

HPV 疫苗批签发节奏超预期，基于两大因素再次上调全年盈利预测

万泰生物(603392)

评级:	买入	股票代码:	603392
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	334.48/150.3
目标价格:		总市值(亿)	1,420.66
最新收盘价:	161.4	自由流通市值(亿)	352.95
		自由流通股数(百万)	218.68

公司二价 HPV 疫苗批签发节奏顺利，超出市场预期，产销两旺

疫苗产品生产出来之后，需送至中检院进行批签发后才能正式销售，因此疫苗批签发节奏是影响疫苗产品销售的重要环节之一。根据中检院数据显示，截至 2022 年 4 月 30 日，公司二价 HPV 疫苗今年累计批签发 109 批次，我们推测批签发量约为 950-1000 万支，其中 Q1 约为 650-700 万支，4 月份约为 300-350 万支，单月产量及批签发数量有望突破 300 万支，超出市场预期。考虑到当前国内 HPV 疫苗供不应求的情况，公司二价 HPV 疫苗当前处于产销两旺的状态，批签发量大幅增长将助力公司二价 HPV 疫苗业务快速放量。

政府项目提升民众接种 HPV 疫苗认知率，公司产品具有定价优势打开广阔市场空间

根据中检院 HPV 疫苗批签发量测算，2017-2021 年国内累计共有约 2000 万人已经完成 HPV 疫苗全程免疫接种。国内 9-45 岁女性人群数量约 3.81 亿人，目前国内 HPV 疫苗接种在适龄女性中的渗透率仅约 7%。我们认为当前国内 HPV 疫苗渗透率进一步提升还有较大的空间，一方面，随着近年 WHO 正式启动“加速消除宫颈癌全球战略”，我国响应 WHO 号召，卫健委已在多个省份及城市启动试点，推进宫颈癌疫苗在部分年龄段免费接种。部分地方政府为国产 HPV 疫苗买单，更进一步推动了 HPV 接种宣传普及，提升了民众对于宫颈癌危害和接种 HPV 疫苗的的认知率。另一方面，公司二价 HPV 疫苗产品定价相比与进口 HPV 疫苗有显著价格优势，公司二价 HPV 疫苗单支价格仅约为四价 HPV 疫苗的 40%，约为九价 HPV 疫苗的 25%。我们认为，公司定价充分考虑了 HPV 疫苗可及性问题，较低的定价策略与进口产品拉开差距，使得民众对 HPV 疫苗支付意愿更高，从而推动了公司产品上市后快速放量增长，同时也会更进一步提升 HPV 疫苗在国内接种的渗透率。

基于两大因素，再次上调全年盈利预测

考虑国内 HPV 疫苗当前仍处于供需不平衡状态，公司二价 HPV 疫苗将快速放量增长，产量及批签发节奏持续超预期，同时产品快速放量增长将带来规模化效应，提升公司净利率水平。因此，基于两大因素：(1) 参考 2022 年 Q1 及 4 月单月公司 HPV 疫苗产量及批签发数量持续超预期，全年 HPV 疫苗产量及销量有望超出我们此前预期；(2) 我们测算公司 Q1 单季度 HPV 疫苗净利率已经达到 45% 左右，随着 HPV 疫苗产销量持续攀升超预期，全年看 HPV 疫苗业务的净利润率有望超出我们此前预期。

基于上述两大超预期因素，我们上调公司 2022-2024 年盈利预测。2022-2024 年公司营业收入从 107.79/149.00/182.58 亿元，上调至 114.17/161.58/202.79 亿元；归母净利润从 40.60/60.11/76.80 亿元，上调至 46.60/68.67/91.88 亿元；由于公司转增股份，EPS 调整后为 5.29/7.80/10.44 元，对应 2022 年 4 月 29 日股价 161.4 元/股，PE 为 30/21/15 倍。维持“买入”评级。

风险提示

公司二价 HPV 疫苗销售不及预期风险；随着国内其他国产 HPV 疫苗上市竞争加剧产品降价风险；公司体外诊断业务销售不及预期风险；公司九价 HPV 疫苗等在研产品研发进展不及预期风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,354	5,750	11,417	16,158	20,279
YoY (%)	98.9%	144.3%	98.5%	41.5%	25.5%
归母净利润(百万元)	677	2,021	4,660	6,867	9,188
YoY (%)	224.1%	198.6%	130.5%	47.4%	33.8%
毛利率 (%)	81.2%	85.8%	84.0%	84.2%	85.3%
每股收益 (元)	1.15	3.33	5.29	7.80	10.44
ROE	26.5%	45.3%	49.6%	42.2%	36.1%
市盈率	140.35	48.47	30.49	20.69	15.46

资料来源：Wind, 华西证券研究所

联系人：支君

分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110002

联系电话：

邮箱：zhijun@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5,750	11,417	16,158	20,279	净利润	2,079	4,660	6,867	9,188
YoY (%)	144.3%	98.5%	41.5%	25.5%	折旧和摊销	110	134	162	178
营业成本	818	1,826	2,555	2,972	营运资金变动	-608	-575	-944	-557
营业税金及附加	27	69	65	81	经营活动现金流	1,682	4,163	6,003	8,708
销售费用	1,690	3,083	4,363	5,273	资本开支	-1,040	-809	-703	-857
管理费用	182	343	485	608	投资	12	2	3	2
财务费用	5	5	6	7	投资活动现金流	-1,014	-750	-620	-754
研发费用	682	1,028	1,212	1,318	股权募资	10	273	0	0
资产减值损失	-30	0	0	0	债务募资	163	-236	0	0
投资收益	11	57	81	101	筹资活动现金流	53	38	0	0
营业利润	2,328	5,236	7,715	10,324	现金净流量	712	3,450	5,384	7,954
营业外收支	-4	0	0	0					
利润总额	2,324	5,236	7,715	10,324	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	245	576	849	1,136	成长能力				
净利润	2,079	4,660	6,867	9,188	营业收入增长率	144.3%	98.5%	41.5%	25.5%
归属于母公司净利润	2,021	4,660	6,867	9,188	净利润增长率	198.6%	130.5%	47.4%	33.8%
YoY (%)	198.6%	130.5%	47.4%	33.8%	盈利能力				
每股收益	3.33	5.29	7.80	10.44	毛利率	85.8%	84.0%	84.2%	85.3%
					净利率	36.2%	40.8%	42.5%	45.3%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	28.7%	35.0%	31.4%	28.4%
货币资金	1,415	4,865	10,249	18,203	净资产收益率 ROE	45.3%	49.6%	42.2%	36.1%
预付款项	69	118	177	216	偿债能力				
存货	593	1,427	2,054	2,290	流动比率	1.96	2.77	3.40	4.20
其他流动资产	2,569	3,829	5,754	7,358	速动比率	1.60	2.30	2.95	3.79
流动资产合计	4,647	10,240	18,235	28,067	现金比率	0.60	1.32	1.91	2.72
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	35.2%	28.7%	25.1%	21.0%
固定资产	728	1,011	1,109	1,244	经营效率				
无形资产	295	394	444	514	总资产周转率	0.82	0.86	0.74	0.63
非流动资产合计	2,399	3,072	3,611	4,288	每股指标 (元)				
资产合计	7,046	13,312	21,846	32,354	每股收益	3.33	5.29	7.80	10.44
短期借款	236	0	0	0	每股净资产	7.36	10.68	18.48	28.92
应付账款及票据	193	456	631	726	每股经营现金流	2.77	4.73	6.82	9.89
其他流动负债	1,937	3,243	4,734	5,959	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,366	3,698	5,365	6,686	估值分析				
长期借款	5	5	5	5	PE	48.47	30.49	20.69	15.46
其他长期负债	113	113	113	113	PB	30.11	15.11	8.73	5.58
非流动负债合计	118	118	118	118					
负债合计	2,483	3,816	5,483	6,804					
股本	607	880	880	880					
少数股东权益	96	96	96	96					
股东权益合计	4,562	9,496	16,362	25,551					
负债和股东权益合计	7,046	13,312	21,846	32,354					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

支君：南京大学生物化学与分子生物学专业硕士毕业，曾任职于东方财富证券和华创证券，2021年5月加入华西证券，负责生物制品和医美行业。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。