

2021年08月10日

业绩及新签订单均超市场预期，规模效应下人均产值和盈利能力持续提升

美迪西 (688202)

事件概述

公司公告 2021 年中报：实现营业收入 4.85 亿元，同比增长 86.26%；实现归母净利润 1.13 亿元，同比增长 142.29%；实现扣非净利润 1.10 亿元，同比增长 150.14%。其中 Q2 单季度实现营业收入 2.70 亿元，同比增长 74.92%；归母净利润 0.68 亿元，同比增长 116.36%；扣非净利润 0.66 亿元，同比增长 131.06%。

分析判断：

▶ 业绩及新签订单均超市场预期，规模效应下人均产值和盈利能力持续提升

公司 2021 年上半年营业收入同比增长 86.26%、扣非净利润同比增长 150.14%，以及实现新签订单 10.26 亿元，同比增长 93.64%，营业收入&扣非净利润&新签订单均呈现超市场预期。我们判断超市场预期的主要原因包括：(1) IPO 上市以来，公司持续加强研发投入，提高研发服务能力和业务承接能力，例如强化药物发现的 PROTAC 技术平台、以及基因治疗产品以及 mRNA 疫苗的安评研究平台。(2) 在国内行业的高景气度叠加加强国内市场拓展，和加大海外市场拓展，公司上半年客户数量达到 1100 个（上半年新增 161 家）、新签订单继续保持 93.64% 的高速增长，奠定未来业绩继续维持超高速增长。(3) 规模效应下，公司 2021 年上半年研发人员单人产值达到 31.70 万元，同比增加 8.53 万元，主营业务毛利率和净利率分别为 45.67% 和 23.82%，分别同比上升 8.35 pct 和 5.26 pct，盈利能力呈现继续上升。从财务数据角度来看，公司持续通过加大研发投入增强业务范畴以及加速募投项目的投产（在建工程大幅增长）增强产能供给，展望未来 3 年，公司在持续深耕国内市场叠加海外市场的持续开拓的基础上，公司安评业务、药物发现及研究业务我们判断业绩将持续呈现超高速增长。

▶ 持续加强人才队伍建设，需求端呈现高景气度

(1) 持续加强人才队伍建设，对未来业务发展形成支撑：公司 2021 年 6 月底员工人数达到 1970 人，同比增长 31.86%、相对 2020 年底增长 19.98%（绝对值增加 328 人），其中药物发现业务人数为 780 人，同比增长 27.45%；临床前研究业务人数为 602 人，同比增长 48.28%；药学研究业务人数为 302 人，同比

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	511
股票代码：	688202
52 周最高价/最低价：	589.98/130.88
总市值(亿)	316.82
自由流通市值(亿)	132.89
自由流通股数(百万)	26.01



分析师：崔文亮
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519110002

研究助理：徐顺利
邮箱：xusl1@hx168.com.cn

相关研究

1. 美迪西 (688202)：业绩继续超市场预期，规模效应下盈利能力持续提升
2021.04.25
2. 美迪西 (688202)：业绩继续超市场预期，临床前 CRO 细分市场龙头继续受益于行业高景气度
2021.01.10
3. 美迪西 (688202)：业绩继续超市场预期，股权激励加码未来业绩增长确定性
2020.10.27

增长 32.46%，人才队伍的快速增长对公司未来各业务条线实现高速增长形成支撑。

(2) 需求端呈现高景气度，表现为新签订单呈现高速增长：

受全球产业链转移和国内需求的高增长，公司上半年新签订单为 10.26 亿元，同比增长 93.64%，其中药物发现新签订单为 3.21 亿元，同比增长 106.78%；临床前研究新签订单为 5.50 亿元，同比增长 101.14%；药学研究新签订单为 1.55 亿元，同比增长 53.29%。订单端的高速增长，侧面证实需求端呈现高景气度和优秀的公司 BD 能力，未来业绩也呈现高速增长。

▶ 一站式临床前 CRO 细分市场龙头，率先受益于国内 CRO 行业的高景气度

公司是国内能提供临床前一体化、一站式服务的 CRO 之一，为全球跨国药企、国内大型制药企业、以及 Biotech 公司提供临床前新药研发服务。

近年来，尤其是 722 临床数据核查以来，国内创新药研发市场呈现蓬勃发展的趋势，受益于行业的积极性变化，公司自 2014 年以来业绩均呈现高速增长。展望未来 3-5 年，国内 CRO 行业将持续处于行业高景气度中。公司作为国内临床前一站式 CRO 细分市场龙头之一，随着技术能力提升和新增产能投产，我们判断公司将能持续受益于行业高景气度、业绩将呈现高速增长。

投资建议

公司作为国内综合性、一站式的临床前 CRO 服务供应商，受益于临床前 CRO 需求的高景气度及技术能力提升和新增产能投产，我们判断未来 3~5 年公司业绩将呈现高速增长。考虑药物发现和临床前研究业务订单及营业收入保持强劲快速增长，再次上调 2021-2023 年业绩预测，预计 2021-2023 年营业收入分别为 12.99/21.33/31.99 亿元（原预测 2021-2023 年营业收入为 12.68/20.82/31.23 亿元），同比增长 95.1%/64.1%/50.0%；预计 2021-2023 年归母净利润分别为 2.85/4.77/7.30 亿元（原预测 2021-2023 年归母净利润为 2.64/4.42/6.88 亿元），同比增长 120.4%/67.2%/53.2%，对应 2021 年和 2022 年 PE 分别为 111/66 倍，维持“买入”评级。

风险提示

公司订单需求低于预期、募投项目投产低于预期、核心技术骨干及管理层流失风险、竞争加剧的风险、新型冠状病毒疫情影响

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	449	666	1,299	2,133	3,199
YoY (%)	38.3%	48.2%	95.1%	64.1%	50.0%
归母净利润(百万元)	67	129	285	477	730
YoY (%)	9.5%	94.4%	120.4%	67.2%	53.2%
毛利率 (%)	35.9%	41.1%	42.3%	42.8%	43.3%
每股收益 (元)	1.07	2.09	4.60	7.69	11.78
ROE	6.7%	11.5%	20.2%	25.3%	27.9%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

市盈率	475.90	244.86	111.09	66.44	43.37
-----	--------	--------	--------	-------	-------

资料来源：Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	666	1,299	2,133	3,199	净利润	134	294	492	755
YoY (%)	48.2%	95.1%	64.1%	50.0%	折旧和摊销	44	20	20	20
营业成本	392	749	1,219	1,813	营运资金变动	13	-28	-52	-29
营业税金及附加	0	1	1	2	经营活动现金流	208	286	459	744
销售费用	34	58	96	144	资本开支	-119	-197	-220	-254
管理费用	52	102	164	243	投资	-254	0	0	0
财务费用	-8	-8	-10	-12	投资活动现金流	-372	-197	-219	-252
资产减值损失	-1	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	2	债务募资	0	0	0	0
营业利润	152	331	552	848	筹资活动现金流	-2	0	0	0
营业外收支	-2	0	0	0	现金净流量	-171	89	241	491
利润总额	150	331	552	848	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	16	37	60	93	成长能力				
净利润	134	294	492	755	营业收入增长率	48.2%	95.1%	64.1%	50.0%
归属于母公司净利润	129	285	477	730	净利润增长率	94.4%	120.4%	67.2%	53.2%
YoY (%)	94.4%	120.4%	67.2%	53.2%	盈利能力				
每股收益	2.09	4.60	7.69	11.78	毛利率	41.1%	42.3%	42.8%	43.3%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	20.1%	22.6%	23.1%	23.6%
货币资金	466	555	796	1,287	总资产收益率 ROA	9.5%	15.5%	18.7%	20.1%
预付款项	15	26	45	66	净资产收益率 ROE	11.5%	20.2%	25.3%	27.9%
存货	33	52	90	131	偿债能力				
其他流动资产	185	362	583	873	流动比率	3.57	2.65	2.52	2.55
流动资产合计	699	996	1,514	2,357	速动比率	3.21	2.36	2.20	2.25
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	2.38	1.48	1.32	1.39
固定资产	343	423	503	583	资产负债率	16.8%	22.2%	24.8%	26.3%
无形资产	235	317	422	562	经营效率				
非流动资产合计	665	842	1,042	1,277	总资产周转率	0.49	0.71	0.83	0.88
资产合计	1,364	1,838	2,556	3,633	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	2.09	4.60	7.69	11.78
应付账款及票据	87	155	259	382	每股净资产	18.12	22.72	30.41	42.19
其他流动负债	109	220	343	542	每股经营现金流	3.35	4.61	7.41	11.99
流动负债合计	196	376	601	924	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	33	33	33	33	PE	244.86	111.09	66.44	43.37
非流动负债合计	33	33	33	33	PB	8.68	22.49	16.80	12.11
负债合计	229	408	634	956					
股本	62	62	62	62					
少数股东权益	12	21	37	61					
股东权益合计	1,136	1,430	1,922	2,677					
负债和股东权益合计	1,364	1,838	2,556	3,633					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

徐顺利：北京大学硕士，曾就职于南华基金，2020年1月加入华西证券，负责CXO、医疗服务及部分药品领域。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。