

毕得医药(688073)

报告日期: 2023年04月20日

延续高运营效率, 切入血清新领域

——毕得医药 2022 年报 & 2023 一季报点评报告

投资要点

业绩表现: 规模效应下利润增速高于收入

2022年: 收入 8.34 亿元, YOY+37.55%; 归母净利润 1.46 亿元, YOY+49.60%; 扣非归母净利润 1.37 亿元, YOY+52.41%。

2023Q1: 收入 2.52 亿元, YOY+42.58%; 归母净利润 0.37 亿元, YOY+45.22%; 扣非归母净利润 0.39 亿元, YOY+54.64%。

核心观点一: 存货周转效率持续优化, 业绩高增背后密码是公司管理能力

公司 2021-2022 年存货分别为 4.77 亿元 (YOY+117.76%)、5.22 亿元 (YOY+9.51%), 2023Q1 存货增至 5.75 亿元(单季度环比增长约 10%); 在 2021 年存货大幅度增长的背景下, 2021 年公司存货周转率为 0.88 (YOY-0.14), 2022 年则回升至 0.93 (+0.05), 扩品激进而周转率稳定的表现在可比公司中较为突出。我们持续强调此前在毕得医药首次覆盖报告《【浙商医药: 毕得医药: 规模效率凸显的分子砌块领先者】》中提出的观点, 存货周转效率提升反映公司极强的管理能力与客户丰富度优势, 这种能力和优势是支撑公司业绩持续高增的关键。我们从以下 3 个方面解码公司管理能力:

- ① **管理“实验室”的效率。**2022 年公司总 SKU 数量达到 95000 种 (YOY+17%), 其中分子砌块约 8.6 万种、科学试剂约 0.9 万种。2019-2022 年, 公司 SKU 复合增速为 25%。2022 年公司资产减值损失占存货比例为 1.4% (YOY-0.5pct), 高速扩品的同时效率在持续优化。我们认为, 在轻资产模式下, 公司的有效扩品不仅依赖于自身研发团队的技术能力, 也依赖与上游供应商的外协合作成熟度与议价权。我们发现, 公司虽然以公斤级以下的小批量产品销售为主, 但在产品的销售总量级上与以砌块量级放大为主的药石科技类同, 反映公司较强外协合作成熟度。同时, 公司应付账款周转率高于可比公司水平中, 体现其对上游供应商较强的议价能力。
- ② **管理“人”的效率。**从收入端来看, 公司人效逐年提升, 而公司人均创收水平逐年高速增长, 2022 年达到 135 万元 (YOY+18.44%), 相较 2018 年时人均创收 58 万的水平已增长 133%, 公司近年人效的提升幅度在可比公司中较为突出。从管理费用方面来看, 公司管理费用率持续降低且明显低于可比公司水平, 我们认为这与公司轻资产模式下人员管理相对更为高效有关。
- ③ **管理下游客户的效率。**我们发现, 公司的应收账款周转率略低于可比公司水平但表现更稳定, 同时公司的信用资产减值损失占应收账款比例持续下降且处于可比平均公司水平。我们认为这反映公司一直奉行较开放且健康的信用政策, 以保持有效客户的粘性并促进合作, 与公司促进规模快速扩张的战略相匹配。另一方面, 公司无论海外还是国内客户都以效率更高的直销方式为主。已建成的美国区域中心以及 2023 年将建成完善的印度和德国区域中心将助力海外实现本地化的高效合作。2022 年公司海外收入占比达到 48.64% (YOY+2.54pct), 我们判断公司 2023 年海外拓展仍将进一步加速。

核心观点二: 基于丰富客户资源拓展特色产品线, 加速新市场、新区域的拓展

基于公司的丰富的客户资源和渠道优势, 公司持续延伸布局特色产品线。2022 年公司专注于打造含硼含氟砌块特色产品线, 2022 年公司研发人员达到 168 人 (YOY+85%), 支撑公司自主研发含硼含氟特色产品线的持续拓展。2023 年, 公司明确以血清产品首次切入生命科学领域, 致力于打造细胞培养类产品的一站式供应商。2022 年公司全球合作客户数量超过 8500 家, 基于下游丰富需求以及渠道优势, 我们看好公司在新产品、新领域的持续拓展在其收入端的快速体现。

投资评级: 增持(维持)

分析师: 孙建

执业证书号: S1230520080006

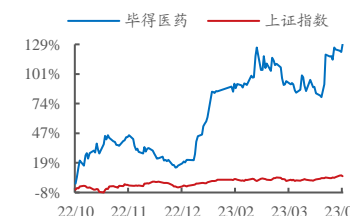
02180105933

sunjian@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 154.29
总市值(百万元)	10,015.95
总股本(百万股)	64.92

股票走势图



相关报告

- 1 《规模效率凸显的分子砌块领先者》2023.03.08

□ 盈利能力分析: 毛利率阶段性下滑, 规模效应下净利率创新高

2022 年公司毛利率为 44.38% (YOY-5.08pct), 拆分来看, 公司 2022 年境内毛利率下降 10.39pct, 而境外毛利率上升 0.26pct。我们预计毛利率变化主要和公司产品量级结构变化以及收入规模扩张战略下国内市场毛利率阶段性变化有关。2023Q1 公司毛利率为 43.58%, 环比已回升 0.35pct, 我们预计 2023 年国内市场竞争格局企稳或带动公司整体毛利率保持在 44%-45% 左右。另一方面, 2022 年公司归母净利率创新高, 达到 17.51% (YOY+1.41%), 主要受到规模效应下销售费用率与管理费用率的持续优化 (同比共减少 3.74pct), 以及利息收入带动财务费用率变化 (YOY-2.97pct) 的影响。2023 年 Q1 公司销售费用率 (10.27%) 与管理费用率 (8.41%) 环比仍在进一步优化, 我们认为公司规模效应对净利率的改善仍将持续体现。

□ 经营质量分析: 现金流优化, 扩品节奏持续

2022 年公司经营性现金流净额约为 2987 万, 同比大幅改善 (去年同期为-6488 万); 2023 年 Q1 公司经营性净现金流约为-2146 万, 同比延续改善趋势 (去年同期为-6506 万)。我们认为, 公司 2023Q1 单季度经营性现金流仍未转正主要由于存货规模持续扩张以及季度回款与采购物料节奏波动导致 (2023Q1 存货为 5.75 亿元, 环比增加 0.43 亿元)。随着公司存货周转效率的持续提升, 我们看好公司经营性净现金流的持续优化。

□ 盈利预测与估值

我们认为, 公司是具备国际竞争力的产品型分子砌块公司, 存货周转效率提升叠加产品结构改善有望驱动公司业绩持续高增长。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 11.55、15.55、20.90 亿元, 同比增长 38.53%、34.66%、34.35%; 实现归母净利润 1.97、2.67、3.63 亿元, 同比增长 35.14%、35.29%、35.92%, 对应 EPS 为 3.04、4.11、5.59 元, 2013 年 4 月 19 日收盘价对应 2023 年 PE 为 51 倍。基于毕得医药的行业领先地位以及其在全球市场、生命科学领域拓展的弹性, 给予一定估值溢价, 维持“增持”评级。

□ 风险提示

汇率波动风险; 市场竞争格局加剧风险; 研发进展不及预期风险; 全球新药研发景气度波动风险

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	834	1155	1555	2090
(+/-) (%)	37.55%	38.53%	34.66%	34.35%
归母净利润	146	197	267	363
(+/-) (%)	49.60%	35.14%	35.29%	35.92%
每股收益(元)	2.25	3.04	4.11	5.59
P/E	68.62	50.77	37.53	27.61

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	2245	3796	4134	4598
现金	1506	2829	2908	3000
交易性金融资产	4	0	0	0
应收账款	177	227	286	370
其它应收款	17	28	35	47
预付账款	7	9	11	16
存货	522	692	882	1153
其他	12	12	12	12
非流动资产	115	125	140	157
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	39	51	66	79
无形资产	0	0	0	0
在建工程	5	5	6	7
其他	70	68	68	70
资产总计	2359	3921	4274	4754
流动负债	249	306	392	509
短期借款	10	10	10	10
应付款项	167	230	307	411
预收账款	0	0	0	0
其他	72	67	76	89
非流动负债	34	32	32	33
长期借款	0	0	0	0
其他	34	32	32	33
负债合计	283	339	425	542
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2076	3582	3849	4212
负债和股东权益	2359	3921	4274	4754

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	834	1155	1555	2090
营业成本	464	637	850	1139
营业税金及附加	4	6	7	10
营业费用	93	121	163	215
管理费用	72	99	129	171
研发费用	46	69	101	125
财务费用	(18)	(18)	(25)	(23)
资产减值损失	12	17	23	31
公允价值变动损益	(0)	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	11	6	4	2
营业利润	172	229	310	422
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	172	229	310	422
所得税	26	32	43	59
净利润	146	197	267	363
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	146	197	267	363
EBITDA	164	243	326	439
EPS (最新摊薄)	2.25	3.04	4.11	5.59

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	37.55%	38.53%	34.66%	34.35%
营业利润	49.80%	33.54%	35.30%	35.92%
归属母公司净利润	49.60%	35.14%	35.29%	35.92%
获利能力				
毛利率	44.38%	44.84%	45.37%	45.48%
净利率	17.51%	17.08%	17.16%	17.36%
ROE	10.79%	6.97%	7.18%	9.00%
ROIC	6.01%	5.46%	6.87%	8.54%
偿债能力				
资产负债率	12.00%	8.64%	9.94%	11.41%
净负债比率	3.39%	2.84%	2.26%	1.77%
流动比率	9.01	12.39	10.54	9.02
速动比率	6.92	10.13	8.29	6.76
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.37	0.38	0.46
应收账款周转率	5.53	5.48	5.45	5.44
应付账款周转率	2.48	3.21	3.17	3.17
每股指标(元)				
每股收益	2.25	3.04	4.11	5.59
每股经营现金	0.46	0.28	1.31	1.56
每股净资产	31.98	55.19	59.30	64.88
估值比率				
P/E	68.62	50.77	37.53	27.61
P/B	4.82	2.80	2.60	2.38
EV/EBITDA	23.55	29.75	21.95	16.07

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	30	18	85	101
净利润	146	197	267	363
折旧摊销	14	13	15	17
财务费用	(18)	(18)	(25)	(23)
投资损失	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	(76)	(22)	(6)	(14)
其它	(37)	(152)	(166)	(242)
投资活动现金流	(43)	(21)	(31)	(31)
资本支出	(13)	(17)	(22)	(23)
长期投资	0	0	0	0
其他	(30)	(4)	(8)	(8)
筹资活动现金流	1310	1326	25	23
短期借款	10	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	1301	1326	25	23
现金净增加额	1298	1323	79	93

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>