

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

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

联系电话: 19328759065

邮箱: tangaijin@cindasc.com

阮帅 医药行业研究助理

联系电话: 13229421730

邮箱: ruanshuai@cindasc.com

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

2023 上半年业绩承压，静待 9 价 HPV 疫苗申报上市

2023 年 08 月 27 日

事件: 2023 年 8 月 25 日，公司发布 2023 年半年报，2023H1 公司实现收入 41.64 亿元 (-29.78%)，归母净利润 17.02 亿元 (-36.78%)，扣非归母净利润 16.23 亿元 (-38.75%)。

点评:

- **2023H1 业绩受经济环境及竞争格局变化有所波动。** 2023Q2 公司收入 12.77 亿元 (-53.71%)，归母净利润 4.57 亿元 (-66.42%)，扣非归母净利润 4.21 亿元 (-68.46%)。此外，公司业绩下滑与鼻喷新冠疫苗研发支出费用化有关，23H1 公司费用化鼻喷新冠疫苗相关研发支出 1.22 亿元，2022 年同期与鼻喷新冠疫苗相关研发支出 3.05 亿元则为资本化，同口径下 23H1 公司归母净利润同比下降 30.05%。
- **盈利能力维持较高水平。** 23H1 公司毛利率为 90.3% (+1.05pct)，净利率为 41.05% (-5.82pct)。23Q2 公司毛利率为 87.2% (-1.4pct)，净利率为 35.8% (-14.73pct)。23H1 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 30.71%、2.9%、-1.14%、11.13%，同比 +3.15pct、+1.2pct、-0.8pct、+7.2pct，研发费用率大幅提升主要是与鼻喷新冠疫苗研发支出费用化有关。
- **全力推进 HPV 疫苗国际化。** 公司有序推进二价 HPV 疫苗及戊肝疫苗在相关国家的注册申报及已获得上市许可国家的出口销售工作。出口方面，公司获得摩洛哥、尼泊尔、泰国、刚果(金)、柬埔寨和埃塞俄比亚等多个国家的上市许可。2023 年 3 月，公司的二价 HPV 疫苗顺利出口泰国。2023 年 6 月公司与泰国疫苗研究所、合作伙伴 GBP 就九价 HPV 疫苗生产技术转移签署合作谅解备忘录，并对未来该疫苗的技术转让及临床合作进行深入探讨，共同推动九价 HPV 疫苗在泰国的技术转移、临床和商业化项目。
- **9 价 HPV 疫苗进展顺利，新型冻干水痘减毒活疫苗准备 III 期临床。** 公司研发和技术人员合计 984 人，占总员工比例为 24%。公司的九价 HPV 疫苗 III 期临床主试验正在按计划进行观察和随访，已完成生产车间建设，正进行产业化放大生产研究工作。公司的九价 HPV 疫苗与佳达修 9 的头对头临床试验显示公司产品的免疫原性与佳达修 9 相当，并具有良好的耐受性，小年龄组桥接临床顺利进行中。20 价肺炎疫苗的 I 期临床按计划顺利进行中。新型冻干水痘减毒活疫苗 (VZV-7D) 完成 IIa 和 IIb 临床试验的现场工作，正在进行 III 期临床用疫苗的生产准备工作。
- **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 89.12/90.05/177.444 亿元，同比增长-20.3%/1.1%/97%，归母净利润为 36.57/39.7/75.1 亿元，同比增长-22.8%/8.6%/89.2%，对应市盈率

分别为 17.4/16.03/8.47 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	8,912	9,005	17,744
增长率 YoY %	144.3%	94.5%	-20.3%	1.1%	97.0%
归属母公司净利润 (百万元)	2,021	4,736	3,657	3,970	7,510
增长率 YoY%	198.6%	134.3%	-22.8%	8.6%	89.2%
毛利率%	85.8%	89.5%	89.6%	89.5%	89.8%
净资产收益率ROE%	45.3%	38.4%	21.6%	18.4%	24.9%
EPS(摊薄)(元)	1.59	3.73	2.88	3.13	5.92
市盈率 P/E(倍)	138.96	33.93	17.40	16.03	8.47
市净率 P/B(倍)	62.90	13.02	3.77	2.94	2.11

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 08 月 25 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	13,515	16,647	24,322
货币资金	1,415	5,192	7,837	10,768	14,493
应收票据	12	8	6	6	13
应收账款	2,256	3,940	2,686	2,837	5,833
预付账款	69	33	55	59	116
存货	593	869	860	906	1,787
其他	301	2,138	2,070	2,071	2,079
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(合计)	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	18,823	23,669	33,406
流动负债	2,366	3,485	1,425	1,427	2,410
短期借款	236	140	246	231	146
应付票据	0	35	0	0	0
应付账款	193	317	250	256	491
其他	1,937	2,993	929	941	1,773
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	1,605	1,607	2,590
少数股东权益	96	224	322	430	644
归属母公司	4,466	12,341	16,896	21,633	30,172
负债和股东权益	7,046	16,230	18,823	23,669	33,406

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	8,912	9,005	17,744
同比(%)	144.3%	94.5%	-20.3%	1.1%	97.0%
归属母公司净利润	2,021	4,736	3,657	3,970	7,510
同比(%)	198.6	134.3%	-22.8%	8.6%	89.2%
毛利率(%)	85.8%	89.5%	89.6%	89.5%	89.8%
ROE%	45.3%	38.4%	21.6%	18.4%	24.9%
EPS(摊薄)(元)	1.59	3.73	2.88	3.13	5.92
P/E	138.96	33.93	17.40	16.03	8.47
P/B	62.90	13.02	3.77	2.94	2.11
EV/EBITDA	54.16	19.86	13.41	11.75	5.83

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	8,912	9,005	17,744
营业成本	818	1,170	923	945	1,812
营业税金及附加	27	51	41	41	81
销售费用	1,690	3,254	2,763	2,521	5,146
管理费用	182	235	205	189	390
研发费用	682	1,099	882	883	1,952
财务费用	5	-62	-51	-97	-162
减值损失合计	-30	-21	-30	-33	-37
投资净收益	11	36	27	27	53
其他	1	143	170	163	321
营业利润	2,328	5,596	4,316	4,680	8,861
营业外收支	-4	-13	-4	-4	-2
利润总额	2,324	5,583	4,312	4,676	8,859
所得税	245	719	556	599	1,134
净利润	2,079	4,863	3,756	4,077	7,725
少数股东损益	58	128	99	107	215
归属母公司净利润	2,021	4,736	3,657	3,970	7,510
EBITDA	2,462	5,534	4,189	4,532	8,472
EPS(当年)(元)	1.59	3.73	2.88	3.13	5.92

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	2,933	3,992	4,918
净利润	2,079	4,863	3,756	4,077	7,725
折旧摊销	110	159	91	106	110
财务费用	10	-19	9	10	9
投资损失	-11	-36	-27	-27	-53
营运资金变动	-608	-959	-929	-211	-2,911
其它	102	124	33	36	38
投资活动现金流	-1,014	-3,514	-747	-1,036	-1,098
资本支出	-1,040	-929	-813	-1,057	-1,144
长期投资	12	-1,739	43	-6	-8
其他	14	-846	23	27	53
筹资活动现金流	53	3,127	459	-25	-94
吸收投资	10	3,461	362	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	2,645	2,931	3,725

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

史慧颖，团队成员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parxel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。

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。