

百诚医药 (301096.SZ)

业绩高增长，行业有望维持高景气

买入

核心观点

业绩高增长，营收端增速快于利润端。2023Q1-3 公司实现营收 7.14 亿元（+69.65%），归母净利润 2.01 亿元（+38.74%），扣非归母净利润 2.01 亿元（+50.96%）。其中 23Q3 单季营收 2.90 亿元（+65.61%），归母净利润 0.82 亿元（+36.26%），扣非归母净利润 0.81 亿元（+37.56%）。公司连续三个季度营收增速超 60%，主要得益于“技术转化+受托开发+权益分成”经营模式不断强化，充足的订单持续兑现，带动业绩高增长。营收端增速快于利润端，主要系受托研发竞争加剧拖累毛利率、股权激励费用摊销较 2022 年同期增加所致。

合同负债高速增长，充足的订单为公司未来业绩增长奠定坚实基础。2023 上半年，公司新增订单 6.27 亿元，同比增长 56.30%，截至 2023 年 Q3 末，公司合同负债 0.91 亿元，较 2022 年末增长 45%，合同负债高速增长体现公司新签订单的高速增长。充足的订单为未来业绩增长提供保障。

行业政策频出，或将带来新的业务增量。一方面，9 月 CDE 发布《仿制药质量和疗效一致性评价受理审查指南（征求意见稿）》，提出了口服固体制剂和注射剂以外其它剂型申报资料的要求，一致性评价范围有望扩展到所有剂型；10 月，国家药监局发布《关于无参比制剂品种仿制研究的公告》，明确无参比制剂品种仿制研究要求，未来无参比制剂品种的仿制药研究也有望为仿制药开发外包行业带来新的业务增量。另一方面，随着 MAH 委托生产的监管趋严，公司合规经营、质控严格的优势有望进一步凸显。

投资建议：经营态势持续向好，行业维持高景气，维持“买入”评级。公司连续三个季度业绩高增长，经营态势持续向好，仿制药开发方面政策频出，无参比制剂等有望带来新的业务增量，仿制药 CRO 行业有望维持高景气，上调盈利预测，预计 2023-2025 年营收 9.5/13.3/17.7 亿元（原为 9.0/12.6/17.1 亿元），同比增速 57%/40%/33%，归母净利润 2.8/3.9/5.1 亿元（原为 2.8/3.9/5.1 亿元），同比增速 46%/40%/30%，当前股价对应 PE 24/17/13x。公司是综合性医药研发领先企业，“受托开发+自研转化+权益分成”模式优势逐步显现，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。

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	953	1,331	1,771
(+/-%)	80.6%	62.3%	57.0%	39.6%	33.0%
净利润(百万元)	111	194	284	394	515
(+/-%)	93.5%	74.8%	46.4%	38.7%	30.6%
每股收益(元)	1.03	1.80	2.63	3.64	4.76
EBIT Margin	30.8%	21.6%	27.9%	29.2%	29.7%
净资产收益率 (ROE)	4.8%	7.8%	10.5%	13.0%	15.1%
市盈率 (PE)	62.8	35.9	24.5	17.7	13.6
EV/EBITDA	53.0	39.6	23.0	16.2	12.9
市净率 (PB)	3.01	2.81	2.57	2.31	2.05

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

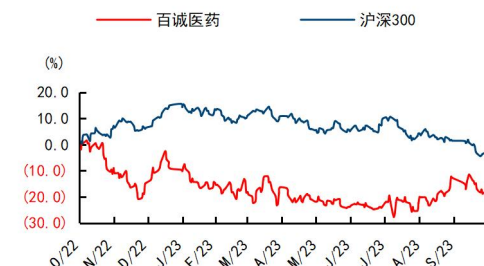
证券分析师：张佳博 021-60375487
zhangjiabo@guosen.com.cn
证券分析师：陈益凌 021-60933167
chenyiling@guosen.com.cn
S0980523050001 S0980519010002

联系人：凌珑
021-60375401
linglong@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	80.17 - 87.46 元
收盘价	64.50 元
总市值/流通市值	6977/4423 百万元
52 周最高价/最低价	85.35/56.62 元
近 3 个月日均成交额	112.32 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

《百诚医药 (301096.SZ) ——2023 年半年报点评：业绩高增长，多业务线表现亮眼》——2023-08-20

业绩高增长，营收端增速快于利润端。2023Q1-3 公司实现营收 7.14 亿元（+69.65%），归母净利润 2.01 亿元（+38.74%），扣非归母净利润 2.01 亿元（+50.96%）。其中 23Q3 单季营收 2.90 亿元（+65.61%），归母净利润 0.82 亿元（+36.26%），扣非归母净利润 0.81 亿元（+37.56%）。公司连续三个季度营收增速超 60%，主要得益于“技术转化+受托开发+权益分成”经营模式不断强化，充足的订单持续兑现，带动业绩高增长。营收端增速快于利润端，主要系受托研发竞争加剧拖累毛利率、股权激励费用摊销较 2022 年同期增加所致。

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

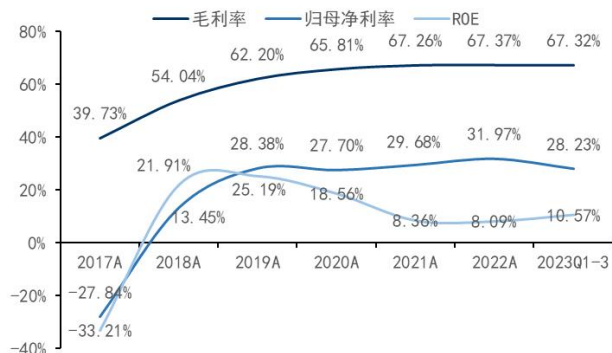
图4：百诚医药单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

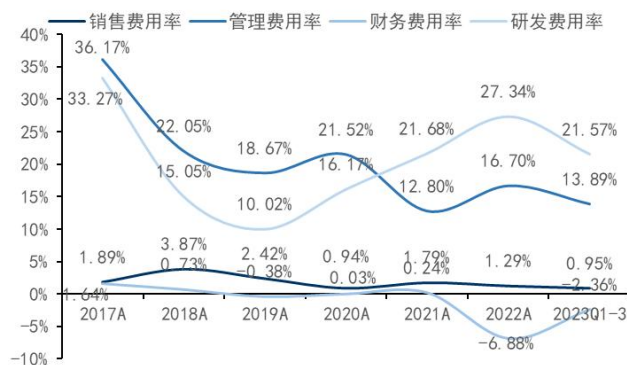
毛利率有所下滑，财务费用率有所上升。23Q3 公司毛利率 68.42%（-7.19pp），归母净利率 28.29%（-6.09pp），毛利率下滑估计系受托研发竞争加剧以及业务结构变化所致；销售费用率 0.85%（-0.09pp）、管理费用率 13.06%（-3.93pp）、财务费用率-1.30%（+4.79pp）、研发费用率 21.44%（-3.08pp），财务费用率同比上升，估计系募集资金消耗而利息减少所致；研发费用率有所下滑，但研发费用仍保持 45% 的增长。

图5: 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6: 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

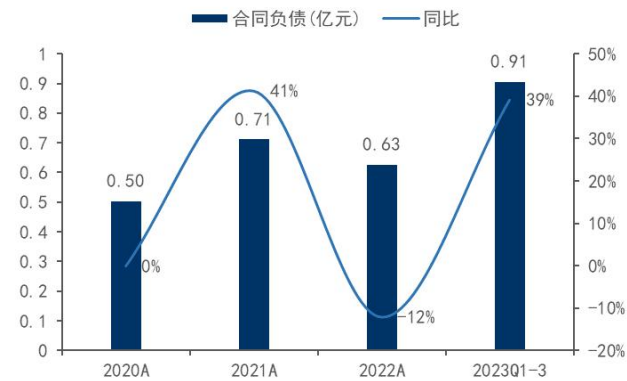
合同负债高速增长, 充足的订单为公司未来业绩增长奠定坚实基础。2023 上半年, 公司新增订单 6.27 亿元, 同比增长 56.30%, 截至 2023 年 Q3 末, 公司合同负债 0.91 亿元, 较 2022 年末增长 45%, 合同负债高速增长体现公司新签订单的高速增长。充足的订单为未来业绩增长提供保障。

图7: 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8: 百诚医药合同负债变化



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

行业政策频出, 或将带来新的业务增量。一方面, 9 月 CDE 发布《仿制药质量和疗效一致性评价受理审查指南（征求意见稿）》，提出了口服固体制剂和注射剂以外其它剂型申报资料的要求, 一致性评价范围有望扩展到所有剂型; 10 月, 国家药监局发布《关于无参比制剂品种仿制研究的公告》，明确无参比制剂品种仿制研究要求, 未来无参比制剂品种的仿制药研究也有望为仿制药开发外包行业带来新的业务增量。另一方面, 随着 MAH 委托生产的监管趋严, 公司合规经营、质控严格的优势有望进一步凸显。

投资建议: 经营态势持续向好, 行业维持高景气, 维持“买入”评级。公司连续三个季度业绩高速增长, 经营态势持续向好, 仿制药开发方面政策频出, 无参比制剂等有望带来新的业务增量, 仿制药 CRO 行业有望维持高景气, 上调盈利预测, 预计 2023-2025 年营收 9.5/13.3/17.7 亿元（原为 9.0/12.6/17.1 亿元），同比增速 57%/40%/33%，归母净利润 2.8/3.9/5.1 亿元（原为 2.8/3.9/5.1 亿元），同比增速 46%/40%/30%，当前股价对应 PE 24/17/13x。公司是综合性医药研发领

先企业，“受托开发+自研转化+权益分成”模式优势逐步显现，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。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	2023/10/26	总市值 亿元	EPS				PE				ROE		PEG	投资评级
		股价		22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	22A	23E	23E	
301096.SZ	百诚医药	64.50	70	1.80	2.63	3.64	4.76	35.93	24.54	17.70	13.56	7.82%	0.64	0.64	买入
300404.SZ	博济医药	8.42	31	0.08	0.13	0.19	0.29	104.10	64.40	44.16	29.53	3.24%	1.15	1.15	无评级
688621.SH	阳光诺和	63.35	71	1.95	1.98	2.80	3.79	52.53	31.95	22.62	16.70	17.39%	0.81	0.81	无评级
300759.SZ	康龙化成	27.61	455	1.16	1.06	1.40	1.87	58.92	24.08	18.15	13.62	13.03%	0.70	0.70	无评级

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

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2013	1239	1517	1499	1649	营业收入	374	607	953	1331	1771
应收款项	81	157	218	312	426	营业成本	123	198	341	468	613
存货净额	23	66	64	103	145	营业税金及附加	1	2	3	4	6
其他流动资产	108	148	259	357	463	销售费用	7	8	10	15	19
流动资产合计	2226	1610	2058	2271	2682	管理费用	48	101	126	163	216
固定资产	551	1068	1610	2171	2754	研发费用	81	166	210	293	390
无形资产及其他	61	82	79	76	72	财务费用	1	(42)	(29)	(20)	(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	3917	4687	5678	其他收入	(78)	(150)	(194)	(276)	(370)
短期借款及交易性金融负债	234	9	500	725	1117	营业利润	119	189	304	421	550
应付款项	134	167	269	392	484	营业外净收支	(0)	2	1	1	1
其他流动负债	105	115	237	295	363	利润总额	119	191	305	422	551
流动负债合计	473	291	1006	1412	1964	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	284	394	515
长期负债合计	134	157	200	253	306	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	607	447	1207	1665	2270	净利润	111	194	284	394	515
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	2711	3023	3409	折旧摊销	28	56	91	146	193
负债和股东权益总计	2925	2930	3917	4687	5678	公允价值变动损失	(1)	(0)	3	4	4
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	1	(42)	(29)	(20)	(9)
每股收益	1.03	1.80	2.63	3.64	4.76	营运资本变动	79	(130)	116	11	(38)
每股红利	0.09	0.62	0.51	0.76	1.19	其它	(3)	(6)	(18)	(10)	(11)
每股净资产	21.43	22.95	25.07	27.95	31.52	经营活动现金流	216	121	493	555	674
ROIC	7%	7%	10%	11%	12%	资本开支	0	(576)	(651)	(716)	(787)
ROE	5%	8%	10%	13%	15%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	67%	67%	64%	65%	65%	投资活动现金流	1	(576)	(651)	(716)	(787)
EBIT Margin	31%	22%	28%	29%	30%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	38%	31%	37%	40%	41%	负债净变化	(95)	(40)	0	0	0
收入增长	81%	62%	57%	40%	33%	支付股利、利息	(10)	(67)	(56)	(83)	(128)
净利润增长率	94%	75%	46%	39%	31%	其它融资现金流	1872	(105)	491	225	392
资产负债率	21%	15%	31%	36%	40%	融资活动现金流	1662	(319)	436	143	264
股息率	0.1%	1.0%	0.8%	1.2%	1.8%	现金净变动	1879	(774)	278	(18)	150
P/E	62.8	35.9	24.5	17.7	13.6	货币资金的期初余额	134	2013	1239	1517	1499
P/B	3.0	2.8	2.6	2.3	2.0	货币资金的期末余额	2013	1239	1517	1499	1649
EV/EBITDA	53.0	39.6	23.0	16.2	12.9	企业自由现金流	0	(516)	(197)	(196)	(141)
						权益自由现金流	0	(662)	316	39	249

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