

分析师: 李琳琳

登记编码: S0730511010010

lill@ccnew.com 021-50586983

三季度临床服务业务继续回暖

——博济医药(300404)季报点评

证券研究报告-季报点评

增持(维持)

市场数据(2020-10-28)

发布日期: 2020年10月28日

收盘价(元)	13.45
一年内最高/最低(元)	23.99/12.03
沪深300指数	4737.27
市净率(倍)	7.21
流通市值(亿元)	20.18

基础数据(2020-9-30)

每股净资产(元)	1.99
每股经营现金流(元)	0.24
毛利率(%)	47.78
净资产收益率-摊薄(%)	4.31
资产负债率(%)	31.06
总股本/流通股(万股)	22661.95/15007.29
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

1 《博济医药(300404)中报点评: 722 影响消退, 布局新药研发 CRO+CDMO 全产业链》
2020-09-24

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

10月28日, 公司发布2020年三季报, 2020年前三季度公司实现营业收入1.77亿元, 同比增长24.5%, 实现归母净利润1946.7万元, 同比增长247.4%, 扣非后归母净利润541.68万元, 同比大幅增长319.79%。基本每股收益0.09元。

投资要点:

- **公司简介。**公司创建于2002年, 2015年在深圳创业板上市, 专业从事CRO服务业务, 临床研究服务是公司主要的收入和利润来源。2020年前三季度, 临床研究服务占公司主营业务收入的47%。另外公司的业务也涵盖临床前自主研发业务, 临床前服务业务、技术成果转化服务以及CDMO业务, 也单独承接研究方案设计, 数据管理, 数据统计分析, 中美双报业务等技术咨询服务。2018年公司获得了GLP实验室认证。
- **三季度业绩环比有所下滑, 但较一季度回升明显。**主要原因是: 二季度公司确认了技术成果转化收入, 由于每项技术成果转化具备技术难度, 该收入来源并不稳定; 而随着疫情的缓解公司的临床服务业务已经有所恢复, 一期项目已经完全恢复, 二期和三期仍略有一些影响。
- **三季报毛利率进一步提升,**主要原因是公司高毛利技术转让业务占比提升的同时, 随着新项目的开展, 临床业务的毛利率有所回升; 从三项费用率看, 公司财务费用率保持稳定, 销售费用率较中报有所提升, 但与上年同期相比有所下滑, 主要来自于公司新项目开展后收入的快速增长; 管理费用率较中报有所提升, 但低于上年同期, 主要原因是公司在三季度发放了全年的奖金, 另外子公司科技园公司业务开展, 折旧分摊至项目, 使得管理费用有所下降; 研发费用率较中报与上年同期均提升, 主要来自于公司研发投入的增加。
- **在手订单充沛。**2020年前三季度新增合同额约为3.2亿元, 同比增长较快; 目前公司在手订单约为10亿元, 服务的创新药和医疗器械项目60多个, 其中, 在NMPA、FDA创新药IND阶段的有40多个, 在临床阶段的有二十余个, 一般来讲, 药物的研发进度越靠后, 其CRO服务的合同金额越大, 以公司去年签署的一个治疗乙肝的慢性肝炎药物的III期临床合同为例, 项目总金额为9800万; 预计公司目前在手的项目进入下一阶段后会给公司带来可观的订单。后期公司将加大市场拓展力度, 以期带来订单持续增长。公司的收入确认方式为拿到伦理批件确定20%收入, 从入组到出组结束, 再确认60%, 最后给总结报告再确认20%, 考虑到一些长期合作伙伴项目的终止, 公司核销了一部分应收账款。
- **CDMO业务进展。**目前公司建成一部份CDMO产能, 尚未盈利。一旦能够顺利运转, 转化收入的速度较快。

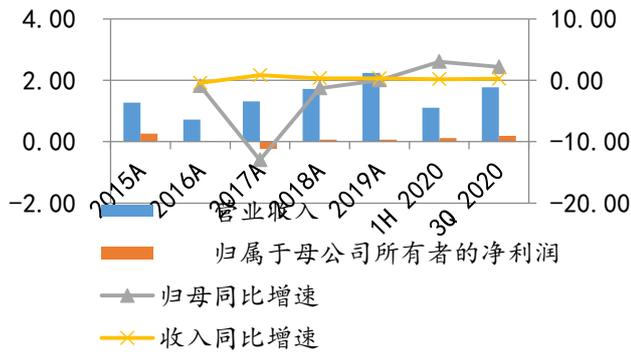
- **加强临床前研究队伍建设和药理毒理建设。**2019年公司引进原药明康德研发专家王建华带队，建设公司创新药研发团队，主要布局肝病和肿瘤领域，目前该团队拥有硕博为主的研发团队20余人，未来公司通过技术转让和股权合作研发等方式，实现营收；此外公司也在加强药理毒理建设，拥有动物房约3000平，未来该业务有望进一步推广。
- **盈利预测与风险提示。**不考虑增发因素，维持盈利预测，2020年每股收益为0.12元，2021年每股收益为0.15元，2022年每股收益为0.17元，对应10月28日收盘价13.45元，动态市盈率分别为112.08倍，89.67倍和79.12倍，维持公司“增持”的投资评级。

风险提示：订单无法持续确认收入，疫情再度爆发

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	172	224	269	511	766
增长比率(%)	31.6	30.2	20.0	90.0	50.0
净利润(百万元)	7	7	27	34	39
增长比率(%)	-130.2	-10.9	308.3	25.4	14.4
每股收益(元)	0.03	0.03	0.12	0.15	0.17
市盈率(倍)	448.33	448.33	112.08	89.67	79.12

资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 公司营业收入、净利润及同比增速 亿元



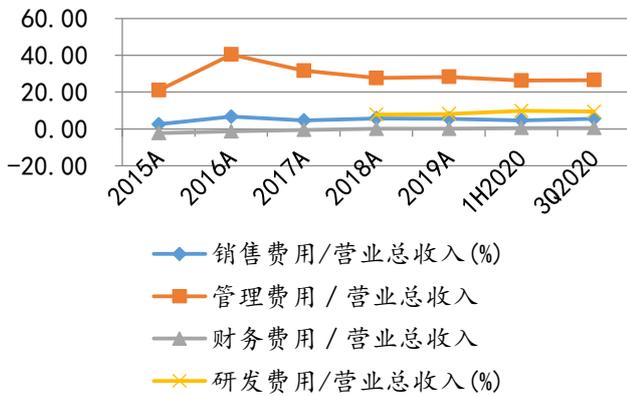
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 2: 销售毛利率 %



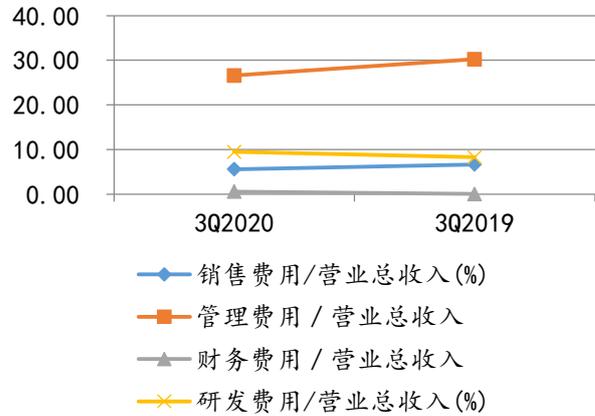
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 3: 公司研发费用率及三项费用率走势



资料来源: wind, 中原证券

图 4: 2020 年前三季度和 2019 年前三季度费用率对比



资料来源: wind, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	282	286	428	833	1087
现金	55	57	155	295	443
应收票据及应收账款	65	81	164	300	396
其他应收款	2	3	3	8	9
预付账款	17	25	26	71	74
存货	84	92	51	130	136
其他流动资产	58	29	29	29	29
非流动资产	324	347	390	696	976
长期投资	6	5	5	6	7
固定资产	198	188	223	461	705
无形资产	24	24	23	22	21
其他非流动资产	97	130	138	208	243
资产总计	606	633	818	1530	2063
流动负债	165	161	312	978	1456
短期借款	8	15	121	557	990
应付票据及应付账款	46	43	56	131	143
其他流动负债	111	103	136	290	322
非流动负债	17	16	16	16	16
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	17	16	16	16	16
负债合计	182	177	328	994	1472
少数股东权益	11	33	41	54	72
股本	134	173	227	227	227
资本公积	169	125	73	73	73
留存收益	119	124	153	192	238
归属母公司股东权益	413	423	449	481	518
负债和股东权益	606	633	818	1530	2063

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	27	0	50	51	71
净利润	11	12	34	47	57
折旧摊销	10	15	12	20	34
财务费用	0	0	5	22	45
投资损失	-4	-2	-3	-3	-3
营运资金变动	0	-34	1	-35	-62
其他经营现金流	10	8	0	0	0
投资活动现金流	-96	-10	-53	-324	-310
资本支出	38	29	43	306	279
长期投资	-12	-13	-0	-1	-1
其他投资现金流	-70	6	-10	-19	-32
筹资活动现金流	-13	11	-5	-23	-47
短期借款	-3	7	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-0	39	53	0	0
资本公积增加	-5	-44	-52	0	0
其他筹资现金流	-4	9	-7	-23	-47
现金净增加额	-82	2	-8	-297	-286

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	172	224	269	511	766
营业成本	94	129	143	271	398
营业税金及附加	2	3	2	5	8
营业费用	10	13	12	26	38
管理费用	34	45	44	87	138
研发费用	13	18	27	51	77
财务费用	0	0	5	22	45
资产减值损失	11	-2	0	0	0
其他收益	3	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	2	3	3	3
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
营业利润	15	12	39	53	65
营业外收入	1	1	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	15	13	39	53	65
所得税	4	0	5	6	8
净利润	11	12	34	47	57
少数股东损益	4	6	7	13	19
归属母公司净利润	7	7	27	34	39
EBITDA	24	27	52	87	134
EPS (元)	0.03	0.03	0.12	0.15	0.17

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	31.6	30.2	20.0	90.0	50.0
营业利润 (%)	142.6	-17.1	215.6	36.1	22.5
归属母公司净利润 (%)	-130.2	-10.9	308.3	25.4	14.4
获利能力					
毛利率 (%)	45.6	42.5	47.0	47.0	48.0
净利率 (%)	6.6	5.5	12.8	9.1	7.5
ROE (%)	2.7	2.7	7.0	8.8	9.7
ROIC	2.4	2.6	6.1	5.6	5.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	30.1	28.0	40.1	65.0	71.4
净负债比率 (%)	-8.1	-6.6	-4.6	51.3	95.0
流动比率	1.7	1.8	1.4	0.9	0.7
速动比率	0.7	0.9	1.0	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	2.8	3.1	2.2	2.2	2.2
应付账款周转率	2.2	2.9	2.9	2.9	2.9
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.03	0.03	0.12	0.15	0.17
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.12	0.00	0.22	0.22	0.32
每股净资产 (最新摊薄)	1.82	1.87	1.98	2.12	2.28
估值比率					
P/E	393.5	441.7	108.2	86.3	75.4
P/B	7.1	6.9	6.5	6.1	5.6
EV/EBITDA	120.7	107.2	56.1	37.3	26.4

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。