

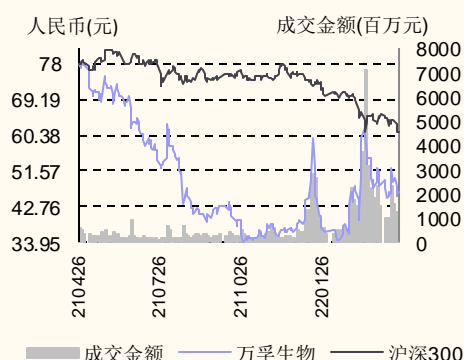
万孚生物 (300482.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 46.58 元

市场数据 (人民币)

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 4.45 |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 3.29 |
| 总市值(亿元) | 207.26 |
| 年内股价最高最低(元) | 78.25/33.95 |
| 沪深 300 指数 | 4013 |
| 创业板指 | 2297 |



相关报告

- 1.《费用比例提升影响利润表现，未来成长可期-万孚生物三季报点评》，2021.10.26
- 2.《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
- 3.《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

袁维

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

常规业务稳步恢复，新品迭出未来增长有力

公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|--------|---------|---------|--------|
| 营业收入(百万元) | 2,811 | 3,361 | 6,778 | 4,677 | 4,785 |
| 营业收入增长率 | 35.64% | 19.57% | 101.66% | -31.00% | 2.31% |
| 归母净利润(百万元) | 634 | 634 | 1,875 | 1,231 | 1,237 |
| 归母净利润增长率 | 63.67% | 0.04% | 195.49% | -34.33% | 0.49% |
| 摊薄每股收益(元) | 1.851 | 1.426 | 4.213 | 2.767 | 2.781 |
| 每股经营性现金流净额 | 2.74 | 1.38 | 4.11 | 4.18 | 3.48 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 22.31% | 18.92% | 37.22% | 20.36% | 17.52% |
| P/E | 48.21 | 27.62 | 11.06 | 16.83 | 16.75 |
| P/B | 10.76 | 5.23 | 4.11 | 3.43 | 2.94 |

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4月24日，公司公布21年报及22年Q1报告。21年实现收入33.61亿元(+20%)，归母净利润6.34亿元(+0.04%)；22Q4单季度实现收入8.54亿元(+34%)，归母净利润0.07亿元(-89%)，业绩符合预期。22年Q1实现收入26.25亿元(+277%)，归母净利润9.04亿元(+481%)，扣非归母净利润8.99亿元(+536%)。

经营分析

- 常规四大产线稳健增长，新冠抗原国内外放量。**2021年新冠疫情得到有效管控，公司常规业务伴随样本检测需求持续恢复，其中慢病业务收入9.16亿(+61%)，国外免疫荧光装机大幅提升；传染病业务实现收入5.23亿(+28%)；毒检业务受美国新冠影响较大，实现收入2.70亿元(+12%)；优生优育业务收入2.07亿(+24%)。公司抗原产品积极助力全球新冠防疫防疫攻坚，新冠检测业务对业绩增长贡献明显。
- 经营指标健康，员工激励到位。**2021年，销售费用率19.17%(-3.28pct)，管理费用率19.55%(+2.89pct)，财务费用率1.46%(+0.46pct)，研发费用率11.64%(+1.70pct)，管理、财务费用增加系公司因业务运营需要开展了员工股权激励计划等项目相关费用增加，公司经营指标健康。
- 完善业务布局，打开长期发展空间。**公司在化学发光、分子诊断、病理业务持续全面布局，全资收购深圳天深医疗器械有限公司、推出血栓弹力图仪 TLT-101、全自动快速核酸扩增检测系统 U-Box Dx、全自动免疫组化染色机 PA3600 及二抗系统等多款产品，进一步完善布局，打开长期发展空间。

盈利调整与投资建议

- 考虑未来新冠抗原的收入，上调公司22年盈利预测96%，预计公司22-24年实现归母净利润18.75亿元、12.31亿元、12.37亿元，同比增195%、-34%、1%，对应PE分别为11、17、17倍。维持“买入”评级。

风险提示

- 若海外或国内新冠检测需求下行，公司新冠业绩或不及预期风险；抗原检测市场格局恶化，量价下行风险；新技术替代抗原检测市场空间缩小风险；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、研发不及预期等。

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) | | | | | | |
|-----------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 主营业务收入 | 2,072 | 2,811 | 3,361 | 6,778 | 4,677 | 4,785 | 货币资金 | 881 | 1,408 | 996 | 2,814 | 4,136 | 5,096 |
| 增长率 | 35.6% | 19.6% | 101.7% | -31.0% | 2.3% | | 应收款项 | 490 | 338 | 566 | 1,045 | 711 | 721 |
| 主营业务成本 | -721 | -871 | -1,396 | -2,101 | -1,440 | -1,459 | 存货 | 224 | 377 | 386 | 902 | 438 | 342 |
| %销售收入 | 34.8% | 31.0% | 41.5% | 31.0% | 30.8% | 30.5% | 其他流动资产 | 146 | 147 | 637 | 675 | 646 | 646 |
| 毛利 | 1,351 | 1,940 | 1,965 | 4,677 | 3,237 | 3,326 | 流动资产 | 1,741 | 2,270 | 2,586 | 5,436 | 5,930 | 6,805 |
| %销售收入 | 65.2% | 69.0% | 58.5% | 69.0% | 69.2% | 69.5% | %总资产 | 59.1% | 52.7% | 53.2% | 75.4% | 76.0% | 77.4% |
| 营业税金及附加 | -9 | -10 | -10 | -24 | -16 | -17 | 长期投资 | 320 | 1,025 | 971 | 570 | 580 | 590 |
| %销售收入 | 0.4% | 0.3% | 0.3% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 固定资产 | 506 | 677 | 868 | 856 | 923 | 1,015 |
| 销售费用 | -498 | -631 | -644 | -1,240 | -851 | -871 | %总资产 | 17.2% | 15.7% | 17.9% | 11.9% | 11.8% | 11.5% |
| %销售收入 | 24.0% | 22.5% | 19.2% | 18.3% | 18.2% | 18.2% | 无形资产 | 318 | 288 | 320 | 312 | 331 | 347 |
| 管理费用 | -158 | -189 | -266 | -468 | -304 | -287 | 非流动资产 | 1,203 | 2,036 | 2,270 | 1,774 | 1,868 | 1,984 |
| %销售收入 | 7.6% | 6.7% | 7.9% | 6.9% | 6.5% | 6.0% | %总资产 | 40.9% | 47.3% | 46.8% | 24.6% | 24.0% | 22.6% |
| 研发费用 | -160 | -279 | -391 | -610 | -421 | -431 | 资产总计 | 2,944 | 4,306 | 4,856 | 7,210 | 7,798 | 8,789 |
| %销售收入 | 7.7% | 9.9% | 11.6% | 9.0% | 9.0% | 9.0% | 短期借款 | 13 | 94 | 58 | 0 | 0 | 0 |
| 息税前利润 (EBIT) | 526 | 831 | 654 | 2,336 | 1,644 | 1,721 | 应付款项 | 245 | 390 | 488 | 867 | 594 | 522 |
| %销售收入 | 25.4% | 29.6% | 19.4% | 34.5% | 35.2% | 36.0% | 其他流动负债 | 186 | 309 | 246 | 599 | 413 | 422 |
| 财务费用 | 5 | -28 | -49 | -55 | -160 | -217 | 流动负债 | 443 | 793 | 792 | 1,466 | 1,007 | 943 |
| %销售收入 | -0.2% | 1.0% | 1.5% | 0.8% | 3.4% | 4.5% | %总资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | -42 | 0 | -9 | 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 11 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 40 | 519 | 560 | 521 | 521 | 521 |
| 投资收益 | -1 | 32 | 47 | 0 | 0 | 0 | 负债 | 483 | 1,312 | 1,352 | 1,987 | 1,528 | 1,464 |
| %税前利润 | n.a | 4.4% | 7.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 普通股股东权益 | 2,223 | 2,842 | 3,353 | 5,037 | 6,046 | 7,060 |
| 营业利润 | 509 | 740 | 692 | 2,239 | 1,485 | 1,494 | 其中：股本 | 343 | 343 | 445 | 445 | 445 | 445 |
| 营业利润率 | 24.6% | 26.3% | 20.6% | 33.0% | 31.7% | 31.2% | 未分配利润 | 949 | 1,436 | 1,840 | 3,492 | 4,501 | 5,516 |
| 营业外收支 | -6 | -9 | -11 | 10 | 10 | 10 | 少数股东权益 | 237 | 151 | 151 | 186 | 224 | 264 |
| 税前利润 | 503 | 731 | 680 | 2,249 | 1,495 | 1,504 | 负债股东权益合计 | 2,944 | 4,306 | 4,856 | 7,210 | 7,798 | 8,789 |
| 利润率 | 24.3% | 26.0% | 20.2% | 33.2% | 32.0% | 31.4% | 比率分析 | | | | | | |
| 所得税 | -76 | -114 | -48 | -340 | -226 | -227 | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 所得税率 | 15.1% | 15.6% | 7.0% | 15.1% | 15.1% | 15.1% | 每股指标 | | | | | | |
| 净利润 | 427 | 617 | 633 | 1,910 | 1,269 | 1,277 | 每股收益 | 1.131 | 1.851 | 1.426 | 4.213 | 2.767 | 2.781 |
| 少数股东损益 | 40 | -17 | -2 | 35 | 38 | 40 | 每股净资产 | 6.488 | 8.294 | 7.536 | 11.320 | 13.587 | 15.868 |
| 归属于母公司的净利润 | 387 | 634 | 634 | 1,875 | 1,231 | 1,237 | 每股经营现金净流 | 0.758 | 2.737 | 1.384 | 4.107 | 4.176 | 3.475 |
| 净利率 | 18.7% | 22.6% | 18.9% | 27.7% | 26.3% | 25.9% | 每股股利 | 0.220 | 0.250 | 0.500 | 0.500 | 0.500 | 0.500 |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 回报率 | | | | | | |
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 净资产收益率 | 17.43% | 22.31% | 18.92% | 37.22% | 20.36% | 17.52% |
| 净利润 | 427 | 617 | 633 | 1,910 | 1,269 | 1,277 | 总资产收益率 | 13.16% | 14.73% | 13.07% | 26.00% | 15.79% | 14.08% |
| 少数股东损益 | 40 | -17 | -2 | 35 | 38 | 40 | 投入资本收益率 | 18.01% | 19.55% | 14.81% | 34.59% | 20.59% | 18.65% |
| 非现金支出 | 112 | 145 | 190 | 225 | 206 | 243 | 增长率 | | | | | | |
| 非经营收益 | 4 | -13 | 1 | 27 | 14 | 14 | 主营业务收入增长率 | 25.59% | 35.64% | 19.57% | 101.66% | -31.00% | 2.31% |
| 营运资金变动 | -283 | 189 | -207 | -334 | 369 | 12 | EBIT增长率 | 47.00% | 57.88% | -21.35% | 257.36% | -29.60% | 4.64% |
| 经营活动现金净流 | 260 | 938 | 616 | 1,827 | 1,858 | 1,546 | 净利润增长率 | 25.90% | 63.67% | 0.04% | 195.49% | -34.33% | 0.49% |
| 资本开支 | -179 | -419 | -456 | -121 | -280 | -330 | 总资产增长率 | 9.38% | 46.27% | 12.77% | 48.48% | 8.15% | 12.71% |
| 投资 | -178 | -605 | -366 | 394 | -10 | -10 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 其他 | 25 | -4 | 37 | 0 | 0 | 0 | 应收账款周转天数 | 68.4 | 44.7 | 41.7 | 50.0 | 50.0 | 50.0 |
| 投资活动现金净流 | -332 | -1,028 | -785 | 272 | -290 | -340 | 存货周转天数 | 98.5 | 125.8 | 99.7 | 160.0 | 115.0 | 90.0 |
| 股权募资 | 26 | 20 | 49 | 32 | 0 | 0 | 应付账款周转天数 | 77.5 | 95.6 | 91.4 | 120.0 | 120.0 | 100.0 |
| 其他 | -49 | -206 | -273 | -247 | -246 | -246 | 固定资产周转天数 | 75.0 | 67.6 | 92.5 | 42.5 | 57.5 | 51.7 |
| 筹资活动现金净流 | -115 | 494 | -291 | -282 | -246 | -246 | 偿债能力 | | | | | | |
| 现金净流量 | -187 | 404 | -461 | 1,818 | 1,322 | 960 | 净负债/股东权益 | -39.34% | -30.98% | -28.55% | -55.06% | -66.95% | -70.42% |
| | | | | | | | EBIT利息保障倍数 | -112.8 | 29.7 | 13.4 | 42.7 | 10.3 | 7.9 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 16.42% | 30.48% | 27.84% | 27.56% | 19.60% | 16.66% |

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 | 0 | 4 | 10 | 11 | 24 |
| 增持 | 0 | 1 | 2 | 3 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 1.20 | 1.17 | 1.21 | 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 | 2020-08-28 | 买入 | 91.70 | N/A |
| 2 | 2020-10-30 | 买入 | 81.82 | N/A |
| 3 | 2020-12-21 | 买入 | 78.00 | N/A |
| 4 | 2021-01-21 | 买入 | 90.05 | N/A |
| 5 | 2021-04-12 | 买入 | 76.51 | N/A |
| 6 | 2021-04-27 | 买入 | 101.39 | N/A |
| 7 | 2021-08-26 | 买入 | 47.49 | N/A |
| 8 | 2021-10-26 | 买入 | 39.65 | 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