

投资评级 优于大市 维持

常规业务稳健增长, 新平台布局持续推进

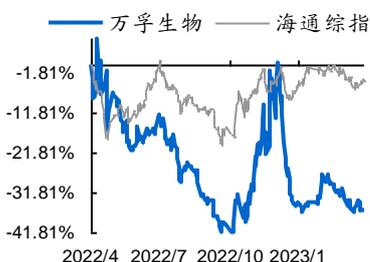
股票数据

04月07日收盘价(元)	31.70
52周股价波动(元)	27.52-54.00
总股本/流通A股(百万股)	445/332
总市值/流通市值(百万元)	13802/10322

相关研究

《新冠检测快速放量, 常规业务推陈出新》
 2022.05.01

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.1	-4.8	-1.8
相对涨幅(%)	-4.4	-3.9	-7.2

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 余文心

Tel: (0755) 82780398

Email: yw9461@haitong.com

证书: S0850513110005

分析师: 郑琴

Tel: (021) 23219808

Email: zq6670@haitong.com

证书: S0850513080005

联系人: 彭婷

Tel: (010) 68067998

Email: pp13606@haitong.com

投资要点:

- 事件:** 公司公告 2022 年年报, 实现营业收入 56.81 亿元 (+69.01%), 归母净利润 11.97 亿元 (+88.67%), 扣非归母净利润 11.05 亿元 (+100.70%), 非经常性损益当期净利润的影响为 9196 万元。分季度来看, 单 Q4 实现营业收入 9.84 亿元 (+15.24%), 归母净利润-0.43 亿元, 利润有所下滑, 影响较大的是计提了资产减值损失 7897 万元, 主要系针对北京莱尔的商誉计提了减值准备。
- 点评:**
 - 四大业务线稳步增长, 新平台新指标逐步导入。** 分业务线来看, 2022 年传染病检测实现收入 39.36 亿元 (+136.02%), 我们认为主要是国内疫情解封带来了新冠抗原市场需求脉冲式的快速增长, 常规业务中, 国内流感检测产品销售收入明显增长, 国外订单有所恢复; 慢病管理实现收入 9.39 亿元 (+2.55%), 国内战略平台化学发光业务收入增长明显, 国外借助新冠辅助诊断指标的需求实现了免疫定量平台在亚非拉发展中国家的跨越式发展; 毒品 (药物滥用) 实现收入 2.94 亿元 (+8.78%), 积极推进毒检新品导入, 持续开拓电商渠道; 优生优育检测实现收入 2.42 亿元 (+16.87%), 产品改进和渠道建设推动了业务的增长。
 - 新技术平台取得战略突破, 产品线进一步丰富。** 公司是国内 POCT 企业技术平台布局最多、产品线最为丰富的企业。我们认为公司在胶体金和免疫荧光平台上已有较成熟的技术和产品, 同时还在通过外延并购和战略合作的方式来拓展业务界面, 完善产品、技术及渠道的布局: 1) 分子诊断: 依托优博斯及优卡斯系统, 与多家国外分子诊断领域的领先企业达成合作; 2) 病理诊断: 已初步形成了对病理科主流细分的组织病理、细胞病理和分子病理的全覆盖; 3) 化学发光: 收购天深医疗, 完善产品布局。未来公司还将继续加大研发投入, 基于现有技术平台不断拓展, 我们认为公司的常规业务稳健发展可期。
 - 持续深化市场开拓, 海外稳定增长可期。** 公司凭借产品的广域覆盖性 (临床和 OTC 的兼容), 销售覆盖了 140 多个国家和地区。国际事业部目前贡献销售收入的主体是免疫荧光平台和免疫胶体金平台, 公司已开始向国际市场导入凝血、血气、化学发光、分子诊断、干式生化等产品; 美国子公司的产品主要是基于胶体金平台的毒检 (药物滥用) 检测产品、优生优育、传染病等, 公司深化美国毒检市场建设, 推动中美研发团队一体化, 加强美国本地化 FDA 注册体系, 提升新品开发、技术支持、注册准入支持能力。2022 年, 公司的海外收入占比已达 49.4%, 我们认为公司在海外的渠道已相对成熟, 随着新品的不断导入, 海外业务有望保持稳定增长。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3361	5681	3066	3635	4259
(+/-)YoY(%)	19.6%	69.0%	-46.0%	18.6%	17.2%
净利润 (百万元)	634	1197	523	718	911
(+/-)YoY(%)	0.0%	88.7%	-56.3%	37.3%	26.8%
全面摊薄 EPS(元)	1.43	2.69	1.18	1.62	2.05
毛利率(%)	58.5%	51.8%	58.9%	61.6%	63.4%
净资产收益率(%)	18.9%	27.6%	10.7%	12.8%	14.0%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- **盈利预测:** 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.23 亿元、7.18 亿元、9.11 亿元, 同比分别增长-56.3%、37.3%、26.8%, 对应 EPS 分别为 1.18 元、1.62 元、2.05 元。我们认为常规业务伴随老业务产品升级换代、新业务产品陆续落地以及渠道的进一步建设有望继续维持稳健增长。我们给予公司 2023 年 25-30X PE, 对应合理价值区间为 29.42-35.30 元 (对应 PS 为 4.27-5.12X, 参考可比公司, 我们认为估值处于合理水平), 维持“优于大市”评级。
- **风险提示:** 产品注册进度不及预期风险; 新产品推广不及预期风险。

表 1 万孚生物收入分项

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
合计						
营收 (百万元)	2810.84	3361.05	5680.51	3066.25	3635.34	4259.28
同比增速	35.64%	19.57%	69.01%	-46.02%	18.56%	17.16%
毛利率	69.02%	58.46%	51.82%	58.86%	61.64%	63.41%
体外诊断主要产品						
营收 (百万元)	2431.10	3060.88	5411.39	2783.67	3338.63	3947.73
同比增速	55.44%	25.91%	76.79%	-48.56%	19.94%	18.24%
毛利率	73.79%	59.94%	52.58%	60.78%	63.56%	65.25%
1.慢性检测						
营收 (百万元)	569.80	915.76	939.07	1220.79	1538.20	1845.84
同比增速	-5.96%	60.72%	2.55%	30.00%	26.00%	20.00%
毛利率	79.11%	74.94%	65.02%	70.00%	72.00%	72.00%
2.传染病检测						
营收 (万元)	1453.22	1667.82	3936.33	907.95	1020.34	1200.42
同比增速	151.19%	14.77%	136.02%	-76.93%	12.38%	17.65%
毛利率	76.57%	55.24%	50.33%	58.00%	63.00%	68.00%
3.毒品 (滥用药物) 检测						
营收 (百万元)	240.58	269.83	293.52	363.96	436.75	506.63
同比增速	4.63%	12.16%	8.78%	24.00%	20.00%	16.00%
毛利率	60.59%	50.10%	50.67%	51.00%	51.30%	51.50%
4.妊娠及优生优育检测						
营收 (百万元)	167.50	207.47	242.47	290.97	343.34	394.84
同比增速	11.94%	23.86%	16.87%	20.00%	18.00%	15.00%
毛利率	50.46%	44.25%	43.13%	43.00%	43.00%	43.00%
其他服务类						
营收 (百万元)	379.74	300.17	269.13	282.58	296.71	311.55
同比增速	-25.29%	-20.95%	-10.34%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	38.53%	43.44%	36.79%	40.00%	40.00%	40.00%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值

上市公司	收盘价 (元)		每股收益 (元)			市盈率 (X)			PS (X)
	2023/4/7	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2023E	
安图生物	62.96	1.66	2.11	2.73	37.93	29.86	23.10	6.22	
迈克生物	18.4	1.73	1.31	1.47	10.65	14.11	12.52	3.04	
迈瑞医疗	309.00	6.59	8.04	9.73	46.91	38.44	31.77	10.11	
平均						27.47	22.46	6.46	

资料来源: wind, 海通证券研究所 注: 收盘价为 2023 年 4 月 7 日价格, EPS 为 wind 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	5681	3066	3635	4259
每股收益	2.69	1.18	1.62	2.05	营业成本	2737	1261	1395	1559
每股净资产	9.77	10.97	12.61	14.68	毛利率%	51.8%	58.9%	61.6%	63.4%
每股经营现金流	3.78	1.59	1.80	2.22	营业税金及附加	18	10	11	13
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	930	681	818	958
P/E	11.77	26.94	19.62	15.47	营业费用率%	16.4%	22.2%	22.5%	22.5%
P/B	3.24	2.89	2.51	2.16	管理费用	228	205	240	279
P/S	2.48	4.60	3.88	3.31	管理费用率%	4.0%	6.7%	6.6%	6.6%
EV/EBITDA	8.34	17.77	13.21	9.96	EBIT	1373	616	825	1046
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-1	12	8	4
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.0%	0.4%	0.2%	0.1%
毛利率	51.8%	58.9%	61.6%	63.4%	资产减值损失	-79	-20	-15	-15
净利润率	21.1%	17.1%	19.8%	21.4%	投资收益	60	36	43	49
净资产收益率	27.6%	10.7%	12.8%	14.0%	营业利润	1368	604	816	1040
资产回报率	19.0%	8.3%	10.1%	11.3%	营业外收支	-3	-4	-4	-4
投资回报率	22.6%	9.5%	11.4%	12.6%	利润总额	1365	600	812	1036
盈利增长 (%)					EBITDA	1651	750	960	1182
营业收入增长率	69.0%	-46.0%	18.6%	17.2%	所得税	175	81	99	132
EBIT 增长率	99.4%	-55.2%	33.9%	26.8%	有效所得税率%	12.8%	13.5%	12.2%	12.7%
净利润增长率	88.7%	-56.3%	37.3%	26.8%	少数股东损益	-7	-4	-5	-7
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1197	523	718	911
资产负债率	28.0%	20.0%	18.3%	16.9%	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动比率	2.94	4.93	5.75	6.59	货币资金	1163	1333	1967	2878
速动比率	2.39	4.11	4.97	5.83	应收账款及应收票据	541	285	345	405
现金比率	1.02	2.07	2.91	3.87	存货	400	299	298	328
经营效率指标					其它流动资产	1247	1260	1274	1291
应收账款周转天数	34.71	35.00	35.00	35.00	流动资产合计	3350	3178	3884	4902
存货周转天数	53.35	86.65	77.94	76.74	长期股权投资	364	364	364	364
总资产周转率	0.90	0.48	0.51	0.53	固定资产	964	1155	1187	1138
固定资产周转率	5.89	2.66	3.06	3.74	在建工程	199	239	279	319
					无形资产	204	177	153	128
					非流动资产合计	2951	3155	3204	3169
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	6301	6333	7088	8071
净利润	1197	523	718	911	短期借款	204	0	0	0
少数股东损益	-7	-4	-5	-7	应付票据及应付账款	320	267	268	290
非现金支出	377	164	155	156	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-22	-14	-23	-29	其它流动负债	617	378	407	454
营运资金变动	136	41	-46	-43	流动负债合计	1141	644	676	744
经营活动现金流	1682	709	800	987	长期借款	0	0	0	0
资产	-583	-353	-193	-110	其它长期负债	623	623	623	623
投资	-1027	0	0	0	非流动负债合计	623	623	623	623
其他	49	36	43	49	负债总计	1764	1267	1298	1367
投资活动现金流	-1561	-316	-150	-60	实收资本	445	445	445	445
债权募资	202	-204	0	0	归属于母公司所有者权益	4344	4877	5605	6526
股权募资	67	0	0	0	少数股东权益	194	189	185	178
其他	-233	-18	-16	-16	负债和所有者权益合计	6301	6333	7088	8071
融资活动现金流	35	-222	-16	-16					
现金净流量	165	170	634	911					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 07 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业
郑琴 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 华润三九,人福医药,凯莱英,纳微科技,药康生物,片仔癀,沃森生物,同仁堂,微芯生物,万泰生物,康泰生物,康龙化成,迈瑞医疗,贝达药业,百普赛斯,海泰新光,诺唯赞,惠泰医疗,诺禾致源,普瑞眼科,以岭药业,博腾股份,鱼跃医疗,科伦药业,泰格医药,万孚生物,康华生物,智飞生物,老百姓,新天药业

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。