

IVD+疫苗双轮驱动，业绩高速增长

万泰生物 (603392.SH)

推荐 (首次覆盖)

核心观点:

- **事件**公司发布 2020 年报，实现营收 23.54 亿元 (+98.88%)，归母净利润 6.77 亿元 (+224.13%)，扣非归母净利润 6.17 亿元 (+273.71%)，EPS 为 1.62 元/股；经营性现金流净额 4.68 亿元 (+71.71%)；拟每 10 股送红 4 股并派发现金股利 2.50 元(含税)。
- **业绩高速增长，盈利能力提升**受益于二价宫颈癌疫苗投产、新冠肺炎检测试剂盒销售、与 GSK 和巴斯德技术转让收入，公司业绩实现高速增长。毛利率 81.23%，相较于去年同期提升 9.33pp，盈利能力提升明显。费用端，销售费用率 29.35%，相较于去年提升 1.18pp，主要系新增二价 HPV 疫苗上市推广费、尿液自检试剂宣传费用、疫苗销售人员大幅增加所致。管理费用率 4.94%，同比大幅下降 9.6pp，主要系报告期内二价 HPV 疫苗实现量产，同期费用计入生产成本所致。
- **新冠检测需求增加，带动体外诊断业务快速增长**新冠疫情期间，公司第一时间成功研发出基于化学发光、酶联免疫、胶体金、核酸等技术平台的多项产品，其中双抗原夹心法通过国家应急审批，另有新冠 5 项产品取得欧盟 CE 认证、3 项获美国 FDA 的 EUA、1 项获得 WHO 的 EUL。报告期内，体外诊断业务实现收入 14.7 亿元，同比+29.4%，其中新冠检测试剂收入 2.6 亿元，新冠检测累计带动全自动发光免疫分析仪装机 413 台，装机量同比增长 50.73%，整体装机累计过千台，位居行业前列，传染病与感染检测等相关产品亦在此带动下实现快速放量，单机产量大幅提升。19 年我国体外诊断市场规模占比仅为 5%，行业发展空间大。根据 BCC Research 预测，2027 年全球新冠检测市场将增至 1951 亿美元，20-27 年均复合增速约为 15%。我们认为，随着装机量增加以及化学发光项目持续获得注册证，未来公司 IVD 业务有望保持较快增速。
- **二价 HPV 疫苗正式投产，市场空间广阔**二价 HPV 疫苗于 5 月份正式投产放量，实现收入 6.93 亿元，带动疫苗板块高速增长。公司是国产首家、全球第三家 HPV 疫苗供应商，独创大肠杆菌生产平台，产品成本优势明显，市场价每支 329 元，远低于进口同类竞品，且独家获批 9-14 岁 2 针法，对比进口竞品需接种 3 针，便利性较强。目前，默沙东四价、九价、GSK 二价垄断全球 HPV 疫苗市场，价格居高不下且供货量有限，公司二价产品有望实现快速放量，上市半年，国内市占率约占 16%，未来市场空间广阔。
- **技术优势强，研发管线丰富**公司具有独特的大肠杆菌生产平台，不仅成本低而且表达效率高，可用于多种病毒疫苗生产。VLP 组装合成技术具备较强延展性，技术平台不仅可以生产戊肝、二/九价 HPV 疫苗，而且可以制备其他病毒疫苗。公司核心技术亦得到跨国企业认可，与 GSK 合作的新一代 HPV 疫苗、

分析师

孟令伟

☎: 010-80927655

✉: menglingwei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070001

刘晖

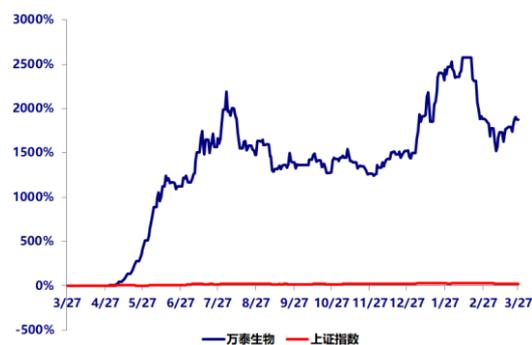
☎: 010-80927655

✉: liuhui_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520080003

行业数据

2021.03.26



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

与赛诺菲巴斯德合作的新型轮状病毒疫苗均按计划顺利进行，公司是国内首家将疫苗产品权益出售给老牌跨国疫苗企业的公司。报告期内，与 GSK 合作技术收入以及与巴斯德技术转让收入合计 1.54 亿元。基于该技术平台，公司目前研发管线重点品种包括九价 HPV 疫苗（III 期）、新型水痘减毒活疫苗（II 期，全球首创）、鼻喷流感病毒载体新冠疫苗（II 期）。

- **投资建议**我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 11.71/17.85/21.91 亿元，对应 EPS 分别为 2.70/4.12/5.05 元，当前股价对应 PE 为 99/63/49X，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示**二价 HPV 放量不及预期的风险，新品研发失败的风险，行业竞争加剧的风险。

表 1: 主要财务指标

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2354.26	3818.91	5409.56	6578.44
增长率（%）	98.88%	62.21%	41.65%	21.61%
归母净利润（百万元）	677.00	1171.46	1785.40	2190.83
增长率（%）	255.06%	70.62%	52.41%	22.71%
EPS（元）	1.56	2.70	4.12	5.05
PE	129.07	92.11	60.44	49.25
EV/EBITDA(X)	100.35	98.64	63.13	48.78

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 2: 利润表财务数据

（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2354.26	3818.91	5409.56	6578.44
营业成本	442.14	664.17	842.26	984.34
营业税金及附加	12.51	23.47	31.75	39.22
营业费用	690.94	1120.80	1587.64	1930.69
管理费用	116.37	310.95	382.77	488.86
财务费用	11.37	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-29.15	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.35	0.00	0.00	0.00
投资净收益	13.61	29.43	38.21	47.88
营业利润	775.20	1322.68	2015.93	2473.69
营业外收入	0.31	0.00	0.00	0.00
营业外支出	11.06	0.00	0.00	0.00
利润总额	764.45	1322.68	2015.93	2473.69
所得税	82.64	142.98	217.92	267.40
净利润	681.82	1179.70	1798.01	2206.29

少数股东损益	4.82	8.24	12.61	15.46
归属母公司净利润	677.00	1171.46	1785.40	2190.83
EBITDA	864.51	1075.35	1652.39	2091.91
EPS (元)	1.56	2.70	4.12	5.05

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 3: 资产负债表财务数据

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1977.79	3609.05	6032.45	8749.38
现金	710.67	1825.84	3584.64	5863.05
应收账款	691.33	1018.07	1490.91	1793.29
其它应收款	12.90	20.97	29.68	36.10
预付账款	26.20	37.47	48.32	56.16
存货	400.04	558.82	726.46	842.07
其他	136.65	147.89	152.44	158.72
非流动资产	1525.89	1382.78	1074.92	821.98
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	559.48	377.47	74.12	-188.78
无形资产	233.95	153.27	18.81	-97.73
其他	732.46	852.04	981.99	1108.48
资产总计	3503.68	4991.83	7107.37	9571.36
流动负债	829.03	1137.48	1455.01	1712.70
短期借款	77.66	0.00	0.00	0.00
应付账款	112.74	169.81	215.15	251.51
其他	638.63	967.68	1239.86	1461.19
非流动负债	94.26	94.26	94.26	94.26
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	94.26	94.26	94.26	94.26
负债合计	923.29	1231.74	1549.27	1806.96
少数股东权益	26.73	34.97	47.58	63.04
归属母公司股东权益	2553.67	3725.12	5510.52	7701.35
负债和股东权益	3503.68	4991.83	7107.37	9571.36

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 4: 现金流量表财务数据

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	468.21	906.91	1222.69	1813.40
净利润	681.82	1179.70	1798.01	2206.29
折旧摊销	86.54	-114.29	-190.49	-165.09
财务费用	12.86	0.00	0.00	0.00
投资损失	-13.61	-29.43	-38.21	-47.88
营运资金变动	-390.60	-129.98	-347.08	-180.82
其它	91.19	0.91	0.46	0.89
投资活动现金流	-295.40	285.92	536.10	465.01
资本支出	-387.70	256.49	497.89	417.14
长期投资	1.21	0.00	0.00	0.00
其他	91.10	29.43	38.21	47.88
筹资活动现金流	379.79	-77.66	0.00	0.00
短期借款	77.66	-77.66	0.00	0.00
长期借款	-21.00	0.00	0.00	0.00
其他	323.14	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	543.59	1115.18	1758.79	2278.41

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表格目录

表 1: 主要财务指标.....	2
表 2: 利润表财务数据.....	2
表 3: 资产负债表财务数据.....	3
表 4: 现金流量表财务数据.....	4

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

孟令伟：北京大学生物医药专业博士。专业能力突出，博士期间从事创新药研发工作，深度参与创新药临床前研究与临床申报，熟悉创新药研发与创新服务产业链，对医药行业景气度及产业链变化理解深入。2018年加入中国银河证券。

刘晖：北京大学汇丰商学院西方经济学硕士，生命科学学院学士。2018年加入中国银河证券。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10% - 20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-80928021 gengyouyou@ChinaStock.com.cn