

# 百诚医药 (301096. SZ)

## 受政策影响业绩承压，持续加大创新转型投入

优于大市

### 核心观点

**受政策影响，业绩短期承压。**2024年公司实现营收8.02亿元(-21.18%)，归母净利润-0.53亿元(-119.39%)，扣非归母净利润-0.73亿元(-128.07%)。其中24Q4单季营收0.80亿元(-73.51%)，归母净利润-1.94亿元(-375.83%)，扣非归母净利润-1.98亿元(-440.70%)。2024年业绩承压，主要系仿制药CRO业务受集采、MAH制度等政策的影响，收入下滑，利润端受商业化生产线转固的折旧成本增加、创新转型期费用投入的影响较大。2025年一季度营收1.29亿元(-40.32%)，归母净利润-0.26亿元(-152.59%)，扣非归母净利润-0.36亿元(-174.26%)，利润端持续承压，收入端环比略有恢复。

**毛利率下降，研发费用率提升较多。**2024年公司毛利率51.98%(-13.55pp)，毛利率下滑较多主要系传统仿制药CRO项目价格竞争加剧，以及商业化产线转固后折旧摊销增多所致。销售费用率1.87%(+0.92pp)，管理费用率9.66%(-2.98pp)，研发费用率39.69%(+16.00pp)，财务费用率0.52%(+2.61pp)，四费率51.74%(+16.55pp)，研发费用率明显提升，主要系公司持续加大创新药、仿制药的研发投入所致。

**拓展创新药项目，布局出海。**传统仿制药CRO竞争加剧，公司积极寻求新的业务增长点，秉承创新药和仿制药研发双线发展思路，开展了多个新药研发项目，已取得1类新药的2个IND批件，完成11个2类新药IND申报，已获得10个IND批件。同时，积极布局海外市场，加速原料药、制剂等在海外的注册进程，寻求新的业务增长点。

**投资建议：**考虑传统仿制药CRO竞争加剧、折旧成本增加及公司持续加大研发投入，下调2025、2026年盈利预测，新增2027年盈利预测，预计2025-2027年营收7.3/7.9/8.5亿元(原2025、2026年为10.8/12.8亿元)，同比增速-9%/8%/8%，归母净利润0.5/0.9/1.2亿元(原2025、2026年为2.2/2.7亿元)，同比增速201%/62%/34%，当前股价对应PE=71/44/32x，维持“优于大市”评级。

**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

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,017	802	730	789	854
(+/-%)	67.5%	-21.2%	-9.0%	8.1%	8.3%
归母净利润(百万元)	272	-53	53	86	116
(+/-%)	40.1%	-119.4%	-200.7%	62.3%	34.2%
每股收益(元)	2.50	-0.48	0.49	0.79	1.06
EBIT Margin	27.7%	-0.5%	5.9%	9.5%	13.4%
净资产收益率(ROE)	10.1%	-2.0%	2.0%	3.2%	4.1%
市盈率(PE)	13.8	-71.2	70.7	43.6	32.5
EV/EBITDA	12.8	34.6	21.2	16.9	14.5
市净率(PB)	1.39	1.46	1.43	1.38	1.32

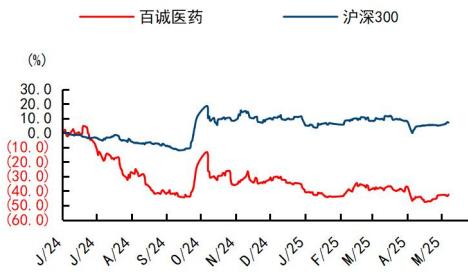
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	34.98元
总市值/流通市值	3821/2429百万元
52周最高价/最低价	72.42/30.60元
近3个月日均成交额	104.40百万元

### 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) -短期业绩承压，持续加大研发投入》——2024-11-07
- 《百诚医药(301096.SZ) ——2024年中报点评：新签订单增长稳健，自研技术转化占比提升》——2024-08-23
- 《百诚医药(301096.SZ) -2023年营收增长68%，新签订单快速增长》——2024-05-06
- 《百诚医药(301096.SZ) ——2023年三季报点评：业绩高增长，行业有望维持高景气》——2023-10-27
- 《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

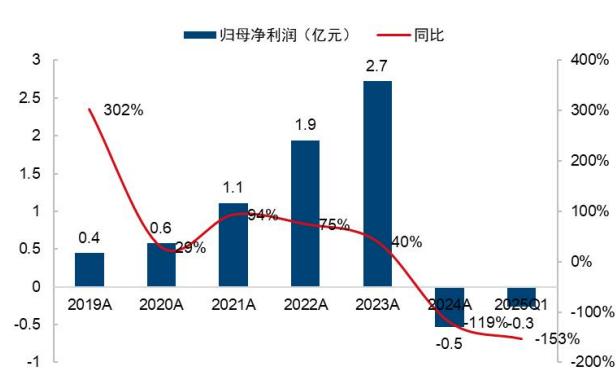
**受政策影响，业绩短期承压。**2024年公司实现营收8.02亿元(-21.18%)，归母净利润-0.53亿元(-119.39%)，扣非归母净利润-0.73亿元(-128.07%)。其中24Q4单季营收0.80亿元(-73.51%)，归母净利润-1.94亿元(-375.83%)，扣非归母净利润-1.98亿元(-440.70%)，2024年业绩承压，主要系仿制药CRO业务受集采、MAH制度等政策的影响，收入下滑，利润端受商业化生产线转固的折旧成本增加、创新转型期费用投入的影响较大。2025年一季度营收1.29亿元(-40.32%)，归母净利润-0.26亿元(-152.59%)，扣非归母净利润-0.36亿元(-174.26%)，利润端持续承压，收入端环比略有恢复。

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、%)

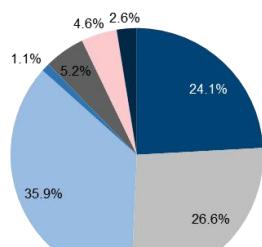


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**临床业务稳定增长。**分业务看，2024年临床前药学研究实现收入1.94亿元(-42.8%)，临床服务2.1亿元(+10.5%)，自主研发技术成果转化2.88亿元(-26.7%)，权益分成0.08亿元(-71.3%)，CDMO0.42亿元(-20.5%)，商业化生产0.37亿元。除临床服务业务有所增长，其他业务均有一定程度下滑。

**图5: 百诚医药 2024 年收入结构**

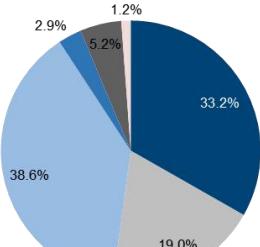
■ 临床前药学研究 ■ 临床服务 ■ 自主研发技术成果转化 ■ 权益分成 ■ CDMO ■ 其他



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

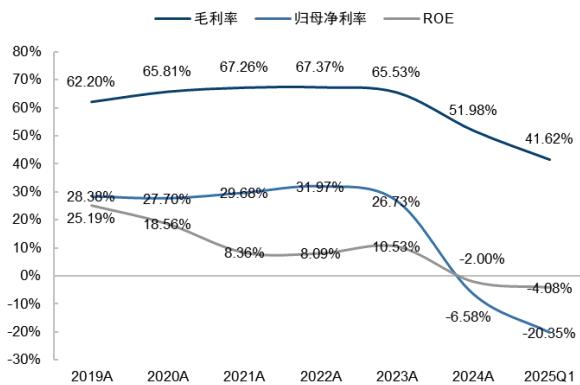
**图6: 百诚医药 2023 年收入结构**

■ 临床前药学研究 ■ 临床服务 ■ 自主研发技术成果转化 ■ 权益分成 ■ CDMO

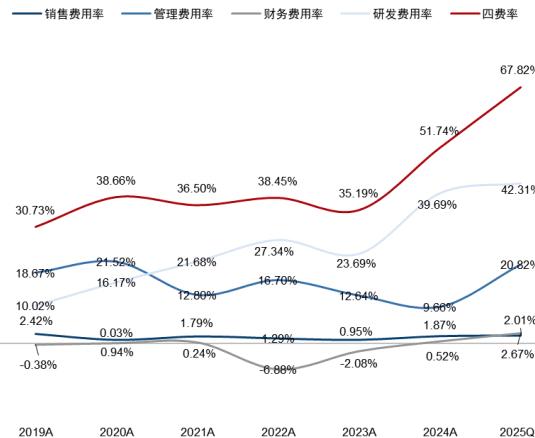


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**毛利率下降，研发费用率提升较多。**2024 年公司毛利率 51.98% (-13.55pp)，毛利率下滑较多主要系传统仿制药 CRO 项目价格竞争加剧，以及商业化产线转固后折旧摊销增多所致。销售费用率 1.87% (+0.92pp)，管理费用率 9.66% (-2.98pp)，研发费用率 39.69% (+16.00pp)，财务费用率 0.52% (+2.61pp)，四费率 51.74% (+16.55pp)，研发费用率明显提升，主要系公司持续加大创新药、仿制药的研发投入所致。

**图7: 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8: 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

**拓展创新药项目，布局出海。**传统仿制药 CRO 竞争加剧，公司积极寻求新的业务增长点，秉承创新药和仿制药研发双线发展思路，开展了多个新药研发项目，已取得 1 类新药的 2 个 IND 批件，完成 11 个 2 类新药 IND 申报，已获得 10 个 IND 批件。同时，积极布局海外市场，加速原料药、制剂等在海外的注册进程，寻求新的业务增长点。

## 盈利预测

**受政策影响，仿制药 CRO 收入下滑。**受药品集采、MAH 制度等政策的影响，部分项目洽谈受阻，2024 年收入下降幅度较大。分业务看，基于在手订单情况，预计 2025 年临床前药学研究业务、自研技术转化业务收入仍将有一定程度下滑，2026

年起预计恢复增长；随着临床项目数量的增多、价格企稳，预计未来3年临床服务业务仍将保持一定增长；随着获批的产品增多，商业化生产、权益分成业务未来3年有望实现较快增长。

**考虑商业化生产线转固的折旧成本增加、创新转型期费用投入较大，下调盈利预测。**2024年公司利润端亏损主要系：1)部分项目因政策性原因洽谈终止，导致收入受到冲击；2)商业化生产线转固的折旧成本增加，研发费用大幅增长；3)确认了较大的减值损失，信用减值损失和资产减值损失合计约4100万元。预计公司2025-2027年营收7.3/7.9/8.5亿元，同比增速-9%/8%/8%。毛利率51.39%/51.23%/52.12%，由于竞争加剧导致项目价格下行，商业化生产线转固的折旧成本增加，毛利率较2023年有明显下降。研发费用率35%/32%/29%，考虑到公司加大布局新药管线，加速创新转型，研发费用方面预计保持较高投入。归母净利润0.5/0.9/1.2亿元，同比增速201%/62%/34%。

表1：百诚医药营收拆分（亿元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>受托药品研发服务</b>					
收入	5.31	4.07	3.59	3.77	3.96
YOY	77.97%	-23.42%	-11.66%	5.00%	5.00%
毛利率	57.22%	46.35%	43.79%	43.41%	43.41%
<b>其中：临床前药学研究</b>					
收入	3.38	1.94	1.35	1.42	1.49
YOY	54.81%	-42.76%	-30.00%	5.00%	5.00%
毛利率	64.76%	55.72%	55.00%	54.00%	54.00%
<b>其中：临床服务</b>					
收入	1.93	2.13	2.24	2.35	2.47
YOY	141.25%	10.48%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	44.02%	37.84%	37.00%	37.00%	37.00%
<b>自主研发技术成果转化</b>					
收入	3.92	2.88	2.45	2.69	2.96
YOY	77.66%	-26.67%	-15.00%	10.00%	10.00%
毛利率	78.62%	73.30%	73.00%	73.00%	73.00%
<b>权益分成</b>					
收入	0.30	0.08	0.10	0.12	0.15
YOY	-48.74%	-71.32%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
<b>CDMO</b>					
收入	0.52	0.42	0.42	0.46	0.50
YOY	152.35%	-20.52%	0.00%	10.00%	10.00%
毛利率	42.14%	44.63%	44.00%	44.00%	44.00%
<b>商业化生产</b>					
收入		0.37	0.53	0.64	0.77
YOY			45.00%	20.00%	20.00%
毛利率		-40.91%	10.00%	10.00%	20.00%
<b>营收合计</b>		<b>10.17</b>	<b>8.02</b>	<b>7.30</b>	<b>7.89</b>
YOY	67.51%	-21.18%	-9.02%	8.12%	8.31%
毛利率	65.53%	51.98%	51.39%	51.23%	52.12%

资料来源：Wind、国信证券研究所整理和预测

**表2: 未来3年盈利预测表**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入 (百万元)</b>	1017	802	730	789	854
<b>营业成本 (百万元)</b>	351	385	355	385	409
<b>销售费用 (百万元)</b>	10	15	11	10	11
<b>管理费用 (百万元)</b>	129	77	62	59	64
<b>研发费用 (百万元)</b>	241	318	255	252	248
<b>财务费用 (百万元)</b>	-21	4	-4	-4	4
<b>营业利润 (百万元)</b>	297	-34	57	93	124
<b>利润总额 (百万元)</b>	296	-36	58	94	126
<b>归母净利润 (百万元)</b>	272	-53	53	86	116
<b>归母净利润增速</b>	40.1%	-119.4%	-200.7%	62.3%	34.2%
<b>EPS (元)</b>	2.50	-0.48	0.49	0.79	1.06
<b>ROE</b>	10.1%	-2.0%	2.0%	3.2%	4.1%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

**投资建议:** 考虑传统仿制药 CRO 竞争加剧、折旧成本增加及公司持续加大研发投入, 下调 2025、2026 年盈利预测, 新增 2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年营收 7.3/7.9/8.5 亿元(原 2025、2026 年为 10.8/12.8 亿元), 同比增速-9%/8%/8%, 归母净利润 0.5/0.9/1.2 亿元(原 2025、2026 年为 2.2/2.7 亿元), 同比增速 201%/62%/34%, 当前股价对应 PE=71/44/32x, 维持“优于大市”评级。

**表3: 可比公司估值表**

代码	公司简称	2025/5/8		总市值		EPS			PE			ROE	PEG	投资评级
		股价	亿元	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	24A	25E	
301096.SZ	百诚医药	34.37	38	-0.49	0.49	0.79	1.06	-71.18	70.71	43.57	32.46	-2.04%	1.49	优于大市
688621.SH	阳光诺和	45.97	51	1.58	1.91	2.34	2.70	29.02	24.06	19.67	17.04	16.12%	1.24	无
300759.SZ	康龙化成	23.72	389	1.01	1.03	1.22	1.44	21.69	21.27	17.96	15.22	13.17%	1.70	无

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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	882	429	687	519	571	<b>营业收入</b>	<b>1017</b>	<b>802</b>	<b>730</b>	<b>789</b>	<b>854</b>
应收款项	217	365	225	257	310	营业成本	351	385	355	385	409
存货净额	93	177	88	90	97	营业税金及附加	6	10	7	8	9
其他流动资产	415	492	308	379	432	销售费用	10	15	11	10	11
<b>流动资产合计</b>	<b>1608</b>	<b>1545</b>	<b>1391</b>	<b>1328</b>	<b>1492</b>	管理费用	129	77	62	59	64
固定资产	1739	1828	2059	2305	2567	研发费用	241	318	255	252	248
无形资产及其他	92	93	90	86	82	财务费用	(21)	4	(4)	(4)	4
投资性房地产	213	219	219	219	219	投资收益	(0)	(6)	0	0	0
长期股权投资	16	35	35	35	35	资产减值及公允价值变动	13	10	(10)	(10)	(10)
<b>资产总计</b>	<b>3669</b>	<b>3721</b>	<b>3794</b>	<b>3973</b>	<b>4395</b>	其他收入	(260)	(349)	(231)	(228)	(224)
短期借款及交易性金融负债	370	465	500	615	940	营业利润	297	(34)	57	93	124
应付款项	323	147	172	160	139	营业外净收支	(1)	(2)	1	1	1
其他流动负债	153	157	106	101	105	<b>利润总额</b>	<b>296</b>	<b>(36)</b>	<b>58</b>	<b>94</b>	<b>126</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>846</b>	<b>769</b>	<b>778</b>	<b>876</b>	<b>1184</b>	所得税费用	24	17	5	7	10
长期借款及应付债券	0	244	244	244	244	少数股东损益	0	(0)	0	0	0
其他长期负债	139	128	140	134	133	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>272</b>	<b>(53)</b>	<b>53</b>	<b>86</b>	<b>116</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>139</b>	<b>372</b>	<b>384</b>	<b>378</b>	<b>377</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>985</b>	<b>1142</b>	<b>1162</b>	<b>1254</b>	<b>1561</b>	<b>净利润</b>	<b>272</b>	<b>(53)</b>	<b>53</b>	<b>86</b>	<b>116</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	13	18	9	5	6
股东权益	2684	2579	2632	2719	2834	折旧摊销	88	145	189	221	252
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3669</b>	<b>3721</b>	<b>3794</b>	<b>3973</b>	<b>4395</b>	公允价值变动损失	(13)	(10)	10	10	10
						财务费用	(21)	4	(4)	(4)	4
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	营运资本变动	(209)	(477)	406	(122)	(125)
每股收益	2.50	(0.48)	0.49	0.79	1.06	其它	(13)	(19)	(9)	(5)	(6)
每股红利	0.85	0.45	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>138</b>	<b>(395)</b>	<b>658</b>	<b>195</b>	<b>253</b>
每股净资产	24.64	23.61	24.10	24.89	25.95	资本开支	0	(259)	(435)	(478)	(526)
ROIC	10.18%	-0.21%	1%	2%	3%	其它投资现金流	0	(83)	0	0	0
ROE	10.13%	-2.04%	2%	3%	4%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(16)</b>	<b>(361)</b>	<b>(435)</b>	<b>(478)</b>	<b>(526)</b>
毛利率	66%	52%	51%	51%	52%	权益性融资	(0)	9	0	0	0
EBIT Margin	28%	-0%	6%	9%	13%	负债净变化	0	244	0	0	0
EBITDA Margin	36%	18%	32%	38%	43%	支付股利、利息	(93)	(49)	0	0	0
收入增长	68%	-21%	-9%	8%	8%	其它融资现金流	(293)	(97)	35	115	325
净利润增长率	40%	-119%	-201%	62%	34%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(478)</b>	<b>303</b>	<b>35</b>	<b>115</b>	<b>325</b>
资产负债率	27%	31%	31%	32%	36%	<b>现金净变动</b>	<b>(357)</b>	<b>(453)</b>	<b>258</b>	<b>(168)</b>	<b>52</b>
股息率	2.5%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	1239	882	429	687	519
P/E	13.8	(71.2)	70.7	43.6	32.5	货币资金的期末余额	882	429	687	519	571
P/B	1.4	1.5	1.4	1.4	1.3	企业自由现金流	0	(597)	200	(310)	(294)
EV/EBITDA	12.8	34.6	21.2	16.9	14.5	权益自由现金流	0	(449)	215	(217)	(0)

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测