

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

周平 医药行业首席分析师

执业编号: S1500521040001

联系电话: 15310622991

邮箱: zhouping@cindasc.com

相关研究

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

2022Q1 业绩超预期, 2价 HPV 疫苗供不应求, 处于快速放量期

2022年04月16日

事件: 公司发布 2022 年一季报, 2022Q1 公司实现营业收入 31.71 亿元 (+285%)、归母净利润 13.31 亿元 (+360%)、扣非后归母净利润 13.15 亿元 (+368%)。

点评:

- **业绩大幅度超出市场预期。** 预计主要是 HPV 疫苗+新冠试剂原料放量。公司 2 价 HPV 疫苗已经完成扩产, 2022Q1 共批签发 67 批次(+272%), 估计批签发接近 700 万支。考虑到 2021 年底存货, 预计 2022Q1 销量也在 700 万支左右, 同比增长 6 倍以上。新冠检测试剂需求持续增长, 对公司试剂原料的需求也出现大幅度增长。3 月 12 日公司的新冠抗原检测试剂也正式获批, 核心原料自产, 产品质量更高, 预计将从 2022Q2 开始释放业绩。
- **二价 HPV 疫苗产销同增。** 目前国内 HPV 疫苗需求旺盛, 但默沙东供给国内有限, 因此四/九价疫苗产品供应不足。与四/九价疫苗产品相比, 公司二价 HPV 疫苗具有明显的价格优势。2021 年 4 月预灌封产品线获批以及 7 月西林瓶剂型产能放大, 总产能已达到 3000 万支/年。随着公司已有生产线的潜能深挖以及规划新生产线的建设, 二价 HPV 疫苗产品可达到产销同增的状态; 叠加地方政府优惠政策的推进以及居民对二价 HPV 疫苗认可度的提升, 产品有望从三四线城市逐步向一二线城市发展, 从而带动整体市场空间不断扩容。2021 年公司二价 HPV 疫苗销量超过 1000 万支, 考虑到生产和批签发顺利, 我们上调 2022 年销量至 2400 万支, 同比增幅高达 140%。
- **在研项目进展顺利, 有望成为首家国产九价 HPV 疫苗企业。** 在疫苗领域, 公司研发管线丰富, 多项产品进展顺利。其中, 九价 HPV 疫苗主临床试验已完成入组及疫苗接种工作, 有望于 2024 年末或 2025 年初获批上市, 成为首家国产九价 HPV 疫苗企业; 传统的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; 鼻喷流感病毒载体新冠肺炎疫苗已获得南非 III 期临床试验的批件; 20 价肺炎球菌结合疫苗已获得临床试验批件。公司在研项目均进展顺利, 将逐步进入收获期, 产品上市后有望显著增厚公司业绩。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑业绩超预期, 我们上调公司 2022-2024 年的盈利预测, 预计 2022-2024 年营业收入分别为 109.37/135.8/176.12 亿元, 同比增长 90.2%/24.2%/29.7%, 归母净利润为 42.25/53.09/69.50 亿元, 同比增长 109%/25.7%/30.9%, 对应 2022-2024 年市盈率分别为 38.66/31.6/24.14 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	10,937	13,580	17,612
增长率 YoY %	98.9%	144.3%	90.2%	24.2%	29.7%
归属母公司净利润 (百万元)	677	2,021	4,225	5,309	6,950
增长率 YoY%	224.1%	198.6%	109.0%	25.7%	30.9%
毛利率%	81.2%	85.8%	88.2%	88.6%	89.0%
净资产收益率ROE%	26.5%	45.3%	44.2%	34.2%	30.1%
EPS(摊薄)(元)	1.12	3.33	6.96	8.75	11.45
市盈率 P/E(倍)	180.70	66.52	38.66	31.60	24.14
市净率 P/B(倍)	47.91	30.11	17.09	10.82	7.27

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 04 月 15 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,978	4,647	8,053	13,795	21,379	营业总收入	2,354	5,750	10,937	13,580	17,612
货币资金	711	1,415	3,210	7,663	13,254	营业成本	442	818	1,292	1,544	1,945
应收票据	7	12	23	29	37	营业税金及附加	13	27	51	63	82
应收账款	691	2,256	3,296	4,279	5,790	销售费用	691	1,690	3,390	4,142	5,284
预付账款	26	69	77	96	124	管理费用	116	182	437	530	669
存货	400	593	1,203	1,481	1,919	研发费用	314	682	1,203	1,562	2,113
其他	142	301	244	248	254	财务费用	11	5	-28	-74	-149
非流动资产	1,526	2,399	3,373	3,937	4,501	减值损失合计	-29	-30	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	14	11	66	95	141
固定资产	559	728	1,290	1,854	2,418	其他	24	1	165	191	231
无形资产	234	295	353	353	353	营业利润	775	2,328	4,822	6,100	8,039
其他	732	1,376	1,730	1,730	1,730	营业外收支	-11	-4	0	0	0
资产总计	3,504	7,046	11,427	17,732	25,879	利润总额	764	2,324	4,822	6,100	8,039
流动负债	829	2,366	1,609	1,909	2,385	所得税	83	245	555	732	1,005
短期借款	78	236	0	0	0	净利润	682	2,079	4,268	5,368	7,034
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	5	58	43	59	84
应付账款	113	193	306	365	460	归属母公司					
其他	639	1,937	1,303	1,543	1,924	净利润	677	2,021	4,225	5,309	6,950
非流动负债	94	118	118	118	118	EBITDA	865	2,462	4,644	5,813	7,593
长期借款	0	5	5	5	5	EPS (当年)(元)	1.12	3.33	6.96	8.75	11.45
其他	94	113	113	113	113						
负债合计	923	2,483	1,727	2,027	2,502	现金流量表					
少数股东权益	27	96	139	198	282	单位:百万元					
归属母公司股东权益	2,554	4,466	9,561	15,507	23,095	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债和股东权益	3,504	7,046	11,427	17,732	25,879	经营活动现金流	468	1,682	2,101	4,357	5,449
						净利润	682	2,079	4,268	5,368	7,034
						折旧摊销	87	110	80	73	74
						财务费用	13	10	3	0	0
						投资损失	-14	-11	-66	-95	-141
						营运资金变动	-391	-608	-2,184	-988	-1,517
						其它	91	102	-1	-1	-2
						投资活动现金流	-295	-1,014	-300	96	143
						资本支出	-388	-1,040	-412	1	2
						长期投资	1	12	50	0	0
						其他	91	14	62	95	141
						筹资活动现金流	380	53	-6	0	0
						吸收投资	342	10	273	0	0
						借款	57	163	-236	0	0

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	10,937	13,580	17,612
同比 (%)	98.9%	144.3%	90.2%	24.2%	29.7%
归属母公司净利润	677	2,021	4,225	5,309	6,950
同比	224.1	198.6%	109.0%	25.7%	30.9%
毛利率 (%)	81.2%	85.8%	88.2%	88.6%	89.0%
ROE%	26.5%	45.3%	44.2%	34.2%	30.1%
EPS (摊薄)(元)	1.12	3.33	6.96	8.75	11.45
P/E	180.70	66.52	38.66	31.60	24.14

P/B	47.91	30.11	17.09	10.82	7.27	支付利息或股息	-2	-113	-3	0	0
EV/EBITDA	100.35	54.16	50.33	40.54	30.30	现金流净增加额	544	712	1,794	4,453	5,591

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。

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。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年3月加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

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	hanqiyue@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	孙瞳	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	chenchen3@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	xujinchuan@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。