

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

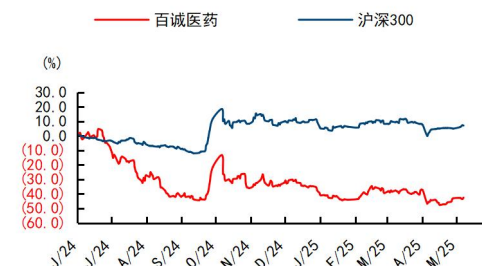
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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



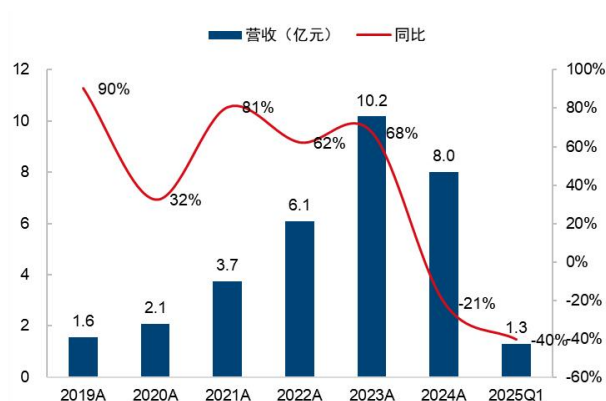
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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

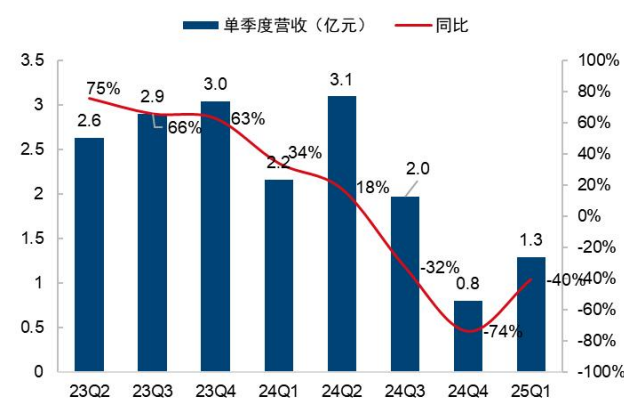
受政策影响，业绩短期承压。2024 年公司实现营收 8.02 亿元（-21.18%），归母净利润-0.53 亿元（-119.39%），扣非归母净利润-0.73 亿元（-128.07%）。其中 24Q4 单季营收 0.80 亿元（-73.51%），归母净利润-1.94 亿元（-375.83%），扣非归母净利润-1.98 亿元（-440.70%），2024 年业绩承压，主要系仿制药 CRO 业务受集采、MAH 制度等政策的影响，收入下滑，利润端受商业化生产线转固的折旧成本增加、创新转型期费用投入的影响较大。2025 年一季度营收 1.29 亿元（-40.32%），归母净利润-0.26 亿元（-152.59%），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



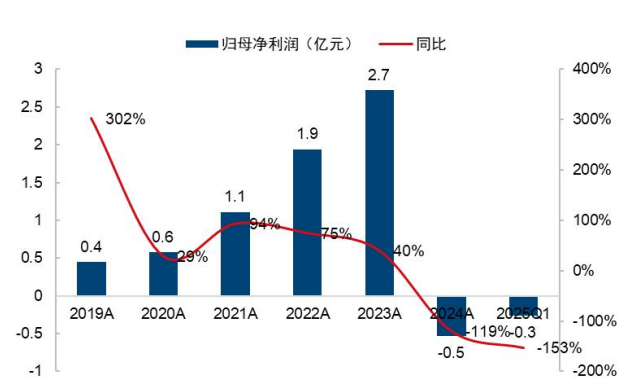
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：百诚医药单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



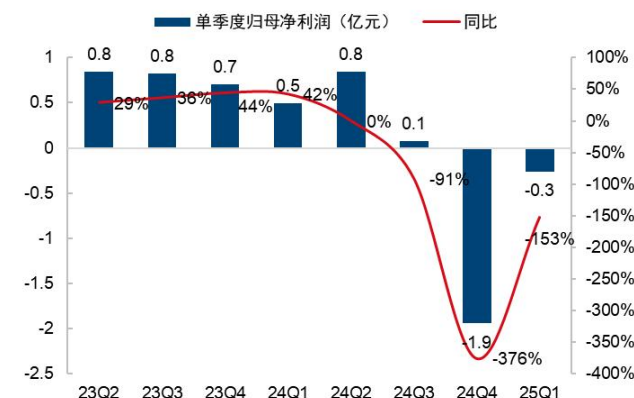
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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

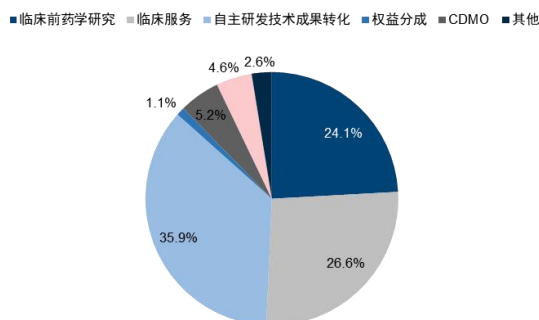
图4：百诚医药单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

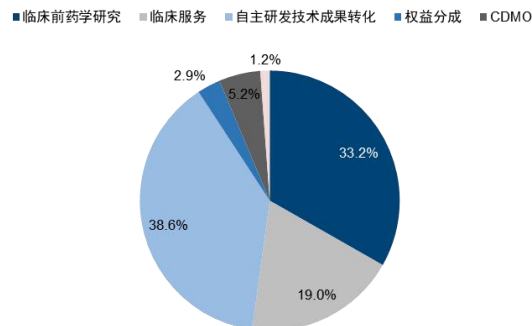
临床业务稳定增长。分业务看，2024 年临床前药学研究实现收入 1.94 亿元（-42.8%），临床服务 2.1 亿元（+10.5%），自主研发技术成果转化 2.88 亿元（-26.7%），权益分成 0.08 亿元（-71.3%），CDMO 0.42 亿元（-20.5%），商业化生产 0.37 亿元。除临床服务业务有所增长，其他业务均有一定程度下滑。

图5: 百诚医药 2024 年收入结构



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

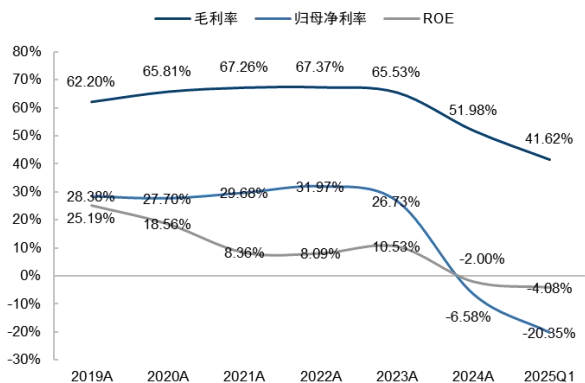
图6: 百诚医药 2023 年收入结构



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

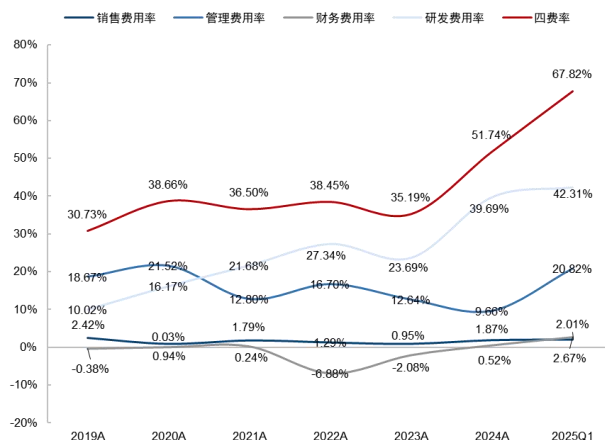
毛利率下降, 研发费用率提升较多。2024 年公司毛利率 51.98% (-13.55pp), 毛利率下滑较多主要系传统仿制药 CRO 项目价格竞争加剧, 以及商业化产线转固后折旧摊销增多所致。销售费用率 1.87% (+0.92pp), 管理费用率 9.66% (-2.98pp), 研发费用率 39.69% (+16.00pp), 财务费用率 0.52% (+2.61pp), 四费率 51.74% (+16.55pp), 研发费用率明显提升, 主要系公司持续加大创新药、仿制药的研发投入所致。

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
受托药品研发服务					
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%
其中：临床前药学研究					
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%
其中：临床服务					
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%
自主研发技术成果转化					
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%
权益分成					
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%
CDMO					
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%
商业化生产					
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%
营收合计					
	10.17	8.02	7.30	7.89	8.54
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
营业收入（百万元）	1017	802	730	789	854
营业成本（百万元）	351	385	355	385	409
销售费用（百万元）	10	15	11	10	11
管理费用（百万元）	129	77	62	59	64
研发费用（百万元）	241	318	255	252	248
财务费用（百万元）	-21	4	-4	-4	4
营业利润（百万元）	297	-34	57	93	124
利润总额（百万元）	296	-36	58	94	126
归母净利润（百万元）	272	-53	53	86	116
归母净利润增速	40.1%	-119.4%	-200.7%	62.3%	34.2%
EPS（元）	2.50	-0.48	0.49	0.79	1.06
ROE	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 股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE		PEG	投资评级
				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	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	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	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）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	882	429	687	519	571	营业收入	1017	802	730	789	854
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
流动资产合计	1608	1545	1391	1328	1492	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)
资产总计	3669	3721	3794	3973	4395	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	利润总额	296	(36)	58	94	126
流动负债合计	846	769	778	876	1184	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	归属于母公司净利润	272	(53)	53	86	116
长期负债合计	139	372	384	378	377	现金流量表（百万元）					
负债合计	985	1142	1162	1254	1561	净利润	272	(53)	53	86	116
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
负债和股东权益总计	3669	3721	3794	3973	4395	公允价值变动损失	(13)	(10)	10	10	10
关键财务与估值指标						财务费用	(21)	4	(4)	(4)	4
每股收益	2.50	(0.48)	0.49	0.79	1.06	营运资本变动	(209)	(477)	406	(122)	(125)
每股红利	0.85	0.45	0.00	0.00	0.00	其它	(13)	(19)	(9)	(5)	(6)
每股净资产	24.64	23.61	24.10	24.89	25.95	经营活动现金流	138	(395)	658	195	253
ROIC	10.18%	-0.21%	1%	2%	3%	资本开支	0	(259)	(435)	(478)	(526)
ROE	10.13%	-2.04%	2%	3%	4%	其它投资现金流	0	(83)	0	0	0
毛利率	66%	52%	51%	51%	52%	投资活动现金流	(16)	(361)	(435)	(478)	(526)
EBIT Margin	28%	-0%	6%	9%	13%	权益性融资	(0)	9	0	0	0
EBITDA Margin	36%	18%	32%	38%	43%	负债净变化	0	244	0	0	0
收入增长	68%	-21%	-9%	8%	8%	支付股利、利息	(93)	(49)	0	0	0
净利润增长率	40%	-119%	-201%	62%	34%	其它融资现金流	(293)	(97)	35	115	325
资产负债率	27%	31%	31%	32%	36%	融资活动现金流	(478)	303	35	115	325
股息率	2.5%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	(357)	(453)	258	(168)	52
P/E	13.8	(71.2)	70.7	43.6	32.5	货币资金的期初余额	1239	882	429	687	519
P/B	1.4	1.5	1.4	1.4	1.3	货币资金的期末余额	882	429	687	519	571
EV/EBITDA	12.8	34.6	21.2	16.9	14.5	企业自由现金流	0	(597)	200	(310)	(294)
						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