

**博济医药(300404.SZ)**

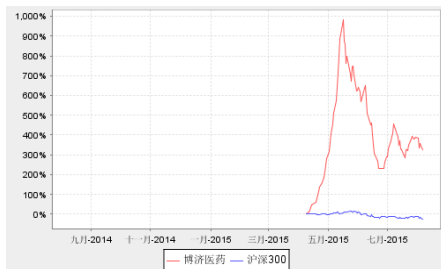
一站式服务，抢占医药 CRO 蓝海市场的本土领先企业

评级：**增持** 前次：  
 目标价(元)：**55-65**

分析师  
 孙建 PhD  
 S0740515080002  
 021-20315160  
 sunjian@r.qlzq.com.cn  
 2015年8月25日 齐鲁医药生物小组

**基本状况**

总股本(百万股)	66.67
流通股本(百万股)	16.67
市价(元)	70.99
市值(百万元)	4732.90
流通市值(百万元)	1183.40

**股价与行业-市场走势对比**

**业绩预测**

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	136.41	143.87	170.66	208.30	257.84
营业收入增速	8.62%	5.47%	18.62%	22.05%	23.78%
净利润增长率	5.59%	7.96%	17.26%	22.99%	21.22%
摊薄每股收益(元)	0.70	0.76	0.67	0.82	1.00
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	0.00	0.00	125.90	102.37	84.45
PEG	0.00	0.00	7.29	4.45	3.98
每股净资产(元)	4.11	4.37	7.16	7.98	8.98
每股现金流量(元)	0.87	0.51	0.75	0.85	1.07
净资产收益率	17.11%	17.38%	9.32%	10.29%	11.09%
市净率	0.00	0.00	11.74	10.53	9.36

**投资要点**

- **博济医药：国内医药临床 CRO 领先企业，旨在打造一站式服务平台。**公司业务包括了临床研究服务、临床前研究服务、技术转让、临床前自主研发以及咨询业务，2014 年公司临床研究服务、临床前研究服务销售占比分别达 74.3%、15.5%，毛利占比分别为 66%、16.2%，这两项业务是公司收入和利润的主要来源。2011-14 年公司收入、净利润的复合增速均达 13%左右，我们认为随着公司临床服务网络的建设、品牌提升公司临床研究业务有望加速增长，未来 3 年销售增长维持在 20%左右。
- **国内医药 CRO 市场规模 300 亿元，人才、区域布局、平台搭建打造企业核心竞争力。**1) 医药 CRO 是蓝海市场，全球 400 亿美元、国内 300 亿元(市占率 15%)，在研发投入、全球研发转移、药审政策等驱动下，国内市场有望保持 20%左右的增长。2015.7.27 我们发布了医药 CRO 专题报告《蓝海市场，强者恒强》指出：全球医药 CRO 是药品研发分工专业化、风险平均化的产物，随着全球研发支出的增长、成功率下降、专利悬崖等因素的驱动下，2014 年全球医药 CRO 行业市场规模超过 400 亿美元，未来 3 年有望保持 10%左右的复合增长。而国内医药 CRO 市场，受研发支出的高增长(30%左右)、国内巨大的医药市场对跨国企业的吸引力(增加临床试验项目数量)，2014 年市场规模超过 300 亿元，2015 年 7 月份以来国家对药审政策进行了较大的调整，总体的方向是鼓励创新药研发、加速审评，我们认为该政策总体利好国内 CRO 行业，这也成为国内 CRO 行业爆发性增长的一个驱动因素，有望驱动行业未来保持 20%左右的快速增长。2) 人才、区域布局、平台搭建构筑医药 CRO 企业核心竞争力。医药 CRO 行业是全球性产业，呈现了劳动(知识)密集型的特点，在此情况下，我们比较了全球医药 CRO 龙头企业昆泰、科文斯、PPDI 等公司成长路径和因素，发现人才储备、区域布局以及平台搭建构筑了企业核心竞争力，而国内企业整体处于发展初期，团队建设日趋完善、区域布局处于搭建初期、平台初具雏形，再次情况下，我们认为龙头企业有望优先受益于产业爆发的红利。

- **一站式、全周期服务打造博济医药核心竞争力。未来3年，临床（前）服务能力提升+外延式并购拓展驱动公司业绩保持20%左右的快速增长。**公司服务业务覆盖包括临床前、临床到技术转化，经过近15年的发展，在临床试验机构、制药（器械）企业中具备一定的品牌影响力，在整个医药CRO行业整体多小散弱的背景下，是具备一定核心竞争力的。但是因为公司主要聚焦国内市场，而国内制药企业本身以仿制药为主，临床试验的投入总体规模相对较低，公司目前规模较小、各项业务处于初期，我们认为随着公司上市，借助新的融资平台，有望在完善自身统计分析等管理平台的基础上，在人力、新药项目、国际多中心临床试验方面进行丰富拓展。
- **盈利预测及投资建议：**我们预计公司2015-17年收入分别为1.71、2.08、2.58亿元，增速分别为18.6%、22.05%和23.8%，归属母公司净利润分别为4452、5475和6637万元，同比增速17.3%\23%\21.2%，对应15-16年EPS 0.668\0.82\0.996元。我们认为CRO行业有望保持25-30%的高增长，国内医药公司基于前期技术、人才积累，有望优先受益于该行业的增长。**我们认为博济医药作为CRO行业相对稀缺的一站式服务企业、中长期战略布局有望将公司迅速提升公司核心竞争力，业绩具备爆发的可能，基于此给予公司2016年70-80倍PE，公司的估值区间为55-65元。首次覆盖，给予“增持”评级。**
- **风险提示：**临床研究业务波动性、募投项目不达预期、并购不达预期

## 内容目录

<b>纵向一体化打造核心竞争力的医药 CRO 领先企业</b> .....	<b>- 5 -</b>
从临床前研究到项目转让，独特的一站式服务体系 .....	- 5 -
短期看，临床（及临床前）服务是公司目前的利润来源 .....	- 5 -
临床经验+服务网络+技术优势，为一站式服务多点发力奠定基础 .....	- 6 -
<b>行业分析：成本、风险控制的产物，全球 400+亿美元市场，CAGR20%</b> .....	<b>- 8 -</b>
从全球看，新药审批量走出低谷，为 CRO 行业持续增长奠定基础 .....	- 8 -
行业驱动：研发成本压力，药企通过外包转移固定成本意愿强烈 .....	- 10 -
国内：300+亿元市场，市占率 15%，YOY20%，源自国内研发投入 YOY30%+市场吸引力 .....	- 11 -
行业竞争主要体现在高端项目竞争，国内企业整体竞争力偏弱 .....	- 12 -
<b>他山之石：“人才优势+区域拓展+服务链延伸”构成行业壁垒</b> .....	<b>- 14 -</b>
医药 CRO 行业是诞生牛股的摇篮 .....	- 14 -
人才优势：CRO 行业核心竞争优势 .....	- 15 -
广度：跨区域布局支持，掌握多中心临床试验制高点，提升服务能力 .....	- 15 -
服务内容纵向延伸，平台型公司是未来 CRO 行业发展的重要趋势 .....	- 16 -
<b>我国行业处于发展初期，龙头企业逐步打造平台雏形</b> .....	<b>- 18 -</b>
看好龙头企业强者恒强，上市公司运用资本平台积极拓展 .....	- 18 -
<b>博济医药：一站式平台打造本土 CRO 核心竞争力</b> .....	<b>- 21 -</b>
竞争优势：特有的一站式、全周期服务，打造平台型企业基础 .....	- 21 -
中长期战略清晰，旨在打造大健康产业平台型企业 .....	- 23 -
<b>盈利预测、估值和投资建议</b> .....	<b>- 24 -</b>
盈利预测 .....	- 24 -
相对估值法：55-65 元 .....	- 24 -
投资建议 .....	- 25 -
风险因素 .....	- 25 -

## 图表目录

<b>图表 1：博济医药独特的一站式服务体系</b> .....	<b>- 5 -</b>
<b>图表 2：2011-14 年博济医药收入结构（百万元）</b> .....	<b>- 5 -</b>
<b>图表 3：2011-14 年博济医药毛利结构（百万元）</b> .....	<b>- 5 -</b>
<b>图表 4：博济医药各业务销售情况</b> .....	<b>- 6 -</b>
<b>图表 5：博济医药主要业务领域区域覆盖和业务范围</b> .....	<b>- 7 -</b>
<b>图表 6：新药研发流程和医药研发外包的关系</b> .....	<b>- 8 -</b>
<b>图表 7：2014 年 FDA 批准新药 41 个，达到 18 年以来的峰值</b> .....	<b>- 8 -</b>
<b>图表 8：2014 年全球医药研发支出达到 1400 亿美元</b> .....	<b>- 8 -</b>
<b>图表 9：2007-17 年全球医药 CRO 行业保持 11%的复合增长（\$B）</b> .....	<b>- 9 -</b>
<b>图表 10：医药 CRO 行业市场结构（2013）</b> .....	<b>- 9 -</b>

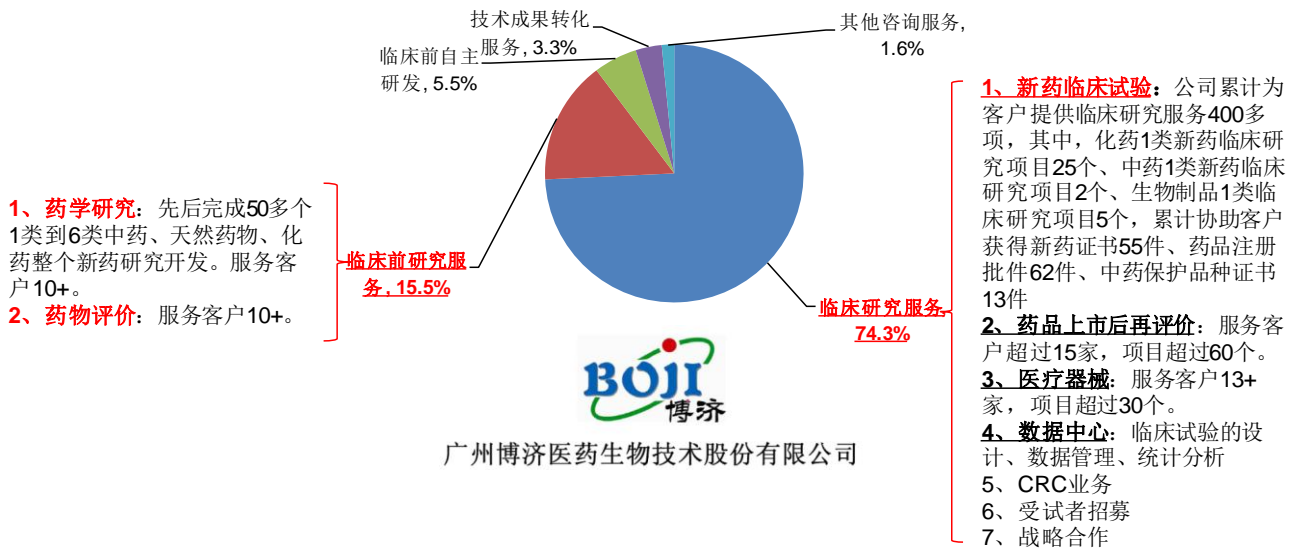
图表 11: 临床试验 CRO 占据临床开发支出 40%左右的市场份额 .....	- 9 -
图表 12: 全球药企研发支出保持 2%左右的增长 .....	- 10 -
图表 13: 2014 年全球医药临床 CRO 渗透率达到 39%，并逐步提升 .....	- 10 -
图表 14: 新药研发高投入、长周期、高风险.....	- 10 -
图表 15: 重磅药物诞生的机率仅仅 20%.....	- 10 -
图表 16: 2014 年每个新药的平均研发成本达 26 亿美元 (\$M) .....	- 11 -
图表 17: 2015-20 年每年 400 亿美元左右的专利到期销售损失 (\$B) .....	- 11 -
图表 18: 2007-12 年中国生物医药研发投入保持 32.8%的高速增长 (CAGR) -	11 -
图表 19: 国内规模以上医药企业 R&D 销售占比逐步提升.....	- 11 -
图表 20: 2006-13 年国内医药 CRO 行业保持 CAGR 32.9% .....	- 12 -
图表 21: 2007-13 年我国药品终端市场保持 CAGR 20.3%.....	- 12 -
图表 22: 中国本土医药 CRO 情况: 规模小、集中度低、技术 (质量) 水平有待提升.....	- 13 -
图表 23: 国外医药 CRO 在国内布局.....	- 14 -
图表 24: 全球医药 CRO 龙头股价表现: 昆泰重新上市后 2 年 2 倍, PRXL6 年 10 倍 .....	- 14 -
图表 25: 2012-14 年全球主要 CRO 企业员工单产情况 (美元) .....	- 15 -
图表 26: 全球前 5 大医药 CRO 企业在人才方面的优势体现.....	- 15 -
图表 27: 全球医药 CRO 企业在全全球范围内的服务网路布局.....	- 16 -
图表 28: 美国、欧洲是医药 CRO 业务的主要来源.....	- 16 -
图表 29: 昆泰服务领域跨越临床到药品上市全生命周期管理.....	- 17 -
图表 30: 药明康德: CMO+CRO 综合性开放式药物研发、生产服务平台 .....	- 18 -
图表 31: 药明康德、泰格、博济、赛德盛人才优势比较 .....	- 19 -
图表 32: 药明、泰格、博济、赛德盛项目经验比较.....	- 19 -
图表 33: 药明康德、泰格、博济、赛德盛区域布局比较 .....	- 20 -
图表 34: 泰格、博济、赛德盛业务布局.....	- 21 -
图表 35: 博济医药核心竞争力分析 .....	- 22 -
图表 36: 2010-14 年博济主要客户交易情况.....	- 22 -
图表 37: 2010-14 年博济主要合作医院交易情况.....	- 22 -
图表 38: 博济医药在人才、销售网络、技术平台 .....	- 23 -
图表 39: 博济医药期间费用及所得税预测 (百万元) .....	- 24 -
图表 40: 可比公司估值 .....	- 25 -
图表 41: 博济医药财务摘要 .....	- 26 -

## 纵向一体化打造核心竞争力的医药 CRO 领先企业

### 从临床前研究到项目转让，独特的一站式服务体系

- 博济医药成立于 2002 年，是业内领先的专业新药研发 CRO 企业，为药企及新药研发机构提供全方位的新药研发外包服务，业务领域包括了临床前研究、临床研究、技术成果转化服务、临床前自主研发及其他咨询服务等，是业内少有的可以提供全方位、一体化 CRO 服务的企业。
- 公司提供的服务涵盖了新药研发的各个阶段，业务之间的协同效应和全流程服务优势，不断提升公司的核心竞争力。

**图表 1：博济医药独特的一站式服务体系**

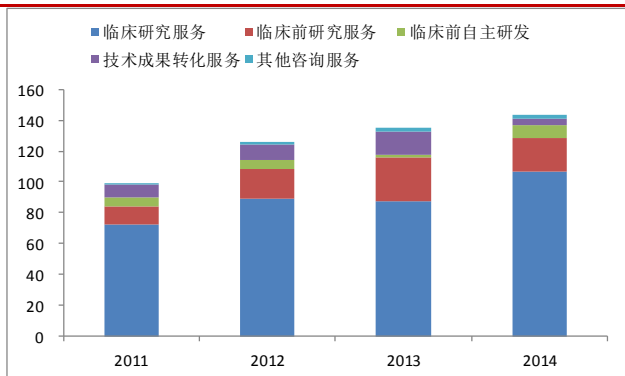


来源：公司招股书，博济医药官网，齐鲁证券研究所

### 短期看，临床（及临床前）服务是公司目前的利润来源

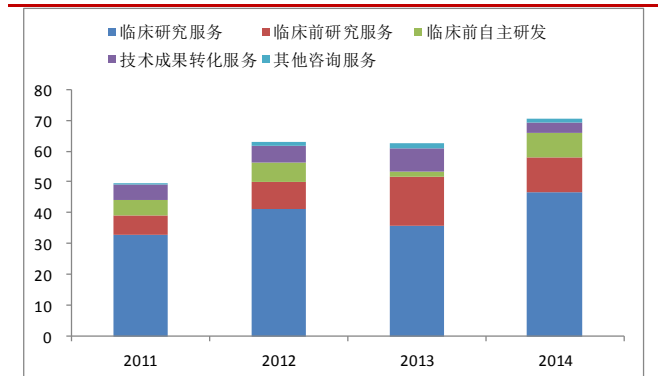
- 2014 年公司临床研究服务和临床前研究服务销售收入分别为 1.06 亿元、2217 万元，合计销售占比达 89.8%，毛利占比达 82.2%。是目前公司主要的利润来源。2011-14 年临床研究服务及临床前研究服务收入 CAGR 分别为 13.5%、24.3%。

**图表 2：2011-14 年博济医药收入结构（百万元）**



来源：wind，齐鲁证券研究所

**图表 3：2011-14 年博济医药毛利结构（百万元）**



来源：wind，齐鲁证券研究所

- 基于国内 CRO 行业 20%左右的增长、公司品牌知名度的提升有助于其项目获取能力提升，我们认为公司临床研究服务业务有望保持 20%左右的增长，随着公司中药提取车间建设、制剂中试车间建设及药学评价中心建设的推进，公司临床前研究业务在业务中的比重有望逐步提升。

**图表 4：博济医药各业务销售情况**

项 目	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>临床研究服务</b>							
收入	72.79	88.71	87.34	106.39	127.67	155.12	190.79
增长率 (YOY)	-	21.9%	-1.5%	21.8%	20.0%	21.5%	23.0%
%总收入	73.8%	70.6%	64.5%	74.3%	74.8%	74.5%	74.0%
毛利	33.06	41.08	35.71	46.57	56.17	68.56	84.52
%总毛利	66.5%	65.4%	57.1%	66.0%	67.1%	66.8%	66.0%
毛利率	45.4%	46.3%	40.9%	43.8%	44.0%	44.2%	44.3%
<b>临床前研究服务</b>							
收入	11.55	19.30	28.73	22.17	25.50	30.59	36.71
增长率 (YOY)	-	67.1%	48.9%	-22.8%	15.0%	20.0%	20.0%
%总收入	11.7%	15.4%	21.2%	15.5%	14.9%	14.7%	14.2%
毛利	5.86	9.09	15.90	11.46	13.26	15.91	19.09
%总毛利	11.8%	14.5%	25.4%	16.2%	15.8%	15.5%	14.9%
毛利率	50.7%	47.1%	55.3%	51.7%	52.0%	52.0%	52.0%
<b>临床前自主研发</b>							
收入	5.20	6.24	1.60	7.81	8.98	11.23	15.16
增长率 (YOY)	-	20.0%	-74.4%	388.1%	15.0%	25.0%	35.0%
%总收入	5.3%	5.0%	1.2%	5.5%	5.3%	5.4%	5.9%
毛利	5.16	6.09	1.54	7.64	8.76	10.93	14.75
%总毛利	10.4%	9.7%	2.5%	10.8%	10.5%	10.7%	11.5%
毛利率	99.2%	97.6%	96.3%	97.8%	97.5%	97.4%	97.3%
<b>技术成果转化服务</b>							
收入	8.54	10.07	14.79	4.68	5.62	7.30	9.49
增长率 (YOY)	-	17.9%	46.9%	-68.4%	20.0%	30.0%	30.0%
%总收入	8.7%	8.0%	10.9%	3.3%	3.3%	3.5%	3.7%
毛利	5.07	5.56	7.54	3.35	3.33	4.33	5.72
%总毛利	10.2%	8.9%	12.1%	4.7%	4.0%	4.2%	4.5%
毛利率	59.4%	55.2%	51.0%	71.6%	59.3%	59.3%	60.3%
<b>其他咨询服务</b>							
收入	0.60	1.26	2.95	2.23	2.90	4.06	5.68
增长率 (YOY)	-	110.0%	134.1%	-24.4%	30.0%	40.0%	40.0%
%总收入	0.6%	1.0%	2.2%	1.6%	1.7%	1.9%	2.2%
毛利	0.54	0.97	1.83	1.59	2.18	2.90	3.97
%总毛利	1.1%	1.5%	2.9%	2.3%	2.6%	2.8%	3.1%
毛利率	90.0%	77.0%	62.0%	71.3%	75.08%	71.35%	69.94%
<b>合计</b>							
收入	98.68	125.58	135.41	143.28	170.66	208.30	257.84
增速 (YOY)	-	27.3%	7.8%	5.8%	19.1%	22.1%	23.8%
毛利	49.69	62.79	62.52	70.61	83.69	102.63	128.05
毛利率	50.4%	50.0%	46.2%	49.3%	49.0%	49.3%	49.7%

来源：博济医药招股书，齐鲁证券研究所预测

#### 临床经验+服务网络+技术优势，为一站式服务多点发力奠定基础

- 1) 广泛的服务网络布局：公司在全国设立了 4 家全资子公司，分布在我国医药工业最发达的 3 个地区，有利于承接各类新药研发服务业务；临床研究方面，公司建立了 25 个监查服务网点，已实现驻地监查的服

务模式，未来还将实现驻院监查的模式。

- **2) 丰富的临床（前）研究服务经验：**截止 2014 年，目前已经与 300 多家具备药物临床试验资格的医疗机构展开合作，累计为客户提供临床研究服务 400 多项，协助客户获得新药证书 55 件，药品注册批件 64 件、中药保护品种整肃 13 件；累计为客户提供临床研究服务 200+项；技术转化服务项目 40+项。
- **3) 技术优势突出：**公司多年临床试验服务的积累，在不同类型（尤其是中药、化药领域）、不同剂型（口服、外用、注射剂等）、不同专业领域的药物临床研究方案设计方面有丰富的经验和技术积累。临床前研究服务方面也是公司重点布局的方向，目前已经搭建了中药有效成分和有效组分研究、药物注射剂研究及外用制剂研究三大平台。

**图表 5：博济医药主要业务领域区域覆盖和业务范围**



临床前研究服务

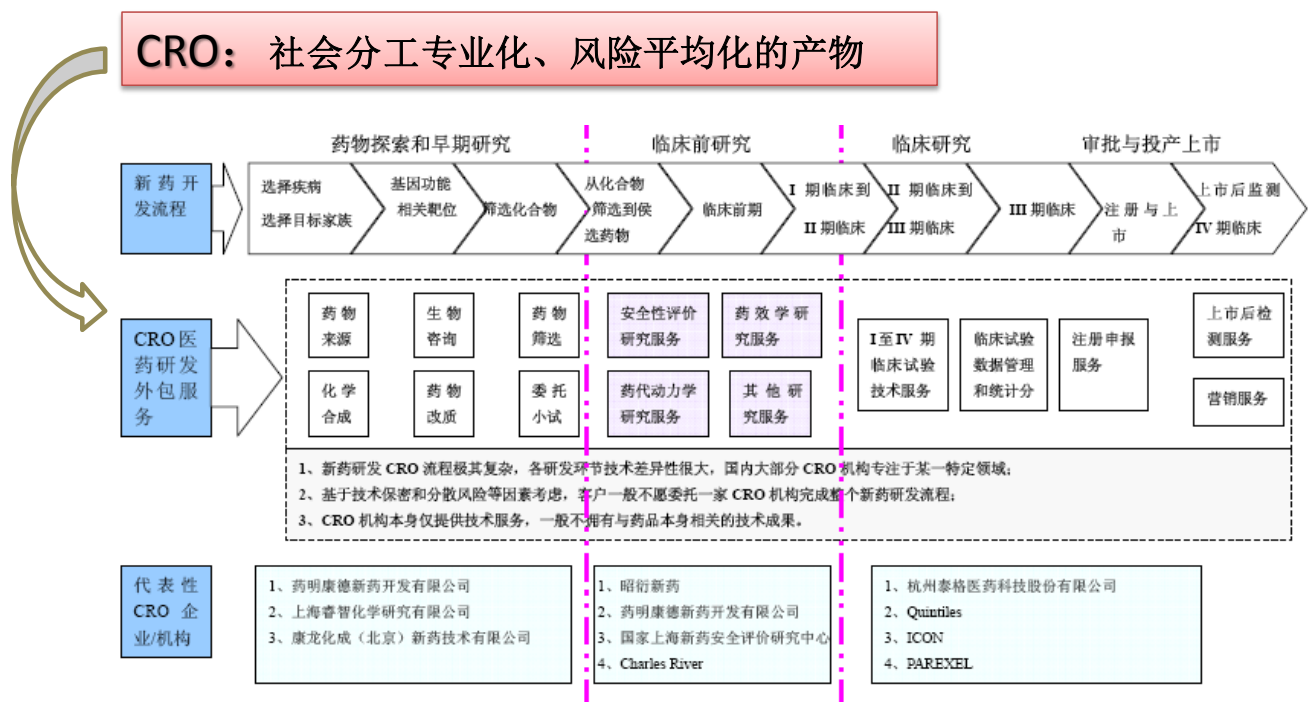


来源：博济医药招股书，齐鲁证券研究所

## 行业分析：成本、风险控制的产物，全球 400+亿美元市场，CAGR20%

- 在前次的医药 CRO 专题报告《蓝海市场，强者恒强》中，我们详细介绍了 CRO 行业的产生、发展、核心竞争力。总体，我们认为，医药 CRO 行业是社会分工专业化、风险平均化的产物，随着全球新药审批逐步走出低谷，医药 CRO 行业快速发展，人才、区域布局、服务平台搭建构建了该行业的核心竞争力。
- 医药 CRO 行业源于 20 世纪 70 年代的美国，80 年代后随着法规完善快速发展，近几年随着全球制药企业研发投资成本加大、研发周期变长、研发成功率降低，作为社会分工专业化的产物，CRO 企业凭借其低成本、高效的特点，快速发展，覆盖领域逐步完善，目前相关服务范畴已经涵盖了药物研发的整个过程，称为医药研发产业链中不可缺少的环节。

图表 6：新药研发流程和医药研发外包的关系



来源：昭衍新药招股书，齐鲁证券研究所

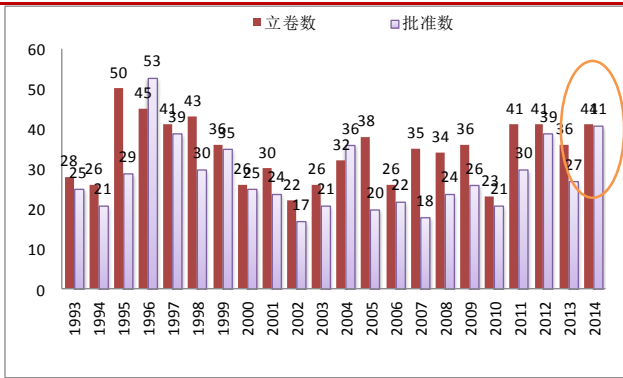
从全球看，新药审批量走出低谷，为 CRO 行业持续增长奠定基础

- 2014 年 FDA 批准新药数量达到历史峰值，全球医药研发支出达到 1400 亿美元，未来有望保持 2% 左右的增长。

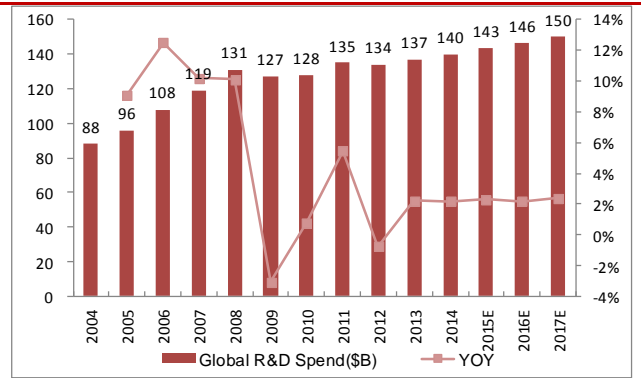
图表 7：2014 年 FDA 批准新药 41 个，达到 18 年以来的峰值

图表 8：2014 年全球医药研发支出达到 1400 亿美元





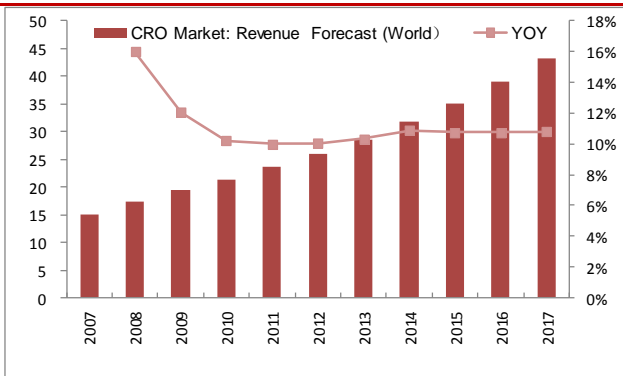
来源：FDA，齐鲁证券研究所



来源：Evaluate Pharm，齐鲁证券研究所

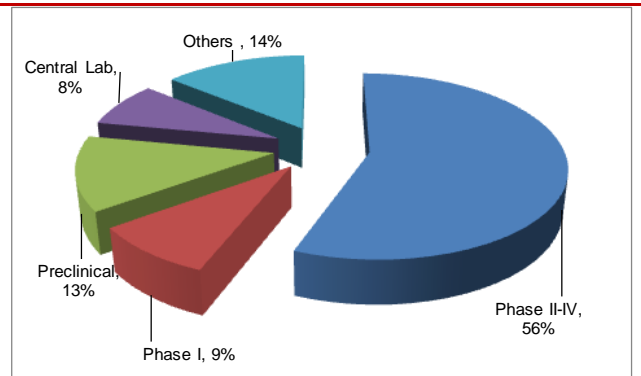
- Frost & Sullivan 数据显示,2007-17 年预计全球医药 CRO 行业保持 11% 左右的复合增速,远高于研发投入 2% 左右的增速,预计 2014 年达到 320 亿美元,占据整体研发投入的 22.8%。其中,临床研发外包、临床前及其他市场规模分别达 210、107 亿美元,占比分别 65%、35%。

图表 9: 2007-17 年全球医药 CRO 行业保持 11% 的复合增长 (\$B)



来源：Frost & Sullivan，齐鲁证券研究所

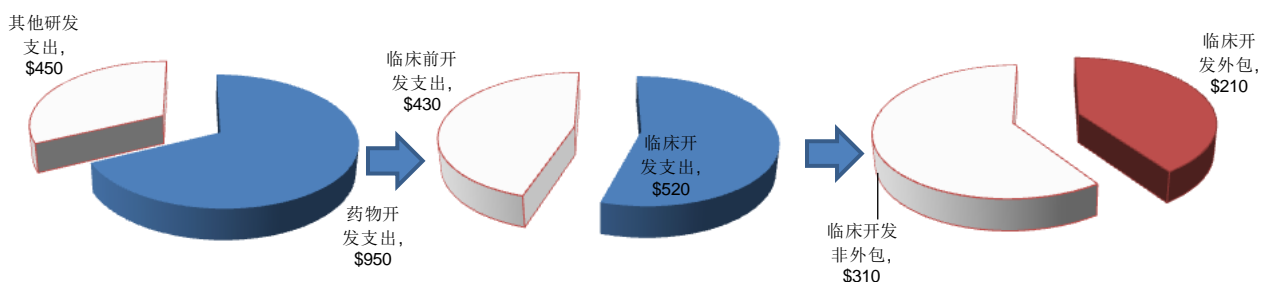
图表 10: 医药 CRO 行业市场结构 (2013)



来源：resultshealthcare.com，齐鲁证券研究所

- 我们同时参考了昆泰 2014 年年报的数据,和 Frost & Sullivan 的数据基本吻合。从行业渗透率的角度看,临床研发外包占临床开发总支出的 39% 左右 (即代表行业渗透率或者外包率),在全球医药研发总支出中占比 15%。

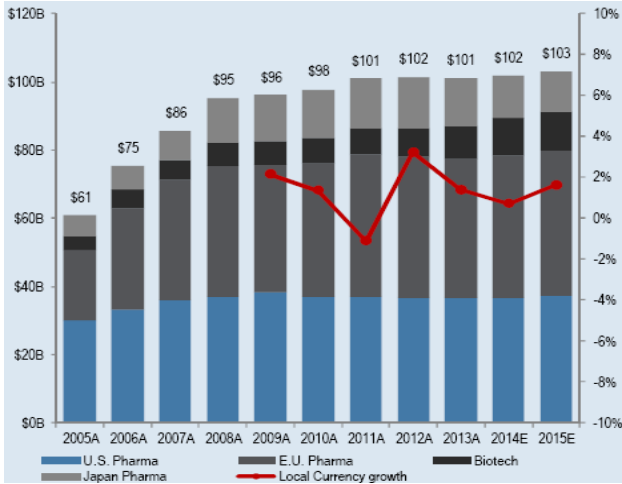
图表 11: 临床试验 CRO 占据临床开发支出 40% 左右的市场份额



来源：昆泰年报 (2014)，齐鲁证券研究所

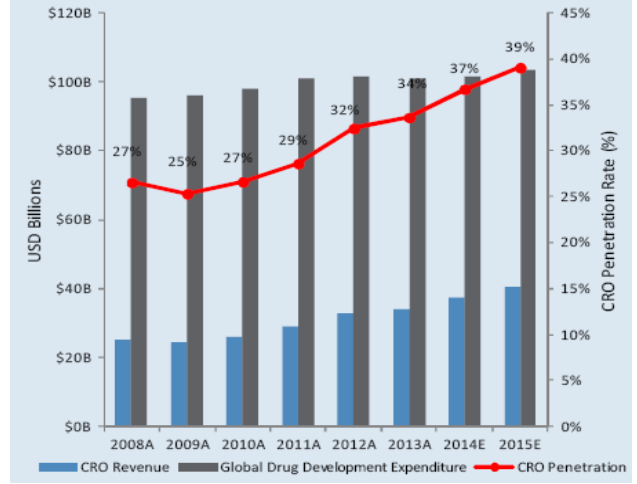
- 我们认为基于 CRO 行业本身规模化、专业化及跨区域经营的特点，在新药研发难度持续加大背景下，药企基于风险控制和加快研发进度的角度考虑，会逐步将非专利研发部分交给 CRO 来做，行业渗透率有望进一步提升。这一点从 2008-14 年的临床研究外包率就可以发现，CRO 行业的渗透率从 2008 年的 27% 提高到 2014 年的 39%。

**图表 12：全球药企研发支出保持 2% 左右的增长**



来源：J.P. Morgan Life Sciences Tools & Diagnostics Team, 齐鲁证券研究所

**图表 13：2014 年全球医药临床 CRO 渗透率达到 39%，并逐步提升**

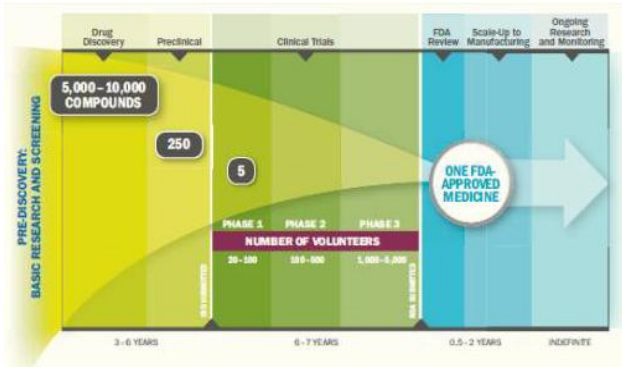


来源：J.P. Morgan Life Sciences Tools & Diagnostics Team, 齐鲁证券研究所

**行业驱动：研发成本压力，药企通过外包转移固定成本意愿强烈**

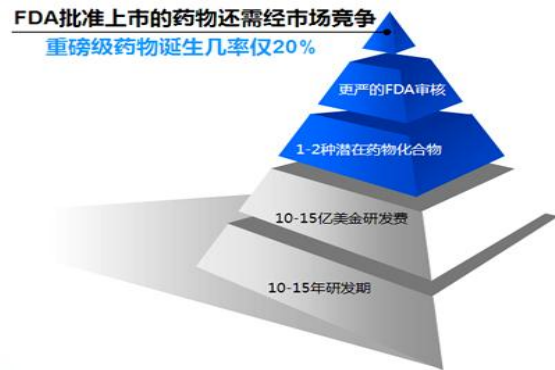
- 研发成本提升+专利悬崖的双重挤压下，研发外包成为趋势。
  - 新药研发成本快速攀升。新药研发的复杂性和监管负担导致研发成本快速提升，2014 年 Tufts CSDD 报告显示，每研发一个新药的成本已经由 10 年前的 12 亿美元快速提高至 26 亿美元。即便能够通过 FDA 获批上市，能够成为重磅药物弥补其或超越其研发成本的概率也仅仅占 20%。
  - 专利悬崖在顶层挤压利润率。据 EvaluatePharma 估计，2015-20 年，每年有 300-450 亿美元的药品面临专利悬崖造成的销售损失。

**图表 14：新药研发高投入、长周期、高风险**

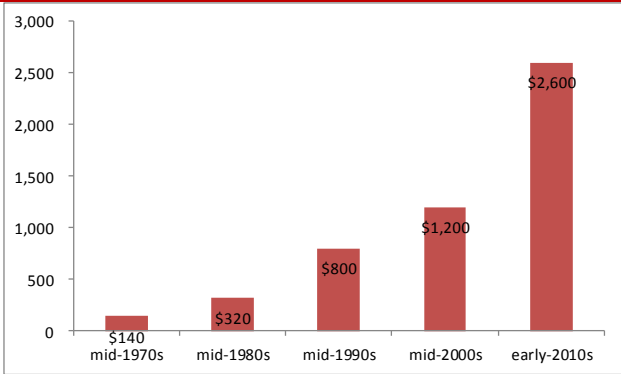


来源：PhRMA, Tufts CSDD report (2010), 齐鲁证券研究所

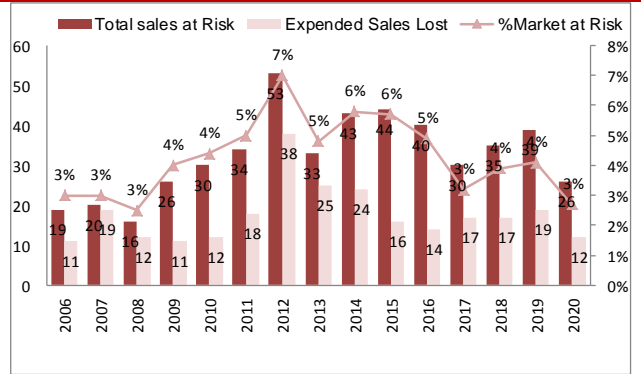
**图表 15：重磅药物诞生的机率仅仅 20%**



来源：公开信息, 齐鲁证券研究所

**图表 16: 2014 年每个新药的平均研发成本达 26 亿美元 (\$M)**


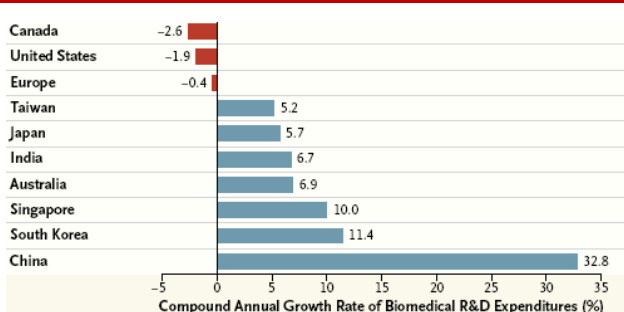
来源: Tufts CSDD report(2014), 齐鲁证券研究所

**图表 17: 2015-20 年每年 400 亿美元左右的专利到期销售损失 (\$B)**


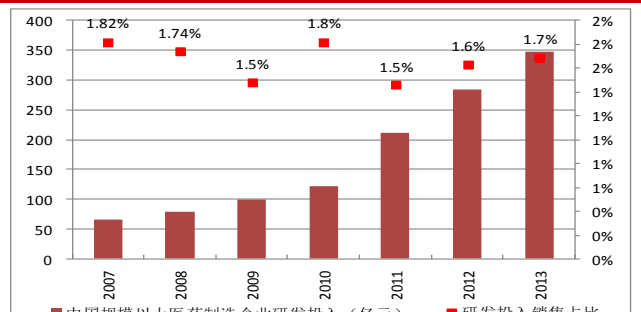
来源: EvaluatePharma, 齐鲁证券研究所

国内: 300+亿元市场, 市占率 15%, YOY20%, 源自国内研发投入 YOY30%+ 市场吸引力

- 我们认为医药 CRO 行业在我国属于新兴行业, 发展至今不足 20 年, 行业的快速发展受益于跨国企业的战略市场转移。处于对新兴市场的争夺, 跨国企业近 10 年在国内陆续设立研发机构, 国内诸如药明康德、睿智化学 (早期化学研究)、昭衍新药 (临床前研究)、泰格医药 (临床研究) 等快速发展, 作为国内第一批医药研发企业, 带动了国内医药 CRO 行业的快速发展。
- 从需求端分析: 我国新药研发投入加速增长。我们认为医药临床/临床前研究具有地域性的特点, 一个国家医药研发投入及医药消费市场规模 (吸引跨国企业产品、研发投入) 直接影响 CRO 市场规模。
  - 相比欧美 15% 以上的研发/销售占比、印度 6-12%, 而我国不足 2%, 其中 1 类新药数量占比更不足 1%, 未来提升空间很大, 2014 年新英格兰医学报道显示, 2007-11 年在北美、欧洲等发达国家医药研发投入放缓的情况下, 我国保持了接近 33% 的高增长, 由 2007 年的 20 亿美元增加到 2012 年的 84 亿美元, 奠定了我国医药 CRO 高增长的基础。

**图表 18: 2007-12 年中国生物医药研发投入保持 32.8% 的高速增长 (CAGR)**


来源: 新英格兰医学 (2014.1), 齐鲁证券研究所

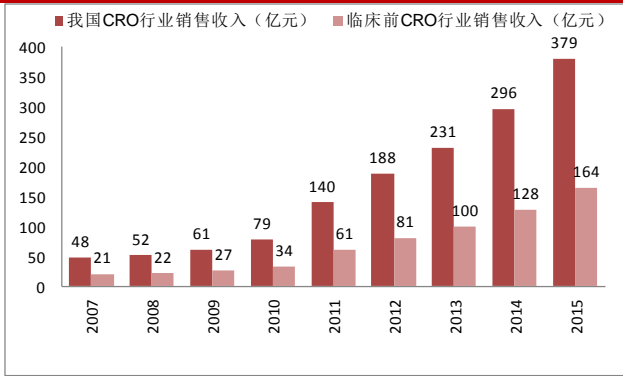
**图表 19: 国内规模以上医药企业 R&D 销售占比逐步提升**


来源: 国家统计局, 齐鲁证券研究所

- Business Insights 预计 2011-16 年我国医药 CRO 规模保持 20% 的增长, 显著高于欧洲、美国等国家。2006-13 年我国医药 CRO 行业保持 33% 的复合增长, 2013 年市场规模达到 220 亿元, 泰格医药招股书显示, 临床前 CRO 市场占比在 40% 左右, 我们预计临床

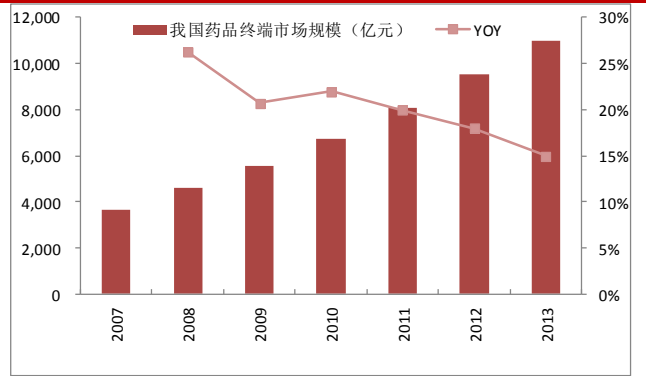
前和临床研究CRO的市场规模分别为88亿元和132亿元。2007-13年我国药品终端市场保持了20%的复合增长,已经成为全球第二大药品市场,成为跨国药企争夺的重要新兴市场,因为药品审批地域性的特点,跨国药企产品在国内上市必须经历国内的临床试验,这也刺激了国内具备资源、研发优势的医药CRO的快速发展。

**图表 20:2006-13 年国内医药CRO 行业保持 CAGR 32.9%**



来源: 全国医药技术市场协会, 泰格医药招股书, 前瞻产业研究员, Jefferies & Company Inc., 齐鲁证券研究所

**图表 21: 2007-13 年我国药品终端市场保持 CAGR 20.3%**



来源: 米内网, 齐鲁证券研究所

#### 行业竞争主要体现在高端项目竞争, 国内企业整体竞争力偏弱

- 行业整体处于发展初期, 国内企业集中度低。截止 2014.6, 我国在中关村、上海张江高科、成都高新区、广州经济技术开发区出现了 400 多家 CRO 公司 (美国 300 多, 欧洲 150 多), 虽然数量众多, 但整体国际竞争力弱。处于领先地位的有从事小分子合成研发服务的药明康德、睿智化学、康龙化成等, 从事临床 CRO 的泰格医药、博济医药、赛德盛等。
- 出于国际多中心临床研究的需要, 跨国企业通过并购、自建分支机构的方式进入中国, 并快速抢占高端市场。典型的例子如昆泰 (昆拓)、PPD (收购国内临床 CRO 龙头依格斯)、ICON (收购国内临床 CRO 凯维斯) 等。其主要业务为跨国企业在国内的临床研究业务。

**图表 22：中国本土医药 CRO 情况：规模小、集中度低、技术（质量）水平有待提升**

类型	公司名称	成立时间	提供服务	优势	员工人数	客户	营业收入 (百万元, 2014)	净利润 (百万元, 2014)	净利率
本土临床 CRO 公司	泰格医药 (300347.SZ)	2004.12	临床CRO服务	具备丰富临床经验和国际化视野的专业服务团队, 创新药研究经验和国际多中心试验研究能力, 服务网络广泛;	1444	国外客户为主 (收入、毛利占比分别为63%、69%)	624.56	136.4	21.8%
	赛德盛 (831257.OC)	2010.11	I-III期临床试验阶段的的CRO服务、SMO服务、稽查及培训	具备稳定的业务团队, 完备的质量管理体系, 迅速反应高效率, 培训体系完整;	135	国内客户为主 (100%)	40.71	6.86	16.9%
	方恩医药	2007年	临床开发CRO,开展临床I、II、III期的新药开发服务, 包括中心实验室及药物基因组学的药物开发服务等,	服务质量同时也能满足美国药监局 (FDA) 及欧共体药品管制部门 (EMA) 的标准; 与十几个省市的近100家临床研究单位200多个科室有良好的合作关系, 方恩80%以上的订单来自于国际化的药厂及企业。	NA	国外客户为主 (80%)	38.95	NA	NA
	凯维斯	1997年 (2011年被ICON收购)	提供临床I期到IV期临床研究的方案设计、组织实施、数据管理与统计分析, 及进口药品/医疗器械注册和医药市场开发等一系列专业化服务	专业化、质量控制,主要承接国际多中心临床试验、跨国公司本土注册临床试验项目	100+ (2011)	国外	NA	NA	NA
	依格斯	1999年 (2009年被PPD收购)	提供药品注册申报、临床试验及生物统计学服务。(同时提供受试者招募、方案设计、CRF设计、可行性研究、GCP培训、药物管理等服务)	NA	NA	国外	NA	NA	NA
本土临床前 CRO 公司	药明康德 (WX.N)	2000.12	全球领先的制药、生物技术及医疗器械研发外包服务公司。	全方位的实验室研发、研究生产、生物制剂测试及生产服务平台。	8837	以美国客户为主 (销售占比62%)	4127	686	16.6%
	睿智化学	2007.8	提供临床前研究服务:	具备先进的技术优势、具有竞争力的人才优势、以及完善的客户服务管理;	2000	82%国外客户 (2014)	703 (2011)	70 (2011)	9.96%
	康龙化成	2004.7	全球制药及生物技术公司提供临床前的药物研发服务, 主营业务涉及新药研发临床前的全流程, 包括化学、生物、药物代谢及药代动力学、药理、毒理等各个领域	拥有先进的技术优势、具有竞争力的人才优势、以及完善的客户服务管理; 临床前一体化解决方案; 优秀的质量控制; 研发、经营管理团队 (向客户提供外包服务的科研人员占80%, 博士学历科研人员占8%, 硕士学历科研人员占35%, 本科学历科研人员占37%, 专科学历科研人员占12%, 有50多位归国科学家, 2人入选中组部“千人计划”, 2人入选“中关村高端领军科技创新人才”, 6人入选北京市“海聚工程”, 18人入选开发区“海外高层次人才”	2200	全球前10大药企中的7家均为客户。	473 (2012, YOY46%)	20 (2012)	4.00%
	保诺科技	2005年 (2009.11并入PPD)	提供临床前研究服务	拥有专利技术的DNA化学发现创新苗头和先导化合物, 为客户提供丰富的化合物库, 在更大范围内探寻重要的药物靶标, 加快先导化合物的发现进程并提高成功率。	NA	2009年被PPD收购, 服务客户面向全球。	NA	NA	NA
	中美冠科	2006年	提供临床前研究服务	专注肿瘤和代谢类疾病研究领域, 拥有高质量的且最完整的体外和体内研究模型为客户评估衡量候选药物在临床前的实际功效和药理学特性。	400+	为全球50多家客户提供了优质的抗肿瘤药物研发服务 (包括全球最大的20家制药企业众多17家)。	NA	NA	NA
	桑迪亚	2004年	提供临床前研究服务:	具备全球制药企业和生化公司提供优秀、高效的“一站式”新药研发和生产服务的能力; 在国内首次采用 IP+CRO+VC (即知识产权、研发外包服务、风险投资相结合) 的全新产业化模式直接孵化新药。	估计800人左右	国内外100多家制药企业	NA	NA	NA
	昭衍新药 (拟上市, A15109)	1995年	提供临床前研究服务+临床研发服务; 侧重药理、毒理、安全性评价	中国首家通过美国FDA的GLP现场检查, 并同时具有国际AAALAC认证和中国SFDA GLP资质的专业临床前安全性评价机构及临床实验外包服务公司	501	国内、欧美	187.4	48.51	25.9%
	美迪西	2004年	提供临床前研究服务	国内第一家提供整套临床批件申请同时符合中国GLP和美国GLP标准、第一家为国际提供临床前动物试验的CRO、最早通过AAALAC认证; 董事长陈春麟千人计划、50%拥有博士或硕士学位、15%的员工拥有海外教育背景和工作经历、国际化营销队伍。	估计400余人	国外+CRO+国内的模式看, 国内外客户均有, 但具体比例不确定。	NA	NA	NA
一站式综合服务 CRO	万全阳光 (08225中国医疗集团, 港股)	2002年	提供I-IV期临床研究、临床前药效、药代、药理及毒理研究、药品注册以及市场推广等服务业务;	具备高质量的研究和项目管理水平、高素质的专业团队、以及丰富的外部医药专业技术资源;	NA	国内100%, 建立了以北京、上海、广州为基地, 附带30多个省会城市办事处的全国性临床监察和学术推广网络。前5大客户销售占比56%。	5.95	44.12	2014年公司主要利润来源于可换股债券及利息收入, 净利率不具代表性
	博济医药 (300404.SZ)	2002.9	提供临床前研究服务、临床研究服务、技术成果转化服务以及与新药研发有关的其他咨询服务等	具备丰富的行业经验、突出的技术实力和人才优势;	294	国内客户为主 (收入和毛利占比均超过99%)	143.87	37.96	26.4%

来源: 相关公司公告及网络公开资料, 齐鲁证券研究所

**图表 23：国外医药 CRO 在国内布局**

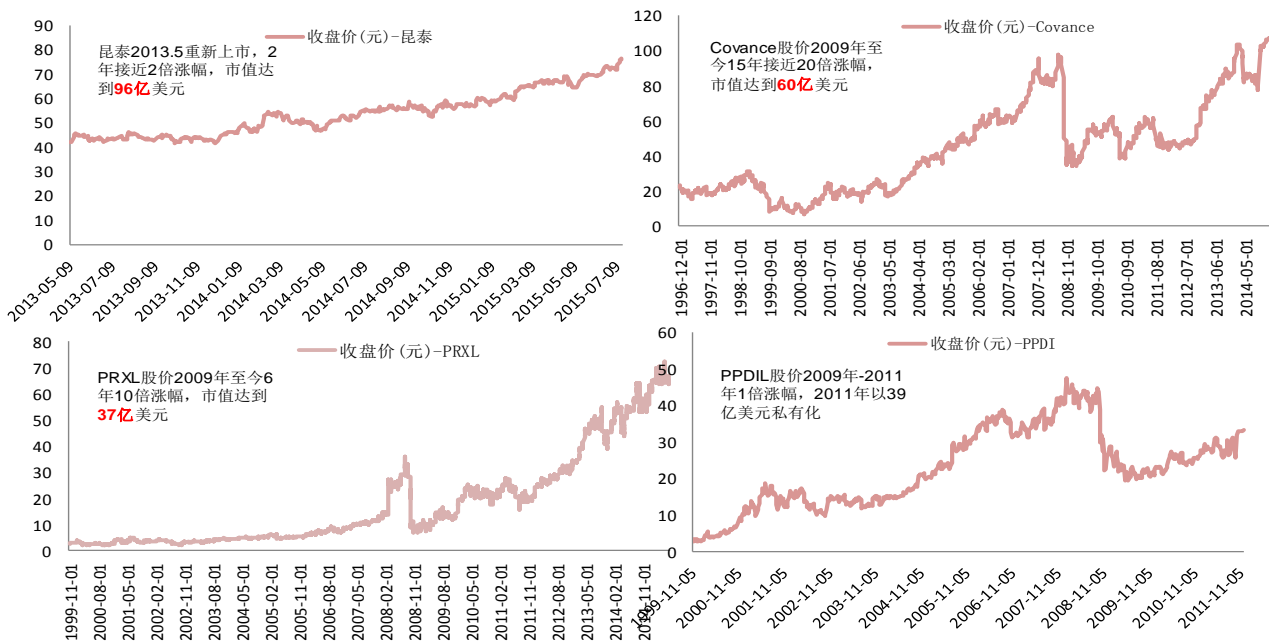
公司	成立时间	进入中国足迹	覆盖领域
Quintiles	1984年	1997年（1997年成立上海办事处，2001年成立上海独资公司，之后在北京、香港成立分公司）	临床试验服务、咨询服务、产品市场营销和销售
Covance	1997年	1998年（1998年成立北京办事处，2007年成立科文斯上海中心实验室）	临床研究服务
PPDI	1985年	2003年（2003年成立北京代表处，之后再上海、成都、广州设办公室，在江苏设疫苗临床研究中心，2008年和北京协和洛奇合作将全球中心实验室拓展至中国，2009年收购依格斯、保诺科技）	临床研究服务
Parexel	1982年	在北京、上海、成都、广州、香港设办事处	临床研究服务
ICON	1990年	2011年收购凯维斯	临床研究服务

来源：网络公开信息，齐鲁证券研究所

## 他山之石：“人才优势+区域拓展+服务链延伸”构成行业壁垒

### 医药 CRO 行业是诞生牛股的摇篮

- **医药 CRO 行业是诞生牛股的摇篮**：全球 CRO 龙头企业昆泰 2013 年重新上市后 2 年接近 2 倍涨幅、Covance 15 年接近 20 倍涨幅、PRXL 6 年 10 倍等。其中昆泰作为全球最大的医药 CRO 企业，2014 年净利润 3.56 亿美元，总市值 94 亿美元，对应 PE26 倍。

**图表 24：全球医药 CRO 龙头股价表现：昆泰重新上市后 2 年 2 倍，PRXL 6 年 10 倍**


来源：wind，齐鲁证券研究所

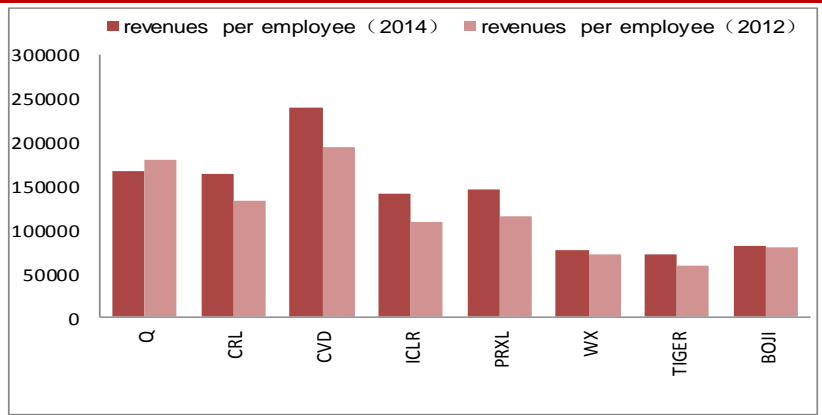
- 我们认为医药 CRO 行业的竞争主要体现在过往经验、合同研究质量、响应速度、组织全球范围大规模临床试验的能力、大样本复杂数据管理能力、患者和研究者招募能力、信息系统开发能力（提升合同研究效率）、全球范围内的设施咨询机构布局、价格等方方面面，通过比较国外

CRO 龙头的发展情况，我们总结了如下几点：

### 人才优势：CRO 行业核心竞争优势

- **医药 CRO 行业是轻资产知识密集型行业：**从全球主要 CRO 企业的员工构成情况分析可以发现，在高层次人才（硕士以上、医生等）方面，均有不俗基础。另外，体现在竞争力方面，我们发现国外主要 CRO 企业的人均产出均在 14-24 万美元，远高于国内 7-9 万美元的水平。我们认为，人才的布局直接和项目经验、项目承接能力相关，在项目全球化竞争的 CRO 行业，我国在人才、高端项目的竞争方面有待进一步的提升。

**图表 25：2012-14 年全球主要 CRO 企业员工单产情况（美元）**



来源：相关公司公告，齐鲁证券研究所

**图表 26：全球前 5 大医药 CRO 企业在人才方面的优势体现**

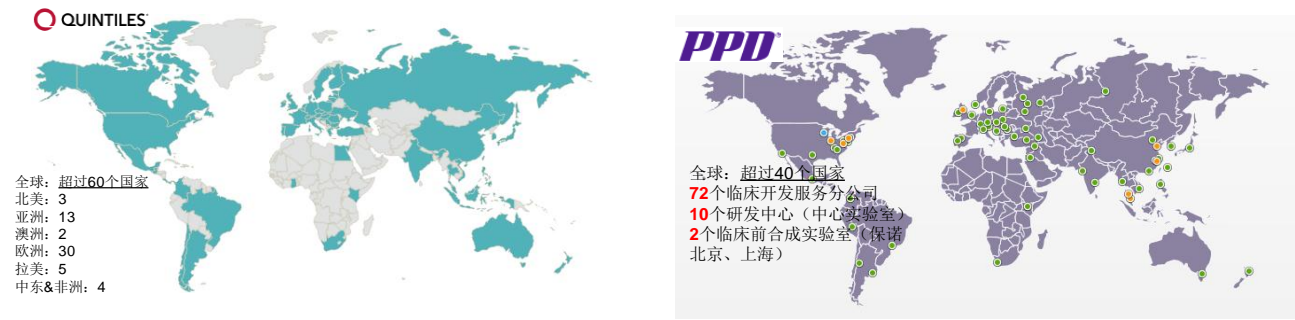
公司	成立时间	人才优势	销售规模（亿美元，2014）
Quintiles	1982	1、管理层：高管团队拥有几十年生物制药和生物制药服务行业的几样，每位行政人员均拥有超过 25 年的大型跨国企业工作的经验。 2、员工：全球大约 32600 名员工（其中产品开发部门 21000 人，综合服务部 9500 人），其中 950 名医生，7100 名合同销售代表，1000 多名拥有博士或同等学力。	54.60
Covance	1997	全球 12501 名员工，其中 46% 在美国之外，11863 人为全职雇员，147 人具有医学硕士学位，超过 851 人具有博士学位（合计占比 8%），超过 2468 人具有硕士或研究生学历。	估计 30 亿美元左右
PPDI	1985	2010 年，全球 11000 名员工，48% 分布在美国外。大约 670 人拥有博士、硕士、医生等背景，大约 2200 人拥有其他硕士研究生学位	估计 20 亿美元左右
Parexel	1982	截止 2014 年底，拥有 15560 名全职员工，73% 分布在美国外。同时较宽松的地区间调动政策使其保有较高占比的博士、硕士及同等学力的人员。	22.66
ICON	1990	全球 10600 名员工，成立 ICON-都柏林商业学院培养人才	15.03
Charles Rivers	1947	截止 2014 年底，拥有 7900 名员工，大约 700 多名专业的博士、硕士。	12.98
WX	2000	截止 2014 年底，拥有 8837 名员工，包括 6842 名专业人才，45% 以上具有硕士及以上学历，92% 的员工在中国国内。	6.74

来源：各公司官网，齐鲁证券研究所

**广度：跨区域布局支持，掌握多中心临床试验制高点，提升服务能力**

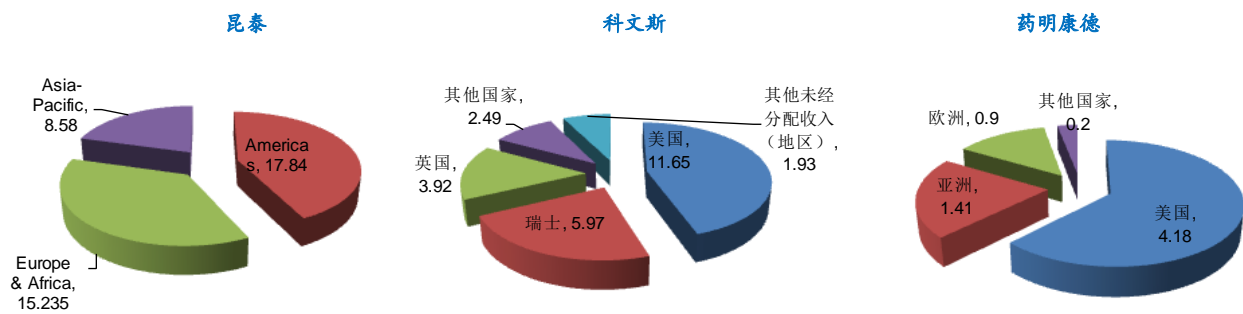
- 我们认为国际多中心的临床业务、属地化、专业化的服务是 CRO 行业核心竞争力的重要组成部分，通过昆泰、科文斯、PPDI 等在全球的广泛布局，可以发现除了美国、欧洲等发达国家市场，亚洲、拉美等新兴市场的市场份额逐渐提高。如昆泰 2014 年年报显示，其在接近 100 个国家具有分支机构，覆盖全球前 20 大药企（以 2013 年销售额为评估依据），作为全球医药 CRO 领导者，2014 年销售收入是其最主要竞争对手的 1.6 倍左右。

图表 27：全球医药 CRO 企业在全范围内的服务网路布局



来源：Quintiles 和 PPDI 公司官网，齐鲁证券研究所

图表 28：美国、欧洲是医药 CRO 业务的主要来源



来源：昆泰（2014）、科文斯（2013）、药明康德（2014）年报数据，齐鲁证券研究所

### 服务内容纵向延伸，平台型公司是未来 CRO 行业发展的重要趋势

- 基于 CRO 企业本身具备的客户资源优势，全球 CRO 行业的业务不断拓展，并呈现了多种模式，以昆泰和药明康德为例，2014 年昆泰 74% 的收入来自药品临床试验服务，26% 来自综合性的医疗服务。其中，综合性医疗服务包括了药品上市后的商业化推广、风险评估，在深化客户粘性的基础上，也带来新的业务订单。2015 年昆泰和 Quest 又开展了中心实验室方面的合作，进一步打造一站式服务平台。
- 而作为小分子合成研究服务起家的药明康德，在 CRO 的基础上，又拓展了 CMO 服务，目前销售占比也达到了 27%（以合全药业为主，目前挂牌新三板），进一步发挥了自身在合成方面的优势，同时公司在基因测序、细胞治疗等方面不断拓展服务内容，提升服务能力。
- 综上，可以发现 CRO 行业本身具备较强的业务延展性，龙头公司利用



自身客户资源，不断延伸产业链，提升服务能力、加强客户粘性，良性循环，不断打造成综合服务平台。这也给国内目前处于起步阶段的CRO行业一定的指导。

**图表 29：昆泰服务领域跨越临床到药品上市全生命周期管理**

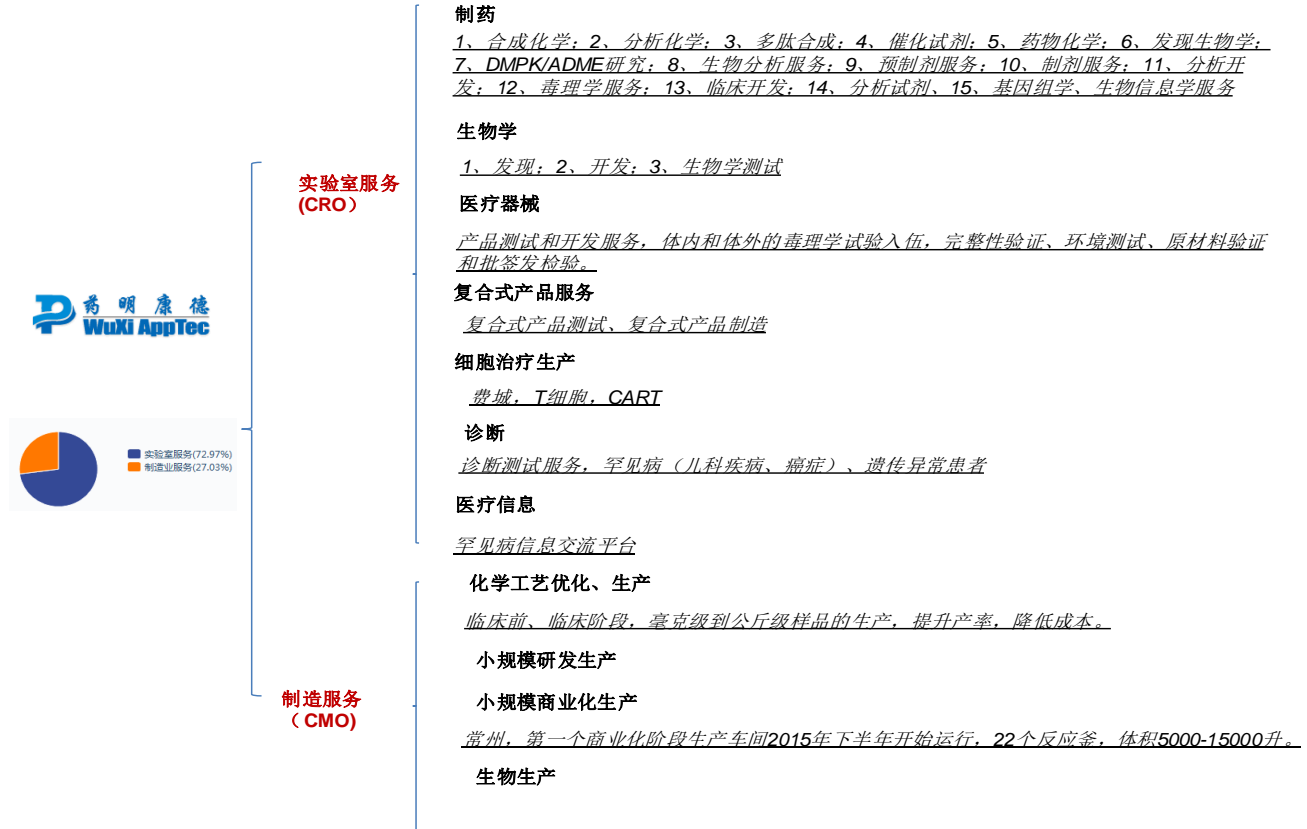
**昆泰 (Q.N)：以临床CRO为核心的综合性医疗服务平台**



来源：昆泰 2014 年年报，齐鲁证券研究所

图表 30：药明康德：CMO+CRO 综合性开放式药物研发、生产服务平台

**药明康德 (WX.N)：综合性OpenAccess 药物研发服务平台**



来源：药明康德 2014 年年报，齐鲁证券研究所

**我国行业处于发展初期，龙头企业逐步打造平台雏形**

**看好龙头企业强者恒强，上市公司运用资本平台积极拓展**

- 医药 CRO 行业整体呈现全球性竞争的格局，因为跨国 CRO 行业在国内的布局，国内 CRO 面临着来自国内外双重竞争，目前技术人才优势明显、区域布局完善、服务深入的跨国企业如昆泰、科文斯、PPDI 等企业级药明康德、开拓者等占据我国 CRO 行业的顶尖位置。本土 CRO 随着项目经验的积累、服务质量的提升逐步成长，我们认为具备人才优势、区域战略布局优势、服务内容优势等仍然是判断国内企业是否能够快速成长的重要依据。
- 根据全球医药 CRO 龙头企业的发展路径，我们重新审视国内 CRO 行业发展的情况（图 18 列举了国内主要 CRO 公司情况）。我们对主要上市公司情况（包括国内 CRO 龙头药明康德、泰格医药）及非上市公司（图 18）进行了比较分析：
  - 从人才优势比较：药明康德>泰格医药>博济医药>赛德盛。根据业务分类区分，药明康德>睿智化学>康龙化学，在临床研究方面，跨

国 CRO 驻华（备考全球人力资源优势）>泰格医药>博济医药、赛德盛、方思医药。

**图表 31：药明康德、泰格、博济、赛德盛人才优势比较**

药明康德	泰格医药	博济医药	赛德盛
<b>成立时间</b> 2000年	2002年	2002年	2010年
<b>人才储备</b> 截止2014年底，拥有8837名员工，包括6842名专业人才，45%以上具有硕士及以上学历，92%的员工在中国国内。	泰格共有正式员工1444名，比上年度增长58.16%。其中本科及本科以上学历人数占84%，能担任临床试验的项目负责人数超过100名，各类专业管理人员190多名。	截止2014年底，员工294人，其中公司各类专业技术人员占员工总数的84.75%，具有专科及以上学历的员工占员工总数的97.28%	截止2014年，公司员工162人，其中本科及以上学历145人，占比达到92.5%
<b>激励政策</b> 2015.4合全药业推出股权激励方案	2013.12向167名激励对象授予244.98万份股权期权。	上市前，2010.12制定了股权激励方案，激励对象包括了博济医药及子公司的核心管理人员、核心技术人员、业务骨干和中药的派驻外地办事人员。	计划2015年完成第二轮股权激励方案。

来源：相关公司公告，齐鲁证券研究所

- **从区域布局和项目经验分析，药明康德>泰格医药>博济医药、赛德盛。**药明康德全球总部在上海外高桥，同时在天津、武汉建有化学研发中心、在上海金山、常州建有 cGMP 工艺研发与规模生产基地、在苏州建有 GLP 临床前药物安全性评价中心、在无锡建有 cGMP 生物制药研发生产基地、以及北上广临床服务中心，同时在美国多个地区建有研发中心，凭借其全球布局承接全球制药企业相关研发、注册项目，是国内最大的 CRO 组织。泰格医药、博济医药、赛德盛业务均为临床 CRO 为主，目前区域布局主要集中在国内，其中泰格医药近几年经过并购拓展，已经在韩国、日本、澳大利亚、加拿大等地布局，为下一步亚太多中心试验打下基础，相比之下，博济、赛德盛还处于布局初期，我们认为后续其在区域布局方面有望进一步拓展。

**图表 32：药明、泰格、博济、赛德盛项目经验比较**

药明康德	泰格医药	博济医药	赛德盛
<b>项目经验</b> 15年和国外大型药企合作经验，在小分子合成、生物药、医疗器械等领域经验丰富。开放式的研发平台。	为全球300多家客户成功提供了400余项临床试验服务。泰格医药更因参与50余种国内创新药临床试验，	累计为客户提供临床研究服务400余项，基本涵盖了药物治疗的各个专业领域，并包括难度较高的化药1类新药临床研究项目27个、中药1类新药临床研究项目2个，生物制品1类临床研究项目5个。	截止2014.1，国内药品临床试验204项，国际多中心试验10项，医疗器械临床试验22项。
<b>主要客户</b> 全球2300多家客户及合作伙伴，其中中国1100多家，美国1300多家。	默沙东、PAREXEL、AZ、Lilly、上海罗氏	丹红（香港）科技、山东罗欣药业、四环医药、誉衡药业、悦康药业	精鼎医药研发（上海）、LG 生命科学、浙江万晟药业、力度生物、西安杨森制药

来源：齐鲁证券研究所

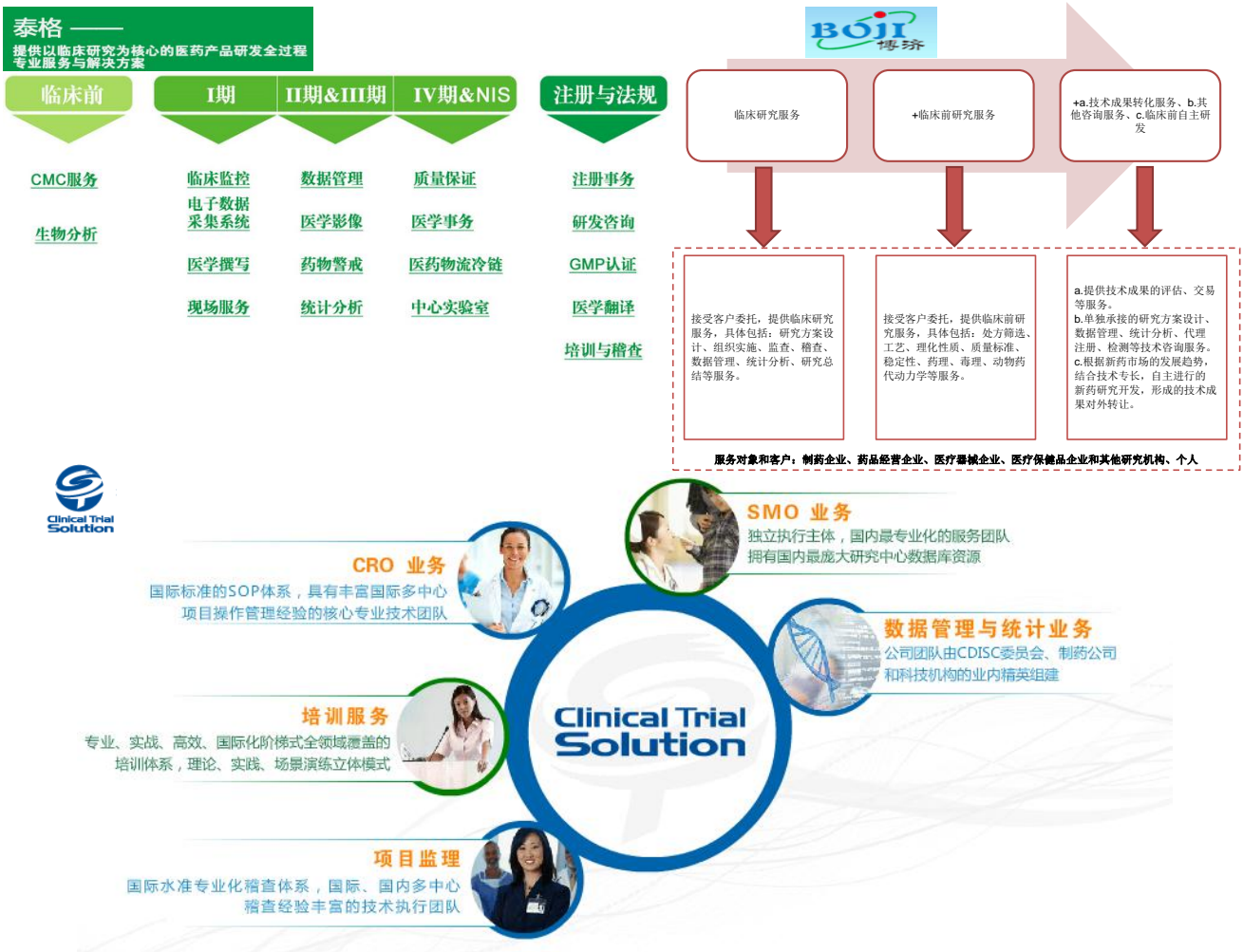
图表 33：药明康德、泰格、博济、赛德盛区域布局比较



来源：相关公司年报、官网数据，齐鲁证券研究所

- 从业务布局比较，药明康德>博济医药>泰格医药>赛德盛>方思医药。基于其客户资源优势，药明康德近几年在产业链上下游积极并购拓展，形成实验室服务、制药服务两大主要板块（CRO+CMO）、开放式的综合性药物研发、生产服务平台；博济医药作为国内一站式研发 CRO 企业，其业务发展质量优于万全药业（中国医疗集团），但是从业务发展成熟度看，目前临床服务占据 70%左右，并且以国内客户为主，临床前、技术转移等业务处于发展初期，后续有望在夯实主业的基础上逐步拓展；泰格医药作为国内临床 CRO 龙头企业，以临床研究为核心，通过并购拓展，统计分析、SMO 等业务快速发展，逐步形成临床 CRO+SMO 的平台型企业；赛德盛是国内临床 CRO 新星，近三年收入保持 40%左右的复合增长，业务布局完善，建议积极关注其各业务发展情况。

图表 34：泰格、博济、赛德盛业务布局



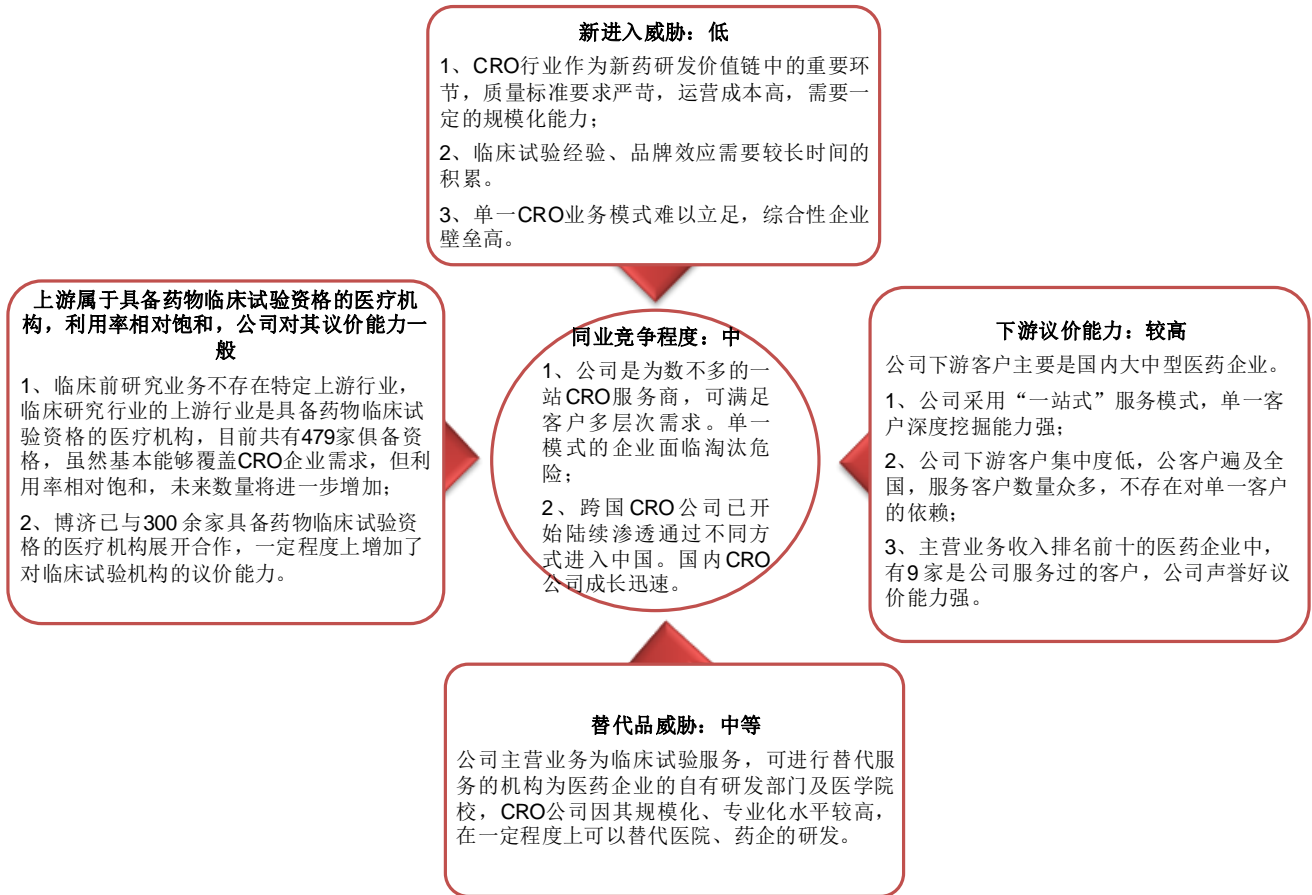
来源：相关公司官网，齐鲁证券研究所

## 博济医药：一站式平台打造本土 CRO 核心竞争力

竞争优势：特有的一站式、全周期服务，打造平台型企业基础

- **竞争现状，面临国内外对手的竞争，竞争力有待进一步提升。**博济医药目前的业务主要以国内企业的业务为主，面临国内和跨国医药 CRO 企业（特别是临床 CRO 企业）的竞争；公司成立时间较早(2002 年)，是国内最早一批开展该项业务的公司，在产业内的合作资源丰富，且一站式、全周期的服务在一定程度上增长客户粘性，具备一定的核心竞争力。根据博济医药的发展规划，公司未来将参与更多的国际多中心的临床研究业务，我们认为在这方面，公司的服务能力有待提升。
- **上游“卖方市场”，议价能力一般。**政策规定，国内临床试验必须在国家认证的临床试验机构内进行，目前仅有 400 多家，这是国内所有临床 CRO 共同争夺的资源，上游资源的有限导致行业整体对上游的议价能力一般，博济医药经过长期的合作积累，目前与 300 多家临床试验机构有合作、全国最佳医药排行榜前 10 名均和博济有合作。

图表 35：博济医药核心竞争力分析



来源：齐鲁证券研究所

- **一站式服务提升对下游议价能力：**参考国外龙头公司均基于CRO本身和客户的互动，进行产业链延伸（向前端临床前、后端销售推广，甚至合同生产CMO行业拓展），而目前国内尚无较大规模的可提供一站式服务的CRO企业，公司在成立之初便以临床前+临床+技术转化等为核心业务链条，形成独具特色的一站式服务平台，目前国内医药工业前10大中的9个均和公司有过合作。我们认为公司业务布局合理，目前处于借力资本市场快速强化、提升各业务条线服务能力的初级阶段，后续随着国际合作的开展，平台优势将逐步体现。

图表 36：2010-14 年博济主要客户交易情况

合作单位	交易金额 (万元)
丹红（香港）科技有限公司（原步长（香港）控股有限公司）	2772.27
山东罗欣药业集团股份有限公司	3606.20
四环医药控股集团有限公司	3477.65
江苏誉康药业有限公司	1786.83
裕康药业集团有限公司	636.00
合计	12278.95

来源：博济医药招股书，齐鲁证券研究所

图表 37：2010-14 年博济主要合作医院交易情况

合作单位	交易金额 (万元)
吉林大学第一医院	391.50
四川大学华西医院	165.77
北京大学第一医院	100.10
北京协和医院	106.93
第三军医大学第一附属医院	98.30
合计	862.61

来源：博济医药招股书，齐鲁证券研究所

- **进入壁垒较高，公司在人才、销售网络、技术平台方面有了初步的积累：**作为科研型服务行业，客户高粘性的建立需要经过长时间的积累；服务

网络、技术平台的搭建，也需要较大的投入，对新进入者壁垒较高。公司经过近 15 年的发展，在全国设立了 4 个全资子公司，分布在广州、上海、北京三个医药研发最发达的几个地区。

- 随着公司技术升级、项目经验的积累，基于高效率、质量有保证的特点，对一些小的 CRO 企业及高校研发有一定的替代。
- 总结来看，我们认为公司作为本土 CRO 企业，经过近 15 年的发展，在临床试验机构、制药（器械）企业中具备一定的品牌影响力，在整个医药 CRO 行业整体多小散弱的背景下，是具备一定核心竞争力的。但是因为公司主要聚焦国内市场，而国内制药企业本身以仿制药为主，临床试验的投入总体规模相对较低，公司目前规模较小、各项业务处于初期，我们认为随着公司上市，借助新的融资平台，有望在完善自身统计分析等管理平台的基础上，在人力、新药项目、多中心临床试验方面进行丰富拓展。

**图表 38：博济医药在人才、销售网络、技术平台**

进入壁垒	博济表现
人才	1、截止2014年底，公司拥有博士3人、硕士31人，本科及以上占员工比例72.5%，目前公司拥有员工294人，我们预计公司2015年大幅招聘达到394人的规模。 2、激励政策：上市前，2010.12公司制定了股权激励方案，激励对象包括博济医药及子公司的核心管理人员、核心技术人员、业务骨干及重要的派驻外地办事人员。
销售网络	1、区域布局：广州新药有限、中未必成（北京，辐射华北、东北、西北）、砒码斯（上海，华东）、科技园公司（临床前、中试）
技术平台	（临床前）中药有效成分和有效组分研究、注射剂研究和外用制剂研究三大平台

来源：博济医药招股书，齐鲁证券研究所

### 中长期战略清晰，旨在打造大健康产业平台型企业

- 基于 CRO 企业在行业经验、产业资源、技术等方面的优势，行业自身有较强的外延拓展性。药明康德在产业链上下游（CRO/CMO）、产品线拓展（基因测序、细胞治疗）等方面持续布局；泰格医药以 CRO 为核心在 SMO、大数据、智慧医疗等领域也在持续拓展；我们认为博济医药作为在成立之初便布局“临床前+临床+技术转化”全生命周期服务的企业，上市后有望借助产业资本和融资优势在大健康领域持续拓展，未来 3 年有望逐步夯实、打造独具特色的大健康产业平台。
  - 2015.7.16，公司与物明投资、厚德致远，共同发起成立专项医疗健康基金。服务于博济医药中长期发展战略，进行产业整合和战略投资，投资领域包括医疗健康产品研发服务、国际扶持创新药项目、成长期及成熟期医药企业、医学检验服务、其他第三方检测服务、移动医疗及其他医疗服务等。
  - 2015.7.8，公司停牌拟筹划一项海外新药研发机构并购项目，因条件不成熟，终止。
- 我们认为，未来 5 年是我国新药注册制度发生革命性的变化的几年，具备人力、区域网络、服务平台优势的企业有望在这个过程中迅速成长。博济医药以上动作均说明公司在借助资本平台，有意通过并购做强做大的想法。

## 盈利预测、估值和投资建议

### 盈利预测

- 我们预计公司 2015-17 年收入分别为 1.71、2.08、2.58 亿元，增速分别为 18.6%、22.05%和 23.8%，归属母公司净利润分别为 4452、5475 和 6637 万元，同比增速 17.3%\23%\21.2%，对应 15-16 年 EPS 0.668\0.82\0.996 元。
- 对期间费用和所得税的假设：
  - 销售费用率方面，员工工资及福利费用占销售费用的 80%左右，作为劳动密集型产业，随着公司临床业务的拓展，同时考虑新业务的拓展需要较长时间的积累，我们认为公司销售费用率或可能持续上升。
  - 管理费用率的分析和销售费用率类似，我们认为 2015-17 年公司管理费用率仍可能继续提高。
  - 所得税：我们认为未来三年保持在 15%左右。

**图表 39：博济医药期间费用及所得税预测（百万元）**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业费用	-1	-2	-2	-3	-4	-6
% 销售收入	1.2%	1.3%	1.5%	2.0%	2.1%	2.2%
管理费用	-17	-19	-22	-27.3	-36.2	-48.0
% 销售收入	13.4%	13.7%	15.3%	16.0%	17.0%	18.0%
财务费用	1	1	1	4	7	7
% 销售收入	-0.5%	-0.9%	-0.7%	-2.1%	-3.1%	-2.7%
所得税	-6	-6	-7	-8	-11	-13
所得税率	14.7%	15.2%	15.1%	15.2%	15.1%	15.1%

来源：公司招股书，齐鲁证券研究所

### 相对估值法：55-65 元

- 选取 A 股医疗服务类可比上市公司对照，平均 PE 为 71×14PE，77×15PE，57×16PE，考虑医药 CRO 行业高景气度及今年药审政策变化带来的爆发空间，我们认为 CRO 行业有望保持 25-30%的高增长，国内医药公司基于前期技术、人才积累，有望优先受益于该行业的增长。博济医药作为次新股，且为 CRO 行业相对稀缺的一站式服务企业，给予公司 2016 年 70-80 倍 PE，公司的估值区间为 55-65 元。未来 3 年，公司净利润复合增长率约 20%，考虑持续的并购预期及行业爆发带来的市场扩容提升，可以给予一定的溢价空间。



**图表 40：可比公司估值**

公司名称	证券代码	当前股价 (元)	EPS (元)			PE		
			2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
泰格医药	300347.SZ	27.7	0.584	0.417	0.568	47.40	66.40	48.72
迪安诊断	300244.SZ	54.3	0.606	0.694	0.985	89.59	78.27	55.10
爱尔眼科	300015.SZ	23.5	0.473	0.425	0.561	49.71	55.22	41.86
润达医疗	603108.SH	48.3	1.066	0.963	1.174	45.30	50.12	41.12
平均值						58.00	62.50	46.70
<b>博济医药</b>	<b>300404.SZ</b>	<b>63.9</b>	<b>0.759</b>	<b>0.668</b>	<b>0.821</b>	<b>84.14</b>	<b>95.68</b>	<b>77.79</b>

来源：wind（取 2015 年 8 月 25 日收盘价），齐鲁证券研究所

### 投资建议

- 结合可比公司情况，博济医药的合理估值区间为 55-65 元。
- 公司未来 3 年的业绩催化：
  - 临床研究服务持续拓展，海外合作提升服务能力。未来 3 年公司临床研究服务领域有望拓展到医疗器械、诊断试剂等领域，并计划通过海外合作，承接国际多中心临床项目，参与全球竞争。
  - 临床前研究服务能力在公司业务结构中的比重加强，提升一站式服务能力：通过药学研究中心扩建、药物评价中心建设等项目的实施，有望改善公司临床前研究服务的软硬件条件，提升公司临床前研究的综合服务能力。
  - 其他：技术转化平台建设和投资，改善盈利能力：公司与物明投资、厚德致远，共同发起成立专项医疗健康基金。服务于博济医药中长期发展战略，进行产业整合和战略投资，投资领域包括医疗健康产品研发服务、国际扶持创新药项目、成长期及成熟期医药企业、医学检验服务、其他第三方检测服务、移动医疗及其他医疗服务等，给予“增持”评级。

### 风险因素

- 国内市场竞争日趋激烈，公司能否快速提升自身质量和服务能力抢占市场份额具备不确定性：尽管公司是目前 A 股比较稀缺的 CRO 公司，但随着泰格医药、药明康德、昭衍新药等在 A 股的上市融资，竞争环境日趋激烈，公司能否快速提升自身服务质量，抢占市场份额决定了未来的竞争格局，我们认为这方面存在一定的不确定性。
- 并购拓展存在较大不确定性：2015 年公司上市后曾计划收购海外一家临床 CRO 公司，但因条件不成熟失败，我们认为公司在并购拓展方面存在一定的不确定性。
- 公司的品牌知名度局限在国内企业，在国际多中心临床业务承接方面存在不确定性。公司成立以来，主要的客户是国内药企、医院，而基于国内 CRO 行业起源来看，其主要的竞争力来自于 MNC（跨国企业）的合作，公司在由国内客户转向国际客户的过程中，需要较多的投入和较长时间的积累，这方面存在不确定性。

**图表 41: 博济医药财务摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>126</b>	<b>136</b>	<b>144</b>	<b>171</b>	<b>208</b>	<b>258</b>	货币资金	98	138	118	345	355	359
增长率	27.27%	8.6%	5.5%	18.6%	22.1%	23.8%	应收款项	44	54	59	68	87	105
营业成本	-63	-73	-73	-87	-106	-130	存货	20	24	36	36	43	53
% 销售收入	50.0%	53.7%	50.6%	51.0%	50.7%	50.3%	其他流动资产	4	7	6	8	9	11
毛利	63	63	71	84	103	128	流动资产	166	223	219	456	494	529
% 销售收入	50.0%	46.3%	49.4%	49.0%	49.3%	49.7%	% 总资产	71.2%	75.8%	70.5%	78.4%	74.8%	70.1%
营业税金及附加	-5	-1	-1	-1	-1	-1	长期投资	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	3.9%	0.6%	0.5%	0.6%	0.5%	0.6%	固定资产	59	62	63	80	103	146
营业费用	-1	-2	-2	-3	-4	-6	% 总资产	25.5%	21.2%	20.2%	13.7%	15.6%	19.4%
% 销售收入	1.2%	1.3%	1.5%	2.0%	2.1%	2.2%	无形资产	6	6	24	41	58	75
管理费用	-17	-19	-22	-29	-39	-49	非流动资产	67	71	91	126	166	225
% 销售收入	13.4%	13.7%	15.3%	17.0%	18.5%	19.0%	% 总资产	28.8%	24.2%	29.5%	21.6%	25.2%	29.9%
息税前利润 (EBIT)	40	42	46	50	59	72	<b>资产总计</b>	<b>233</b>	<b>294</b>	<b>310</b>	<b>582</b>	<b>661</b>	<b>754</b>
% 销售收入	31.6%	30.8%	32.1%	29.5%	28.1%	27.9%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	1	1	1	4	7	7	应付款项	54	74	77	89	110	135
% 销售收入	-0.5%	-0.9%	-0.7%	-2.1%	-3.2%	-2.7%	其他流动负债	6	8	9	10	12	15
资产减值损失	-2	-2	-3	-2	-1	-1	流动负债	60	82	86	99	123	150
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	3	7	6	6	6	6
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>63</b>	<b>88</b>	<b>92</b>	<b>104</b>	<b>128</b>	<b>155</b>
营业利润	38	41	44	52	64	78	<b>普通股股东权益</b>	<b>170</b>	<b>206</b>	<b>218</b>	<b>478</b>	<b>532</b>	<b>599</b>
营业利润率	30.5%	30.0%	30.6%	30.3%	30.7%	30.1%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	1	1	1	1	1	1	<b>负债股东权益合计</b>	<b>233</b>	<b>294</b>	<b>310</b>	<b>582</b>	<b>661</b>	<b>754</b>
税前利润	39	41	45	52	65	78	<b>比率分析</b>						
利润率	31.1%	30.4%	31.1%	30.7%	31.0%	30.3%	<b>每股指标</b>						
所得税	-6	-6	-7	-8	-10	-12	每股收益(元)	0.666	0.703	0.759	0.668	0.821	0.996
所得税率	14.7%	15.2%	15.1%	15.2%	15.1%	15.1%	每股净资产(元)	3.407	4.110	4.370	7.163	7.984	8.980
净利润	33	35	38	45	55	66	每股经营现金净流(元)	0.828	0.870	0.514	0.755	0.850	1.068
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>33.3</b>	<b>35.2</b>	<b>38.0</b>	<b>44.52</b>	<b>54.75</b>	<b>66.37</b>	<b>回报率</b>						
净利率	26.5%	25.8%	26.4%	26.1%	26.3%	25.7%	净资产收益率	19.55%	17.11%	17.38%	9.32%	10.29%	11.09%
		5.6%	8.0%	17.3%	23.0%	21.2%	总资产收益率	14.27%	11.98%	12.24%	7.65%	8.29%	8.80%
							投入资本收益率	46.46%	52.79%	38.82%	32.09%	28.06%	25.51%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							<b>增长率</b>						
净利润	33	35	38	45	55	66	营业总收入增长率	27.27%	8.62%	5.47%	18.62%	22.05%	23.78%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	EBIT增长率	27.18%	5.92%	9.88%	9.07%	16.48%	22.83%
非现金支出	3	5	7	7	8	10	净利润增长率	25.95%	5.59%	7.96%	17.26%	22.99%	21.22%
非经营收益	-1	-1	-1	-1	-1	-1	总资产增长率	33.65%	25.81%	5.66%	87.51%	13.56%	14.13%
营运资金变动	6	4	-19	0	-5	-4	<b>资产管理能力</b>						
<b>经营活动现金净流</b>	<b>41</b>	<b>43</b>	<b>26</b>	<b>50</b>	<b>57</b>	<b>71</b>	应收账款周转天数	103.5	130.7	142.5	140.0	145.0	142.5
资本开支	14	3	23	38	46	67	存货周转天数	109.3	108.9	149.7	149.7	149.7	149.7
投资	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	86.3	116.6	140.0	128.3	134.2	131.3
其他	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	91.3	157.1	151.5	149.1	158.4	176.2
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-14</b>	<b>-3</b>	<b>-23</b>	<b>-38</b>	<b>-46</b>	<b>-67</b>	<b>偿债能力</b>						
股权筹资	0	0	0	215	0	0	净负债/股东权益	-57.27%	-67.20%	-53.83%	-72.15%	-66.71%	-60.01%
债权筹资	0	0	0	0	0	0	EBIT利息保障倍数	-58.4	-35.8	-45.9	-14.2	-8.8	-10.3
其他	0	0	-25	0	0	0	资产负债率	27.01%	30.01%	29.58%	17.92%	19.43%	20.61%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-25</b>	<b>215</b>	<b>0</b>	<b>0</b>							
<b>现金净流量</b>	<b>27</b>	<b>41</b>	<b>-22</b>	<b>227</b>	<b>11</b>	<b>4</b>							

来源: 齐鲁证券研究所

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。