

## 二价 HPV 疫苗持续引领成长，业绩增长符合预期

——万泰生物年报点评

### 核心观点

- **年报业绩符合预期，二价 HPV 疫苗放量增长。**2022 年全年公司实现营业收入 111.85 亿元，同比+94.51%；归母净利润 47.36 亿元，同比+134.28%；扣非归母净利润 45.14 亿元，同比增长 132.03%，收入与利润保持高速增长。单 4 季度来看，公司实现营业收入 25.35 亿元，同比+17.65%，实现归母净利润 7.92 亿元，同比-4.95%，Q4 单季收入增长有所放缓主要是基数影响和 Q4 疫情影响，利润端主要是 Q4 确认较多研发费用所致。公司全年营业收入和利润表现仍然亮眼，主要系公司二价 HPV 疫苗继续保持产销两旺，全年设计产能达到年产 3000 万支，销量突破 2500 万支，同时因国内外新冠肺炎疫情影响，新冠原料和试剂盒收入也实现了快速增长，新冠鼻喷疫苗于国内 2022 年 12 月 2 日获批紧急使用，贡献一定收入。
- **国内 HPV 疫苗市场需求旺盛，公司有望长期受益。**受益于 HPV 疫苗行业接种渗透率低、市场供不应求等因素，国内 HPV 疫苗行业有望维持高景气发展态势。公司全年二价 HPV 疫苗保持产销两旺的高增长态势，作为首家获批的 HPV 国产疫苗供应商，竞争格局良好，有望在中短期内充分受益于行业的放量增长；同时公司的 HPV 九价疫苗产品研发进度处于市场前列，目前 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，结果达到临床设计预期，研发进展顺利。国际市场上，公司二价 HPV 疫苗通过 WHO PQ 认证后，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、泰国等国也在陆续注册中，长期成长空间进一步打开。
- **公司研发积淀深厚，在研产品进展不断。**公司研发积累深厚，除 HPV 疫苗外还储备有水痘疫苗、鼻喷新冠疫苗、20 价肺炎疫苗等在研品种，化学发光试剂业务也处于不断完善中，长期发展可期。全年在研产品进展不断，戊肝疫苗在美国进行的 I 期临床试验已完成，数据显示其在美国人群中具有良好的安全性和免疫原性；20 价肺炎疫苗获得伦理批件并于 2023 年 2 月启动受试者招募工作；鼻喷新冠疫苗在 4 个国家、33 个现场完成 3 万多例受试者的 III 期临床保护研究，于 2022 年 12 月 2 日获批紧急使用；水痘疫苗、新型水痘疫苗等研发进展顺利，保障公司长期发展。

### 盈利预测与投资建议

- 根据年报披露数据、我们上调了 HPV 疫苗收入假设、调低了新冠产品收入，预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 59.96/70.88/85.36 亿元（2023-2024 年原为 57.66/73.98 亿元）。参照可比公司，我们给予公司 23 年 23 倍的 PE 估值，对应目标价 152.26 元，维持买入评级。

### 风险提示

- HPV 疫苗销售不及预期；HPV 疫苗价格大幅下滑；在研管线不及预期；化学发光销售不及预期；假设条件变化影响测算结果等风险。

### 公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,750	11,185	13,793	16,616	19,137
同比增长(%)	144.3%	94.5%	23.3%	20.5%	15.2%
营业利润(百万元)	2,328	5,596	6,909	8,223	9,933
同比增长(%)	200.4%	140.3%	23.5%	19.0%	20.8%
归属母公司净利润(百万元)	2,021	4,736	5,996	7,088	8,536
同比增长(%)	198.6%	134.3%	26.6%	18.2%	20.4%
每股收益(元)	2.23	5.23	6.62	7.82	9.42
毛利率(%)	85.8%	89.5%	88.5%	88.6%	88.6%
净利率(%)	35.2%	42.3%	43.5%	42.7%	44.6%
净资产收益率(%)	57.6%	56.4%	38.8%	32.1%	28.6%
市盈率	54.5	23.2	18.4	15.5	12.9
市净率	24.7	8.9	5.9	4.3	3.2

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2023年03月22日）	121.51 元
目标价格	152.26 元
52 周最高价/最低价	201.27/106.42 元
总股本/流通 A 股（万股）	90,607/24,196
A 股市值（百万元）	110,097
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2023 年 03 月 23 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-0.11	-5.39	-2.95	-35.04
相对表现	-0.42	-2.77	-7.21	-29.03
沪深 300	0.31	-2.62	4.26	-6.01



### 证券分析师

刘恩阳 01066218100\*828  
liuenyang@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860519040001  
香港证监会牌照：BSW684

### 联系人

裴晓鹏 peixiaopeng@orientsec.com.cn

### 相关报告

HPV 疫苗保持产销两旺，业绩增长符合预期：——万泰生物中报点评 2022-08-26  
一季报业绩超预期，看好 HPV 疫苗的持续放量：——万泰生物一季报点评 2022-04-18  
快速成长的国产 HPV 疫苗龙头，在研管线值得期待：——万泰生物首次覆盖报告 2022-03-24

表 1：可比公司估值表（2023 年 3 月 22 日收盘价）

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
智飞生物	300122	87.51	4.71	5.94	7.27	18.57	14.74	12.03
沃森生物	300142	38.09	0.76	1.12	1.31	50.22	34.02	29.01
诺唯赞	688105	43.49	1.63	2.26	2.62	26.68	19.27	16.63
康泰生物	300601	32.62	0.35	1.59	2.07	92.70	20.56	15.74
优宁维	301166	49.79	1.33	1.78	2.40	37.34	27.95	20.73
	最大值					92.70	34.02	29.01
	最小值					18.57	14.74	12.03
	平均数					45.10	23.31	18.83
	调整后平均					38	23	18

数据来源：wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,415	5,192	8,796	14,782	22,525	营业收入	5,750	11,185	13,793	16,616	19,137
应收票据、账款及款项融资	2,277	3,960	4,800	6,067	6,800	营业成本	818	1,170	1,587	1,887	2,187
预付账款	69	33	120	131	124	营业税金及附加	27	51	67	78	90
存货	593	869	1,255	1,421	1,667	销售费用	1,690	3,254	3,820	4,647	5,216
其他	293	2,126	2,117	2,111	2,126	管理费用及研发费用	864	1,334	1,564	2,005	2,032
<b>流动资产合计</b>	<b>4,647</b>	<b>12,180</b>	<b>17,087</b>	<b>24,511</b>	<b>33,243</b>	财务费用	5	(62)	(61)	(111)	(180)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	113	111	31	34	25
固定资产	728	1,480	1,753	1,980	2,157	公允价值变动收益	0	10	0	0	0
在建工程	924	721	810	881	938	投资净收益	11	36	5	5	5
无形资产	295	292	300	306	312	其他	84	224	119	142	162
其他	452	1,556	1,540	1,535	1,530	<b>营业利润</b>	<b>2,328</b>	<b>5,596</b>	<b>6,909</b>	<b>8,223</b>	<b>9,933</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,399</b>	<b>4,050</b>	<b>4,403</b>	<b>4,703</b>	<b>4,936</b>	营业外收入	1	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>7,046</b>	<b>16,230</b>	<b>21,490</b>	<b>29,213</b>	<b>38,179</b>	营业外支出	5	15	1	1	1
短期借款	236	140	50	50	50	<b>利润总额</b>	<b>2,324</b>	<b>5,583</b>	<b>6,909</b>	<b>8,223</b>	<b>9,933</b>
应付票据及应付账款	193	352	403	479	568	所得税	245	719	788	955	1,189
其他	1,937	2,993	1,988	2,368	2,500	<b>净利润</b>	<b>2,079</b>	<b>4,863</b>	<b>6,121</b>	<b>7,268</b>	<b>8,744</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,366</b>	<b>3,485</b>	<b>2,442</b>	<b>2,896</b>	<b>3,118</b>	少数股东损益	58	128	125	180	208
长期借款	5	102	103	103	104	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,021</b>	<b>4,736</b>	<b>5,996</b>	<b>7,088</b>	<b>8,536</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	2.23	5.23	6.62	7.82	9.42
其他	113	77	60	60	60	<b>主要财务比率</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>118</b>	<b>179</b>	<b>163</b>	<b>163</b>	<b>164</b>		<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,483</b>	<b>3,665</b>	<b>2,604</b>	<b>3,060</b>	<b>3,281</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	96	224	348	528	736	营业收入	144.3%	94.5%	23.3%	20.5%	15.2%
实收资本（或股本）	607	906	906	906	906	营业利润	200.4%	140.3%	23.5%	19.0%	20.8%
资本公积	446	3,529	3,729	3,729	3,729	归属于母公司净利润	198.6%	134.3%	26.6%	18.2%	20.4%
留存收益	3,413	7,906	13,902	20,990	29,526	<b>获利能力</b>					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	85.8%	89.5%	88.5%	88.6%	88.6%
<b>股东权益合计</b>	<b>4,562</b>	<b>12,565</b>	<b>18,886</b>	<b>26,154</b>	<b>34,898</b>	净利率	35.2%	42.3%	43.5%	42.7%	44.6%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7,046</b>	<b>16,230</b>	<b>21,490</b>	<b>29,213</b>	<b>38,179</b>	ROE	57.6%	56.4%	38.8%	32.1%	28.6%
<b>现金流量表</b>						ROIC	55.9%	54.7%	38.1%	31.6%	28.0%
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>偿债能力</b>					
净利润	2,079	4,863	6,121	7,268	8,744	资产负债率	35.2%	22.6%	12.1%	10.5%	8.6%
折旧摊销	90	(409)	47	111	178	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	5	(62)	(61)	(111)	(180)	流动比率	1.96	3.49	7.00	8.46	10.66
投资损失	(11)	(36)	(5)	(5)	(5)	速动比率	1.70	3.24	6.47	7.96	10.11
营运资金变动	(493)	(776)	(2,272)	(1,016)	(792)	<b>营运能力</b>					
其它	13	551	25	34	24	应收账款周转率	3.8	3.5	3.1	3.0	2.9
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,682</b>	<b>4,133</b>	<b>3,855</b>	<b>6,281</b>	<b>7,969</b>	存货周转率	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4
资本支出	(996)	(226)	(412)	(412)	(412)	总资产周转率	1.1	1.0	0.7	0.7	0.6
长期投资	150	(850)	0	0	0	<b>每股指标（元）</b>					
其他	(168)	(2,437)	5	5	5	每股收益	2.23	5.23	6.62	7.82	9.42
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,014)</b>	<b>(3,514)</b>	<b>(406)</b>	<b>(406)</b>	<b>(406)</b>	每股经营现金流	2.77	4.56	4.25	6.93	8.79
债权融资	19	100	(16)	0	0	每股净资产	4.93	13.62	20.46	28.28	37.70
股权融资	173	3,382	200	0	0	<b>估值比率</b>					
其他	(139)	(356)	(29)	111	180	市盈率	54.5	23.2	18.4	15.5	12.9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>53</b>	<b>3,127</b>	<b>155</b>	<b>112</b>	<b>180</b>	市净率	24.7	8.9	5.9	4.3	3.2
汇率变动影响	(9)	26	-0	-0	-0	EV/EBITDA	42.6	20.1	15.0	12.5	10.4
<b>现金净增加额</b>	<b>712</b>	<b>3,772</b>	<b>3,603</b>	<b>5,986</b>	<b>7,743</b>	EV/EBIT	44.2	18.6	15.1	12.7	10.6

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。