2016 年 05 月 30 日
证券研究报告•调研报告
博济医药（300404）医药生物

增持 （首次）
当前价：36.14 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

临床核查影响渐消，四季度业绩有望恢复

投资要点

- **事件：**近期，我们与公司董事长及其他高管就公司经营及行业动态行了交流。
- **公司为国内少数可提供一站式服务的 CRO 企业。**公司主要为医药企业提供新药研发的临床前研究、临床试验研究、技术成果转化和相关技术咨询服务，是国内为数不多的医药研发一站式服务企业。2015 年以来公司加大产业布局，陆续成立一致性评价中心与医疗器械中心，同时也开始承接多项国际多中心临床实验，参考国外 CRO 行业巨头的发展路径，公司正向国际优秀 CRO 企业迈进。
- **临床数据核查影响渐消，业绩有望在四季度恢复。**自去年 7.22 临床试验数据核查以来，临床试验机构积极性明显下降，导致公司临床研究试验项目停止或进度放缓，进而影响了公司 2015 年和 2016 年第一季度业绩。我们认为公司业绩有望在四季度明显恢复主要原因有以下三点：1）临床核查已查四批，公司项目主要出现在第一、二批，主要为仿制药的生物等效试验，问题多以血液样品的检测为主，责任在于临床试验机构而不在公司，即后续无利空。2）随着国家政策以及临床数据核查标准的明朗，目前临床试验机构已有恢复迹象，预计下半年逐步恢复，四季度有望明显回暖。3）CFDA 已正式明确参比制剂确定方案及其他一致性评价指导问题，预计 7-8 月国内一致性评价工作将正式展开，公司已建成化药口服固体制剂一致性评价中心，可承担 40-50 项订单，预计四季度开始贡献收入，2017 年预计可贡献近亿元收入。
- **外延步伐有加快迹象，产业整合可能提速。**2015 年 7 月公司与物明创新成立新药产业投资基金，已投资了华先医药，芝恩药业、先通医药以及康久医疗等公司。今年 2 月，公司拟以人民币 7000 万元购买 Humphries、Greenberg 及南京禾沃医药等 3 家公司 100%股权，其中美国 Humphries 主要负责对 FDA 的新药和仿制药申报以及为客户承担在美国开展之临床试验的项目管理,这标志公司开启国际化步伐。我们认为公司外延步伐有加快迹象，未来产业整合有望提速。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.21 元、0.36 元、0.55 元，对应当股价 PE 分别为 175 倍、101 倍和 65 倍。考虑到公司所处 CRO 行业在药品新政下景气度高且公司为一致性评价弹性最大标的，虽然短期估值较贵但公司长期趋势好、空间大，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**募投项目或不达预期的风险、外延并购或不达预期的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	126.63	135.11	219.84	325.93
增长率	-11.99%	6.70%	62.72%	48.26%
归属母公司净利润（百万元）	25.66	27.51	47.75	73.60
增长率	-32.40%	7.19%	73.58%	54.13%
每股收益 EPS（元）	0.19	0.21	0.36	0.55
净资产收益率 ROE	5.93%	5.98%	9.40%	12.66%
PE	188	175	101	65
PB	11.14	10.47	9.49	8.29

数据来源：Wind，西南证券

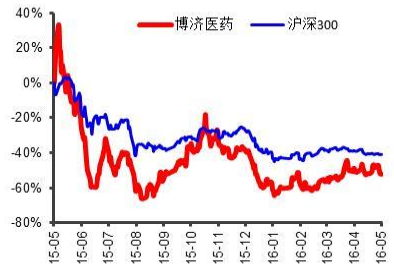
西南证券研究发展中心

分析师：朱国广
执业证号：S1250513070001
电话：021-68413530
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

联系人：陈铁林
电话：023-67909731
邮箱：ctl@swsc.com.cn

联系人：张肖星
电话：021-68415020
邮箱：zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.33
流通 A 股(亿股)	1.33
52 周内股价区间(元)	26.9-200.78
总市值(亿元)	48.19
总资产(亿元)	5.13
每股净资产(元)	3.25

数据来源：聚源数据

相关研究

关键假设：

1、临床研究服务：随着临床核查影响的消除，CRO 行业从 3 季度开始回暖，预计 2016 年同比增速 5%，考虑到一致性评价和公司承接能力，预计 2017-2018 年收入增速达 50%和 40%，毛利率维持在 44%左右；

2、临床前研究服务：随着临床核查影响的消除，预计 2016 年同比收入增速 15%，考虑到一致性评价带来的增量和公司承接能力，预计 2017-2018 年收入增速达 150%和 80%，毛利率维持在 60%左右；

3、技术成果转化服务、临床前自主研发及其他咨询服务：考虑到受化学药新注册分类影响，预计整体 2016-2018 年收入增速分别为 13%、14%、15%，毛利率维持在 73%左右。

表 1：博济医药收入拆分及盈利预测

单位：百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
合计：营业收入	136.41	143.87	126.63	135.11	219.84	325.93
yoy	8.62%	5.47%	-11.99%	6.70%	62.72%	48.26%
合计：营业成本	73.20	72.85	63.83	68.41	110.19	162.07
毛利率	46.34%	49.36%	49.59%	49.37%	49.87%	50.28%
临床研究服务						
收入	87.34	106.39	95.92	100.72	151.07	211.50
yoy	-1.6%	21.8%	-9.8%	5.00%	50.00%	40.00%
成本	51.63	59.82	53.2	56.40	84.60	118.44
毛利率	40.89%	43.77%	44.54%	44.00%	44.00%	44.00%
临床前研究服务						
收入	28.73	22.17	18.84	21.67	54.17	97.50
yoy	48.8%	-22.8%	-15.0%	15.00%	150.00%	80.00%
成本	12.83	10.71	7.73	8.67	21.67	39.00
毛利率	55.34%	51.69%	58.97%	60.00%	60.00%	60.00%
技术成果转化服务						
收入	14.79	4.68	6.04	7.25	8.70	10.44
yoy	46.9%	-68.3%	28.9%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	7.25	1.33	2.07	2.54	3.04	3.65
毛利率	50.98%	71.58%	65.73%	65.00%	65.00%	65.00%
临床前自主研发						
收入	1.6	7.81	2.45	2.45	2.57	2.83
yoy	-74.3%	386.8%	-68.6%	0.00%	5.00%	10.00%
成本	0.06	0.17	0.04	0.05	0.05	0.06
毛利率	96.25%	97.82%	98.37%	98.00%	98.00%	98.00%
其他咨询服务						
收入	2.95	2.23	2.75	3.03	3.33	3.66
yoy	133.7%	-24.4%	23.3%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	1.12	0.64	0.56	0.76	0.83	0.92
毛利率	62.03%	71.30%	79.64%	75.00%	75.00%	75.00%

数据来源：wind、西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	126.63	135.11	219.84	325.93
营业成本	63.83	68.41	110.19	162.07
营业税金及附加	0.68	0.73	1.18	1.75
销售费用	3.21	3.43	5.58	8.27
管理费用	26.58	28.37	45.07	65.19
财务费用	-2.83	-0.49	-0.38	0.39
资产减值损失	8.36	5.00	5.00	5.00
投资收益	0.62	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	27.41	29.65	53.20	83.26
其他非经营损益	2.24	2.45	2.42	2.40
利润总额	29.65	32.10	55.61	85.65
所得税	3.99	4.59	7.87	12.06
净利润	25.66	27.51	47.75	73.60
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	25.66	27.51	47.75	73.60

现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	25.66	27.51	47.75	73.60
折旧与摊销	4.18	7.88	8.27	8.67
财务费用	-2.83	-0.49	-0.38	0.39
资产减值损失	8.36	5.00	5.00	5.00
经营营运资本变动	-179.94	-4.22	-127.37	-158.00
其他	146.50	-5.00	-5.00	-5.00
经营活动现金流净额	1.93	30.68	-71.74	-75.34
资本支出	-31.51	-5.00	-5.00	-5.00
其他	-142.85	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流净额	-174.37	-5.00	-5.00	-5.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	30.51
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	188.54	0.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.72	0.49	0.38	-0.39
筹资活动现金流净额	189.25	0.49	0.38	30.12
现金流量净额	16.81	26.17	-76.36	-50.23

资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	133.01	159.18	82.82	32.59
应收和预付款项	73.33	69.44	115.87	172.75
存货	47.76	51.18	82.44	121.25
其他流动资产	154.83	165.20	268.81	398.54
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	68.81	67.23	65.26	62.89
无形资产和开发支出	25.11	23.84	22.57	21.29
其他非流动资产	17.30	17.27	17.24	17.22
资产总计	520.15	553.33	655.01	826.53
短期借款	0.00	0.00	0.00	30.51
应付和预收款项	79.57	85.12	137.94	203.97
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	7.90	8.02	9.13	10.51
负债合计	87.47	93.14	147.07	244.99
股本	133.34	133.34	133.34	133.34
资本公积	158.67	158.67	158.67	158.67
留存收益	140.67	168.18	215.93	289.53
归属母公司股东权益	432.68	460.19	507.94	581.54
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	432.68	460.19	507.94	581.54
负债和股东权益合计	520.15	553.33	655.01	826.53

财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
销售收入增长率	-11.99%	6.70%	62.72%	48.26%
营业利润增长率	-37.65%	8.17%	79.44%	56.50%
净利润增长率	-32.40%	7.19%	73.58%	54.13%
EBITDA 增长率	-38.39%	28.80%	64.90%	51.13%
获利能力				
毛利率	49.59%	49.37%	49.87%	50.28%
三费率	21.29%	23.18%	22.86%	22.66%
净利率	20.27%	20.36%	21.72%	22.58%
ROE	5.93%	5.98%	9.40%	12.66%
ROA	4.93%	4.97%	7.29%	8.90%
ROIC	10.48%	8.43%	12.46%	14.02%
EBITDA/销售收入	22.71%	27.42%	27.79%	28.32%
营运能力				
总资产周转率	0.30	0.25	0.36	0.44
固定资产周转率	2.01	2.12	3.57	5.50
应收账款周转率	2.09	2.18	2.74	2.60
存货周转率	1.52	1.38	1.65	1.59
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.47%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	16.82%	16.83%	22.45%	29.64%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	12.45%
流动比率	5.03	5.12	3.90	3.04
速动比率	4.44	4.53	3.32	2.53
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
每股指标				
每股收益	0.19	0.21	0.36	0.55
每股净资产	3.24	3.45	3.81	4.36
每股经营现金	0.01	0.23	-0.54	-0.57
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E
EBITDA	28.76	37.04	61.08	92.32
PE	187.77	175.18	100.92	65.48
PB	11.14	10.47	9.49	8.29
PS	38.06	35.67	21.92	14.79
EV/EBITDA	162.34	125.33	77.26	51.99
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）
021-68415309
18621310081
jsf@swsc.com.cn

罗月江
021-68413856
13632421656
lyj@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）
010-57631179
18611796242
zjia@swsc.com.cn

陆铂锡
010-57631175
13520109430
lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）
0755-26675724
18665815531
liuj@swsc.com.cn

张婷
0755-26673231
13530267171
zhangt@swsc.com.cn

任骁
0755-26820395
18682101747
rxiao@swsc.com.cn

罗聪
0755-26892557
15219509150
luoc@swsc.com.cn

赵晨阳（上海办公）
021-68416926
15821921712
zcy@swsc.com.cn