



2021-08-18

公司点评报告

买入/维持

万泰生物(603392)

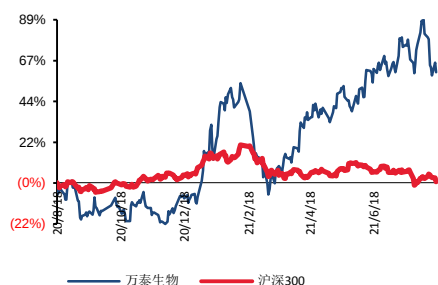
目标价: 312.5

昨收盘: 250.26

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

2 价 HPV 放量同比高速增长，产能顺利扩充

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	607/151
总市值/流通(百万元)	151,918/37,743
12 个月最高/最低(元)	337.53/169.50

相关研究报告:

万泰生物(603392)《业绩超预期，二价 HPV 产能顺利扩充》
—2021/04/22

证券分析师: 盛丽华

电话: 021-58502206

E-MAIL: shenglh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520070003

事件: 公司发布 2021 年半年度报告, 收入 19.64 亿元(+132.78%), 归母净利润 7.22 亿元(+195.92%), 扣非归母净利润 6.92 亿元(+202.45%)。

点评:

2 价 HPV 放量同比高速增长。 公司披露疫苗分部收入为 8.75 亿元, 疫苗子公司万泰沧海上半年实现收入 11.14 亿元(2020H1 收入为 8 千万左右), 2 价 HPV 贡献绝大部分收入, 从中检院披露的 2 价 HPV 批签发批次情况, 我们预计 2021H1 批签发了 2 价 HPV230 万支左右, 我们预计实现收入 7.5 亿元左右。2021H1 批签发了戊肝疫苗共 3 批, 预计批签发约 14 万支, 戊肝 2021 年中标价大幅提升(2021 年为 770 元/支, 之前为 160 元/支), 预计 2021H1 贡献部分收入。

疫苗板块净利润率提升。 根据公告, 疫苗子公司万泰沧海上半年实现收入 11.14 亿元(2020H1 收入为 8 千万左右), 净利润 4.8 亿元, 剔除 GSK 里程碑收入 0.85 亿元, 万泰沧海的净利润接近 40%, 随着收入规模提升, 净利润率提升。2020 年万泰沧海的净利润 30% (2020 年收入 9.8 亿元, 净利润 3.41 亿元, GSK 里程碑收入 0.86 亿元), 万泰沧海的净利润率大概能指引疫苗板块净利润率。

2 价 HPV 产能顺利扩充, 供给无虞。 根据公告, 2021 年 4 月份预灌封注射器产品线获批, 产能提高至 2000 万支/年。2021 年 7 月, 新增西林瓶产线 1000 万产能, 公司二价宫颈癌疫苗的总产能达到 3000 万支/年。根据公告, 预灌封注射器包装的获批, 新增产能 1000 万支/年, 进一步提升公司二价宫颈癌疫苗的供应能力。考虑到从生产到批签发的节奏, 预灌封包装顺利生产的话, 预计 8 月份左右出批签发, 预计 21 年贡献 300-400 万支左右, 总体预计 21 年公司 2 价 HPV 批签发给在 800 万支左右。产能的扩充将能很好的满足快速增长的 2 价 HPV 需求, 实现顺利放量增长。

IVD 板块收入同比高速增长。 试剂收入 11.4 亿元(2020H1 收入为 6.26 亿元左右), 同比增长 82%左右, 营业利润 5.06 亿元, 预计净利润 4.4 亿, 净利润率在 38%左右。高速增长与医院终端需求较之 2020 年上半年明显恢复, 常规诊断产品的销售得到较大提升有关, 以及新冠相

关产品在海外销售的平稳有关。

研发进展顺利。2 价 HPV 完成 WHO 预认证现场核查;9 价 HPV 完成了第三针临床现场接种工作,并同步启动了与竞品疫苗的非劣效性评价试验;传统的冻干水痘疫苗于 III 临床试验中,新型冻干水痘疫苗 (VZV-7D) 开展了 II 期临床试验;鼻喷新冠疫苗处于 II 期临床试验中。

投资建议: 公司搭建了稀缺的大肠杆菌原核表达系统的病毒样颗粒疫苗技术平台,结合了病毒样颗粒疫苗免疫原性好,安全性高的特点,突破了原核表达蛋白颗粒组装的关键性技术难点,达到了生产效率与免疫效果的完美结合,除上市戊肝疫苗和二价宫颈癌疫苗外,此平台九价宫颈癌疫苗正在进行三期临床试验,并正在布局新一代宫颈癌疫苗和轮状病毒疫苗。二价 HPV 产能顺利扩产,驱动业绩高速增长。我们预计 21-23 年对应 EPS 为 2.0、2.9、3.8 元,现价对应 21-23 年 PE 为 128 倍、86 倍、66 倍,维持“买入”评级。

风险提示: 竞争加剧,研发不及预期,销售不及预期,业绩不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标:

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2354	3901	5394	6711
(+/-%)	98.82	65.72	38.27	24.42
净利润(百万元)	677	1184	1776	2287
(+/-%)	224.13	74.84	50.07	28.74
摊薄每股收益(元)	1.12	1.95	2.93	3.77
市盈率(PE)	180.70	128.32	85.50	66.42

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	284	711	2390	3747	5077
应收和预付款项	278	725	112	152	183
存货	236	400	174	243	283
其他流动资产	98	143	121	123	124
流动资产合计	886	1965	2812	4287	5692
长期股权投资	23	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	546	559	701	1039	1661
在建工程	82	231	456	793	1299
无形资产	242	234	224	213	202
长期待摊费用	18	20	20	20	20
其他非流动资产	63	213	213	213	213
资产总计	2165	3491	4694	6833	9355
短期借款	0	78	78	78	78
应付和预收款项	208	113	254	358	417
长期借款	21	0	50	100	150
其他长期负债	71	94	94	94	94
负债合计	584	923	943	1305	1541
股本	390	434	434	434	434
资本公积	172	446	446	446	446
留存收益	799	1446	2452	3962	5906
归母公司股东权益	1559	2554	3737	5514	7800
少数股东权益	20	22	27	27	27
股东权益合计	1581	2580	3764	5540	7827
负债和股东权益	2165	3504	4707	6846	9368

现金流量表(百万)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金流	273	468	2085	2072	2531
投资性现金流	-198	-295	-454	-762	-1247
融资性现金流	-5	380	48	47	45
现金增加额	69	553	1679	1358	1329

利润表(百万)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1184	2354	3901	5394	6711
营业成本	331	442	496	694	806
营业税金及附加	9	13	26	34	42
销售费用	333	691	1365	1996	2550
管理费用	172	116	176	216	268
财务费用	-8	11	-2	-9	-14
资产减值损失	19	29	0	0	0
投资收益	14	14	0	30	50
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	218	775	1374	2064	2641
其他非经营损益	-2	-11	2	2	2
利润总额	217	764	1376	2066	2643
所得税	7	83	193	289	356
净利润	210	682	1184	1776	2287
少数股东损益	1	5	0	0	0
归母股东净利润	209	677	1184	1776	2287

预测指标

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	72.05%	81.22%	87.29%	87.13%	87.99%
销售净利率	17.77%	28.96%	30.34%	32.93%	34.07%
销售收入增长率	20.46%	98.88%	65.70%	38.27%	24.42%
EBIT 增长率	16.62%	351.94%	76.12%	47.61%	27.29%
净利润增长率	-28.73%	224.13%	74.84%	50.07%	28.74%
ROE	13.40%	26.51%	31.67%	32.22%	29.32%
ROA	9.65%	19.39%	25.21%	26.00%	24.45%
ROIC	13.25%	36.58%	81.18%	90.58%	76.08%
EPS(X)	0.34	1.12	1.95	2.93	3.77
PE(X)	0.00	180.70	128.32	85.50	66.42
PB(X)	0.00	47.91	40.64	27.55	19.47
PS(X)	0.00	37.12	27.81	20.11	16.17
EV/EBITDA(X)	-1.03	100.35	72.25	48.75	37.60

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



李文

13728975701

liyw@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。