



2022-04-17

公司点评报告

买入/维持

万泰生物(603392)

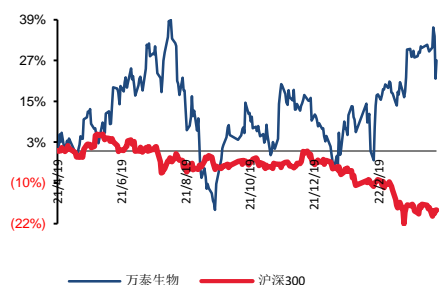
目标价: 336

昨收盘: 269.1

医药生物 医疗器械

业绩持续超预期，2价 HPV 持续放量，业绩高速增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	880/219
总市值/流通(百万元)	236,864/58,847
12 个月最高/最低(元)	326.70/174.80

相关研究报告:

万泰生物(603392)《2价 HPV 市场需求释放，业绩如期高增长》——2022/03/20

万泰生物(603392)《强市场推广能力加持下，2价 HPV 市场需求释放，业绩高增长》——2021/10/28

万泰生物(603392)《2价 HPV 放量同比高速增长，产能顺利扩充》——2021/08/19

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 22 年 1 季报，Q1 实现收入 31.71 亿元 (+284.9%)；归母净利润 13.31 亿元 (+360.2%)；扣非归母净利润 13.15 亿元 (+367.8%)

点评：

业绩超预期，2价 HPV 持续放量，业绩高增长。分板块来看，我们预计疫苗板块和 IVD 板块都实现高速增长。基于以下判断：根据中检院披露批签发数据，经过我们测算，预计 1-3 月 2 价 HPV 批签发量预计在 650-700 万支左右。目前 HPV 疫苗接种渗透率低、国内多地开展适龄少女免费接种 HPV 疫苗政策利好以及公司强市场推广能力加持下，根据草根调研情况，HPV 市场需求持续旺盛。预计 2022 年 Q1 单季度销售量与批签发相当，处于加速放量中，预计销量在 650 万支以上（21 年 1 季度销量 100 万支+）。产能顺利扩充供给无虞（21 年 4 月预灌封+7 月新增西林瓶产线获批，公司二价 HPV 疫苗的总产能达到 3000 万支/年）。公司二价 HPV 继续保持产销两旺，保持高速增长。IVD 板块实现高速增长，预计与检测需求大幅增加，公司新冠原料销售快速增长有关。

国内单针 HPV 推行可能性很小，HPV 疫苗接种程序不变，市场容量不改。

WHO 建议 HPV 疫苗单剂次免疫程序的事件，影响将非常小。基于以下判断：

1) 因为国内 HPV 单针法被药监接纳可能性较低。从国内国家药品监督管理局对于 WHO 的关于 HPV 方面的建议的历史采纳情况来看，我们认为单针法的被接纳可能性低，主要原因是其保护力没有得到充分证明。从历史角度来看，WHO 在 GSK 和 MSD 上市两款 HPV 疫苗后，曾建议以持续感染数据来替代宫颈癌的癌前病变 II 级（CIN II）作为临床终点。建议的目的在于可以减少 HPV 疫苗临床试验的时间。但是我国药监出于对于安全性和保护力考虑，坚持以 CIN II 为临床终点（2 价 HPV），从而可以切实保证疫苗的保护效果。从这个角度而言，单针法被接纳的可能性低。

2) 企业推动动力不足。企业如果希望通过改变接种程序来竞争 WHO 市场的话，首先要通过本国药监局的获批。按照国内的审批流程，企

业必须先做出成年组的临床保护性数据（以 CIN II 为临床终点），然后才有可能通过改变接种方式来获得审批，但是与此同时，由于提交了新的接种程序，在审查时候会有更多方面的数据需要审批，导致整体审批时间会更加漫长，企业会为此付出更高的时间和成本。从投入产出比来看，企业主动推动单针法的动力不足。

强技术平台，稀缺的 VLPs 疫苗技术平台，重磅品种只是重磅技术平台的自然结果。 VLPs 平台能带来更好的疫苗，公司全球独有的大肠杆菌原核 VLPs 疫苗技术体系，同时结合了病毒样颗粒疫苗免疫原性好，安全性高的特点，并且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。基于该技术体系，已上市戊肝疫苗、2 价 HPV，9 价 HPV 三期临床中，新一代 HPV 疫苗（与 GSK 合作）。在研产品中，进展最快的 9 价 HPV，完成了第三针临床现场接种工作，启动了与默沙东 9 价疫苗的头对头临床试验以及小年龄段桥接临床实验完成入组工作。

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，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 2022/2023 年对应归母净利润 42.69 和 55.48 亿元，同比增长 111.2%，30.0%，EPS 为 7.03/9.14 元，现价对应 2022/2023 年的相对 PE 为 38 倍/29 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：

	2021A	2022E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5750	10045	11913	13661
(+/-%)	144.27	74.70	18.60	14.67
净利润(百万元)	2021	4269	5548	6619
(+/-%)	198.59	111.19	29.96	19.30
摊薄每股收益(元)	3.33	7.03	9.14	10.90
市盈率(PE)	66.52	38.26	29.44	24.68

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)						利润表(百万)					
	2020A	2021A	2022E	2021E	2022E		2020A	2021A	2022E	2021E	2022E
货币资金	711	1415	6262	8874	10395	营业收入	2354	5750	10045	11913	13661
应收和预付款项	725	2337	286	331	367	营业成本	442	818	1034	1094	1137
存货	400	593	363	384	399	营业税金及附加	13	27	54	61	70
其他流动资产	143	353	294	295	295	销售费用	691	1690	3214	3812	4372
流动资产合计	1965	4638	7222	9904	11480	管理费用	116	182	196	225	243
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	11	5	-4	-27	-38
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	29	30	0	0	0
固定资产	559	728	1494	3147	6081	投资收益	14	11	0	30	50
在建工程	231	924	1964	3523	5861	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产	234	295	283	272	260	营业利润	775	2328	4849	6303	7520
长期待摊费用	20	22	22	22	22	其他非经营损益	-11	-4	2	2	2
其他非流动资产	213	249	249	249	249	利润总额	764	2324	4851	6305	7522
资产总计	3491	6987	11364	17247	24083	所得税	83	245	582	757	903
短期借款	78	236	236	236	236	净利润	682	2079	4269	5548	6619
应付和预收款项	113	193	536	569	590	少数股东损益	5	58	0	0	0
长期借款	0	5	55	105	155	归母股东净利润	677	2021	4269	5548	6619
其他长期负债	94	80	80	80	80						
负债合计	923	2451	2559	2894	3111						
股本	434	607	607	607	607	预测指标					
资本公积	446	446	446	446	446		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
留存收益	1446	3151	6780	11496	17122	毛利率	81.22%	85.78%	89.71%	90.82%	91.68%
归母公司股东权益	2554	4466	8735	14284	20902	销售净利率	28.96%	36.16%	42.50%	46.57%	48.45%
少数股东权益	22	27	96	96	96	销售收入增长率	98.88%	144.25%	74.69%	18.60%	14.67%
股东权益合计	2580	4562	8832	14380	20999	EBIT 增长率	351.94%	202.25%	105.98%	28.92%	18.98%
负债和股东权益	3504	7013	11391	17274	24110	净利润增长率	224.13%	198.59%	111.19%	29.96%	19.30%
						ROE	26.51%	45.26%	48.87%	38.84%	31.67%
						ROA	19.39%	28.93%	37.57%	32.17%	27.48%
						ROIC	36.58%	62.58%	150.39%	94.41%	59.61%
现金流量表(百万)						EPS (X)	1.12	3.33	7.03	9.14	10.90
	2020A	2021A	2022E	2021E	2022E	PE (X)	180.70	66.52	38.26	29.44	24.68
经营性现金流	468	1682	6762	6058	7287	PB (X)	47.91	30.11	18.70	11.44	7.82
投资性现金流	-295	-1014	-1962	-3491	-5809	PS (X)	37.12	23.38	16.26	13.71	11.96
融资性现金流	380	53	47	45	44	EV/EBITDA (X)	100.35	54.15	31.40	23.58	19.10
现金增加额	553	721	4846	2612	1521						

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	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	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@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
华南销售	李艳文	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

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

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。