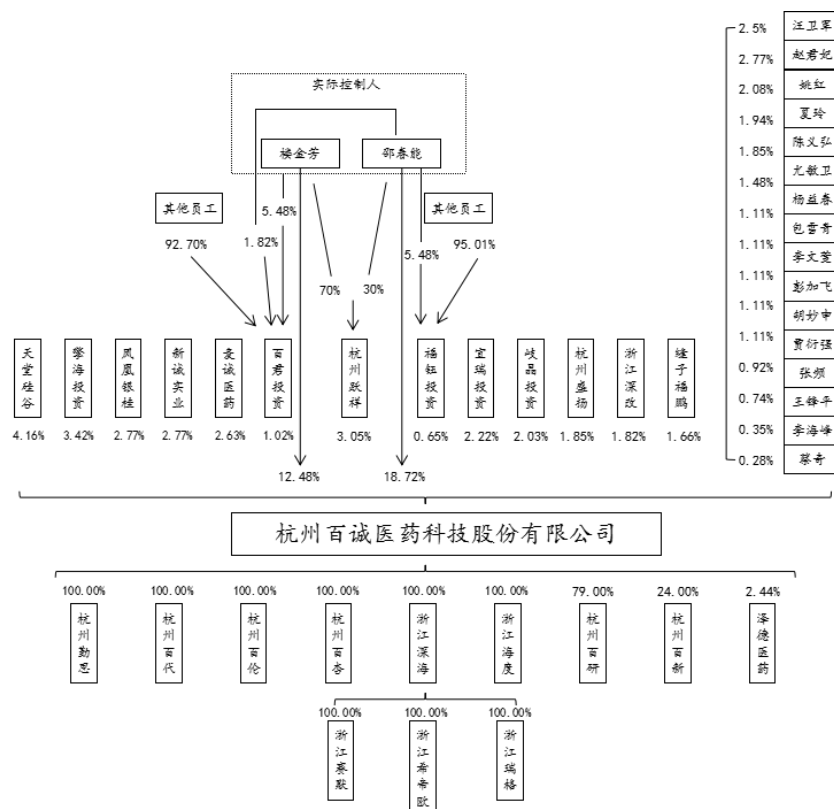


资料来源：公司官网，民生证券研究院

1.2 公司架构完整，管理人员药物研发经验丰富

公司实际控制人为楼金芳和邵春能夫妇，两人直接持有公司 31.2%股份，间接持有 3.14%股份，合计持有 34.34%股份，另外多名员工持有公司股份。公司拥有 7 家直接控股子公司、3 家孙公司、2 家参股公司，公司架构完整。

图 4：公司股权结构分布图



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

公司高度重视技术及管理人才团队建设，核心研发人员拥有多年的医药研发领域的研究管理经验，对行业有深刻独到的理解并拥有扎实的科研能力。公司核心技术人员包括：楼金芳、张孝君、贾飞、刘振华、李艳芹、汪卫军、冯恩光和陈安等。同时公司本科学历以上占比 70%，研究生以上人员占比 23%，整体学历及综合素质较高，在人才储备上具有核心竞争力。

表 1：核心技术人员情况

核心技术人员	学历背景	职务	核心技术人员	职务
楼金芳	硕士研究生	董事长、总经理	药学硕士、高级工程师、执业药师，拥有 30 年药物研究相关的工作经验，曾在海南普利担任药物研究所所长等职务。熟悉药品研发流程、法律法规和各类指导原则，同时具备国内外药物注册申报经验。目前已带领百诚医药及子公司成功研发 20 多个药物品种，业务领域覆盖仿制药及创新药的研发及注册申报，目前为浙江大学药学专业学位研究生校外导师。	全面负责公司的日常运营，主抓公司技术和业务，带领团队拓展上下游客户，不断拓宽公司主营业务，将百诚打造成从药学研究、临床试验、注册申报覆盖研发全产业链的研发公司。
贾飞	硕士研究生	副总经理	毕业于中国药科大学，药学硕士，副主任药师。有丰富的药品注册检验、现场检查（检）查、药品研发及技术审评经验。曾在浙江省食品药品检验研究院和浙江省药品化妆品审评中心工作 16 年，于 2009 年和 2015 年两次在国家药监局药品审评中心挂职从事新药注册技术审评工作。曾任国家药监局药品审评中心药品主审员、浙江省 GMP 检查组长和药品注册核查组长。参与浙江省科技厅科技项目课题多个，在国内外核心期刊发表文章 20 余篇。	负责公司在研项目进度把控管理、技术风险评估、注册申报审核等，目前已助力客户申报各类仿制药及一致性评价品种 50 余个，获得国家局上市批准 20 多个。
张孝君	硕士研究生	董事、副总经理	毕业于北京师范大学化学系，在新药研发的工艺研究和新药生产转化方面有丰富的经验，参与开发并主持生产转化的三十余个新药均已投放市场；其中已上市的国家一类新药被列入浙江省重大科技攻关项目、国家高技术产业化示范工程项目，并获得浙江省科技进步一等奖。作为发明人之一获得 3 项专利。	组织左乙拉西坦口服溶液、注射用还原型谷胱甘肽、吸入用复方异丙托溴铵溶液等项目的申报；

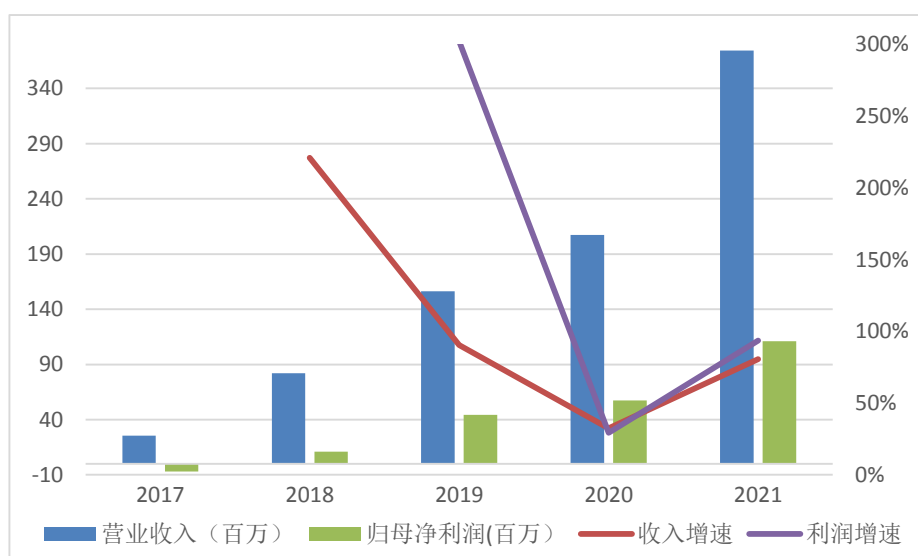
刘振华	博士研究生	杭州百杏生物分析部技术总监	浙江大学药学博士，拥有 10 多年研发经验，先后在多家国内知名企业参与新药研究开发、药代动力学和仿制药 BE 评价工作，熟悉国内外法规和研发流程，具有丰富的药品研发和项目管理经验，和项目管理经验，作为发明人之一获得 4 项专利，申请专利 1 项。	主要负责公司临床试验项目的开展，完成药代动力学研究及 BE 试验样品分析。
李艳芹	硕士研究生	注册部项目管理总监	教授级高级工程师，杭州市引进人才，杭州市新世纪“131”优秀中青年人才第二层次培养人选，浙江省“新世纪 151 人才工程”第三层次培养人选；拥有三十多年的新药研发经验，主持负责的项目获得新药证书或者生产批件 30 多个，主持负责国家资助项目 1 个，市资金资助项目 3 个，以一作发表论文 7 篇，申请专利 5 项。	主要负责公司原料药项目的选题、实验室研究及转化生产，指导和带领团队完成原料药的研发、申报及生产上市。
汪卫军	硕士研究生	液体制剂二部总经理	拥有 20 年医药研发及管理经验，曾负责多项原料药、固体制剂及注射剂项目申报，并获得生产批文上市。	主要负责公司注射剂研发部门，指导和带领团队开展注射剂一致性评价和仿制药研发服务项目。
冯恩光	博士研究生	副总经理	中科院上海药物研究所博士，拥有近 10 年药物研发经验。曾经担任葛兰素史克美国公司研究员，国际香料香精（浙江）有限公司化学工艺工程师和杭州阿诺生物医药科技公司高级药物化学科学家组长。	主要负责新药研发中心新药研发
陈安	本科	副总经理	药学专业工程师。曾经担任台州市东港合成厂质检科长，浙江新东港药业股份有限公司 QA 经理。	负责浙江赛默制药相关工作。

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

1.3 营收和利润飞速增长，自主研发业务占比快速提升

营收和利润快速增长，2018 年实现扭亏为盈。2017 年到 2021 年，公司营业收入从 2500 多万增长至 3.74 亿，呈现飞速增长的态势，主要是得益于（1）国家推行仿制药一致性评价政策，促进仿制药研发与一致性评价业务快速增长。（2）“两票制”、带量采购与药品上市许可持有人等制度的实施激发我国医药领域的研发热情，促进医药研发业务的快速增长。（3）公司多年的技术与客户的积累，以及对行业超前的理解，使得公司在政策催化下能够率先享受红利。收入端的快速增长也带动公司利润快速增长，并在 2018 年实现扭亏为盈，2021 年公司实现归母净利润 1.11 亿元，同比增长 93.52%。

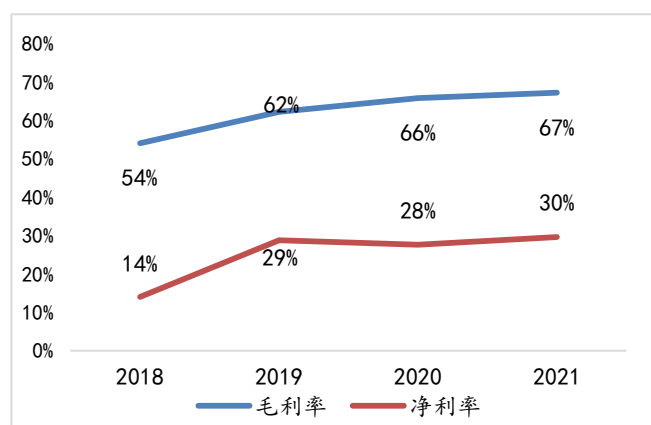
图 5：公司收入及利润增速（百万）



资料来源：公司年报，民生证券研究院

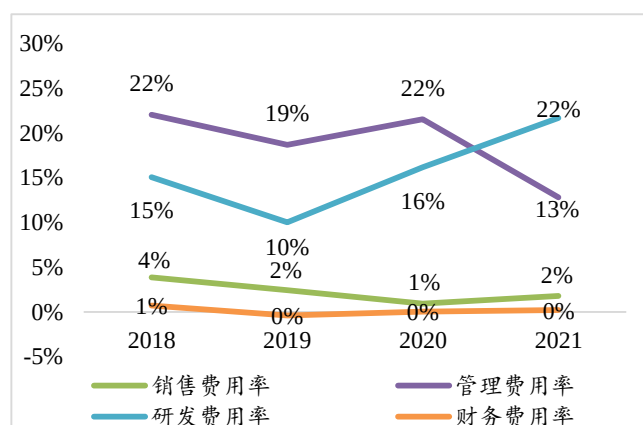
毛利率和销售净利率高水平稳步提升。2018 年-2021 年，公司毛利率和净利率均保持高水平稳步增长，2021 年毛利率 67%，净利率达到 30%。费用端，公司的销售费用率和财务费用率维持稳定，管理费用率有所下降，研发费用率自 2019 年后迅速上升，由于公司重视研发投入，不断进行药品自主立项的开发，始终维持 100 左右个自主研发项目的开发，取得研发成果后进行对外技术转化并接受客户委托完成后续研发。

图 6：公司毛利率与净利率



资料来源：公司年报，民生证券研究院

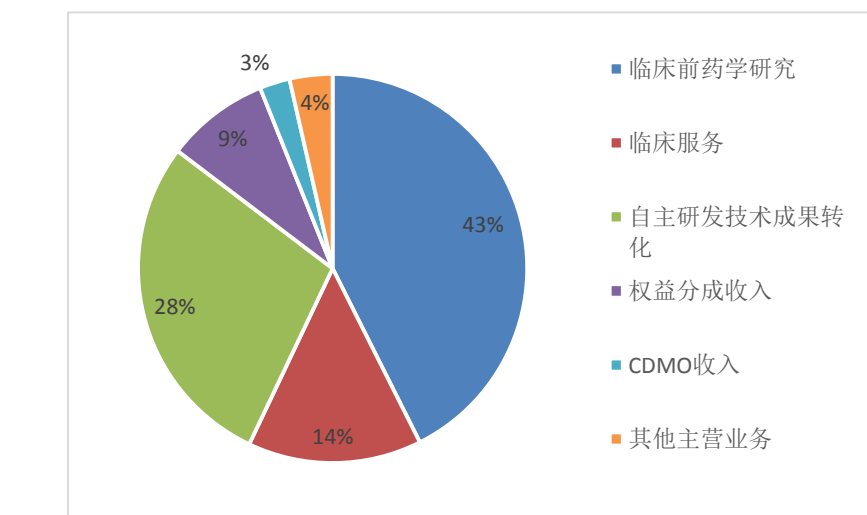
图 7：公司费用率分布情况



资料来源：公司年报，民生证券研究院

自主研发业务占比快速提升。从收入结构看，公司的收入来源主要有受托药品研发服务、自主研发技术成果转化、权益分成和 CDMO 业务，其中受托药品研发服务分为临床前药学研究和临床服务两大类。整体收入结构中，受托药品研发服务占比最高，超过 55%，主要得益于 2016 年以来一致性评价政策的开展。其次是自主研发技术成果转化，占比为 28%，权益分成占比 9%，CDMO 收入占比 3%（2021 年下半年有少量对外服务），其他主营业务占比最低，主要为单笔金额较小的单项杂质研究、单项包材相容性研究、零星检测等服务。

图 8：2021 年公司收入结构

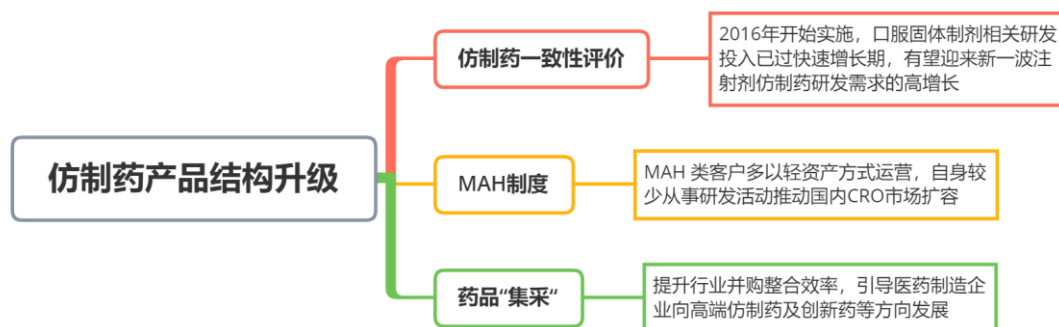


资料来源：公司年报，民生证券研究院

2 政策红利层层释放，驱动综合性医药研发企业崛起

2016 年以来国家药审改革持续深入推进，仿制药一致性评价、药品“集采”常态化和 MAH 制度陆续落地，催生一批以技术开发为核心、服务中国医药产业综合型医药研发企业的快速发展，百城医药目前已成长其中的佼佼者，长期看，这类以技术开发为核心的医药企业与持续赋能本土医药企业，有望实现本土化医药研发产业链资源的深度整合，打造“药学+临床+CDMO”一体化服务产业链，同时借助核心技术平台转让自主研发成果，直接享受药物终端销售红利，驱动利润的高弹性。

图 9：仿制药产品结构升级相关主导政策



资料来源：和泽医药招股书，民生证券研究院

2.1 初期受益于仿制药一致性评价，中期受益于集采及 MAH 制度

仿制药一致性评价陆续开展，带来稳定基础业务。多年来我国仿制药行业大而不强，药品质量差异较大，无法满足患者对高质量仿制药的需求，因此 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》，明确仿制药一致性应包括体系一致、药学等效、生物等效/治疗等效，正式拉开仿制药质量评价的大幕，随后各种剂型的评价要求纷纷出台，2016 年 8 月发布了口服固体制剂一致性评价要求，2018 年 7 月发布皮肤外用仿制药的技术评价要求，2019 年 9 月发布吸入制剂一致性评价标准，2020 年 5 月发布注射剂一致性评价政策。

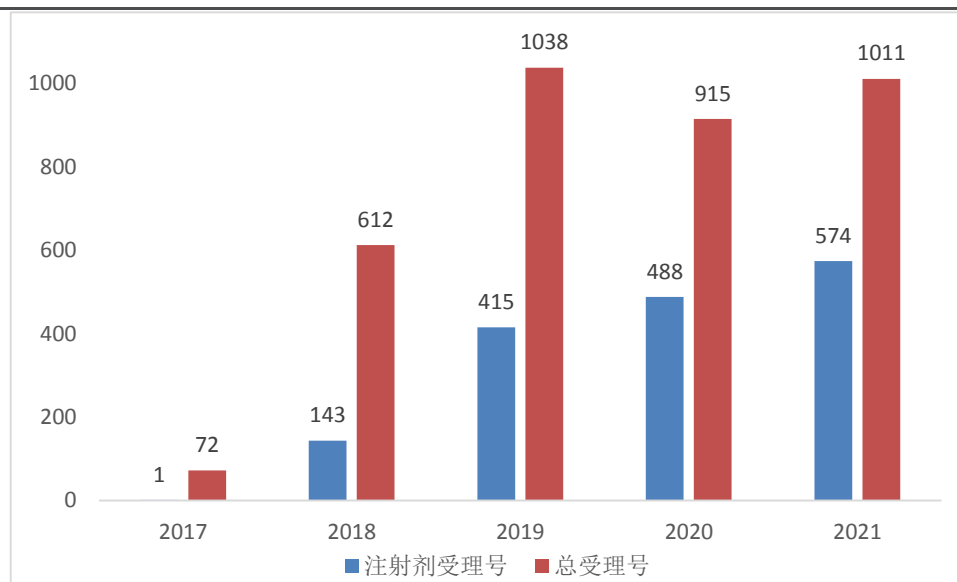
图 10：仿制药一致性评价主要内容

系统一致性	药学一致性	临床一致性
1.生产体系、设备、人员、流程	1.制剂	1.生物等效性
2.质量保证体系	2.原辅料	2.临床等效性
3.环保体系	3.包材	3.说明书一致
4.药物评价体系	4.杂质	4.药物警戒与风险管理
5.培训体系	5.有效期	5.上市后的疗效与安全性临床研究
6.召回体系	6.批间差	
	7.批次规模	
	8.品型	
	9.工艺	
	10.体外溶出度	

资料来源：《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》，民生证券研究院

一致性评价将长期实践，注射液评价放量正当时。当前口服固体制剂一致性评价政策已经实施超过 5 年，研发投入趋缓，而注射剂一致性评价处在快速放量期，受理号虽然在 2017 年开始受理，但由于技术评价标准在 20 年 5 月才出台，且受疫情影响有所滞后，因此我们预计相关研发投入未来几年内仍将稳步增长。截止 2021 年 12 月 30 日，已上市仿制药一致性评价受理号总数达到 3648 个，注射剂一致性评价受理总数 1621 个。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 23 年，日本“体外溶出度评价”经历 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 11：2017-2021 年注射剂一致性评价受理号数（个）



资料来源：CDE，民生证券研究院

仿制药集采推进打破垄断格局，中小企业获得更多份额。随着集采的持续推进和常态化发展，仿制药寡头垄断的格局被逐步打破，中选品种由最初的 4+7 城市中的独家中标到第五轮集采中的最多允许 10 家企业中标，对销售的倚重也大大降低，国内中小企业迎来很好的放量机遇。从过往五次全国性集中采购情况来看，

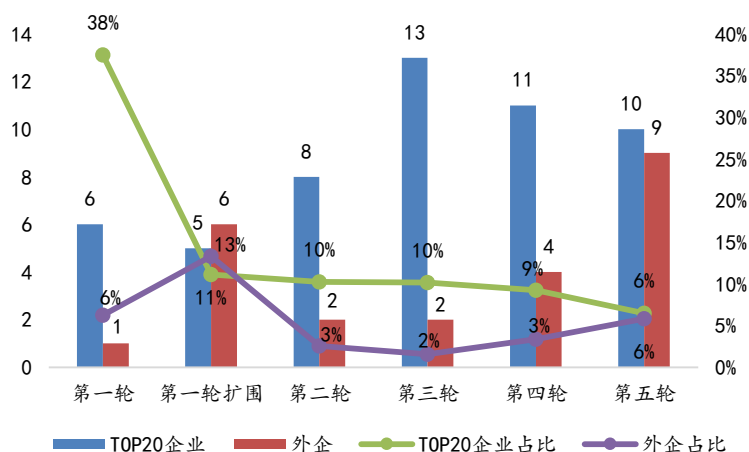
第五轮集采中 62 个品种 30 个为注射剂，在原有集采中固体制剂为主要品种，随着注射剂一致性评价工作的加快，注射剂在集采中的比重逐渐加大；其次 TOP20 企业占比逐步降低，大量中小企业获得中标资格，推动了仿制药外包行业的发展。

表 2：五轮国家集中采购分布情况

项目	发布时间	联盟地区	拟采购品种数量 (个)	中选品种数量 (个)	单一品种最多中标企业数量 (个)	平均降价
第一轮	2018 年 11 月 15 日	11 个城市	31	25	1	52%
第一轮扩围	2019 年 09 月 01 日	在第一轮 11 个城市的基础上，增加 25 个省份	25	25 (与第一批相同)	3	59%
第二轮	2019 年 12 月 29 日	31 个省市	33	32	3	53%
第三轮	2020 年 07 月 29 日	31 个省市	56	55	8	53%
第四轮	2021 年 01 月 25 日	31 个省市	45	45	10	52%
第五轮	2021 年 06 月 02 日	31 个省市	62	61	10	56%

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

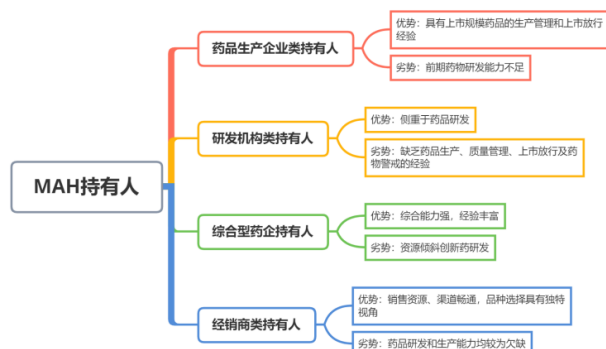
图 12：集采不同公司类型分布情况 (个)



资料来源：SMPA 上海阳光采购医药采购网，民生证券研究院

MAH 制度 2019 年由试点转全面推行，促使医药外包加速发展。2019 年 12 月我国新《药品管理法》正式施行，MAH 制度从试点转为全面落地。在此政策背景下，MAH 类客户多以轻资产方式运营，自身较少从事研发活动，注册申请、委托生产、许可转让、集团持有、委托销售等多要素得到释放，CRO 需为其提供从药品研发到注册报批、生产管理等全流程服务，促进医药外包行业快速发展。尤其在 MAH 制度后，药学服务的客户类型发生变化，催生众多以集采市场为主要目标的小型医药研发投资企业将药品研发外包给专业研发机构，根据百诚医药招股书，有温岭创新生物、西洲医药等多个 MAH 企业。

图 13：MAH 持有人四种类型



资料来源：GMP 办公室，民生证券研究院

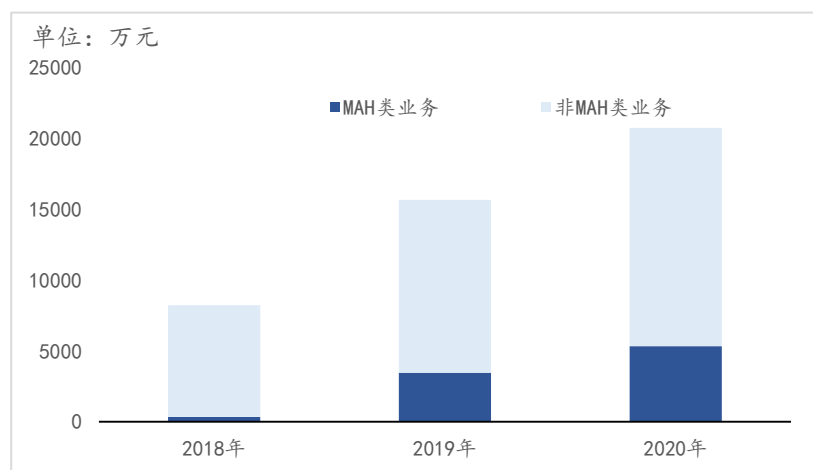
图 14：传统医药企业与新型药品研发投资公司



资料来源：招股书，民生证券研究院

根据中国市场监督管理报，截止 2018 年 9 月底，10 个试点省（市）药品注册申请人共提出持有人申请 1118 件，药品研发机构踊跃参与试点，在江苏和浙江两地，科研人员组建的药品研发机构受理占比超过 50%。以百诚医药为例，MAH 类客户数量、收入金额、占比均不断上升。2018-2020 年公司 MAH 类业务实现收入分别为 329.35 万元、3452.14 万元、5324.14 万元，占当年主营业务收入比例分别为 4.01%、22.07%、25.69%，MAH 类业务客户数量分别为 7 家、15 家、25 家。

图 15：百诚医药 MAH 收入占比

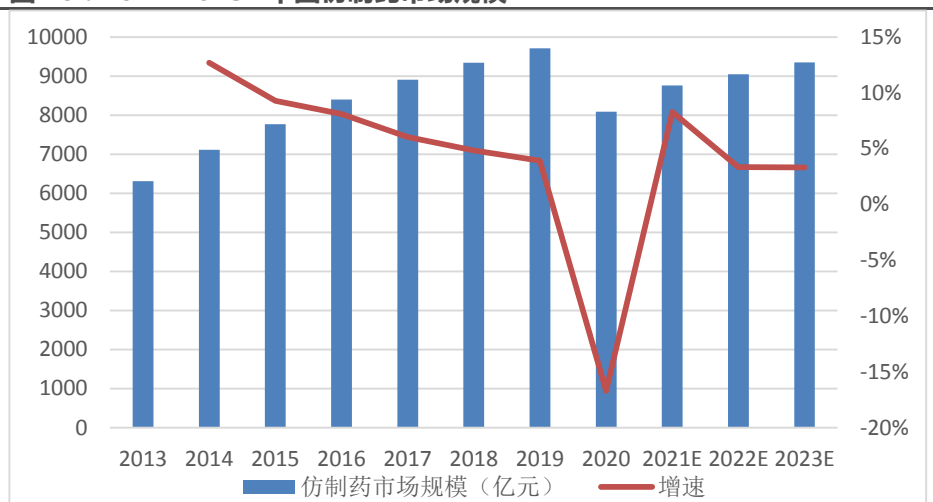


资料来源：招股说明书，民生证券研究院

2.2 仿制药市场仍大有可为，产业链强强联合带动产业升级

仿制药是保障国民医疗的基础，在发展中国家也是建立医药工业体系的基础，是在经济水平不高、疾病负担沉重情况下的理性选择。当前中国的仿制药市场仍在持续增长 根据资产信息网数据 预计 2022 年中国仿制药市场规模将超过 9000 亿，因此仿制的研发仍然大有可为，尤其高质量、高端仿制药的开发难度往往更大，资金投入更大，制药企业更加需要借助技术开发型医药研发企业的力量，从而进一步促进了外包服务市场的发展。

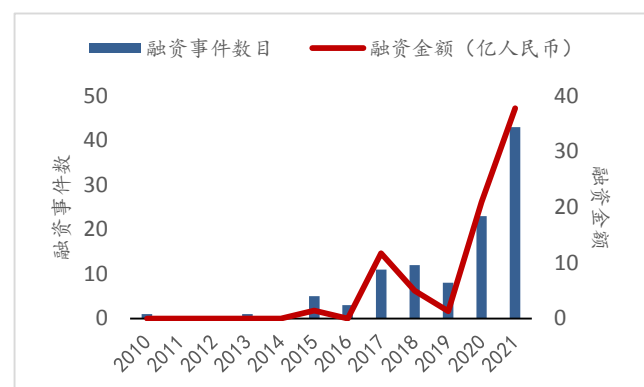
图 16：2014-2023E 中国仿制药市场规模



资料来源：资产信息网，民生证券研究院

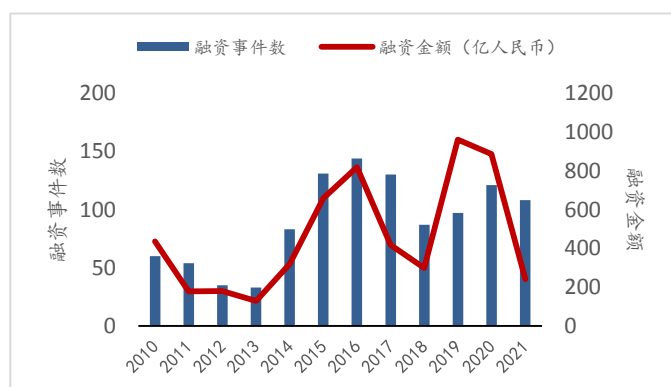
改良型新药景气度高涨，凸显产业链强强联合发展升级。根据医药魔方的数据，中国改良型新药和仿制药在一级市场呈现火热的投融资景气度。尤其是改良型新药，2019 年实施 MAH 制度后，2020 年相关投融资金额同比增长 1508%，改良型新药景气度高涨，首先体现了基础仿制药升级发展的需求火热，以更好的满足治疗需求，其次凸显了药学服务 CRO 的长期价值和远期空间，通过与本土医药产业在微创新和仿创方面深度合作，持续推出升级产品，帮助本土仿制药企业进行创新转型和产业升级。

图 17：中国改良型新药投融资趋势（个，亿人民币）



资料来源：医药魔方，民生证券研究院

图 18：中国传统制药投融资趋势（个，亿人民币）



资料来源：医药魔方，民生证券研究院

行业内公司竞争格局分散，仍在增量发展时期。从收入规模来看，这类药物服务+临床研究的医药研发企业竞争格局较为分散，尚未形成绝对细分小龙头，各公司体量较小，渗透率有限，后续成长空间和潜力充足。从在手订单看，行业仍然处于高景气度。2021 年上半年百诚医药在手订单为 5.99 亿元，其中，新签订单为 2.54 亿元，同比增长 365.29%；和泽医药 2021 年上半年在手订单为 5.90 亿元；阳光诺和 2021 年上半年新签订单 4.39 亿元，同比增长 68.85%，累计存量订单 13.47 亿元，充足的在手订单保障了收入增长的可持续性。

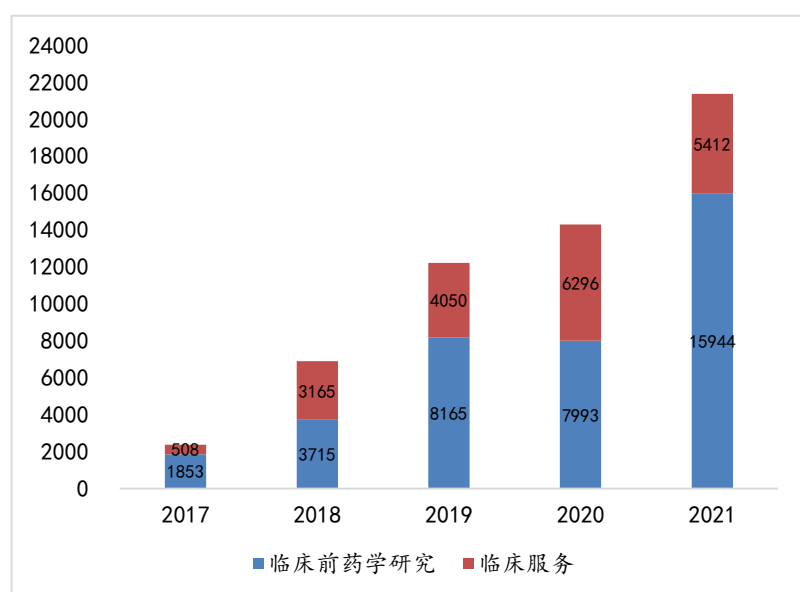
3 三大主线同步发展，创新药与中药服务布局打开远期成长空间

3.1 受托研发业务：临床前服务快速增长，毛利率稳步提升

受托研发服务项目主要来源于客户委托，在接受委托前通常没有研发基础，可分为临床前药学研究和临床服务，主要流程有方案确认、实验室小试研究、中试放大研究、三批工艺验证研究、稳定性研究、临床服务、注册申报、获取批件等重要环节。

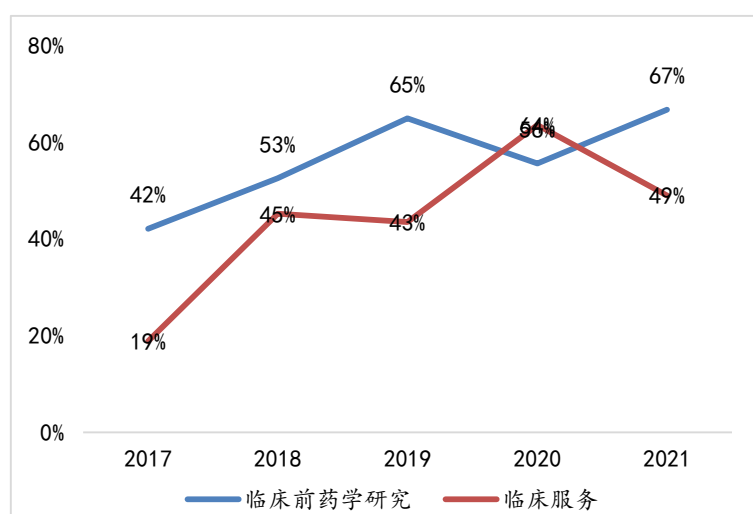
临床前药学研究营收快速增长。公司通过持续经营扩大规模和增强研发实力，带动客户数量和项目持续增长；其次随着研发项目推进逐步完成试验，项目按照节点比例确认收入，单个项目平均创收水平增加，使得公司临床前业务收入快速增长。

图 19：公司受托业务增长情况（万元）



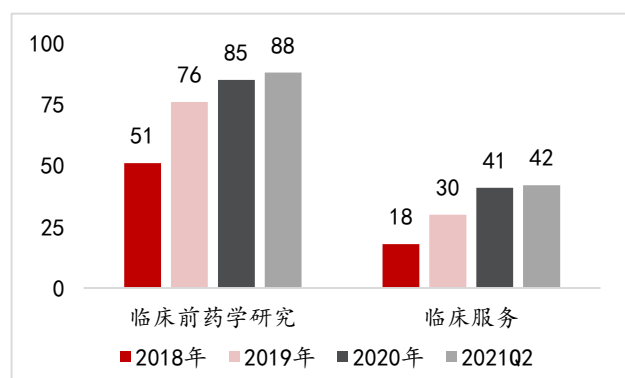
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

临床前药学研究服务毛利率相对较高，且稳步增长。与临床服务相比，临床前药学研究技术壁垒较高，毛利率高于临床服务，并且公司通过提高研发效率以及商务谈判地位的加强，单个临床前药学研究项目的平均合同价格逐步提高，带动临床前药学研究毛利率稳步提高（2020 年受疫情影响有所波动）。

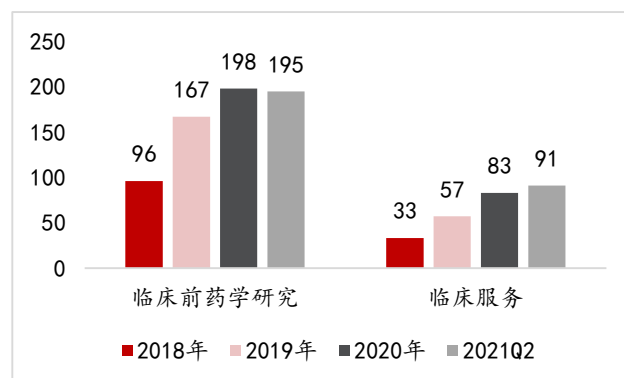
图 20：受托服务研究毛利率


资料来源：wind，民生证券研究院

受托服务客户和项目数量持续增加。公司新开拓业务和前期承接一体化项目达到临床阶段以及临床服务数量和客户数量的增加。

图 21：受托服务客户数量（个）


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图 22：受托服务项目数量（个）


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

受托研发成果斐然，多家一致性评价排名前列。2015 年以来至 2021 年 11 月，公司已帮助客户取得 80 多项仿制药药品注册批号，46 项仿制药药品注册批件或通过一致性评价，其中 14 项为国内前 3 家通过，有 9 项为全国首家通过一致性评价或者获取注册批件，位居行业前列。

表 3：药物前三家通过情况

药物名称	注册类别	前 3 家通过情况
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	一般性评价	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

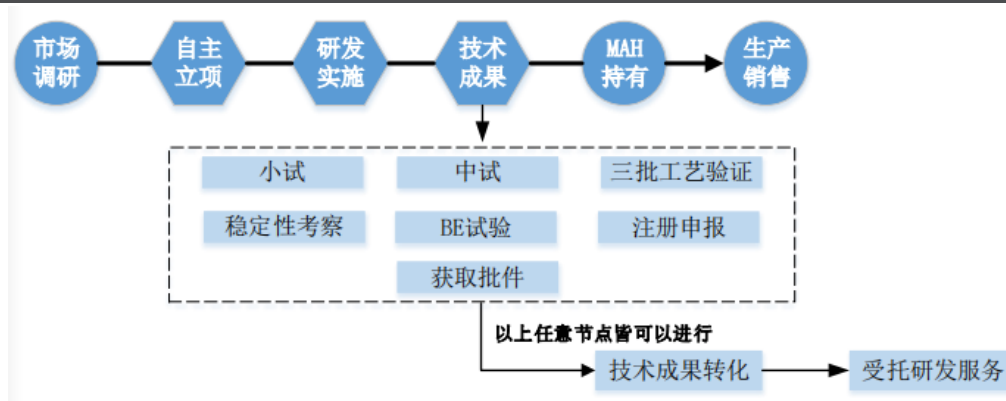
头孢拉定胶囊	一致性评价	一个规格全国首家
醋酸钙片	仿制药开发	一个规格全国首家
氯氮平片	一致性评价	全国第 2 家过评
缬沙坦氨氯地平片	仿制药开发	全国第 2 家仿制
坦索罗辛缓释胶囊	一致性评价	全国第 3 家仿制
左氧氟沙星片	仿制药开发	全国第 3 家仿制
左乙拉西坦口服溶液	仿制药开发	全国第 3 家仿制

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

3.2 研发技术成果转化：在研产品布局丰富，助力未来业绩增长

百诚医药在成立之初就建立丰富的自主研发管线，针对具有较高市场价值的药物品种进行自主研发，在取得阶段性技术研发成果后，根据市场需求及发展规划向客户予以推荐，推荐成功后客户委托公司在前期研发成果的基础上继续进行后续研发以缩短整个研发周期。同时在部分品种技术成果转化中，保留部分权益，药品上市销售后分享销售权益，进一步增厚公司的业绩。

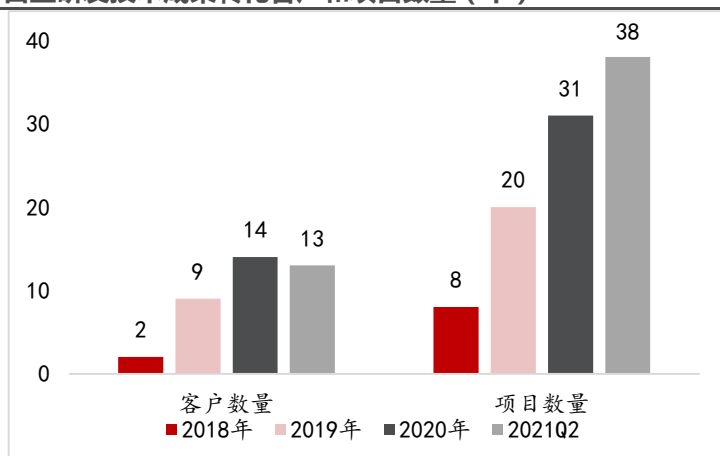
图 23：自主研发技术成果转化服务流程



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

自研项目转让收入维持较高增长。自研项目成果转化收入超过 1 个亿，2017-2021 年年均复合增长率超过 250%。随着自主研发技术成果转化营业收入的快速增加，该项业务收入占比呈不断增加趋势，2018 年至 2021 年，公司自主研发技术成果转化业务营业收入占比分别为 12.41%、17.42%、26.45%、28.28%。

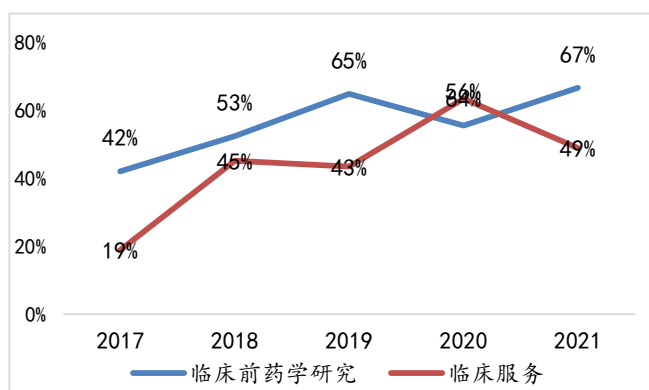
图 24：自主研发技术成果转化客户和项目数量（个）



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

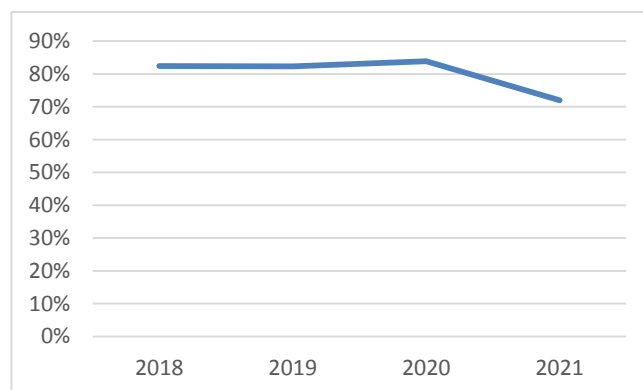
自主研发成果转化毛利率长期维持在高水平。毛利率维持在较高的水平原因在于：第一，公司经过市场考察，选择疗效确切，存在一定市场规模且公司具备研发实力的项目进行自主研发。第二，自主项目签订合同之前研发支出计入研发费用，签订合同后新增支出才计入项目营业成本。

图 25：自主研发技术成果转化毛利率及毛利（万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 26：自主研发技术成果转化毛利率（加回研发费用后）



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

截至 2021 年底，公司已经立项尚未转化的自主研发项目 250 余项，完成小试阶段 225 项，完成中试放大阶段 27 项，在验证生产阶段 6 项，累计已实现了 72 个项目的研发技术成果转化。2018 年至 2021 年 1-6 月，公司自主研发技术成果转化的数量分别为 5 个、11 个、11 个与 12 个。随着公司不断加大自主研发力度，较多的自主研发项目逐步取得了相对成熟的研发成果。另外，公司和客户在部分合同中保留了药品上市后销售分成权利，随着研发品种的成功上市，将会进一步增加公司收入。如公司与花园药业联合投资的缬沙坦氨氯地平片项目在 2021 年度获得权益分成 3217.14 万元（不含税）。

表 4：百诚医药拥有销售分成的项目（截止 2021.12.15）

合作项目	合作单位	目前进展	合作模式	成果归属
缬沙坦氨氯地平	花园药业	已上市	联合投资	共同享有
草酸艾司西酞普兰	花园药业	已上市	联合投资	共同享有
氨氯地平阿托伐他汀钙	花园药业	已申报	联合投资	共同享有

多巴丝肼片	花园药业	BE	联合投资	共同享有
咪塞米注射液	安徽长江药业	中试	联合投资	共同享有
硫唑嘌呤片	奥托康制药	已上市	联合投资	共同享有

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

3.3 CDMO：充沛产能和受托项目支撑快速发展

公司 CDMO 业务主要由全资子公司浙江赛默承接，主要为客户提供仿制药和创新药的工艺研发、工艺优化、质量及稳定性研究、定制生产等服务。浙江赛默位于金华金西开发区，目前建设面积 180 余亩，建设厂房 13.71 万平方米，截至 2021 年底，该基地累计投资 4.4 亿元，已经投入使用的厂房面积为 8.92 万 m²，建成药品研发生产线 12 条。2021 年下半年，浙江赛默的 CDMO 业务对外实现收入 940.14 万元，对内为公司的 57 个受托研发项目提供 CDMO 服务，为公司未来 CRO 业务和 CDMO 业务双线拓展、进一步提升研发价值奠定基础，

图 27：浙江赛默制药



资料来源：公司官网，民生证券研究院

3.4 创新布局与中药 CRO 业务打开远期成长空间

2016 年开始公司成立创新研发平台，布局创新研发，目前在研的创新药项目共 5 项，布局 H3、CDK4/6、PI3K、PPAR α / δ 等靶点，研发针对全新靶点的创新药物，并有潜力成为某些适应症中全球首创（first-in-class）以及研发针对临床成熟靶点，致力于打造全球最佳（best-in-class）或具突破性、差异性的新一代治疗药物，其中用于神经病理性疼痛的一类新药 BIOS-0618 已获得临床批件，进入一期研究。

表 5：百诚医药在研创新药项目

代号	靶点	进展	适应症
BIOS-0618	组胺 H3	1 期临床	神经病理性疼痛
BIOS-0619	CDK4/6	候选药物	脑胶质瘤、乳腺癌
BIOS-0620	PI3K	候选药物	肿瘤
BIOS-0621	PPAR α	候选药物	非酒精性脂肪肝（NASH）
BIOS-0622	PIK3	候选药物	慢阻肺（CDPD）

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

中药 CRO 团队逐步扩大，未来加强技术平台建设。2019 年公司开始组建中药 CRO 团队，2020 年完成浙江省首家中药医院制剂的登记备案工作，研究团队逐步扩大，由博士团队带领，负责中药医院制剂的研究，未来将会成为独立的部门。根据招股书披露，未来公司将进一步扩充公司医药研发覆盖领域，加大医疗器械、中药及天然药物技术研发平台等的建设，完善公司整体研发平台建设。

图 28：公司披露中药平台建设

公司拟通过本次募投项目的实施建立总部及研发中心，可以进行更长远的规划，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实验设备及软件系统，进一步提高公司的研发效率、研究质量，为公司业务扩大及技术创新提供软硬件支持和保障；进一步提升公司实验设施和条件，有利于吸引及培养更优秀的专业技术人才；进一步完善研发平台建设，从药物技术研发平台、检测技术研发平台、医疗器械技术研发平台、中药及天然药物技术研发平台、医药信息化技术平台、医药相关技术平台等方面进行完善建设，进一步提升公司研发体系建设，提高公司的研发技术实力，为客户提供更高难度、更高附加值及综合性的医药研发服务。

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

针对公司各个主营板块，我们做以下假设：(1) 受托研发服务：我们预计 2022-2024 年受托研发服务收入增速在 86%，68%和 56%。(2) 自主研发成果转化：板块收入增速快，项目溢价高，毛利率水平维持在 83%左右，我们预计 2022-2024 年收入增速为 70%、40%、35%。(3) 权益分成收入：首先缬沙坦氨氯地平仍在持续放量，其次 2021 年底草酸艾司西酞普兰片进入广东省联盟集采，预计 2022 年将收获相应收益分成，考虑后续还有其他销售分成项目陆续进入商业化阶段，预计 2022-2024 年收入增速为 100%、20%、20%。(4) CDMO 服务：赛默飞工厂 2021 年 9 月投入生产，对内为公司的 57 个受托研发项目提供 CDMO 业务服务，2022 年开始放量生产，预计 2022-2024 年增速为 150%、40%和 35%。

通过以上分析和假设，我们进行了业务拆分如下：

表 6：百诚医药业务拆分（百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	156.41	207.25	374.32	685.15	1055.94	1549.55
同比增速	90.47%	32.50%	80.61%	83.04%	54.12%	46.75%
毛利	97.29	136.39	251.78	461.22	697.40	1011.19
综合毛利率	62.20%	65.81%	67.26%	67.32%	66.05%	65.26%
自主研发技术成果转化						
收入	27.24	54.81	105.84	179.93	251.90	340.06
同比增速	167.32%	101.21%	93.10%	70.00%	40.00%	35%
毛利率	82.31%	83.20%	72%	83%	83%	83%
受托药品研发服务						
收入	122.15	142.89	213.56	397.35	667.90	1041.18
同比增速	77.54%	16.98%	49.46%	86.06%	68.09%	55.89%
毛利率	57.23%	59.08%	62.19%	59.21%	59.18%	59.29%
权益分成						
收入			32.17	64.34	77.21	92.65
同比增速				100%	20%	20%
毛利率			100%	100%	100%	100%
CDMO 收入						
收入			9.4	23.50	32.90	44.42
同比增速				150%	40%	35%
毛利率				25%	25%	25%
其他						
收入	7.02	9.55	13.35	20.03	26.03	31.24
同比增速	124.28%	36.04%	39.79%	50%	30%	20%
毛利率	60.83%	62.72%	60%	60%	60%	60%

资料来源：wind，民生证券研究院测算

综上，公司受托研发和自主研发技术成果转化业务快速增长，销售分成增厚利润空间，且 CDMO 和中药 CRO 板块未来潜力突出。我们预计公司 2022~2024 年营收分别为 7.26、10.95、15.83 亿元；归母净利润分别为 1.86、3.04、4.29 亿元；对应 2022~2024 年估值为 34 倍、21 倍、15 倍。

表 7：盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	374	726	1,095	1,583
增长率（%）	80.6	93.9	50.8	44.6
归属母公司股东净利润（百万元）	111	186	304	429
增长率（%）	93.5	67.0	63.9	41.1
每股收益（元）	1.03	1.72	2.81	3.97
PE	58	34	21	15
PB	2.8	2.6	2.3	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 04 月 26 日收盘价）

另外，根据公司招股说明书，从行业分类、主营业务和经营模式等方面考虑，我们选取了行业中与百诚医药业务最为相近的药明康德、康龙化成、阳光诺和三个公司，可比公司 2021 年市盈率为 76 倍，2022 年市盈率为 44 倍。百诚医药受托研发和自主研发技术成果转化业务快速增长，销售分成增厚利润空间，且创新药和中药 CRO 板块未来潜力突出，处于快速成长期。我们看好公司未来成长潜力，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表 8：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价(元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
603259	药明康德	102.45	1.72	2.79	3.36	69	37	30
300759	康龙化成	119.61	2.09	2.79	3.75	68	43	32
688621	阳光诺和	94.00	1.32	1.86	2.60	92	51	36
平均值						76	44	33
301096	百诚医药	59.15	1.03	1.72	2.95	58	34	20

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 4 月 26 日

5 风险提示

1) 仿制药行业政策变动的风险。行业政策风险是指因国家宏观政策发生变化，导致市场价格波动而产生风险。仿制药作为国家扶植的细分行业，在政策稳定情况下，将对仿制药企产生积极影响，如产生行业政策改变，将彻底并且完全的打击行业积极性。

2) 订单签订不及预期的风险。公司受托研发和 CDMO 业务等都是订单集成性业务板块，订单签订不及预期将明显影响公司的收入和利润。

3) 产能投放不及预期的风险。公司 CDMO 板块等需要大规模生产，产能投放不及预期将影响公司出货速度，从而影响产品交付，且最终影响回款和收入情况。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	374	726	1,095	1,583
营业成本	123	290	442	642
营业税金及附加	1	1	1	1
销售费用	7	7	11	16
管理费用	48	80	115	174
研发费用	81	163	224	332
EBIT	122	185	301	418
财务费用	1	2	4	5
资产减值损失	-1	-2	-2	-2
投资收益	-1	-1	1	3
营业利润	119	199	325	454
营业外收支	-0	0	0	1
利润总额	119	199	325	455
所得税	8	14	20	23
净利润	111	185	306	432
归属于母公司净利润	111	186	304	429
EBITDA	166	233	357	480

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,013	1,820	1,982	2,203
应收账款及票据	77	164	258	396
预付款项	13	29	49	77
存货	23	54	63	81
其他流动资产	99	135	179	238
流动资产合计	2,226	2,202	2,531	2,995
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	447	798	1,042	1,380
无形资产	61	61	61	61
非流动资产合计	699	1,047	1,288	1,622
资产合计	2,925	3,250	3,819	4,617
短期借款	5	8	10	13
应付账款及票据	134	319	508	772
其他流动负债	334	229	229	229
流动负债合计	473	556	747	1,015
长期借款	40	96	168	267
其他长期负债	94	94	94	94
非流动负债合计	134	190	262	361
负债合计	607	746	1,010	1,376
股本	108	108	108	108
少数股东权益	0	0	1	4
股东权益合计	2,318	2,503	2,809	3,241
负债和股东权益合计	2,925	3,250	3,819	4,617

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	80.61	93.92	50.80	44.64
EBIT 增长率	87.89	51.78	62.83	38.58
净利润增长率	93.52	67.02	63.89	41.09
盈利能力 (%)				
毛利率	67.26	60.11	59.64	59.43
净利率	29.65	25.54	27.92	27.29
总资产收益率 ROA	3.80	5.71	7.96	9.29
净资产收益率 ROE	4.79	7.41	10.83	13.25
偿债能力				
流动比率	4.71	3.96	3.39	2.95
速动比率	4.53	3.66	3.06	2.61
现金比率	4.26	3.27	2.65	2.17
资产负债率 (%)	20.76	22.97	26.45	29.80
经营效率				
应收账款周转天数	74.85	82.00	85.00	90.00
存货周转天数	68.07	65.00	50.00	45.00
总资产周转率	0.13	0.22	0.29	0.34
每股指标 (元)				
每股收益	1.03	1.72	2.81	3.97
每股净资产	21.43	23.14	25.97	29.96
每股经营现金流	1.34	1.39	3.61	4.80
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	58	34	21	15
PB	2.8	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	28.11	21.07	13.52	9.82
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	111	185	306	432
折旧和摊销	44	48	56	62
营运资金变动	-6	-87	25	23
经营活动现金流	145	151	390	520
资本开支	-248	-400	-300	-400
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-251	-401	-299	-396
股权募资	1,891	0	0	0
债务募资	113	59	74	102
筹资活动现金流	1,982	57	70	97
现金净流量	1,876	-193	162	220

插图目录

图 1：公司核心业务框架情况	3
图 2：项目盈利模式	4
图 3：公司迭代发展模式	4
图 4：公司股权结构分布图	5
图 5：公司收入及利润增速（百万）	6
图 6：公司毛利率与净利率	7
图 7：公司费用率分布情况	7
图 8：2021 年公司收入结构	7
图 9：仿制药产品结构升级相关主导政策	8
图 10：仿制药一致性评价主要内容	9
图 11：2017-2021 年注射剂一致性评价受理号数（个）	9
图 12：集采不同公司类型分布情况（个）	10
图 13：MAH 持有人四种类型	11
图 14：传统医药企业与新型药品研发投资公司	11
图 15：百诚医药 MAH 收入占比	11
图 16：2014-2023E 中国仿制药市场规模	12
图 17：中国改良型新药投融资趋势（个，亿人民币）	12
图 18：中国传统制药投融资趋势（个，亿人民币）	12
图 19：公司受托业务增长情况（万元）	13
图 20：受托服务研究毛利率	14
图 21：受托服务客户数量（个）	14
图 22：受托服务项目数量（个）	14
图 23：自主研发技术成果转化服务流程	15
图 24：自主研发技术成果转化客户和项目数量（个）	16
图 25：自主研发技术成果转化毛利率及毛利（万元）	16
图 26：自主研发技术成果转化毛利率（加回研发费用后）	16
图 27：浙江赛默制药	17
图 28：公司披露中药平台建设	18

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：核心技术人员情况	5
表 2：五轮国家集中采购分布情况	10
表 3：药物前三家通过情况	14
表 4：百诚医药拥有销售分成的项目（截止 2021.12.15）	16
表 5：百诚医药在研创新药项目	17
表 6：百诚医药业务拆分（百万元）	19
表 7：盈利预测与财务指标	20
表 8：可比公司 PE 数据对比	20
公司财务报表数据预测汇总	22

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001