

研发保持高投入，期待疫后主业恢复高增长

万孚生物(300482.SZ)

推荐(维持评级)

合理估值区间：40.68-44.20 元

核心观点：

- **事件：**公司发布 2022 年年度报告，2022 年实现收入 56.81 亿 (+69.01%)，归母净利润 11.97 亿 (+88.67%)，扣非净利润 11.05 亿 (+100.70%)，EPS 2.69 元。经营性现金流 16.82 亿 (+152.98%)。
- **新冠抗原业务贡献弹性收入，常规业务经营维持稳健。** 1) **传染病检测：**全年实现营收 39.36 亿元 (+136.02%)，毛利率 50.33% (-4.91pct)。新冠产品收入约 35 亿，扣除新冠产品同比下滑，主要是受到各地多发疫情及年末防疫政策调整影响，检测量下降。基于各地封控解除，2023 年流感、艾滋等常规传染病产品有望恢复放量；2) **慢病管理：**全年收入为 9.39 亿元 (+2.55%)，毛利率 65.02% (-9.93pct)，公司围绕心血管疾病、出血性疾病、呼吸急症等危急重症，提供多平台、多场景的解决方案，利用免疫荧光、化学发光仪器覆盖优势，结合政策实现仪器增项上量。毛利率下降原因主要系竞争策略调整导致的价格因素；3) **毒品/药物滥用：**全年营收 2.94 亿元 (+8.78%)，毛利率 50.67% (+0.57pct)，公司积极加强美国本土 FDA 注册体系，探索家用 OTC 检测与线下实验室结合模式，推进新品导入并开拓电商渠道；4) **优生优育：**全年营收 2.42 亿元 (+16.87%)，毛利率 43.13% (-1.12pct)，国内电商自营及 OTC 连锁均实现大幅增长，金秀儿和万孚品牌领先地位持续巩固。海外妊娠系列产品 IVDR 注册稳步推进，随着销售体系布局愈发完善，品牌影响力正逐步形成。
- **研发持续投入保障产品创新，多领域陆续取得战略突破：**2022 年公司研发投入 4.47 亿元，占营收比例为 7.78%，研发费用为 4.19 亿元 (+7.09%)，研发费用率 7.37%。截至 2022 年 12 月 31 日，公司累计产品注册证 602 个（国内 279+美国 FDA 70+欧盟 CE 241+加拿大 MDALL 12），新增 62 个（国内 47+欧盟 CE 15），并在多领域取得系列突破性进展：1) **免疫：**血栓化学发光产品受到临床广泛认可，单人份发光业务条线顺利推进；2) **分子：**自研优博斯 U-Box 系统于 2022 年 3 月获批，优卡斯 U-Card 系统完成 CE 认证及试销；3) **病理：**全自动免疫组化染色平台 PA3600（自主知识产权）已在百余家医院试用和运营，免疫组化二抗系统核心原料实现自研。
- **积极开拓海外市场，“2B+2C”双足并行：**公司在国内市场秉承“深度营销”理念，通过与经销商深度合作，推动销售快速增长；海外方面，公司已在欧美等 POCT 成熟消费区形成了市场准入、渠道建设方面的较强先发优势。此外，公司产线涵盖 2B（心脑血管疾病、炎症感染、肿瘤标志物）及 2C（优生优育、传染病检测）业务领域，有利于促进营销渠道及应用场景拓展，保障业绩稳定增长。
- **投资建议：**公司是国内 POCT 诊断龙头，在技术平台及产品管线方面拥有显著优势，随着疫情褪去，国内及国际市场共同发力，长期前景依然良好。我们预计公司 2023-2025 年净利润为 8.11/9.84/12.42 亿元，同比-45.69%/+19.02%/+19.79%，EPS 为 1.82/2.21/2.79 元，当前股价对应 PE 为 17/14/11 倍，维持“推荐”评级。

分析师

程培

☎：021-20257805

✉：chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522100001

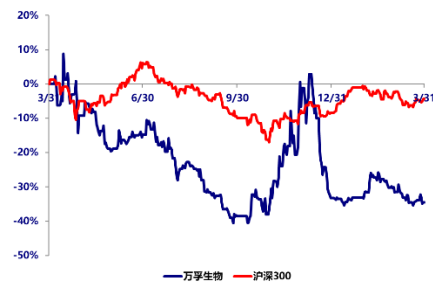
特此鸣谢：孟熙

市场数据

2023-03-30

A 股收盘价(元)	31.26
A 股一年内最高价(元)	53.60
A 股一年内最低价(元)	27.52
沪深 300	4038.53
市盈率	11.14
总股本(万股)	44451.47
实际流通 A 股(万股)	32887.93
限售的流通 A 股(万股)	11563.54
流通 A 股市值(亿元)	102.81

相对沪深 300 表现图



资料来源：wind，中国银河证券研究院

相关研究

2022-10-27 万孚生物 2022 年三季度报点评：新冠业务持续回落，看好常规产品未来增长

风险提示: 政策不确定性的风险、新产品推广不及预期的风险、产品降价超预期的风险。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5680.51	3085.05	3671.74	4398.27
收入增长率%	69.01	-45.69	19.02	19.79
归母净利润(百万元)	1196.97	811.08	984.01	1241.92
利润增速%	88.67	-32.24	21.32	26.21
毛利率%	51.82	67.40	67.96	68.68
摊薄 EPS(元)	2.69	1.82	2.21	2.79
PE	11.61	17.13	14.12	11.19
PB	3.20	2.70	2.26	1.88
PS	2.45	4.50	3.78	3.16

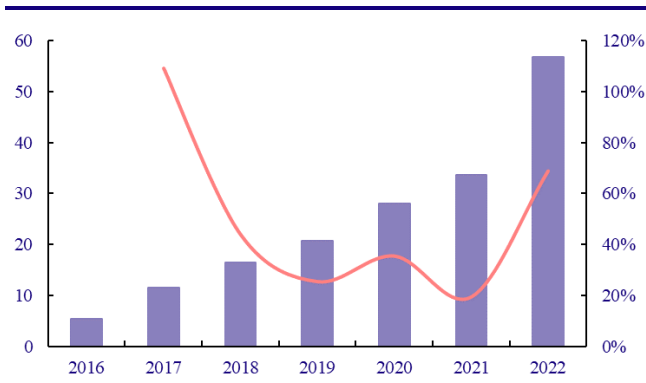
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

一、新冠抗原业务贡献弹性收入，常规业务经营维持稳健

2022 年公司实现营业收入 56.81 亿，同比增长 69.01%，归母净利润为 11.97 亿同比增长 88.67%，扣非归母净利润为 11.05 亿，同比增长 100.70%，对应 EPS 为 2.69 元。经营性现金流 16.82 亿（+152.98%）。公司业绩高增主要是受新冠抗原产品供应快速上涨所致。

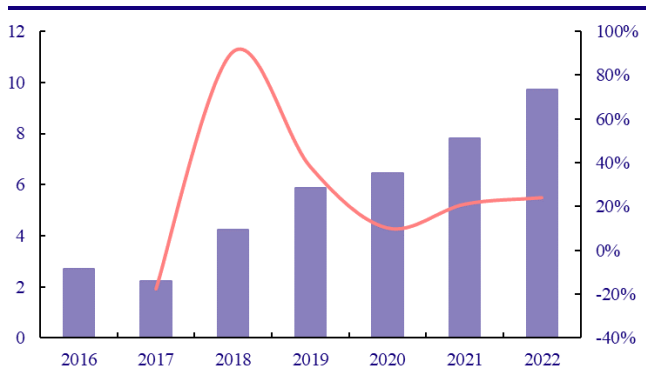
2022 年公司毛利率 51.82%，下降 6.64 个百分点，主要是收入占比较大的新冠抗原降价后毛利水平较低，导致公司整体毛利率低于常规业务毛利率。期间费用率 27.74%，下降 12.44 个百分点，主要是因为 2022 年营收增长较快，其中销售费用率 16.36%，下降 2.80 个百分点，管理费用率 4.01%，下降 3.90 个百分点，研发费用率 7.37%，下降 4.26 个百分点，财务费用率-0.01%，下降 1.47 个百分点，经营性现金流 16.82 亿元，同比增长 152.98%。

图 1：万孚生物近年营业收入及增速（亿元）



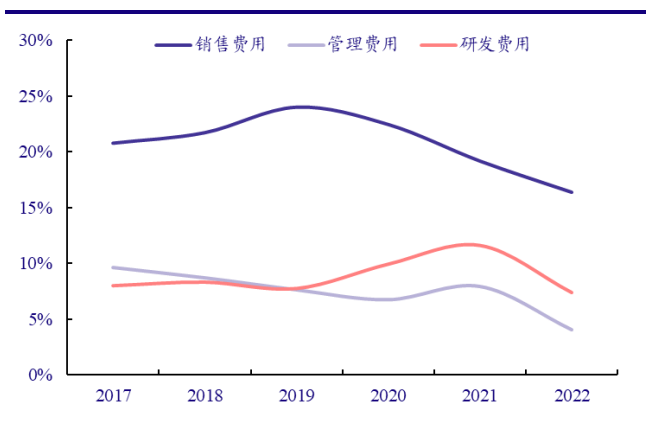
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 2：万孚生物近年净利润及增速（亿元）



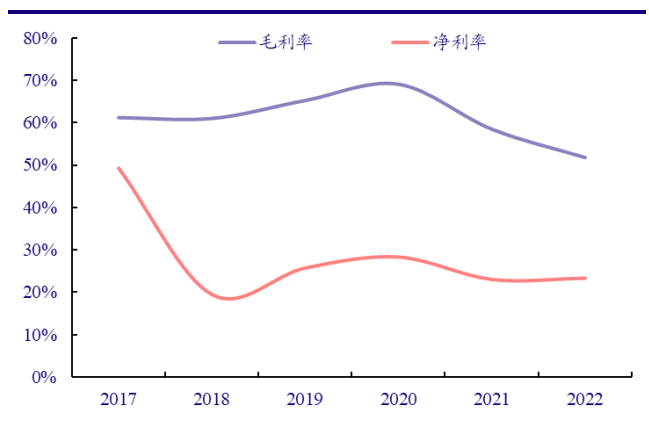
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 3：万孚生物近年销售、管理及研发费用率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 4：万孚生物近年毛利率及净利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

分业务来看，传染病检测贡献收入最多（39.36 亿元，占比 69.30%），主要是因为该板块包含新冠抗原检测产品。其次为慢性疾病检测（9.39 亿元，16.53%）、毒品/药物滥用检测（2.94 亿元，5.17%）、其他（2.62 亿元，4.73%）及妊娠及优生优育检测（2.42 亿元，4.27%）。

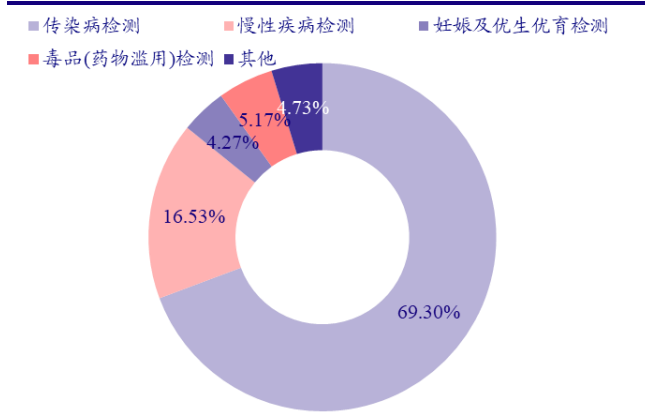
1) 传染病检测：除受新冠抗原业务带动以外，常规业务方面，公司加快新品布局和新型终端开发，国内流感检测产品销售收入明显增长，海外发展中国家订单量逐步恢复。此外，公司新冠抗原检测试剂获 WHO EUL 认证，艾滋自测产品获 WHO PQ 认证。

2) 慢性疾病检测：国内方面，公司战略平台化学发光业务收入增长明显，活跃仪器数、仪器单产有较快增长，特色项目血栓形成全国领先的临床推广经验及学术支持能力；海外方面，公司借助新冠业务带来的品牌效应和新增渠道，实现了免疫定量平台在亚非拉发展中国家的跨越式发展，年均装机量、收入规模、国家注册证数量等指标持续提升，品牌形象得以巩固加强。

3) 毒品/药物滥用检测：公司针对不同应用场景的差异化需求，开发相应检测产品，积极推进毒检新品导入，并通过电商渠道实现产品增量的快速增长。

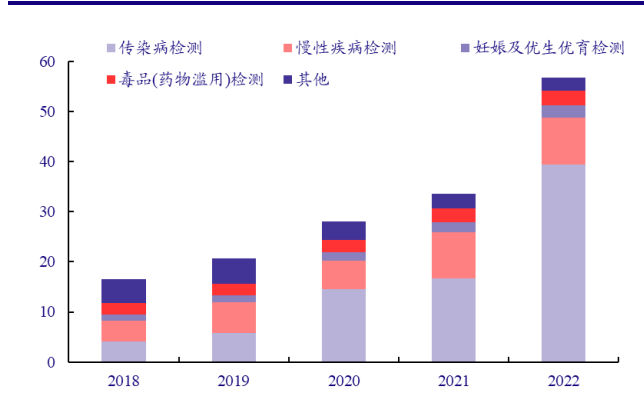
4) 妊娠及优生优育检测：国内方面，公司通过多领域产品线布局，以主品增长带动延申产品线，发挥用户基础及解决方案应用经验优势，实现用户生命周期全覆盖；国外方面，通过加强广告投放及售后管理等方式，逐步提升当地市场品牌影响力。

图 5：万孚生物 2022 年各项业务营收占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 6：万孚生物近年各项业务收入情况（亿元）

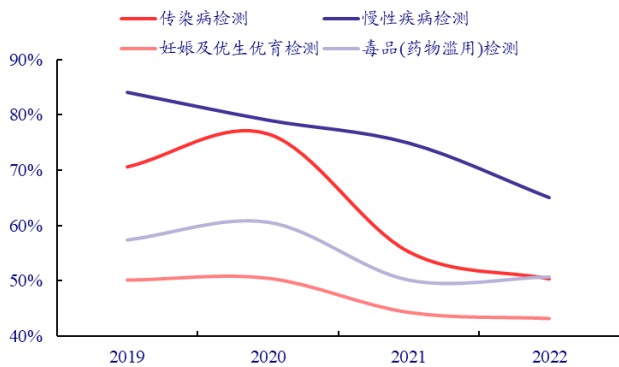


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

毛利率方面，慢性疾病检测板块最高，为 65.02%，但受到竞争因素影响，公司调整市场策略，通过以价换量争取市场份额，导致该较去年降低了 9.93 个百分点，但仍高于公司整体毛利水平（51.82%）；毒品/药品滥用检测、妊娠及优生优育检测业务毛利率维持相对稳定水平，分别为 50.67%及 43.13%；此外，传染病检测业务 2022 年毛利率降幅较大（50.33%，-4.91pct），主要是因为低毛利水平的新冠抗原检测产品占比较多所致，随着疫情因素渐退，2023 年该板块毛利率有望回升至疫前水平。

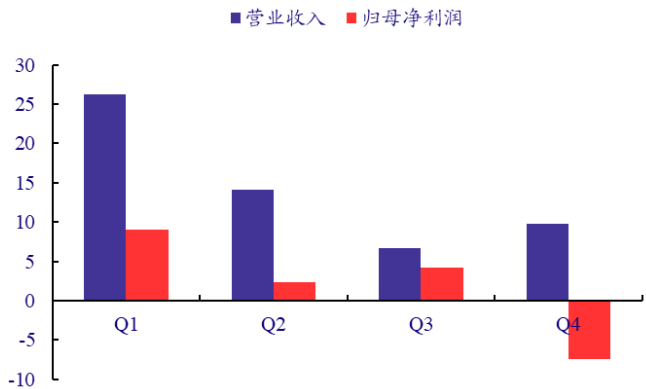
分季度来看，受到疫情反复、防控政策调整、产品降价、疾病季节性等因素影响季度间业绩波动较大，公司第一至第四季度营业收入分别为 26.25 亿元（占比 46.22%）、14.08 亿元（占比 24.79%）、6.62 亿元（占比 11.67%）及 9.84 亿元（占比 17.32%），归母净利润分别为 8.99 亿元、2.38 亿元、4.20 亿元及-7.36 亿元

图 7: 万孚生物近年主要业务毛利率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 8: 万孚生物 2022 年各季度营收及净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

二、研发持续投入保障产品创新，多领域陆续取得战略突破

2022 年公司研发投入为 4.47 亿元，占营业收入比例为 7.87%。公司在坚持现有产品种类的拓展的同时持续开发和升级新技术平台。2022 年公司获得三项重大奖项：1) 国家知识产权局颁发的“国家知识产权示范企业”；2) 全国博士后管委会与人力资源和社会保障部颁发的“博士后科研工作站”；3) 国家发展改革委、科技部、财政部、海关总署、国家税务总局联合颁发的“国家认定企业技术中心”；以及专利/软件著作权 101 件（其中发明专利 9 件，实用新型 80 件，外观专利 9 件，软件著作权 3 件。）截至 2022 年 12 月 31 日，公司共有授权有效专利 412 件（其中发明专利 70 件，实用新型专利 251 件，外观设计 91 件）。

2022 年公司共完成 111 项新品研发，其中胶体金平台 31 项、免疫荧光平台 44 项、化学发光平台 29 项、分子诊断平台 4 项、病理平台 1 项、电化学平台 2 项，并且有数个重点新品上市。

免疫领域产品竞争实力不断增强：1) 公司 2022 年启动了对免疫荧光平台仪器和试剂的系统性技术升级工作；2) 公司的艾滋（HIV 1/2）抗体检测试剂（免疫层析法）被拟定优先审批并予以公示，肠道病毒 71 型-柯萨奇 A16 型胶体金试纸获三类器械证；3) 形成单人份化学发光和管式发光两条产品线，常规项目检测菜单持续拓宽。

公司在分子领域推出的全自动快速核酸扩增检测系统（U-BoxDx, 优博斯）可广泛用于病原体、肿瘤相关基因突变、耐药基因突变检测项目，目前已在国内获证。

公司推出的分子病理检测产品，通过与头部三件医院建立科研合作关系，差异化竞争能力不断提升，临床应用持续拓展。

三、积极开拓海外市场，“2B+2C”双足并行

公司是少有的进入美国、欧洲等发达国家和地区市场的国产 POCT 厂商，目前公司已搭建起统一有序、优势互补的，跨地域、多层次的营销渠道体系。此外，由于 POCT 产品具备有快速、便捷、准确及可移动等特点，可适用于各级医院和门急诊检验、医师办公室、疾控中心、执法机关等终端客户，以及个人消费者家庭自检。

公司在海外的终端医疗客户主要为公立医院、私立医院、非盈利医院、医生诊所、疼痛门诊等各类医疗机构，世卫组织和 NGO 组织，以及通过电商、OTC 等零售渠道获取产品的个人消费者。国际市场上目前贡献销售收入的主体是免疫荧光平台和免疫胶体金平台，已开始导入凝血、血气、化学发光、分子诊断、干式生化等产品，布局领域包括心脑血管疾病、炎症、优生优育、传染病等。近年来国际市场的定量产品占比上升势头明显。

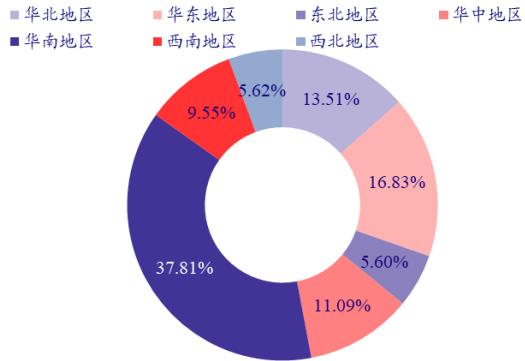
图 9：万孚生物全球布局情况



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

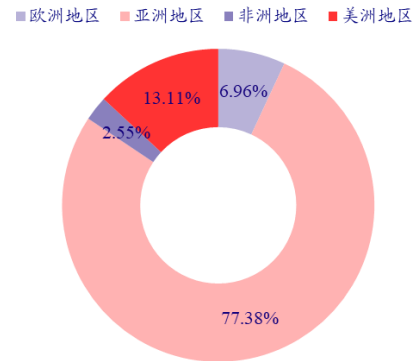
2022 年，公司国内与海外收入分别为 28.7 亿元及 28.1 亿元，占比 50.57%及 49.43%，其中国内占比较高的地区为华南地区（10.86 亿元，37.81%），其次分别为华东地区（4.83 亿元，16.83%）、华北地区（3.88 亿元，3.51%）、华中地区（3.185 亿元，11.09%）、西南地区（2.74 亿元，9.55%）、西北地区（1.61 亿元，5.62%）以及东北地区（1.61 亿元，5.60%）；海外方面，占比较高的主要为亚洲地区（21.72 亿元，77.38%），其次分别为美洲地区（3.68 亿元，13.11%）、欧洲地区（1.95 亿元，6.96%）、非洲地区（0.72 亿元，2.55%）

图 10: 万孚生物 2022 年国内各地区营业收入占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 11: 万孚生物 2022 年海外各地区营业收入占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司财务预测表

资产负债表 (百万元) 2022A				2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)								
2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E				
流动资产				3350.39	3377.34	5053.96	5632.06	营业收入				5680.51	3085.05	3671.74	4398.27
现金	1162.51	1837.59	2478.52	3884.92	营业成本				2736.63	1005.75	1176.26	1377.38			
应收账款	540.16	145.40	670.54	306.86	营业税金及附加				17.80	12.34	14.69	19.79			
其它应收款	66.60	70.51	113.08	131.27	营业费用				929.61	724.72	862.54	1008.60			
预付账款	26.56	9.76	11.41	13.37	管理费用				227.85	208.92	248.65	282.39			
存货	399.97	158.78	625.39	139.82	财务费用				-0.70	0.00	0.00	0.00			
其他	1154.58	1155.29	1155.03	1155.84	资产减值损失				-78.97	0.00	0.00	0.00			
非流动资产				2950.75	3082.56	3205.59	3315.87	公允价值变动收益				12.81	0.00	0.00	0.00
长期投资	363.52	363.52	363.52	363.52	投资净收益				59.77	40.11	47.73	57.18			
固定资产	963.80	1099.40	1222.29	1332.47	营业利润				1367.73	901.20	1093.35	1379.91			
无形资产	203.71	203.71	203.71	203.71	营业外收入				3.04	0.00	0.00	0.00			
其他	1419.72	1415.93	1416.07	1416.18	营业外支出				6.25	0.00	0.00	0.00			
资产总计				6301.14	6459.90	8259.55	8947.94	利润总额				1364.53	901.20	1093.35	1379.91
流动负债				1141.05	488.73	1304.37	750.84	所得税				174.50	90.12	109.33	137.99
短期借款	204.36	204.36	204.36	204.36	净利润				1190.02	811.08	984.01	1241.92			
应付账款	320.08	-55.44	708.92	94.55	少数股东损益				-6.94	0.00	0.00	0.00			
其他	616.62	339.82	391.10	451.93	归属母公司净利润				1196.97	811.08	984.01	1241.92			
非流动负债				622.53	622.53	622.53	622.53	EBITDA				1703.28	894.28	1087.58	1377.45
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)				2.69	1.82	2.21	2.79			
其他	622.53	622.53	622.53	622.53	主要财务比率				2022A	2023E	2024E	2025E			
负债合计				1763.58	1111.26	1926.90	1373.37	营业收入				69.01%	-45.69%	19.02%	19.79%
少数股东权益	193.80	193.80	193.80	193.80	营业利润				97.68%	-34.11%	21.32%	26.21%			
归属母公司股东权益	4343.76	5154.84	6138.85	7380.77	归属母公司净利润				88.67%	-32.24%	21.32%	26.21%			
负债和股东权益				6301.14	6459.90	8259.55	8947.94	毛利率				51.82%	67.40%	67.96%	68.68%
现金流量表 (百万元) 2022A				2023E	2024E	2025E	净利率				21.07%	26.29%	26.80%	28.24%	
经营活动现金流				1682.17	799.97	758.19	1514.22	ROE				27.56%	15.73%	16.03%	16.83%
净利润	1190.02	811.08	984.01	1241.92	ROIC				23.46%	12.68%	13.26%	14.28%			
折旧摊销	277.18	33.19	41.97	54.71	资产负债率				27.99%	17.20%	23.33%	15.35%			
财务费用	23.19	0.00	0.00	0.00	净负债比率				38.87%	20.78%	30.43%	18.13%			
投资损失	-59.77	-40.11	-47.73	-57.18	流动比率				2.94	6.91	3.87	7.50			
营运资金变动	115.31	-4.19	-220.06	274.76	速动比率				2.37	6.12	3.22	7.01			
其它	136.23	0.00	0.00	0.00	总资产周转率				0.90	0.48	0.44	0.49			
投资活动现金流				-1560.91	-124.89	-117.27	-107.82	应收帐款周转率				10.52	21.22	5.48	14.33
资本支出	-582.80	-165.00	-165.00	-165.00	应付帐款周转率				17.75	-55.65	5.18	46.52			
长期投资	-1027.38	0.00	0.00	0.00	每股收益				2.69	1.82	2.21	2.79			
其他	49.27	40.11	47.73	57.18	每股经营现金				3.78	1.80	1.71	3.41			
筹资活动现金流				35.33	0.00	0.00	0.00	每股净资产				9.77	11.60	13.81	16.60
短期借款	187.25	0.00	0.00	0.00	P/E				11.61	17.13	14.12	11.19			
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B				3.20	2.70	2.26	1.88			
其他	-151.92	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA				8.08	14.34	11.20	7.82			
现金净增加额				165.22	675.08	640.93	1406.40	PS				2.45	4.50	3.78	3.16

数据来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

程培，银河证券医药首席分析师，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，7年医学检验行业+6年医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系方式

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252612 liyanyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐媛玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn