

## 万孚生物 (300482.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 81.82 元

## Q3 稳健增长, 布局发光及分子未来可期

## 市场数据 (人民币)

|               |              |
|---------------|--------------|
| 总股本(亿股)       | 3.43         |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 2.41         |
| 总市值(亿元)       | 280.38       |
| 年内股价最高最低(元)   | 105.52/46.88 |
| 沪深 300 指数     | 4773         |
| 创业板指          | 2700         |

## 公司基本情况 (人民币)

| 项目          | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.897  | 1.131  | 2.065  | 2.387  | 2.900  |
| 每股净资产(元)    | 5.64   | 6.49   | 8.47   | 10.56  | 13.12  |
| 每股经营性现金流(元) | 0.72   | 0.87   | 2.17   | 2.82   | 2.76   |
| 市盈率(倍)      | 28.32  | 45.79  | 39.61  | 34.28  | 28.22  |
| 净利润增长率(%)   | 46.06% | 25.90% | 82.67% | 15.55% | 21.49% |
| 净资产收益率(%)   | 15.91% | 17.43% | 24.38% | 22.61% | 22.09% |
| 总股本(百万股)    | 342.93 | 342.69 | 342.68 | 342.68 | 342.68 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 2020 Q1-Q3 公司实现营收 21.73 亿元, 同比增长 52.6%; 归母净利润 5.66 亿元, 同比增长 95.0%; 扣非后归母净利润 5.56 亿元, 同比增长 97.9%。
- 2020 Q3 实现营收 5.66 亿元, 同比增长 24.1%; 归母净利润 1.17 亿元, 同比增长 39.8%; 扣非后归母净利润 1.16 亿元, 同比增长 32.5%。

## 经营分析

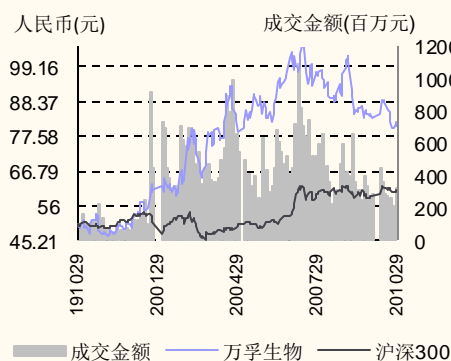
- 公司整体财务指标保持稳定水平。Q1-Q3: 毛利率 71.5% (去年同期 65.2%) 大幅提升, 我们预计与收入结构变化有关。销售费用率 22.8% (去年同期 23.3%) 和管理费用率 7.2% (去年同期 8.6%) 基本持平。Q3: 毛利率 74.5% (去年同期 65.3%) 显著提升, 销售费用率 27.9% (去年同期 25.3%) 有所上行。公司加大各平台研发投入, Q3 研发费用率 11.5% (去年同期 9.1%), 持续的研发投入为产品创新和业绩增长奠定坚实的基础。前三季度经营性活动现金净流量 7.11 亿元 (去年同期 1.35 亿元), 同比增长 425.9%。
- 公司拥有九大技术平台形成了心脑血管疾病、炎症、传染病、毒检、优生优育等检验领域的丰富产品线。分产品线看: 1) 传染病检测是公司的优势领域, 海外疫情仍处于高位, 预计新冠检测试剂将持续贡献业绩增量; 2) 慢病检测业务增速快、发展潜力大。随着人口老龄化加剧, 慢病患者基数预计将持续扩容, 市场需求旺盛; 3) 美国毒检业务公司积极调整战略, 克服疫情实现稳定发展。
- 产品管线不断推陈出新, 积极布局化学发光和分子诊断领域, 前景广阔。1) 发光领域: 新血栓六项满足了临床对于血栓早期预判及后续治疗、监控的需求, 将助力公司化学发光业务在国内中高等级医院终端覆盖率的提升。2) 分子诊断: 公司与 iCubate、Biocartis 的战略合作稳步推进, 万孚倍特的全自动核酸分析系统及配套的血流感染试剂盒均处于报证阶段。持续不断的新品推出有望驱动业绩稳健增长, 未来可期。

## 盈利调整与投资建议

- 我们预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 7.08、8.18、9.94 亿元, 分别同比增长 83%、16%、21%。维持“买入”评级。

## 风险提示

海外市场趋于激烈, 新冠试剂销售不及预期; 常规诊疗恢复不达预期; 新产品市场推广不达预期; 医保降价控费风险; 渠道调整冲击超出预期风险。



## 相关报告

1. 《新冠试剂放量弹性突出, 常规检测恢复可期-万孚生物中报点评》, 2020.8.28
2. 《半年报超预期, 受益新冠试剂出口放量-万孚生物公司点评》, 2020.7.7
3. 《新冠产品增厚 Q1 业绩, Q2 有望继续引领增长-万孚生物公司点评》, 2020.4.21
4. 《利润增长快于收入 新冠试剂 Q1 贡献弹性-万孚生物公司点评》, 2020.3.31
5. 《业绩符合预期, 2020 年有望提速增长-万孚生物公司点评》, 2020.3.2

杨芳

联系人  
yangfang1@gjzq.com.cn

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002  
(8621)60230221

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

|              | 2017   | 2018  | 2019  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|--------------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入       | 1,145  | 1,650 | 2,072 | 3,164  | 3,720  | 4,506  |
| 增长率          | 109.3% | 44.0% | 25.6% | 52.7%  | 17.6%  | 21.1%  |
| 主营业务成本       | -444   | -644  | -721  | -1,105 | -1,204 | -1,389 |
| %销售收入        | 38.8%  | 39.0% | 34.8% | 34.9%  | 32.4%  | 30.8%  |
| 毛利           | 701    | 1,006 | 1,351 | 2,060  | 2,516  | 3,117  |
| %销售收入        | 61.2%  | 61.0% | 65.2% | 65.1%  | 67.6%  | 69.2%  |
| 营业税金及附加      | -6     | -9    | -9    | -14    | -16    | -20    |
| %销售收入        | 0.5%   | 0.6%  | 0.4%  | 0.5%   | 0.4%   | 0.4%   |
| 销售费用         | -238   | -358  | -498  | -664   | -874   | -1,104 |
| %销售收入        | 20.8%  | 21.7% | 24.0% | 21.0%  | 23.5%  | 24.5%  |
| 管理费用         | -202   | -143  | -158  | -237   | -277   | -333   |
| %销售收入        | 17.6%  | 8.7%  | 7.6%  | 7.5%   | 7.5%   | 7.4%   |
| 研发费用         | 0      | -137  | -160  | -263   | -335   | -428   |
| %销售收入        | 0.0%   | 8.3%  | 7.7%  | 8.3%   | 9.0%   | 9.5%   |
| 息税前利润 (EBIT) | 255    | 358   | 526   | 881    | 1,013  | 1,232  |
| %销售收入        | 22.3%  | 21.7% | 25.4% | 27.8%  | 27.2%  | 27.3%  |
| 财务费用         | -21    | 6     | 5     | 23     | 35     | 45     |
| %销售收入        | 1.8%   | -0.4% | -0.2% | -0.7%  | -0.9%  | -1.0%  |
| 资产减值损失       | -8     | -5    | -37   | -22    | -18    | -23    |
| 公允价值变动收益     | 0      | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益         | 3      | 21    | -1    | 0      | 0      | 0      |
| %税前利润        | 1.1%   | 5.0%  | n.a   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
| 营业利润         | 261    | 412   | 509   | 883    | 1,030  | 1,255  |
| 营业利润率        | 22.8%  | 25.0% | 24.6% | 27.9%  | 27.7%  | 27.8%  |
| 营业外收支        | 6      | -3    | -6    | 10     | 10     | 10     |
| 税前利润         | 267    | 409   | 503   | 893    | 1,040  | 1,265  |
| 利润率          | 23.3%  | 24.8% | 24.3% | 28.2%  | 28.0%  | 28.1%  |
| 所得税          | -42    | -63   | -76   | -135   | -157   | -191   |
| 所得税率         | 15.6%  | 15.3% | 15.1% | 15.1%  | 15.1%  | 15.1%  |
| 净利润          | 225    | 347   | 427   | 758    | 883    | 1,074  |
| 少数股东损益       | 14     | 39    | 40    | 50     | 65     | 80     |
| 归属于母公司的净利润   | 211    | 308   | 387   | 708    | 818    | 994    |
| 净利率          | 18.4%  | 18.7% | 18.7% | 22.4%  | 22.0%  | 22.1%  |

现金流量表 (人民币百万元)

|          | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 净利润      | 225  | 347  | 427  | 758   | 883   | 1,074 |
| 少数股东损益   | 14   | 39   | 40   | 50    | 65    | 80    |
| 非现金支出    | 57   | 80   | 149  | 120   | 140   | 174   |
| 非经营收益    | -3   | -17  | 4    | -80   | -25   | -210  |
| 营运资金变动   | -110 | -162 | -283 | -55   | -30   | -92   |
| 经营活动现金净流 | 169  | 248  | 297  | 743   | 968   | 945   |
| 资本开支     | -113 | -131 | -179 | -167  | -290  | -360  |
| 投资       | -329 | -98  | -178 | 0     | 0     | 0     |
| 其他       | 3    | 18   | 25   | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金净流 | -439 | -210 | -332 | -167  | -290  | -360  |
| 股权募资     | 91   | 744  | 26   | 67    | 0     | 0     |
| 债权募资     | 133  | -38  | -91  | -45   | 0     | 0     |
| 其他       | -56  | -71  | -49  | -94   | -104  | -114  |
| 筹资活动现金净流 | 168  | 635  | -115 | -73   | -104  | -114  |
| 现金净流量    | -103 | 672  | -149 | 503   | 574   | 471   |

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

|          | 2017  | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金     | 473   | 1,090 | 881   | 1,384 | 1,958 | 2,429 |
| 应收账款     | 282   | 409   | 490   | 669   | 737   | 884   |
| 存货       | 131   | 166   | 224   | 297   | 334   | 390   |
| 其他流动资产   | 72    | 109   | 146   | 149   | 154   | 162   |
| 流动资产     | 957   | 1,773 | 1,741 | 2,499 | 3,183 | 3,866 |
| %总资产     | 56.5% | 65.9% | 59.1% | 65.0% | 67.4% | 66.4% |
| 长期投资     | 170   | 188   | 320   | 320   | 320   | 320   |
| 固定资产     | 254   | 397   | 506   | 570   | 714   | 900   |
| %总资产     | 15.0% | 14.7% | 17.2% | 14.8% | 15.1% | 15.5% |
| 无形资产     | 283   | 297   | 318   | 329   | 353   | 376   |
| 非流动资产    | 738   | 918   | 1,203 | 1,344 | 1,537 | 1,956 |
| %总资产     | 43.5% | 34.1% | 40.9% | 35.0% | 32.6% | 33.6% |
| 资产总计     | 1,695 | 2,691 | 2,944 | 3,843 | 4,720 | 5,822 |
| 短期借款     | 24    | 104   | 13    | 0     | 0     | 0     |
| 应付款项     | 280   | 321   | 287   | 460   | 519   | 610   |
| 其他流动负债   | 77    | 99    | 143   | 193   | 231   | 283   |
| 流动负债     | 380   | 524   | 443   | 653   | 750   | 893   |
| 长期贷款     | 114   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期负债   | 10    | 16    | 40    | 0     | 0     | 0     |
| 负债       | 505   | 540   | 483   | 653   | 750   | 893   |
| 普通股股东权益  | 1,029 | 1,934 | 2,223 | 2,903 | 3,618 | 4,497 |
| 其中：股本    | 178   | 343   | 343   | 343   | 343   | 343   |
| 未分配利润    | 494   | 680   | 949   | 1,563 | 2,277 | 3,157 |
| 少数股东权益   | 161   | 217   | 237   | 287   | 352   | 432   |
| 负债股东权益合计 | 1,695 | 2,691 | 2,944 | 3,843 | 4,720 | 5,822 |

比率分析

|             | 2017    | 2018    | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标        |         |         |         |         |         |         |
| 每股收益        | 1.183   | 0.897   | 1.131   | 2.065   | 2.387   | 2.900   |
| 每股净资产       | 5.779   | 5.641   | 6.488   | 8.473   | 10.557  | 13.124  |
| 每股经营现金净流    | 0.948   | 0.722   | 0.867   | 2.168   | 2.824   | 2.758   |
| 每股股利        | 0.000   | 0.000   | 0.000   | 0.275   | 0.303   | 0.333   |
| 回报率         |         |         |         |         |         |         |
| 净资产收益率      | 20.48%  | 15.91%  | 17.43%  | 24.38%  | 22.61%  | 22.09%  |
| 总资产收益率      | 12.43%  | 11.43%  | 13.16%  | 18.42%  | 17.33%  | 17.07%  |
| 投入资本收益率     | 16.23%  | 13.43%  | 18.01%  | 23.44%  | 21.67%  | 21.22%  |
| 增长率         |         |         |         |         |         |         |
| 主营业务收入增长率   | 109.28% | 44.05%  | 25.59%  | 52.68%  | 17.57%  | 21.13%  |
| EBIT 增长率    | 88.14%  | 40.19%  | 47.00%  | 67.36%  | 15.05%  | 21.55%  |
| 净利润增长率      | 45.32%  | 46.06%  | 25.90%  | 82.67%  | 15.55%  | 21.49%  |
| 总资产增长率      | 68.51%  | 58.81%  | 9.38%   | 30.54%  | 22.82%  | 23.34%  |
| 资产管理能力      |         |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数    | 48.4    | 66.8    | 68.4    | 72.0    | 68.0    | 68.0    |
| 存货周转天数      | 86.2    | 84.0    | 98.5    | 100.0   | 105.0   | 108.0   |
| 应付账款周转天数    | 78.6    | 82.3    | 77.5    | 78.0    | 77.0    | 76.0    |
| 固定资产周转天数    | 79.4    | 81.9    | 75.0    | 50.8    | 45.5    | 40.5    |
| 偿债能力        |         |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益    | -28.13% | -45.87% | -39.34% | -46.51% | -51.84% | -51.30% |
| EBIT 利息保障倍数 | 12.2    | -59.8   | -112.8  | -37.8   | -29.3   | -27.1   |
| 资产负债率       | 29.79%  | 20.06%  | 16.42%  | 16.98%  | 15.90%  | 15.33%  |



**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH