

万孚生物 (300482.SZ) 买入 (维持评级)

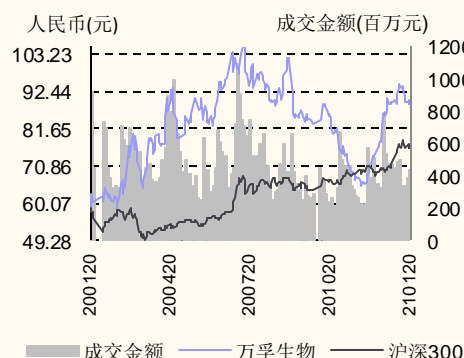
公司点评

市场价格 (人民币): 90.05 元

年报预增符合预期, 内生增长表现突出

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)	308.58
年内股价最高最低(元)	105.52/58.44
沪深 300 指数	5476
创业板指	3205



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	1.830	2.480	3.159
每股净资产(元)	5.64	6.49	8.24	10.41	13.24
每股经营性现金流(元)	0.72	0.87	2.77	2.82	3.27
市盈率(倍)	28.32	45.79	48.75	35.97	28.24
净利润增长率(%)	46.06%	25.90%	61.86%	35.53%	27.36%
净资产收益率(%)	15.91%	17.43%	22.22%	23.81%	23.86%
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

- 公司公布 2020 年业绩预告, 预计全年实现归母净利润 5.81-6.59 亿元, 中值为 6.20 亿元, 同比增长 50%-70%。预计实现扣非后净利润 5.49-6.27 亿元, 中值为 5.88 亿元, 同比增长 48%-69%。
- 预计 2020 Q4 实现归母净利润 0.15-0.93 亿元, 中值为 0.54 亿元, 同比下滑 84%-5%。预计实现扣非后净利润-658-7091 万元, 中值为 3217 万元。业绩符合预期。

经营分析

- **新冠试剂销售持续放量拉动 2020 年业绩强劲增长, 商誉和无形资产减值预计将影响表现利润。**根据业绩预告, 公司收购的控股子公司达成生物和厦门信德科创生物预计 2020 年将计提减值损失 0.95-1.1 亿元。若剔除此商誉和无形资产减值影响, 预计公司 2020 年实现归母净利润 6.76-7.69 亿元, 同比增长 175%-198%; 预计 2020Q4 实现归母净利润 1.10-2.02 亿元, 同比增长 13%-108%, 业绩维持高增长。
- **疫情对常规检测各业务条线影响程度各异, 长期看, 公司业绩增长具备可持续性。**国内: 1) 免疫荧光平台: 上半年业务受新冠疫情影响较大, 下半年随着医院经营回归常态加速恢复; 2) 免疫胶体金平台: 受呼吸道发病率降低的影响, 业务恢复有所放缓。海外: 美国子公司的毒检业务、国际事业部的免疫荧光平台业务表现较为突出, 拉动海外业务整体实现快速增长。我们预计新冠试剂市场需求将维持较稳定水平, 有望持续贡献业绩增量。常规业务加速恢复, 多点开花, 公司业绩增长具备可持续性。
- **积极布局化学发光和分子诊断领域, 成长空间广阔。**1) 化学发光: 新血栓六项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, 未来可期。

盈利调整与投资建议

- 综合考虑商誉减值、股权激励费用摊销及业务增长情况, 我们分别下调 2020 年净利润 5%、上调 2021 年、2022 年净利润 13%、10%, 预计 2020-2022 年公司净利润分别为 6.27、8.50、10.83 亿元, 分别同比增长 61.9%、35.5%、27.4%。维持“买入”评级。

风险提示

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。

相关报告

1. 《发布股权激励草案, 业绩高速增长具有持续性-万孚生物公司点评》, 2020.12.21
2. 《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
3. 《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
4. 《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
5. 《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

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	3,034	3,750	4,543
增长率	109.3%	44.0%	25.6%	46.4%	23.6%	21.1%
主营业务成本	-444	-644	-721	-942	-1,169	-1,410
%销售收入	38.8%	39.0%	34.8%	31.0%	31.2%	31.0%
毛利	701	1,006	1,351	2,093	2,581	3,133
%销售收入	61.2%	61.0%	65.2%	69.0%	68.8%	69.0%
营业税金及附加	-6	-9	-9	-11	-17	-20
%销售收入	0.5%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-238	-358	-498	-692	-788	-931
%销售收入	20.8%	21.7%	24.0%	22.8%	21.0%	20.5%
管理费用	-202	-143	-158	-231	-356	-386
%销售收入	17.6%	8.7%	7.6%	7.6%	9.5%	8.5%
研发费用	0	-137	-160	-334	-338	-409
%销售收入	0.0%	8.3%	7.7%	11.0%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	255	358	526	826	1,083	1,387
%销售收入	22.3%	21.7%	25.4%	27.2%	28.9%	30.5%
财务费用	-21	6	5	14	13	14
%销售收入	1.8%	-0.4%	-0.2%	-0.5%	-0.4%	-0.3%
资产减值损失	-8	-5	-37	-21	-16	-29
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	21	-1	7	5	5
%税前利润	1.1%	5.0%	n.a	0.9%	0.5%	0.4%
营业利润	261	412	509	826	1,086	1,376
营业利润率	22.8%	25.0%	24.6%	27.2%	29.0%	30.3%
营业外收支	6	-3	-6	-10	-8	-7
税前利润	267	409	503	816	1,078	1,369
利润率	23.3%	24.8%	24.3%	26.9%	28.7%	30.1%
所得税	-42	-63	-76	-139	-163	-207
所得税率	15.6%	15.3%	15.1%	17.0%	15.1%	15.1%
净利润	225	347	427	677	915	1,163
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	627	850	1,083
净利率	18.4%	18.7%	18.7%	20.7%	22.7%	23.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	225	347	427	677	915	1,163
少数股东损益	14	39	40	50	65	80
非现金支出	57	80	149	126	153	199
非经营收益	-3	-17	4	-56	10	-187
营运资金变动	-110	-162	-283	202	-111	-52
经营活动现金净流	169	248	297	949	967	1,122
资本开支	-113	-131	-179	-312	-343	-402
投资	-329	-98	-178	-430	-120	-130
其他	3	18	25	7	5	5
投资活动现金净流	-439	-210	-332	-735	-458	-527
股权募资	91	744	26	67	0	0
债权募资	133	-38	-91	449	0	0
其他	-56	-71	-49	-105	-125	-125
筹资活动现金净流	168	635	-115	411	-125	-125
现金净流量	-103	672	-149	625	383	470

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	1,506	1,890	2,359
应收账款	282	409	490	474	581	671
存货	131	166	224	283	330	400
其他流动资产	72	109	146	526	622	733
流动资产	957	1,773	1,741	2,789	3,422	4,164
%总资产	56.5%	65.9%	59.1%	65.0%	66.4%	65.5%
长期投资	170	188	320	380	400	430
固定资产	254	397	506	673	820	998
%总资产	15.0%	14.7%	17.2%	15.7%	15.9%	15.7%
无形资产	283	297	318	324	364	402
非流动资产	738	918	1,203	1,502	1,735	2,191
%总资产	43.5%	34.1%	40.9%	35.0%	33.6%	34.5%
资产总计	1,695	2,691	2,944	4,291	5,157	6,355
短期借款	24	104	13	10	10	10
应付款项	280	321	287	457	509	606
其他流动负债	77	99	143	230	232	285
流动负债	380	524	443	697	752	901
长期贷款	114	0	0	0	0	0
其他长期负债	10	16	40	484	484	484
负债	505	540	483	1,181	1,236	1,385
普通股股东权益	1,029	1,934	2,223	2,823	3,569	4,538
其中：股本	178	343	343	343	343	343
未分配利润	494	680	949	1,482	2,229	3,197
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	4,291	5,157	6,355

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.183	0.897	1.131	1.830	2.480	3.159
每股净资产	5.779	5.641	6.488	8.237	10.415	13.241
每股经营现金净流	0.948	0.722	0.867	2.771	2.821	3.274
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%	22.22%	23.81%	23.86%
总资产收益率	12.43%	11.43%	13.16%	14.61%	16.48%	17.03%
投入资本收益率	16.23%	13.43%	18.01%	19.02%	20.83%	21.55%
增长率						
主营业务收入增长率	109.28%	44.05%	25.59%	46.41%	23.60%	21.15%
EBIT 增长率	88.14%	40.19%	47.00%	56.89%	31.18%	28.04%
净利润增长率	45.32%	46.06%	25.90%	61.86%	35.53%	27.36%
总资产增长率	68.51%	58.81%	9.38%	45.76%	20.17%	23.23%
资产管理能力						
应收账款周转天数	48.4	66.8	68.4	45.0	48.0	47.0
存货周转天数	86.2	84.0	98.5	110.0	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	61.7	52.6	45.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-28.13%	-45.87%	-39.34%	-39.60%	-41.18%	-41.95%
EBIT 利息保障倍数	12.2	-59.8	-112.8	-60.3	-81.1	-101.3
资产负债率	29.79%	20.06%	16.42%	27.52%	23.96%	21.80%

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	3	10	11	20	32
增持	0	2	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.17	1.21	1.17	1.00

来源：聚源数据

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。

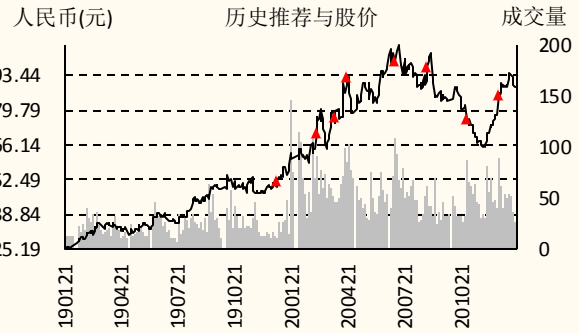
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-12-31	买入	49.50	61.57~61.57
2	2020-03-02	买入	65.01	N/A
3	2020-03-31	买入	79.38	N/A
4	2020-04-21	买入	90.11	N/A
5	2020-07-07	买入	99.30	N/A
6	2020-08-28	买入	91.70	N/A
7	2020-10-30	买入	81.82	N/A
8	2020-12-21	买入	78.00	N/A

来源：国金证券研究所



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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402