

CRO 业务恢复明显, 2017Q1 新增订单超预期

投资要点

- **事件:** 公司发布年报公告, 2016 年实现收入 0.72 亿元, 同比-43.0%; 归母净利润 0.02 亿元, 同比-91.9%; 扣非后净利润-0.05 亿元, 同比-120.5%; 经营性现金流量净额-0.34 亿元, 同比-1877.7%; 同时公司发布一季报, 2017Q1 收入 0.1 亿元, 同比+21.3%; 归母净利润-0.03 亿元, 同比-1908.5%; 扣非后归母净利润-0.03 亿元, 同比-877.1%; 经营性现金流量净额-0.06 亿元, 同比-52.73%。
- **CRO 业务恢复明显, 2017Q1 新增订单超预期。** 受药物临床实验数据自查核查等行业政策影响, 2016 年公司临床研究实验项目放缓, 影响公司短期业绩。分季度收入看, 公司 2016Q1-Q4、2017Q1 收入同比增速分别为-64.36%、-60.75%、-31.77%、-20.88%、21.28%, 即公司业务从 2016 年三季度开始恢复, 2017 年一季度恢复进度略超预期。分业务看: 1) 受临床实验数据核查影响最大的临床研究服务实现收入仅 0.33 亿元, 同比-65.2%, 毛利率同比下降 15.58pp; 2) 不受影响的临床前研究服务实现收入 0.27 亿元, 同比+43.39%。从期间费用率看, 2016 年整体上升 24.5pp, 主要原因在于研发投入占比加大和临床核查加大导致管理费用率提升了 19.4pp。截止目前公司在执行的合同尚未确认收入的金额达 4.6 亿元, 其中一致性评价订单量约 7500 万元, 仅 2017Q1 公司新增订单量达 1.3 亿元, 同比+400%, 一致性评价新增 5500 万元。订单量超市场预期, 我们认为随着行业的回暖, 公司收入和毛利率均将同步恢复。
- **新政下 CRO 行业需求旺盛, 公司业绩有望从下半年开始爆发。** 从 2015 年开始的系列以质量和创新为导向的药品监管新政策影响下, 全行业加大了对新药研发和存量药品一致性评价工作的投入。从医药行业上市公司披露的年报看, 各大公司均大幅加强了对研发投入, 目前 CRO 行业需求旺盛。我们认为公司业绩有望从下半年开始爆发的主要理由如下: 1) 2015 年 10 月开始 4 倍左右的临床试验批件涌向药企, 公司订单充足, 2017Q1 公司新增非一致性评价订单达 7500 万已达 2016 年公司全年订单量; 2) 目前 CFDA 已披露多批参比制剂目录, 从时间上看 2017 年下半年将有大量项目进入 BE 阶段, 业绩有望爆发; 3) 临床资源瓶颈有望解除, CFDA 已经开始对临床试验机构的新一轮认证与复核, 预计将有大量 BE 基地获批, 同时 BE 试验基地备案制放开预期强烈, 行业产能瓶颈有望解除。我们认为 2017 年下半年公司业绩有望开始爆发。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.40 元、0.89 元和 1.67 元。我们认为 CRO 行业拐点明确, 公司业绩低点已过, 同时仍存国际化预期, 考虑到公司业绩高成长性和小市值溢价, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策放开或执行不到位导致公司业绩或不及预期的风险; 行业监管严厉程度超预期, CRO 行业或公司受行政处罚等或导致公司估值下行的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	72.15	200.71	402.12	669.43
增长率	-43.02%	178.17%	100.35%	66.47%
归属母公司净利润 (百万元)	2.09	53.68	119.00	222.52
增长率	-91.87%	2471.96%	121.69%	86.98%
每股收益 EPS (元)	0.02	0.40	0.89	1.67
净资产收益率 ROE	0.47%	10.81%	19.33%	26.54%
PE	1903	74	33	18
PB	9.24	8.24	6.65	4.88

数据来源: Wind, 西南证券

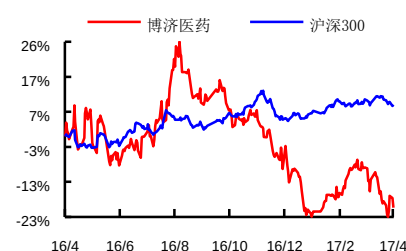
西南证券研究发展中心

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

分析师: 陈铁林
 执业证号: S1250516100001
 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: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.33
流通 A 股(亿股)	0.65
52 周内股价区间(元)	28.8-47.05
总市值(亿元)	39.71
总资产(亿元)	5.16
每股净资产(元)	3.22

相关研究

1. 博济医药 (300404): 营收下滑幅度持续收窄, Q3 业绩成功扭亏 (2016-10-28)
2. 博济医药 (300404): 设立生物样本检测子公司, 分享一致性评价红利 (2016-09-29)
3. 博济医药 (300404): Q2 营收下滑收窄, 新增订单预示行业正在回暖 (2016-08-28)
4. 博济医药 (300404): CRO 行业拐点隐现, 有望带来公司业绩反转 (2016-08-18)

关键假设：

假设 1：临床研究业务：我们预计 2017-2019 年公司 BE 试验业务会带来较大增量，我们预计订单量分别为 40、60 和 80 个，单价 300 万，确认收入比例分别为 50%、80%和 80%，毛利率 45%；

假设 2：临床前研究业务：我们预计 2017-2019 年公司一致性评价带来公司药学业务快速增长，我们预计订单量分别为 20、30 和 50 个，单价 200 万，可确认收入比例分别为 50%、80%和 100%，毛利率 60%；

假设 3：公司管理费用率回落并稳定到 23%，其他两费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司业务分拆及预测

单位：百万元	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计：营业收入	136.41	143.87	126.63	72.15	200.71	402.12	669.43
yoy	8.62%	5.47%	-11.99%	-43.02%	178.17%	100.35%	66.47%
合计：营业成本	73.20	72.85	63.83	37.05	96.85	199.45	332.83
毛利率	46.34%	49.36%	49.59%	48.66%	51.74%	50.40%	50.28%
临床研究服务							
收入	87.34	106.39	95.92	33.42	126.84	277.68	459.36
yoy	-1.6%	21.8%	-9.8%	-65.2%	279.53%	118.92%	65.43%
成本	51.63	59.82	53.2	23.74	69.76	152.72	252.65
毛利率	40.89%	43.77%	44.54%	28.96%	45.00%	45.00%	45.00%
BE 试验增量							
单价(百万元)					3.00	3.00	3.00
订单量					40.00	60.00	80.00
可确认收入比例					50%	80%	80%
收入					60.00	144.00	192.00
yoy							33.33%
成本					33.00	79.20	105.60
毛利率					45.00%	45.00%	45.00%
其他临床研究							
收入	87.34	106.39	95.92	33.42	66.84	133.68	267.36
yoy	-1.6%	21.8%	-9.8%	-65.2%	100.00%	100.00%	100.00%
成本	51.63	59.82	53.2	23.74	36.76	73.52	147.05
毛利率	40.89%	43.77%	44.54%	28.96%	45.00%	45.00%	45.00%
临床前研究服务							
收入	28.73	22.17	18.84	27.02	60.53	108.80	191.19
yoy	48.8%	-22.8%	-15.0%	43.4%	124.02%	79.74%	75.74%
成本	12.83	10.71	7.73	10.84	24.21	43.52	76.48
毛利率	55.34%	51.69%	58.97%	59.88%	60.00%	60.00%	60.00%

单位：百万元	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
药审评价增量							
单价(百万元)					2.00	2.00	2.00
订单量					20.00	30.00	50.00
可确认收入比例					50%	80%	100%
收入					20.00	48.00	100.00
yoy						140.00%	108.33%
成本					8.00	19.20	40.00
毛利率					60.00%	60.00%	60.00%
其他临床前研究服务							
收入	28.73	22.17	18.84	27.02	40.53	60.80	91.19
yoy	48.8%	-22.8%	-15.0%	43.4%	50.00%	50.00%	50.00%
成本	12.83	10.71	7.73	10.84	16.21	24.32	36.48
毛利率	55.34%	51.69%	58.97%	59.88%	60.00%	60.00%	60.00%
技术成果转化服务							
收入	14.79	4.68	6.04	5.66	5.66	5.66	5.66
yoy	46.9%	-68.3%	28.9%	-6.3%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	7.25	1.33	2.07	1.31	1.42	1.42	1.42
毛利率	50.98%	71.58%	65.73%	76.86%	75.00%	75.00%	75.00%
临床前自主研发							
收入	1.6	7.81	2.45	3.3	4.46	6.01	8.12
yoy	-74.3%	386.8%	-68.6%	34.6%	35.00%	35.00%	35.00%
成本	0.06	0.17	0.04	0	0.09	0.12	0.16
毛利率	96.25%	97.82%	98.37%	100.00%	98.00%	98.00%	98.00%
其他咨询服务							
收入	2.95	2.23	2.75	1.72	1.72	1.72	1.72
yoy	133.7%	-24.4%	23.3%	-37.5%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	1.12	0.64	0.56	0.74	0.77	0.77	0.77
毛利率	62.03%	71.30%	79.64%	56.98%	55.00%	55.00%	55.00%
其他业务							
收入		0.59	0.62	1	1.50	2.25	3.38
yoy			3.7%	62.2%	50.00%	50.00%	50.00%
成本		0.19	0.23	0.4	0.60	0.90	1.35
毛利率		67.80%	62.90%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%

数据来源：wind、西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	72.15	200.71	402.12	669.43	净利润	2.02	52.07	115.44	215.86
营业成本	37.05	96.85	199.45	332.83	折旧与摊销	5.02	10.94	13.79	15.45
营业税金及附加	1.10	3.05	6.11	10.18	财务费用	-0.91	5.28	5.04	-1.21
销售费用	4.80	13.35	26.74	44.52	资产减值损失	11.31	10.00	10.00	10.00
管理费用	29.17	46.16	92.49	153.97	经营营运资本变动	62.64	-453.53	437.98	30.54
财务费用	-0.91	5.28	5.04	-1.21	其他	-114.31	-10.00	-10.00	-10.00
资产减值损失	11.31	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	-34.24	-385.24	572.26	260.64
投资收益	3.09	0.00	0.00	0.00	资本支出	-75.81	-5.00	-5.00	-5.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	85.78	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	9.97	-5.00	-5.00	-5.00
营业利润	-7.26	26.01	62.28	119.14	短期借款	0.27	310.45	-310.72	0.00
其他非经营损益	8.18	8.04	8.04	8.07	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	0.92	34.05	70.32	127.21	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-1.10	-18.02	-45.12	-88.65	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	2.02	52.07	115.44	215.86	其他	-4.87	-5.28	-5.04	1.21
少数股东损益	-0.06	-1.61	-3.56	-6.66	筹资活动现金流净额	-4.60	305.17	-315.76	1.21
归属母公司股东净利润	2.09	53.68	119.00	222.52	现金流量净额	-28.87	-85.07	251.50	256.85
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	105.15	20.07	271.57	528.42	成长能力				
应收和预付款项	78.71	140.74	297.25	503.20	销售收入增长率	-43.02%	178.17%	100.35%	66.47%
存货	73.11	58.11	99.73	166.41	营业利润增长率	-126.50%	258.08%	139.45%	91.30%
其他流动资产	63.16	602.12	189.00	180.75	净利润增长率	-92.11%	2471.96%	121.69%	86.98%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-110.99%	1236.16%	92.08%	64.45%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	143.12	139.52	133.06	124.94	毛利率	48.66%	51.74%	50.40%	50.28%
无形资产和开发支出	24.38	22.07	19.75	17.43	三费率	45.81%	32.28%	30.90%	29.47%
其他非流动资产	31.22	31.21	31.19	31.17	净利率	2.81%	25.95%	28.71%	32.25%
资产总计	518.85	1013.82	1041.54	1552.32	ROE	0.47%	10.81%	19.33%	26.54%
短期借款	0.27	310.72	0.00	0.00	ROA	0.39%	5.14%	11.08%	13.91%
应付和预收款项	80.94	210.29	427.96	715.98	ROIC	-6.03%	9.01%	20.16%	61.04%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	-4.38%	21.04%	20.17%	19.93%
其他负债	7.80	10.90	16.22	23.13	营运能力				
负债合计	89.01	531.91	444.18	739.10	总资产周转率	0.14	0.26	0.39	0.52
股本	133.34	133.34	133.34	133.34	固定资产周转率	1.06	2.33	3.78	6.00
资本公积	158.67	158.67	158.67	158.67	应收账款周转率	1.17	2.11	1.98	1.80
留存收益	136.09	189.77	308.77	531.29	存货周转率	0.61	1.48	2.53	2.50
归属母公司股东权益	428.10	481.78	600.79	823.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.20%	—	—	—
少数股东权益	1.74	0.13	-3.43	-10.08	资本结构				
股东权益合计	429.84	481.91	597.36	813.22	资产负债率	17.16%	52.47%	42.65%	47.61%
负债和股东权益合计	518.85	1013.82	1041.54	1552.32	带息债务/总负债	0.30%	58.42%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.85	1.56	1.96	1.88
					速动比率	2.97	1.45	1.73	1.65
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.02	0.40	0.89	1.67
					每股净资产	3.22	3.61	4.48	6.10
					每股经营现金	-0.26	-2.89	4.29	1.95
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	-3.16	42.23	81.11	133.39					
PE	1902.59	73.97	33.37	17.85					
PB	9.24	8.24	6.65	4.88					
PS	55.04	19.78	9.87	5.93					
EV/EBITDA	-1213.39	100.18	45.22	25.57					
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

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn