



2023-11-08

公司深度报告

买入/首次

百诚医药(301096)

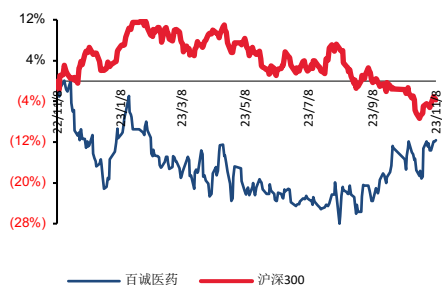
目标价: 91

昨收盘: 70.23

医药生物 医疗服务

业务多点开花，CRO 新星高成长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	109/69
总市值/流通(百万元)	7,649/4,868
12 个月最高/最低(元)	80.48/57.16

相关研究报告:

证券分析师: 周豫

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190523060002

报告摘要

深耕仿制药 CRO 领域多年，订单充沛驱动业绩高增长。百诚医药是一家以技术开发为核心的 CRO，深耕仿制药领域多年，业务从受托研发起家，随后逐步拓展至 CDMO 以及创新药、中药等领域。公司近年来业绩高速增长，2023 前三季度营收和利润分别为 7.14、2.01 亿元，分别同比增长 69.65%、38.74%，2018-2022 年 CAGR 分别为 64.91%、104.78%；此外，公司新签订单高增长，2023H1 实现新签订单 6.27 亿元，同比增长 56.30%，充沛的在手订单保证未来业绩的高增长。

传统受托+转化分成共发力，布局 CDMO 打造一体化链条。除传统受托研发服务外，公司还自主立项研发项目，并向客户转化获取更高溢价，其中部分项目具备分成权益，可进一步增厚公司利润空间。此外，公司不断加大 CDMO 业务布局力度，打造一体化服务链条，不但能提升前端业务的研发效率，还能为 MAH 客户提供后端大规模生产服务，2023H1 对内对外 CDMO 业务合计实现收入 5940.61 万元，承接项目 190 余个。

新业务布局多点开花，不断寻求中长期增长曲线。公司不断加大对中药、创新药等新业务的建设力度，于 2022 年建立了中药天然药物中心、大分子生物药平台，并完善了药理毒理研究中心。随着各类技术平台能力的不断完善，各类新业务未来有望逐步成为公司中长期增长曲线。

投资建议：我们预计 2023 年-2025 年公司营收为 9.30/13.65/19.14 亿元，同比增长 53.1%/46.8%/40.2%；归母净利为 2.73/3.96/5.79 亿元，同比增长 40.4%/45.4%/46.1%，我们给予 2024 年预测归母净利 25 倍 PE，对应目标市值 99 亿元，目标价 91 元/股，首次覆盖，给予“买入评级”。

风险提示：仿制药一致性评价业务增速放缓或减少、新签订单不及预期、人力成本上升及人才流失、药物研发失败、行业监管政策等风险。

■ 盈利预测和财务指标:

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	607	930	1365	1914
(+/-%)	62.30	53.21	46.77	40.22
归母净利(百万元)	194	273	396	579
(+/-%)	74.78	40.39	45.44	46.10
摊薄每股收益(元)	1.80	2.50	3.64	5.32
市盈率(PE)	37.95	28.06	19.29	13.21

资料来源: Wind, 太平洋证券, 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、百诚医药：业务多点开花，CRO 新星高成长	4
（一）技术开发为核心，高管行业经验丰富	4
（二）业绩强劲增长，收入利润高增速	6
二、受托业务高增长，多业务共同发力	8
（一）传统受托业务范围广，覆盖药学、临床及注册	8
（二）营收快速增长，新签订单高增速	10
三、自研转化抢先布局，权益分成增厚盈利	11
（一）自研转化抢先布局，在研品种储备丰富	11
（二）权益分成增厚利润，多品种有望逐步获批	13
四、布局 CDMO 业务，打造一体化服务链条	14
五、新业务多点布局，寻求中长期增长曲线	16
六、盈利预测与投资建议	18
（一）盈利预测	19
（二）投资建议	20
七、风险提示	21

图表目录

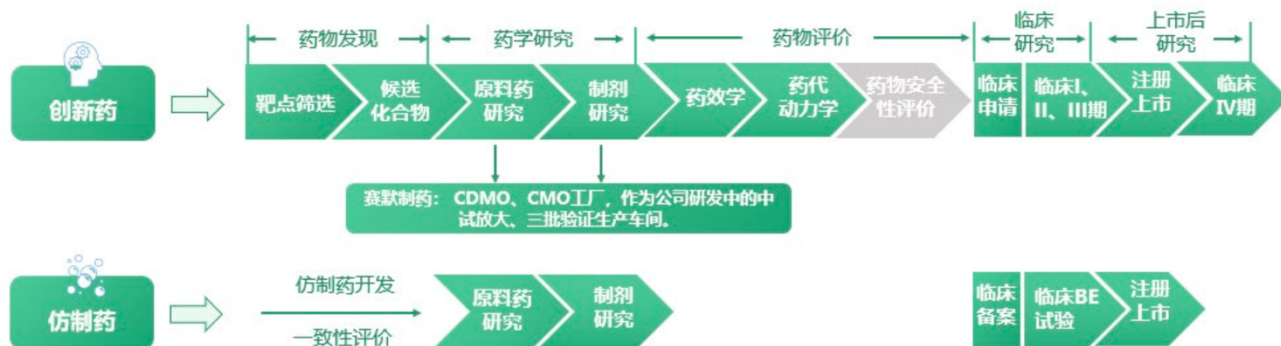
图表 1：公司主营业务	4
图表 2：公司发展历程	5
图表 3：公司股权结构	6
图表 4：2017-2023Q3 营业收入(亿元)	7
图表 5：2017-2023Q3 归母净利润(亿元)	7
图表 6：公司分业务营业收入情况(亿元)	7
图表 7：公司分业务营业收入占比	7
图表 8：2018-2023H1 公司毛利率及净利率	8
图表 9：2018-2023H1 公司分业务毛利率	8
图表 10：2018-2023H1 公司期间费用率情况	8
图表 11：公司药学研究主要覆盖范围	9
图表 12：2018-2023H1 受托研发营收(亿元)	10
图表 13：2023H1 受托研发构成	10
图表 14：2021-2023H1 新签订单(亿元)	11
图表 15：自主研发技术成果转化服务流程	12
图表 16：2018-2023H1 自研转化营收及研发费用(亿元)	13
图表 17：2018-2023H1 转化项目数量	13
图表 18：2023H1 自主研发项目构成	13
图表 19：2018-2023H1 权益分成营收(万元)	14
图表 20：2018-2023H1 权益分成项目数	14
图表 21：CDMO 业务竞争优势	15
图表 22：原料&制剂 CDMO/CMO 产业化服务平台	15
图表 23：2021-2023H1 对外服务营收(万元)	16
图表 24：2021-2023H1 对内服务项目数	16
图表 25：创新药物研发平台聚焦领域	17
图表 26：公司创新药在研管线	18
图表 27：收入拆分及盈利预测	20
图表 28：可比公司估值表	21

一、百诚医药：业务多点开花，CRO 新星高成长

（一）技术开发为核心，高管行业经验丰富

技术开发为核心竞争力，具备全链条服务能力。百诚医药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）。公司提供“药学研究+临床试验+定制研发生产”的综合药物研发及生产一体化服务，在强化受托研发服务竞争优势的同时，积极推进研发技术成果的转化，持续保持对自主研发的投入，以产品开发的主导性、领先性、完整性，实现与合作伙伴共融共享。目前公司业务涵盖药物发现、药学研究、临床试验、定制研发生产、注册申请等药物研发及生产全链条环节。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，公司已为国内 500 余家客户提供了 600 余项药学研究、临床试验或一体化研发服务。

图表 1：公司主营业务

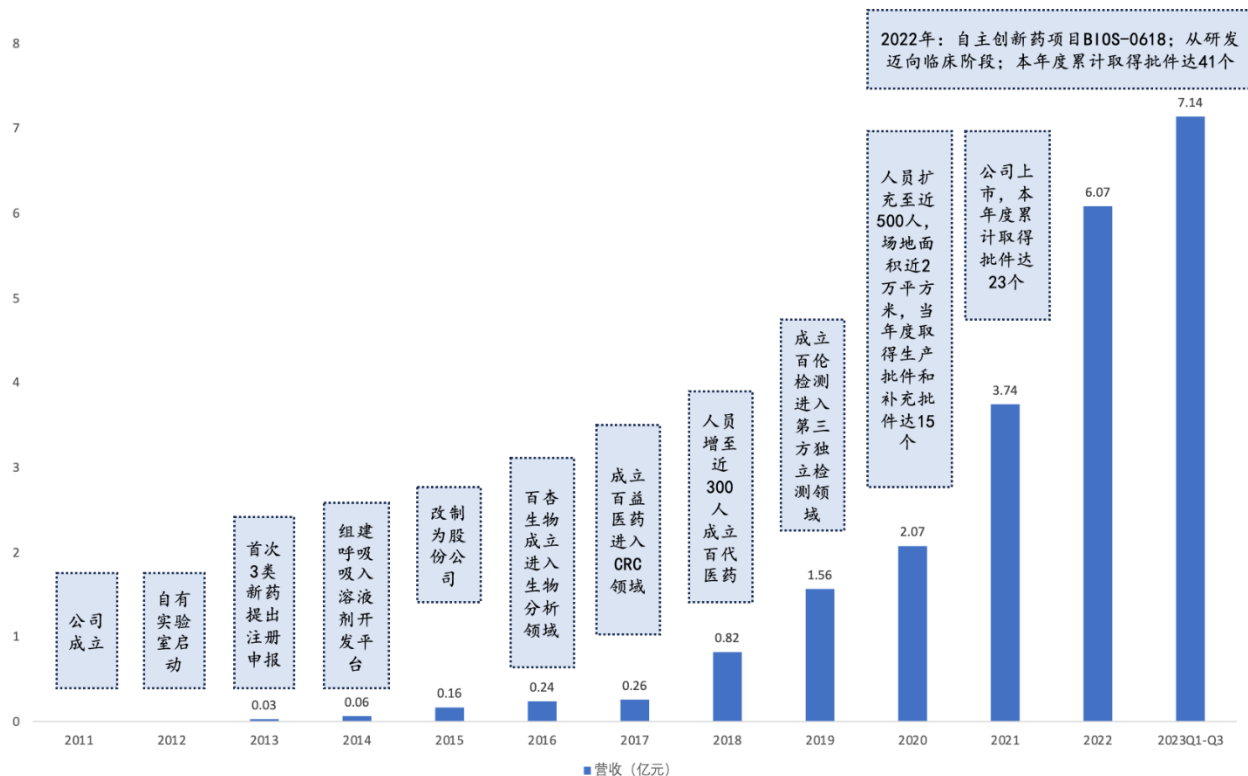


资料来源：公司 2023 年中报，太平洋证券整理

公司发展多年具备较强竞争力，核心高管具备 30 余年行业经验。公司成立于 2011 年，经过多年的发展，公司已成为国内具有较强竞争力的综合性医药研发企业，并获得行业内客户的广泛认可和好评。基于强大的研发实力和丰富的技术成果，公司先后获“国家高新技术企业”、“省级企业研究院”等荣誉称号。此外，公司董事长、总经理楼金芳女士具备 30 余年医药行业经验，行业积淀深厚。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 2015 年 12 月就职于百诚有限，任总经理；2015 年 12 月至今就职于股份公司，现任公司董事长、总经理。

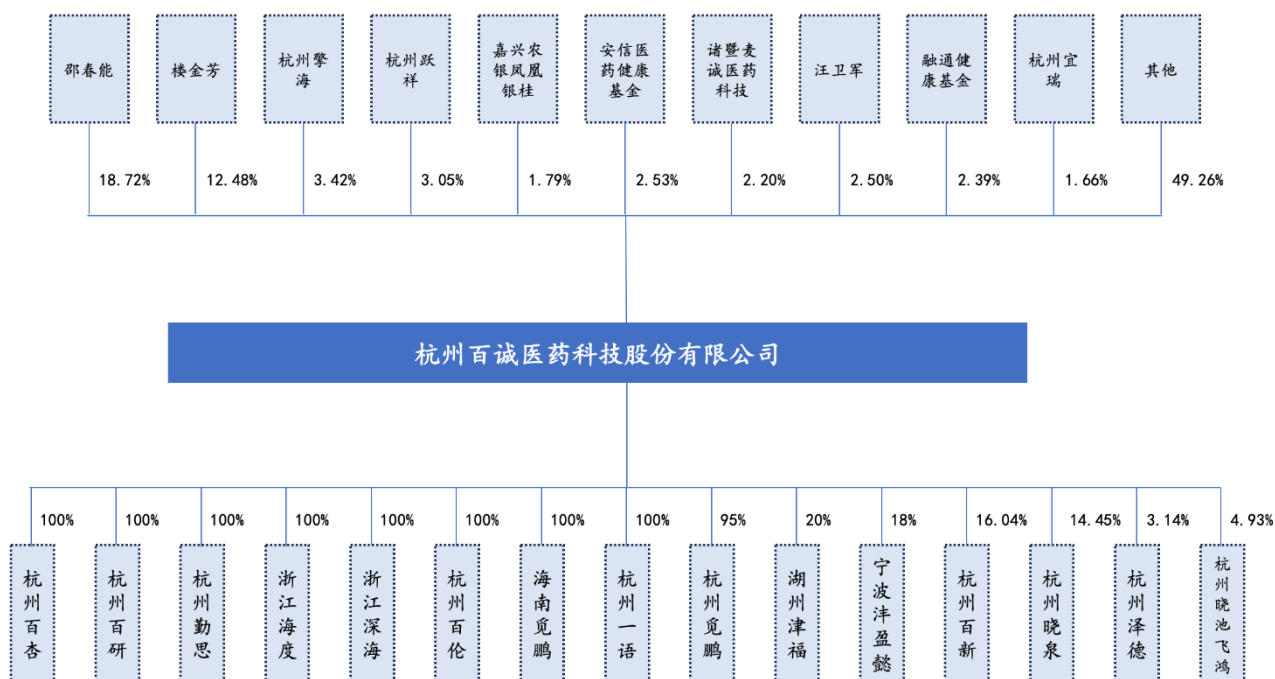
图表 2：公司发展历程



资料来源：公司官网，iFinD，太平洋证券整理

公司股权结构清晰，员工持股平台激励到位。截至 2023 年 9 月 30 日，邵春能、楼金芳为公司实控人，分别持有公司 2025、1350 万股，持股比例分别为 18.72%、12.48%；此外，二人还通过持股平台持股，合计持股比例为 35.5%。此外，公司于 2022 年 6 月对 197 名高管及核心员工进行股权激励，为公司长期的健康发展及人才激励奠定基础。

图表 3：公司股权结构

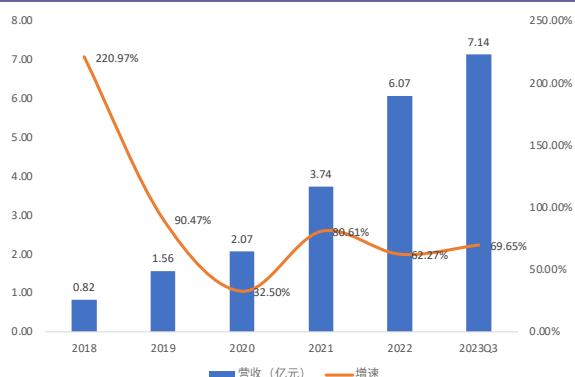


资料来源：公司 2023 年三季报，太平洋证券整理

(二) 业绩强劲增长，收入利润高增速

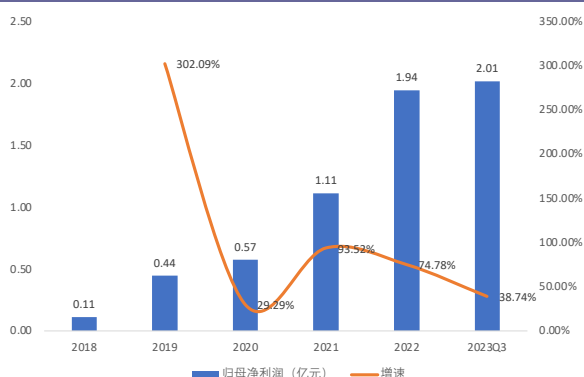
公司近年来业绩强劲增长，收入及利润均保持高增速。从收入端来看，公司 2018 年营业收入仅有 0.82 亿元，随后快速增长到 2022 年的 6.07 亿元，2018 年-2022 年 CAGR 为 64.91%，2023 年前三季度营业收入为 7.14 亿元，同比增长 69.65%。从利润端来看，公司 2018 年归母净利润仅有 0.11 亿元，随后快速增长到 2022 年的 1.94 亿元，2018 年-2022 年 CAGR 为 104.78%，2023 年前三季度归母净利润为 2.01 亿元，同比增长 38.74%。公司近年来收入及利润均保持高增速，展现出良好的发展势头。

图表 4：2017-2023Q3 营业收入(亿元)



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

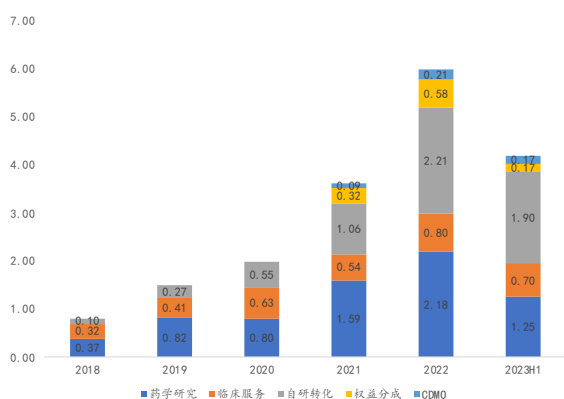
图表 5：2017-2023Q3 归母净利润（亿元）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

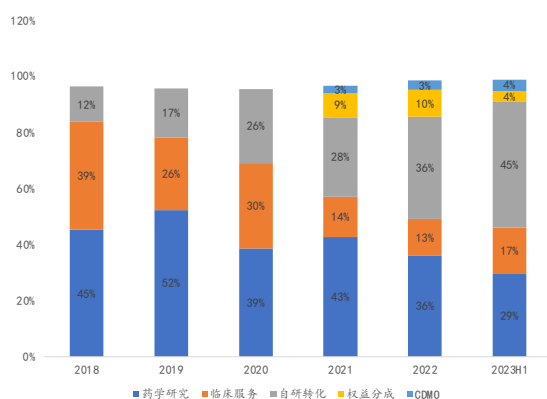
各项业务收入持续增长，自研成果转化业务占比不断提升。分板块来看，近年来自研成果转化板块的业务占比不断提升，临床服务板块的业务占比相对有所降低，临床前药学研究板块的业务占比基本保持稳定。截至 2023H1，临床前药学研究业务实现收入 1.25 亿元，占比为 29%；临床研究业务实现收入 0.70 亿元，占比为 17%；自研成果转化业务实现收入 1.90 亿元，占比为 45%；权益分成业务实现收入 0.17 亿元，占比为 4%；CDMO 业务实现收入 0.17 亿元，占比为 4%。

图表 6：公司分业务营业收入情况（亿元）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表 7：公司分业务营业收入占比

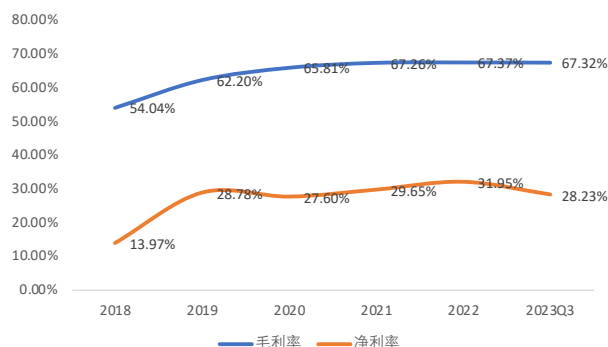


资料来源：iFinD，太平洋证券整理

整体利润率稳中有升，自研成果转化毛利率超 80%。近年来，公司毛利率保持稳中有升的态势，由 2018 年的 54.04% 提升至 2022 年的 67.37%，2023Q3 毛利率为 67.32%；净利率由 2018 年的 13.97% 持续增长至 2022 年的 31.95%，2023Q3 净利率为 28.23%。分板块来看，临床前药学研究业务毛利率整体基本保持稳定，2023H1 为 58.21%；临床服务业务毛利率有所下滑，2023H1 为 39.22%；

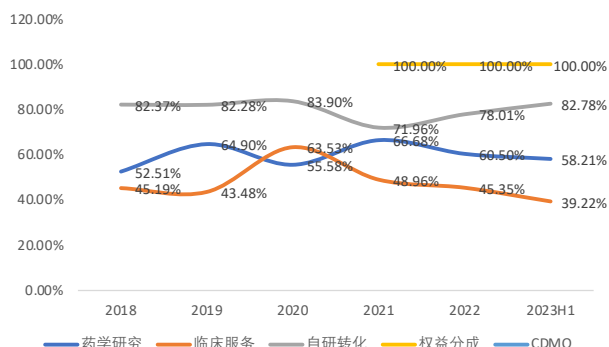
自研成果转化业务毛利率基本保持在较高水平，2023H1 为 82.78%。

图表 8：2018-2023H1 公司毛利率及净利率



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

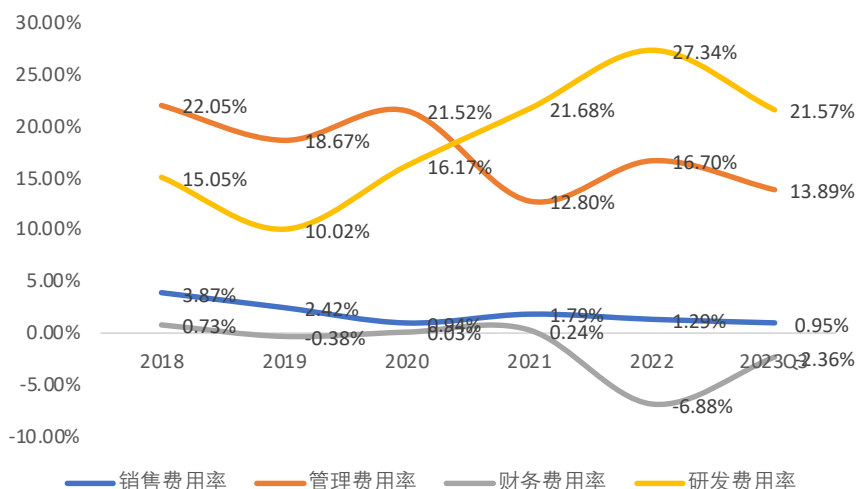
图表 9：2018-2023H1 公司分业务毛利率



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

研发费用率不断增长，管理费用率逐年下降。近年来，公司销售费用率和财务费用率基本保持稳定；管理费用率逐年下降，由 2018 年的 22.05% 下降到 2022 年的 16.70%，2023Q3 为 13.89%；研发费用率保持增长的态势，由 2018 年的 15.05% 增长至 2022 年的 27.34%，2023Q3 为 21.57%。

图表 10：2018-2023H1 公司期间费用率情况



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

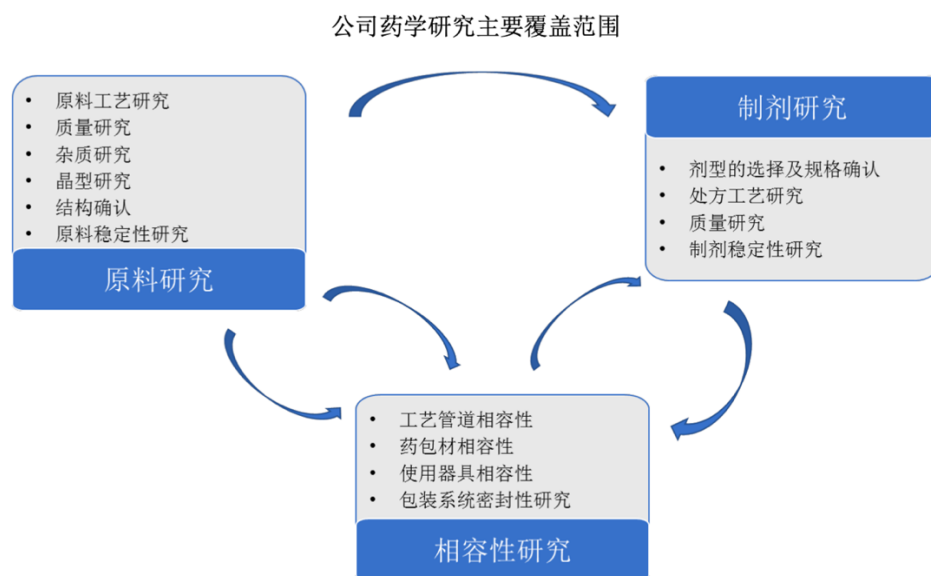
二、受托业务高增长，多业务共同发力

(一) 传统受托业务范围广，覆盖药学、临床及注册

在传统受托研发服务业务模式下，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。目前，公司可提供的服务范围有药学研究、临床试验、注册申报。

1) 药学研究：药学研究是药物研发的重要内容，主要包括原料药合成工艺、制剂处方工艺和质量研究等，从而实现从化合物到药物和药品的转变，是开展创新药成药性研究的前提，是开展仿制药研发或仿制药质量和疗效一致性评价的基石，是保障药品有效性及安全性的研究基础。公司主要提供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 11：公司药学研究主要覆盖范围



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

2) 临床试验：药物临床试验指以药品上市注册为目的，为确定药物安全性与有效性在人体（患者或健康受试者）开展的药物研究，意在发现或验证某种试验药物的临床医学、药理学以及其他药效学作用、不良反应，或者试验药物的吸收、分布、代谢和排泄，以确定药物的疗效与安全性的系统性试验。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。

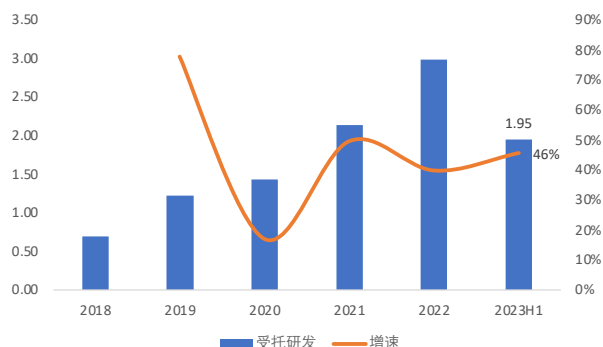
3) 注册申报：药品注册，是按照药政机构的要求（如 NMPA、FDA、EDQM、TGA），根据药品注

册申请人的申请，依照法定程序，对拟上市的药品的安全性、有效性、质量可控性等进行系统评价，并决定是否同意其申请的审批过程。公司提供同时符合国内外申报要求的注册申请服务，包括仿制药注册申请（ANDA），原料、辅料和药包材的 DMF 备案，创新药临床注册申请（IND）和上市注册申请（NDA）等。公司已引进 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。

（二）营收快速增长，新签订单高增速

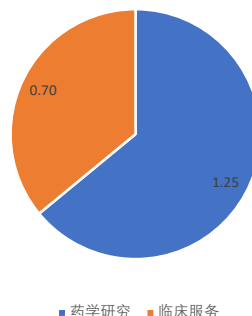
受托研发营收快速增长。近年来，受托研发服务的营收快速增长，构成了公司的基本盘。2018 年，公司受托研发业务实现营收 0.69 亿元，随后快速增长到 2022 年的 2.98 亿元，2018-2022 年期间 CAGR 为 44%，2023 年上半年实现营收 1.95 亿元，同比增长 46%，其中药学研究业务实现收入 1.25 亿元，临床业务实现收入 0.70 亿元。

图表 12：2018-2023H1 受托研发营收（亿元）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

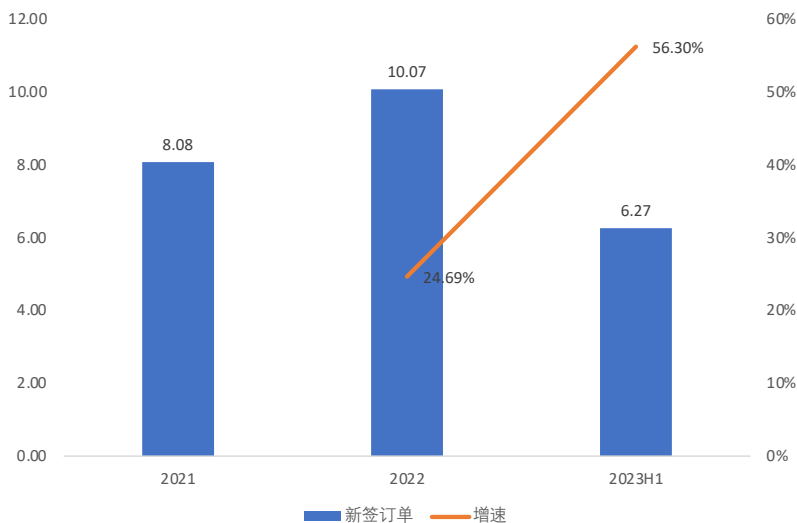
图表 13：2023H1 受托研发构成



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

新签订单保持高增速，保障未来业绩高成长。近年来，公司不断加大市场营销及客户开拓力度，新签订单快速增长，公司 2022 年新签订单为 10.07 亿元，同比增长 24.69%；2023 年上半年，公司实现新签订单 6.27 亿元，同比增长 56.30%。一般来说，完成仿制药开发及一致性评价服务项目的通常需要 3-5 年，其中完成药学研究阶段的执行周期为 1-2 年，主要包括小试阶段、中试阶段与三批工艺验证阶段；生物等效性试验项目执行执行周期通常为 6-12 月，注册申报及获批时间为 1.5-2 年，公司充沛的新签订单保障了未来业绩的持续高增长。

图表 14：2021-2023H1 新签订单（亿元）



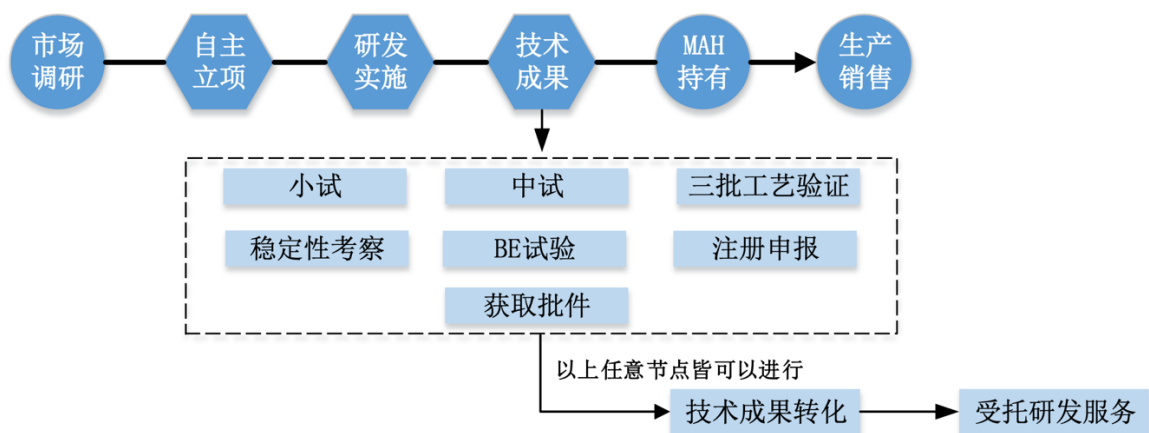
资料来源：公司 2021 及 2022 年报，公司 2023 年中报，太平洋证券整理

三、自研转化抢先布局，权益分成增厚盈利

（一）自研转化抢先布局，在研品种储备丰富

自主立项提高研发效率。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。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。

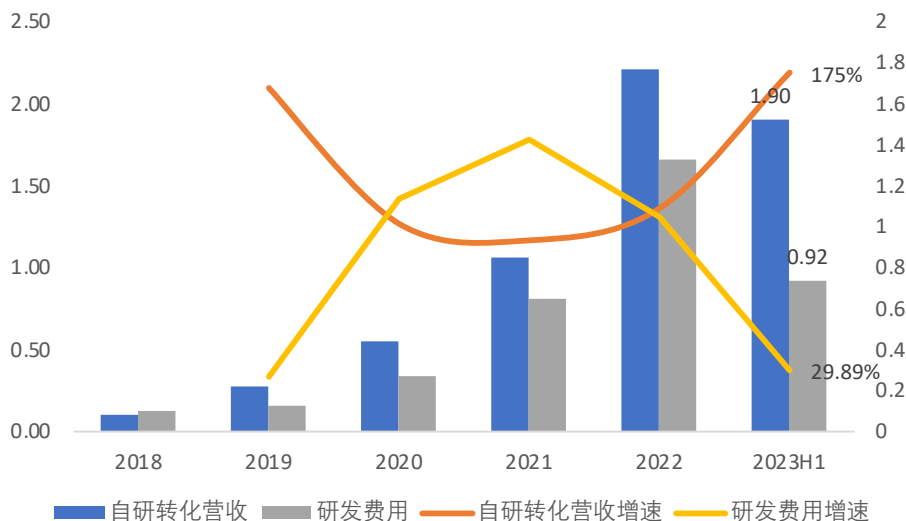
图表 15：自主研发技术成果转化服务流程



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

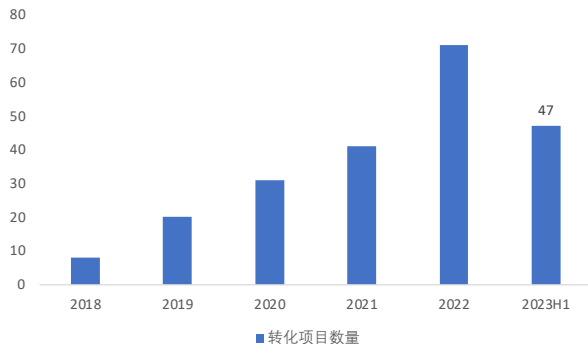
收入及数量快速增长，在研项目储备丰富。2018 年，公司研发成果转化实现营收 0.10 亿元，转化项目数量仅为 8 项，随后快速增长到 2022 年的 2.21 亿元，转化项目数量为 71 个，2018-2022 年期间，收入端的复合增速为 116%，项目数量端的复合增速为 73%；2023 年上半年实现营收 1.90 亿元，同比增长 175%，共计转化项目数量 47 个，同比增长 74%。截至 2023 年 6 月 30 日，公司已经立项尚未转化的自主研发项目超 250 项，其中小试阶段 154 项，中试放大阶段 36 项，验证生产阶段 18 项，稳定性研究阶段 50 项，适应症涵盖呼吸、消化、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。未来，自主研发项目数将保持 250 个的动态平衡，丰富的项目储备为未来长期转化打下坚实的基础。

图表 16：2018-2023H1 自研转化营收及研发费用（亿元）



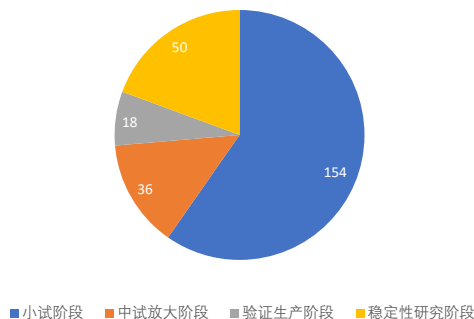
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表 17：2018-2023H1 转化项目数量



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表 18：2023H1 自主研发项目构成



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

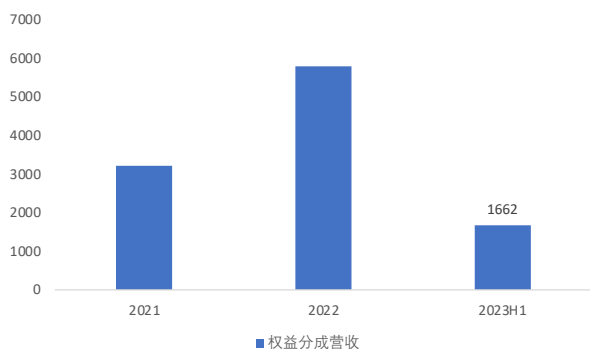
（二）权益分成增厚利润，多品种有望逐步获批

权益分成分享药物销售红利，进一步增大利润空间。在受托研发服务和研发技术成果转化业务中，公司和部分客户还在合同中约定保留了药品上市后的销售权益分成，在药品的有效生命周期内公司可以通过销售权益分成的形式持续稳定的获得收益，公司实现更大市场价值，达到公司和客户共融共享的目的。其中，有销售权益分享的受托研发服务为联合研发模式，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。此外，研发技术成果转化业务也可分为有销售权益分享和无销售权益分享。

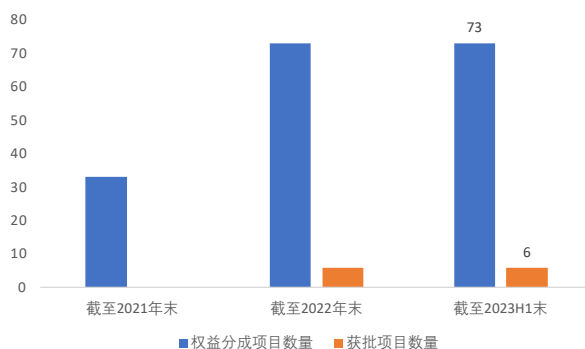
缬沙坦氨氯地平片顺利获批，权益分成收入快速增长。缬沙坦氨氯地平片是进入国家基本药物目录的唯一复方降压药，具有广大的群众用药基础，国内市场规模在 10 亿元以上。公司与花园药业签订“缬沙坦氨氯地平片”联合投资研发项目，公司负责本产品的药学研究及 BE 试验一体化研究服务，花园药业负责产品工厂放大后所相关的生产、注册申报等，并支付给公司一定的研发费用，公司享有此药 37% 的销售分成权益。花园药业的缬沙坦氨氯地平片于 2020 年 8 月 14 日获得国家药监局批准上市并逐步开始贡献权益分成收入。2022 年，公司权益分成实现营收 5780 万元，同比增长 79.65%，2023 年上半年实现营收 1662 万元，目前权益分成业务营收主要由公司与花园药业联合投资的缬沙坦氨氯地平片贡献，2021-2022 年分别获得该药的权益分成收入 3217、5692 万元。此外，截至 2023H1，公司共拥有 73 项权益分成项目，目前已获批 6 项。

图表 19：2018-2023H1 权益分成营收（万元）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表 20：2018-2023H1 权益分成项目数



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

四、布局 CDMO 业务，打造一体化服务链条

布局 CDMO 业务，打造一体化服务链条。公司 CDMO 业务主要由全资子公司赛默制药来实施，赛默制药的 CDMO 业务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。CDMO 业务的核心价值体现为制药工艺的开发优化和产业化应用，目前该业务已逐渐成为公司一体化服务链条中不可或缺的一部分。

提升药物开发效率，解决 MAH 客户产能问题。1) 提升药物开发效率：赛默制药的建成可以无缝对接实验室研发到工厂生产的技术转化，解决注册过程中样品制备、工艺验证相关的问题，从减少客户在商务谈判、样品运输、结果验证等药品委托开发过程的时间，从而加快研发进程、

降低研发成本和药物开发的风险，帮助制药企业及 CRO 企业提高药物研发效率；2) 解决 MAH 客户产能问题：公司可以为客户提供药物的规模化生产和持续性工艺优化服务，以对药物质量、生产安全性、EHS 合规性等方面进行持续改进和升级，并有效降低成本，提升产品竞争力。未来随着 MAH 类客户研发项目的逐步获批，赛默制药还可以进一步解决 MAH 类客户没有生产场地但有商业化生产的需求。

图表 21：CDMO 业务竞争优势



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

产能建设不断推进，多种剂型全面覆盖。目前，赛默制药建设面积 200 余亩，已建成药品 GMP 标准的厂房及配套实验室 13.6 万平方米，其中生产剂型涵盖口服固体制剂、小容量注射液、口服液体、眼用制剂（滴眼剂）、吸入制剂（含激素类）、原料药等 14 个剂型。截至 2023 年 6 月 30 日，赛默制药接受国家局注册核查 8 次，15 个品种通过药品注册核查，接受浙江省药品 GMP 符合性检查 7 次，12 条生产线通过 GMP 检查。

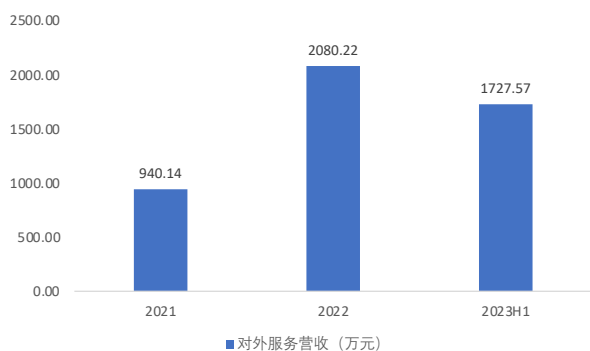
图表 22：原料&制剂 CDMO/CMO 产业化服务平台



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

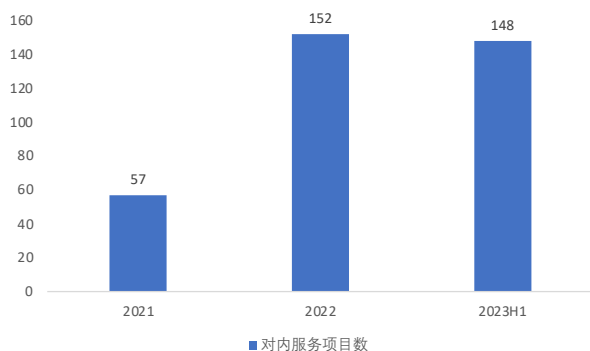
对内及对外服务并行，项目数量全国领先。2023 年上半年，赛默制药对内对外合计取得定制研发生产服务实现营业收入 5940.61 万元，承接项目 190 余个，对内完成 148 个受托研发项目 CDMO 服务；赛默制药承接外部客户定制研发生产服务订单实现营业收入 1727.57 万元，同比 135.26%，实现毛利率 43.58%。截至 2023 年 6 月 30 日，赛默制药累计已完成项目落地验证 270 多个品种，申报注册 133 个品种，位居全国前列。

图表 23：2021-2023H1 对外服务营收(万元)



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 24：2021-2023H1 对内服务项目数



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

五、新业务多点布局，寻求中长期增长曲线

新业务多点布局，寻求中长期增长曲线。近年来，公司不断加大对新业务的建设力度，如中药、创新药等。公司于 2022 年建立了中药天然药物中心、大分子生物药平台，并完善了药理毒理研究中心。随着各类技术平台能力的不断完善，各类新业务未来有望逐步成为公司中长期增长曲线。

1) 创新药业务

不断加大创新药领域布局，自主立项和受托研发并行。公司创新药技术研发平台的业务范围涉及苗头化合物的发现、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 申报等。目前，公司创新药的业务模式主要分为自主创新药物的研发和受托创新药物的研发两类，1) 自主创新药物的研发：公司将根据研发进度与客户需求，通过“研发成果技术转化”的方式进行转让，并保留部分权益；2) 受托创新药物的研发：公司围绕“技术创新，服务健康”的理念，对受托研发及联合研发的服务能力和新技术平台进行了布局建设，目前拓展有临床前 CMC 平台、DMPK 平台及体内外药效平台。依托公司在创新药领域的不断深入及仿制药药学研究、临床试验等领域积累的丰富经验，已陆续为 10 余家不同客户提供创新药项

目的受托研发服务。

图表 25：创新药物研发平台聚焦领域



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

在研创新药管线丰富，研发进度不断推进。目前，公司在研的创新药项目共 10 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 FIC 以及研发针对临床成熟靶点，致力于打造 BIC 或具突破性、差异性的新一代治疗药物。截至 2022 年年报，公司自主创新药研发一类新药 BIOS-0618 片已完成 I 期临床试验数据统计，统计分析结果表明 BIOS-0618 片有良好的药代动力学特性和安全性，适合就相关适应症进行药效研究，预计 2023 年下半年将正式启动针对相应适应症的探索临床试验。此外，公司创新药研发团队拥有 120 余人，硕博比达 80.65%，优秀的人才队伍保障了研发实力。

图表 26：公司创新药在研管线

项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标
BIOS-0618	针对神经病理性疼痛（NPP）开发的 1 类新药	进行 FIH 在国内的临床一期，SAD, MAD 剂量爬坡实验	开发首个组胺 H3 受体拮抗剂类神经病理性疼痛（NP）治疗药物
BIOS-0619	针对肿瘤方向（乳腺癌，脑胶质瘤等）开发的 1 类新药	完成先导化合物体外活性评估，目前在先导化合物结构优化、成药性优化与体内药效确证阶段	开发作用于 CDK4/6 靶点的创新型小分子化学药物，拟用于治疗包括脑胶质瘤在内的多种晚期实体肿瘤
BIOS-0620	针对肿瘤方向（乳腺癌，肺癌等）开发的 1 类蛋白降解新药	完成先导化合物体外活性评估，目前在先导化合物结构优化与蛋白降解药效确证阶段	开发作用于 PI3K 靶点的创新型小分子蛋白降解药物，拟用于治疗包括乳腺癌、肺癌等多种晚期实体肿瘤
BIOS-0622	针对哮喘、COPD 等呼吸道疾病开发的 1 类新药	完成先导化合物体内活性评估，候选化合物的评估，目前 PPC 阶段，化合物工艺优化中	开发选择性作用于 PI3K δ 靶点的创新型小分子吸入药物，拟用于治疗重度和激素抵抗型哮喘
BIOS-0801	针对糖脂代谢类疾病开发的 1 类新药	候选化合物体内降糖降脂药效不显著，目前探索新适应症与优化和寻找新候选化合物	开发创新型小分子药物，拟用于治疗糖尿病或者非酒精性脂肪肝

资料来源：公司 2022 年年报，太平洋证券整理

2) 中药业务

国家密集出台利好政策，中医药行业快速发展。中医药作为我国传统医学以及民族文化的瑰宝，国家及政府对中药行业的重视程度逐步提升。近年来，中药行业的利好政策频出，加速推进了中药行业的发展，如：国家药监局于 2023 年 2 月 10 日发布了《中药注册管理专门规定》，进一步加强了对中药研制的指导，鼓励中药传承与创新。随着政策的不断推进以及健康需求的不断增加，有望进一步推动中药传承创新发展，激发中药研制的活力，促进行业高质量、全方位发展。

积极布局中医药领域，业务能力不断提升。为响应政策号召以及把握行业发展机遇，公司于 2022 年新建了中药天然药物中心。目前，该中心拥有 50 余人的专业研发团队，硕博比达 41.67%，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（保健品、特医食品、医疗器械等）的研究转化及开发；同时具有中试及放大生产能力，拥有水凝胶、贴膏、软膏、油剂等多种特殊制剂生产线；其质量中心通过中药提取工艺、质量标准、制剂成型研究及中药指纹图谱等，建立了可用于大生产的各种分离技术。目前公司聚焦消化、感染、心血管、内科等具有刚性需求的疾病领域，在研品种包括益宁方颗粒、温肾健脾颗粒、稳心颗粒等。与此同时，公司通过中药资源产地的考察，了解和挖掘不同地域的中药资源，以此加强中药资源在研发过程中的标准化、质量化以及可持续性。目前，共涉及 11 个省 29 个县市区，共考察 18 个品种、5 个药材，完成 133 批次取样。

六、 盈利预测与投资建议

（一）盈利预测

截至 2023 年 11 月 8 日，公司的收盘价为 70.23 元，总市值为 76 亿元，我们预计 2023 年-2025 年公司营业收入分别为 9.30/13.65/19.14 亿元，分别同比增长 53.1%/46.8%/40.2%；归属于上市公司股东的净利润分别为 2.73/3.96/5.79 亿元，分别同比增长 40.4%/45.4%/46.1%，对应的 2023 年-2025 年 EPS 分别为 2.50/3.64/5.32 元/股，市盈率分别为 27/19/13 倍，关键假设如下：

1) 临床前药学研究业务：公司新签订单高增速，人员不断扩张，我们预计 2023-2025 年的临床前药学研究业务的收入分别为 3.28/4.75/6.65 亿元，分别同比增长 50%/45%/40%。此外，考虑到公司难仿药、复杂制剂等订单占比提升，我们预计毛利率小幅提升，2023-2025 年的毛利率分别为 57%/58%/59%。

2) 临床服务业务：临床业务承接较多新签订单，同时临床基地的开发和人员招聘力度不断加大，我们预计公司临床服务业务 2023-2025 年收入分别为 1.44/2.30/3.22 亿元，分别同比增长 80%/60%/40%。毛利率方面，考虑到行业竞争激烈但公司营运能力较高，因此我们预计毛利率基本保持稳定，2023-2025 年的毛利率分别为 40%/40%/40%。

3) 自主研发成果转化业务：公司未来自主立项项目数量将保持在 250 个左右，储备较为丰富，因此我们预计该板块 2023-2025 年收入分别为 3.75/5.26/7.36 亿元，分别同比增长 70%/40%/40%；毛利率方面，由于前期投入计入研发费用以及客户对价格敏感程度相对较低，我们预计该业务毛利率保持在较高水平，毛利率分别为 80%/80%/80%。

4) 权益分成业务：考虑到缬沙坦氨氯地平集采续约价格降幅以及未来权益分成项目的落地节奏，我们预计该板块 2023-2025 年收入分别为 0.35/0.62/0.94 亿元，分别同比增长-40%/80%/50%；由于分成收入即为利润，因此我们预计该业务毛利率为 100%。

5) CDMO 业务：公司目前产能储备充足，品种陆续获批中，因此我们预计该板块 2023-2025 年收入分别为 0.37/0.60/0.84 亿元，分别同比增长 80%/60%/40%；由于产能尚未完全释放处于爬坡期，参考行业平均水平及产能释放节奏，我们预计该业务毛利率分别为 40%/40%/40%。

6) 其他业务：其他业务收入占公司总体营收比例较小，我们预计该板块 2023-2025 年收入分别为 0.11/0.12/0.13 亿元，毛利率分别为 10%/10%/10%。

7) 费用率假设：研发费用方面，基本保持平稳，我们预计 2023-2025 年研发费用率分别为 21%/21%/21%；销售费用方面，整体保持在较低水平，我们预计 2023-2025 年分别为 1%/1%/1%；管理费用方面，整体保持稳中有降，我们预计 2023-2025 年管理费用率分别为 13%/12.5%/12%；所得税方面，我们预计 2023-2025 年不考虑新的税收减免政策，所得税率为 8%。

图表 27：收入拆分及盈利预测

百诚医药 (亿元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1	2023E	2024E	2025E
营业总收入	0.26	0.82	1.56	2.07	3.74	6.07	4.24	9.30	13.65	19.14
yoy		220.97%	90.47%	32.50%	80.61%	62.27%	72.53%	53.05%	46.82%	40.20%
营业成本	0.15	0.38	0.59	0.71	1.23	1.98	1.42	3.34	4.89	6.75
毛利	0.10	0.44	0.97	1.36	2.52	4.09	2.82	5.95	8.76	12.39
毛利率	39.73%	54.04%	62.20%	65.81%	67.26%	67.37%	66.56%	64.04%	64.16%	64.72%
受托药品研发服务	0.24	0.69	1.22	1.43	2.14	2.98	1.95	4.72	7.05	9.87
yoy		191.36%	77.56%	16.97%	49.46%	39.71%	45.53%	58.04%	49.58%	40.00%
成本	0.15	0.35	0.52	0.58	0.81	1.30	0.95	2.27	3.38	4.66
毛利	0.09	0.34	0.71	0.84	1.33	1.68	1.00	2.44	3.68	5.21
毛利率(%)	37.06%	49.14%	57.80%	59.08%	62.19%	56.44%	51.38%	51.81%	52.12%	52.80%
业务收入比例(%)	92.29%	83.78%	78.10%	68.95%	57.05%	49.12%	45.93%	50.72%	51.67%	51.60%
临床前药学研究	0.19	0.37	0.82	0.80	1.59	2.18	1.25	3.28	4.75	6.65
yoy		100.49%	119.80%	-2.11%	99.47%	36.98%	37.98%	50.00%	45.00%	40.00%
成本	0.11	0.18	0.29	0.36	0.53	0.86	0.52	1.41	2.00	2.73
毛利	0.08	0.20	0.53	0.44	1.06	1.32	0.73	1.87	2.76	3.92
毛利率(%)	42.05%	52.51%	64.90%	55.58%	66.68%	60.50%	58.21%	57.00%	58.00%	59.00%
业务收入比例(%)	72.42%	45.23%	52.20%	38.57%	42.59%	35.96%	29.41%	35.24%	34.80%	34.75%
临床服务	0.05	0.32	0.41	0.63	0.54	0.80	0.70	1.44	2.30	3.22
yoy		522.45%	27.97%	55.44%	-14.04%	47.74%	61.24%	80.00%	60.00%	40.00%
成本	0.04	0.17	0.23	0.23	0.28	0.44	0.43	0.86	1.38	1.93
毛利	0.01	0.14	0.18	0.40	0.26	0.36	0.27	0.58	0.92	1.29
毛利率(%)	18.88%	45.19%	43.48%	63.53%	48.96%	45.35%	39.22%	40.00%	40.00%	40.00%
业务收入比例(%)	19.87%	38.54%	25.89%	30.38%	14.46%	13.16%	16.52%	15.48%	16.87%	16.85%
自主研发技术成果转化	0.00	0.10	0.27	0.55	1.06	2.21	1.90	3.75	5.26	7.36
yoy			167.35%	101.18%	93.10%	108.69%	174.87%	70.00%	40.00%	40.00%
成本	0.00	0.02	0.05	0.09	0.30	0.49	0.33	0.75	1.05	1.47
毛利	0.00	0.08	0.22	0.46	0.76	1.72	1.57	3.00	4.21	5.89
毛利率(%)	0.47%	82.37%	82.28%	83.90%	71.96%	78.01%	82.78%	80.00%	80.00%	80.00%
业务收入比例(%)	0.81%	12.41%	17.42%	26.45%	28.28%	36.36%	44.86%	40.39%	38.52%	38.46%
权益分成收入					0.32	0.58	0.17	0.35	0.62	0.94
yoy						79.65%	-46.30%	-40.00%	80.00%	50.00%
成本					0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利					0.32	0.58	0.17	0.35	0.62	0.94
毛利率(%)					100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
业务收入比例(%)					8.59%	9.52%	3.92%	3.73%	4.57%	4.89%
CDMO业务					0.09	0.21	0.17	0.37	0.60	0.84
yoy						121.27%	135.42%	80.00%	60.00%	40.00%
成本							0.10	0.22	0.36	0.50
毛利							0.08	0.15	0.24	0.34
毛利率(%)							43.58%	40.00%	40.00%	40.00%
业务收入比例(%)					2.51%	3.42%	4.09%	4.03%	4.39%	4.38%
其他	0.02	0.03	0.07	0.10	0.13	0.10	0.05	0.11	0.12	0.13
yoy		77.44%	123.92%	36.10%	39.76%	-28.21%	16.22%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	0.00	0.01	0.03	0.04			0.05	0.09	0.10	0.11
毛利	0.01	0.02	0.04	0.06			0.01	0.01	0.01	0.01
毛利率(%)	80.10%	69.52%	60.80%	62.71%	0.00%	0.00%	10.99%	10.00%	10.00%	10.00%
业务收入比例(%)	6.90%	3.82%	4.49%	4.61%	3.57%	1.58%	1.22%	1.13%	0.85%	0.67%

资料来源：太平洋证券整理

(二) 投资建议

公司主营业务包括受托药物研发、自主研发技术成果转化、权益分成以及 CDMO 四大业务板块，业务范围涵盖仿制药、创新药以及中药等，具备从前端到后端的一体化服务能力，可比上市公司包括药明康德、康龙化成、阳光诺和等。

考虑到：1) 受托药物研发业务的客户粘性大以及新签订单高增长，2) 自研转化及权益分成业务不断增加公司业绩自主把控能力及盈利能力，3) CDMO 业务一体化布局，未来弹性高；4) 多点布局新业务，寻求未来中长期成长曲线，公司理应享受一定估值溢价。我们参考可比公司的平均市盈率，结合公司年底迎来估值切换，给予公司 2024 年预测归母净利润 25 倍市盈率，对应上市公司 12 个月内目标市值 99 亿元，对应目标价 91 元/股，首次覆盖，给予“买入评级”。

图表 28：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	总市值（亿元）	净利润（亿元）				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
603259.SH	药明康德	90.73	2689	88.14	100.04	121.15	152.20	31	27	22	18
300759.SZ	康龙化成	35.94	595	13.75	17.80	23.23	30.48	47	36	28	21
688621.SH	阳光诺和	68.72	77	1.56	2.25	3.28	4.40	53	33	23	17
平均		65.13	1120	34.48	40.03	49.22	62.36	43	32	24	19
301096.SZ	百诚医药	70.23	76	1.94	2.73	3.96	5.79	38	28	19	13

资料来源：除百诚医药、阳光诺和来自太平洋证券研究院预测外，其他数据均来自 iFinD，太平洋证券整理

七、风险提示

1) **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。

2) **新签订单不及预期的风险。**近年来，仿制药 CRO 行业供给端竞争不断加剧，部分小 CRO 报价较低扰乱市场价格体系，而新签订单作为公司业绩的前瞻指标，存在一定不及预期的风险。

3) **人力成本上升及人才流失的风险。**未来如果随着行业竞争加剧，人力成本的进一步上升、薪酬水平失去竞争优势等因素将导致核心技术人员流失，从而影响公司的持续盈利能力，因此存在一定人力成本上升及人才流失的风险。

4) **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。

5) **行业监管政策风险。**医药行业作为强监管行业，近年来受到仿制药一致性评价、MAH 以及医疗反腐等政策的影响较大，因此存在一定行业监管政策风险。

资产负债表（百万）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,013	1,239	1,052	1,347	1,819
应收和预付款项	90	176	267	371	489
存货	23	66	88	129	178
其他流动资产	99	129	304	445	630
流动资产合计	2,226	1,610	1,711	2,292	3,115
长期股权投资	1	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	447	522	996	1,085	1,095
在建工程	104	546	300	165	91
无形资产开发支出	61	82	81	80	79
长期待摊费用	14	4	0	1	1
其他非流动资产	2,298	1,776	1,971	2,552	3,375
资产总计	2,925	2,930	3,350	3,884	4,642
短期借款	5	0	150	100	50
应付和预收款项	134	167	251	367	506
长期借款	40	0	0	0	0
其他负债	428	280	276	347	436
负债合计	607	447	677	814	993
股本	108	108	108	108	108
资本公积	2,026	2,061	2,098	2,098	2,098
留存收益	184	313	499	896	1,475
归母公司股东权益	2,318	2,483	2,673	3,070	3,649
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)	0
股东权益合计	2,318	2,482	2,673	3,069	3,649
负债和股东权益	2,925	2,930	3,350	3,884	4,642

现金流量表（百万）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营性现金流	145	259	217	447	616
投资性现金流	(251)	(691)	(427)	(96)	(91)
融资性现金流	1,982	(366)	23	(56)	(54)
现金增加额	1,876	(798)	(187)	296	471

利润表（百万）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	374	607	930	1,365	1,914
营业成本	123	198	334	489	675
营业税金及附加	1	2	4	5	8
销售费用	7	8	9	14	19
管理费用	48	101	121	171	230
财务费用	1	(42)	(18)	(12)	(20)
资产减值损失	(1)	(3)	0	0	0
投资收益	(1)	(1)	1	3	6
公允价值变动	0	(3)	0	0	0
营业利润	119	189	296	430	629
其他非经营损益	(0)	2	1	1	1
利润总额	119	191	296	431	630
所得税	8	(3)	24	34	50
净利润	111	194	273	397	579
少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
归母股东净利润	111	194	273	396	579

预测指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
毛利率	67.26%	67.37%	64.04%	64.16%	64.72%
销售净利率	29.68%	31.97%	29.32%	29.05%	30.27%
销售收入增长率	80.61%	62.27%	53.05%	46.82%	40.20%
EBIT 增长率	87.89%	26.02%	81.03%	50.43%	45.67%
净利润增长率	93.52%	74.78%	40.39%	45.44%	46.10%
ROE	4.79%	7.82%	10.20%	12.92%	15.87%
ROA	3.80%	6.63%	8.14%	10.21%	12.48%
ROIC	4.38%	6.27%	9.07%	12.15%	15.17%
EPS (X)	1.37	1.80	2.50	3.64	5.32
PE (X)	62.71	37.95	28.06	19.29	13.21
PB (X)	4.01	2.98	2.86	2.49	2.10
PS (X)	24.83	12.16	8.23	5.60	4.00
EV/EBITDA (X)	45.54	26.87	16.81	11.29	7.58

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。