

新冠疫苗相关研发费用确认影响表观利润， 积极推进多项疫苗研发项目

万泰生物(603392)

评级:	买入	股票代码:	603392
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	184.78/106.42
目标价格:		总市值(亿)	1,045.06
最新收盘价:	115.34	自由流通市值(亿)	279.07
		自由流通股数(百万)	241.96

事件概述:

公司发布2023年一季报。

2023年Q1，公司实现收入28.87亿元，同比下滑8.98%。实现归母净利润12.45亿元，同比下滑6.46%。实现扣非归母净利润12.02亿元，同比下滑8.59%。

分析判断:

新冠疫苗相关研发费用确认影响表观利润

2023年Q1，公司表观利润增速为负，主要是由于本期与鼻喷新冠疫苗相关研发支出0.71亿元全部费用化，上年同期与鼻喷新冠疫苗相关研发支出1.52亿元则为资本化。2022年起，公司将鼻喷新冠疫苗研发过程中开发阶段的支出在满足资本化条件时确认为无形资产，所以上年同期相关研发支出资本化。2022年12月起，公司基于国家防疫政策变化以及对鼻喷新冠疫苗项目未来收益的综合判断，从谨慎角度出发对2022年度已经资本化的和未来发生的鼻喷新冠疫苗研发支出于当期全部费用化，因此本期相关研发支出费用化，影响了表观利润增速。

积极推进多项疫苗研发项目

公司正在推进多项疫苗研发项目，九价HPV疫苗正处于临床III期；20价肺炎疫苗已启动临床试验；冻干水痘减毒活疫苗完成III期临床试验，正在进行生产申报准备工作；冻干水痘减毒活疫苗(VZV-7D)正在开展IIb临床试验；重组带状疱疹病毒疫苗、重组三价轮状病毒亚单位疫苗和第三代HPV疫苗、四价肠道病毒灭活疫苗和鼻喷三价新冠-三价流感病毒疫苗正开展临床前药理学和药效研究工作。公司疫苗管线日益丰富。

投资建议:

我们维持2023-2024年盈利预测不变，预计2023-2024年营业收入为174.34/215.55亿元，归母净利润为75.21/96.85亿元。新增2025年盈利预测，预计2025年营业收入为26.00亿元，归母净利润为100.19亿元。2023-2025年EPS为8.54/11/11.38元，对应2023年4月20日收盘价115.34元/股，PE为14/10/10倍，维持“买入”评级。

风险提示:

公司二价HPV疫苗销售不及预期风险；随着国内其他国产HPV疫苗上市竞争加剧产品降价风险；公司体外诊断业务销售不及预期风险；公司疫苗在研产品研发进展不及预期风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,750	11,185	17,434	25,155	26,000
YoY (%)	144.3%	94.5%	55.9%	44.3%	3.4%
归母净利润(百万元)	2,021	4,736	7,521	9,685	10,019
YoY (%)	198.6%	134.3%	58.8%	28.8%	3.4%
毛利率 (%)	85.8%	89.5%	84.9%	84.5%	84.6%
每股收益 (元)	2.30	5.31	8.54	11.00	11.38
ROE	45.3%	38.4%	37.9%	32.8%	25.3%
市盈率	50.15	21.72	13.50	10.48	10.13

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 崔文亮

邮箱: cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110002

联系电话:

分析师: 支君

邮箱: zhijun@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522060001

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	11,185	17,434	25,155	26,000	净利润	4,863	7,521	9,685	10,019
YoY (%)	94.5%	55.9%	44.3%	3.4%	折旧和摊销	159	234	276	333
营业成本	1,170	2,632	3,890	4,010	营运资金变动	-959	-639	-220	163
营业税金及附加	51	157	201	208	经营活动现金流	4,133	6,943	9,604	10,372
销售费用	3,254	4,620	6,792	7,020	资本开支	-929	-559	-741	-640
管理费用	235	523	755	780	投资	-1,739	2	1	1
财务费用	-62	5	6	7	投资活动现金流	-3,514	-382	-615	-509
研发费用	1,099	1,395	3,019	3,120	股权募资	3,461	-26	0	0
资产减值损失	-21	0	0	0	债务募资	5	-140	0	0
投资收益	36	174	126	130	筹资活动现金流	3,127	-166	0	0
营业利润	5,596	8,451	10,870	11,245	现金净流量	3,772	6,394	8,989	9,864
营业外收支	-13	-1	12	12					
利润总额	5,583	8,450	10,882	11,257	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	719	930	1,197	1,238	成长能力				
净利润	4,863	7,521	9,685	10,019	营业收入增长率	94.5%	55.9%	44.3%	3.4%
归属于母公司净利润	4,736	7,521	9,685	10,019	净利润增长率	134.3%	58.8%	28.8%	3.4%
YoY (%)	134.3%	58.8%	28.8%	3.4%	盈利能力				
每股收益	5.31	8.54	11.00	11.38	毛利率	89.5%	84.9%	84.5%	84.6%
					净利率	43.5%	43.1%	38.5%	38.5%
					总资产收益率 ROA	29.2%	28.4%	24.2%	19.9%
					净资产收益率 ROE	38.4%	37.9%	32.8%	25.3%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
货币资金	5,192	11,587	20,576	30,439	流动比率	3.49	3.55	3.50	4.36
预付款项	33	150	219	189	速动比率	3.24	3.19	3.19	4.04
存货	869	2,082	2,929	3,056	现金比率	1.49	1.86	2.05	2.94
其他流动资产	6,086	8,276	11,387	11,449	资产负债率	22.6%	24.2%	25.6%	20.9%
流动资产合计	12,180	22,094	35,112	45,134	经营效率				
长期股权投资	0	0	0	0	总资产周转率	0.69	0.66	0.63	0.52
固定资产	1,480	1,665	1,912	2,191	每股指标 (元)				
无形资产	292	309	334	348	每股收益	5.31	8.54	11.00	11.38
非流动资产合计	4,050	4,371	4,847	5,165	每股净资产	13.62	22.54	33.54	44.92
资产合计	16,230	26,466	39,959	50,299	每股经营现金流	4.56	7.89	10.91	11.78
短期借款	140	0	0	0	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	352	695	1,039	1,112	估值分析				
其他流动负债	2,993	5,531	8,996	9,244	PE	21.72	13.50	10.48	10.13
流动负债合计	3,485	6,226	10,035	10,356	PB	9.30	5.12	3.44	2.57
长期借款	102	102	102	102					
其他长期负债	77	77	77	77					
非流动负债合计	179	179	179	179					
负债合计	3,665	6,406	10,214	10,535					
股本	906	880	880	880					
少数股东权益	224	224	224	224					
股东权益合计	12,565	20,060	29,745	39,764					
负债和股东权益合计	16,230	26,466	39,959	50,299					

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。

支君：南京大学生物化学与分子生物学专业硕士毕业，曾任职于东方财富证券和华创证券，2021年5月加入华西证券，覆盖生物制品和医美行业。

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在最新状态。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。

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。