

万泰生物 (603392.SH)

预计 2022 年归母净利润同比增长 134%，2 价 HPV 疫苗产销两旺

买入

核心观点

预计 2022 年归母净利润同比增长 134%。公司发布 2022 年业绩快报，预计 2022 年实现营业收入 111.85 亿元，同比增长 94.51%；预计实现归母净利润 47.39 亿元，同比增长 134.44%；预计实现扣非归母净利润 45.25 亿元，同比增长 132.59%。公司业绩高速增长主要得益于二价宫颈癌疫苗继续保持产销两旺，以及因新型冠状病毒感染检测市场需求旺盛，相关原料以及检测试剂的收入及利润实现增长。

2 价 HPV 疫苗批签发大幅增长，9 价 HPV 管线值得期待。2022 年公司 2 价 HPV 疫苗实现批签发 288 批次，同比增长 77%，预计实现批签发数量约 2800 万支。公司 9 价 HPV 管线目前处于 III 期临床，根据 CDE 发布《人乳头瘤病毒疫苗临床试验技术指导原则（征求意见稿）》，有望通过迭代疫苗选取 PI12（持续 12 个月感染）作为替代终点，临床和商业化进程有望加速。

鼻喷流感病毒载体新冠疫苗获得紧急使用授权。2022 年 12 月 6 日，公司与厦门大学、香港大学合作研发的鼻喷流感病毒载体新冠疫苗获得紧急使用授权，用于序贯加强免疫。鼻喷新冠疫苗是在双重减毒的季节性流感病毒 (CA4-DeINS1) 载体内插入新冠病毒保护性抗原的 RBD 基因序列构建而成的减毒活病毒载体疫苗。2022 年 10 月完成 III 期临床数据分析，数据表明不论用于无免疫史人群的基础免疫还是有免疫史人群的序贯加强免疫，鼻喷新冠疫苗对于 Omicron 突变株感染导致的 COVID-19 均可产生良好的保护效力，60 岁以上人群保护效力不弱于 18-59 岁人群，同时具有很好的安全性。

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；业绩预告数据与最终年报可能存在差异的风险等。

投资建议：公司核心产品 2 价 HPV 疫苗上市后快速放量，国内受益于免费接种政策，小年龄组“2 针法”具备差异化优势，获得 WHO PQ 认证后相继于摩洛哥和尼泊尔取得上市许可，产品出海迈出坚实第一步；海内外新冠疫情影响下，公司试剂及活性原料收入预计稳健增长；鼻喷新冠疫苗临床数据优秀，已于国内获得紧急使用授权用于序贯加强免疫，考虑到新冠疫苗商业化受到全球疫情发展、各国防疫策略和市场竞争格局等诸多因素影响，暂不考虑新冠疫苗业绩；我们上调对公司的盈利预测，预计 2022-2024 年净利润分别为 47.39/54.18/62.32 亿元（前值为 43.86/52.44/60.73 亿元），当前股价对应 PE 为 23/20/18x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 2,354 | 5,750 | 11,185 | 12,493 | 14,055 |
| (+/-%) | 98.9% | 144.3% | 94.5% | 11.7% | 12.5% |
| 净利润(百万元) | 677 | 2021 | 4739 | 5418 | 6232 |
| (+/-%) | 224.1% | 198.6% | 134.5% | 14.3% | 15.0% |
| 每股收益(元) | 1.56 | 3.33 | 5.23 | 5.98 | 6.88 |
| EBIT Margin | 33.0% | 40.9% | 48.5% | 49.5% | 50.6% |
| 净资产收益率 (ROE) | 26.5% | 45.3% | 53.0% | 38.5% | 31.3% |
| 市盈率 (PE) | 77.5 | 36.3 | 23.1 | 20.2 | 17.6 |
| EV/EBITDA | 61.9 | 31.0 | 20.3 | 17.7 | 15.3 |
| 市净率 (PB) | 20.55 | 16.45 | 12.26 | 7.80 | 5.50 |

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

021-60933167

chenyiling@guosen.com.cn

S0980519010002

证券分析师：马千里

010-88005445

010-88005445

S0980521070001

基础数据

| | |
|-------------|------------------|
| 投资评级 | 买入(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 138.88 元 |
| 总市值/流通市值 | 125835/33603 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 292.08/106.42 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 536.16 百万元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

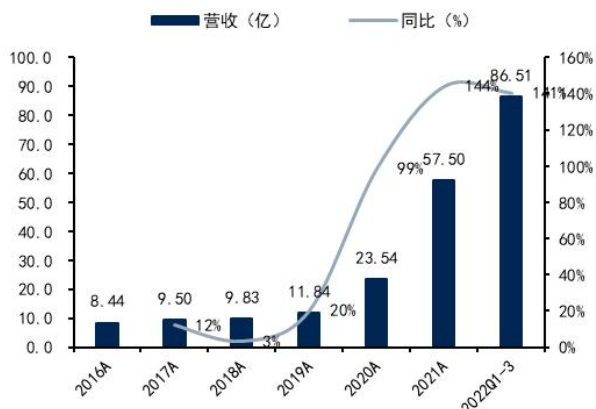
相关研究报告

《万泰生物 (603392.SH) - 2022 年三季报点评：业绩维持高速增长，鼻喷新冠疫苗数据优秀》——2022-10-20

《万泰生物 (603392.SH) - 2022 年中报点评：核心产品放量，公司业绩高速增长》——2022-08-26

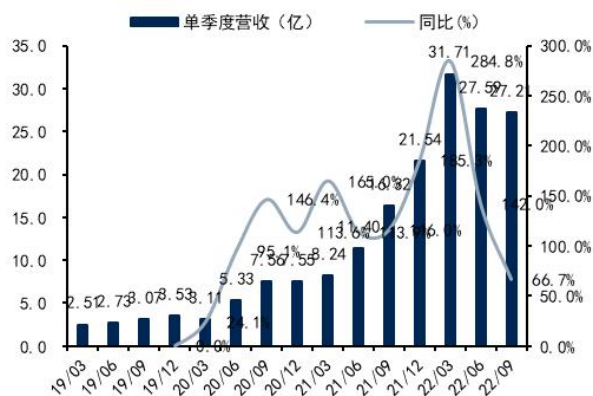
《万泰生物-603392-2021 年三季报点评：业绩高速增长，核心品种放量可期》——2021-10-30

图1：万泰生物营业收入及增速（单位：亿元、%）



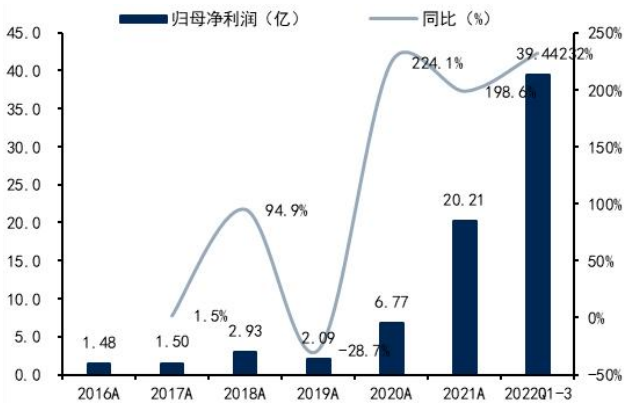
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：万泰生物单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



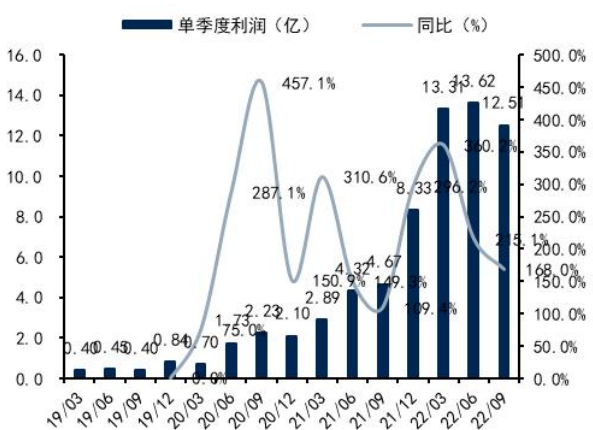
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：万泰生物归母净利润及增速（单位：亿元、%）



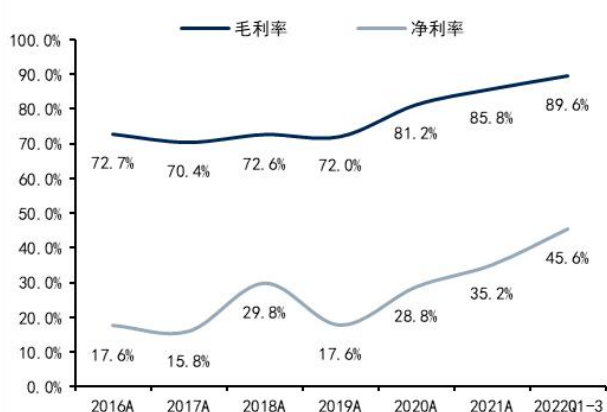
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：万泰生物单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



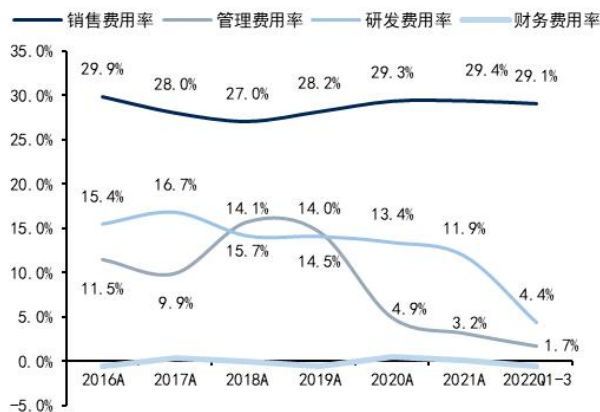
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级

公司核心产品 2 价 HPV 疫苗上市后快速放量，国内受益于免费接种政策，小年龄组“2 针法”具备差异化优势，获得 WHO PQ 认证后相继于摩洛哥和尼泊尔取得上市许可，产品出海迈出坚实第一步；海内外新冠疫情影响下，公司试剂及活性原料收入预计稳健增长；鼻喷新冠疫苗临床数据优秀，已于国内获得紧急使用授权用于序贯加强免疫。考虑到新冠疫苗商业化受到全球疫情发展、各国防疫策略和市场竞争格局等诸多因素影响，暂不考虑新冠疫苗业绩，我们上调对公司的盈利预测，预计 2022-2024 年净利润分别为 47.39/54.18/62.32 亿元（前值为 43.86/52.44/60.73 亿元），当前股价对应 PE 为 23/20/18x，维持“买入”评级。

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；业绩预告数据与最终年报可能存在差异的风险等。

附表：可比公司估值表

| 代码 | 公司简称 | 股价 230119 | 总市值 | EPS | | | | PE | | | | ROE | | PEG |
|-----------|------|--------------|------|------|------|------|------|-----|-----|-----|-----|------|-----|-----|
| | | | | 21A | 22E | 23E | 24E | 21A | 22E | 23E | 24E | 21A | 22E | |
| 300122.SZ | 智飞生物 | 105.48 | 1688 | 6.38 | 4.58 | 5.83 | 7.12 | 20 | 23 | 18 | 15 | 57.8 | | 1.5 |
| 300601.SZ | 康泰生物 | 37.93 | 425 | 1.84 | 0.42 | 1.62 | 2.12 | 54 | 90 | 23 | 18 | 13.8 | | 1.3 |

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） | | | | | | 利润表（百万元） | | | | | |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 现金及现金等价物 | 711 | 1415 | 3484 | 7362 | 11669 | 营业收入 | 2354 | 5750 | 11185 | 12493 | 14055 |
| 应收款项 | 712 | 2277 | 3905 | 4654 | 5071 | 营业成本 | 442 | 818 | 1150 | 1297 | 1466 |
| 存货净额 | 400 | 593 | 977 | 943 | 1049 | 营业税金及附加 | 13 | 27 | 56 | 60 | 69 |
| 其他流动资产 | 105 | 121 | 367 | 337 | 420 | 销售费用 | 691 | 1690 | 3244 | 3498 | 3795 |
| 流动资产合计 | 1978 | 4647 | 9383 | 13945 | 18860 | 管理费用 | 116 | 182 | 304 | 324 | 349 |
| 固定资产 | 791 | 1652 | 2729 | 3979 | 5420 | 研发费用 | 314 | 682 | 1007 | 1124 | 1265 |
| 无形资产及其他 | 234 | 295 | 283 | 272 | 260 | 财务费用 | 11 | 5 | 1 | (11) | (28) |
| 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 | 12847 | 18648 | 24992 | 其他收入 | (349) | (741) | (1007) | (1124) | (1265) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 78 | 250 | 312 | 390 | 487 | 营业利润 | 775 | 2328 | 5463 | 6241 | 7179 |
| 应付款项 | 113 | 193 | 294 | 295 | 321 | 营业外净收支 | (11) | (4) | (6) | (7) | (6) |
| 其他流动负债 | 639 | 1923 | 2937 | 3377 | 3523 | 利润总额 | 764 | 2324 | 5458 | 6235 | 7174 |
| 流动负债合计 | 829 | 2366 | 3543 | 4061 | 4332 | 所得税费用 | 83 | 245 | 583 | 661 | 763 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 5 | 5 | 5 | 5 | 少数股东损益 | 5 | 58 | 136 | 155 | 178 |
| 其他长期负债 | 94 | 113 | 134 | 153 | 174 | 归属于母公司净利润 | 677 | 2021 | 4739 | 5418 | 6232 |
| 长期负债合计 | 94 | 118 | 139 | 158 | 179 | 现金流量表（百万元） | | | | | |
| 负债合计 | 923 | 2483 | 3682 | 4220 | 4511 | 净利润 | 677 | 2021 | 4739 | 5418 | 6232 |
| 少数股东权益 | 27 | 96 | 224 | 371 | 539 | 资产减值准备 | 11 | 1 | 69 | 43 | 54 |
| 股东权益 | 2554 | 4466 | 8941 | 14058 | 19942 | 折旧摊销 | 84 | 96 | 150 | 256 | 355 |
| 负债和股东权益总计 | 3504 | 7046 | 12847 | 18648 | 24992 | 公允价值变动损失 | (30) | (30) | (26) | (28) | (28) |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 11 | 5 | 1 | (11) | (28) |
| 每股收益 | 1.56 | 3.33 | 5.23 | 5.98 | 6.88 | 营运资本变动 | (495) | (341) | (1054) | (181) | (359) |
| 每股红利 | 0.00 | 0.19 | 0.29 | 0.33 | 0.38 | 其它 | (6) | 54 | 59 | 103 | 115 |
| 每股净资产 | 5.89 | 7.36 | 9.87 | 15.52 | 22.01 | 经营活动现金流 | 242 | 1801 | 3937 | 5611 | 6369 |
| ROIC | 48% | 76% | 101% | 86% | 80% | 资本开支 | 0 | (975) | (1257) | (1509) | (1811) |
| ROE | 27% | 45% | 53% | 39% | 31% | 其它投资现金流 | 8 | (190) | (410) | 0 | 0 |
| 毛利率 | 81% | 86% | 90% | 90% | 90% | 投资活动现金流 | 31 | (1165) | (1667) | (1509) | (1811) |
| EBIT Margin | 33% | 41% | 49% | 50% | 51% | 权益性融资 | (9) | 10 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 37% | 43% | 50% | 52% | 53% | 负债净变化 | (21) | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | 99% | 144% | 95% | 12% | 13% | 支付股利、利息 | (2) | (113) | (264) | (302) | (348) |
| 净利润增长率 | 224% | 199% | 134% | 14% | 15% | 其它融资现金流 | 208 | 275 | 62 | 78 | 97 |
| 资产负债率 | 27% | 37% | 30% | 25% | 20% | 融资活动现金流 | 154 | 69 | (202) | (224) | (250) |
| 息率 | 0.0% | 0.2% | 0.4% | 0.4% | 0.5% | 现金净变动 | 427 | 705 | 2069 | 3878 | 4308 |
| P/E | 77.5 | 36.3 | 23.1 | 20.2 | 17.6 | 货币资金的期初余额 | 284 | 711 | 1415 | 3484 | 7362 |
| P/B | 20.5 | 16.4 | 12.3 | 7.8 | 5.5 | 货币资金的期末余额 | 711 | 1415 | 3484 | 7362 | 11669 |
| EV/EBITDA | 61.9 | 31.0 | 20.3 | 17.7 | 15.3 | 企业自由现金流 | 0 | 883 | 2684 | 4099 | 4540 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | 1163 | 2746 | 4186 | 4662 |

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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。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所提及的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