

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

万泰生物(603392)

投资评级 无评级

上次评级 无评级

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

阮帅 医药行业研究助理

联系电话: 17612019362

邮箱: ruanshuai@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

2023Q1 公司业绩受基数、疫情及行业竞争因素影响有所波动, 毛利率创历史新高

2023年04月21日

事件: 近日, 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报, 2022 年公司实现营业收入 111.85 亿元, 同比增长 94.51%, 归母净利润 47.36 亿元, 同比增长 134.28%, 扣非归母净利润 45.14 亿元, 同比增长 132.03%, 经营活动现金流量净额 41.33 亿元, 同比增长 145.7%。2023Q1 公司实现营业收入 28.87 亿元, 同比增长-8.98%, 归母净利润 12.45 亿元, 同比增长-6.46%, 扣非归母净利润 12.02 亿元, 同比增长-8.59%。

点评:

- **2023Q1 公司业绩受基数、疫情及行业竞争因素影响有所波动。**2022Q4 公司实现营业收入 25.35 亿元, 同比增长 17.65%, 归母净利润 7.92 亿元, 同比增长-4.95%, 扣非归母净利润 6.66 亿元, 同比增长-15.77%。2023Q1 公司实现批签发 142 批次, 同比增长 111.94%。2023Q1 扣非归母净利润低于归母净利润的原因是与鼻喷新冠疫苗相关研发支出 0.71 亿元全部费用化, 2022Q1 与鼻喷新冠疫苗相关研发支出 1.52 亿元则为资本化。
- **2022 年公司疫苗板块实现快速增长。**2022 年公司诊断部分实现收入 26.74 亿元, 同比增长 14.3%, 实现净利润 8.18 亿元, 毛利率为 75.84%, 同比变动-0.33pct。2022 年公司疫苗部分实现收入 84.93 亿元, 同比增长 152.55%, 实现净利润 40.46 亿元, 毛利率为 93.89%, 同比变动 1.34pct。2022 年疫苗批签发量接近 3000 万支, 销售量突破 2500 万支。
- **2023Q1 公司毛利率创历史新高, 达到 91.61%。**2022 年公司毛利率为 89.54%, 同比变动 3.76pct, 净利率为 43.48%, 同比变动 7.32pct, 2023Q1 公司毛利率为 91.61%, 同比变动 1.91pct, 净利率为 43.4%, 同比持平, 毛利率环比上升, 主要是 HPV 疫苗销售大幅增长带动。2022 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 29.09%、11.93%、-0.55%, 同比变动-0.31pct、-3.1pct、-0.64pct。
- **研发强度加大, 疫苗国际化进展顺利。**2022 年公司研发投入 11.39 亿元, 同比增长 67%, 研发投入占比 10.18%, 公司研发人员达到 1259 人, 同比增长 58.96%, 占比 31.35%。2 价 HPV 疫苗相继获得摩洛哥、尼泊尔、泰国、刚果(金)、柬埔寨等国家的上市许可, 巴基斯坦、印尼、哈萨克斯坦、肯尼亚、埃塞俄比亚、缅甸、乌兹别克斯坦等国的注册申报正有序推进中。九价 HPV 疫苗 III 期临床试验进展顺利, 正按计划进行随访, 与佳达修 9 的头对头临床试验已完成临床试验现场及标本检测工作, 正在进行数据统计分析, 小年龄桥接临床试验完成入组工作; 戊肝疫苗在美国进行的 I 期临床试验已完成; 20 价肺炎疫苗、重组带状疱疹病毒疫苗、重组三价轮状病毒亚单位疫苗、第三代 HPV 疫苗、四

价肠道病毒灭活疫苗和鼻喷三价新冠-三价流感病毒疫苗等新项目研发工作均顺利开展。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 140.32/147.65/208.64 亿元，同比增长 25.4%/5.2%/41.3%，归母净利润为 58.96/66.51/89.67 亿元，同比增长 24.5%/12.8%/34.8%，对应市盈率分别为 17.73/16.74/12.42 倍。
- **风险因素：**HPV 疫苗推广及销售不及预期、产品研发不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	5,750	11,185	14,032	14,765	20,864
增长率 YoY %	144.3%	94.5%	25.4%	5.2%	41.3%
归属母公司净利润 (百万元)	2,021	4,736	5,896	6,651	8,967
增长率 YoY%	198.6%	134.3%	24.5%	12.8%	34.8%
毛利率%	85.8%	89.5%	90.9%	90.9%	90.6%
净资产收益率ROE%	45.3%	38.4%	31.4%	25.4%	24.8%
EPS(摊薄)(元)	2.23	5.23	6.51	7.34	9.90
市盈率 P/E(倍)	99.28	24.24	17.73	16.74	12.42
市净率 P/B(倍)	44.94	9.30	5.57	4.25	3.08

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 04 月 20 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	4,647	12,180	15,912	21,849	30,713	
货币资金	1,415	5,192	8,327	13,734	19,687	
应收票据	12	8	10	11	15	
应收账款	2,256	3,940	4,229	4,652	6,859	
预付账款	69	33	77	84	126	
存货	593	869	1,194	1,293	1,944	
其他	301	2,138	2,075	2,076	2,082	
非流动资产	2,399	4,050	5,308	7,023	9,084	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	728	1,480	2,367	3,587	5,108	
无形资产	295	292	350	382	398	
其他	1,376	2,277	2,591	3,054	3,578	
资产总计	7,046	16,230	21,220	28,872	39,797	
流动负债	2,366	3,485	1,885	1,940	2,613	
短期借款	236	140	246	231	146	
应付票据	0	35	0	0	0	
应付账款	193	317	347	365	534	
其他	1,937	2,993	1,292	1,344	1,933	
非流动负债	118	179	179	179	179	
长期借款	5	102	102	102	102	
其他	113	77	77	77	77	
负债合计	2,483	3,665	2,064	2,119	2,792	
少数股东权益	96	224	383	563	819	
归属母公司股东权益	4,466	12,341	18,772	26,190	36,186	
负债和股东权益	7,046	16,230	21,220	28,872	39,797	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	5,750	11,185	14,032	14,765	20,864	
同比 (%)	144.3%	94.5%	25.4%	5.2%	41.3%	
归属母公司净利润	2,021	4,736	5,896	6,651	8,967	
同比	198.6%	134.3%	24.5%	12.8%	34.8%	
毛利率 (%)	85.8%	89.5%	90.9%	90.9%	90.6%	
ROE%	45.3%	38.4%	31.4%	25.4%	24.8%	
EPS (摊薄)(元)	2.23	5.23	6.51	7.34	9.90	
P/E	99.28	24.24	17.73	16.74	12.42	
P/B	44.94	9.30	5.57	4.25	3.08	
EV/EBITDA	54.16	19.86	13.94	12.53	8.79	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	5,750	11,185	14,032	14,765	20,864	
营业成本	818	1,170	1,282	1,348	1,971	
营业税金及附加	27	51	64	68	96	
销售费用	1,690	3,254	4,350	4,134	6,050	
管理费用	182	235	323	310	459	
研发费用	682	1,099	1,389	1,447	2,295	
财务费用	5	-62	-51	-101	-184	
减值损失合 计	-30	-21	-30	-33	-37	
投资净收益	11	36	42	44	63	
其他	1	143	268	267	378	
营业利润	2,328	5,596	6,955	7,838	10,580	
营业外收支	-4	-13	-4	-4	-2	
利润总额	2,324	5,583	6,952	7,833	10,578	
所得税	245	719	897	1,003	1,354	
净利润	2,079	4,863	6,055	6,831	9,224	
少数股东损 益	58	128	159	180	256	
归属母公司 净利润	2,021	4,736	5,896	6,651	8,967	
EBITDA	2,462	5,534	6,715	7,564	10,103	
EPS (当 年)(元)	2.23	5.23	6.51	7.34	9.90	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现 金流	1,682	4,133	3,769	6,451	7,136	
净利润	2,079	4,863	6,055	6,831	9,224	
折旧摊销	110	159	91	106	110	
财务费用	10	-19	9	10	9	
投资损失	-11	-36	-42	-44	-63	
营运资金变 动	-608	-959	-2,377	-487	-2,182	
其它	102	124	32	36	37	
投资活动现 金流	-1,014	-3,514	-731	-1,019	-1,089	
资本支出	-1,040	-929	-812	-1,057	-1,143	
长期投资	12	-1,739	43	-6	-8	
其他	14	-846	38	44	63	
筹资活动现 金流	53	3,127	97	-25	-94	
吸收投资	10	3,461	0	0	0	
借款	163	5	106	-15	-85	
支付利息或 股息	-113	-128	-9	-10	-9	
现金流净增 加额	712	3,772	3,135	5,407	5,953	

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

赵晓翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyuwei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。