

短期业绩承压，自研驱动创新转型

——百诚医药动态跟踪

核心观点

- **受仿制药竞争加剧及 MAH 政策影响，业绩短期承压。**公司近期发布 25 年业绩预告，预计归母净利润亏损 0.66 亿元-0.96 亿元，扣非归母净利润亏损 0.79 亿元-1.1 亿元。业绩承压主要系公司仿制药业务受到集采、MAH 制度政策的影响。面对行业政策环境变化，公司有望通过积极创新转型，优化业务结构，重回增长轨道。
- **一体化综合服务能力赋能受托研发服务。**公司深耕药学研究和临床试验领域，与国内核心制药公司和 MAH 客户保持长期合作关系。此外，公司积极拓展 CDMO 业务，赛默制药加速内部项目推进，同时充足的产能可承接外部 CDMO 项目。得益于公司“CRO+CDMO”的一体化服务能力，受托研发服务的“压舱石”作用有望持续提升。
- **创新驱动技术转化，共享上市价值，稳定增厚业绩。**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。目前，公司已储备众多前景良好、供应短缺、具有一定技术壁垒的药物品种，在研产品重点包括吸入制剂、缓控释制剂、透皮给药制剂等高端仿制药。截至 25 年中报，公司累计拥有销售权益分成的研发项目 132 项，其中已获批 37 项，此外还有众多项目已进入注册程序，未来随着这些项目陆续进入商业化阶段，稳定的权益分成有望持续增厚公司业绩。
- **积极转型创新药物研发，搭建丰富的创新技术平台。**公司目前的创新药物研发项目共 15 项，涵盖 11 项小分子化药和 4 项大分子生物药，涵盖肿瘤、自身免疫、神经精神及呼吸道疾病等核心治疗领域。近期，公司就自研肿瘤创新药 BIOS-0629 与众神创新达成合作，未来公司将获得里程碑款 3 亿元，以及上市销售额 10% 的分成收益。凭借公司对于行业的洞察及研发能力，创新药物研发及授权有望为公司带来第二成长曲线。

盈利预测与投资建议

- 受竞争加剧及政策影响，下调公司收入及利润水平，预测 2025-2026 年每股收益分别为-0.63、0.37 元（前值为 2.49、2.80 元），并预测 2027 年每股收益为 0.61 元。公司短期业绩虽然承压，但考虑到公司长期发展潜力较大，因此采取 DCF 估值法，目标价为 53.84 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 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、行业竞争加剧风险、行业监管政策风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,017	802	696	800	889
同比增长(%)	67.5%	-21.2%	-13.2%	14.9%	11.1%
营业利润(百万元)	297	(34)	(60)	50	76
同比增长(%)	57.5%	-111.6%	-74.4%	183.3%	52.9%
归属母公司净利润(百万元)	272	(53)	(69)	41	67
同比增长(%)	40.1%	-119.4%	-30.0%	159.3%	64.6%
每股收益(元)	2.49	(0.48)	(0.63)	0.37	0.61
毛利率(%)	65.5%	52.0%	53.8%	56.4%	56.4%
净利率(%)	26.7%	-6.6%	-9.8%	5.1%	7.5%
净资产收益率(%)	10.5%	-2.0%	-2.7%	1.6%	2.5%
市盈率	20.1	(103.8)	(79.8)	134.6	81.8
市净率	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1

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申明。

投资评级

买入（维持）

股价（2026年02月02日）	50.1元
目标价格	53.84元
52周最高价/最低价	77.17/30.6元
总股本/流通A股（万股）	10,923/8,279
A股市值（百万元）	5,472
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2026年02月03日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-10.58	-12.32	-13.47	47.09
相对表现%	-8.43	-11.8	-12.72	26.42
沪深300%	-2.15	-0.52	-0.75	20.67



证券分析师

伍云飞	执业证书编号：S0860524020001 香港证监会牌照：BRX199 wuyunfei1@orientsec.com.cn 021-63326320
傅肖依	执业证书编号：S0860524080006 fuxiaoyi@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告

业绩短期承压，看好自研转化业务长期成长性：——百诚医药 24 年三季度点评 2024-11-07

表 1：估值参数假设表

估值假设主要参数	
所得税税率 T	15.00%
永续增长率 Gn(%)	3.00%
无风险利率 Rf	1.82%
无杠杆影响的 β 系数	0.87
考虑杠杆因素的 β 系数	1.00
市场收益率 Rm	8.73%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (Ke)	8.75%
债务比率 D/(D+E)	15.54%
债务利率 rd	3.50%
WACC	7.85%

数据来源：wind，东方证券研究所

图 1：目标价敏感性分析

FCFF目标价敏感性分析						
		永续增长率Gn(%)				
	53.84	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	5.85%	62.18	76.43	100.67	151.14	320.51
	6.35%	55.03	66.06	83.69	116.33	197.35
	6.85%	49.11	57.85	71.14	93.75	140.83
	7.35%	44.14	51.19	61.49	77.94	108.39
	7.85%	39.91	45.68	53.84	66.24	87.35
	8.35%	36.26	41.05	47.64	57.25	72.61
	8.85%	33.09	37.11	42.51	50.13	61.71
	9.35%	30.31	33.71	38.19	44.34	53.32
	9.85%	27.85	30.76	34.51	39.56	46.68

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	882	429	494	400	444	营业收入	1,017	802	696	800	889
应收票据、账款及款项融资	213	365	212	259	321	营业成本	351	385	322	349	387
预付账款	42	32	28	33	36	销售费用	10	15	13	13	13
存货	93	177	114	125	152	管理费用	129	77	137	102	101
其他	377	542	396	479	530	研发费用	241	318	259	249	261
流动资产合计	1,608	1,545	1,245	1,296	1,483	财务费用	(21)	4	21	22	31
长期股权投资	16	35	17	23	25	资产、信用减值损失	23	41	25	29	32
固定资产	1,291	1,622	1,673	1,766	1,833	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	448	206	355	495	487	投资净收益	(0)	(6)	3	(1)	(1)
无形资产	92	93	103	114	123	其他	11	10	16	15	14
其他	214	219	199	211	209	营业利润	297	(34)	(60)	50	76
非流动资产合计	2,061	2,176	2,347	2,609	2,676	营业外收入	0	0	1	1	1
资产总计	3,669	3,721	3,591	3,905	4,160	营业外支出	2	2	1	1	1
短期借款	369	360	243	493	659	利润总额	296	(36)	(59)	50	77
应付票据及应付账款	323	147	230	235	229	所得税	24	17	9	9	10
其他	153	262	170	193	222	净利润	272	(53)	(69)	41	67
流动负债合计	846	769	644	922	1,111	少数股东损益	0	(0)	(0)	0	0
长期借款	0	244	244	244	244	归属于母公司净利润	272	(53)	(69)	41	67
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.49	-0.48	-0.63	0.37	0.61
其他	139	128	143	137	136						
非流动负债合计	139	372	387	381	380	主要财务比率					
负债合计	985	1,142	1,031	1,303	1,491		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0	0	(0)	(0)	0	成长能力					
实收资本(或股本)	109	109	109	109	109	营业收入	67.5%	-21.2%	-13.2%	14.9%	11.1%
资本公积	2,077	2,057	2,107	2,107	2,107	营业利润	57.5%	-111.6%	-74.4%	183.3%	52.9%
留存收益	499	413	345	386	453	归属于母公司净利润	40.1%	-119.4%	-30.0%	159.3%	64.6%
其他	(0)	(0)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,684	2,579	2,561	2,602	2,669	毛利率	65.5%	52.0%	53.8%	56.4%	56.4%
负债和股东权益总计	3,669	3,721	3,591	3,905	4,160	净利率	26.7%	-6.6%	-9.8%	5.1%	7.5%
						ROE	10.5%	-2.0%	-2.7%	1.6%	2.5%
						ROIC	9.2%	-1.4%	-1.4%	1.8%	2.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	26.8%	30.7%	28.7%	33.4%	35.8%
净利润	272	(53)	(69)	41	67	净负债率	0.0%	10.9%	1.2%	14.8%	19.6%
折旧摊销	83	146	192	210	230	流动比率	1.90	2.01	1.93	1.41	1.34
财务费用	(21)	4	21	22	31	速动比率	1.79	1.78	1.76	1.27	1.20
投资损失	0	6	(3)	1	1	营运能力					
营运资金变动	(163)	(480)	463	(128)	(137)	应收账款周转率	5.8	2.9	2.4	3.5	3.1
其它	(81)	182	32	(17)	1	存货周转率	4.4	2.8	2.2	2.9	2.8
经营活动现金流	90	(196)	637	130	194	总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
资本支出	(754)	(233)	(401)	(455)	(297)	每股指标(元)					
长期投资	(16)	(19)	18	(6)	(2)	每股收益	2.49	-0.48	-0.63	0.37	0.61
其他	3	(213)	(34)	(1)	(1)	每股经营现金流	0.83	-1.79	5.83	1.19	1.78
投资活动现金流	(767)	(465)	(417)	(461)	(300)	每股净资产	24.57	23.61	23.45	23.82	24.43
债权融资	(8)	349	(67)	10	16	估值比率					
股权融资	16	(20)	50	0	0	市盈率	20.1	-103.8	-79.8	134.6	81.8
其他	237	(31)	(138)	228	135	市净率	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1
筹资活动现金流	244	298	(155)	238	151	EV/EBITDA	16.1	50.2	37.8	20.5	17.2
汇率变动影响	(0)	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	21.0	-192.0	-149.0	80.0	53.8
现金净增加额	(433)	(362)	65	(94)	44						

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。