



Research and
Development Center

HPV 疫苗放量，驱动业绩实现高速增长

—万泰生物(603392)公司点评报告

2021年10月27日

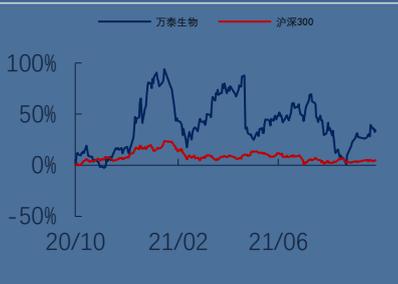
周平
S1500521040001
15310622991
zhouping@cindasc.com

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

万泰生物 (603392)



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	227.76
52周内股价波动区间(元)	171.89-344.70
最近一月涨跌幅(%)	5.69
总股本(亿股)	6.07
流通A股比例(%)	24.84
总市值(亿元)	1,382.59

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

HPV 疫苗放量，驱动业绩实现高速增长

2021年10月27日

本期内容提要：

事件：公司发布三季报，2021 前三季度实现收入 35.96 亿元，同比+124.86%，归母净利润 11.88 亿元，同比+154.59%，扣非后归母净利润 11.55 亿元，同比+158.08%。其中，第三季度实现收入 16.32 亿元，同比+116.01%，归母净利润 4.67 亿元，同比+109.39%，扣非后归母净利润 4.62 亿元，同比+111.59%。

点评：

- **二价 HPV 疫苗放量驱动业绩高速增长。**1-9 月公司实现营业收入 35.96 亿元，同比+124.86%，业绩实现高速增长，二价 HPV 疫苗为主要贡献来源。受益于 4 月预灌封产品线的获批及 7 月西林瓶剂型的产能放大，公司二价 HPV 疫苗总产能已扩大到 3000 万支/年，从三季度起批签发有所提升。根据中检院批签发信息及历史数据预测，Q1、Q2、Q3 分别批签发 17 批、28 批、91 批，单季度批签发量显著提升，前三季度二价 HPV 疫苗合计批签发 136 批，批签发量估计超过 600 万支。随着产能的逐步释放，公司二价 HPV 疫苗批签发量及销量将持续增长。
- **多因素催化二价 HPV 疫苗持续放量。**1. 我国 HPV 疫苗需求较大，供不应求，市场高速增长，潜力巨大。2. 与进口产品相比，公司二价 HPV 疫苗价格较低、覆盖年龄范围较广、且对 9-14 岁人群为 2 针接种程序，性价比有事非常明显。3. 继厦门市和内蒙古准格尔旗对 14 岁左右女学生提供二价 HPV 疫苗免费接种后，广东省计划 2022-2024 年出资 6 亿元为不满 14 周岁的初一女学生提供二价 HPV 疫苗免费接种，未来有望在更多城市落地政府采购项目。4. 公司二价 HPV 疫苗已获得 WHO 预认证，产品将出口海外，为放量打开更广阔的市场。
- **在研管线丰富，研发进展顺利。**九价 HPV 疫苗 III 期临床试验已完成第三针临床现场接种工作，有望成为第一个获批的国产九价 HPV 疫苗；冻干水痘减毒活疫苗处于 III 期临床试验阶段；新型冻干水痘减毒活疫苗 (VZV-7D) 已开展 II 期临床试验；20 价肺炎球菌结合疫苗已获得临床试验批准。公司在研项目进展顺利，将逐步进入收获期，产品上市有望显著增厚公司业绩。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 53.84/89.41/123.89 亿元，增速为 129%/66%/39%，净利润分别为 18.83/25.40/32.95 亿元，增速为 178%/35%/30%，对应 PE 分别为 73/54/42X。
- **风险因素：**HPV 疫苗推广及销售不及预期，产品研发不及预期。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,184	2,354	5,384	8,941	12,389
增长率 YoY %	20.5%	98.9%	128.7%	66.1%	38.6%
归属母公司净利润(百万元)	209	677	1,883	2,540	3,295
增长率 YoY%	-28.7%	224.1%	178.2%	34.9%	29.7%
毛利率%	72.0%	81.2%	85.6%	87.5%	88.4%
净资产收益率 ROE%	13.4%	26.5%	39.8%	33.6%	29.6%
EPS(摊薄)(元)	0.34	1.12	3.10	4.18	5.43
市盈率 P/E(倍)	0.00	180.70	73.42	54.43	41.96
市净率 P/B(倍)	0.00	47.91	29.24	18.29	12.41

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 10 月 27 日收盘价

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	886	1,978	3,651	6,649	10,361
货币资金	284	711	1,149	2,546	4,614
应收票据	10	7	17	28	38
应收账款	251	691	1,623	2,817	4,073
预付账款	17	26	47	70	92
存货	236	400	722	1,076	1,411
其他	87	142	93	113	132
非流动资产	1,279	1,526	2,188	2,479	2,770
长期股权投资	23	0	0	0	0
固定资产(合计)	546	559	810	1,101	1,392
无形资产	242	234	291	291	291
其他	468	732	1,087	1,087	1,087
资产总计	2,165	3,504	5,839	9,128	13,130
流动负债	492	829	971	1,401	1,778
短期借款	0	78	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	85	113	198	286	365
其他	407	639	774	1,115	1,413
非流动负债	92	94	94	94	94
长期借款	21	0	0	0	0
其他	71	94	94	94	94
负债合计	584	923	1,066	1,495	1,872
少数股东权益	22	27	46	74	114
归属母公司股东权益	1,559	2,554	4,728	7,559	11,144
负债和股东权益	2,165	3,504	5,839	9,128	13,130

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,184	2,354	5,384	8,941	12,389
同比(%)	20.5%	98.9%	128.7%	66.1%	38.6%
归属母公司净利润	209	677	1,883	2,540	3,295
同比(%)	-28.7%	224.1%	178.2%	34.9%	29.7%
毛利率(%)	72.0%	81.2%	85.6%	87.5%	88.4%
ROE%	13.4%	26.5%	39.8%	33.6%	29.6%
EPS(摊薄)(元)	0.34	1.12	3.10	4.18	5.43
P/E	0.00	180.70	73.42	54.43	41.96
P/B	0.00	47.91	29.24	18.29	12.41
EV/EBITDA	-1.03	100.35	51.65	39.02	29.57

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,184	2,354	5,384	8,941	12,389
营业成本	331	442	775	1,122	1,431
营业税金及附加	9	13	29	48	66
销售费用	333	691	1,696	3,174	4,584
管理费用	172	116	269	823	1,264
研发费用	166	314	592	1,073	1,549
财务费用	-8	11	-13	-28	-54
减值损失合计	-19	-29	0	0	0
投资净收益	14	14	32	63	99
其他	43	24	81	126	162
营业利润	218	775	2,150	2,919	3,811
营业外收支	-2	-11	0	0	0
利润总额	217	764	2,149	2,919	3,811
所得税	7	83	247	350	476
净利润	210	682	1,902	/	3,335
少数股东损益	1	5	19	28	40
归属母公司净利润	209	677	1,883	2,540	3,295
EBITDA	254	865	2,069	2,702	3,496
EPS(当年)(元)	0.34	1.12	3.10	4.18	5.43

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	273	468	852	1,333	1,968
净利润	210	682	1,902	2,568	3,335
折旧摊销	82	87	46	0	0
财务费用	-7	13	1	0	0
投资损失	17	-14	-14	-32	-63
营运资金变动	6	-391	-1,064	-1,172	-1,266
其它	-5	91	0	-1	-1
投资活动现金流	-198	-295	-334	63	100
资本支出	-161	-388	-413	1	1
长期投资	0	1	50	0	0
其他	-37	91	28	63	99
筹资活动现金流	-5	380	-79	0	0
吸收投资	0	342	41	0	0
借款	0	57	-78	0	0
支付利息或股息	-1	-2	-1	0	0
现金流净增加额	69	544	439	1,396	2,068

研究团队简介

周平，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021年4月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得2015/2016/2017年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

赵雅韵，团队成员，西安交通大学化学硕士，2021年加入信达证券，曾就职天风证券，负责CDMO、医药消费研究。

李雨辰，团队成员，北京协和医学院医学博士。具有5年医药行业实业工作经验。曾就职于生物梅里埃、贝克曼库尔特（丹纳赫集团），具有丰富的实业经验。2021年7月加入信达证券，负责医疗器械板块研究工作。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。