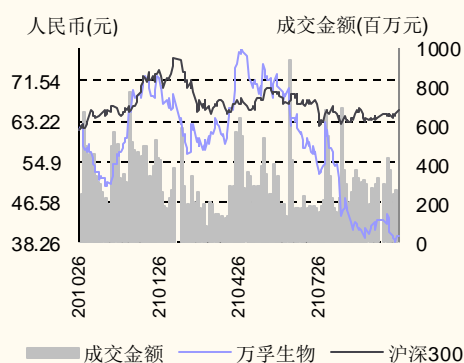


市场价格 (人民币): 39.65 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.45
已上市流通 A 股(亿股)	3.20
总市值(亿元)	176.42
年内股价最高最低(元)	78.25/38.26
沪深 300 指数	4980
创业板指	3339



费用比例提升影响利润表现，未来成长可期

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,072	2,811	3,171	3,762	4,887
营业收入增长率	25.59%	35.64%	12.81%	18.64%	29.90%
归母净利润(百万元)	387	634	795	956	1,276
归母净利润增长率	25.90%	63.67%	25.32%	20.35%	33.44%
摊薄每股收益(元)	1.131	1.851	1.786	2.150	2.868
每股经营性现金流净额	0.65	2.40	2.17	3.27	4.25
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.43%	22.31%	22.80%	22.40%	23.74%
P/E	45.79	48.21	26.59	22.09	16.56
P/B	7.98	10.76	6.06	4.95	3.93

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩

- 10月25日，公司公布2021年三季度业绩，前三季度实现营业收入25.07亿元(+15%)，比2019(+76%)；归母净利润6.27亿元(+11%)，比2019(+116%)；
- 分季度看，2021Q3实现营业收入6.51亿元(+15%)，比2019(+43%)；归母净利润7157万元(-39%)，比2019(-14%)。

点评

- 业绩保持两位数增长，对比2019年盈利能力有所提升。公司前三季度营业收入及归母净利润均保持双位数增长，前三季度毛利率65.67%，对比2020年同期减少5.87pct，对比2019年同期增长0.46pct；净利率25.02%，对比2020年同期下降1.03pct，2019年同期增长4.64pct。
- Q3管理费用率上行，研发费用率提升，单季度利润增速回落。公司Q3销售费用率27.38%，同比下降0.51pct；管理费用率9.96%，同比增长2.63pct；研发费用率14.74%，同比上涨3.25pct；费用同比上涨，一定程度上导致利润增速回落。公司研发费用率持续高于行业平均水平，有望持续驱动公司创新，打造盈利增长点。
- 公司业务多元化布局，海内外双驱动打开长期空间。化学发光业务、分子诊断稳步推进，万孚倍特持续探索感染性疾病及微生物诊断领域；万孚卡迪斯合作百时美施贵宝未来血液融合基因及肿瘤伴随诊断有望落地；未来智能互联及数字化、病例诊断等业务有望拉动公司不断成长。此外，公司海内外业务双轮驱动，国际化布局打开长期成长空间。

盈利调整与投资建议

- 考虑三季度公司利润增长回落影响，我们分别下调公司22、23年盈利预测13.3%、12.0%。预计公司21-23年实现归母净利润7.95亿元、9.56亿元、12.76亿元，同比增25%、20%、33%。维持“买入”评级。

风险提示

- 带量采购风险、海外业务拓展不及预期、常规业务恢复不及预期、汇率风险、中美贸易摩擦风险、新冠业务收入不及预期、研发不及预期等。

相关报告

- 《常规业务高增长，研发加码未来成长多看点-万孚生物中报点评》，2021.8.26
- 《业绩快速增长，盈利能力持续增强-万孚生物公司点评》，2021.4.27
- 《一季报预告增长迅速，业绩持续高增长可期-万孚生物公司点评》，2021.4.12
- 《年报预增符合预期，内生增长表现突出-万孚生物公司点评》，2021.1.21
- 《发布股权激励草案，业绩高增长具有持续性-万孚生物公司点评》，2020.12.21

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

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)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,650	2,072	2,811	3,171	3,762	4,887	货币资金	1,090	881	1,408	2,277	2,926	3,858
增长率		25.6%	35.6%	12.8%	18.6%	29.9%	应收款项	409	490	338	484	547	666
主营业务成本	-644	-721	-871	-989	-1,170	-1,510	存货	166	224	377	319	356	432
%销售收入	39.0%	34.8%	31.0%	31.2%	31.1%	30.9%	其他流动资产	109	146	147	147	155	171
毛利	1,006	1,351	1,940	2,182	2,592	3,377	流动资产	1,773	1,741	2,270	3,228	3,984	5,127
%销售收入	61.0%	65.2%	69.0%	68.8%	68.9%	69.1%	%总资产	65.9%	59.1%	52.7%	68.5%	70.9%	74.0%
营业税金及附加	-9	-9	-10	-11	-13	-17	长期投资	188	320	1,025	470	470	470
%销售收入	0.6%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	397	506	677	724	851	1,002
销售费用	-358	-498	-631	-609	-677	-875	%总资产	14.7%	17.2%	15.7%	15.4%	15.1%	14.5%
%销售收入	21.7%	24.0%	22.5%	19.2%	18.0%	17.9%	无形资产	297	318	288	292	313	330
管理费用	-143	-158	-189	-209	-237	-293	非流动资产	918	1,203	2,036	1,486	1,633	1,802
%销售收入	8.7%	7.6%	6.7%	6.6%	6.3%	6.0%	%总资产	34.1%	40.9%	47.3%	31.5%	29.1%	26.0%
研发费用	-137	-160	-279	-311	-312	-391	资产总计	2,691	2,944	4,306	4,713	5,616	6,928
%销售收入	8.3%	7.7%	9.9%	9.8%	8.3%	8.0%	短期借款	104	13	94	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	358	526	831	1,041	1,353	1,801	应付款项	293	245	390	323	360	443
%销售收入	21.7%	25.4%	29.6%	32.8%	36.0%	36.9%	其他流动负债	127	186	309	229	272	356
财务费用	6	5	-28	-57	-176	-241	流动负债	524	443	793	552	632	799
%销售收入	-0.4%	-0.2%	1.0%	1.8%	4.7%	4.9%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-5	50	124	-17	-15	-20	其他长期负债	16	40	519	489	489	489
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	540	483	1,312	1,042	1,121	1,289
投资收益	21	-1	32	0	0	0	普通股股东权益	1,934	2,223	2,842	3,485	4,271	5,376
%税前利润	5.0%	n.a	4.4%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	343	343	343	343	343	343
营业利润	412	509	740	967	1,161	1,540	未分配利润	680	949	1,436	2,059	2,845	3,950
营业利润率	25.0%	24.6%	26.3%	30.5%	30.9%	31.5%	少数股东权益	217	237	151	186	224	264
营业外收支	-3	-6	-9	10	10	10	负债股东权益合计	2,691	2,944	4,306	4,713	5,616	6,928
税前利润	409	503	731	977	1,171	1,550	比率分析						
利润率	24.8%	24.3%	26.0%	30.8%	31.1%	31.7%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-63	-76	-114	-148	-177	-234	每股指标						
所得税率	15.3%	15.1%	15.6%	15.1%	15.1%	15.1%	每股收益	0.897	1.131	1.851	1.786	2.150	2.868
净利润	347	427	617	830	994	1,316	每股净资产	5.641	6.488	8.294	7.833	9.598	12.081
少数股东损益	39	40	-17	35	38	40	每股经营现金净流	0.722	0.649	2.398	2.173	3.274	4.248
归属于母公司的净利润	308	387	634	795	956	1,276	每股股利	0.220	0.250	0.500	0.500	0.500	0.500
净利率	18.7%	18.7%	22.6%	25.1%	25.4%	26.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	15.91%	17.43%	22.31%	22.80%	22.40%	23.74%
净利润	347	427	617	830	994	1,316	总资产收益率	11.43%	13.16%	14.73%	16.86%	17.03%	18.42%
少数股东损益	39	40	-17	35	38	40	投入资本收益率	13.43%	18.01%	19.55%	21.25%	23.04%	24.95%
非现金支出	80	75	29	137	158	191	增长率						
非经营收益	-17	4	-13	30	12	12	主营业务收入增长率	44.05%	25.59%	35.64%	12.81%	18.64%	29.90%
营运资金变动	-162	-283	189	-253	-43	-64	EBIT增长率	40.19%	47.00%	57.88%	25.31%	29.91%	33.16%
经营活动现金净流	248	222	822	744	1,122	1,455	净利润增长率	46.06%	25.90%	63.67%	25.32%	20.35%	33.44%
资本开支	-131	-179	-419	-140	-280	-330	总资产增长率	58.81%	9.38%	46.27%	9.46%	19.16%	23.36%
投资	-98	-178	-605	556	0	0	资产管理能力						
其他	18	25	-4	0	0	0	应收账款周转天数	66.8	68.4	44.7	50.0	48.0	45.0
投资活动现金净流	-210	-332	-1,028	416	-280	-330	存货周转天数	84.0	98.5	125.8	120.0	115.0	110.0
股权募资	744	26	20	20	0	0	应付账款周转天数	82.3	77.5	95.6	80.0	75.0	70.0
债权募资	-38	-91	680	-115	0	0	固定资产周转天数	81.9	75.0	67.6	59.6	50.9	39.3
其他	-71	-49	-206	-196	-193	-193	偿债能力						
筹资活动现金净流	635	-115	494	-291	-193	-193	净负债/股东权益	-45.87%	-39.34%	-30.98%	-51.49%	-56.48%	-61.54%
现金净流量	672	-224	288	869	648	932	EBIT利息保障倍数	-59.8	-112.8	29.7	18.4	7.7	7.5
							资产负债率	20.06%	16.42%	30.48%	22.10%	19.97%	18.60%

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	1	2	17	18	35
增持	0	1	6	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.26	1.28	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。

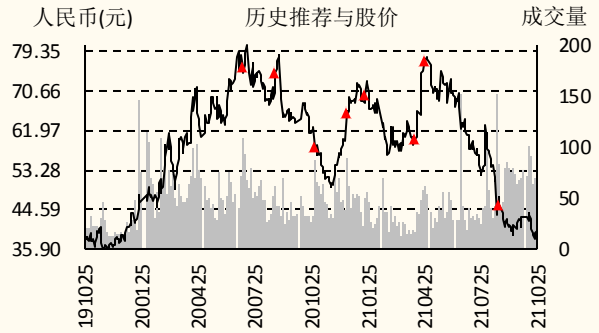
最终评分与平均投资建议对照：

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	2020-07-07	买入	99.30	N/A
2	2020-08-28	买入	91.70	N/A
3	2020-10-30	买入	81.82	N/A
4	2020-12-21	买入	78.00	N/A
5	2021-01-21	买入	90.05	N/A
6	2021-04-12	买入	76.51	N/A
7	2021-04-27	买入	101.39	N/A
8	2021-08-26	买入	47.49	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