

百诚医药(301096)

报告日期: 2025 年 10 月 29 日

# 主业或见底，看好创新转型

## ——百诚医药 2025 年三季报点评报告

### 投资要点

#### 业绩表现：主业业绩或见底

2025 年前三季度，公司实现营业收入 5.10 亿元，同比下降 29.33%；实现归母净利润 612 万元，同比下降 95.68%；扣非后归母净利润为-1392 万元。

#### 成长性：看好赛默 CDMO 放量以及创新品种 BD 空间

我们认为 2025 年是公司的战略调整年，受到集采以及 B 证企业监管趋严变化的影响，公司的仿制药 CRO 主业在去年高基数下增速承压，看好明年起触底回复。业务增量方面，赛默产能已进入加速爬坡阶段，看好 CDMO 业务未来 2 年内贡献显著业绩增量。截至 2025 年 6 月 30 日，赛默制药累计已完成项目落地验证 617 个项目，申报注册 461 个项目，位居全国前列。赛默制药累计接受国家局注册核查 29 次，55 个品种通过药品注册核查，接受浙江省药品 GMP 符合性检查 26 次，47 条生产线通过 GMP 符合性检查；根据公司公众号披露，赛默制药已有 12 个品种拟中标全国第十一批集采，或将给公司 2026 年带来显著增量。此外，公司自研新药品种 BIOS0618、BIOS0635、BIOS0625 等已进入早期临床的关键阶段，存在较大 BD 出海潜力。2025 年上半年公司完成 11 个 2 类新药的 IND 申报，自研 2 类药开发提速，我们认为高价值的 2 类药管线转化有望成为公司 CRO 业务后续增长的重要支撑。我们看好公司从仿制药开发向创新药转化切换下的价值重估空间。

#### 盈利能力：业务结构调整带来利润短期承压，看好恢复弹性

2025 年公司毛利率与净利率大幅下降，我们认为这与仿制药开发业务需求下滑以及部分客户经营稳定性下滑传导影响、赛默转固带来 CDMO 业务毛利率承压、公司整体业务结构变化（低毛利率的 CDMO 业务收入占比提升）、自研创新药加速推进需要的投入增加等因素有关。展望来看，我们认为仿制药开发业务供需已经恢复至相对稳定水平，赛默在产能加速爬坡下毛利率或将快速回升，我们更看好明年起公司的利润端弹性快速兑现。

#### 盈利预测与估值

我们预计 2025-2027 年公司实现营业收入 7.11/8.54/10.12 亿元，同比增长-11.31%/20.14%/18.40%；实现归母净利润 0.50/0.70/0.98 亿元，2026-2027 年同比增长 41.10%/38.97%，对应 EPS 为 0.46/0.64/0.90 元/股，2025 年 10 月 28 日收盘价对应 2025-2027 年 PE 为 128x/91x/65x。维持“买入”评级。

#### 风险提示

转让分成业务的季度兑现波动性风险；项目研发失败风险；从仿制药到创新药商业模式不可复制风险；信用集中风险。

### 投资评级：买入(维持)

分析师：王班

执业证书号：S1230525070003

wangban@stocke.com.cn

分析师：胡隽扬

执业证书号：S1230524090005

hujunyang@stocke.com.cn

### 基本数据

|          |          |
|----------|----------|
| 收盘价      | ¥58.55   |
| 总市值(百万元) | 6,395.32 |
| 总股本(百万股) | 109.23   |

### 股票走势图



### 相关报告

- 《竞争加剧，看好韧性》2024.08.20
- 《持续高兑现，看好高增持续》2024.04.24
- 《业绩超预期的“药企研发合伙人”》2024.03.29

### 财务摘要

| (百万元)     | 2024    | 2025E   | 2026E  | 2027E   |
|-----------|---------|---------|--------|---------|
| 营业收入      | 801.92  | 711.24  | 854.50 | 1011.71 |
| (+/-) (%) | -21.18% | -11.31% | 20.14% | 18.40%  |
| 归母净利润     | -52.74  | 49.88   | 70.37  | 97.80   |
| (+/-) (%) | /       | /       | 41.10% | 38.97%  |
| 每股收益(元)   | -0.48   | 0.46    | 0.64   | 0.90    |
| P/E       | /       | 128.22  | 90.87  | 65.39   |

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

| (百万元)          | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1,545 | 1,686 | 1,777 | 1,929 |
| 现金             | 429   | 700   | 700   | 757   |
| 交易性金融资产        | 83    | 28    | 37    | 49    |
| 应收账款           | 361   | 303   | 346   | 392   |
| 其它应收款          | 3     | 3     | 3     | 4     |
| 预付账款           | 32    | 30    | 36    | 41    |
| 存货             | 177   | 164   | 196   | 227   |
| 其他             | 459   | 459   | 459   | 459   |
| <b>非流动资产</b>   | 2,176 | 2,019 | 1,985 | 1,942 |
| 金融资产类          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 35    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 1,622 | 1,614 | 1,592 | 1,559 |
| 无形资产           | 93    | 101   | 105   | 108   |
| 在建工程           | 206   | 85    | 68    | 54    |
| 其他             | 219   | 219   | 220   | 220   |
| <b>资产总计</b>    | 3,721 | 3,705 | 3,762 | 3,871 |
| <b>流动负债</b>    | 769   | 653   | 640   | 651   |
| 短期借款           | 360   | 367   | 321   | 300   |
| 应付款项           | 147   | 135   | 162   | 188   |
| 预收账款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 262   | 151   | 157   | 164   |
| <b>非流动负债</b>   | 372   | 372   | 372   | 372   |
| 长期借款           | 244   | 244   | 244   | 244   |
| 其他             | 128   | 128   | 128   | 128   |
| <b>负债合计</b>    | 1,142 | 1,026 | 1,012 | 1,023 |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 归属母公司股东权       | 2,579 | 2,679 | 2,750 | 2,847 |
| <b>负债和股东权益</b> | 3,721 | 3,705 | 3,762 | 3,871 |

### 现金流量表

| (百万元)          | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | (196) | 252   | 172   | 205   |
| 净利润            | (53)  | 50    | 70    | 98    |
| 折旧摊销           | 146   | 133   | 142   | 150   |
| 财务费用           | 4     | 12    | 9     | 7     |
| 投资损失           | 6     | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | (408) | 25    | (38)  | (45)  |
| 其它             | 110   | 32    | (10)  | (6)   |
| <b>投资活动现金流</b> | (465) | 79    | (118) | (120) |
| 资本支出           | (89)  | 0     | (101) | (101) |
| 长期投资           | (19)  | 35    | 0     | 0     |
| 其他             | (357) | 44    | (17)  | (19)  |
| <b>筹资活动现金流</b> | 298   | (60)  | (55)  | (28)  |
| 短期借款           | (9)   | 7     | (46)  | (21)  |
| 长期借款           | 244   | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 63    | (67)  | (9)   | (7)   |
| <b>现金净增加额</b>  | (362) | 271   | 0     | 57    |

### 利润表

| (百万元)           | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 802   | 711   | 855   | 1,012 |
| 营业成本            | 385   | 356   | 425   | 493   |
| 营业税金及附加         | 10    | 5     | 7     | 9     |
| 营业费用            | 15    | 13    | 15    | 18    |
| 管理费用            | 77    | 75    | 81    | 89    |
| 研发费用            | 318   | 199   | 239   | 283   |
| 财务费用            | 4     | 12    | 9     | 7     |
| 资产减值损失          | 41    | 18    | 21    | 25    |
| 公允价值变动损益        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | (6)   | 0     | 0     | 0     |
| 其他经营收益          | 20    | 20    | 20    | 20    |
| <b>营业利润</b>     | (34)  | 54    | 76    | 106   |
| 营业外收支           | (2)   | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | (36)  | 54    | 76    | 106   |
| 所得税             | 17    | 4     | 6     | 9     |
| <b>净利润</b>      | (53)  | 50    | 70    | 98    |
| 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | (53)  | 50    | 70    | 98    |
| EBITDA          | 127   | 209   | 237   | 274   |
| EPS (最新摊薄)      | -0.48 | 0.46  | 0.64  | 0.90  |

### 主要财务比率

|                | 2024     | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
|----------------|----------|---------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |          |         |        |        |
| 营业收入           | -21.18%  | -11.31% | 20.14% | 18.40% |
| 营业利润           | -111.58% | 257.63% | 41.10% | 38.97% |
| 归属母公司净利润       | /        | /       | 41.10% | 38.97% |
| <b>获利能力</b>    |          |         |        |        |
| 毛利率            | 51.98%   | 49.97%  | 50.25% | 51.26% |
| 净利率            | -6.60%   | 7.01%   | 8.24%  | 9.67%  |
| ROE            | -2.00%   | 1.90%   | 2.59%  | 3.49%  |
| ROIC           | -0.82%   | 2.12%   | 2.64%  | 3.35%  |
| <b>偿债能力</b>    |          |         |        |        |
| 资产负债率          | 30.68%   | 27.68%  | 26.91% | 26.44% |
| 净负债比率          | 62.10%   | 59.60%  | 55.84% | 53.15% |
| 流动比率           | 2.01     | 2.58    | 2.78   | 2.96   |
| 速动比率           | 1.78     | 2.33    | 2.47   | 2.61   |
| <b>营运能力</b>    |          |         |        |        |
| 总资产周转率         | 0.22     | 0.19    | 0.23   | 0.27   |
| 应收账款周转率        | 2.86     | 2.09    | 2.42   | 2.41   |
| 应付账款周转率        | 2.17     | 2.74    | 3.11   | 3.07   |
| <b>每股指标(元)</b> |          |         |        |        |
| 每股收益           | -0.48    | 0.46    | 0.64   | 0.90   |
| 每股经营现金         | -1.79    | 2.31    | 1.58   | 1.87   |
| 每股净资产          | 23.61    | 24.53   | 25.17  | 26.07  |
| <b>估值比率</b>    |          |         |        |        |
| P/E            | /        | 128.22  | 90.87  | 65.39  |
| P/B            | 2.48     | 2.39    | 2.33   | 2.25   |
| EV/EBITDA      | 34.12    | 30.03   | 26.26  | 22.41  |

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>