


2024年04月30日
万泰生物(603392.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

生物医药III

投资评级 **增持-A**
下调评级

6个月目标价 **73.64元**
股价(2024-04-29) **68.50元**

交易数据

总市值(百万元)	86,872.18
流通市值(百万元)	86,872.18
总股本(百万股)	1,268.21
流通股本(百万股)	1,268.21
12个月价格区间	40.93/102.18元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.2	12.6	-24.7
绝对收益	1.3	22.3	-34.7

马帅 分析师

SAC 执业证书编号: S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

相关报告

二价 HPV 收入持续增长, 产品研发+国际化布局渐入收获期	2023-03-21
员工持股计划发布, 助力公司中长期稳健增长	2023-03-11
二价 HPV 带动业绩腾飞, 创新化+国际化布局打开中长期增长空间	2022-10-20

2024Q1 业绩承压, 静候九价 HPV 疫苗上市

■ **事件:** 万泰生物发布 2024 年一季报。2024 年一季度, 公司实现营业收入 7.53 亿元, 同比下降 73.93%; 归母净利润 1.26 亿元, 同比下降 89.90%; 扣非归母净利润 0.49 亿元, 同比下降 95.90%。公司收入及利润出现较大下滑主要系公司二价 HPV 疫苗受九价 HPV 疫苗扩龄影响、市场竞争、降库存等因素影响, 销售不及预期。

■ **积极推进二价 HPV 疫苗政采及出海, IVD 常规业务营收有所增长。** 2023 年以来, 公司二价 HPV 疫苗受竞争加剧等影响销售有所承压, 对此公司适时调整市场策略, 聚焦差异化优势巩固市场占有率, 参与各省份的惠民工程, 中标海南省、江苏省、广东省、西藏全区的政采项目; 同时公司大力拓展海外市场, 加大和 GAVI、盖茨基金会、WHO 等国际组织的合作, 2023 年公司二价 HPV 疫苗顺利在泰国、尼加拉瓜等国完成适龄女性的接种, 且年内公司二价 HPV 疫苗获得柬埔寨、埃塞俄比亚、哈萨克斯坦、肯尼亚和布基纳法索的上市许可, 约 17 个国家在注册准入中, 将助力公司国际化进程。IVD 板块方面, 受益于流水线等相关大项目的加速推进, 公司积极与全国 300 强医院开展合作, 2024Q1 剔除新冠诊断相关业务, IVD 板块业务收入较去年同期增长达 12%。

■ **九价 HPV 疫苗等多款产品研发进展顺利, 业绩增量可期。** (1) **疫苗产品方面:** 公司九价 HPV 疫苗已于 2024 年 4 月已按计划完成 V8 访视的标本检测, 主要分析数据集中累积到方案预定的 12 月持续性感染终点事件数, 已完成揭盲并取得主要数据初步分析结果, 主要结果符合预期; 公司在推进后续临床工作的同时正同步开展新药注册申请资料的撰写工作, 并将积极开展与药监部门沟通申报事宜。公司九价 HPV 疫苗与佳达修 9 头对头免疫原性比较研究结果显示两者相当, 研发进度在国产厂商中领先, 若成功获批上市有望惠及更多适龄女性。此外, 公司传统水痘疫苗已获得 III 期临床试验研究报告; 新型水痘疫苗 (VZV-7D) 已完成 II 期临床试验; 20 价肺炎疫苗已于 2024 年 2 月完成 I 期临床试验所有组别入组。 (2) **体外诊断产品方面:** 截至 2023 年末, 公司重点项目鼻咽癌创新检测标志物、戊肝抗原相关产品的研发工作正在有序推进中; 6 个核酸产品已进入临床阶段, 优生优育系列项目陆续完成临床试验, 即将进入注册申报阶段。在研产品陆续上市后将进一步丰富公司疫苗产品线, 提高公司竞争力。

■ **投资建议:** 增持-A 的投资评级。参考疫苗平均上市审评时间, 目前已上市 HPV 疫苗的销售情况、定价策略, 以及市场上非免疫规划疫苗的毛利率水平等对未来九价 HPV 疫苗的业绩贡献做出预测, 预计公

司 2024 年-2026 年的收入增速分别为-39.9%、14.5%、186.4%，净利润的增速分别为-54.0%、39.6%、461.7%；参考同行业可比公司情况，给予公司 2024 年 20 倍的 PE 倍数，当前业务估值为 114.89 亿元，参考 Frost & Sullivan 的报告假设国内 HPV 疫苗在适龄女性中可达到 50%以上的累计接种渗透率，在此情形下预计公司九价 HPV 疫苗可达到 228 亿元的销售峰值，给予 4 倍的 PS 倍数及 90%的上市成功率，对应估值为 819 亿元，综合来看公司整体估值为 933.89 亿元，对应 6 个月目标价为 73.64 元。

风险提示：九价 HPV 疫苗上市进度不及预期、HPV 疫苗市场渗透率不及预期、产品市场推广及销售不及预期、市场竞争加剧的风险、国际化业务拓展不及预期。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	11,185.2	5,510.8	3,313.7	3,795.0	10,869.1
净利润	4,735.8	1,247.7	574.5	802.2	4,506.3
每股收益(元)	3.73	0.98	0.45	0.63	3.55
每股净资产(元)	9.73	10.01	10.45	10.92	13.43

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	18.3	69.6	151.2	108.3	19.3
市净率(倍)	7.0	6.8	6.6	6.3	5.1
净利润率	42.3%	22.6%	17.3%	21.1%	41.5%
净资产收益率	38.4%	9.8%	4.3%	5.8%	26.5%
股息收益率	1.0%	0.5%	0.2%	0.2%	1.5%
ROIC	178.0%	28.5%	10.8%	13.4%	86.7%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034