

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

上次评级

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

2022 上半年业绩超预期, 9 价 HPV 疫苗处于数据统计阶段

2022 年 08 月 26 日

事件: 近日, 公司发布 2022 半年报, 2022H1 公司实现收入 59.3 亿元, 同比增长 201.93%, 归母净利润 26.93 亿元, 同比增长 273.24%, 扣非归母净利润 26.5 亿元, 同比增长 282.68%, 经营活动现金流净额 17.21 亿元, 同比增长 356.31%。

点评:

- **2022 上半年业绩快速增长。**2022Q2 公司实现收入 27.6 亿元, 同比增长 141.98%, 归母净利润 13.62 亿元, 同比增长 215.07%, 扣非归母净利润 13.35 亿元, 同比增长 224.54%, 业绩保持快速增长, 主要原因为公司 2 价 HPV 疫苗处于供不应求状态, 持续快速放量。
- **疫苗部分实现高速增长。**2022 上半年, 疫苗部分实现收入 43.63 亿元, 同比增长 292%, 占比 73.58%, 实现净利润 20.67 亿元, 同比增长 331%, 占比 74.39%。上半年 2 价 HPV 疫苗批签发为 140 批次, 我们预计上半年 2 价 HPV 疫苗销量在 1300 万支以上。2022 上半年, 诊断部分实现收入 15.6 亿元, 占比 26.31%, 实现净利润 7.12 亿元, 占比 25.61%, 活性原料板块实现净利润 2.23 亿元。境外收入 2.99 亿元, 同比增长 170%, 占比 5.04%。
- **盈利能力持续提升, 疫苗国际化进度顺利推进。**公司毛利率为 89.2%, 净利率为 46.87%, 分别同比变动 3.98pct、9.8pct, 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 27.56%、5.63%、-0.34%, 同比变动-0.91pct、-8.82pct、-0.41pct。国际市场方面, 二价 HPV 疫苗通过 WHO PQ 认证后, 于 2022 年 5 月和 6 月相继获得摩洛哥和尼泊尔的上市许可, 泰国、孟加拉、巴基斯坦、印尼、马来西亚、柬埔寨、肯尼亚等国的注册申报正有序推进中, 已向印度、孟加拉等国政府正式提出戊肝疫苗注册申请, 公司产品的国际竞争力进一步提升。
- **研发费用持续增长, 9 价 HPV 疫苗处于数据统计分析阶段。**2022 上半年, 研发费用 2.33 亿元, 同比增长 14.13%, 公司的九价 HPV 疫苗与佳达修 9 的头对头临床试验已完成临床试验现场及标本检测工作, 正在进行数据统计分析, 小年龄桥接临床试验完成入组工作; 鼻喷新冠疫苗海外多中心 III 期临床试验已完成所有受试者的全程接种工作; 戊肝疫苗在美国进行的 I 期临床试验已完成; 水痘疫苗、新型水痘疫苗等研发工作均进展顺利。公司积极推动肺癌和结直肠癌早筛、戊肝抗原尿液检测、多项呼吸道检测、HTLV 检测等诊断试剂及标准物质的研发、临床及注册工作, 2 项新冠核酸诊断试剂和 2 项流感病毒检测试剂获得国内注册受理。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 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 42.22/53.25/69.64 亿元，同比增长 108.9%/26.1%/30.8%，对应 2022-2024 年市盈率分别为 27.72/21.98/16.81 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	4,222	5,325	6,964
增长率 YoY%	224.1%	198.6%	108.9%	26.1%	30.8%
毛利率%	81.2%	85.8%	88.2%	88.6%	89.0%
净资产收益率ROE%	26.5%	45.3%	32.2%	27.9%	26.1%
EPS(摊薄)(元)	0.75	2.23	4.66	5.88	7.69
市盈率 P/E(倍)	269.72	99.28	27.72	21.98	16.81
市净率 P/B(倍)	71.51	44.94	8.94	6.14	4.39

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 08 月 25 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	11,591	16,788	23,952	
货币资金	711	1,415	6,747	10,656	15,828	
应收票据	7	12	23	29	37	
应收账款	691	2,256	3,296	4,279	5,790	
预付账款	26	69	77	96	124	
存货	400	593	1,203	1,481	1,919	
其他	142	301	244	248	254	
非流动资产	1,526	2,399	3,619	4,729	5,641	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	559	728	1,536	2,646	3,558	
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	15,210	21,517	29,593	
流动负债	829	2,366	1,855	2,140	2,531	
短期借款	78	236	246	231	146	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	113	193	306	365	460	
其他	639	1,937	1,303	1,543	1,924	
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	1,973	2,258	2,648	
少数股东权益	27	96	139	198	283	
归属母公司	2,554	4,466	13,099	19,061	26,662	
负债和股东权益	3,504	7,046	15,210	21,517	29,593	

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	4,222	5,325	6,964	
同比	224.1	198.6%	108.9%	26.1%	30.8%	
毛利率(%)	81.2%	85.8%	88.2%	88.6%	89.0%	
ROE%	26.5%	45.3%	32.2%	27.9%	26.1%	
EPS (摊薄)(元)	0.75	2.23	4.66	5.88	7.69	
P/E	269.72	99.28	27.72	21.98	16.81	
P/B	71.51	44.94	8.94	6.14	4.39	
EV/EBITDA	100.35	54.16	23.10	17.78	12.92	

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	10,937	13,580	17,612	
营业成本	442	818	1,292	1,544	1,945	
营业税金及	13	27	51	63	82	
销售费用	691	1,690	3,390	4,142	5,284	
管理费用	116	182	437	530	669	
研发费用	314	682	1,203	1,562	2,113	
财务费用	11	5	-25	-93	-165	
减值损失合	-29	-30	0	0	0	
投资净收益	14	11	66	95	141	
其他	24	1	165	191	231	
营业利润	775	2,328	4,819	6,119	8,055	
营业外收支	-11	-4	0	0	0	
利润总额	764	2,324	4,819	6,119	8,055	
所得税	83	245	554	734	1,007	
净利润	682	2,079	4,265	5,385	7,048	
少数股东损	5	58	43	59	85	
归属母公司	677	2,021	4,222	5,325	6,964	
EBITDA	865	2,462	4,644	5,813	7,593	
EPS (当	0.75	2.23	4.66	5.88	7.69	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	468	1,682	2,101	4,380	5,468	
净利润	682	2,079	4,265	5,385	7,048	
折旧摊销	87	110	80	73	74	
财务费用	13	10	6	6	5	
投资损失	-14	-11	-66	-95	-141	
营运资金变	-391	-608	-2,184	-988	-1,517	
其它	91	102	-1	-1	-2	
投资活动现	-295	-1,014	-546	-450	-205	
资本支出	-388	-1,040	-658	-545	-346	
长期投资	1	12	50	0	0	
其他	91	14	62	95	141	
筹资活动现	380	53	3,777	-21	-90	
吸收投资	342	10	299	0	0	
借款	57	163	10	-15	-85	
支付利息或	-2	-113	-6	-6	-5	
现金流净增	544	712	5,332	3,909	5,172	
加额						

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。

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。

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 年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

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。

赵骁翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2 年证券从业经验，2022 年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI 医疗、数字医疗等行业研究。

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	hanqiu Yue@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
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiatie@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	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@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	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@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。