

万泰生物 (603392.SH) / 医药生物

证券研究报告/公司点评

2023年03月23日

**评级: 买入 (维持)**
**市场价格: 121.51**
**分析师: 祝嘉琦**
**执业证书编号: S0740519040001**
**电话: 021-20315150**
**Email: zhujq@r.qlzq.com.cn**
**联系人: 张楠**
**Email: zhangnan@r.qlzq.com.cn**
**公司盈利预测及估值**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5750.33	11185.19	14257.93	17239.62	20008.81
增长率 yoy%	144.25%	94.51%	27.47%	20.91%	16.06%
净利润 (百万元)	2021.47	4735.80	5785.06	7194.64	8352.19
增长率 yoy%	198.59%	134.28%	22.16%	24.37%	16.09%
每股收益 (元)	3.33	5.23	6.38	7.94	9.22
每股现金流量	2.33	5.73	11.47	16.76	23.62
净资产收益率	44%	38%	32%	29%	26%
P/E	36.49	23.25	19.03	15.30	13.18
PEG	0.18	0.17	0.86	0.63	0.82
P/B	16.52	8.92	6.19	4.53	3.46

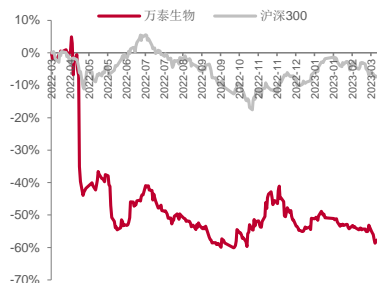
备注: 数据截止 2023.3.22

**投资要点**

- **事件: 2023年3月20日, 公司发布2022年报。2022年实现营业总收入111.85亿元, 同比增长94.51%; 归母净利润47.36亿元, 同比增长134.28%; 扣非归母净利润45.14亿元, 同比增长132.03%。**
- **HPV疫苗快速增长, 批签发高增。**2022年疫苗业务和体外诊断业务分别贡献收入84.93亿元 (+159%)、20.85亿元 (+22%), 2价HPV疫苗继续保持产销两旺叠加新冠原料和检测试剂需求受益疫情保持旺盛。分季度来看, 22Q4实现收入25.35亿元, 同比增长17.65%; 实现归母净利润7.92亿元, 同比下滑4.95%。22Q4全国多地疫情封控叠加12月全面放开终端接种受限, 销售增速有所放缓。22年公司2价HPV共计签发288批次 (2021全年签发163批次), 保持高速增长。
- **规模效应下净利率提升显著, 研发投入持续加码。**2022年公司毛利率为89.54% (+3.76pp), 净利率为42.34% (+7.19pp)。2022年公司销售费用32.54亿元 (+92.49%), 疫苗推广服务费及销售人员薪酬增加所致; 销售费用率29.09% (-0.31pp)。管理费用2.35亿元 (+28.90%); 管理费用率2.10% (-1.07pp)。财务费用率-0.55% (-0.64pp)。研发费用10.99亿元 (+61.19%), 占总营收的9.83%, 主要是是疫苗研发人员薪酬及物料消耗增加所致。2022年公司存货8.69亿元、占资产比重5.36% (-3.06pp, )主要系非公开发行股票造成总资产增加所致。应收账款及票据39.48亿元、占收入比重35.29% (-4.15pp), 预计主要是2价HPV疫苗销售回款增加带来。
- **研发管线有序推进, 9价HPV研发进度处于国内第一梯队。**(1) 9价HPV: 处于统计分析和医学总结报告产出阶段; 小年龄桥接临床试验完成入组工作, 正在进行产业化放大生产研究。(2) 水痘疫苗: 冻干水痘减毒活疫苗获得III期临床试验研究报告, 新型冻干水痘减毒活疫苗 (VZV-7D) 正在开展IIb期临床试验。(3) 新冠疫苗: 鼻喷流感病毒载体新冠肺炎疫苗22年12月获批上市, 有望贡献新增量。(4) 20价肺炎疫苗: 2023年2月启动受试者招募工作
- **盈利预测与投资建议:** 结合公司股权激励目标, 我们预计2023-2025年公司营业收入分别为141.57、171.34和199.03亿元 (23-24年前值为138.53、166.52亿元), 同比增长27%、21%、16%; 归母净利润分别为57.71、71.80、83.37亿元 (23-24年预测前值为56.84、68.63亿元), 同比增长22%、24%、16%。作为在研产品管线靓丽、实现海外技术输出的龙头公司之一, 未来3年受益于2价HPV疫苗持续上量, 在研9价HPV疫苗进度领先, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** HPV疫苗竞争加剧及降价的风险, 研发进度不及预期的风险, 预测前提不及预期导致市场容量测算出现偏差的风险, 疫苗不良反应事件个案风险, 政策及监管风险。

**基本状况**

总股本(百万股)	906
流通股本(百万股)	242
市价(元)	121.51
市值(百万元)	110,097
流通市值(百万元)	29,400

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

## 内容目录

HPV 疫苗高增，盈利水平提升.....	- 3 -
Q4 业绩承压，看好 HPV 疫苗快速恢复.....	- 3 -
22 年批签发高增，HPV 疫苗依然处于放量期.....	- 5 -
在研管线布局丰富，长期成长空间广阔.....	- 6 -
投资建议.....	- 6 -
风险提示.....	- 6 -

## 图表目录

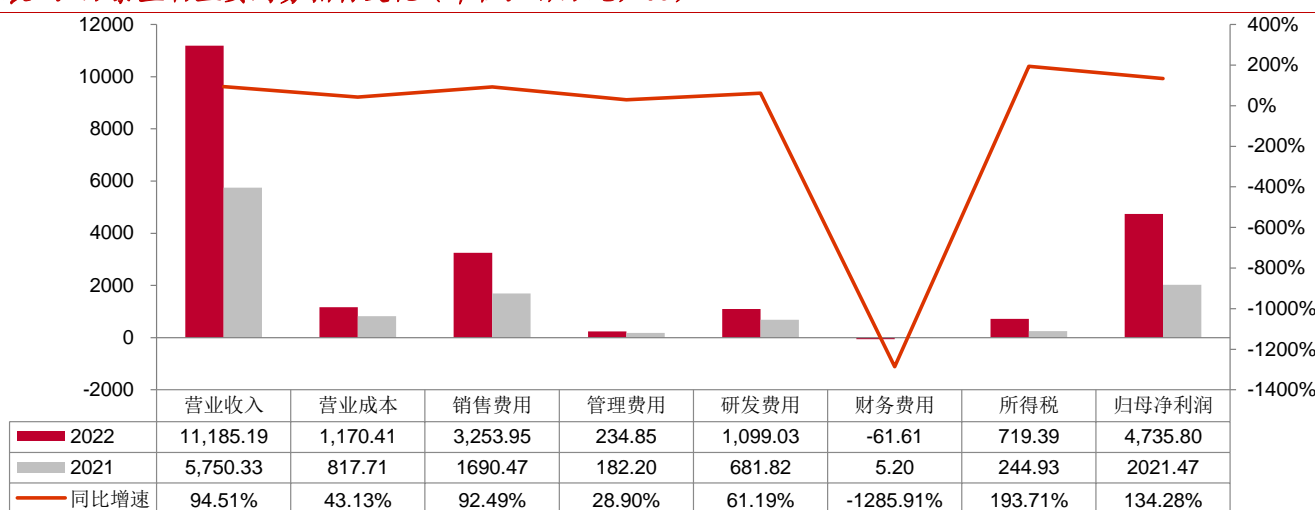
图表 1: 万泰生物主要财务指标变化 (单位: 百万元, %)	- 3 -
图表 2: 万泰生物分季度财务指标变化 (单位: 百万元)	- 3 -
图表 3: 万泰生物分季度收入及增速 (单位: 百万元, %)	- 4 -
图表 4: 万泰生物分季度净利润及增速 (单位: 百万元, %)	- 4 -
图表 5: 万泰生物存货情况 (单位: %)	- 4 -
图表 6: 万泰生物应收账款及票据情况 (单位: %)	- 4 -
图表 7: 万泰生物盈利水平 (单位: %)	- 5 -
图表 8: 万泰生物期间费用率情况 (单位: %)	- 5 -
图表 9: 公司 2022 产品收入结构.....	- 5 -
图表 10: 万泰生物疫苗销售收入情况 (单位: 百万)	- 6 -
图表 11: HPV 疫苗批签发情况 (单位: 批次)	- 6 -
图表 12: 万泰生物模型预测图表.....	- 8 -

## HPV 疫苗高增，盈利水平提升

### Q4 业绩承压，看好 HPV 疫苗快速恢复

- 2022 年实现营业总收入 111.85 亿元，同比增长 94.51%；归母净利润 47.36 亿元，同比增长 134.28%；扣非归母净利润 45.14 亿元，同比增长 132.03%。其中疫苗业务和体外诊断业务分别贡献收入 84.93 亿元（+159%）、20.85 亿元（+22%），公司 2 价 HPV 疫苗继续保持产销两旺，收入及利润高速增长；以及因国内外新冠肺炎疫情反复，公司新冠原料和检测试剂需求持续旺盛。
- 分季度来看，Q4 业绩承压。22Q4 实现收入 25.35 亿元，同比增长 17.65%；实现归母净利润 7.92 亿元，同比下滑 4.95%。22Q4 全国多地疫情封控叠加 12 月全面放开终端接种受限，销售增速有所放缓；利润出现波动，主要是因为 22Q4 新冠疫苗获得紧急授权确认新冠研发相关费用。

图表 1：万泰生物主要财务指标变化（单位：百万元，%）

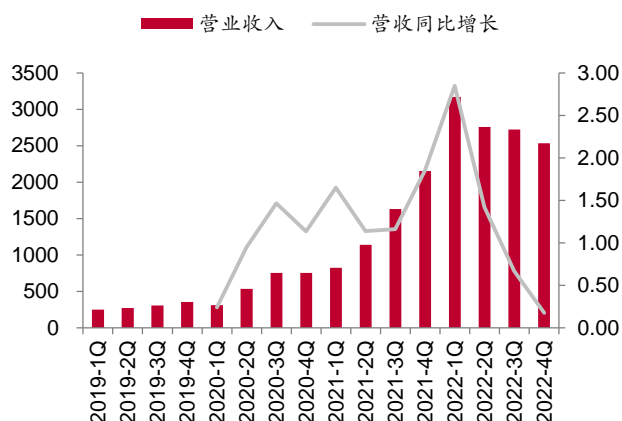


来源：公司公告，中泰证券研究所

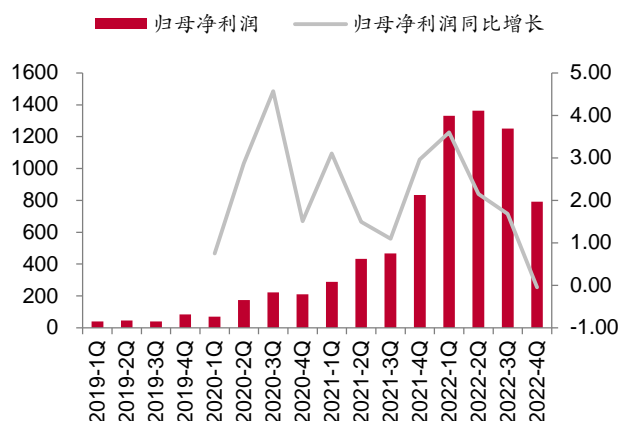
图表 2：万泰生物分季度财务指标变化（单位：百万元）

项目	2019-1Q	2019-2Q	2019-3Q	2019-4Q	2020-1Q	2020-2Q	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q
营业收入	250.54	273.09	306.67	353.45	310.90	532.82	755.53	755.01	824.02	1,139.95	1,632.01	2,154.34	3,171.22	2,758.50	2,720.79	2534.67
营收同比增长					24.09%	95.10%	146.36%	113.61%	165.05%	113.95%	116.01%	185.34%	284.85%	141.98%	66.71%	17.65%
营收环比增长	9.00%	12.29%	15.25%	-12.04%	71.38%	41.80%	-0.07%	9.14%	38.34%	43.17%	32.01%	47.20%	-13.01%	-1.37%	-6.84%	
营业成本	76.64	75.64	86.49	92.10	88.29	91.38	135.64	126.84	128.65	161.69	209.15	318.22	326.55	313.81	261.48	268.56
毛利率	69.41%	72.30%	71.80%	73.94%	71.60%	82.85%	82.05%	83.20%	84.39%	85.82%	87.18%	85.23%	89.70%	88.62%	90.39%	89.40%
销售费用	64.36	80.54	82.98	105.52	73.49	136.73	238.45	242.27	237.91	321.26	522.86	608.44	975.78	658.63	880.50	739.05
管理费用	37.16	43.11	47.04	44.82	35.33	16.32	30.68	34.04	33.85	45.42	45.87	57.06	48.69	52.08	49.42	84.66
研发费用	29.95	40.63	42.99	52.41	44.82	85.50	62.36	121.66	78.29	126.13	248.96	228.44	106.31	127.00	146.40	719.33
财务费用	-1.17	-4.95	-3.97	2.53	0.43	-2.89	3.03	10.80	-1.58	3.02	-2.41	6.17	6.11	-26.27	-31.59	-9.86
营业利润	45.16	47.51	53.30	72.36	80.66	204.84	276.23	213.47	336.77	485.26	544.03	962.39	1,631.73	1,625.53	1,451.70	887.08
利润总额	45.13	47.16	53.12	71.40	81.90	197.18	272.36	213.02	336.73	485.10	544.08	958.24	1,631.17	1,624.54	1,450.34	876.64
所得税	5.35	1.31	13.47	-13.62	11.12	20.64	49.15	1.73	46.54	47.22	58.52	92.65	244.40	232.08	190.26	52.65
归母净利润	40.25	44.79	40.01	83.82	70.44	173.38	222.88	210.29	289.22	432.29	466.69	833.27	1,330.91	1,362.04	1,250.87	791.99
归母净利润同比增长					75.02%	287.11%	457.08%	150.89%	310.61%	149.33%	109.39%	296.24%	360.18%	215.07%	168.03%	-4.95%
净利率	16.06%	16.40%	13.05%	23.71%	22.66%	32.54%	29.50%	27.85%	35.10%	37.92%	28.60%	38.68%	41.97%	49.38%	45.97%	31.25%
扣非归母净利润	35.67	32.75	33.78	62.91	56.71	172.25	218.47	169.59	281.12	411.37	462.26	790.83	1,314.95	1,335.09	1,198.25	666.10
扣非归母净利润同比增长					58.97%	425.91%	546.84%	169.58%	395.73%	138.82%	111.59%	366.32%	367.75%	224.54%	159.21%	-15.77%

来源：公司公告，中泰证券研究所

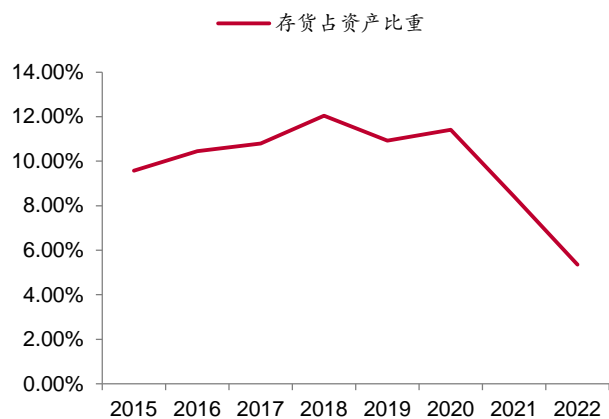
**图表 3: 万泰生物分季度收入及增速 (单位: 百万元, %)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

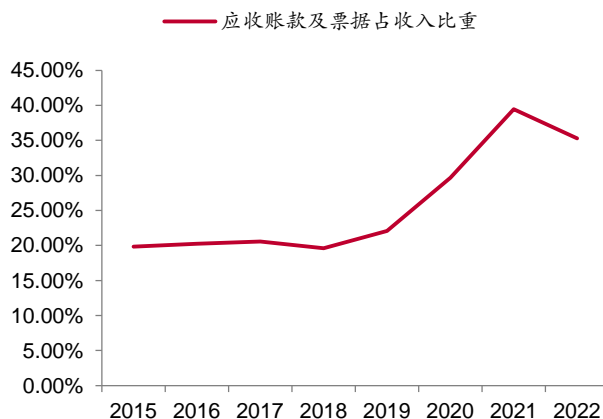
**图表 4: 万泰生物分季度净利润及增速 (单位: 百万元, %)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 规模效应下净利率提升显著, 研发投入持续加码。**公司 2 价 HPV 疫苗总产能达到 3000 万支/年, 随着规模效应体现, 公司毛利率、净利率均有显著提升, 2022 年公司毛利率为 89.54% (同比+3.76pp), 净利率为 42.34% (同比+7.19pp)。2022 年公司销售费用 32.54 亿元, 同比大增 92.49%, 疫苗推广服务费及销售薪酬增加所致; 销售费用率 29.09%, 同比下降 0.31pp。管理费用 2.35 亿元, 同比增长 28.90%; 管理费用率 2.10%, 同比下降 1.07pp, 因收入增长较快所致。财务费用率-0.55%, 同比下降 0.64pp。2022 年公司投入研发费用 10.99 亿元, 同比增长 61.19%, 占总营收的 9.83%, 主要是是疫苗研发人员薪酬及物料消耗增加所致。
- 存货占比显著下降, 应收账款占比有所下滑。**2022 年公司存货 8.69 亿元、占资产比重 5.36%, 占比较 2021 年下降 3.06pp, 主要系非公开发行股票造成总资产增加所致。应收账款及票据 39.48 亿元、占收入比重 35.29%, 占比下滑 4.15pp, 预计主要是 2 价 HPV 疫苗销售回款增加带来。

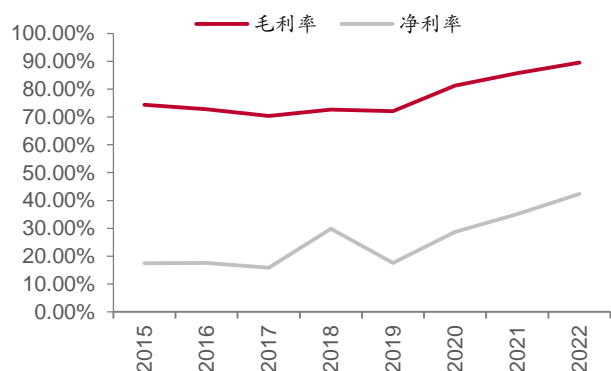
**图表 5: 万泰生物存货情况 (单位: %)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 6: 万泰生物应收账款及票据情况 (单位: %)**


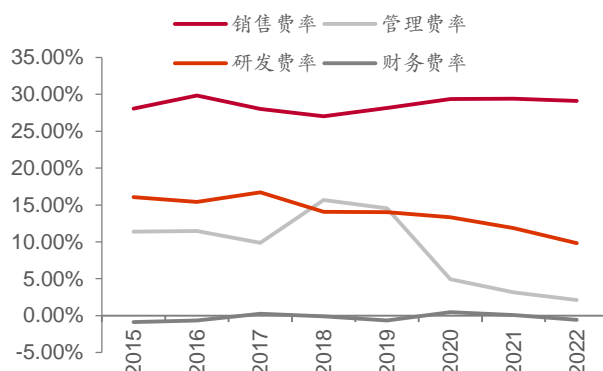
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 7: 万泰生物盈利水平 (单位: %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 万泰生物期间费用率情况 (单位: %)

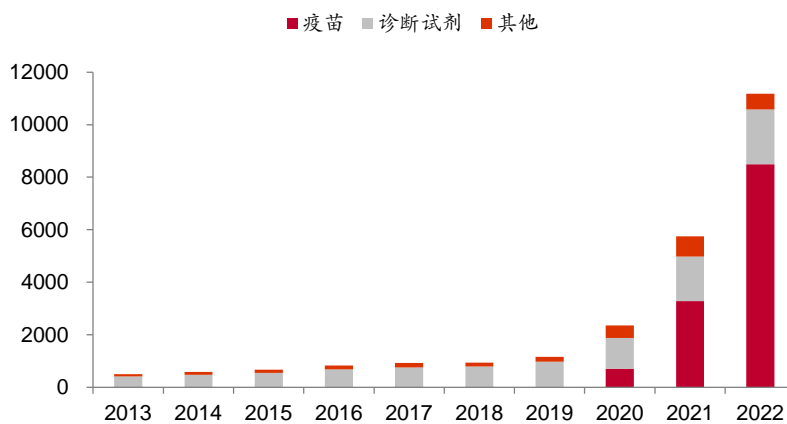


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 22 年批签发高增, HPV 疫苗依然处于放量期

- 2 价 HPV 疫苗贡献绝大部分收入。**2022 年公司疫苗板块实现收入 84.93 亿元, 同比增长 155%, 占收入比重为 75.93%; 实现净利润 40.46 亿元, 占比 83.19%。公司诊断板块实现收入 26.74 亿元, 同比增长 22%, 占收入比重为 23.91%; 实现净利润 8.18 亿元, 占比为 16.81%。

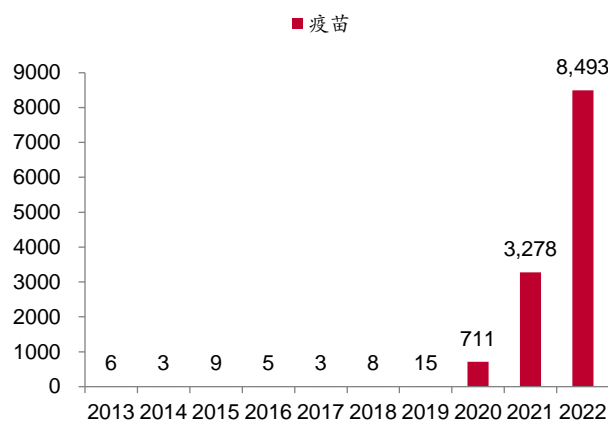
图表 9: 公司 2022 产品收入结构 (单位: 百万元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

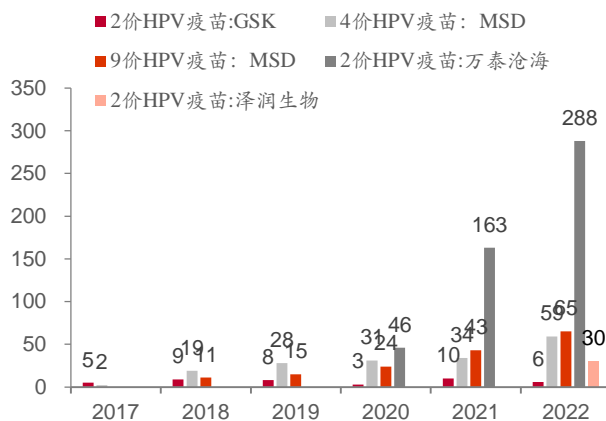
- 2 价 HPV 疫苗批签发高增。**2022 年公司 2 价 HPV 共计签发 288 批次 (2021 全年签发 163 批次), 保持高速增长。2022 年相继获得摩洛哥、尼泊尔、泰国、刚果 (金) 的上市许可, 2023 年 1 月获得柬埔寨上市许可, 巴基斯坦、印尼、哈萨克斯坦、肯尼亚、埃塞俄比亚、缅甸、乌兹别克斯坦等国的注册申报正有序推进中, 未来海外市场开拓将会进一步打开成长空间。

图表 10: 万泰生物疫苗销售收入情况 (单位: 百万)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 11: HPV 疫苗批签发情况 (单位: 批次)



来源: 中检院, 中泰证券研究所

## 在研管线布局丰富, 长期成长空间广阔

- 研发管线有序推进, 9 价 HPV 研发进度处于国内第一梯队。**
  - 9 价 HPV:** 公司 9 价 HPV 疫苗 III 期临床试验和产业化放大进展顺利, 与佳达修 9 的头对头临床试验已完成临床试验现场及标本检测工作, 处于统计分析和医学总结报告产出阶段, 结果达到临床试验设计预期; 小年龄桥接临床试验完成入组工作, 已完成商业化生产车间建设, 正在进行产业化放大生产研究。
  - 水痘疫苗:** 冻干水痘减毒活疫苗获得 III 期临床试验研究报告, 新型冻干水痘减毒活疫苗 (VZV-7D) 正在开展 IIb 期临床试验, 水痘疫苗生产车间同步建设中。
  - 新冠疫苗:** 鼻喷流感病毒载体新冠肺炎疫苗 22 年 12 月获批上市, 有望贡献新增量。
  - 20 价肺炎疫苗:** 2022 年 11 月 10 日通过江苏省疾病预防控制中心伦理审查委员会审查并获得伦理批件, 并于 2023 年 2 月启动受试者招募工作

## 投资建议

- 结合公司股权激励目标, 我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 141.57、171.34 和 199.03 亿元 (23-24 年前值为 138.53、166.52 亿元), 同比增长 27%、21%、16%; 归母净利润分别为 57.71、71.80、83.37 亿元 (23-24 年预测前值为 56.84、68.63 亿元), 同比增长 22%、24%、16%。作为在研产品管线靓丽、实现海外技术输出的龙头公司之一, 未来 3 年受益于 2 价 HPV 疫苗持续上量, 在研 9 价 HPV 疫苗进度领先, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- HPV 疫苗竞争加剧及降价的风险:** 国内 HPV 疫苗存量市场巨大, 目前渗透率较低, 未来随着进口及国产批 签发量的不断提升, 市场规模有望快速扩容。但客观来看, 国内在研 HPV 疫苗的厂家较多, 领先厂家在 2-5 年内有望陆续获批产品上市, 存在竞争加剧甚至降价的风险。
- 研发进度不及预期的风险:** 公司在研产品 9 价 HPV 疫苗、水痘减毒疫苗及水痘减毒活疫苗 (VZV-7D) 等均处于临床阶段, 顺利推进。但

疫苗产品整体研发周期长,公司多个在研疫苗产品在技术和工艺上有一定创新、技术难度大,存在研发进度不及预期的风险。

- **预测前提不及预期导致市场容量测算出现偏差的风险:** 公司后续部分上市品种在市场推广、接种者教育度上面仍需要一定时间,市场容量存在不确定性,存在由于预测前提不及预期导致市场容量测算出现偏差的风险。
- **疫苗不良反应事件个案风险:** 一般疫苗预防接种不良反应都无严重后果,当受种者因其他原因导致接种者在接种后出现不良事件归结于疫苗质量问题时,国家监管部门可能会对疫苗质量及发生不良反应事件个案的原因进行调查,可能对公司疫苗产品销售造成影响。
- **政策及监管风险:** 国家通过颁布一系列政策对疫苗质量、运输、流通等方面提出更高要求,但如果公司不能采取有效手段适应政策法规的变化及监管部门对疫苗行业监管力度的加大,则公司生产经营可能存在风险。

**图表 12: 万泰生物模型预测图表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,192	10,389	15,184	21,400	营业收入	11,185	14,258	17,240	20,009
应收票据	8	51	41	44	营业成本	1,170	1,184	1,361	1,644
应收账款	3,940	4,549	5,921	7,038	税金及附加	51	71	87	99
预付账款	33	66	77	92	销售费用	3,254	4,135	5,086	5,863
存货	869	958	1,109	1,271	管理费用	235	499	552	630
合同资产	0	0	0	0	研发费用	1,099	1,568	1,724	2,001
其他流动资产	2,138	2,291	2,269	2,324	财务费用	-62	-1	-5	-4
流动资产合计	12,180	18,304	24,601	32,169	信用减值损失	-91	-91	-91	-91
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-21	-21	-21	-21
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	10	3	4	6
固定资产	1,480	1,734	2,075	2,434	投资收益	36	20	23	26
在建工程	721	933	1,167	1,248	其他收益	224	119	143	162
无形资产	292	293	302	299	营业利润	5,596	6,833	8,495	9,859
其他非流动资产	1,557	628	715	830	营业外收入	2	2	1	2
非流动资产合计	4,050	3,588	4,259	4,811	营业外支出	15	15	15	15
资产合计	16,230	21,892	28,860	36,980	利润总额	5,583	6,820	8,481	9,846
短期借款	140	140	140	140	所得税	720	879	1,093	1,269
应付票据	35	24	27	33	净利润	4,863	5,941	7,388	8,577
应付账款	317	302	346	418	少数股东损益	128	156	194	225
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	4,735	5,785	7,194	8,352
合同负债	82	140	148	184	NOPLAT	4,810	5,940	7,384	8,573
其他应付款	2,486	2,486	2,486	2,486	EPS (摊薄)	5.23	6.38	7.94	9.22
一年内到期的非流动负债	17	17	17	17					
其他流动负债	409	338	426	561					
流动负债合计	3,486	3,447	3,590	3,839	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	102	200	298	395	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	77	89	93	93	营业收入增长率	94.5%	27.5%	20.9%	16.1%
非流动负债合计	179	289	391	488	EBIT增长率	137.0%	23.5%	24.3%	16.1%
负债合计	3,665	3,736	3,981	4,327	归母公司净利润增	134.3%	22.2%	24.4%	16.1%
归属母公司所有者权益	12,341	17,773	24,297	31,843	获利能力				
少数股东权益	224	383	582	810	毛利率	89.5%	91.7%	92.1%	91.8%
所有者权益合计	12,565	18,156	24,879	32,653	净利率	43.5%	41.7%	42.9%	42.9%
负债和股东权益	16,230	21,892	28,860	36,980	ROE	37.7%	31.9%	28.9%	25.6%
					ROIC	44.3%	35.8%	32.7%	29.0%
					偿债能力				
					资产负债率	22.6%	18.8%	15.3%	12.8%
					债务权益比	2.7%	2.5%	2.2%	2.0%
					流动比率	3.5	5.3	6.9	8.4
					速动比率	3.2	5.0	6.5	8.0
					营运能力				
					总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.5
					应收账款周转天数	100	107	109	117
					应付账款周转天数	79	94	86	84
					存货周转天数	225	278	273	261
					每股指标 (元)				
					每股收益	5.23	6.38	7.94	9.22
					每股经营现金流	4.60	5.77	6.80	8.36
					每股净资产	13.62	19.62	26.82	35.14
					估值比率				
					P/E	23	19	15	13
					P/B	9	6	5	3
					EV/EBITDA	7	5	4	4

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。