

万泰生物 (603392. SH)

2022 年中报点评：核心产品放量，公司业绩高增长

买入

核心观点

公司业绩快速增长，2 价 HPV 疫苗产能充分释放。2022H1 公司实现营收 59.30 亿元 (+202%)，归母净利润 26.93 亿元 (+273%)，扣非净利润 26.50 亿元 (+283%)。其中，Q1/Q2 单季度分别实现营收 31.71/27.59 亿元，分别同比 +285%/+142%；分别实现净利润 13.31/13.62 亿元，分别同比 +360%/215%，公司营收和净利润快速增长。

分业务板块看，公司诊断分部实现收入 15.60 亿元、净利润 7.12 亿元，预计主要由于 Omicron 变异株全球大流行影响，新冠抗原检测需求快速增长；疫苗分部实现收入 43.63 亿元、净利润 20.67 亿元，上半年公司 2 价 HPV 疫苗累计实现批签发 140 批次（上年同期 45 批次），7 月批签发 40 批次（上年同期 12 批次），产能充分释放。

研发管线有序推进。公司 9 价 HPV 疫苗与佳达修 9 头对头试验完成临床现场工作，正在进行数据分析统计，小年龄组桥接临床试验完成入组；传统冻干水痘减毒活疫苗取得 III 期临床总结报告，新型冻干水痘减毒活疫苗 (VZV-7D) 正在开展 IIb 期临床试验；鼻喷新冠疫苗海外多中心 III 期临床已完成所有受试者的全程接种工作，正在开展临床观察、病例收集及样本检测。

风险提示：产品销售不及预期；国内竞争加剧导致产品价格大幅下降；产能项目建设不达预期；研发管线进展不达预期或失败的风险等。

投资建议：公司诊断板块受益于装机量提升以及海外新冠疫情带来的检测试剂需求，预计全年有望稳健增长；2 价 HPV 疫苗上市后快速放量，上半年销量突破千万支，国内多地启动 HPV 疫苗免费接种政策，小年龄组“2 针法”以及产品定价奠定差异化优势，获得 WHO PQ 认证后相继于摩洛哥和尼泊尔取得上市许可，未来有望进一步开拓国际市场。上调对公司的盈利预测，预计 2022-2024 年营收分别为 107.26/124.93/140.81 亿元（前值为 87.52/115.06/134.23 亿元），净利润为 43.86/52.44/60.73 亿元（前值为 33.68/45.28/53.68 亿元），当前股价对应 PE 为 27/22/19x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,354	5,750	10,726	12,493	14,081
(+/-%)	98.9%	144.3%	86.5%	16.5%	12.7%
净利润(百万元)	677	2021	4386	5244	6073
(+/-%)	224.1%	198.6%	116.9%	19.6%	15.8%
每股收益(元)	1.56	3.33	4.84	5.79	6.70
EBIT Margin	33.0%	40.9%	46.8%	47.9%	49.2%
净资产收益率(ROE)	26.5%	45.3%	51.0%	38.7%	31.5%
市盈率(PE)	82.7	38.8	26.7	22.3	19.3
EV/EBITDA	66.0	33.1	23.3	19.4	16.7
市净率(PB)	21.94	17.56	13.60	8.63	6.07

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

医药生物 · 生物制品

证券分析师：陈益凌	证券分析师：马千里
021-60933167	010-88005445
chenyiling@guosen.com.cn	maqianli@guosen.com.cn
S0980519010002	S0980521070001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	129.20 元
总市值/流通市值	117055/28295 百万元
52 周最高价/最低价	292.08/123.88 元
近 3 个月日均成交额	451.44 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

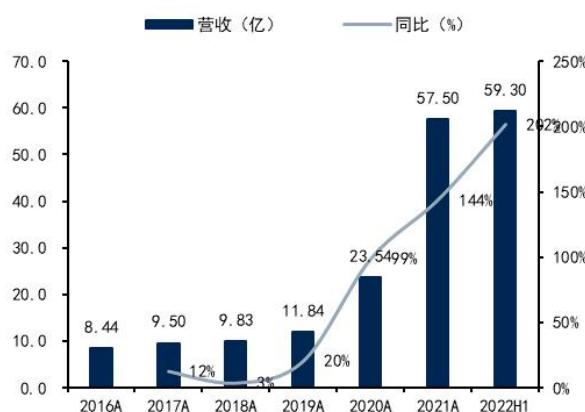
相关研究报告

《万泰生物-603392-2021 年三季报点评：业绩高增长，核心品种放量可期》——2021-10-30

公司业绩快速增长，2价HPV疫苗产能充分释放。2022H1公司实现营收59.30亿元(+202%)，归母净利润26.93亿元(+273%)，扣非净利润26.50亿元(+283%)。其中，Q1/Q2单季度分别实现营收31.71/27.59亿元，分别同比+285%/+142%；分别实现净利润13.31/13.62亿元，分别同比+360%/215%，公司营收和净利润快速增长。

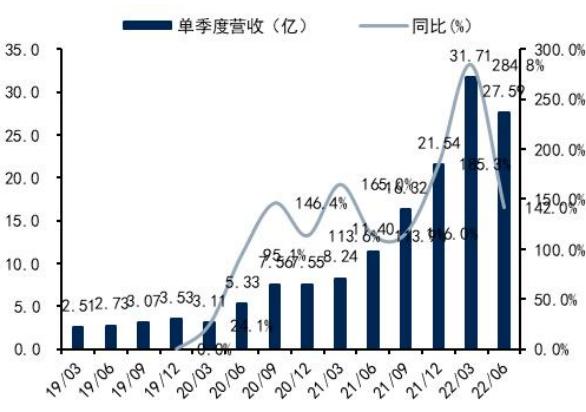
分业务板块看，公司诊断分部实现收入15.60亿元、净利润7.12亿元，预计主要由于Omicron变异株全球大流行影响，新冠抗原检测需求快速增长；疫苗分部实现收入43.63亿元、净利润20.67亿元，上半年公司2价HPV疫苗累计实现批签发140批次（上年同期45批次），7月批签发40批次（上年同期12批次），产能充分释放。

图1：万泰生物营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：万泰生物单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：万泰生物归母净利润及增速（单位：亿元、%）



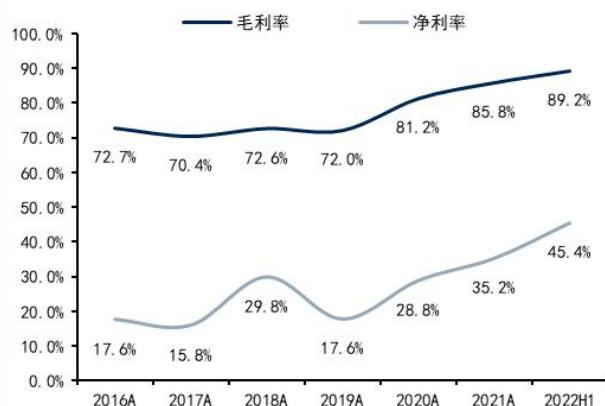
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：万泰生物单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

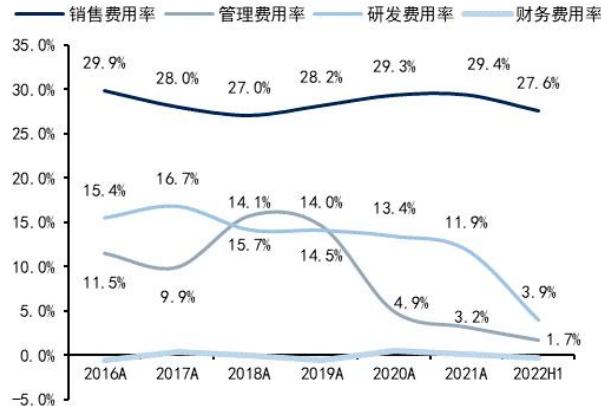


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力持续提升，费用率改善。2022H1公司实现销售毛利率85.8%(+4.0pct)、净利率45.4%(+8.7pct)，主要系高毛利的疫苗板块收入占比大幅提升。销售费用率27.6%(-0.9pct)，管理费用率1.7%(-2.3pct)，研发费用率3.9%(-6.5pct)，财务费用率-0.3%(-0.4pct)，随着公司营收规模扩大费用率明显改善。

图5：万泰生物毛利率、净利率变化情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：万泰生物费用率变化情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

多个健康中国行动试点/候选城市启动国产HPV疫苗免费接种。2020年12月2日，全国爱国卫生运动委员会办公室、健康中国行动推进委员会办公室印发《关于开展健康城市建设推动健康中国行动创新模式试点工作的通知》明确，以妇幼健康促进行动、癌症防治行动中宫颈癌防治为重点内容，在全国遴选部分城市开展创新模式试点工作。

表1：健康中国行动试点城市HPV疫苗免费接种政策

时间	省市	政策细则
2020年9月	厦门	《厦门市国产二价HPV疫苗接种实施方案的通知》：决定在2020至2022年期间为全市适龄（13-14周岁半）在校女生提供国产二价HPV疫苗并实施自愿免费接种。
2022年2月	福建省	实施13周岁-14.5周岁女性人乳头瘤病毒（HPV）疫苗免费接种项目试点
2020年12月	鄂尔多斯	本市13-18岁女性免费接种HPV疫苗
2021年7月	江西靖安	为13至15周岁的适龄女性免费接种国产二价HPV疫苗
2021年10月13日	济南	《全市适龄女性两癌防治项目实施方案》：全市15个区县（功能区），接种对象为年龄≤14岁（15周岁之前）且无HPV疫苗接种史的在校七年级女孩
2021年11月15日	成都	《成都市宫颈癌综合防控HPV疫苗接种实施方案（2021年版）》：对成都市当年未接种过HPV疫苗，13-14岁在校女学生（适龄女孩），遵照“知情同意，自主选择、自愿接种”原则接种HPV疫苗，每年秋季入学后开始HPV疫苗首剂接种。项目实施期间，给予600元/人定额补助。2021年，全市启动在校适龄女孩HPV疫苗接种工作，到2025年底，全市在校适龄女孩HPV疫苗接种率>90%。
2021年10月1日	阿坝州	批量为9-14岁的适龄女孩免费接种HPV疫苗
2021年11月16日	广东省	2022-2024年新增约6亿元用于HPV疫苗免费接种工作，按照知情自愿的原则，自2022年起对具有广东省学籍、9月起新进入初中一年级且未接种过HPV疫苗的14周岁以下女生实施免费接种
2021年11月22日	无锡	自今年12月1日起，无锡在全市市区范围内实施人乳头状病毒（HPV）疫苗群体性免疫策略，为初二学段女生提供2剂次HPV疫苗的免费接种，计划实现市区常住人口中初二学段女生HPV疫苗接种率达90%以上。
2021年12月21日	连云港	本次试点项目面向连云区八年级学段女生，为她们提供2剂次国产二价HPV疫苗的全程免费接种。
2022年1月14日	郑州	郑州市将按年级分步实施接种计划，2022年选取新密市开展试点，确定初一女生为接种对象。
2022年1月25日	石家庄	为全市14周岁女孩免费接种HPV疫苗
2022年2月7日	海南省	为全省适龄女生（13周岁-14周岁半且无HPV疫苗接种史）提供国产2价HPV疫苗，按照“知情同意、自愿免费”的原则实施接种。2022年需省级财政资金4984.2万元。
2022年2月11日	重庆	2022年，启动适龄女生免费接种宫颈癌疫苗工作
2022年2月11日	德州市临邑县	自2022年起将在全县推行9-14岁女孩免费接种HPV2价疫苗，保护女性健康。
2022年2月19日	绵阳	适龄女孩HPV疫苗接种补助项目

资料来源：各省政府官网，国信证券经济研究所整理

研发管线有序推进。公司9价HPV疫苗与佳达修9头对头试验完成临床现场工作，正在进行数据分析统计，小年龄组桥接临床试验完成入组；传统冻干水痘减毒活疫苗取得III期临床总结报告，新型冻干水痘减毒活疫苗（VZV-7D）正在开展Iib期临床试验；鼻喷新冠疫苗海外多中心III期临床已完成所有受试者的全程接种工作，正在开展临床观察、病例收集及样本检测。

表2：万泰生物在研管线进度

序号	药品名称	主要功能	进展情况
1	九价宫颈癌疫苗	预防宫颈癌	ph3
2	冻干水痘减毒活疫苗	预防水痘	ph3
3	鼻喷流感病毒载体新冠肺炎疫苗	预防新型冠状病毒引起的疾病	ph3
4	冻干水痘减毒活疫苗（VZV-7D）	预防水痘	ph2b
5	20价肺炎球菌多糖结合疫苗	预防肺炎球菌引起的相关疾病	ph1

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

风险提示：产品销售不及预期；国内竞争加剧导致产品价格大幅下降；产能项目建设不达预期；研发管线进展不达预期或失败的风险等。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级

公司诊断板块受益于装机量提升以及海外新冠疫情带来的检测试剂需求，预计全年有望稳健增长；2价HPV疫苗上市后快速放量，上半年销量突破千万支，国内多地启动HPV疫苗免费接种政策，小年龄组“2针法”以及产品定价奠定差异化优势，获得WHO PQ认证后相继于摩洛哥和尼泊尔取得上市许可，未来有望进一步开拓国际市场。上调对公司的盈利预测，预计2022-2024年营收分别为107.26/124.93/140.81亿元（前值为87.52/115.06/134.23亿元），净利润为43.86/52.44/60.73亿元（前值为33.68/45.28/53.68亿元），当前股价对应PE为27/22/19x，维持“买入”评级。

附表：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 220825	总市值	EPS				PE				ROE	PEG
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E		
300601.SZ	康泰生物	32.90	369	1.84	0.46	1.77	2.34	54	71	19	14	13.8	0.57
300122.SZ	智飞生物	92.75	1484	6.38	4.61	5.28	5.70	15	20	18	16	57.8	1.80

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：计算PEG时增速选取2022-2024年复合增速

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	711	1415	3250	6878	11016	营业收入	2354	5750	10726	12493	14081
应收款项	712	2277	3744	4654	5080	营业成本	442	818	1138	1334	1493
存货净额	400	593	964	975	1073	营业税金及附加	13	27	53	60	69
其他流动资产	105	121	352	337	421	销售费用	691	1690	3111	3498	3802
流动资产合计	1978	4647	8960	13493	18241	管理费用	116	182	334	362	378
固定资产	791	1652	2729	3979	5420	研发费用	314	682	1073	1249	1408
无形资产及其他	234	295	283	272	260	财务费用	11	5	1	(9)	(25)
投资性房地产	501	452	452	452	452	投资收益	14	11	13	13	12
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	30	30	26	28	28
资产总计	3504	7046	12424	18195	24373	其他收入	(349)	(741)	(1073)	(1249)	(1408)
短期借款及交易性金融负债	78	250	312	390	487	营业利润	775	2328	5056	6040	6996
应付款项	113	193	290	304	329	营业外净收支	(11)	(4)	(6)	(7)	(6)
其他流动负债	639	1923	2862	3428	3565	利润总额	764	2324	5050	6034	6990
流动负债合计	829	2366	3464	4122	4382	所得税费用	83	245	539	640	744
长期借款及应付债券	0	5	5	5	5	少数股东损益	5	58	125	150	174
其他长期负债	94	113	134	153	174	归属于母公司净利润	677	2021	4386	5244	6073
长期负债合计	94	118	139	158	179	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	923	2483	3602	4281	4560	净利润	677	2021	4386	5244	6073
少数股东权益	27	96	215	356	520	资产减值准备	11	1	69	43	54
股东权益	2554	4466	8607	13558	19292	折旧摊销	84	96	150	256	355
负债和股东权益总计	3504	7046	12424	18195	24373	公允价值变动损失	(30)	(30)	(26)	(28)	(28)
						财务费用	11	5	1	(9)	(25)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(495)	(341)	(944)	(261)	(374)
每股收益	1.56	3.33	4.84	5.79	6.70	其它	(6)	54	50	98	110
每股红利	0.00	0.19	0.27	0.32	0.37	经营活动现金流	242	1801	3683	5351	6190
每股净资产	5.89	7.36	9.50	14.97	21.29	资本开支	0	(975)	(1257)	(1509)	(1811)
ROIC	48%	76%	96%	86%	80%	其它投资现金流	8	(190)	(410)	0	0
ROE	27%	45%	51%	39%	31%	投资活动现金流	31	(1165)	(1667)	(1509)	(1811)
毛利率	81%	86%	89%	89%	89%	权益性融资	(9)	10	0	0	0
EBIT Margin	33%	41%	47%	48%	49%	负债净变化	(21)	5	0	0	0
EBITDA Margin	37%	43%	48%	50%	52%	支付股利、利息	(2)	(113)	(245)	(292)	(339)
收入增长	99%	144%	87%	16%	13%	其它融资现金流	208	275	62	78	97
净利润增长率	224%	199%	117%	20%	16%	融资活动现金流	154	69	(182)	(214)	(241)
资产负债率	27%	37%	31%	25%	21%	现金净变动	427	705	1834	3628	4138
息率	0.0%	0.1%	0.3%	0.4%	0.4%	货币资金的期初余额	284	711	1415	3250	6878
P/E	82.7	38.8	26.7	22.3	19.3	货币资金的期末余额	711	1415	3250	6878	11016
P/B	21.9	17.6	13.6	8.6	6.1	企业自由现金流	0	883	2430	3841	4364
EV/EBITDA	66.0	33.1	23.3	19.4	16.7	权益自由现金流	0	1163	2492	3927	4484

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032