

万孚生物 (300482.SZ) / 医疗器械

证券研究报告/公司点评

2024年8月16日

评级：买入(维持)

市场价格：23.59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

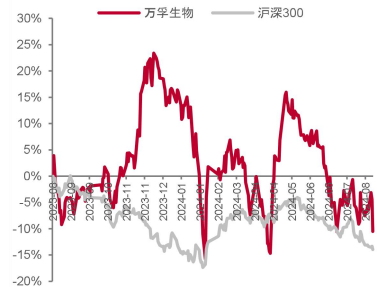
分析师：于佳喜

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) | 308 |
| 市价(元) | 23.59 |
| 市值(百万元) | 11,129 |
| 流通市值(百万元) | 7,267 |

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 万孚生物 2023 年报&2024 年一季报点评-慢病、毒检等多业务表现优异，2024 业绩有望快速增长

2 万孚生物 2023 年三季报点评-海外市场加速开拓，国内业务持续稳健

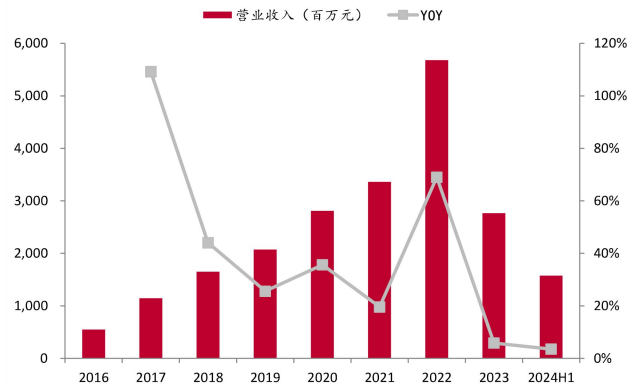
公司盈利预测及估值

| 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 | 3.57 | 0.70 | 1.61 | 2.20 | 2.67 |
| 净资产收益率 | 26% | 11% | 12% | 13% | 15% |
| P/E | 9.3 | 22.8 | 16.7 | 13.6 | 11.0 |
| P/B | 2.6 | 2.5 | 2.1 | 1.9 | 1.6 |

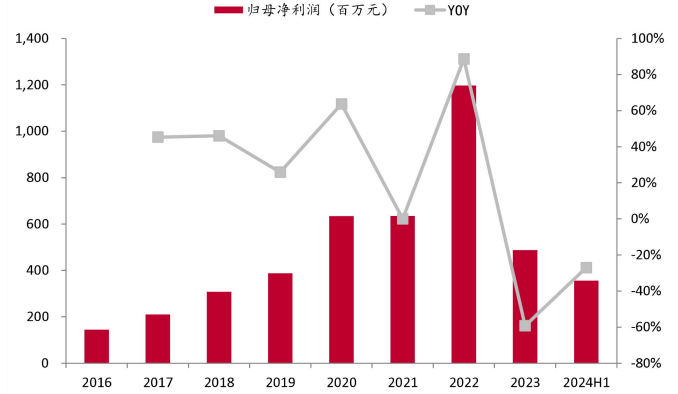
注：股价信息截止至 2024 年 8 月 16 日

投资要点

- **事件：公司发布 2024 年半年报，2024 上半年公司实现营业收入 15.75 亿元，同比增长 5.82%，归母净利润 3.56 亿元，同比增长 6.37%，扣非净利润 3.25 亿元，同比增长 9.93%。**
- **分季度来看：2024 年单二季度公司实现收入 7.14 亿元，同比增长 8.70%，归母净利润 1.37 亿元，同比增长 5.08%，扣非净利润 1.16 亿元，同比增长 16.06%，得益于呼吸道、慢病等常规业务的持续复苏，公司单季度业绩呈现良好增长趋势。**
- **规模效应驱动下盈利能力稳步回升。**公司 2024 上半年销售费用率 20.22%，同比下降 0.98pp，管理费用率 6.82%，同比下降 0.32pp，财务费用率-0.37%，同比增加 0.53pp，研发费用率 12.53%，同比减少 0.29pp，2024 上半年公司期间费用率持续优化，2024 上半年公司毛利率 64.34%，同比提升 0.79pp，净利率 22.75%，同比提升 0.39pp，伴随常规试剂产品的持续放量，公司盈利能力稳步攀升。
- **2024 年上半年公司聚焦慢病、传染病、毒检、优生优育等几大核心检验领域持续丰富产品组合，深化国内外市场开拓，取得显著成效，具体分品种来看：**
 - **慢病检测：2024 年上半年收入 7.62 亿元，同比增长 6.14%。**公司持续聚焦心血管、出凝血、危急重症等领域，通过实施渠道分级分类管理，有效提升了渠道管理的精细化水平。在海外市场，公司成立了免疫荧光和化学发光突破专项小组，建立起“产品+服务+本地化生产营销”的发展模式，积极复制肯尼亚等国家的成功经验，迅速抢占海外市场，实现快速增长。
 - **传染病检测：2024 年上半年收入 4.81 亿元，同比增长 12.50%。**国内市场端，公司积极抢占二级医院以下流感及传染病基层市场，同时通过增项上量、替换竞品等多渠道提升妇幼医院终端覆盖率，助力优质医疗资源进一步下沉。海外市场端，公司围绕血液病、胃肠道等重点疾病线展开攻关，不断优化产品性能，提升国际市场竞争力；上半年美国子公司的新冠甲乙流三联试剂盒顺利获批，后续有望为美国子公司板块贡献增长。
 - **毒品检测：2024 年上半年收入 1.39 亿元，同比下降 15.02%。**受竞争加剧等外部因素影响，毒品检测业绩短期承压。公司加快产品组合迭代升级，实现第二增长曲线，利用新品优势打开增量空间，同时在渠道端采取“先规模后利润”的经营策略，持续提升用户粘性，未来毒检业务有望维持稳健增长趋势。
 - **优生优育检测：2024 年上半年收入 1.56 亿元，同比增长 16.92%。**公司充分发挥在现有市场的龙头地位优势，重点聚焦早孕市场，以孕周笔为核心，通过线上与线下方式积极推动早孕产品的迭代升级，进一步扩大市场份额；同时持续加强终端店铺的精细化管理，助力品牌整体竞争力提升。
- **盈利预测与投资建议：根据财报数据，我们预计公司常规业务有望持续恢复，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%）；预计归母净利润 6.58、8.09、10.02 亿元（+35%、+23%、+24%）。公司当前股价对应 2024-2026 年约 17、14、11 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。**

图表 1：万孚生物主营业务收入情况（百万元）


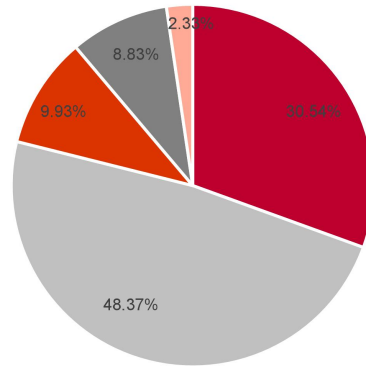
来源：wind，中泰证券研究所

图表 2：万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 3：万孚生物各项主营业务占比情况（2024H1，百万元）

■ 传染病检测 ■ 慢性疾病检测 ■ 妊娠及优生优育检测 ■ 毒品药物滥用检测 ■ 其他

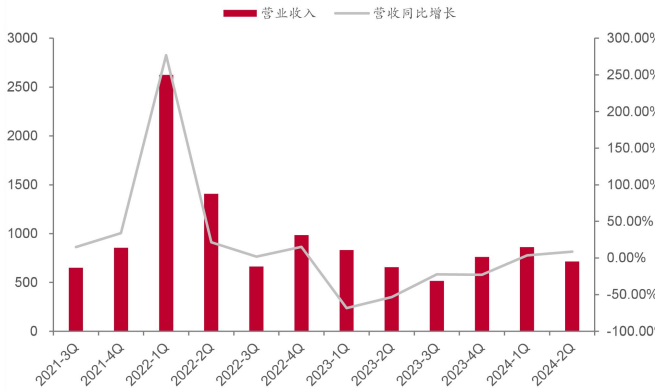


来源：公司公告，中泰证券研究所

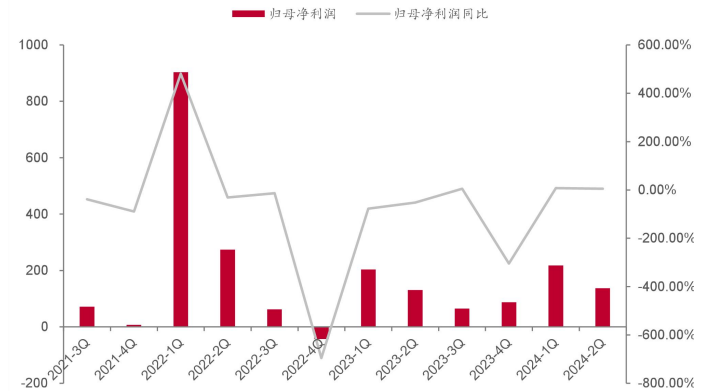
图表 4：万孚生物分季度财务数据（百万元）

| | 2021-3Q | 2021-4Q | 2022-1Q | 2022-2Q | 2022-3Q | 2022-4Q | 2023-1Q | 2023-2Q | 2023-3Q | 2023-4Q | 2024-1Q | 2024-2Q |
|---------|---------|---------|----------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|
| 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 | 714.16 |
| 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% | 8.70% |
| 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% | -17.06% |
| 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 | 271.55 |
| 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 | 158.69 |
| 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 | 48.89 |
| 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 | 1.45 |
| 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 | 154.95 |
| 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 | 153.75 |
| 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 | 15.87 |
| 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 | 137.47 |
| 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% | 5.08% |

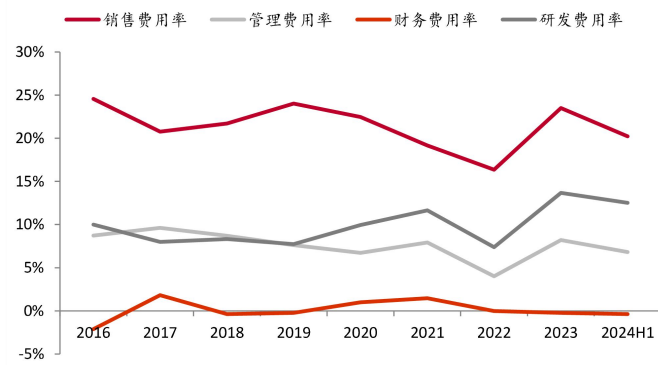
来源：wind，中泰证券研究所

图表 5：万孚生物分季度营业收入变化（百万元）


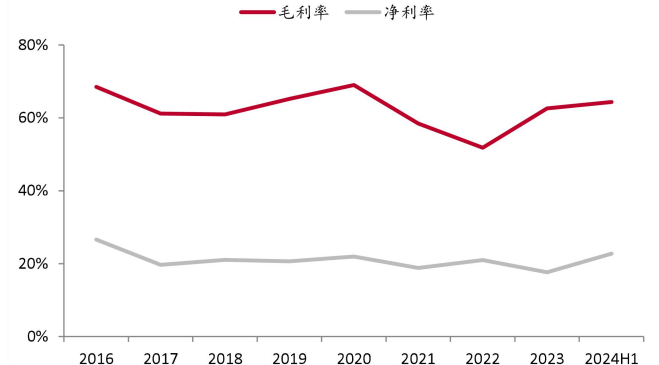
来源：wind，中泰证券研究所

图表 6：万孚生物分季度归母净利润变化（百万元）


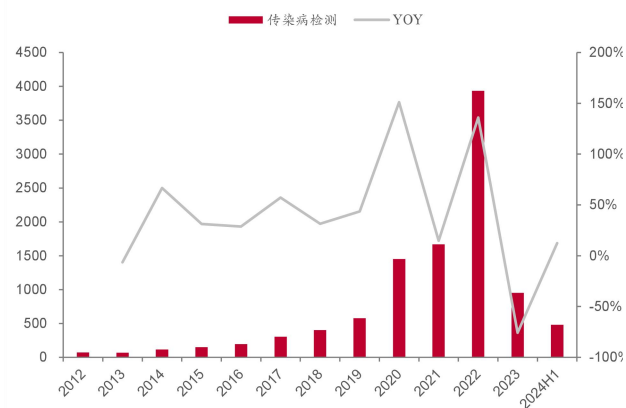
来源：wind，中泰证券研究所

图表 7：万孚生物期间费用率变化情况


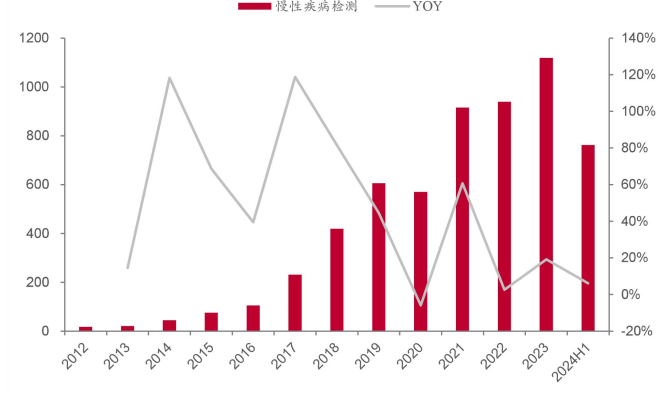
来源：wind，中泰证券研究所

图表 8：万孚生物盈利能力变化


来源：wind，中泰证券研究所

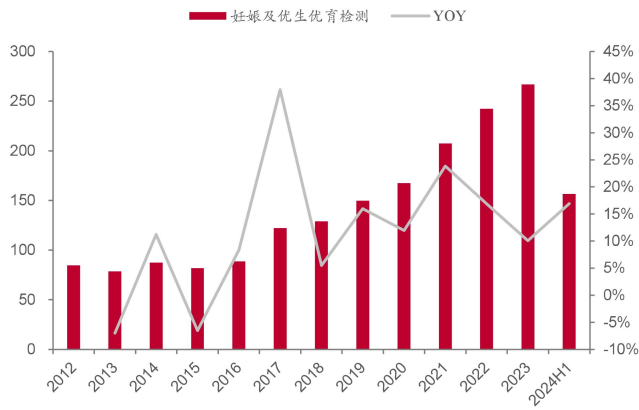
图表 9：万孚生物传染病检测收入（百万元）


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 10：万孚生物慢病检测收入（百万元）


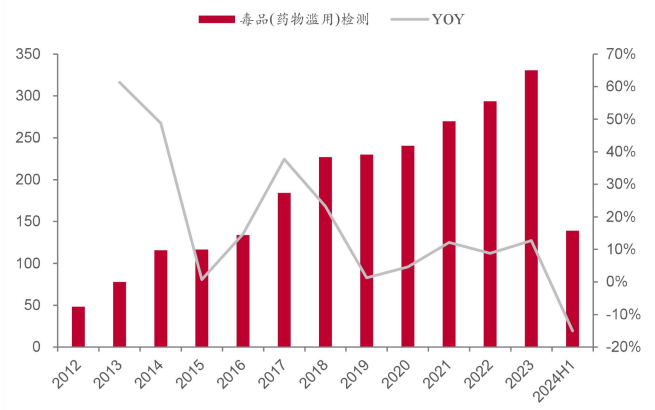
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 11: 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 12: 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

图表 14：万孚生物财务报表预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|---------------|--------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 货币资金 | 840 | 1,168 | 1,966 | 3,007 | 营业收入 | 2,765 | 3,327 | 4,127 | 5,134 |
| 应收票据 | 2 | 0 | 0 | 0 | 营业成本 | 1,034 | 1,261 | 1,579 | 1,985 |
| 应收账款 | 598 | 738 | 884 | 1,083 | 税金及附加 | 12 | 11 | 13 | 16 |
| 预付账款 | 17 | 27 | 25 | 36 | 销售费用 | 650 | 649 | 801 | 991 |
| 存货 | 351 | 429 | 543 | 583 | 管理费用 | 227 | 333 | 409 | 503 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 研发费用 | 378 | 366 | 450 | 554 |
| 其他流动资产 | 1,425 | 1,572 | 1,452 | 1,394 | 财务费用 | -6 | -9 | -12 | -22 |
| 流动资产合计 | 3,233 | 3,934 | 4,870 | 6,103 | 信用减值损失 | -1 | -10 | -10 | -10 |
| 其他长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | -12 | -5 | -5 | -5 |
| 长期股权投资 | 406 | 406 | 406 | 406 | 公允价值变动收益 | 15 | 13 | 13 | 13 |
| 固定资产 | 1,017 | 1,212 | 1,427 | 1,657 | 投资收益 | 31 | 30 | 30 | 30 |
| 在建工程 | 291 | 391 | 391 | 291 | 其他收益 | 46 | 5 | 5 | 5 |
| 无形资产 | 195 | 224 | 246 | 265 | 营业利润 | 549 | 746 | 917 | 1,135 |
| 其他非流动资产 | 630 | 633 | 635 | 636 | 营业外收入 | 4 | 3 | 3 | 3 |
| 非流动资产合计 | 2,538 | 2,866 | 3,106 | 3,255 | 营业外支出 | 12 | 6 | 6 | 6 |
| 资产合计 | 5,772 | 6,801 | 7,976 | 9,358 | 利润总额 | 541 | 743 | 914 | 1,132 |
| 短期借款 | 0 | 97 | 226 | 335 | 所得税 | 54 | 89 | 110 | 136 |
| 应付票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 487 | 654 | 804 | 996 |
| 应付账款 | 130 | 252 | 321 | 409 | 少数股东损益 | 0 | -4 | -5 | -6 |
| 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司净利润 | 488 | 658 | 809 | 1,002 |
| 合同负债 | 73 | 47 | 58 | 72 | NOPLAT | 482 | 646 | 794 | 977 |
| 其他应付款 | 62 | 62 | 62 | 62 | EPS (按最新股本摊薄) | 1.03 | 1.39 | 1.71 | 2.12 |
| 一年内到期的非流动负债 | 19 | 19 | 19 | 19 | | | | | |
| 其他流动负债 | 200 | 271 | 322 | 385 | | | | | |
| 流动负债合计 | 484 | 747 | 1,007 | 1,282 | 主要财务比率 | | | | |
| 长期借款 | 0 | 100 | 300 | 500 | 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 应付债券 | 553 | 553 | 553 | 553 | 成长能力 | | | | |
| 其他非流动负债 | 120 | 120 | 120 | 120 | 营业收入增长率 | -51.3% | 20.3% | 24.1% | 24.4% |
| 非流动负债合计 | 673 | 773 | 973 | 1,173 | EBIT增长率 | -60.8% | 37.3% | 22.9% | 23.1% |
| 负债合计 | 1,157 | 1,520 | 1,980 | 2,454 | 归母公司净利润增长率 | -59.3% | 34.9% | 23.0% | 23.9% |
| 归属母公司所有者权益 | 4,516 | 5,186 | 5,906 | 6,819 | 获利能力 | | | | |
| 少数股东权益 | 99 | 95 | 90 | 84 | 毛利率 | 62.6% | 62.1% | 61.7% | 61.3% |
| 所有者权益合计 | 4,615 | 5,281 | 5,996 | 6,904 | 净利率 | 17.6% | 19.7% | 19.5% | 19.4% |
| 负债和股东权益 | 5,772 | 6,801 | 7,976 | 9,358 | ROE | 10.6% | 12.5% | 13.5% | 14.5% |
| | | | | | ROIC | 15.2% | 16.8% | 16.7% | 16.8% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 20.0% | 22.3% | 24.8% | 26.2% |
| | | | | | 债务权益比 | 15.0% | 16.8% | 20.3% | 22.1% |
| | | | | | 流动比率 | 6.7 | 5.3 | 4.8 | 4.8 |
| | | | | | 速动比率 | 6.0 | 4.7 | 4.3 | 4.3 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| | | | | | 应收账款周转天数 | 74 | 72 | 71 | 69 |
| | | | | | 应付账款周转天数 | 78 | 55 | 65 | 66 |
| | | | | | 存货周转天数 | 131 | 111 | 111 | 102 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 1.03 | 1.39 | 1.71 | 2.12 |
| | | | | | 每股经营现金流 | 0.70 | 1.61 | 2.20 | 2.67 |
| | | | | | 每股净资产 | 9.57 | 10.99 | 12.51 | 14.45 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 23 | 17 | 14 | 11 |
| | | | | | P/B | 2 | 2 | 2 | 2 |
| | | | | | EV/EBITDA | 39 | 32 | 26 | 22 |

来源：中泰证券研究所

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。本报告仅供本公司的客户使用。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。