

# 万泰生物 (603392.SH)

## 2022 年报点评：归母净利润同比增长 134%，核心品种持续放量

买入

### 核心观点

**收入和净利润保持高增速。**公司 2022 年实现营业收入 111.85 亿元 (+94.51%)；归母净利润 48.63 亿元 (+134.90%)；扣非归母净利润 45.14 亿元 (+132.03%)。其中，诊断分部实现收入 26.74 亿元，净利润 8.18 亿元；疫苗分部实现收入 84.93 亿元，净利润 40.46 亿元。

**2 价 HPV 疫苗产销两旺，国际化有序推进。**2022 年公司 2 价 HPV 疫苗实现批签发 288 批次 (+77%)，达到设计产能年产 3000 万支，销量突破 2500 万支。国际化方面，2 价 HPV 疫苗已相继获得摩洛哥、尼泊尔、泰国、刚果(金)、柬埔寨等国上市许可；巴基斯坦、印尼、哈萨克斯坦、肯尼亚、埃塞俄比亚、缅甸、乌兹别克斯坦等国的注册申报有序推进。

**鼻喷新冠疫苗获批紧急使用，在研管线值得期待。**公司与厦门大学、香港大学合作研发的鼻喷新冠疫苗被纳入紧急使用，正在开展附条件上市申报的相关工作；9 价 HPV 疫苗 III 期临床随访进行中，与佳达修 9 头对头临床试验完成现场和标本检测工作，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；戊肝疫苗在美国进行的 I 期临床试验已完成；20 价肺炎疫苗、重组带状疱疹病毒疫苗、重组三价轮状病毒亚单位疫苗、第三代 HPV 疫苗、四价肠道病毒灭活疫苗和鼻喷三价新冠-三价流感病毒疫苗等新项目研发工作均顺利开展。

**员工持股计划公布，彰显长期发展信心。**公司公布 2023 年员工持股计划，考核年度为 2023-2025 年三个会计年度，业绩考核目标为以 2021 年净利润为基数，2023-2025 年净利润增长率分别不低于 176%/247%/304%，即 57.4/72.2/84.0 亿元；或以 2021 年营收为基数，2023-2025 年营收增长率分别不低于 144%/195%/242%，即 140.3/169.6/196.7 亿元。

**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，海外相继于多国取得上市许可，国际化打开长期成长空间；鼻喷新冠疫苗获批紧急使用，9 价 HPV 等在研管线顺利推进；公布员工持股计划，彰显长期发展信心。我们对公司盈利预测进行调整，预计 2023-2024 年归母净利润分别为 58.17/72.30 亿元（前值为 54.18/62.32 亿元），新增 2025 年归母净利润预测为 83.74 亿元，当前股价对应 PE 为 19/15/13x，维持“买入”评级。

### 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 118.79 元  
收盘价 118.79 元  
总市值/流通市值 107632/28742 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 239.29 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) - 预计 2022 年归母净利润同比增长 134%，2 价 HPV 疫苗产销两旺》——2023-01-20  
《万泰生物 (603392.SH) - 2022 年三季度报点评：业绩维持高增速，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 年三季度报点评：业绩高速增长，核心品种放量可期》——2021-10-30

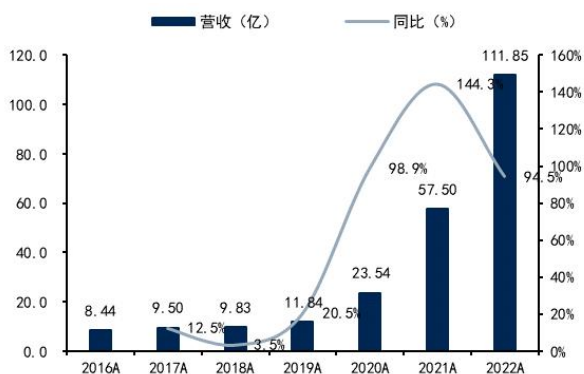
### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,750	11,185	13,866	17,109	19,780
(+/-%)	144.3%	94.5%	24.0%	23.4%	15.6%
净利润(百万元)	2021	4736	5817	7230	8374
(+/-%)	198.6%	134.3%	22.8%	24.3%	15.8%
每股收益(元)	3.33	5.23	6.42	7.98	9.24
EBIT Margin	40.9%	48.1%	48.1%	48.5%	48.7%
净资产收益率 (ROE)	45.3%	38.4%	32.3%	28.9%	25.2%
市盈率 (PE)	35.7	22.7	18.5	14.9	12.9
EV/EBITDA	30.5	20.2	16.3	13.2	11.4
市净率 (PB)	16.15	8.72	5.98	4.30	3.24

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

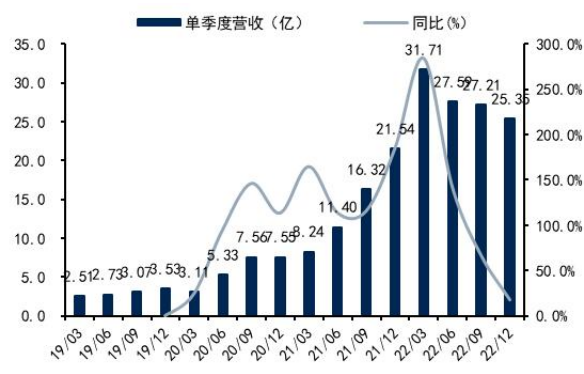
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

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、%)



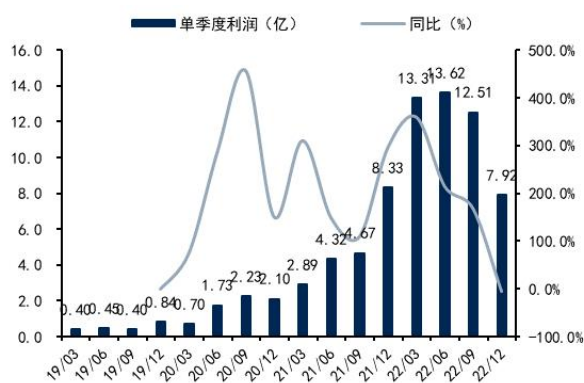
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 万泰生物归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



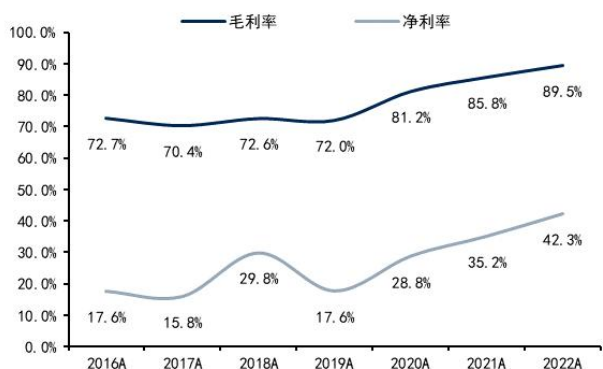
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 万泰生物单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



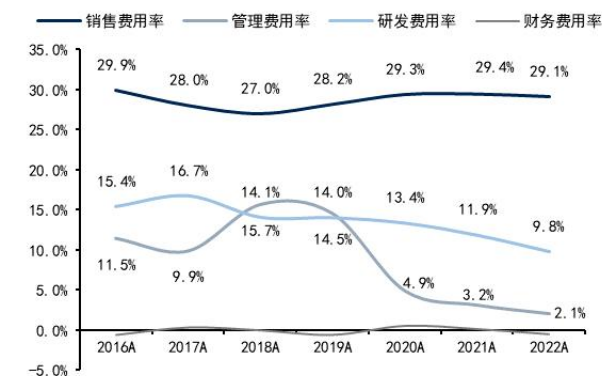
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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：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，海外相继于多国取得上市许可，国际化打开长期成长空间；鼻喷新冠疫苗获批紧急使用，9 价 HPV 等在研管线顺利推进；公布员工持股计划，彰显长期发展信心。我们对公司盈利预测进行调整，预计 2023-2024 年归母净利润分别为 58.17/72.30 亿元（前值为 54.18/62.32 亿元），新增 2025 年归母净利润预测为 83.74 亿元，当前股价对应 PE 为 19/15/13x，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等。

附表：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 230324	总市值	EPS				PE				ROE		PEG	
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	21A	22E		
300601.SZ	康泰生物	32.41	362	1.84	0.35	1.59	2.07	54	93	20	16	13.8	0.65		
300122.SZ	智飞生物	86.75	1388	6.38	4.71	5.93	7.07	67	18	15	12	45.3	0.82		

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：智飞生物 2022 年 EPS 为实际值

## 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	1415	5192	9484	15603	22876	<b>营业收入</b>	<b>5750</b>	<b>11185</b>	<b>13866</b>	<b>17109</b>	<b>19780</b>
应收款项	2277	3958	4862	6276	7064	营业成本	818	1170	1413	1699	1947
存货净额	593	869	1118	1223	1405	营业税金及附加	27	51	67	80	93
其他流动资产	121	152	366	348	398	销售费用	1690	3254	4021	4962	5736
<b>流动资产合计</b>	<b>4647</b>	<b>12180</b>	<b>17840</b>	<b>25458</b>	<b>33751</b>	管理费用	182	235	303	354	388
固定资产	1652	2201	3003	3707	4363	研发费用	682	1099	1387	1711	1978
无形资产及其他	295	292	281	269	257	财务费用	5	(62)	(24)	(49)	(83)
投资性房地产	452	1556	1556	1556	1556	投资收益	11	36	20	23	26
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	30	30	30	30	30
<b>资产总计</b>	<b>7046</b>	<b>16230</b>	<b>22681</b>	<b>30990</b>	<b>39928</b>	其他收入	(741)	(1007)	(1387)	(1711)	(1978)
短期借款及交易性金融负债	250	157	161	189	169	营业利润	2328	5596	6749	8405	9777
应付款项	193	352	371	433	509	营业外净收支	(4)	(13)	(9)	(9)	(11)
其他流动负债	1923	2976	3592	4597	5127	<b>利润总额</b>	<b>2324</b>	<b>5583</b>	<b>6740</b>	<b>8396</b>	<b>9767</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2366</b>	<b>3485</b>	<b>4125</b>	<b>5219</b>	<b>5805</b>	所得税费用	245	719	769	975	1169
长期借款及应付债券	5	102	102	102	102	少数股东损益	58	128	154	192	223
其他长期负债	113	77	79	74	61	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2021</b>	<b>4736</b>	<b>5817</b>	<b>7230</b>	<b>8374</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>118</b>	<b>179</b>	<b>181</b>	<b>176</b>	<b>163</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2483</b>	<b>3665</b>	<b>4306</b>	<b>5395</b>	<b>5968</b>	净利润	2021	4736	5817	7230	8374
少数股东权益	96	224	373	560	777	资产减值准备	1	(9)	18	9	9
股东权益	4466	12341	18001	25035	33183	折旧摊销	96	136	211	289	350
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7046</b>	<b>16230</b>	<b>22681</b>	<b>30990</b>	<b>39928</b>	公允价值变动损失	(30)	(30)	(30)	(30)	(30)
						财务费用	5	(62)	(24)	(49)	(83)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	(341)	(1925)	(713)	(430)	(418)
每股收益	3.33	5.23	6.42	7.98	9.24	其它	54	133	132	178	208
每股红利	0.19	0.14	0.17	0.22	0.25	<b>经营活动现金流</b>	<b>1801</b>	<b>3040</b>	<b>5434</b>	<b>7245</b>	<b>8494</b>
每股净资产	7.36	13.62	19.87	27.63	36.63	资本开支	0	(691)	(989)	(959)	(974)
ROIC	76%	73%	70%	85%	85%	其它投资现金流	(190)	(1768)	0	0	0
ROE	45%	38%	32%	29%	25%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(190)</b>	<b>(2459)</b>	<b>(989)</b>	<b>(959)</b>	<b>(974)</b>
毛利率	86%	90%	90%	90%	90%	权益性融资	(9)	3461	0	0	0
EBIT Margin	41%	48%	48%	49%	49%	负债净变化	5	98	0	0	0
EBITDA Margin	43%	49%	50%	50%	50%	支付股利、利息	(113)	(128)	(157)	(196)	(227)
收入增长	144%	95%	24%	23%	16%	其它融资现金流	(682)	(204)	4	28	(20)
净利润增长率	199%	134%	23%	24%	16%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(906)</b>	<b>3196</b>	<b>(153)</b>	<b>(168)</b>	<b>(247)</b>
资产负债率	37%	24%	21%	19%	17%	<b>现金净变动</b>	<b>705</b>	<b>3777</b>	<b>4292</b>	<b>6118</b>	<b>7273</b>
息率	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	货币资金的期初余额	711	1415	5192	9484	15603
P/E	35.7	22.7	18.5	14.9	12.9	货币资金的期末余额	1415	5192	9484	15603	22876
P/B	16.1	8.7	6.0	4.3	3.2	企业自由现金流	0	2202	4422	6239	7443
EV/EBITDA	30.5	20.2	16.3	13.2	11.4	权益自由现金流	0	2096	4448	6310	7495

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。本报告仅供我公司客户使用，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