

百诚医药

301096.SZ | 医药研发外包 (CRO/CDMO)

我们认为百诚医药属于困境反转型投资机会，当前处于战略投入验证期。市场定价已反映对其远期成长与创新管线期权价值的乐观预期，从分部估值（SOTP中枢约40亿）及增长期权角度看，市值或存在多维参照系支撑。公司正经历传统CRO业务出清与集采商业化放量拐点，需跟踪赛默制药产能利用率提升、现金流转正及创新药临床数据读出等关键节点。仅供参考，不构成投资建议。

报告日期

2026-06-13

前收盘价

¥54.02

总市值

¥59.01亿

所属行业

医药

— 经营概况

百诚医药经营分析

公司依靠CRO（受托研发）、研发技术成果转化、CDMO（定制研发生产）及商业化生产服务实现营业收入和利润。业绩增长中，行业红利贡献76.1%，自身独特优势贡献3.6%。自身独特优势指公司毛利率超出行业平均的幅度，此处为3.6个百分点。整体看，行业红利主导，自身造血能力弱于行业依赖。

产品竞争力

公司特有优势为39.5%，即整体毛利率39.5%，较行业平均35.9%高出3.6个百分点。核心CRO业务毛利率50.6%，处于行业中位水平；研发技术成果转化毛利率65.5%为亮点，体现技术转化能力。相比药明康德（CRO毛利率约45%）、康龙化成（约40%），公司转化业务略优，但整体规模偏小。商业化生产毛利率-31.6%，拖累严重，因产线转固后折旧高且订单不足，显示规模不经济。产业链脆弱性折扣为10%，即下游客户（制药企业）因集采议价能力极强，利润向上游挤压，估值需额外补偿。产品组合中仿制药相关服务受政策冲击明显，而创新药及首仿品种（如全国首家获批的阿司匹林维生素C泡腾片）仍具差异化竞争力，但份额在丢失（超额增长-17.1%）。

商业模式

采用“受托研发+成果转化+CDMO”一体化模式，盈利主要依赖行业红利（占比76.1%）。护城河类型待AI确认，但现有证据表明缺乏显著技术壁垒或客户粘性。利润来源中，下游客户（制药企业）定价权强，公司反脆弱性中等。现金流质量恶化（经营现金流/净利润红牌），销售权益分成模式虽具复利属性，但132个项目多数未到收获期。国内同业对比：相比药明生物（平台效应）、泰格医药（临床龙头），公司规模偏小、产业链延伸不足，竞争优势评分仅3/9（弱）。

持续盈利的关键因素

过去10年，仿制药CRO毛利率从60%+降至50%左右，核心逻辑：集采压缩仿制药利润，MAH制度增加客户但降低单价；商业化生产初期投入大但未达产。未来关键因素：①集采深化：仿制药研发需求持续萎缩，2025年收入降15.5%已印证，若无法向创新药转型，利润可能进一步承压。②研发成果转化持续性：虽毛利率高（65.5%），但转化成功率（55项/200项立项）和权益分成回收周期存在不确定性。③现金流压力：OCF/利润为-0.53，红牌，营运资金需求大，若再融资受限将影响研发投入。回归底线距离较近，安全空间有限。

主营业务与财务数据对比

主营业务结构

年份周期	业务类别	收入规模 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
2025-12-31	CRO	5.4	80	50.6
2025-12-31	商业化生产	0.9	13	-31.6
2025-12-31	CDMO	0.4	7	46.9
2024-12-31	CRO	7.2	90	57.1

年份周期	业务类别	收入规模 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
2024-12-31	CDMO	0.4	5	44.6

数据来源：公司年报及公告，经众问整理。部分毛利率为计算值。

CRO毛利率从57.1%降至50.6%，超额增长-17.1%，份额丢失明显；商业化生产拖累整体毛利率至39.5%（同比下降16.9个百分点），盈利能力恶化。

小结

行业政策红利消退，自身独特优势（毛利率超行业平均）薄弱，商业化生产严重亏损，现金流告急；短期看，研发成果转化是唯一亮点，但需警惕均值回归风险。

注：以上分析中部分定量字段（如行业平均毛利率）为系统推导值，盲点已标注，判断置信度有限。

估值分析

百诚医药估值分析

作为价值投资者，估值是投资决策的核心。对百诚医药（301096）的估值，不能仅依赖于机械的现金流折现，必须将其置于行业变迁、公司战略与财务质量的现实图景中进行多维推演。以下分析将严格遵循系统提供的数据与逻辑框架，力求呈现一个审慎、连贯且可检验的估值结论。

1. 影响估值的核心因素梳理

结合上游分析，百诚医药的估值驱动力与风险高度集中，可提炼为两个核心变量：

核心驱动力：研发技术成果转化业务的可持续性。 该业务毛利率高达65.5%，是公司当前唯一的利润亮点。其能否从“项目池”成功转化为稳定的“收入流”，是公司能否摆脱行业依赖、建立独特优势的关键。

核心风险：CDMO及商业化生产的持续亏损与现金流压力。 商业化生产毛利率-31.6%严重拖累整体盈利，经营现金流/净利润为-0.53（红牌），且短期偿债存在缺口（货币资金+交易性金融资产3.7亿 vs 短期借款5.1亿）。现金流枯竭将直接威胁公司生存和研发投入。

2. 公司本质与核心竞争优势深度剖析

百诚医药是一家典型的**转型/多元化公司**，业务横跨CRO（受托研发）、研发技术成果转化、CDMO（定制生产）与商业化生产。其商业模式的核心是“受托研发+成果转化+CDMO”一体化，但现阶段呈“跛脚”状态：CRO业务（收入占比超80%）依赖行业红利且份额丢失，商业化生产严重亏损，仅有研发成果转化业务具备差异化竞争力。

公司竞争优势等级被系统判定为“弱”（3/9），护城河类型待确认。定量证据也支持这一判断：毛利率仅超出行业平均3.6个百分点，超额增长却为-17.1%，表明公司处于“均值回归”趋势中，自身造血能力弱于行业平均，缺乏显

著技术壁垒、客户粘性或规模优势。

3. 核心业务线识别与市场空间、份额、利润质量分析

3.1 核心业务线

公司主要业务为CRO（受托研发）、研发技术成果转化及CDMO/商业化生产。其中，CRO是收入主体但利润微薄，研发成果转化是利润核心但规模尚小，商业化生产是利润拖累。

3.2 三维度分析

CRO（受托研发）

市场空间：

国内CRO市场整体增速放缓，尤其是仿制药CRO市场受集采冲击明显。预测2030年，仿制药CRO市场规模可能持续萎缩，而创新药与首仿药CRO市场仍将保持增长，但竞争激烈。券商普遍预测CRO行业长期复合增速在10%-15%之间，但高增速集中于头部平台型企业。

份额假设：

公司当前处于份额丢失阶段（超额增长-17.1%）。在乐观情况下，通过聚焦首仿和差异化品种，份额下降速度或可放缓；悲观情况下，行业竞争加剧，中小型CRO企业被挤出，份额将加速丢失。

利润质量：

CRO毛利率从57.1%降至50.6%，显示定价权弱化。乐观情景下，若公司通过精细化管理维持毛利率在50%左右，但高研发投入（28%）和高管理费用将导致净利率仍维持低位；悲观情景下，毛利率或跌破40%，叠加营收下滑，该业务可能陷入微利或亏损。

研发技术成果转化

市场空间：

该业务是公司最独特的价值点，受益于MAH制度下小型药企对成熟技术转让的需求。市场空间长期存在，但面临与头部CRO公司内部管线的竞争。预测其市场规模将随药企研发外包深化而稳步增长，但天花板较低。

份额假设：

公司当前在该领域具备一定先发优势（毛利率65.5%）。乐观情景下，凭借132项在手项目，成功转化率和权益分成收入将逐步提升，成为持续的收入增长点；悲观情景下，项目转化成功率低于预期，或面临大型CRO公司的挤压，市场份额难有显著扩张。

利润质量：

该业务毛利率高，但需要持续的研发投入和长期的销售分成收回。乐观情景下，净利率可维持在20%-30%；悲观情景下，项目延期或失败将导致净利率大幅波动。

CDMO与商业化生产

市场空间：

国内CDMO市场虽大，但严重供过于求，头部企业产能利用率承压。公司刚起步，规模不经济。

份额假设：

当前几乎无市场份额，且商业化生产严重亏损。乐观情景下，随着在手项目向CMO转化，产能利用率提升，该业务有望在3-5年内扭亏；悲观情景下，订单不足，折旧压力持续，该业务将持续成为公司的“出血点”。

利润质量：

当前利润率极低。该业务扭亏是公司整体盈利改善的关键，但因重资产属性和行业竞争激烈，盈利拐点具有极大不确定性。

4. 构建两种完整的商业情景（乐观/悲观）

维度	乐观情景	悲观情景
宏观与行业	仿制药集采政策边际放缓，创新药鼓励政策持续出台，行业增速企稳。国内CRO/CDMO行业整合加速，中小型企业被淘汰，头部企业市占率提升。预测2030年行业复合增长率维持10%。	集采政策持续深化，仿制药研发需求萎缩超预期。行业资本“寒冬”加剧，制药企业削减研发外包预算，竞争烈度上升，价格战频发。行业增速降至5%以下。
公司战略	公司战略聚焦成果转化，凭借132项项目储备，成功转化率和权益分成收入稳步提升。CDMO业务受益于内部转化项目，产能利用率逐步提升，2028年实现盈亏平衡。管理层在新的股权激励计划下，将业绩目标降至合理水平，团队稳定，战略执行力改善。	公司战略模糊，成果转化项目推进缓慢，无法形成稳定收入。CDMO/商业化生产持续亏损，公司被迫缩减研发投入，导致CRO业务竞争力进一步下降。管理层的股权激励失效，核心人才流失，实控人质押风险暴露。
竞争地位	公司在首仿药和复杂制剂领域的技术壁垒得到市场认可，与药明康德、康龙化成等巨头形成错位竞争。客户粘性增强，份额丢失趋势逆转，超额增长回到0附近。	大型CRO公司通过价格战和更高的服务质量侵蚀市场份额，公司同质化竞争劣势暴露，CRO业务份额加速流失，超额增长持续负值，竞争优势评分进一步下降。
财务表现	2026-2028年，营收复合增长率-5%至5%（先抑后平），毛利率稳定在40%左右（受商业化生产拖累），净利率逐步恢复至5%。FCFF逐步转正。假设高研发投入阶段已过，资本开支放缓。	2026-2028年，营收持续下滑（复合增长率-15%至-20%），毛利率跌破30%，净利润持续亏损，FCFF长期为负。公司需要通过持续借贷或股权融资维持运营，资产负债率攀升，流动性危机爆发风险高。

5. 自由现金流预测与折现率确定

基准年自由现金流： 根据财务分析节点，企业自由现金流（FCFF）为1.3亿元。虽然净利润为负，但FCFF为正，主要依赖营运资本变动。本分析将以1.3亿元作为自由现金流预测起点。

折现率（WACC）确定：

调整项目	依据（基于上游分析）	调整幅度	说明
基准折现率	市场无风险利率加股权风险溢价	8.0%	行业基准

调整项目	依据（基于上游分析）	调整幅度	说明
竞争优势	竞争优势等级：弱（3/9）	+1.0%	竞争力弱，风险溢价提高
护城河类型	待AI确认，无明确品牌、网络或技术壁垒	+0.5%	护城河不清晰，业务易被模仿
产业链反脆弱性	反脆弱性中等，下游客户（药企）定价权强	+0.5%	对下游依赖度高，议价能力弱
趋势分类	均值回归（回归底线低）	+0.0%	趋势不利，但已反映在劣势中，不再重复调整
基准WACC（中性）	基础调整总和	10.0%	
乐观情景调整	战略成功，确定性增强	-0.5%	风险降低
乐观情景WACC		9.5%	
悲观情景调整	风险升级，尾部风险增大	+1.0%	流动性、竞争、战略风险叠加
悲观情景WACC		11.0%	

可比公司（药明康德、康龙化成）的WACC通常在9%-12%之间。上述调整后的WACC区间处于合理范围。

6. 估值结果与区间（DCF基础估值）

DCF模型参数：

显性期（2026-2030）：5年，基于情景假设设定增长率。

永续增长率：考虑行业长期需求受政策影响，公司业务单一且无显著品牌溢价，参考成熟经济体同类服务公司（如LabCorp）的永续增长率（1.5%-2.5%），取上限2.0%。

情景	显性期FCFF增速假设	永续增长率	折现率	经营资产(亿元)	非经营资产(亿元)①	总价值(亿元)②	与当前市值比较③
悲观	前3年-15%，后2年-5%	1.5%	11.0%	8.5	-1.7	6.8	-88.5%
基准（中性）	前3年-5%，后2年0%	2.0%	10.0%	15.2	-1.7	13.5	-77.1%

情景	显性期FCFF增速假设	永续增长率	折现率	经营资产(亿元)	非经营资产(亿元)①	总价值(亿元)②	与当前市值比较③
乐观	前3年0%，后2年5%	2.5%	9.5%	22.3	-1.7	20.6	-65.1%

① 非经营性资产 = 金融资产(5.1亿) + 长期股权投资(0.4亿) - 带息负债(7.2亿) = -1.7亿元。

② 公司总价值 = 经营资产价值 + 非经营性资产价值。

③ 计算公式: (情景估值 - 当前市值59.01亿) / 59.01亿 * 100%。负数表明当前市值显著高于DCF测算的内在价值区间。

指标	数值(亿元)	相对位置
下限估值 (悲观)	6.8	
当前市值	59.01	
上限估值 (乐观)	20.6	

7. 多维度估值交叉验证

7.1 相对估值法锚定

选取以下可比公司（业务均为医药研发外包，但规模、盈利能力、业务结构差异显著）：药明康德、康龙化成、泰格医药、凯莱英、昭衍新药、皓元医药。

通过联网搜索获取这些公司最新估值数据（截至2025年年中，考虑市场环境）。由于行业处于下行周期，多数公司估值承压：

PE(TTM)中位数： 约25-30倍。百诚医药因2025年亏损，PE为负值，失去比较意义。

PS(TTM)中位数： 约4-6倍。百诚医药2025年营业收入约6.5亿元（CRO 5.48亿 + CDMO 0.91亿），PS约9倍，处于可比公司75分位以上。

EV/EBITDA中位数： 约15-20倍。百诚医药EBITDA为负，无法比较。

交叉验证结论： 与全行业比较，百诚医药的PS估值处于较高水平，主要由其包含的研发成果转化期权价值支撑。市场并未单纯将其视为CRO企业，而是对其技术转化能力给予了隐含的PS估值溢价。但该溢价在行业下行周期中脆弱性极高。

7.2 分部估值法(SOTP)

鉴于业务转型特征，采用SOTP方法：

CRO业务： 成熟且下滑，参照行业可比PS 3-5倍。假设归属该业务的收入为5.48亿，估值区间16.4亿-27.4亿。

研发技术成果转化： 高成长高毛利，但不确定性大。参照生物科技公司或技术平台估值，给予PS 10-15倍。假设贡献

收入1.5亿（估算），估值区间15亿-22.5亿。

CDMO及商业化生产： 亏损拖累，资产价值为负。假设为零或负资产。

合计SOTP估值区间： 31.4亿-49.9亿元，中枢约40亿元。

交叉验证结论： SOTP估值中枢（40亿）高于DCF估值上限（20.6亿），但显著低于当前市值（59.01亿）。这说明市场对研发成果转化业务的估值远高于我们基于当前数据的审慎判断。

7.3 战略价值与增长期权评估

公司的增长期权主要来自于其132项研发技术成果转化项目。假设其中有5-10个项目能成功仿制或改良并上市，每个项目在专利期内的峰值销售额为1-2亿元，以10%的权益分成计算，公司每年可获得0.5-2亿元的分成收入。

采用情景概率加权法估算：假设成功概率30%，成功后产生的永续年金价值为1.5亿/年（分成），以10%折现，则增长期权价值约为4.5亿元。若考虑更高成功率和更广阔的管线纵深，期权价值可达10-15亿元。

交叉验证结论： 当前市值（59.01亿）远高于DCF（上限20.6亿）和SOTP（中枢40亿），其中隐含的战略溢价约为30-40亿元，远超我们估算的增长期权价值（4.5-15亿）。市场对该期权的价值赋予过高期望。

7.4 市场隐含假设

当前市值59.01亿元，相当于隐含公司未来5年(到2030年)必须实现15%以上的营收复合增长率，且到2030年净利率需达到15%以上。这一假设与当前营收下滑（连续两年）、负营业利润率的事实相矛盾，即使与乐观情景（5%增速，5%净利率）相比也显得极为苛刻。市场交易主要被“成长股共识”或“事件驱动型资金”所主导，而非基于现金流的基本面定价。

估值共识度：极低。 DCF、SOTP、相对估值三种方法给出的估值区间均在6.8亿至50亿元之间，与当前市值（59亿）存在显著差距。唯一支撑当前市值的是市场对增长期权价值的非理性溢价。

8. 风险分析

经营风险： 核心客户（药企）因集采导致研发预算缩减，是营收下滑的直接原因。

财务风险： 短期借款（5.1亿）高于货币资金（3.7亿），现金流质量恶化（OCF/利润红牌），若再融资受阻将导致研发停滞或被迫贱卖资产。

竞争风险： 药明康德、康龙化成等巨头拥有更强的平台优势、客户粘性和资金实力，公司在其阴影下难以获得份额。

估值风险： 当前估值中隐含的增长期权溢价过大，一旦市场情绪降温、行业基本面恶化或公司财报持续低于预期（如股权激励作废），30-40亿的估值溢价将瞬间蒸发，股价面临腰斩风险。

假设风险： 当前市值隐含的增长假设需公司连续5年超越历史最好表现，容错率极低，一旦关键项目失败，高估值逻辑将彻底证伪。

9. 进一步思考

永续增长率： 2%的假设已属乐观，鉴于公司所处的仿制药CRO产业正处于长期衰退中，实际永续增长率可能更低。

折现率：调整后的WACC（9.5%-11%）是否充分反映了公司的高风险？考虑到现金流枯竭的尾部风险，折现率可能仍偏低。

市场空间：成果转化业务的天花板可能远低于预期。头部CRO的核心价值在于平台效应，而非单个管线的转化。

可比公司锚定偏差：若整个CRO板块均被市场高估（如2021年泡沫期），以当前可比公司PS作为参照系进行估值，本身就可能是一个锚定偏差。医药行业正处于去泡沫周期。

数据盲点：系统提示数据可靠性为“中”，合同项目进度、客户回款意愿等关键盲点信息无法验证，可能使我们的DCF模型建立在不够坚实的假设之上。

关键跟踪变量：① **经营性现金流能否转正：**是公司能否存续的生死线。② **商业化生产毛利率：**必须看到其大幅改善，否则所有增长都是纸上谈兵。③ **新一期股权激励目标：**合理的目标是管理层自信的信号，激进目标是毁灭价值的前兆。

10. 基本结论

视角A（内在价值锚）：基于审慎的DCF模型，百诚医药的内在价值区间为6.8亿-20.6亿元。当前市值59.01亿元，严重高估于内在价值。价值回归（均值回归）是必然趋势，安全边际为负。

视角B（市场可解释价值）：基于分部估值和相对估值，考虑其增长期权，市场可解释价值的合理中枢约为30-40亿元。当前市值高于该可解释价值区间，主要由市场对技术转化的非理性溢价支撑。

综合判断：投资建议为“**减持/规避**”。核心依据是：DCF模型显示极低的内在价值，多维度估值交叉验证（除增长期权外）均未能支撑当前市值，且公司面临严峻的财务风险和经营困境。当前价格是市场情绪的产物，而非价值的反映。投资者应等待经营数据出现显著拐点（如现金流转正、CDMO扭亏）后，再行重新评估安全边际。高风险偏好者在当前价位无买入逻辑，现有持仓者应警惕估值回归风险。

财务预警

监控指标	监控结果	指标说明
毛利率波动	正常	过去一年公司毛利率整体销售毛利率变化百分比大于行业2个标准差。（简单讲就是比同行的公司波动大）
非经常性损益 依赖度	正常	营业利润同比增长率相对净利润同比增长率的波动大于50%。（因营业利润和净利润的核心差异来源于营业外收入与成本）
应收账款营收 占比	应收账款占 比过高	应收账款余额/营业收入>25%
经营活动现金 流净额/净利润	正常	经营性净现金流/净利润<100%

监控指标	监控结果	指标说明
短期偿债缺口率	正常	(货币资金+交易性金融资产) /短期借款 < 50%
速动比率	正常	
债务期限错配度	正常	
担保杠杆率	正常	担保余额合计值/归属母公司股东的权益 > 50%
存货周转天数	453.06	
存货周转天数偏离度	正常	公司存货周转天数与行业平均值的差，超过行业1.5个标准差
固定资产周转率	固定资产周转率连续三年下降	固定资产周转率连续3年下降。
筹资依赖度	高度依赖融资	筹资活动现金净流量大于0，并且经营活动现金净流量与投资活动现金净流量的和小于0
在建工程沉淀率	正常	在建工程/总资产 > 20%
其他应收款占比	正常	
销售费用率异常下降	正常	销售费用率下降，同时营业收入上升
应付账款周转天数	正常	应付帐款周转天数连续3年上升。
毛利率波动值	-0.37	
所属行业	医药	

— 财务分析

39.5%

毛利率

-7.7%

营业利润率

0.29次

资本周转率

-2.3%

ROIC

数据来源：公司年报及公告，经众问整理。部分指标为计算值。

从财务结构看，百诚医药资产负债率约32.5%，整体杠杆水平不算高，但短期流动性存在压力：账面货币资金加交易性金融资产合计3.7亿元，而短期借款高达5.1亿元，存在约1.4亿元的缺口。存货周转天数高达509天，考虑到公司属于医药研发外包（CRO）行业，存货主要是未完工项目成本及在研产品，项目周期长是行业特性，但如此高的周转天数仍需警惕项目延期或客户需求变化导致积压的风险。固定资产周转率从2023年的1.12次持续降至0.41次，结合在建工程仍有0.67亿元，说明公司过去投入的产能尚未充分释放，收入端没有跟上资产扩张节奏。

盈利能力方面，毛利率39.5%高出医药行业中位数3.6个百分点，表明公司核心服务具备一定定价优势或成本控制能力。但营业利润率却跌至-7.7%，主因是研发费用率高达28.0%，远超同行，公司仍在高强度投入新药及仿制药研发。销售费用率仅1.5%，对利润侵蚀有限。ROIC为负的2.3%，直接反映出资本回报未能覆盖成本。更需警惕的是，营收已连续两年下滑——2024年同比降21.2%，2025年降15.5%，超额增长为-17.1%，说明公司正在丢失市场份额。季度信号也偏向悲观，份额丢失与现金流质量恶化相互印证。

现金流与利润质量存在明显矛盾：净利润亏损0.9亿元，但企业自由现金流（FCFF）却为正1.3亿元，这通常依赖营运资本的大幅变动（如压缩应付账款、减少存货等）。实际筹资活动现金净流入1.4亿元，主要来自新增借款，投资活动现金净流出1.2亿元，说明公司仍在持续投资但依赖外部输血。经营现金流/净利润指标在净利润为负的背景下失去参考意义，而季度信号明确提示现金流质量恶化（OCF/利润为-0.53），利润含金量堪忧。

风险层面，数据可靠性定为“中”，盲点包括合同项目进度透明度、经销商库存及下游客户回款意愿无法验证。应收账款占总资产12.7%，若回款放缓将进一步挤压流动性。营收下滑叠加研发费用高企，短期内扭亏难度大。筹资活动中短期借款增长，财务费用可能侵蚀后续利润。固定资产周转率持续走低，需关注新建产能是否出现闲置。

小结：研发投入虽构筑长期护城河，但短期盈利能力承压，现金流紧张，市场份额下滑，需等待项目兑现与收入拐点，整体财务质量偏弱。

注：以上分析中部分定量字段（如行业平均毛利率）为系统推导值，盲点已标注，判断置信度有限。

近期事件

2026-06-12

一、2026年限制性股票作废

事件类型：股权激励调整（业绩未达标导致作废）

核心数据摘要：因2024年净利润未达到股权激励设定的142.97%增长率考核目标，以及30名员工离职，公司合计作废997,718股限制性股票。其中，因业绩不达标作废807,917股，占本次作废总数的81%。该批股票原计划授予，对应的归属期已确认至2024年财务报告中。

投资影响分析：本次作废是对公司2024年增长失速的官方确认。2024年净利润未达成142.97%的高增长目标，意味着公司当年实际利润远低于预期，直接导致前期已计提的股权激励费用（该部分费用本应分摊至2024年）可能不再需要确认为未来期间的摊销，对2025年及以后的净利润将产生一次性正向贡献。但更关键的长期影响是，它揭示了公司核心业务（CRO/CDMO）的增速正在放缓，且未能消化2022年扩张时的人力

成本。该事件强烈压制了市场对公司未来3-5年成长性的预期，令估值逻辑从“快速增长”向“稳定增长”切换，预计公司的动态市盈率估值中枢将下调15%-20%。

后续关注点：2026年新一期股权激励计划（公告6）的业绩考核目标设置，修正后的目标是否更切合当前业务实际，是判断管理层对未来增长信心的重要窗口。

● 2026-06-08

二、控股股东股份质押

事件类型：股份质押、冻结

核心数据摘要：控股股东、实际控制人楼金芳于2026年6月5日质押424万股（占总股本3.88%，占其所持股份29.35%）给深圳市高新投集团有限公司，质押期限至2027年6月8日，质押用途为“个人资金需求”。本次质押后，其累计质押股份占其持有公司股份的比例显著提升，具体测算，本次质押前其持股中质押比例可能较低，此次一次性质押近30%持股，显示其个人财务杠杆明显增加。

投资影响分析：实控人在公司股价低迷（通常伴随激励计划作废的利空消息）之际，将近三分之一持股质押以换取资金，且质押方为担保公司，传递出实控人面临现金流压力的负面信号。虽然公告称“无平仓风险”，但高比例的质押意味着股价下行可能导致补充质押或平仓风险，增加了股票背后的隐蔽风险。历史对比来看，若本次质押是其上市以来首次或较大规模的动作，则显著降低了对公司实际控制人稳定性的信任度。该事件对短期市场情绪构成压制，预计会抵消部分作废消息带来的费用节省的利好，导致股价继续承压。长期看，这增加了实控人与公司利益错配的可能性，需警惕其出于个人资金需求而推动激进或损害小股东利益的行为。

后续关注点：未来是否有进一步的补充质押公告，以及实控人是否在二级市场进行减持以偿还质押债务，是判断压力是否升级的关键。

● 2026-06-02, 2026-06-12

三、新一期股权激励计划与高管调整

事件类型：高管人员任职变动 / 股权激励计划草案

核心数据摘要：6月2日，原非独立董事宋博凡辞任，并获提名蒋一得为新董事候选人；6月12日，宋博凡被聘任为副总经理，继续负责临床业务。同时，公司推出2026年限制性股票激励计划草案。此两个事项紧密关联：原董事转为高管，新董事补位，同时启动新一轮股权激励。

投资影响分析：这一系列人事与激励的联动操作，是公司面对2022年激励计划“失败”后的一次系统性治理调整。蒋一得的加入可能带来新的业务视角或资源；宋博凡由董事转为副总经理，虽保留临床管理权，但失去了董事席位上的战略决策权，可能意味着临床业务地位被降权。新激励计划的推出旨在重新捆绑核心人才，但鉴于前一计划的失败，市场对新计划的激励效果和业绩目标是否仍有“诚意”会极度敏感。若新计划业绩考核目标合理（例如按照2025年已实现的低基数设定），并能有效稳定前次计划作废后的团队士气，则长期看是边际利好；若目标依然激进，则可能加剧市场对管理层战略能力的不信任。从短期看，管理层更迭带来的不确定性大于确定性，预计对股价影响中性偏空。

后续关注点：新一期股权激励的业绩考核目标、授予价格以及覆盖核心员工的广度，是判断此次调整是否构成长期价值拐点的关键。

— 机构调研

最新调研 (2026-05-18)

AI技术作用: 靶点发现与验证、分子设计与优化、药效预测与安全性评估; 服务于内部研发流程效率提升, 尚未产生独立商业化收入。

长期发展信心: 控股股东增持完成; 核心优势包括深耕仿制药CRO、CRO与CDMO一体化、创新药管线布局、AI和类器官技术探索。

净利润增长原因: 2026年一季度净利润同比增长148.91%; 原因系仿制药CRO/CDMO业务企稳、集采中标品种商业化开展、降本增效; 未来趋势需关注定期报告。

集采政策影响: 策略为优化客户结构聚焦头部药企和高壁垒品种、向CDMO延伸 (全资子公司赛默制药在2025年第十一批国家集采中标12个品种)、配合客户参与新一轮集采把握增量业务。

研发团队: 涵盖药物合成、制剂开发、分析检测、临床研究等领域; 持续优化人员结构、提升人均产出; 通过股权激励计划绑定核心技术骨干。

中长期战略: “仿创结合”方向; 重点包括夯实仿制药CRO/CDMO、推进创新药研发、探索AI和类器官技术应用。

出海: 根据市场需求积极拓展海外业务。

大临床: 积极拓展, 已承接多个创新药、医疗器械及药械组合的大临床项目。

独立董事关注: 规范运作、内部控制、收入确认; 维护中小股东合法权益。

创新药管线: 审慎评估临床需求、市场竞争、技术可行性等因素, 稳步推进。

风险提示: 公司上述展望不构成相关业绩承诺, 注意投资风险。

调研回顾

2026-05-18

1. 2026-05-18 (业绩说明会)

核心数据: 2026年一季度净利润同比增长148.91% (来源: 公司回应)。控股股东增持已完成 (未披露具体金额)。仿制药CRO/CDMO业务企稳, 集采中标品种商业化开展, 降本增效为增长主因。

重要动态: AI技术应用于靶点发现、分子设计、药效预测等内部研发环节, 尚未产生独立商业化收入。全资子公司赛默制药在2025年第十一批集采中标12个品种。中长期战略“仿创结合”, 重点夯实仿制药CRO/CDMO、推进创新药研发、探索AI和类器官技术。大临床业务已承接多个创新药、医疗器械及药械组合项目。出海业务根据市场需求积极拓展。独立董事关注规范运作、内部控制及收入确认。

2026-04-28

2. 2026-04-28 (电话会)

核心数据: 2025年权益分成累计132个项目, 其中55个已获批。子公司赛默制药2025年第十一批集采中标12个品种, 截至2025年末商业化生产端收入8,928万元, 同比增长143%。已取得日本AFM场地注册证书; 米诺地尔、阿莫罗芬、乙酰半胱氨酸3款原料药获欧洲CEP证书。出口覆盖韩国、越南、孟加拉国及欧洲多国 (土耳其、波兰、德国等)。

重要动态: 创新管线: BIOS-0618用于神经病理性疼痛处于临床 I b期入组阶段, 日间嗜睡症处于临床 II期入

组阶段；BIOS-0625治疗自免炎症处于临床 I 期启动阶段。类器官已形成肿瘤类器官、人源iPSC分化多种类器官、药物评价检测三大板块，完成国内前十癌种类器官标准化培养与样本建库。仿制药CRO行业趋势转向技术壁垒驱动，高端复杂制剂（缓控释、吸入、复杂注射剂、透皮制剂等）成为结构性增长主线。人员规划聚焦引进创新药研发、临床医学、AI制药、类器官四类核心人才。

2025-11-03

3. 2025-11-03（电话会）

核心数据：赛默制药建设面积约260余亩，已建成药品GMP标准厂房及配套实验室16.3万平方米，累计完成项目落地验证617个，申报注册461个。第十一批集采中赛默制药12个品种拟中标，其中4个作为上市许可持有人，8个作为受托生产方。公司已布局超过15条自主研发新药管线，涵盖大分子和小分子领域，已取得3个IND批件。

重要动态：BIOS-0618（OSA引起日间嗜睡症）处于临床II期入组阶段；BIOS-0625（自免炎症）处于IND申报阶段；BIOS-0635（肿瘤）处于IND研究阶段。与国科大杭高院共建“全省糖类药物重点实验室”被评为2024年浙江省重点实验室。核心技术平台包括创新药研发中心（由苗雷博士和王江海博士领衔）、高端复杂制剂平台、中药与天然药物研发中心（在研项目超40个）。

关键洞察

洞察1：创新药管线从“早期布局”向“临床验证”阶段加速推进

变化方向：

进展/拐点。

驱动因素：

公司研发投入持续加码，战略重心向“仿创结合”倾斜。

量化证据：

2025年11月时BIOS-0625尚处于IND申报阶段，至2026年4月已进入临床 I 期启动；BIOS-0618在2025年11月仅提及OSA日间嗜睡症临床II期入组，至2026年4月新增神经病理性疼痛临床 I b期入组，适应症拓展。IND批件从3个（2025年11月）到维持3个+多条管线推进，管线总数超15条。

管理层执行力验证：

2025年11月披露的管线时间表在2026年4月得到逐一兑现，临床阶段推进符合预期。

洞察2：集采中标从“预期”到“规模化放量”的业绩兑现

变化方向：

改善/兑现。

驱动因素：

2025年第十一批集采中标品种进入商业化生产阶段，叠加“受托生产+持有人”双模式发力。

量化证据：

2025年11月仅披露“12个品种拟中标”，至2026年4月已转化为截至2025年末商业化生产端收入8,928万元、同比增长143%的实质业绩。2026年Q1整体净利润同比增幅达148.91%，集采放量是核心驱动力之一。

归因分析：

集采中标→规模化订单→产能利用率提升→收入与利润高增长。

管理层执行力验证：

2025年11月披露的中标信息在2026年Q1即体现为强劲收入与利润增长，兑现速度快。

洞察3：海外业务从“战略探索”走向“注册突破与市场覆盖”

变化方向：

改善/突破。

驱动因素：

公司国际化战略主动推进，原料药及制剂质量体系获得国际认可。

量化证据：

2026年4月明确披露已取得日本AFM场地注册证书，3款原料药获欧洲CEP证书，出口覆盖韩国、越南、孟加拉国及土耳其、波兰、德国等欧洲多国。而2025年11月调研中未提及海外注册具体进展。

管理层执行力验证：

从“出海积极拓展”到“取得实质注册证书”，海外布局进入收获初期。

未来关注

1. BIOS-0618临床II期数据读出（OSA日间嗜睡症）

关注内容：

临床II期入组完成时间及关键疗效/安全性数据披露。

判断标准：

若2026年下半年或2027年初披露II期达到主要终点，则验证创新管线价值；若数据不佳或入组延迟，则存不确定性。

潜在风险：

临床试验失败风险、入组进度慢于预期、竞争对手同类药物先发优势。

可跟踪财报指标：

研发投入金额、研发费用资本化比例、无形资产中管线价值变动。

2. 集采中标品种的季度收入贡献持续性

关注内容：

商业化生产端收入能否维持高增速，以及2025年第11批集采品种的订单执行周期。

判断标准：

若2026年全年商业化生产端收入同比增速仍保持100%以上，则验证集采放量可持续；若增速显著回落，需关注集采降价及竞争格局变化。

潜在风险：

集采品种价格下降侵蚀利润、下一个集采批次中标不及预期、客户订单波动。

可跟踪财报指标：

商业化生产端收入季度同比增速、毛利率、合同负债（在手订单）、存货周转天数。

3. 海外业务收入贡献从“0到1”的突破

4. AI技术及类器官的商业化进展

关注内容：

日本AFM注册及欧洲CEP证书是否转化为实际订单和收入，海外收入占比变化。

判断标准：

若2026年海外收入占比从当前低个位数提升至5%以上，且原料药出口量环比增长，则验证国际化落地；若注册后长期无订单，则存风险。

潜在风险：

海外注册进度延迟、客户认证周期长、汇率波动、地缘政治影响。

可跟踪财报指标：

海外收入金额及占比、原料药及制剂出口量、汇率变动对净利润的影响。

关注内容：

AI技术是否从内部辅助工具走向独立对外提供服务或产生收入，类器官业务是否获得外部合作订单。

判断标准：

若AI/类器官相关业务在2026年或2027年首次产生独立商业化收入（调研中明确“尚未产生”），则验证第二增长曲线；若长期停留在内部使用，则低于预期。

潜在风险：

技术落地难度大、市场接受度低、监管壁垒、商业化模式不清晰。

可跟踪财报指标：

研发投入中AI/类器官相关占比、新增合作合同数量及金额、无形资产科目变化。

5. 仿制药CRO行业集中度提升下的订单结构变化

关注内容：

高端复杂制剂（缓控释、吸入、复杂注射剂等）订单占比是否持续提升，以及公司市场份额变化。

判断标准：

若高端复杂制剂收入占比从当前约30%（推断）提升至40%以上，且客户结构向头部药企集中，则验证公司“技术壁垒驱动”战略成功；若订单仍以普通仿制药为主，则增长天花板较低。

潜在风险：

行业竞争加剧导致价格战、技术迭代风险、核心人才流失。

可跟踪财报指标：

仿制药CRO业务收入结构（普通制剂vs高端复杂制剂）、客户集中度、人均产出、合同金额及数量。

最新卖方研究综述

行业投资逻辑的核心认知

医药研发外包（CXO）行业正经历结构性分化：传统仿制药CRO受集采降价与MAH（药品上市许可持有人）监管趋严影响，短期订单与利润率承压；而具备“仿制药CRO+权益分成+CDMO商业化+创新药管线”多轮驱动能力的公

司，有望在行业出清后实现中期增长。百诚医药的核心看点在于通过子公司赛默制药承接集采中标品种的产业化放量，以及依托创新药管线（尤其是BIOS-0618和BIOS-0625）实现从CXO向Biotech转型的潜力。

近期行业重点事项与公司相关数据

2025年全年业绩大幅下滑，2026年Q1出现拐点：公司2025年收入6.78亿元（同比-15.45%），归母净利润-0.90亿元（同比转亏）。但2026年Q1收入1.60亿元（同比+24.65%），归母净利润0.13亿元（同比+148.91%），业绩超东吴证券预期。（来源：东吴证券，2026-04-29）

第十一批国家集采中标12个品种，赛默制药商业化产能释放在即：截至2025年底，赛默制药累计落地项目618个，收入8928万元（同比+143%）；在第十一批集采中拟中标12个品种，后续各省份采购执行将提升产能利用率。（来源：东吴证券，2026-04-29；国信证券，2025-11-07；华鑫证券，2025-09-03）

创新药管线取得阶段性进展：截至2025年底，公司在研管线超15项，已取得4个I类新药IND批件及12个II类新药IND批件。核心品种BIOS-0618（神经病理性疼痛，Ib期；OSA伴随性EDS，II期）和BIOS-0625（自免炎症，I期启动），被视为公司转型关键驱动力。（来源：东吴证券，2026-04-29；东吴证券，2026-03-12）

海外原料药注册认证突破：公司已取得日本AFM场地注册证书，3款原料药获得欧洲CEP证书，覆盖韩国、越南、欧洲多国出口。持续推进欧盟、美国等规范市场注册。（来源：东吴证券，2026-04-29）

基于分析目标的观点

观点一：2025年业绩大幅下滑系主动调整渠道与行业政策叠加，而非基本面崩溃；2026年Q1已现收入利润双拐点

根据东吴证券（2026-04-29）分析，2025年公司主动停止向渠道分销产品，Q4集中释放渠道压力、对非标产品控货、削减经销商配货。这一调整导致短期报表承压，但2025年末合同负债80.07亿元（环比微增），显示经销商打款意愿仍在，基本盘并未崩塌。2026年Q1收入同比+24.65%、净利润扭亏，验证调整效果。

多家券商（国信、太平洋等）将2025年业绩下滑归因于仿制药CRO竞争加剧及MAH监管收紧，但2026年随着第十一批集采中标品种落地，业绩有望逐步修复。

观点二：赛默制药的集采订单兑现是中期业绩增长的核心锚点，但券商对放量节奏存在分歧

乐观方（东吴证券）

认为第十一批集采中标12个品种将稳步推进商业化，产能利用率提升后折旧成本摊薄，赛默制药毛利率将改善，成为中期业绩新支点。预期2026-2027年归母净利润达1.21/2.03亿元。

保守方（太平洋、国信证券）

虽认可集采带来增量，但指出当前赛默制药利用率仍较低，固定成本摊销对利润拖明显，2025-2027年归母净利润预测仅为0.23-0.57亿元（太平洋）或0.5-1.2亿元（国信），显著低于东吴预测。

分歧核心在于对集采品种放量速度、价格降幅以及赛默制药规模效应的判断。需跟踪后续各省份采购执行进度与产能爬坡数据。

观点三：创新药管线具备潜在高弹性，但成功概率尚不明朗，券商多视为“期权价值”

东吴证券（2026-03-12）

华鑫证券（2025-09-03）

强调，BIOS-0618（H3拮抗剂）有望成为神经病理性疼痛的FIC（全球独家适应症），且OSA伴随性EDS适应症已进入II期；BIOS-0625（RIPK1抑制剂）在IBD领域临床前数据优于同类，国内竞争格局良好。认为核心管线具备海外BD潜力，给予高弹性估值。

指出公司通过AI智药平台加速创新研发，但未对管线成功率做具体判断。

太平洋、国信证券

仅提及创新药布局，未对其估值贡献做量化假设，显示谨慎态度。创新药研发失败风险是多家券商共同列出的风险提示。

观点四：海外原料药业务提供第二增长曲线，但当前体量较小

东吴证券（2026-04-29）单独披露米诺地尔等3款原料药获欧洲CEP认证，已出口至韩、越、德等多国，持续推进欧美规范市场注册。这有助于对冲国内仿制药CRO业务下行风险，但2025年该板块收入未单独披露，判断仍处于早期拓展阶段。（来源：东吴证券，2026-04-29）

总结：百诚医药正处于“传统CRO业务出清+集采商业化放量+创新药管线估值”三期叠加的转型关键期。短期看，2026年Q1业绩拐点确认，赛默制药集采订单执行情况是观察重点；中期看，券商对盈利预测分化明显，核心分歧在于产能利用率提升速度与权益分成业务恢复节奏；长期看，创新药管线（尤其是BIOS-0618）若取得临床成功，将打开市值空间，但当前成功概率较低。投资者应关注后续集采落地进度、合同负债转化率及创新药临床数据读出。

（以上内容仅供参考，不构成投资建议。）

— 高管增持

公司名称	变动金额(元)	增持/减持	高管职位	高管名称	日期
百诚医药	-54340	减持	董事	严洪兵	2025-12-01
百诚医药	-5420	减持	董事	宋博凡	2025-12-01
百诚医药	-49900	减持	董事	严洪兵	2025-11-21
百诚医药	-106880	减持	董事	严洪兵	2025-11-07
百诚医药	-200700	减持	董事	严洪兵	2025-11-03
百诚医药	-144628	减持	董事	宋博凡	2025-11-03

公司名称	变动金额(元)	增持/减持	高管职位	高管名称	日期
百诚医药	-775188	减持	董事,高管	贾飞	2025-11-03
百诚医药	-695072	减持	高管	陈安	2025-11-03
百诚医药	-29000	减持	董事	严洪兵	2025-10-31
百诚医药	-29900	减持	董事	严洪兵	2025-10-28
百诚医药	-86115	减持	董事	严洪兵	2025-10-27
百诚医药	20002632	增持	董事,高管	楼金芳	2025-09-12
百诚医药	29859900	增持	董事,高管	楼金芳	2025-07-28
百诚医药	309260	增持	董事,高管	楼金芳	2025-06-16

机构持股

机构属性	持股家数(家)	持股总数(万股)	持股市值(亿元)	占总股本比例(%)	占流通股比例(%)
基金	2	207.58	1.06	1.9	2.51
QFII	1	404.02	2.05	3.7	4.88
社保	-	0	-	-	-
保险	-	0	-	-	-
券商	-	0	-	-	-
信托	-	0	-	-	-
其他	3	834.04	4.24	7.64	10.07
机构汇总	6	1445.64	7.35	13.24	17.46

注：数据来自上市公司报表、基金季报、半年报和基金年报；在上市公司报表、基金季报、半年报和年报公布期间，数据会持续更新。基金在一、三季度不披露全部持仓，因此中报/年报统计更为准确。

如果您有任何建议或意见，欢迎与我们交流

*免责声明：本报告对个股的研究分析部分内容由AI生成，均基于历史公开信息，可能受公司经营变动、行业政策调整等因素产生一定的分析偏差。个股未来表现受宏观经济、市场情绪、公司基本面等多重因素影响存在波动风险。本报告保持中立客观角度，不涉及证券投资咨询业务，不涉及对个股的推荐，不涉及对任何投资者的具体投资建议。