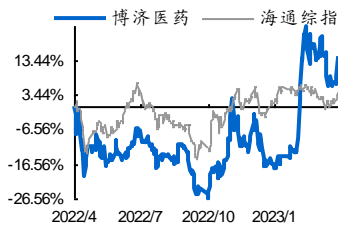


投资评级 优于大市
首次覆盖
股票数据

04月08日收盘价(元)	10.81
52周股价波动(元)	6.76-13.95
总股本/流通A股(百万股)	368/269
总市值/流通市值(百万元)	3982/2913

相关研究
市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.2	32.2	37.4
相对涨幅(%)	-1.7	31.4	33.8

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 余文心

Tel: (0755)82780398

Email: yw9461@haitong.com

证书: S0850513110005

分析师: 周航

Tel: (021)23219671

Email: zh13348@haitong.com

证书: S0850523040001

博济医药: 中药 CRO 优质标的, 短期中药政策催化, 长期受益创新中药发展

投资要点:

- 公司业绩稳定增长, 加大人才引进和项目投入。** 博济医药成立于 2002 年, 2015 年上市。公司提供临床前研究服务、临床研究服务、其他咨询服务以及 CDMO 服务, 同时还进行部分临床前自主研发业务和技术成果转化服务。2016 年以来, 公司营收保持稳定增长, 2021 年营收为 3.24 亿元, 2016-2021 年 CAGR 为 35.1%, 2021 年归母净利润 0.39 亿元, 2016-2021 年 CAGR 为 81.1%。2022 年由于疫情期间仍加大人才引进及自主研发项目投入导致业绩波动, 但长期而言营收能持续发展。
- 拥有丰富临床试验服务经验, 政策带来中药 CRO 发展新契机。** 博济医药具备丰富临床试验服务经验, 截至 2022 年中期, 公司累计为客户提供临床研究服务 1100 多项, 与近 700 家临床试验服务机构开展合作; 提供的临床研究服务助力客户获得新药证书约 70 项, 生产批件 100 余项, 医疗器械注册证 20 余项。2 月 10 日国家药监局发布《中药注册管理专门规定》将极大激发中药新药研发的热情, 催生中药研发的 CRO 服务需求。而博济医药是 A 股上市公司唯一一家能提供中药临床前研究、临床研究和注册申报一体化服务的公司。中药研发一直是公司的特色业务, 服务过的中药项目有 400 多个, 每年开展临床研究项目约 30 个, 临床前研究项目约 30 个。
- 四大业务相互协同, 新药研发全流程“一站式”服务降本增效。** 公司的业务范围已经扩展到新药研发链条上的各个环节, 四大业务的协同效应和全流程服务的优势使得公司可以承做一项新药从临床前开发至申报注册的服务业务, 为客户节约时间成本、研发成本、沟通成本和转换成本。同时, 这也使得公司准确把握行业动态, 提高新药研发的成功率, 满足客户多层次的业务需求, 实现服务提供的连续性、稳定性。公司成立近二十年来, 累计为国内外约 1500 家知名医药、医疗器械企业等提供了服务, 取得了较好的成果。
- 多位前 CDE 专家加入公司, 人才引进助力业务发展。** 2021 年, 公司在职员工从 700 多人增长至约 1000 人, 增长约 38%。近年, 公司还从 CDE 引入三位不同领域的专家: 细胞免疫治疗审评专家万志红、统计学审评专家李新旭、新药审评专家张学辉。公司人员团队研发能力上升, 能切实提高服务能力和服务水平, 有利于业务的发展。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	260	324	410	557	731
(+/-)YoY(%)	16.2%	24.5%	26.3%	36.0%	31.2%
净利润(百万元)	17	39	29	64	87
(+/-)YoY(%)	157.7%	128.9%	-25.5%	121.7%	35.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.05	0.11	0.08	0.17	0.24
毛利率(%)	43.7%	43.2%	37.3%	41.8%	42.3%
净资产收益率(%)	3.8%	4.8%	3.5%	7.1%	8.8%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

- **2022 年新增合同金额约 8.4 亿，中药 CRO 项目储备充足。**截止 2022 年半年度，公司在手未确认收入的订单金额为 14.26 亿元，2022 年底，初步预计为 15-16 亿。当年签订合同约有 20% 的金额会在当年确认收入。2022 年度，公司新增合同金额约 8.4 亿元，较上年同期增长约 53%。目前，公司在研客户委托的中药临床项目约 30 个，临床前项目约 20 余个，自研项目近 10 个，项目储备较充足。未来随着公司各项业务联动协同，资源共享更充分，在手订单不断转化，营收和利润将会持续增长。
- **投资建议：**我们预测公司 2022-2024 年收入分别为 4.10、5.57、7.31 亿元，同比增长分别为 26.3%、36.0%、31.2%，2022-2024 年净利润分别为 0.29、0.64、0.87 亿元，同比分别为-25.5%、121.7%、35.4%，EPS 分别为 0.08、0.17、0.24 元，考虑到公司作为中药 CRO 龙头企业之一，我们给予其 2023 年 75-90 倍 PE（对应 PEG 2023E 0.62-0.74），对应公司合理价值区间 48.2-57.8 亿元，对应每股合理价值区间 13.08-15.69 元，首次覆盖，给予优于大市评级。
- **风险提示：**《中药注册专门管理规定》落地不及预期、中药企业创新药研发投入不达预期、市场竞争加剧、人员扩张不达预期。
- **可比公司估值：**公司有丰富的经验和技术人员团队，能够与国内头部的医药研发公司进行竞争，尤其在肝病、消化和肿瘤病的研究领域；在临床前业务中，公司的药物安全性评价中心（GLP）能够进行更多类型的临床前试验；在药物发现领域，公司全资子公司深圳博瑞也研究获得储备了一些很有前景的化合物。公司这两年也一直在加强各板块业务的能力，引进了很多高端的人才，订单方面也有较好的增长。公司已合作 700 多家临床试验机构，包括中医院和其他综合性医院。目前国内已备案的中医药临床研究机构有 100 余家，公司合作的接近 50%，都已建立长期合作的密切关系。中药临床研究的大项目通常采取竞标形式，参投标一般有 5-10 家 CRO 公司参与，根据公司统计，公司参与竞标的中药项目中，中标率约为 30%。

表 1 可比公司估值表

可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）				PEG 2023
		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
泰格医药	101.82	3.29	2.30	3.29	4.07	30.91	44.27	30.93	25.04	0.72
普蕊斯	61.42	0.95	0.87	1.59	2.47	64.83	70.66	38.61	24.91	0.47
诺思格	117.00	1.65	1.94	2.39	3.11	70.74	60.41	49.06	37.58	2.12
平均						55.49	58.45	39.53	29.18	1.10

资料来源：Wind，海通证券研究所，估值日期 2023 年 4 月 7 日，盈利预测为 Wind 一致预测

盈利预测与假设：

我们预测公司 2022-2024 年收入分别为 4.10、5.57、7.31 亿元，同比增长分别为 26.3%、36.0%、31.2%。公司 2022 年新增订单金额 8.4 亿元，同比增长 53%，2023 年新增订单预计保持高增速，2023 年净利润率预计达到 10% 以上。其中：

- (1) **临床研究服务：**近年来，得益于国家鼓励生物医药的发展和医药医疗体制的改革，制药企业的行业格局和需求的迅速变化，推动了 CRO 行业的快速增长。根据 Frost & Sullivan 的数据预测，中国 CRO 市场规模将从 2019 年的 68 亿美元上升至 2024 年的 222 亿美元，年复合增长率约 26.5%。截止 22H1，公司临床研究服务在研项目顺利推进，开展了 80 余项药物临床研究服务和近 50 项医疗器械临床研究服务，为客户获得生产批件 4 项、医疗器械证 2 项。公司 2022 年新增订单金额 8.4 亿元，同比增长 53%，预计 2023 年的新增订单保持相同增速，营业收入在 2022 年的基础上增长 30% 以上，净利润率达到 10% 以上。我们预计 2022-2024 年营收分别为 2.36、3.42、4.72 亿元，同比增长 18%、45%、38%，毛利率分别为 26.00%、32.00%、34.00%。
- (2) **临床前研究服务：**公司子公司深圳博瑞在“创新药发现筛选和药学服务”的服务板块中增加并完成搭建“小分子定制合成平台”，已承接多家公司的的小分子定制业务；同时运用细胞生物学技术，建立了体外疾病细胞模型和细胞提取/培养/扩增、细胞因子检测等方法，具备承接细胞学检测服务能力包括细胞治疗产品的质量控制和检验检测等；继续完善药物筛选平台和初步搭建分子生物学平台包括质粒定制、病毒包装等，逐步拓展化合物筛选规模和增加分子生物学、细胞生物学等研究领域业务。公司的化药研究中心在固体常释制剂及缓释制剂技术基础上，完成了滴眼液制剂平台和吸入制剂平台建设并投入服务，同时复杂注射剂平台包括纳米晶、脂质体制剂技术平台也在持续建设中。公司化药研究中心已完全具备从原料药合成至制剂及质量研究的一条龙药学服务能力。公司 2022 年新增订单金额 8.4 亿元，同比增长 53%，预计 2023 年的新增订单保持相同增速，营业收入在 2022 年的基

础上增长 30%以上, 净利润率达到 10%以上。我们预计 2022-2024 年营收分别为 0.79、0.99、1.19 亿元, 同比增长 20%、25%、20%, 毛利率分别为 38.00%、45.00%、45.00%。

- (3) 临床前自主研发: 公司持续加强技术研发能力建设。2021 年, 公司自主研发的化药 2 类改良型新药“一种氟康唑滴耳液及其制备方法”、子公司新药有限自主研发的中药 1 类创新药“碎米荠及其提取物在制备预防或治疗心律失常药物中的应用”获得发明专利证书。子公司科技园公司自主研发的“酒石酸美托洛尔片”收到国家药品监督管理局核准签发的《药品注册证书》并成功对外转让, 此外, 还对自主研发项目“硝石甘胆颗粒”临床批件进行转让。公司 2022 年新增订单金额 8.4 亿元, 同比增长 53%, 预计 2023 年的新增订单保持相同增速, 营业收入在 2022 年的基础上增长 30%以上, 净利润率达到 10%以上。我们预计 2022-2024 年营收分别为 0.14、0.17、0.21 亿元, 同比增长 20%、20%、20%, 毛利率分别为 85.00%、92.00%、92.00%。
- (4) 技术成果转化服务: 公司持续加强技术研发能力建设。2021 年, 公司自主研发的化药 2 类改良型新药“一种氟康唑滴耳液及其制备方法”、子公司新药有限自主研发的中药 1 类创新药“碎米荠及其提取物在制备预防或治疗心律失常药物中的应用”获得发明专利证书。子公司科技园公司自主研发的“酒石酸美托洛尔片”收到国家药品监督管理局核准签发的《药品注册证书》并成功对外转让, 此外, 还对自主研发项目“硝石甘胆颗粒”临床批件进行转让。公司 2022 年新增订单金额 8.4 亿元, 同比增长 53%, 预计 2023 年的新增订单保持相同增速, 营业收入在 2022 年的基础上增长 30%以上, 净利润率达到 10%以上。我们预计 2022-2024 年营收分别为 0.26、0.32、0.38 亿元, 同比增长 20%、20%、20%, 毛利率分别为 60.00%、60.00%、60.00%。
- (5) 其他咨询服务: 22H1, 公司新增其他咨询服务合同额 0.38 亿元, 同比增长 81.13%。公司为客户提供国内外新药临床试验申请 (IND) 服务 50 余项, 为客户获得境内外 IND 许可 11 项, 公司中美双报业务保持稳步增长; 此外, 公司还承接了多个临床业务相关的数据管理、统计分析、项目稽查等服务项目。公司 2022 年新增订单金额 8.4 亿元, 同比增长 53%, 预计 2023 年的新增订单保持相同增速, 营业收入在 2022 年的基础上增长 30%以上, 净利润率达到 10%以上。我们预计 2022-2024 年营收分别为 0.44、0.57、0.72 亿元, 同比增长 20%、30%、25%, 毛利率分别为 60.00%、65.00%、65.00%。
- (6) 其他业务: 我们预计 2022-2024 年营收分别为 0.1、0.1、0.1 亿元, 同比增长 0%、0%、0%, 毛利率分别为 70.00%、70.00%、70.00%。

表 2 博济医药收入预测 (百万元)

单位: 百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	224.06	260.47	324.21	409.56	556.90	730.80
yoy	30.24%	16.25%	24.47%	26.33%	35.98%	31.23%
综合毛利率	42.52%	43.69%	43.22%	37.27%	41.81%	42.30%
一、临床研究服务收入	157.27	137.02	199.90	235.88	342.03	472.00
yoy	49%	-13%	46%	18%	45%	38%
毛利率	37.11%	32.86%	33.58%	26.00%	32.00%	34.00%
二、临床前研究服务收入	37.34	55.25	66.06	79.27	99.09	118.91
yoy	11%	48%	20%	20%	25%	20%
毛利率	43.32%	43.39%	44.40%	38.00%	45.00%	45.00%
三、临床前自主研发收入			12.00	14.40	17.28	20.74
yoy				20%	20%	20%
毛利率			95.00%	85.00%	92.00%	92.00%
四、技术成果转化服务收入	0.94	26.42		26.42	31.70	38.04
yoy	-48%	2711%			20%	20%
毛利率	60.00%	70.58%		60.00%	60.00%	60.00%
五、其他咨询服务收入	27.67	38.46	36.70	44.04	57.25	71.57
yoy	24%	39%	-5%	20%	30%	25%
毛利率	72.03%	62.69%	69.28%	60.00%	65.00%	65.00%
六、其他业务收入	0.84	3.32	9.55	9.55	9.55	9.55
yoy	12%	295%	188%	0%	0%	0%
其他业务毛利率	29.00%	61.85%	71.63%	70.00%	70.00%	70.00%

资料来源: wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业收入	324	410	557	731
每股收益	0.11	0.08	0.17	0.24	营业成本	184	257	324	422
每股净资产	3.11	2.28	2.45	2.69	毛利率%	43.2%	37.3%	41.8%	42.3%
每股经营现金流	0.12	0.18	0.17	0.31	营业税金及附加	3	5	6	8
每股股利	0.02	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.0%	1.2%	1.1%	1.1%
价值评估 (倍)					营业费用	20	24	36	45
P/E	102.42	137.45	62.00	45.80	营业费用率%	6.2%	5.8%	6.4%	6.2%
P/B	3.47	4.74	4.41	4.02	管理费用	51	75	95	126
P/S	8.72	9.72	7.15	5.45	管理费用率%	15.8%	18.2%	17.1%	17.2%
EV/EBITDA	48.63	71.36	38.14	28.75	EBIT	48	27	68	94
股息率%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	0	-5	-5	-6
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.1%	-1.2%	-1.0%	-0.8%
毛利率	43.2%	37.3%	41.8%	42.3%	资产减值损失	-5	0	0	0
净利润率	12.0%	7.1%	11.5%	11.9%	投资收益	2	4	5	6
净资产收益率	4.8%	3.5%	7.1%	8.8%	营业利润	47	36	79	106
资产回报率	3.4%	2.3%	4.5%	5.2%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	5.0%	2.7%	6.3%	7.9%	利润总额	47	36	79	106
盈利增长 (%)					EBITDA	67	50	94	121
营业收入增长率	24.5%	26.3%	36.0%	31.2%	所得税	4	4	7	10
EBIT 增长率	58.0%	-43.3%	152.4%	38.0%	有效所得税率%	7.6%	10.0%	9.3%	9.2%
净利润增长率	128.9%	-25.5%	121.7%	35.4%	少数股东损益	5	3	7	10
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	39	29	64	87
资产负债率	25.6%	31.8%	33.5%	38.0%					
流动比率	2.58	2.15	2.10	1.94	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	1.78	1.42	1.31	1.18	货币资金	385	416	445	525
现金比率	1.42	1.07	0.98	0.85	应收账款及应收票据	72	109	124	180
经营效率指标					存货	148	187	234	315
应收账款周转天数	63.47	78.66	74.39	73.99	其它流动资产	95	121	154	182
存货周转天数	236.17	234.64	233.83	234.49	流动资产合计	700	833	957	1202
总资产周转率	0.34	0.34	0.41	0.47	长期股权投资	1	1	1	1
固定资产周转率	1.66	1.94	2.54	3.23	固定资产	208	215	223	230
					在建工程	11	7	5	4
					无形资产	22	22	21	20
					非流动资产合计	438	451	466	480
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	1138	1284	1423	1682
净利润	39	29	64	87	短期借款	25	27	29	30
少数股东损益	5	3	7	10	应付票据及应付账款	56	103	94	161
非现金支出	30	23	25	27	预收账款	0	25	17	26
非经营收益	-3	-3	-4	-5	其它流动负债	190	232	315	401
营运资金变动	-40	13	-29	-3	流动负债合计	271	388	455	618
经营活动现金流	30	66	64	116	长期借款	0	0	0	0
资产	-54	-26	-30	-33	其它长期负债	21	21	21	21
投资	-34	-10	-10	-8	非流动负债合计	21	21	21	21
其他	-5	4	5	6	负债总计	292	409	476	639
投资活动现金流	-94	-32	-35	-35	实收资本	261	368	368	368
债权募资	-7	2	2	0	归属于母公司所有者权益	814	839	904	991
股权募资	363	2	0	0	少数股东权益	32	36	43	52
其他	-54	-6	-1	-1	负债和所有者权益合计	1138	1284	1423	1682
融资活动现金流	302	-2	1	0					
现金净流量	238	32	29	80					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 07 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业
周航 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 华润三九,人福医药,凯莱英,纳微科技,药康生物,片仔癀,华兰生物,沃森生物,同仁堂,微芯生物,万泰生物,康泰生物,康龙化成,迈瑞医疗,贝达药业,百普赛斯,海泰新光,诺唯赞,惠泰医疗,诺禾致源,普瑞眼科,以岭药业,博腾股份,鱼跃医疗,科伦药业,泰格医药,东阿阿胶,万孚生物,康华生物,智飞生物

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。