

## 博济医药 (300404. SZ)

三季度业绩预告符合预期，政策变动期看好公司  
业务升级、战略推进，维持“增持”

评级：**增持** 前次：**增持**

目标价(元)：**80—90**

分析师

孙建 PhD

S0740515080002

021-20315160

sunjian@r.qizq.com.cn

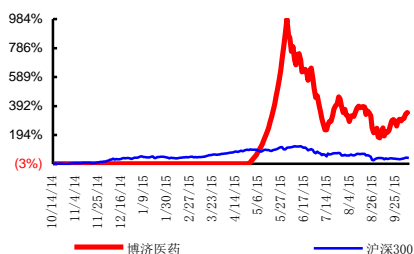
2015年10月14日

中泰医药生物团队

### 基本状况

总股本(百万股)	66.7
流通股本(百万股)	17
市价(元)	80.63
市值(百万元)	5376
流通市值(百万元)	5376

### 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
总股本(百万元)	50.00	50.00	66.67	66.67	66.67

### 投资要点

- **事件：2015.10.14**，公司发布前三季度业绩预告，归属母公司净利润 **1631.5 万元-1957.8 万元**，同比增长 **0-20%**。
- **点评：公司前三季度业绩保持了稳定增长态势，基本符合我们的预期。**自我们 8.25 推荐以来，公司股价累计上涨了 14%，同期申万医药指数上涨 1.7%，我们认为：这显示了在药审政策变革期市场对 CRO 等新的产业、新模式前景的看好。基于对行业前景的判断，我们 7 月份发布 CRO 行业专题《蓝海市场，强者恒强》，对临床前、临床 CRO 进行梳理，同时在市场上首次提出“人才优势+区域拓展+服务链延伸”打造了 CRO 行业竞争力，博济医药作为本土 CRO 的领先企业，在临床试验机构方面拥有扎实的基础，基于上市的契机，公司不断夯实自身人才储备、同时开展跨区域拓展尝试、平台搭建，我们认为 2015 年药审政策的变革给拥有一定先发优势的国内 CRO 带来新的机会，博济医药有望在行业规范化的过程中提升业务订单量、国际多中心业务进一步突破、外延并购向前推进助力业务升级，基于此，维持“增持”评级。
- **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 0.67\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 100-110 倍 PE，公司的估值区间为 80-90 元。维持“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

**图表 1: 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
营业总收入	126	136	144	171	208	258	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	资产总计	233	294	310	582	661	754
% 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%	负债	63	88	92	104	128	155
营业利润	38	41	44	52	64	78	普通股股东权益	170	206	218	478	532	599
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	负债股东权益合计	233	294	310	582	661	754
税前利润	39	41	45	52	65	78	比率分析						
利润率	31.1%	30.4%	31.1%	30.7%	31.0%	30.3%	每股指标						
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
归属于母公司的净利润	33.3	35.2	38.0	44.52	54.75	66.37	回报率						
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%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	14.27%	11.98%	12.24%	7.65%	8.29%	8.80%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	46.46%	52.79%	38.82%	32.09%	28.06%	25.51%
净利润	33	35	38	45	55	66	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	营业总收入增长率	27.27%	8.62%	5.47%	18.62%	22.05%	23.78%
非现金支出	3	5	7	7	8	10	EBIT 增长率	27.18%	5.92%	9.88%	9.07%	16.48%	22.83%
非经营收益	-1	-1	-1	-1	-1	-1	净利润增长率	25.95%	5.59%	7.96%	17.26%	22.99%	21.22%
营运资金变动	6	4	-19	0	-5	-4	总资产增长率	33.65%	25.81%	5.66%	87.51%	13.56%	14.13%
经营活动现金净流	41	43	26	50	57	71	资产管理能力						
资本开支	14	3	23	38	46	67	应收账款周转天数	103.5	130.7	142.5	140.0	145.0	142.5
投资	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	109.3	108.9	149.7	149.7	149.7	149.7
其他	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
投资活动现金净流	-14	-3	-23	-38	-46	-67	固定资产周转天数	91.3	157.1	151.5	149.1	158.4	176.2
股权筹资	0	0	0	215	0	0	偿债能力						
债权筹资	0	0	0	0	0	0	净负债/股东权益	-57.27%	-67.20%	-53.83%	-72.15%	-66.71%	-60.01%
其他	0	0	-25	0	0	0	EBIT 利息保障倍数	-58.4	-35.8	-45.9	-14.2	-8.8	-10.3
筹资活动现金净流	0	0	-25	215	0	0	资产负债率	27.01%	30.01%	29.58%	17.92%	19.43%	20.61%
现金净流量	27	41	-22	227	11	4							

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:**

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。