



Research and
Development Center

疫苗+IVD 双轮驱动，业绩实现高速增长

—万泰生物(603392)公司点评报告

2022年3月17日

周平
S1500521040001
15310622991
zhouping@cindasc.com

相关研究

1. HPV 疫苗产销同增，公司业绩超预期增长
2. HPV 疫苗放量，驱动业绩实现高速增长

证券研究报告

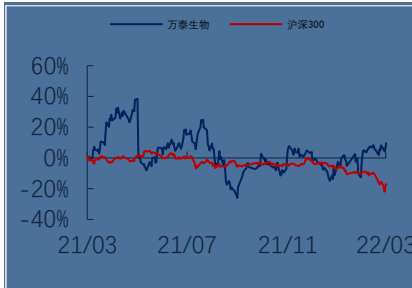
公司研究

公司点评报告

万泰生物 (603392)

投资评级 无评级

上次评级 无评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	249.58
52周内股价波动区间(元)	265.52-201.08
最近一月涨跌幅(%)	21.29
总股本(亿股)	6.07
流通A股比例(%)	24.84
总市值(亿元)	1,514.95

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

疫苗+IVD 双轮驱动，业绩实现高速增长

2022年03月17日

本期内容提要：

事件：公司发布了2021年年度报告，全年实现营业收入57.50亿元，同比增长144.25%，实现归母净利润20.21亿元，同比增长198.59%，实现扣非归母净利润19.46亿元，同比增长215.32%。

点评：

- **疫苗+IVD双轮驱动，业绩大幅提升。**2021年公司实现营业收入57.50亿元，同比增长144.25%；其中疫苗业务实现营业收入为33.63亿元，同比增长288.49%，毛利率为92.55%，同比增加2.96%，主要原因为公司二价HPV疫苗继续保持了产销两旺的态势。产能方面，预灌封产品线获批及西林瓶剂型产能放大，二价HPV疫苗总产能扩大到3000万支/年；销量方面，受益于强劲的市场需求，公司二价HPV疫苗销量已超过1000万支。此外，因新冠肺炎疫情仍未得到有效控制，境外检测需求大幅增加，公司新冠原料销售和境外检测试剂出口收入也实现了快速增长。2021年，公司体外诊断业务实现营业收入23.39亿元，同比增长58.97%，表现同样亮眼。
- **二价HPV疫苗有望持续放量，PQ认证将打开海外市场空间。**目前我国HPV疫苗需求较大，且渗透率较低，因此仍有数倍增长空间。与进口产品相比，公司二价HPV疫苗产品在价格及接种程序等方面均具有明显的优势，叠加国际、国内政策的有利推动，产品有望迎来快速且持续的放量阶段。此外，公司二价HPV疫苗已获得WHO的PQ认证，自2021年10月以来，已开始摩洛哥、泰国、尼泊尔等国家进行注册申报，2022年计划启动菲律宾、埃及、墨西哥及若干个Gavi国家。产品出口至海外后，将为放量打开更加广阔的市场。
- **加强科研及国际合作，在研产品进展顺利。**科研方面，公司与厦门大学、香港大学等高校都开展了相应的合作研究；国际方面，公司与美国贝克曼库尔特签订了战略合作协议、与GSK合作研发的新一代HPV疫苗已圆满达成第二个里程碑、与PATH组织的一项关于二价HPV疫苗的国际临床合作已经在加纳和孟加拉国启动；在研项目均进展顺利。其中，九价HPV疫苗III期主临床试验已完成入组及疫苗接种工作，正在进行访视；传统冻干水痘减毒活疫苗已获得III期临床试验研究报告；新型冻干水痘减毒活疫苗(VZV-7D)正开展IIb期临床试验；20价肺炎球菌结合疫苗已获得临床默示许可，2022年将启动I期临床试验。公司在研产品上市后有望进一步增厚公司业绩。
- **盈利预测：**预计2022-2024年营业收入分别为96.10/135.06/175.23亿元，同比增长67.1%/40.5%/29.7%；归母净利润分别为36.67/52.85/69.18亿元，同比增长81.4%/44.1%/30.9%，对应2022-2024年PE分别为41/29/22倍。
- **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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2,354	5,750	9,610	13,506	17,523
增长率 YoY %	98.9%	144.3%	67.1%	40.5%	29.7%
归属母公司净利润 (百万元)	677	2,021	3,667	5,285	6,918
增长率 YoY%	224.1%	198.6%	81.4%	44.1%	30.9%
毛利率%	81.2%	85.8%	87.6%	88.7%	89.0%
净资产收益率ROE%	26.5%	45.3%	42.0%	36.1%	31.2%
EPS(摊薄)(元)	1.12	3.33	6.04	8.71	11.40
市盈率 P/E(倍)	180.70	66.52	41.32	28.67	21.90
市净率 P/B(倍)	47.91	30.11	17.36	10.34	6.82

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 03 月 16 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	1,978	4,647	7,054	12,804	20,279	
货币资金	711	1,415	2,716	6,714	12,205	
应收票据	7	12	20	28	37	
应收账款	691	2,256	2,896	4,255	5,761	
预付账款	26	69	71	95	123	
存货	400	593	1,109	1,464	1,898	
其他	142	301	242	248	254	
非流动资产	1,526	2,399	3,408	4,045	4,682	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	559	728	1,325	1,962	2,599	
无形资产	234	295	353	353	353	
其他	732	1,376	1,730	1,730	1,730	
资产总计	3,504	7,046	10,462	16,850	24,961	
流动负债	829	2,366	1,482	1,888	2,360	
短期借款	78	236	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	113	193	282	361	455	
其他	639	1,937	1,200	1,527	1,905	
非流动负债	94	118	118	118	118	
长期借款	0	5	5	5	5	
其他	94	113	113	113	113	
负债合计	923	2,483	1,599	2,006	2,478	
少数股东权益	27	96	133	192	276	
归属母公司股东权益	2,554	4,466	8,730	14,652	22,207	
负债和股东权益	3,504	7,046	10,462	16,850	24,961	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	2,354	5,750	9,610	13,506	17,523	
同比(%)	98.9%	144.3%	67.1%	40.5%	29.7%	
归属母公司净利润	677	2,021	3,667	5,285	6,918	
同比(%)	224.1%	198.6%	81.4%	44.1%	30.9%	
毛利率(%)	81.2%	85.8%	87.6%	88.7%	89.0%	
ROE%	26.5%	45.3%	42.0%	36.1%	31.2%	
EPS(摊薄)(元)	1.12	3.33	6.04	8.71	11.40	
P/E	180.70	66.52	41.32	28.67	21.90	
P/B	47.91	30.11	17.36	10.34	6.82	
EV/EBITDA	100.35	54.16	37.21	25.33	18.60	

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	2,354	5,750	9,610	13,506	17,523	
营业成本	442	818	1,190	1,527	1,925	
营业税金及附加	13	27	45	63	81	
销售费用	691	1,690	2,979	4,119	5,257	
管理费用	116	182	384	527	666	
研发费用	314	682	1,057	1,553	2,103	
财务费用	11	5	-28	-71	-142	
减值损失合计	-29	-30	0	0	0	
投资净收益	14	11	58	95	140	
其他	24	1	145	190	230	
营业利润	775	2,328	4,185	6,072	8,003	
营业外收支	-11	-4	0	0	0	
利润总额	764	2,324	4,185	6,072	8,003	
所得税	83	245	481	729	1,000	
净利润	682	2,079	3,704	5,344	7,002	
少数股东损益	5	58	37	59	84	
归属母公司净利润	677	2,021	3,667	5,285	6,918	
EBITDA	865	2,462	4,000	5,717	7,491	
EPS(当年)(元)	1.12	3.33	6.04	8.71	11.40	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金	468	1,682	1,888	3,903	5,350	
净利润	682	2,079	3,704	5,344	7,002	
折旧摊销	87	110	46	0	0	
财务费用	13	10	3	0	0	
投资损失	-14	-11	-58	-95	-140	
营运资金变动	-391	-608	-1,806	-1,345	-1,511	
其它	91	102	-1	-1	-2	
投资活动现金流	-295	-1,014	-309	96	142	
资本支出	-388	-1,040	-412	1	2	
长期投资	1	12	50	0	0	
其他	91	14	54	95	140	
筹资活动现金流	380	53	-279	0	0	
吸收投资	342	10	0	0	0	
借款	57	163	-236	0	0	
支付利息或股息	-2	-113	-3	0	0	
现金流净增加额	544	712	1,300	3,998	5,491	

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。

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。

史玉琢，团队成员，香港理工大学生物医学工程硕士，曾在万联证券研究所医药团队工作，2021年加入信达证券，负责疫苗、血制品、医药消费行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

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
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@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
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	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	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen@cindasc.com
华南区销售副总监	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
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xvjinchuan@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理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。