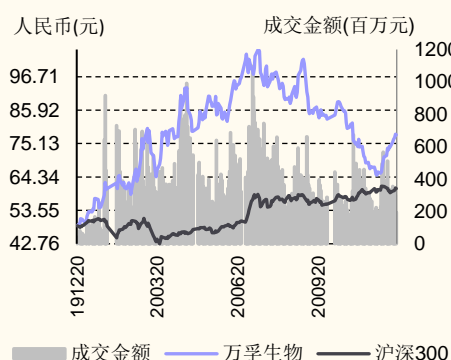


市场价格(人民币): 78.00元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	3.43
已上市流通A股(亿股)	2.42
总市值(亿元)	267.29
年内股价最高最低(元)	105.52/48.65
沪深300指数	5000
创业板指	2781



## 相关报告

- 1.《Q3 稳健增长, 布局发光及分子未来可期-万孚生物三季报点评》, 2020.10.30
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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

杨芳

联系人  
yangfang1@gjzq.com.cn

袁维

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

## 发布股权激励草案, 业绩高增长具有持续性

## 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	1.923	2.190	2.877
每股净资产(元)	5.64	6.49	8.33	10.22	12.76
每股经营性现金流(元)	0.72	0.87	2.09	2.50	2.77
市盈率(倍)	28.32	45.79	40.56	35.62	27.11
净利润增长率(%)	46.06%	25.90%	70.08%	13.86%	31.40%
净资产收益率(%)	15.91%	17.43%	23.08%	21.43%	22.54%
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

## 事件

- 12月20日, 公司发布了限制性股票激励计划草案, 拟以 35.58 元/股 (现价 78 元) 向公司董事、中高级管理人员、核心骨干等授予 425 万股限制性股票, 约占目前公司股本总额 3.43 亿股的 1.24%。其中, 第一类限制性股票 95 万股 (占比 22.35%); 第二类限制性股票 330 万股, 分两次授予, 首次授予 288.2 万股 (占比 89.7%), 预留 41.8 万股。

## 点评

- **本次股权激励计划授予人数多, 覆盖面广。**本激励计划拟首次授予的激励对象合计 341 人, 约占公司总员工数 2476 (截至 2019 年末) 的 13.8%, 包括公司副总经理、财务总监、董秘以及中层管理人员和核心骨干等。充分全面的股权激励机制将核心员工的利益与公司的长远发展绑定, 可有效调动员工的积极性, 为公司稳健发展提供强大保障。
- **本次限制性股票业绩条件较严格, 彰显管理层对未来发展的坚定信心。**本次股权激励业绩考核指标为: 以 2020 年归母净利润为基数, 对应 2021 年、2022 年、2023 年归母净利润增长率分别不低于 25%、55%、100%。2020 年因海外新冠肺炎疫情使公司新冠检测试剂市场需求大幅增长, 拉动业绩高涨。2020 Q1-Q3 公司实现归母净利润 5.66 亿元, 同比增长 95%。在 2020 年净利润高基数背景下, 公司股权激励较严格的业绩考核条件凸显了管理层对未来业绩维持高增长的坚定信心。
- **若假设授予日在 2021 年 1 月中旬, 首次授予的 383.20 万股限制性股票总摊销金额约 1.63 亿元。**预计 2021-2024 年公司股权激励费用分别摊销 7733 万元、5306 万元、2633 万元和 584 万元。

## 盈利调整与投资建议

- 综合考虑公司经营及股权激励费用摊销对利润的影响, 我们分别下调 2020 年、2021 年净利润 6.9%、8.3%, 预计 2020-2022 年公司净利润分别为 6.59、7.50、9.86 亿元, 分别同比增长 70.1%、13.9%、31.4%。若剔除股权激励摊销费用影响 (不考虑税收), 则预计 2020-2022 年公司净利润分别为 6.59、8.28、10.39 亿元, 同比增长 70.1%、25.6%、25.5%。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; 限售股解禁风险等。

**图表 1: 本次激励计划限制性股票在各激励对象间的分配情况**

激励对象姓名	国籍	职务	获授限制性股票数量(万股)	占授予权益总数的比例	占本激励计划公告日公司股本总额的比例
<b>第一类限制性股票</b>					
彭仲雄	中国	副总经理	8	1.88%	0.02%
赵亚平	中国	副总经理	8	1.88%	0.02%
康可人	中国	副总经理	6	1.41%	0.02%
余芳霞	中国	副总经理、财务总监	6	1.41%	0.02%
胡洪	中国	董事会秘书	4	0.94%	0.01%
中层管理人员及核心骨干 (13人)			63	14.82%	0.18%
<b>合计</b>			<b>95</b>	<b>22.35%</b>	<b>0.28%</b>
<b>第二类限制性股票</b>					
张彤 (Tong Zhang)	美国	副总经理	6	1.41%	0.02%
何小维	中国	董事、副总经理	5	1.18%	0.01%
核心骨干 (321人)			277.2	65.22%	0.81%
预留部分			41.8	9.84%	0.12%
<b>合计</b>			<b>330</b>	<b>77.65%</b>	<b>0.96%</b>

来源: 公司公告, 国金证券研究所

**图表 2: 本次激励计划限制性股票的业绩考核目标 (包括预留)**

归属期	业绩考核目标
第一个归属期	以2020年归属于上市公司股东的净利润为基数, 2021年归属于上市公司股东的净利润增长率不低于 <b>25%</b>
第二个归属期	以2020年归属于上市公司股东的净利润为基数, 2022年归属于上市公司股东的净利润增长率不低于 <b>55%</b>
第三个归属期	以2020年归属于上市公司股东的净利润为基数, 2023年归属于上市公司股东的净利润增长率不低于 <b>100%</b>

来源: 公司公告, 国金证券研究所

**图表 3: 首次授予 383.2 万股限制性股票在各期的摊销费用预估**

授予限制性股票的数量 (万股)	预计摊销的总费用 (万元)	2021年 (万元)	2022年 (万元)	2023年 (万元)	2024年 (万元)
383.2	16,255.34	7,733.10	5,305.91	2,632.81	583.53

来源: 公司公告, 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,145</b>	<b>1,650</b>	<b>2,072</b>	<b>2,964</b>	<b>4,000</b>	<b>4,614</b>	货币资金	473	1,090	881	1,359	1,821	2,296
增长率	109.3%	44.0%	25.6%	43.0%	35.0%	15.4%	应收款项	282	409	490	627	792	905
<b>主营业务成本</b>	<b>-444</b>	<b>-644</b>	<b>-721</b>	<b>-1,041</b>	<b>-1,285</b>	<b>-1,421</b>	存货	131	166	224	279	357	399
%销售收入	38.8%	39.0%	34.8%	35.1%	32.1%	30.8%	其他流动资产	72	109	146	146	157	163
<b>毛利</b>	<b>701</b>	<b>1,006</b>	<b>1,351</b>	<b>1,924</b>	<b>2,716</b>	<b>3,193</b>	流动资产	957	1,773	1,741	2,411	3,127	3,764
%销售收入	61.2%	61.0%	65.2%	64.9%	67.9%	69.2%	%总资产	56.5%	65.9%	59.1%	64.2%	67.0%	65.8%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-6</b>	<b>-9</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>	<b>-18</b>	<b>-20</b>	长期投资	170	188	320	320	320	320
%销售收入	0.5%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	254	397	506	570	714	900
<b>销售费用</b>	<b>-238</b>	<b>-358</b>	<b>-498</b>	<b>-622</b>	<b>-920</b>	<b>-1,052</b>	%总资产	15.0%	14.7%	17.2%	15.2%	15.3%	15.7%
%销售收入	20.8%	21.7%	24.0%	21.0%	23.0%	22.8%	无形资产	283	297	318	329	353	376
<b>管理费用</b>	<b>-202</b>	<b>-143</b>	<b>-158</b>	<b>-222</b>	<b>-478</b>	<b>-458</b>	非流动资产	738	918	1,203	1,344	1,537	1,956
%销售收入	17.6%	8.7%	7.6%	7.5%	12.0%	9.9%	%总资产	43.5%	34.1%	40.9%	35.8%	33.0%	34.2%
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>-137</b>	<b>-160</b>	<b>-246</b>	<b>-360</b>	<b>-438</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,695</b>	<b>2,691</b>	<b>2,944</b>	<b>3,755</b>	<b>4,664</b>	<b>5,721</b>
%销售收入	0.0%	8.3%	7.7%	8.3%	9.0%	9.5%	短期借款	24	104	13	0	0	0
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>255</b>	<b>358</b>	<b>526</b>	<b>822</b>	<b>940</b>	<b>1,224</b>	应付款项	280	321	287	433	567	627
%销售收入	22.3%	21.7%	25.4%	27.7%	23.5%	26.5%	其他流动负债	77	99	143	181	243	288
<b>财务费用</b>	<b>-21</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>23</b>	<b>33</b>	<b>43</b>	流动负债	380	524	443	613	810	915
%销售收入	1.8%	-0.4%	-0.2%	-0.8%	-0.8%	-0.9%	%总资产	22.4%	19.5%	14.9%	16.3%	17.4%	16.0%
<b>资产减值损失</b>	<b>-8</b>	<b>-5</b>	<b>-37</b>	<b>-20</b>	<b>-22</b>	<b>-21</b>	长期贷款	114	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	10	16	40	0	0	0
<b>投资收益</b>	<b>3</b>	<b>21</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债</b>	<b>505</b>	<b>540</b>	<b>483</b>	<b>613</b>	<b>810</b>	<b>915</b>
%税前利润	1.1%	5.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,029</b>	<b>1,934</b>	<b>2,223</b>	<b>2,855</b>	<b>3,501</b>	<b>4,373</b>
<b>营业利润</b>	<b>261</b>	<b>412</b>	<b>509</b>	<b>825</b>	<b>950</b>	<b>1,246</b>	其中：股本	178	343	343	343	343	343
营业利润率	22.8%	25.0%	24.6%	27.8%	23.8%	27.0%	未分配利润	494	680	949	1,514	2,161	3,033
<b>营业外收支</b>	<b>6</b>	<b>-3</b>	<b>-6</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	少数股东权益	161	217	237	287	352	432
<b>税前利润</b>	<b>267</b>	<b>409</b>	<b>503</b>	<b>835</b>	<b>960</b>	<b>1,256</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,695</b>	<b>2,691</b>	<b>2,944</b>	<b>3,755</b>	<b>4,664</b>	<b>5,721</b>
利润率	23.3%	24.8%	24.3%	28.2%	24.0%	27.2%	<b>比率分析</b>						
<b>所得税</b>	<b>-42</b>	<b>-63</b>	<b>-76</b>	<b>-126</b>	<b>-145</b>	<b>-190</b>		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税率	15.6%	15.3%	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%	<b>每股指标</b>						
<b>净利润</b>	<b>225</b>	<b>347</b>	<b>427</b>	<b>709</b>	<b>815</b>	<b>1,066</b>	每股收益	1.183	0.897	1.131	1.923	2.190	2.877
少数股东损益	14	39	40	50	65	80	每股净资产	5.779	5.641	6.488	8.330	10.217	12.762
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>211</b>	<b>308</b>	<b>387</b>	<b>659</b>	<b>750</b>	<b>986</b>	每股经营现金净流	0.948	0.722	0.867	2.093	2.497	2.771
净利率	18.4%	18.7%	18.7%	22.2%	18.8%	21.4%	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.275	0.303	0.333
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							<b>回报率</b>						
净利润	225	347	427	709	815	1,066	净资产收益率	20.48%	15.91%	17.43%	23.08%	21.43%	22.54%
少数股东损益	14	39	40	50	65	80	总资产收益率	12.43%	11.43%	13.16%	17.55%	16.09%	17.24%
非现金支出	57	80	149	119	144	172	投入资本收益率	16.23%	13.43%	18.01%	22.22%	20.71%	21.63%
非经营收益	-3	-17	4	-80	-25	-210	<b>增长率</b>						
营运资金变动	-110	-162	-283	-31	-79	-78	主营业务收入增长率	109.28%	44.05%	25.59%	43.03%	34.95%	15.35%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>169</b>	<b>248</b>	<b>297</b>	<b>717</b>	<b>856</b>	<b>950</b>	EBIT增长率	88.14%	40.19%	47.00%	56.23%	14.29%	30.25%
资本开支	-113	-131	-179	-167	-290	-360	净利润增长率	45.32%	46.06%	25.90%	70.08%	13.86%	31.40%
投资	-329	-98	-178	0	0	0	总资产增长率	68.51%	58.81%	9.38%	27.55%	24.20%	22.66%
其他	3	18	25	0	0	0	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-439</b>	<b>-210</b>	<b>-332</b>	<b>-167</b>	<b>-290</b>	<b>-360</b>	应收账款周转天数	48.4	66.8	68.4	72.0	68.0	68.0
股权募资	91	744	26	67	0	0	存货周转天数	86.2	84.0	98.5	100.0	105.0	108.0
债权募资	133	-38	-91	-45	0	0	应付账款周转天数	78.6	82.3	77.5	78.0	77.0	76.0
其他	-56	-71	-49	-94	-104	-114	固定资产周转天数	79.4	81.9	75.0	54.2	42.3	39.6
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>168</b>	<b>635</b>	<b>-115</b>	<b>-73</b>	<b>-104</b>	<b>-114</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>现金净流量</b>	<b>-103</b>	<b>672</b>	<b>-149</b>	<b>478</b>	<b>462</b>	<b>476</b>	净负债/股东权益	-28.13%	-45.87%	-39.34%	-46.41%	-49.83%	-49.86%
							EBIT利息保障倍数	12.2	-59.8	-112.8	-35.7	-28.6	-28.7
							资产负债率	29.79%	20.06%	16.42%	16.33%	17.37%	16.00%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价

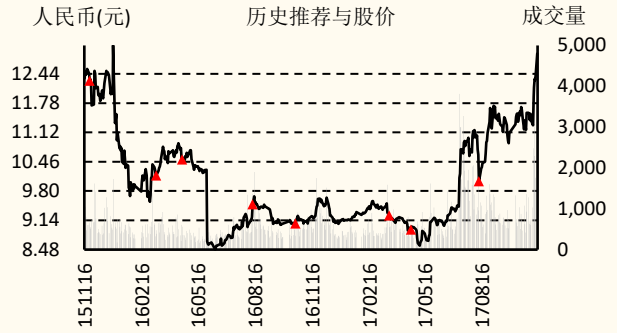
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
- 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
- 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**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，不作为或被视为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：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402