

百诚医药 (301096.SZ)

业绩高增长，多业务线表现亮眼

买入

核心观点

2023 上半年收入利润齐增长，整体业绩上升势头强劲。2023H1 公司实现营业收入 4.24 亿元 (+72.53%)，归母净利润 1.19 亿元 (+40.51%)，扣非归母净利润 1.19 亿元 (+61.69%)。其中 23Q2 单季营收 2.63 亿元 (+75.45%)，归母净利润 0.84 亿元 (+28.86%)，扣非归母净利润 0.85 亿元 (+46.80%)。公司 23H1 和 23Q2 业绩均保持高速增长，扣非归母净利润增速高于归母净利润，主要系 22H1 政府补助等非经常损益较高所致。

多业务线表现亮眼，自研转化和 CDMO 业务持续贡献增量。分业务来看，23H1 临床前药学研究业务实现营业收入 1.25 亿 (+37.98%)，临床服务业务营收 0.70 亿 (+61.24%)，自主研发技术成果转化业务营收 1.90 亿 (+174.87%)，权益分成业务营收 0.17 亿元 (-46.30%)，CDMO 业务营收 0.17 亿 (+135.26%)。“药学+临床”受托研发、自研转化、CDMO 业务均实现收入高增长，其中毛利率较高的自研转化业务占比逐年提升，进一步成为公司发展的强劲引擎。权益分成业务收入有所下滑，主要系目前享受权益分成的 73 个产品中仅 6 个获批，易受单一产品销量变动影响，后续产品的获批有望带动权益分成业务放量。

高速增长的订单为公司未来业绩增长奠定坚实基础。2022 年公司新增订单 10.07 亿元，同比增长 24.69%，2023 上半年，公司新增订单 6.27 亿元，同比增长 56.30%，延续高增长态势，充足订单为未来业绩增长提供保障。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。

2023-2025 年营收 9.0/12.6/17.1 亿元，同比增速 47%/40%/36%，归母净利润 2.8/3.9/5.1 亿元，同比增速 46%/40%/30%，EPS 为 2.6/3.6/4.8 元，当前股价对应 PE 24/17/13x。公司作为综合性医药研发领先企业，秉承创新药和仿制药双线发展思路，一方面，深入布局高端制剂，通过“自研转化+权益分成”模式加深护城河，另一方面，打造“CRO+CDMO”一体化链条，产业链协同效应不断增强，预计未来 3 年公司各业务线有望保持高速增长。综合绝对估值与相对估值，公司价格区间为 79.23-88.55 元，较当前股价有 28-44%溢价空间，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：药物研发失败风险；订单执行不及预期风险；监管政策风险。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	374	607	896	1,258	1,713
(+/-%)	80.6%	62.3%	47.5%	40.4%	36.2%
净利润(百万元)	111	194	283	394	514
(+/-%)	93.5%	74.8%	45.6%	39.5%	30.3%
每股收益(元)	1.03	1.80	2.61	3.65	4.75
EBIT Margin	30.8%	21.6%	29.7%	31.0%	30.7%
净资产收益率 (ROE)	4.8%	7.8%	10.4%	13.1%	15.1%
市盈率 (PE)	60.1	34.4	23.6	16.9	13.0
EV/EBITDA	50.9	37.9	21.9	15.5	12.4
市净率 (PB)	2.88	2.69	2.46	2.21	1.96

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

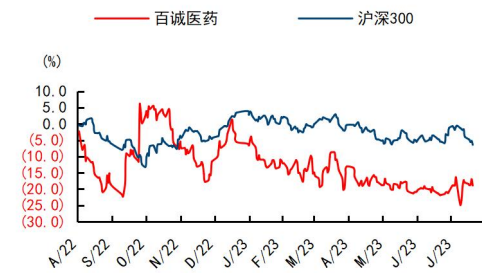
医药生物 · 医疗服务

证券分析师：张佳博 021-60375487 zhangjiabo@guosen.com.cn
S0980523050001
证券分析师：陈益凌 021-60933167 chenchenyiling@guosen.com.cn
S0980519010002

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	79.23 - 88.55 元
收盘价	61.70 元
总市值/流通市值	6674/4231 百万元
52 周最高价/最低价	87.61/56.62 元
近 3 个月日均成交额	78.28 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

2023 上半年收入利润齐增长，整体业绩上升势头强劲。2023H1 公司实现营收 4.24 亿元（+72.53%），归母净利润 1.19 亿元（+40.51%），扣非归母净利润 1.19 亿元（+61.69%）。其中 23Q2 单季营收 2.63 亿元（+75.45%），归母净利润 0.84 亿元（+28.86%），扣非归母净利润 0.85 亿元（+46.80%）。公司 23H1 和 23Q2 业绩均保持高速增长，扣非归母净利润增速高于归母净利润，主要系 22H1 政府补助等非经常损益较高所致。

图1：百诚医药营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：百诚医药单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



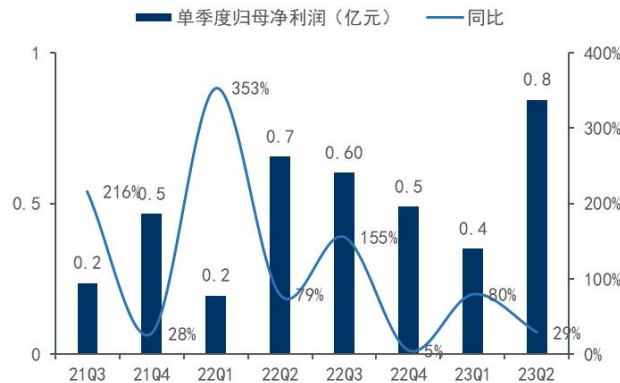
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：百诚医药归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：百诚医药单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

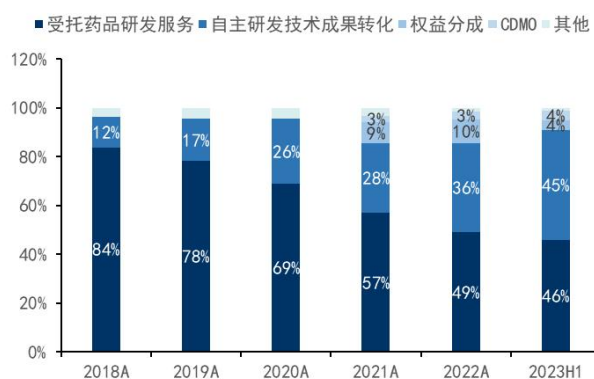
多业务线表现亮眼，自研转化和 CDMO 业务持续贡献增量。分业务来看，23H1 临床前药学研究业务实现营收 1.25 亿（+37.98%），临床服务业务营收 0.70 亿（+61.24%），自主研发技术成果转化业务营收 1.90 亿（+174.87%），权益分成业务营收 0.17 亿元（-46.30%），CDMO 业务营收 0.17 亿（+135.26%）。“药学+临床”受托研发、自研转化、CDMO 业务均实现收入高增长，其中毛利率较高的自研转化业务收入、毛利占比逐年提升，进一步成为公司发展的强劲引擎。权益分成业务收入有所下滑，主要系目前享受权益分成的 73 个产品中仅 6 个获批，易受单一产品销量变动影响，后续产品的获批有望带动权益分成业务放量。

表1: 百诚医药各板块营收情况 (亿元)

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023H1
受托药品研发服务						
收入	0.69	1.22	1.43	2.14	2.98	1.95
YOY	191.4%	77.6%	17.0%	49.5%	39.7%	45.5%
毛利率	49.1%	57.8%	59.1%	62.2%	56.4%	51.4%
其中: 临床前药学研究						
收入	0.37	0.82	0.80	1.59	2.18	1.25
YOY	100.5%	119.8%	-2.1%	99.5%	37.0%	38.0%
毛利率				66.7%	60.5%	58.2%
其中: 临床服务						
收入	0.32	0.41	0.63	0.54	0.80	0.70
YOY	522.5%	28.0%	55.4%	-14.0%	47.7%	61.2%
毛利率	45.2%	43.5%	63.5%	49.0%	45.4%	39.2%
自主研发技术成果转化						
收入	0.10	0.27	0.55	1.06	2.21	1.90
YOY	4820.6%	167.3%	101.2%	93.1%	108.7%	174.9%
毛利率	82.4%	82.3%	83.9%	72.0%	78.0%	82.8%
权益分成						
收入				0.32	0.58	0.17
YOY					79.7%	-46.3%
毛利率				100.0%	100.0%	100.0%
CDMO						
收入				0.09	0.21	0.17
YOY					121.3%	135.3%
毛利率				32.8%	32.1%	43.6%

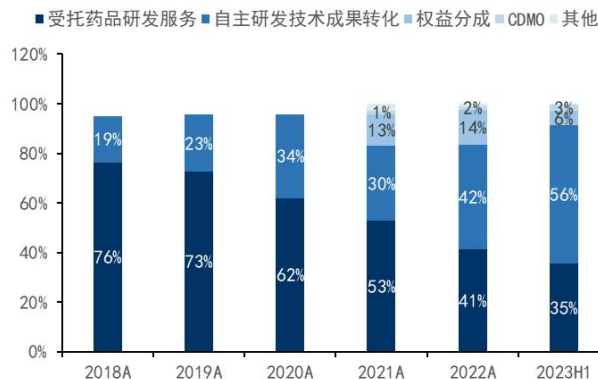
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 百诚医药各业务收入占比变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

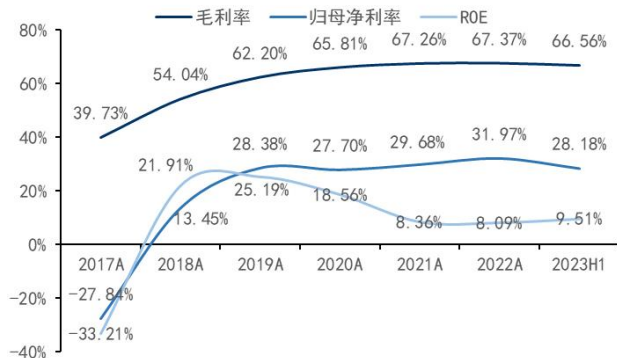
图6: 百诚医药各业务毛利占比变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

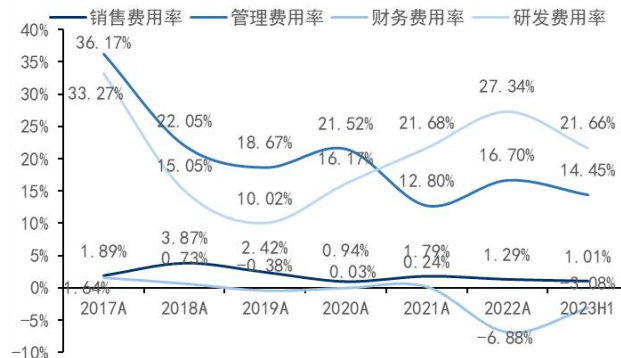
盈利能力相对稳定，管理、财务费用率有所上升。23H1 公司毛利率 66.56% (+0.97pp)，归母净利率 28.18% (-6.42pp)，归母净利率下滑较多主要系 22H1 政府补助等非经常损益较高所致，扣非后归母净利率同比下滑 1.89pp，在受托研发业务毛利率逐年下滑的情况下，毛利率较高的自研转化业务占比提升，维持了整体盈利能力的相对稳定。费用方面，23H1 管理费用率、财务费用率分别+2.39pp、+6.06pp，主要系股权激励费用摊销、募集资金消耗而利息减少所致；研发费用率-7.11pp，但研发费用仍保持 30% 的增长。

图7：百诚医药利润率变化情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8：百诚医药费用率变化情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

高速增长且充足的订单为公司未来业绩增长奠定坚实基础。2022 年公司新增订单 10.07 亿元，同比增长 24.69%，2023 上半年，公司新增订单 6.27 亿元，同比增长 56.30%，延续高增长态势，充足的订单为未来业绩增长提供保障。

图9：百诚医药新增订单变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图10：百诚医药应收账款变化

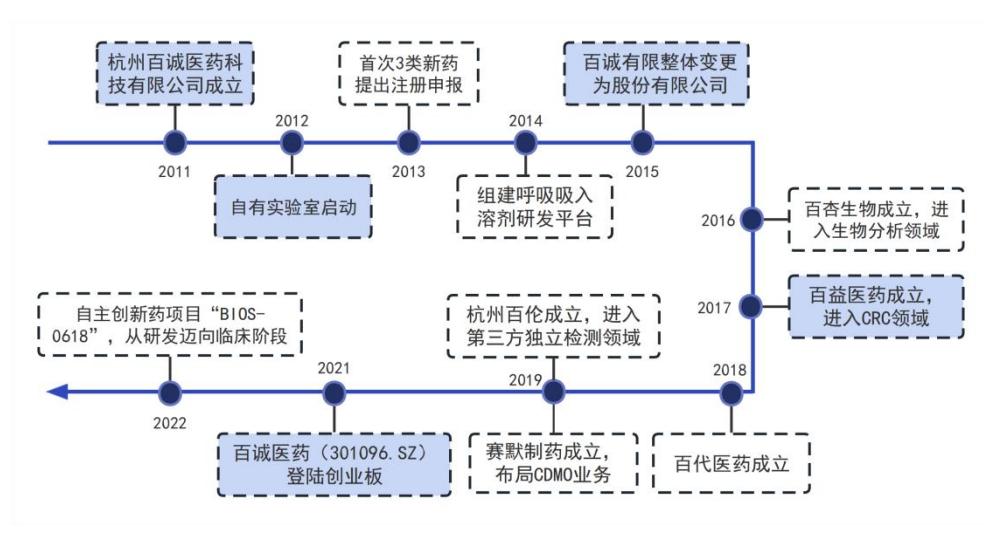


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

百诚医药是仿制药 CRO 龙头企业

深耕仿制药 CRO 十余载，战略布局 CDMO 和创新药。公司成立于 2011 年，早期以受托研发业务为主，提供仿制药开发及一致性评价服务，公司高度重视技术积累和自主研发，深入布局吸入制剂、透皮制剂、缓控释制剂、细粒剂高端制剂领域，推出“研发技术成果转化”和“销售权益分成”创新发展模式，改善单一受托研发业务模式，提升在仿制药 CRO 领域的核心竞争力。同时战略布局 CDMO 和创新药业务，挖掘更多业绩增长点。公司“受托研发+自研转化+权益分成+CDMO”的模式已日趋成熟，未来发展可期。

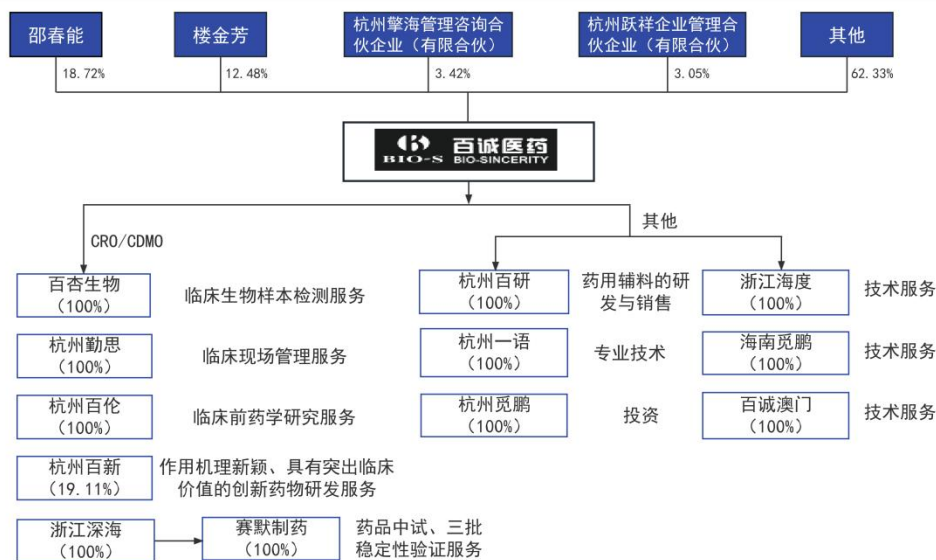
图11: 百诚医药发展历程



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

公司股权结构清晰, 架构完整。公司实控人为邵春能、楼金芳夫妇, 其中邵春能先生直接持股 18.72%, 楼金芳女士直接持股 12.48%, 两人合计直接和间接持股 36.01%。公司旗下拥有多家子公司, 其中百杏生物从事生物分析业务, 百伦检测从事第三方独立检测业务, 浙江赛默从事 CDMO 业务。同时, 公司 2023 年还在珠海、澳门等地设立子公司, 为后续的国际化进程做准备。

图12: 百诚医药股权结构以及主要参控股子公司 (2023 中报)



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

高管团队深耕行业、管理经验丰富。公司高管团队具备医药相关专业背景和丰富的一线从业经验, 能够敏锐洞察行业发展趋势并正确引领公司发展。公司董事长楼金芳女士是药学硕士, 在普利制药、康联药业等药企拥有超 20 年的研发工作经验; 副总经理贾飞是药物分析硕士, 有浙江省食品药品检验研究院任职经历; 副总经理冯恩光是中国科学院上海药物研究所博士, 具有海外药企 GSK 的任职经历; 副总经理陈安和陈晓萍都有药学/中药学背景以及丰富的职业经历。

表2: 百诚医药高管团队简介

高管	职务	学历	经历
楼金芳	董事长、总经理	药学硕士	1990年8月至1997年3月就职于海南亚洲制药有限公司，任车间主任；1997年3月至2005年8月先后就职于海南普利制药股份有限公司及其子公司杭州赛利药物研究所有限公司，任研究所所长；2005年8月至2007年10月就职于海南康联药业有限公司，任研发总监；2007年10月至2011年4月就职于杭州盛友医药技术开发有限公司，任研发总监；2011年4月至2015年8月就职于上海国创医药有限公司，任质量总监；2015年8月至今就职于百诚医药。
刘一凡	董事、副总经理、董秘	财务会计教育学士	2008年4月至2012年2月就职于浙江华元建设置业有限公司，任成本会计；2012年5月至2015年3月就职于浙江新通出入境服务有限公司，任主办会计；2015年10月加入公司。
贾飞	董事、副总经理	药物分析硕士	2001年8月至2013年8月就职于浙江省食品药品检验研究院，任化学药品室分析员；2013年9月至2017年12月就职于浙江省药品化妆品审评中心，任副科长；2018年1月加入公司。
冯恩光	副总经理	中国科学院上海药物研究所博士	2012年4月至2013年5月，在葛兰素史克美国公司任研究员；2013年12月至2017年4月在国际香料香精（浙江）有限公司任化学工艺工程师；2017年7月至2019年3月，在杭州阿诺生物医药科技股份有限公司任高级药物化学科学家组长；2019年4月加入公司。
陈安	副总经理、赛默制药总经理	药学学士	1998年3月至2001年4月，就职于台州市东港合成厂，历任质检科长；2001年5月至2013年4月，就职于浙江新东港药业股份有限公司，任QA经理、总经理助理；2013年5月至2021年8月，就职于万邦德制药集团股份有限公司，历任总经理助理、副总经理、常务副总经理；2021年11月加入公司。
陈晓萍	副总经理	中药学学士	2004年7月至2010年12月就职于杭州华卫制药技术开发有限公司，历任研发工程师、综合部主任；2011年1月至2013年10月就职于杭州南洋药业有限公司，历任质量研究工程师、实验室副主任；2013年10月加入公司。
颜栋波	财务总监	审计学学士	2013年7月至2019年8月在瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）浙江分所从事审计工作，历任审计助理、项目经理；2019年9月加入公司。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

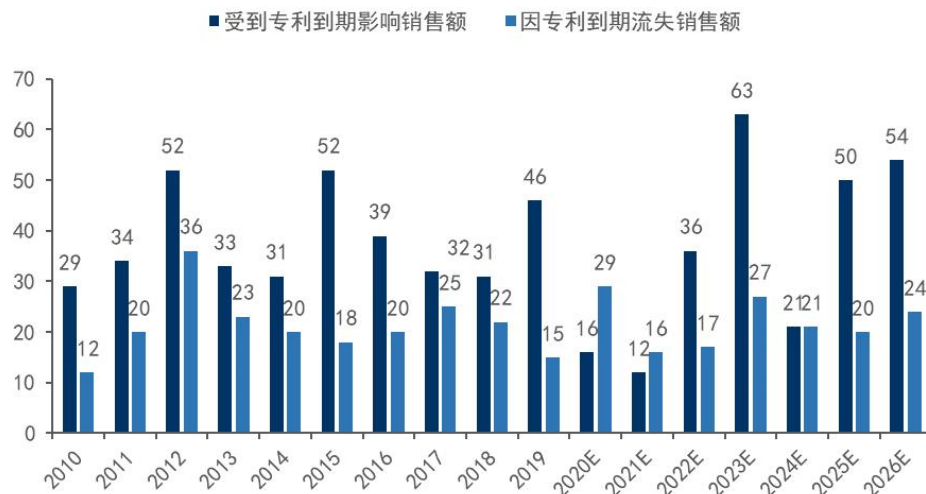
公司技术人员占比高，综合素质高，研发能力强。截至2023H1末，公司共有1459名员工，其中技术研发人员1012名，人员占比69%，技术人员中硕博人员占比28%，本科及以上学历人员占比为81%，整体学历及综合素质较高，公司在技术研发人才方面储备深厚，具有较强的核心竞争力。

股权激励充分合理，彰显经营信心。2022年6月，公司推出股权激励计划，激励对象包括董事、高管、核心技术和业务人员等197人，激励目标为2022/23/24年净利润增长率不低于45.78%/94.37%/142.97%（以2021年净利润为基数）。充分合理的股权激励彰显了公司对未来发展的信心，也有利于吸引优秀人才，激发员工积极性。

立足传统仿制药CRO，积极开拓新增长点

专利悬崖为仿制药创造巨大市场机会。根据Evaluate Pharma的数据，2023年将是专利到期的高峰期，受影响的药物销售金额预计达630亿美元，而由于专利到期将造成创新药企约270亿美元的销售额损失，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，从而带动相应仿制药研发、生产外包需求的快速增长。

图13: 2010-2026 年专利悬崖及对药企销售额的影响(十亿美元)

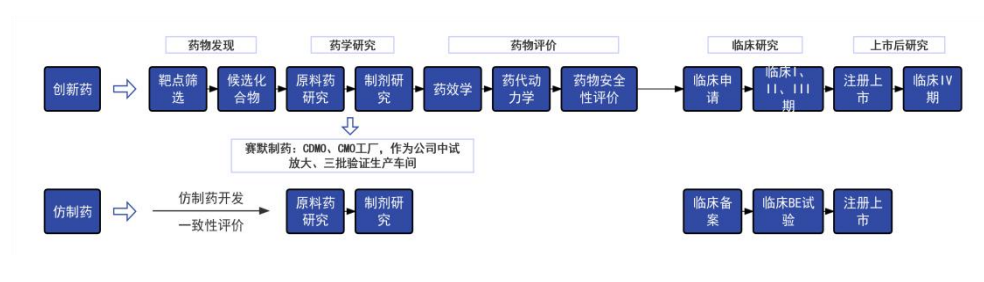


资料来源: Evaluate Pharma、前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

“药学研究+临床试验+CDMO”一体化服务链条不断成熟。公司在仿制药 CRO 领域深耕多年，是“药学+临床”综合型 CRO 领先企业之一，2019 年成立赛默制药布局 CDMO 业务，打造“药学研究+临床试验+定制研发生产”一体化服务模式。

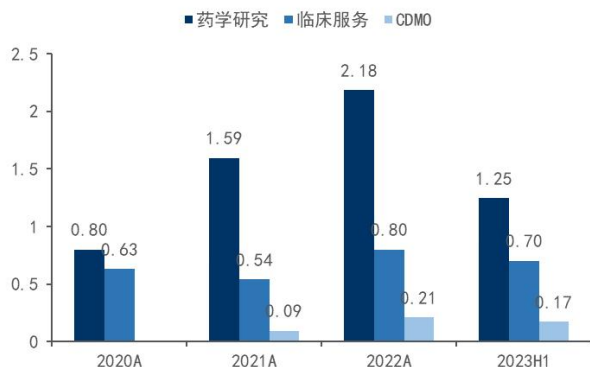
“CRO+CDMO”的协同效应不断显现，CRO 业务持续为 CDMO 业务导流赋能，23 上半年 CDMO 业务实现营收 0.17 亿元，同比增长 135.26%，实现毛利率 43.58%，较 22 年同期增加 8.99pp，截至 23H1 末，赛默制药累计已完成项目落地验证 270 多个品种，申报注册 133 个品种，位居全国前列。随着产品陆续获批，CDMO 业务有望进一步释放增长潜力。

图14: 仿制药与创新药 CRO 服务范围



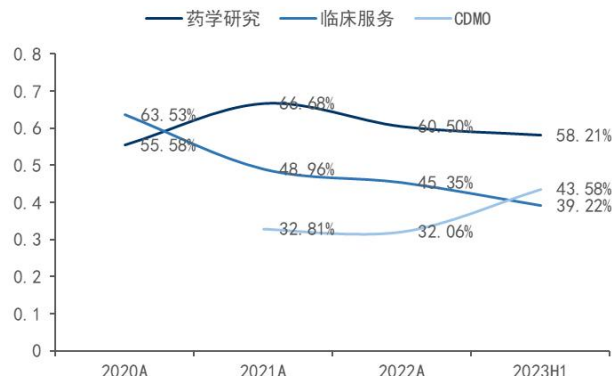
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图15: 药学研究、临床服务、CDMO 业务收入情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 药学研究、临床服务、CDMO 业务毛利率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

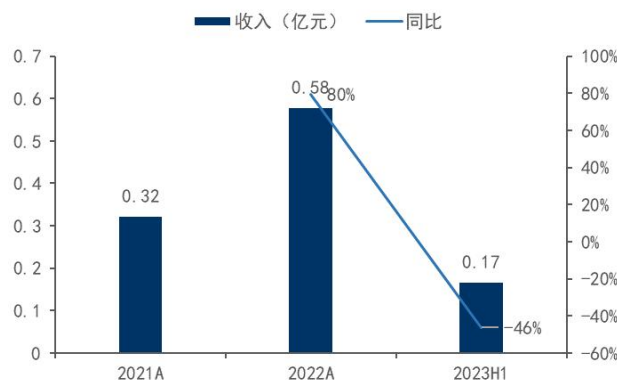
“自研转化+权益分成”创新发展模式优势初显，未来有望成为核心贡献点。公司创新性推出“自研转化+权益分成”模式，近年来不断显现发展优势。自研转化模式是公司针对部分药物品种先行自主立项研发，取得阶段性成果后向客户推荐，推荐成功后客户委托公司继续进行后续研发，该模式大大缩短了客户对该药品的研发周期，进一步增强客户粘性，23H1 公司转化了 47 个项目，较 22H1 增加 20 个，营收 1.90 亿（+174.87%），收入占比已高达 45%，呈现强劲发展势头，截至 23H1 末，公司已经立项尚未转化的自研项目 250 余项，充足的项目为业务持续高增长提供保障。权益分成方面，截至 23H1 末，公司拥有 73 项权益分成，已获批 6 项，随着产品陆续获批，权益分成收入有望明显放量。

图17: 自研转化收入及同比、毛利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 权益分成收入及同比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表3: 百诚医药研发项目数情况

	2021	2022	2022H1	2023H1
注册申报项目	62	115	58	65
获批项目	23	41	13	22
研发成果转化项目		71	27	47
已立项尚未转化的自主研发项目	250+	250+	250+	250+
其中: 小试阶段	225	177	137	154
完成中试放大阶段	27	64	36	36
验证生产阶段	6	17	19	18
拥有销售权益分成的项目	33	73	51	73
其中: 已获批项目		6	5	6

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

战略布局中药和创新药, 探寻未来新增长点。近年来国家鼓励中药发展政策频出, 公司紧抓市场机遇, 22 年新建中药天然药物中心, 截至 23H1 末已拥有 50 余人的专业研发团队, 硕博比达 42%, 主要从事中药新药、经典名方、同名同方、院内制剂及大健康产品的研究转化及开发。此外, 公司秉承创新药和仿制药研发双线发展思路, 战略布局创新药领域。截至 23H1 末, 公司在研创新药项目共 10 项, 其中自研一类新药 B10S-0618 片已完成 I 期临床试验数据统计, 预计 2023 下半年, 针对相应适应症的探索临床试验将正式启动。

公司盈利水平、研发投入处于业内领先地位。相较药明康德、康龙化成等创新药 CRO 及博济医药等仿制药 CRO, 公司毛利率、扣非归母净利率、研发投入占比处于业内领先水平, 主要系公司高度重视自主研发, 持续开拓自研转化业务, 该业务具备较强竞争力, 毛利率水平较高, 收入占比的持续提升有助于公司整体盈利能力的提升。

表3: 百诚医药与主要 CRO 公司对比

CRO 企业类型	公司名称	研发服务领域	业务环节					毛利率	扣非归母净利率	研发人员数量占比	研发支出/营收
			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	✓	✓	✓	✓	✓	37.3%	21.0%	82.7%	4.1%
	康龙化成	创新药为主, 兼顾仿制药	✓	✓	✓	✓	✓	36.7%	13.8%	89.4%	2.8%
细分专业型	泰格医药	创新药为主, 兼顾仿制药				✓		39.6%	21.7%	8.6%	3.3%
	美迪西	创新药为主, 兼顾仿制药	✓	✓	✓			40.8%	18.5%	87.6%	7.4%
	百诚医药	仿制药为主, 创新药为辅		✓		✓	✓	67.4%	27.9%	70.9%	27.3%
“药学+临床”综合型	博济医药	仿制药为主, 创新药为辅		✓	✓	✓		37.9%	3.1%	17.8%	10.3%
	百花医药	仿制药为主, 创新药为辅		✓		✓		39.9%	-10.6%	78.0%	7.9%
	太龙药业	仿制药为主, 创新药为辅		✓		✓		24.1%	-3.4%	31.3%	6.4%
	海特生物	仿制药为主, 创新药为辅		✓		✓		48.5%	-6.9%	43.3%	18.0%
	阳光诺和	仿制药为主, 创新药为辅		✓		✓	✓	55.5%	20.9%	84.5%	13.3%
	百诺医药	仿制药为主, 创新药为辅		✓		✓		73.3%	19.3%	-	38.9%

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注: 采用 2022 年数据

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

受托药品研发服务：受益于近几年“专利悬崖”带来的巨大仿制药市场机会，公司受托研发业务有望保持较快增长。其中药学研究收入增速 35%/25%/20%，毛利率 58%/57%/56%；由于项目推进，前期多个项目进入临床阶段，预计临床服务收入增速略快于药学，分别为 60%/40%/30%，毛利率预计稳定在 40%左右。

自主研发技术成果转化：截至 23H1 末，公司已立项为转化的项目 250 余项，自研项目储备丰富，预计自研转化业务占比有望进一步提升，2023-25 年营收增速预计为 80%/45%/45%，毛利率 82%/80%/78%。

权益分成：截至 23H1 末，公司拥有 73 项权益分成，已获批 6 项，多个项目处于注册阶段，23 年末和 24 年新产品有望陆续获批，收入有望明显放量，预计 2023-25 年营收增速为-47%/110%/50%，且该业务不产生成本，收入即为利润。

CDMO：公司 CDMO 业务布局时间较短，商业化项目较少，但申报注册项目数充足，位居全国前列。随着产品陆续获批和赛默制药产能利用率的不断提升，预计未来几年 CDMO 业务有望保持高速增长，2023-25 年营收增速 70%/70%/60%。毛利率方面，2023H1 毛利率 43.58%，有较大提升，预计未来几年稳定在 45%左右。

表4: 百诚医药营收拆分（亿元）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
受托药品研发服务					
收入	2.14	2.98	4.23	5.48	6.75
YOY	49.5%	39.7%	41.7%	29.5%	23.3%
毛利率	62.2%	56.4%	52.6%	51.4%	50.5%
其中：临床前药学研究					
收入	1.59	2.18	2.95	3.69	4.42
YOY	99.5%	37.0%	35.0%	25.0%	20.0%
毛利率	66.7%	60.5%	58.0%	57.0%	56.0%
其中：临床服务					
收入	0.54	0.80	1.28	1.79	2.33
YOY	-14.0%	47.7%	60.0%	40.0%	30.0%
毛利率	49.0%	45.4%	40.0%	40.0%	40.0%
自主研发技术成果转化					
收入	1.06	2.21	3.98	5.76	8.36
YOY	93.1%	108.7%	80.0%	45.0%	45.0%
毛利率	72.0%	78.0%	82.0%	80.0%	78.0%
权益分成					
收入	0.32	0.58	0.31	0.64	0.96
YOY		79.7%	-47.0%	110.0%	50.0%
毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
CDMO					
收入	0.09	0.21	0.35	0.60	0.96
YOY		121.3%	70.0%	70.0%	60.0%
毛利率	32.8%	32.1%	45.0%	45.0%	45.0%
营收合计					
	3.74	6.07	8.96	12.58	17.13
YOY	80.6%	62.3%	47.5%	40.4%	36.2%
毛利率	67.3%	67.4%	66.8%	66.6%	66.3%

资料来源：Wind、国信证券研究所整理和预测

综上所述，预计公司 2023-2025 年营收 9.0/12.6/17.1 亿元，同比增速 47%/40%/36%，毛利率为 67%/67%/66%。

未来 3 年业绩预测

表5: 未来 3 年盈利预测表

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	374	607	896	1258	1713
营业成本（百万元）	123	198	297	420	577
销售费用（百万元）	7	8	10	14	19
管理费用（百万元）	48	101	126	154	209
研发费用（百万元）	81	166	197	277	377
财务费用（百万元）	1	-42	-27	-19	-9
营业利润（百万元）	119	189	302	422	549
利润总额（百万元）	119	191	303	423	551
归母净利润（百万元）	111	194	283	394	514
归母净利润增速	93.5%	74.8%	45.6%	39.5%	30.3%
EPS（元）	1.03	1.80	2.61	3.65	4.75
ROE	4.8%	7.8%	10.4%	13.1%	15.1%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们预计公司 2023-2025 年营收 9.0/12.6/17.1 亿元，同比增速 47%/40%/36%，归母净利润 2.8/3.9/5.1 亿元，同比增速 46%/40%/30%。

盈利预测的敏感性分析

乐观假设与悲观假设在现有预测基础上下浮动 10%。

表6: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	374	607	925	1,336	1,868
(+/-%)	80.6%	62.3%	52.2%	44.5%	39.8%
净利润(百万元)	111	194	355	508	685
(+/-%)	93.5%	74.8%	82.7%	43.1%	34.9%
每股收益（元）	1.03	1.80	3.28	4.69	6.33
中性预测					
营业收入(百万元)	374	607	896	1,258	1,713
(+/-%)	80.6%	62.3%	47.5%	40.4%	36.2%
净利润(百万元)	111	194	283	394	514
(+/-%)	93.5%	74.8%	45.6%	39.5%	30.3%
每股收益（元）	1.03	1.80	2.61	3.65	4.75
悲观预测					
营业收入(百万元)	374	607	867	1,183	1,568
(+/-%)	80.6%	62.3%	42.7%	36.4%	32.6%
净利润(百万元)	111	194	215	293	368
(+/-%)	93.5%	74.8%	11.0%	36.1%	25.3%
每股收益（元）	1.03	1.80	1.99	2.71	3.40

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：78.23-89.58 元

表7：公司盈利预测假设条件（%）

公司	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	80.61%	62.27%	47.50%	40.43%	36.17%	31.67%	28.67%
营业成本/营业收入	32.74%	32.63%	33.16%	33.36%	33.65%	33.65%	33.65%
管理费用/营业收入	12.43%	16.32%	13.74%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
研发费用/营业收入	21.68%	27.34%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
销售费用/销售收入	1.79%	1.29%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%
营业税及附加/营业收入	0.15%	0.41%	0.33%	0.30%	0.34%	0.34%	0.34%
所得税税率	6.71%	-1.64%	6.71%	6.71%	6.71%	6.71%	6.71%
股利分配比率	9.11%	34.28%	19.53%	20.97%	24.93%	21.81%	22.57%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

表8：资本成本假设

指标	假设值	指标	假设值
无杠杆 Beta	0.91	T	6.71%
无风险利率	2.50%	Ka	8.87%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	0.97
公司股价	61.7	Ke	9.32%
发行在外股数	108	E/(D+E)	93.03%
股票市值(E)	6674	D/(D+E)	6.97%
债务总额(D)	500	WACC	9.01%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	2.00%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价格区间为 78.23-89.58 元，对应市值区间为 85-97 亿元。

绝对估值的敏感性分析

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表9：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.6%	8.8%	9.01%	9.2%	9.4%
永续增长率变化	2.6%	99.22	94.71	90.50	86.55	82.85
	2.4%	96.35	92.07	88.05	84.29	80.75
	2.2%	93.66	89.58	85.75	82.16	78.77
	2.0%	91.14	87.24	83.58	80.14	76.90
	1.8%	88.76	85.04	81.54	78.23	75.12
	1.6%	86.52	82.95	79.60	76.43	73.43
	1.4%	84.40	80.98	77.76	74.71	71.83

资料来源：国信证券经济研究所分析 *绝对估值分析时间 2023-8-18

相对估值：80.22-87.52 元

公司所处仿制药 CXO 领域未来几年有望在“专利悬崖”的带动下持续扩容，同时公司战略布局创新药领域，寻求新增长点。选取同处仿制药 CRO 赛道的博济医药、阳光诺和、创新药 CXO 赛道的康龙化成作为可比公司。根据 Wind 一致预期，可比公司 2023-25 年平均 PE 为 38/27/19x，公司为 24/17/13x，考虑到公司未来 3 年有望保持较高的业绩增速，以及目前 PEG 较低，给予公司 2024 年 PE 22-24x，合理价格区间为 80.22-87.52 元，对应市值区间为 87-95 亿元。

表10: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	23/8/18 股价	总市值 (亿元)	EPS				PE				ROE		PEG	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	22A	23E		
301096.SZ	百诚医药	61.70	67	1.80	2.61	3.65	4.75	34.37	23.61	16.92	12.98	7.82%	0.62		买入
300404.SZ	博济医药	8.89	33	0.08	0.14	0.20	0.29	104.10	62.18	45.04	31.03	3.24%	1.10		无评级
688621.SH	阳光诺和	58.11	65	1.95	1.98	2.79	3.77	52.53	29.28	20.86	15.42	17.39%	0.74		无评级
300759.SZ	康龙化成	27.18	451	1.16	1.19	1.60	2.12	58.92	21.23	15.78	11.89	13.03%	0.53		买入

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：除百诚医药外均为 Wind 一致预期

投资建议

预计 2023-2025 年营收 9.0/12.6/17.1 亿元，同比增速 47%/40%/36%，归母净利润 2.8/3.9/5.1 亿元，同比增速 46%/40%/30%，EPS 为 2.6/3.6/4.8 元，当前股价对应 PE 24/17/13x。公司作为综合性医药研发领先企业，秉承创新药和仿制药双线发展思路，一方面，深入布局高端制剂，通过“自研转化+权益分成”模式加深护城河，另一方面，打造“CRO+CDMO”一体化链条，产业链协同效应不断增强，预计未来 3 年公司各业务线有望保持高速增长。综合绝对估值与相对估值，公司价格区间为 79.23-88.55 元，较当前股价有 28-44%溢价空间，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在390-580元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为2.61%、风险溢价7.56%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来10年后公司TV增长率为2%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了可比公司2024年平均PE做为相对估值的参考，同时考虑公司较好的成长性，最终给予公司24年22-24倍PE估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来3年收入增长47%/40%/36%，可能存在对公司各业务收入增长预计偏乐观、进而高估未来3年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来3年毛利率分别为67%/67%/66%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。

药物研发失败及研发周期较长风险

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。此外，医药研发行业具有明显的高风险、高投入和长周期的特点，公司所从事的合同执行周期跨度普遍较长，期间可能发生国家政策变化、参比制剂变化或退市、客户产品规划及资金状况变化等情况，导致个别项目实际履行进度与预计进度不一致、付款不及时、项目效果未及预期等情况。合同的延期或终止会对公司未来的业务、财务状况及声誉造成影响。

经营规模扩大带来的管理风险

经过多年发展，公司积累了一批技术、管理人才，并建立了稳定的经营管理体系。随着业务量的增加，特别是本次募集资金投资项目建成投产后，公司资产规模及经营规模都将大幅提升。如果未来公司的经营管理机制无法匹配业务及经营规模的增长，不能持续保持较高的管理效率，则公司可能面临经营成本上升、盈利水平下降的风险。

订单执行不及预期的风险

公司在手订单充沛，新签订单高增长，存在由于外部因素/内部产能提升无法及时跟进导致订单执行不及预期的风险。

政策风险

药品监督管理部门对药品审批要求、审批的节奏变化或相关监管政策，会影响医药企业的研发投入及药品注册申报进度，进而对医药技术研发企业的经营业绩构成影响。若公司不能持续满足我国医药研发服务行业相关法律法规的监管要求，公司的经营活动可能会因此受到不利影响。

环保、安全生产风险

公司主要从事技术研发服务，全资子公司赛默制药主要从事定制研发生产服务，在提供研发和定制生产服务的过程中会涉及多种化学物质的研发、试制及生产，因此会产生废气、废水、固体废物等污染物。一旦发生环保或安全事故，公司将可能面临监管部门的处罚，进而对公司的正常生产经营活动产生不利影响。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2013	1239	1482	1499	1649	营业收入	374	607	896	1258	1713
应收款项	81	157	205	295	412	营业成本	123	198	297	420	577
存货净额	23	66	53	88	133	营业税金及附加	1	2	3	4	6
其他流动资产	108	148	243	338	448	销售费用	7	8	10	14	19
流动资产合计	2226	1610	1983	2219	2641	管理费用	48	101	126	154	209
固定资产	551	1068	1610	2171	2754	研发费用	81	166	197	277	377
无形资产及其他	61	82	79	76	72	财务费用	1	(42)	(27)	(19)	(9)
投资性房地产	87	170	170	170	170	投资收益	(1)	(1)	(0)	(1)	(1)
长期股权投资	1	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	1	0	(3)	(4)	(4)
资产总计	2925	2930	3842	4635	5637	其他收入	(78)	(150)	(181)	(260)	(357)
短期借款及交易性金融负债	234	9	500	766	1143	营业利润	119	189	302	422	549
应付款项	134	167	223	334	442	营业外净收支	(0)	2	1	1	1
其他流动负债	105	115	209	261	338	利润总额	119	191	303	423	551
流动负债合计	473	291	932	1361	1924	所得税费用	8	(3)	20	28	37
长期借款及应付债券	40	0	0	0	0	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	94	157	200	253	306	归属于母公司净利润	111	194	283	394	514
长期负债合计	134	157	200	253	306	现金流量表（百万元）					
负债合计	607	447	1133	1614	2230	净利润	111	194	283	394	514
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)	资产减值准备	3	5	18	9	11
股东权益	2318	2483	2710	3022	3408	折旧摊销	28	56	91	146	193
负债和股东权益总计	2925	2930	3842	4635	5637	公允价值变动损失	(1)	(0)	3	4	4
关键财务与估值指标						财务费用	1	(42)	(27)	(19)	(9)
每股收益	1.03	1.80	2.61	3.65	4.75	营运资本变动	79	(130)	82	5	(22)
每股红利	0.09	0.62	0.51	0.76	1.18	其它	(3)	(6)	(18)	(10)	(11)
每股净资产	21.43	22.95	25.05	27.94	31.50	经营活动现金流	216	121	458	549	689
ROIC	7.02%	7.02%	10%	11%	12%	资本开支	0	(576)	(651)	(716)	(787)
ROE	4.79%	7.82%	10%	13%	15%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	67%	67%	67%	67%	66%	投资活动现金流	1	(576)	(651)	(716)	(787)
EBIT Margin	31%	22%	30%	31%	31%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	38%	31%	40%	43%	42%	负债净变化	(95)	(40)	0	0	0
收入增长	81%	62%	47%	40%	36%	支付股利、利息	(10)	(67)	(55)	(83)	(128)
净利润增长率	94%	75%	46%	40%	30%	其它融资现金流	1872	(105)	491	266	377
资产负债率	21%	15%	29%	35%	40%	融资活动现金流	1662	(319)	436	184	249
股息率	0.2%	1.0%	0.8%	1.2%	1.9%	现金净变动	1879	(774)	243	17	150
P/E	60.1	34.4	23.6	16.9	13.0	货币资金的期初余额	134	2013	1239	1482	1499
P/B	2.9	2.7	2.5	2.2	2.0	货币资金的期末余额	2013	1239	1482	1499	1649
EV/EBITDA	50.9	37.9	21.9	15.5	12.4	企业自由现金流	0	(516)	(230)	(201)	(126)
						权益自由现金流	0	(662)	282	74	247

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032