

万孚生物 (300482.SZ) / 医疗器械

证券研究报告/公司点评

2024 年 4 月 23 日

评级: 买入(维持)

市场价格: 25.49 元

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师: 谢木青

执业证书编号: S0740518010004

电话: 021-20315895

Email: xiemq@zts.com.cn

分析师: 于佳喜

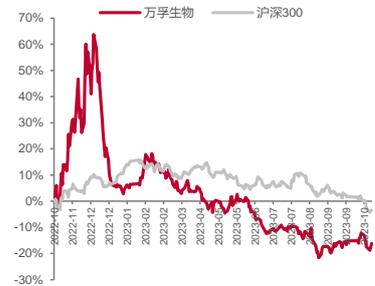
执业证书编号: S0740523080002

Email: yujx03@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	472
流通股本(百万股)	333
市价(元)	25.49
市值(百万元)	12,030
流通市值(百万元)	8,481

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 万孚生物 2023 年一季报点评-常规业务加速恢复, Q1 业绩好于预期
- 2 万孚生物 (300482.SZ): 业绩符合预期, 国内外常规业务加速恢复
- 3 万孚生物 2022 年半年报点评-疫情扰动下常规业务短期承压, 新冠抗原检测有望持续贡献现金流

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5,681	2,765	3,327	4,127	5,134
增长率 yoy%	69%	-51%	20%	24%	24%
净利润 (百万元)	1,197	488	658	809	1,002
增长率 yoy%	89%	-59%	35%	23%	24%
每股收益 (元)	2.54	1.03	1.39	1.71	2.12
每股现金流量	3.56	0.70	1.61	2.20	2.67
净资产收益率	26%	11%	12%	13%	15%
P/E	10.1	24.7	18.3	14.9	12.0
P/B	2.8	2.7	2.3	2.0	1.8

注: 股价信息截止至 2024 年 4 月 22 日

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年报以及 2024 年一季报, 2023 年公司实现营业收入 27.65 亿元, 同比下降 51.33%, 归母净利润 4.88 亿元, 同比下降 59.26%, 扣非净利润 4.15 亿元, 同比下降 62.46%。2024 年一季度公司实现营业收入 8.61 亿元, 同比增长 3.54%, 实现归母净利润 2.18 亿元, 同比增长 7.19%, 实现扣非净利润 2.09 亿元, 同比增长 6.78%。
- **分季度来看:** 2023 年单四季度公司实现收入 7.60 亿元, 同比下降 22.72%, 归母净利润 0.88 亿元, 扣非净利润 0.78 亿元, 去年同期亏损; 公司单季度收入有所下降, 主要与医疗反腐以及同期部分新冠自检产品基数有关。2024 年一季度公司实现营业收入 8.61 亿元, 同比增长 3.54%, 实现归母净利润 2.18 亿元, 同比增长 7.19%, 实现扣非净利润 2.09 亿元, 同比增长 6.78%, 呈现出较好恢复趋势。
- **新冠影响基本出清, 盈利能力逐渐回升:** 公司 2023 年销售费用率 23.51%, 同比提升 7.14pp, 管理费用率 8.21%, 同比提升 4.20 pp, 财务费用率-0.23%, 同比下降 0.22pp, 研发费用率 13.67%, 同比提升 6.30 pp, 公司期间费用率整体有所提升, 主要因新冠相关收入减少后摊薄效应减弱。伴随低毛利新冠产品的逐渐减少, 公司毛利水平逐渐改善, 2023 年公司毛利率 62.61%, 同比提升 10.79 pp, 净利率 17.63%, 同比下降 3.32 pp。
- 2023 年公司围绕心脑血管代谢、肿瘤、呼吸道、传染病、妇产、药物滥用 6 大病种持续丰富产品组合, 深化市场开拓, 取得显著成效, 具体分品种来看:
 - **慢病检测:** 2023 年收入 11.18 亿元, 同比增长 19.11%。2023 年以来国内院内市场诊疗修复趋势明显, 医院终端门诊量、检测样本量明显提升, 同时公司不断推动技术产品创新, 发光市场通过管式+单人份双线并举战略快速打开市场, 实现高速增长, 特色项目血检六项同比实现接近翻倍的增长
 - **传染病检测:** 2023 年收入 9.52 亿元, 同比下降 75.82%。公司常规传染病项目如呼吸道、血液病等仍有较好恢复, 因新冠基数表现有所下滑。2023 年公司在国内持续聚焦发热门诊、基层卫生等医疗终端, 深耕流感检测等重点单品, 在相关赛道实现大幅增长, 同时在家庭自测领域也积极拓展应用场景。
 - **毒品检测:** 2023 年收入 3.31 亿元, 同比增长 12.68%。公司借助优化研发流程、提升生产效率、加强本土化营销等措施成功稳定核心客户群, 实现良好增速, 同时多款毒检新品获得准入认证, 产品种类不断丰富, 未来有望持续维持稳健增长趋势。
 - **妊娠及优生优育检测:** 2023 年收入 2.67 亿元, 同比增长 10.08%。公司以排卵、早孕为重点专项, 通过直播+短视频为输出重点, 依托 OTC+渠道分销客户网络, 不断提升优势业务市场份额, 未来有望保持稳定增长。
- **国际合作不断深化, 海外业务有望持续快速增长。** 2023 年公司海外收入约 7.70 亿元, 因新冠基数影响下降 72.58%。公司自 2004 年开拓境外市场迄今, 累计进入 150 多个国家地区, 目前已经建立起数百人销售队伍, 七大片区均设置垂直化区域管理机制, 强大的销售团队和全球化的营销网络助力公司海外业务近年来快速增长, 国际部定量产品上市势头显著, 美国市场毒检业务快速发展, 2023 年先后与乌干达、印尼等国家签署政府采购协议, 未来随着更多产品的注册准入完成, 海外业务有望持续快速发展。
- **盈利预测与投资建议:** 根据财报数据, 我们调整盈利预测, 预计新冠过后公司盈利能力有望逐渐回升, 医疗监管政策可能造成新品入院的短期波动, 预计 2024-2026 年营业收入 33.27、41.27、51.34 亿元 (+20%、+24%、+24%), 调整前 24-25 年 31.67、39.09 亿元; 预计归母净利润 6.58、8.09、10.02 亿元 (+35%、+23%、+24%), 调整前 24-25 年 5.75、7.31 亿元。公司当前股价对应 2024-2026 年约 18、15、12 倍 PE, 考虑到公司是国内 POCT 龙头, 疫情后常规业务加速恢复, 长期在新产品驱动下有望保持高成长性, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新产品研发、注册及认证风险, 政策变化风险, 汇率变动风险, 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

内容目录

常规业务稳健恢复，盈利能力持续改善	- 3 -
慢病、毒检等表现亮眼，发光、分子等有望加速成熟	- 5 -
风险提示	- 7 -

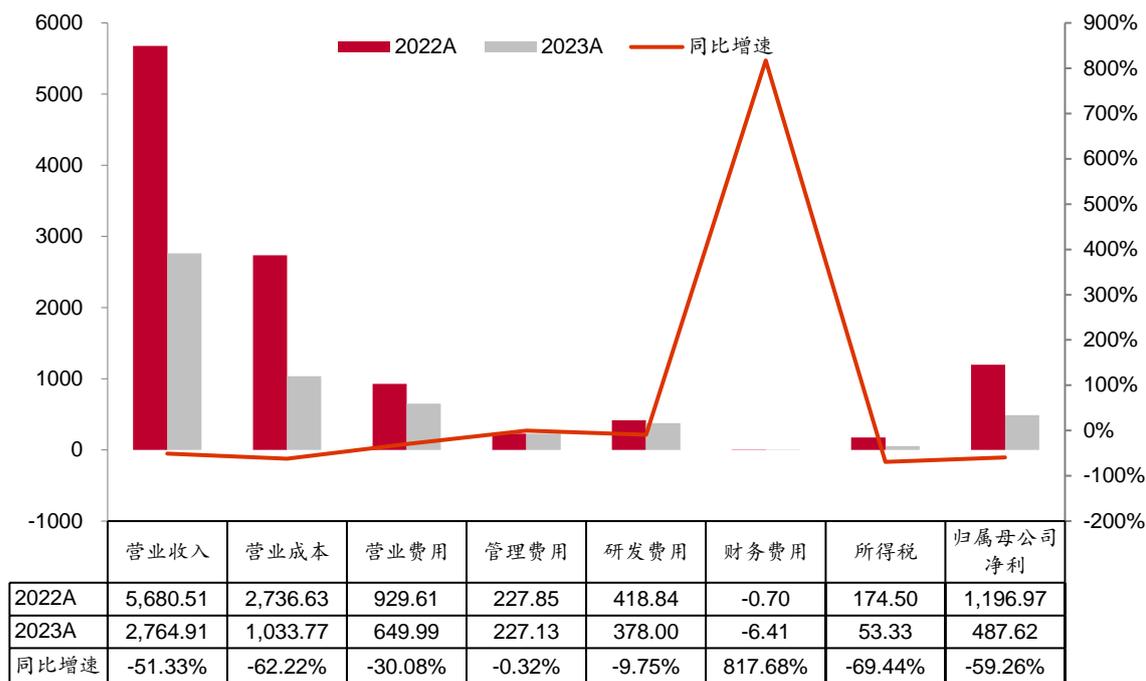
图表目录

图表 1: 万孚生物主要财务指标变化 (百万元)	- 3 -
图表 2: 万孚生物主营业务收入情况 (百万元)	- 3 -
图表 3: 万孚生物归母净利润情况 (百万元)	- 3 -
图表 4: 万孚生物各项主营业务占比情况 (2023, 百万元)	- 4 -
图表 5: 万孚生物分季度财务数据 (百万元)	- 4 -
图表 6: 万孚生物分季度营业收入变化 (百万元)	- 5 -
图表 7: 万孚生物分季度归母净利润变化 (百万元)	- 5 -
图表 8: 万孚生物期间费用率变化情况	- 5 -
图表 9: 万孚生物盈利能力变化	- 5 -
图表 10: 万孚生物传染病检测收入 (百万元)	- 6 -
图表 11: 万孚生物慢病检测收入 (百万元)	- 6 -
图表 12: 万孚生物妊娠及优生优育收入 (百万元)	- 6 -
图表 13: 万孚生物毒品检测收入 (百万元)	- 6 -
图表 14: 万孚生物财务报表预测	- 8 -

常规业务稳健恢复，盈利能力持续改善

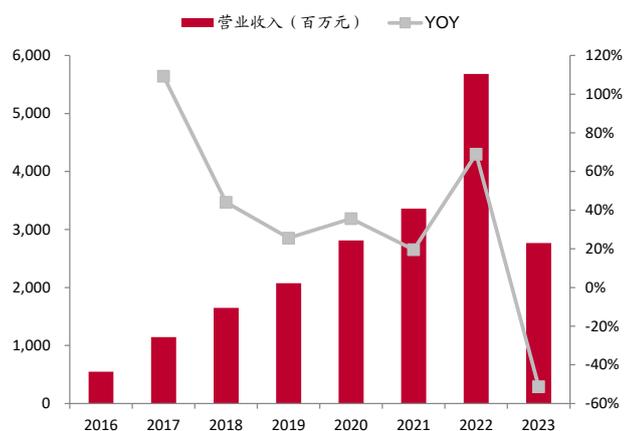
- 2023 年公司实现营业收入 27.65 亿元，同比下降 51.33%，归母净利润 4.88 亿元，同比下降 59.26%，扣非净利润 4.15 亿元，同比下降 62.46%。分业务来看，2023 年公司传染病检测实现收入 9.52 亿元，同比减少 75.82%，慢病检测实现收入 11.18 亿元，同比增长 19.11%，毒品检测实现收入 3.31 亿元，同比增长 12.68%，优生优育类产品实现收入 2.67 亿元，同比增长 10.08%。

图表 1: 万孚生物主要财务指标变化 (百万元)



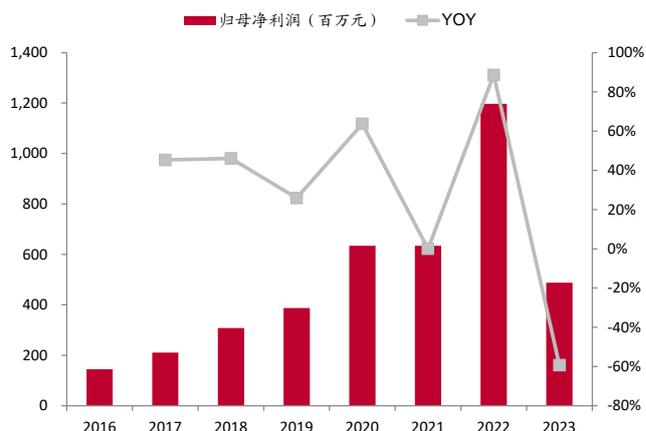
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 万孚生物主营业务收入情况 (百万元)

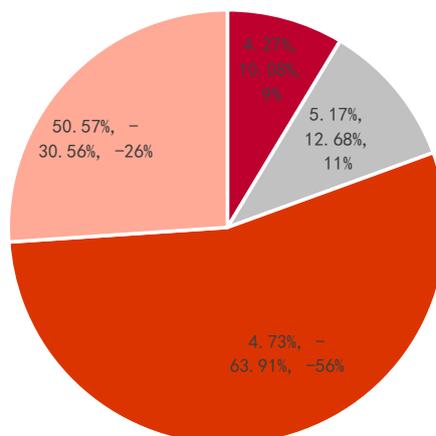


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 万孚生物归母净利润情况 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 万孚生物各项主营业务占比情况 (2023, 百万元)


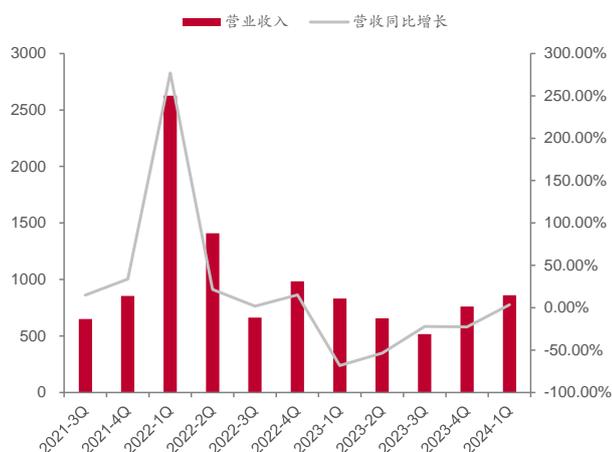
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 分季度来看:** 2023 年单四季度公司实现收入 7.60 亿元, 同比下降 22.72%, 归母净利润 0.88 亿元, 扣非净利润 0.78 亿元, 同期亏损; 公司单季度收入有所下降, 主要与医疗反腐以及同期部分新冠自检产品基数有关。2024 年一季度公司实现营业收入 8.61 亿元, 同比增长 3.54%, 实现归母净利润 2.18 亿元, 同比增长 7.19%, 实现扣非净利润 2.09 亿元, 同比增长 6.78%, 呈现出较好恢复趋势。

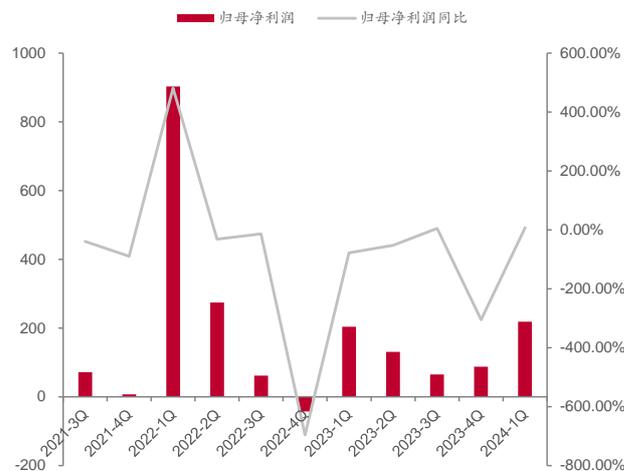
图表 5: 万孚生物分季度财务数据 (百万元)

	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q	2023-2Q	2023-3Q	2023-4Q	2024-1Q
营业收入	650.90	853.93	2,625.28	1408.34	662.78	984.11	831.63	657.01	515.78	760.49	861.09
营收同比增长	14.91%	33.90%	276.87%	21.45%	1.83%	15.24%	-68.32%	-53.35%	-22.18%	-22.72%	3.54%
营收环比增长	-43.87%	31.19%	207.44%	-46.35%	-52.94%	48.48%	-15.49%	-21.00%	-21.50%	47.44%	13.23%
营业成本	280.87	535.40	947.56	804.63	412.02	572.41	288.59	253.96	202.35	288.87	290.15
营业费用	178.22	102.60	349.41	208.7	115.86	255.65	146.02	169.48	150.43	184.05	159.81
管理费用	64.85	79.58	73.53	77.7	45.5	31.13	64.05	42.19	44.49	76.39	58.49
财务费用	3.99	22.77	7.73	-14.84	-21.48	27.89	12.96	-26.35	2.10	4.89	-7.25
营业利润	49.51	2.50	1,048.16	320.07	66.98	-67.48	232.04	156.18	74.55	86.37	252.27
利润总额	48.17	-5.63	1,047.86	317.97	64.19	-65.49	231.51	155.09	72.89	81.28	251.60
所得税	-20.50	-11.64	146.15	44.65	4.69	-20.98	29.3	24.48	8.02	-8.47	31.16
归母净利润	71.57	7.20	903.51	274.38	61.98	-42.89	203.68	130.83	65.31	87.81	218.33
归母净利润同比	-38.80%	-89.45%	481.33%	-31.45%	-13.40%	-695.69%	-77.46%	-52.32%	5.37%	-304.73%	7.19%

来源: wind, 中泰证券研究所

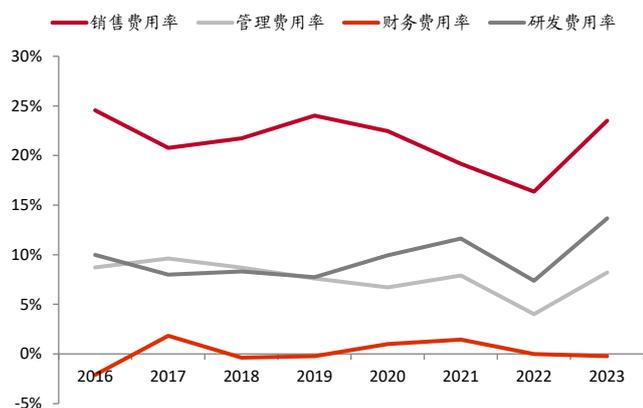
图表 6: 万孚生物分季度营业收入变化 (百万元)


来源: wind, 中泰证券研究所

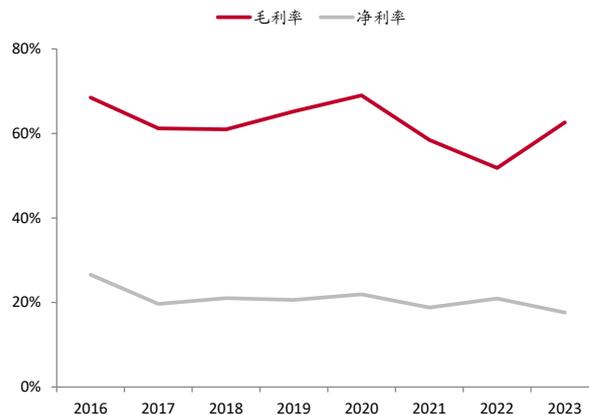
图表 7: 万孚生物分季度归母净利润变化 (百万元)


来源: wind, 中泰证券研究所

- 新冠影响基本出清, 盈利能力逐渐回升。**公司 2023 年销售费用率 23.51%, 同比提升 7.14pp, 管理费用率 8.21%, 同比提升 4.20 pp, 财务费用率 -0.23%, 同比下降 0.22pp, 研发费用率 13.67%, 同比提升 6.30 pp, 公司期间费用率整体有所提升, 主要因新冠相关收入减少后摊薄效应减弱。伴随低毛利新冠产品的逐渐减少, 公司盈利能力逐渐改善, 2023 年公司毛利率 62.61%, 同比提升 10.79 pp, 净利率 17.63%, 同比下降 3.32 pp。

图表 8: 万孚生物期间费用率变化情况


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 9: 万孚生物盈利能力变化


来源: wind, 中泰证券研究所

慢病、毒检等表现亮眼, 发光、分子等有望加速成熟

- 2023 年公司围绕心脑血管代谢、肿瘤、呼吸道、传染病、妇产、药物滥用 6 大病种持续丰富产品组合, 深化市场开拓, 取得显著成效, 具体分品种来看:**
 - 慢病检测:** 2023 年收入 11.18 亿元, 同比增长 19.11%。2023 年以来国内院内市场诊疗修复趋势明显, 医院终端门诊量、检测样本量明显提升, 同时公司不断推动技术产品创新, 发光市场通过管式+单人份双线并举

战略快速打开市场，实现高速增长，特色项目血栓六项同比实现接近翻倍的增长。海外业务方面，公司持续聚焦重点国家推动本地化战略，荧光平台积极拓展基层场景，发光平台已完成若干重点国家的注册准入，为后续上量打下坚实基础。

- **传染病检测：**2023 年收入 9.52 亿元，同比下降 75.82%。公司常规传染病项目如呼吸道、血液病等仍有较好恢复，因新冠基数表现有所下滑。2023 年公司在国内持续聚焦发热门诊、基层卫生等医疗终端，深耕流感检测等重点单品，在相关赛道实现大幅增长，同时在家庭自测领域也积极拓展应用场景。在海外市场公司利用标准化产品和全自动生产流水线进一步规模降本，投标中标率持续提升。
- **毒品检测：**2023 年收入 3.31 亿元，同比增长 12.68%。公司借助优化研发流程、提升生产效率、加强本土化营销等措施成功稳定核心客户群，实现良好增速，同时多款毒检新品获得准入认证，产品种类不断丰富，未来有望持续维持稳健增长趋势。
- **妊娠及优生优育检测：**2023 年收入 2.67 亿元，同比增长 10.08%。公司以排卵、早孕为重点专项，通过直播+短视频为输出重点，依托 OTC+渠道分销客户网络，不断提升优势业务市场份额，未来有望保持稳定增长。

图表 10: 万孚生物传染病检测收入 (百万元)



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 11: 万孚生物慢病检测收入 (百万元)



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 12: 万孚生物妊娠及优生优育收入 (百万元)



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 13: 万孚生物毒品检测收入 (百万元)



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **国际合作不断深化，海外业务有望持续快速增长。**2023 年公司海外收入约 7.70 亿元，因新冠基数影响同比下降 72.58%。公司自 2004 年开拓境外市场迄今，累计进入 150 多个国家地区，目前已经建立起数百人销售队伍，七大片区均设置垂直化区域管理机制，强大的销售团队和全球化的营销网络助力公司海外业务近年来快速增长，国际部定量产品上市势头显著，美国市场毒检业务快速发展，2023 年先后与乌干达、印尼等国家签署政府采购协议，未来随着更多产品的注册准入完成，海外业务有望持续快速发展。

风险提示

- **新产品研发、注册及认证风险：**由于公司的研发、注册和认证涉及到多个技术平台、多个产品领域和多个国家，因此总体上对研发能力和产品注册能力要求更高。自 2018 年以来中国、欧盟及美国的注册政策趋严，注册难度加大，如果公司不能保持持续的研发能力，在未来发展过程中将面临新产品的研发、注册和认证风险。
- **政策变化风险：**体外诊断行业受国家的严格管控，在持续深入的医改背景下，两票制、集中采购、检验收费降价等政策变化可能对行业和公司带来负面影响，从而产生业绩波动。
- **汇率变动风险：**公司境外收入占比较大。受国内外经济形势变化影响，人民币对美元、欧元等主要货币的汇率可能会出现波动，产生的汇兑损益也可能会对公司的业绩造成影响。
- 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。