

业绩短期承压，看好自研转化业务长期成长性

——百诚医药 24 年三季度报点评

核心观点

- 事件：**公司 24 年前三季度实现营业收入 7.21 亿元，同比增长 1.07%，实现归母净利润 1.42 亿元，同比-29.69%，实现扣非归母净利润 1.25 亿元，同比-37.74%。其中，单三季度实现营业收入 1.96 亿元，同比-32.26%，实现归母净利润 0.07 亿元。
- 基于公司一体化综合服务能力，受托业务稳健发展。**按业务类型看，1) **受托研发服务** 24H1 实现收入 2.06 亿元，同比+5.77%。新签方面，24 年上半年公司新增订单 7.11 亿元，同比增长 13.38%。公司继续利用上市许可持有人制度的政策红利，加强与医药研发投资企业合作，此类客户占营业收入比重为 59.53%。2) **自研成果转化业务** 24H1 实现收入 2.9 亿元，同比+52.43%。高速增长得益于公司在高端仿制药、创新药、中药领域的研发优势，公司建立了缓控释制剂、吸入制剂、透皮制剂等特色技术平台，受托品种以复杂制剂、难仿、首仿为主，技术壁垒较高，有望维持可观的毛利率水平。3) **赛默制药** 24H1 对内对外合计取得定制研发生产服务收入 0.62 亿元。赛默制药一方面加速公司内部项目的推进，同时充足的产能可用于承接外部 CDMO 项目，为公司 CRO 业务和 CDMO 业务双线拓展奠定了扎实的基础。
- 创新能力突出，技术转让+权益分成的经营模式驱动高速发展。**公司凭借多年研发投入和项目积累，拥有特色的自研增值业务，可以将自研品种转化并保留一定的药品销售权益分成。在这种模式下，权益分成将直接增厚业绩水平。至 24 年中报，公司累计拥有销售权益分成的研发项目 89 项，其中已获批 19 项。此外，公司还拥有已立项但未转化的自研项目近 300 项。未来随着储备项目的持续推进，公司有望通过成果转化以及权益分成的模式继续维持高速发展。

盈利预测与投资建议

- 由于行业景气度波动及竞争加剧，我们下调公司受托服务、权益分成等项目的利润水平，预测 2024-2025 年每股收益分别为 1.85、2.49 元（前值为 3.72、5.27 元），并预测 2026 年每股收益为 2.80 元。根据可比公司，我们认为合理估值水平为 2025 年 20 倍市盈率，对应目标价为 49.80 元，维持买入评级。

风险提示

- 药物研发失败或研发周期较长的风险、受托药品研发服务的项目数量增速不及预期的风险、自研管线转让不及预期的风险、行业竞争加剧的风险、行业监管政策风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	607	1,017	1,078	1,303	1,589
同比增长(%)	62.3%	67.5%	5.9%	20.8%	22.0%
营业利润(百万元)	189	297	229	298	332
同比增长(%)	58.5%	57.5%	-23.0%	30.4%	11.4%
归属母公司净利润(百万元)	194	272	202	272	306
同比增长(%)	74.8%	40.1%	-25.6%	34.4%	12.5%
每股收益(元)	1.78	2.49	1.85	2.49	2.80
毛利率(%)	67.4%	65.5%	66.4%	67.1%	66.8%
净利率(%)	32.0%	26.7%	18.8%	20.9%	19.2%
净资产收益率(%)	8.1%	10.5%	7.2%	8.9%	9.2%
市盈率	22.6	16.2	21.7	16.2	14.4
市净率	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级 买入（维持）

股价（2024 年 11 月 06 日）	40.22 元
目标价格	49.8 元
52 周最高价/最低价	77.4/33.57 元
总股本/流通 A 股（万股）	10,923/6,943
A 股市值（百万元）	4,393
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2024 年 11 月 07 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	2.29	-15.96	-11.82	-42.25
相对表现%	-1.18	-16.12	-32.2	-53.03
沪深 300%	3.47	0.16	20.38	10.78



证券分析师

伍云飞	wuyunfei1@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524020001
	香港证监会牌照：BRX199
傅肖依	fuxiaoyi@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524080006

相关报告

受托业务订单充足，药品增值业务厚积薄发：——百诚医药 23Q3 业绩点评	2023-10-26
综合型 CRO 加速转型，权益分成业务厚积薄发：——百诚医药首次覆盖报告	2023-08-11

图 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
		2024/11/6	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
阳光诺和	688621	45.50	1.65	2.25	2.90	3.77	27.58	20.20	15.68	12.08
康龙化成	300759	30.24	0.90	1.01	1.09	1.29	33.76	30.03	27.64	23.45
普蕊斯	301257	30.16	1.69	1.62	1.95	2.37	17.80	18.59	15.45	12.72
诺思格	301333	67.00	1.68	1.48	1.95	2.46	39.81	45.26	34.28	27.22
九洲药业	603456	16.08	1.15	1.04	1.20	1.28	14.00	15.50	13.42	12.52
	最大值						39.81	45.26	34.28	27.22
	最小值						14.00	15.50	13.42	12.08
	平均数						26.59	25.92	21.29	17.60
	调整后平均						26.38	22.94	19.59	16.23

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,239	882	1,078	1,303	1,589	营业收入	607	1,017	1,078	1,303	1,589
应收票据、账款及款项融资	152	213	239	296	349	营业成本	198	351	363	428	528
预付账款	24	42	42	52	64	营业税金及附加	2	6	6	7	9
存货	66	93	95	123	143	销售费用	8	10	14	18	22
其他	129	377	268	345	449	管理费用及研发费用	267	370	447	543	679
流动资产合计	1,610	1,608	1,722	2,118	2,593	财务费用	(42)	(21)	5	9	17
长期股权投资	0	16	6	7	10	资产、信用减值损失	10	23	22	13	16
固定资产	522	1,291	1,416	1,566	1,722	公允价值变动收益	(3)	0	(1)	(1)	(1)
在建工程	546	448	552	597	663	投资净收益	(1)	(0)	(8)	(3)	(4)
无形资产	82	92	100	109	121	其他	29	17	16	17	18
其他	170	214	143	167	172	营业利润	189	297	229	298	332
非流动资产合计	1,320	2,061	2,217	2,446	2,688	营业外收入	2	0	1	1	1
资产总计	2,930	3,669	3,939	4,565	5,281	营业外支出	0	2	1	1	1
短期借款	0	369	298	640	919	利润总额	191	296	228	299	333
应付票据及应付账款	167	323	345	388	489	所得税	(3)	24	26	27	27
其他	124	153	266	221	258	净利润	194	272	202	272	306
流动负债合计	291	846	909	1,249	1,665	少数股东损益	(0)	0	(0)	(0)	(0)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	194	272	202	272	306
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	1.78	2.49	1.85	2.49	2.80
其他	157	139	127	140	135						
非流动负债合计	157	139	127	140	135	主要财务比率					
负债合计	447	985	1,036	1,389	1,800		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	(0)	0	(0)	(0)	(0)	成长能力					
实收资本 (或股本)	108	109	109	109	109	营业收入	62.3%	67.5%	5.9%	20.8%	22.0%
资本公积	2,061	2,077	2,127	2,127	2,127	营业利润	58.5%	57.5%	-23.0%	30.4%	11.4%
留存收益	313	499	668	940	1,246	归属于母公司净利润	74.8%	40.1%	-25.6%	34.4%	12.5%
其他	0	(0)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,482	2,684	2,904	3,176	3,481	毛利率	67.4%	65.5%	66.4%	67.1%	66.8%
负债和股东权益总计	2,930	3,669	3,939	4,565	5,281	净利率	32.0%	26.7%	18.8%	20.9%	19.2%
						ROE	8.1%	10.5%	7.2%	8.9%	9.2%
						ROIC	5.9%	9.2%	6.5%	7.8%	7.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	15.3%	26.8%	26.3%	30.4%	34.1%
净利润	194	272	202	272	306	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	67	83	175	196	220	流动比率	5.54	1.90	1.89	1.70	1.56
财务费用	(42)	(21)	5	9	17	速动比率	5.31	1.79	1.79	1.60	1.47
投资损失	1	0	8	3	4	营运能力					
营运资金变动	(117)	(163)	128	(129)	(64)	应收账款周转率	5.4	5.8	5.0	5.0	5.1
其它	156	(81)	62	(4)	(5)	存货周转率	4.5	4.4	3.8	3.9	3.9
经营活动现金流	259	90	580	347	479	总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
资本支出	(582)	(754)	(412)	(400)	(454)	每股指标 (元)					
长期投资	1	(16)	11	(2)	(2)	每股收益	1.78	2.49	1.85	2.49	2.80
其他	(110)	3	(1)	(4)	(4)	每股经营现金流	2.40	0.83	5.32	3.18	4.39
投资活动现金流	(691)	(767)	(402)	(406)	(461)	每股净资产	22.73	24.57	26.59	29.07	31.87
债权融资	(261)	(8)	79	(50)	7	估值比率					
股权融资	35	16	50	0	0	市盈率	22.6	16.2	21.7	16.2	14.4
其他	(141)	237	(110)	334	262	市净率	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3
筹资活动现金流	(366)	244	19	284	268	EV/EBITDA	20.6	12.2	10.8	8.7	7.7
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	30.0	15.9	18.8	14.3	12.6
现金净增加额	(798)	(433)	196	225	286						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。