

美迪西(688202)

报告日期: 2023年04月27日

订单高速增长，海外现成效

——2022年报及23Q1点评报告

投资要点

□ 在2022年疫情的反复扰动下，美迪西仍然贡献了收入同比增长42.12%，新签订单34.58亿的优异成绩。我们认为这有公司沉着冷静应对疫情变化的贡献，一体化商业模式战略的成功，也有持续努力、初现成效的海外市场的支撑。2023年公司GLP产能翻倍、定增在即，疫情影响消除，海外有望持续发力，我们看好公司在订单与产能共振下2023-2025年业绩的持续兑现，一体化能力的不断完善。

□ 财务表现：收入、盈利能力受疫情影响略低，23Q1正在逐渐恢复

2022：公司实现收入16.59亿，YOY 42.12%，归母净利润3.38亿，YOY 19.85%，毛利率40.79%，净利率20.39%。

22Q4：公司实现收入4.18亿，YOY 9.89%，归母净利润6015万，YOY -40.61%，毛利率31.17%，净利率14.37%。

23Q1：公司实现收入4.51亿，YOY 26.80%，归母净利润1.02亿，YOY 31.58%，毛利率43.54%，同比提升1.48pct，净利率22.50%，同比提升0.82pct。

我们认为22Q4及23Q1受到疫情政策调整及行业景气等因素影响收入及利润增速略低。考虑到疫情影响的逐渐消除及公司部分订单的延后交付，我们认为公司有望从23Q2加速增长。

□ 成长能力：订单持续高增，海外拓展初现成效

2022年分板块看，

药物发现与药学研究：实现收入7.35亿，YOY 19.95%，新签订单12.91亿元，同比增长23.71%。板块拥有研发人员1798人，YOY 29.07%。

临床前研究：实现收入9.23亿，YOY 66.86%，新签订单21.67亿元，同比增长53.83%，板块研发人员共1092人，YOY 50.83%。

我们发现受实验执行周期等影响，药物发现与药学研究板块受到疫情的扰动更为明显；人效下降，2023年降本增效或成为公司重要的发展方向，我们推测或减缓人员增长的速度。临床前板块仍是公司收入增长的主要动力板块，新签订单高增长，或有效支撑公司2023-2024年收入增长。

2022年分地区来看，国内实现收入12.61亿，YOY 38.88%，海外实现收入3.98亿，YOY 53.90%。2022年公司海外收入占比提升近2pct，海外拓展初现成效。

2023年随着疫情政策的放开，海外拓展已经成为公司经营计划的重要部分。公司将在持续加强药物发现板块国际研发服务部的服务能力，进一步扩大国际研发服务部的团队规模，并通过自建或并购方式建立海外实验室，持续推动海外份额的增加。

□ 盈利能力：23Q1已经恢复，新产能进入兑现年

公司2022年毛利率同比下滑4.55pct，其中药物发现与药学研究板块毛利率32.95%，YOY -9.24pct；临床前研究板块毛利率47.03%，YOY -1.74pct，均受到了疫情不同程度的影响。参考23Q1公司43.54%的毛利率，我们认为公司业务已经逐渐恢复常态且有望随着海外收入占比提升，逐渐带动公司毛利率的增强。

从费用角度来看，公司2022年由于新产能、技术平台的快速搭建，研发人员的快速扩张及股权激励费用的上涨，研发费用率及管理费用率分别上涨0.75pct及1.29pct。从23Q1来看，公司三费绝对值环比基本保持不变，我们认为公司2023年人员招聘节奏或逐渐放缓，三费费用率有望收窄。净利率有望恢复到约24%的水平。

□ 现金流量表：应收持续高增，现金流净流出收窄

公司经营活动现金流2022年为-2133万，2023年Q1为-1744万，相较于2022Q1的-5097万净流出收窄。公司现金流主要受到应收账款高增长的影响。2023Q1公司应收账款6.73亿，单季度再增1.6亿。我们推测在行业景气减弱的背景下公司

投资评级：增持(维持)

分析师：孙建

执业证书号：S1230520080006

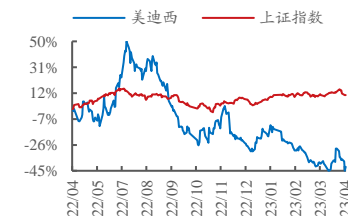
02180105933

sunjian@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥157.12
总市值(百万元)	13,672.06
总股本(百万股)	87.02

股票走势图



相关报告

- 《高增速修复，高盈利持续——美迪西2022Q3点评》 2022.11.01
- 《产能建设加速，高订单持续——2022中报点评报告》 2022.08.23
- 《【浙商医药】美迪西2021年报点评：订单足，产能放，高增长可期》 2022.04.07

正在持续通过调整应收账款账期的方式锁定订单。2022年持续高增长的存货在2023Q1的增长随着上游动物原材料供应的逐渐稳定明显放缓，一季度环比持平。我们认为，改善应收账款管理或成为公司今年对现金流管理的重要任务。

□ 定增在即，产能、订单共振，支撑公司中长期快速发展

年报中披露2023年2月7日，公司定增已经得到证监会批准，拟募资21.6亿元，扩建药物发现和药学研究实验室及新建北上海产业基地。公司2023年4月，已通过NMPA的GLP资质定期复查，且新增GLP实验室面积1.8万平方米，为公司后续订单的高质量交付提供保障。

□ 盈利预测与估值

考虑到投融资景气度不及预期，我们下调2023-2024年盈利预测。我们预测公司2023-2025年归母净利润分别为5.35亿、7.51亿及10.23亿，EPS分别为6.14、8.63及11.76元。对应2023年4月26日收盘价2023年PE约为26倍。参考可比公司估值及行业地位，维持“增持”评级。

□ 风险提示

新增固定资产折旧、股权激励、汇兑对表观业绩影响的波动性；新业务的盈利周期的波动性；创新药投融资景气度下滑。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1659	2304	3158	4248
(+/-) (%)	42.12%	38.91%	37.02%	34.54%
归母净利润	338	535	751	1023
(+/-) (%)	19.85%	58.05%	40.40%	36.28%
每股收益(元)	3.89	6.14	8.63	11.76
P/E	40	26	18	13

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1073	1735	2087	3162
现金	197	461	944	1702
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	514	843	769	820
其它应收款	3	9	13	17
预付账款	73	91	114	140
存货	171	300	216	452
其他	115	32	32	32
非流动资产	1257	1519	1603	1793
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10
固定资产	577	627	643	637
无形资产	294	382	425	487
在建工程	140	220	250	260
其他	235	280	274	398
资产总计	2330	3254	3690	4955
流动负债	617	1021	714	919
短期借款	229	571	102	136
应付款项	218	233	316	421
预收账款	86	59	122	137
其他	84	158	174	225
非流动负债	110	86	68	95
长期借款	0	0	0	0
其他	110	86	68	95
负债合计	727	1107	782	1014
少数股东权益	0	9	20	30
归属母公司股东权益	1603	2137	2888	3911
负债和股东权益	2330	3254	3690	4955

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(21)	215	1113	854
净利润	338	544	762	1033
折旧摊销	87	59	63	66
财务费用	(9)	17	9	(2)
投资损失	(2)	(1)	(1)	(2)
营运资金变动	(400)	(222)	201	78
其它	(34)	(182)	79	(321)
投资活动现金流	(312)	(275)	(152)	(131)
资本支出	(207)	(160)	(80)	(40)
长期投资	(10)	0	0	0
其他	(95)	(115)	(72)	(91)
筹资活动现金流	109	324	(478)	36
短期借款	229	342	(469)	34
长期借款	0	0	0	0
其他	(120)	(17)	(9)	2
现金净增加额	(224)	264	483	759

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1659	2304	3158	4248
营业成本	982	1295	1754	2338
营业税金及附加	2	3	4	6
营业费用	57	76	107	157
管理费用	148	168	231	327
研发费用	123	145	205	297
财务费用	(9)	17	9	2
资产减值损失	23	10	10	10
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	2	1	1	2
其他经营收益	36	15	20	40
营业利润	371	606	858	1156
营业外收支	(2)	(2)	(2)	(2)
利润总额	368	604	856	1154
所得税	30	60	94	121
净利润	338	544	762	1033
少数股东损益	0	9	20	30
归属母公司净利润	338	535	751	1023
EBITDA	461	672	919	1199
EPS (最新摊薄)	3.89	6.14	8.63	11.76

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	42.12%	38.91%	37.02%	34.54%
营业利润	14.30%	63.40%	41.68%	34.77%
归属母公司净利润	19.85%	58.05%	40.40%	36.28%
获利能力				
毛利率	40.79%	43.81%	44.45%	44.97%
净利率	20.39%	23.59%	24.12%	24.32%
ROE	23.09%	17.93%	19.31%	20.17%
ROIC	18.27%	20.05%	25.29%	24.77%
偿债能力				
资产负债率	31.20%	34.03%	21.20%	20.46%
净负债比率	2.24%	2.78%	2.04%	1.56%
流动比率	1.74	1.70	2.92	3.44
速动比率	1.46	1.41	2.62	2.95
营运能力				
总资产周转率	80.47%	82.55%	90.95%	98.28%
应收账款周转率	4.57	3.37	3.85	5.18
应付账款周转率	5.81	5.74	6.39	6.35
每股指标(元)				
每股收益	3.89	6.14	8.63	11.76
每股经营现金	(0.25)	2.47	12.79	9.81
每股净资产	18.42	24.56	33.19	44.94
估值比率				
P/E	40	26	18	13
P/B	9	6	5	3
EV/EBITDA	30	21	14	10

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>