

万孚生物 (300482.SZ) / 医疗器械

证券研究报告/公司点评

2023年04月25日

评级: 买入(维持)

市场价格: 28.69

分析师: 谢木青

执业证书编号: S0740518010004

电话: 021-20315895

Email: xiemq@r.qlzq.com.cn

联系人: 于佳喜

Email: yujx@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)	3,361	5,681	3,163	3,888	4,865
增长率 yoy%	20%	69%	-44%	23%	25%
净利润(百万元)	634	1,197	586	707	882
增长率 yoy%	0%	89%	-51%	21%	25%
每股收益(元)	1.43	2.69	1.32	1.59	1.98
每股现金流量	1.50	3.78	1.61	1.82	2.40
净资产收益率	18%	26%	12%	12%	13%
P/E	20.1	10.7	21.8	18.0	14.5
P/B	3.8	2.9	2.6	2.3	2.0

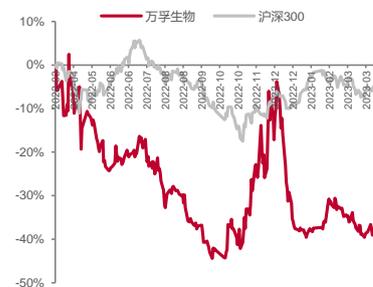
注: 股价信息截止至 2023 年 4 月 25 日

投资要点

- **事件:** 2023 年 4 月 25 日, 公司发布 2023 年一季度报, 2023 年一季度公司实现营业收入 8.32 亿元, 同比下降 68.32%, 归母净利润 2.04 亿元, 同比下降 77.46%, 扣非净利润 1.95 亿元, 同比下降 78.26%。
- **新冠自检产品需求降低造成短期净利率波动。** 2023 年一季度公司销售费用率 17.56%, 同比提升 4.25pp, 管理费用率 7.70%, 同比提升 4.90pp, 研发费用率 11.35%, 同比提升 6.85pp, 财务费用率 1.56%, 同比提升 1.26pp。公司各项期间费用率有所升高, 主要因新冠自检产品需求减少导致规模效应减弱, 进而对公司盈利能力导致短期影响。2023 年一季度公司毛利率 65.30%, 同比提升 1.39pp, 净利率 24.32%, 同比下降 10.03pp。
- **门诊恢复、流感检测、新冠辅助诊疗等多重因素催化下, 23Q1 常规业务或实现翻倍增长。** 2023 年以来国内高等级医院、基层医疗机构的门诊量、样本量均实现较好恢复, 公司慢病、优生优育等传统项目均实现良好复苏, 年初甲流蔓延带动公司流感检测等呼吸道产品的高速增长, 新冠辅助诊疗指标也带动了定量检测技术平台的常规业务放量, 同时叠加 2022Q1 同期新冠产能挤兑造成的低基数, 公司 23Q1 常规业务实现高速增长, 结合公司财务数据以及历史表现, 我们预计 23 年公司常规收入可能实现翻倍高增。随着国内诊疗需求的持续好转, 我们预计公司 2023 年常规业务有望持续保持良好的增长趋势。
- **2023 进入新产品集中收获期, 多技术平台迎来升级改造。** 公司正在针对免疫荧光平台进行全面技术升级, 化学发光平台规划多产品拿证, 分子诊断、病理诊断平台有多款新品正在注册审批流程, 预计 2023 年公司将有了一批强竞争力的创新产品陆续上市, 为公司营收规模与盈利质量带来有力支撑。
- **盈利预测与估值:** 根据一季报数据, 我们调整盈利预, 测预计公司常规业务有望持续恢复, 盈利能力有望逐渐恢复, 预计 2023-2025 年营业收入 31.36、38.88、48.65 亿元 (-44%、+23%、+25%), 调整前 37.28、45.30、56.67 亿元; 预计归母净利润 5.86、7.07、8.82 亿元 (-49%、+21%、+25%), 调整前 5.79、6.94、8.68 亿元, 对应 EPS 为 1.32、1.59、1.98。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。

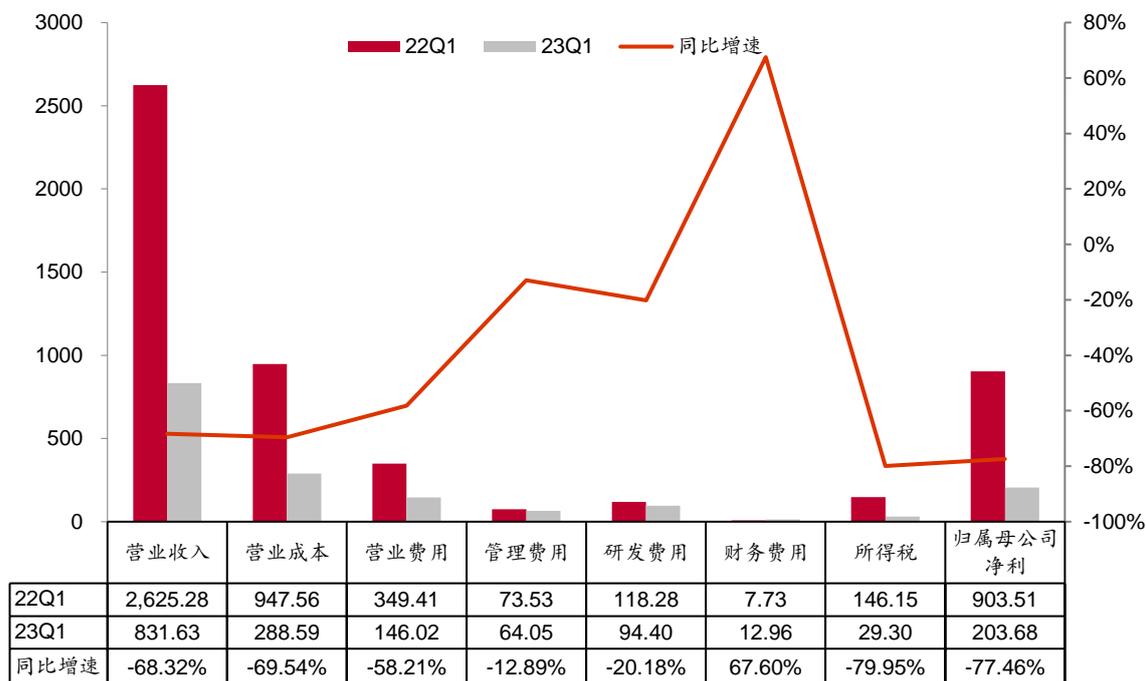
基本状况

总股本(百万股)	445
流通股本(百万股)	332
市价(元)	28.69
市值(百万元)	12,753
流通市值(百万元)	9,538

股价与行业-市场走势对比

相关报告

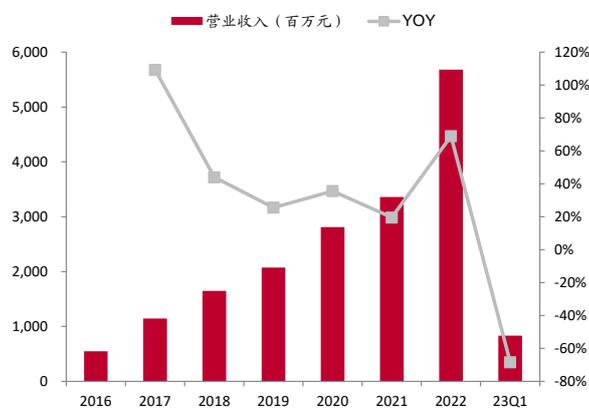
- 1 万孚生物 (300482.SZ): 新冠红利减弱, 海外常规业务进一步恢复
- 2 万孚生物 (300482.SZ): 业绩符合预期, 国内外常规业务加速恢复
- 3 万孚生物 2022 年半年报点评-疫情扰动下常规业务短期承压, 新冠抗原检测有望持续贡献现金流

图表 1: 万孚生物主要财务指标变化 (百万元)



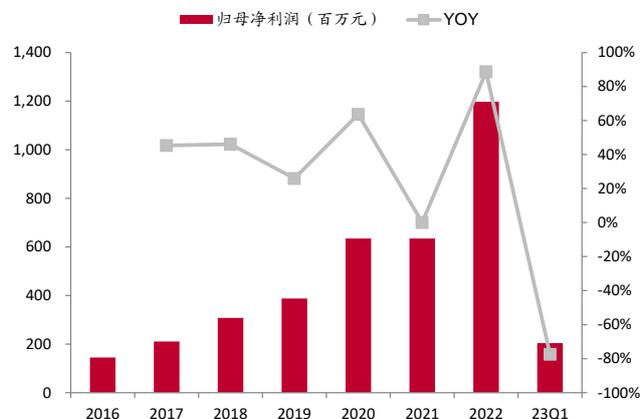
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 万孚生物主营业务收入情况 (百万元)

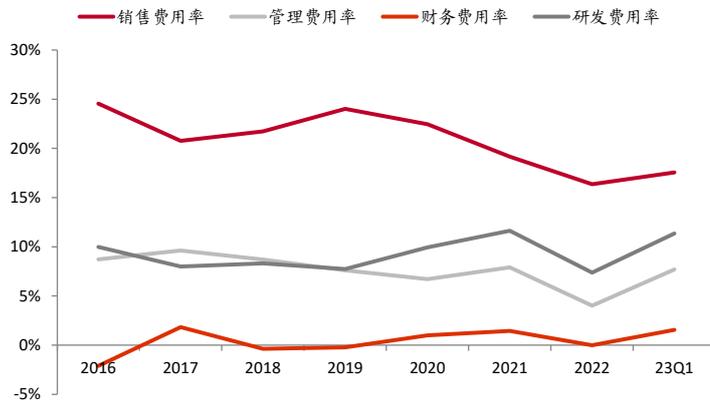


来源: wind, 中泰证券研究所

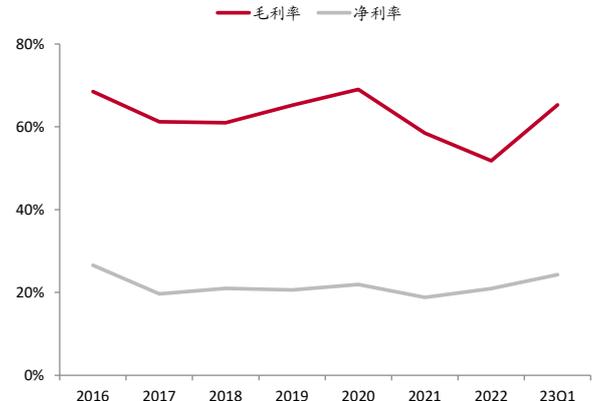
图表 3: 万孚生物归母净利润情况 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 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 5: 万孚生物盈利能力变化


来源: wind, 中泰证券研究所

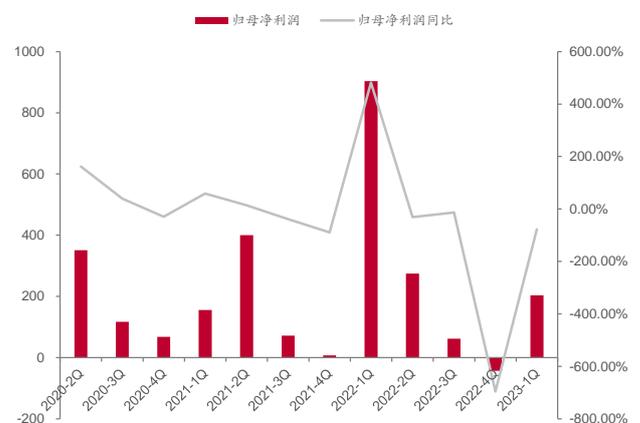
图表 6: 万孚生物分季度财务数据 (百万元)

	2020-2Q	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q
营业收入	1,054.94	566.46	637.75	696.61	1,159.61	650.90	853.93	2,625.28	1408.34	662.78	984.11	831.63
营收同比增长	104.72%	24.15%	-1.62%	26.27%	9.92%	14.91%	33.90%	276.87%	21.45%	1.83%	15.24%	-68.32%
营收环比增长	91.22%	-46.30%	12.59%	9.23%	66.46%	-43.87%	31.19%	207.44%	-46.35%	-52.94%	48.48%	-15.49%
营业成本	293.91	144.61	252.33	205.50	374.31	280.87	535.40	947.56	804.63	412.02	572.41	288.59
营业费用	191.53	157.98	135.20	173.83	189.65	178.22	102.60	349.41	208.7	115.86	255.65	146.02
管理费用	62.58	41.55	33.05	62.91	58.60	64.85	79.58	73.53	77.7	45.5	31.13	64.05
财务费用	-6.33	18.34	20.30	4.16	17.99	3.99	22.77	7.73	-14.84	-21.48	27.89	12.96
营业利润	431.34	133.67	54.04	175.95	463.94	49.51	2.50	1,048.16	320.07	66.98	-67.48	232.04
利润总额	427.13	132.73	51.41	175.80	462.15	48.17	-5.63	1,047.86	317.97	64.19	-65.49	231.51
所得税	71.22	18.58	1.94	23.36	56.70	-20.50	-11.64	146.15	44.65	4.69	-20.98	29.3
归母净利润	351.15	116.95	68.23	155.42	400.25	71.57	7.20	903.51	274.38	61.98	-42.89	203.68
归母净利润同比	162.17%	39.79%	-29.87%	58.83%	13.98%	-38.80%	-89.45%	481.33%	-31.45%	-13.40%	-695.69%	-77.46%

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 万孚生物分季度营业收入变化 (百万)


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 万孚生物分季度归母净利润变化 (百万)


来源: wind, 中泰证券研究所

风险提示

- **新产品研发、注册及认证风险：**由于公司的研发、注册和认证涉及到多个技术平台、多个产品领域和多个国家，因此总体上对研发能力和产品注册能力要求更高。自 2018 年以来中国、欧盟及美国的注册政策趋严，注册难度加大，如果公司不能保持持续的研发能力，在未来发展过程中将面临新产品的研发、注册和认证风险。
- **政策变化风险：**体外诊断行业受国家的严格管控，在持续深入的医改背景下，两票制、集中采购、检验收费降价等政策变化可能对行业和公司带来负面影响，从而产生业绩波动。
- **汇率变动风险：**公司境外收入占比较大。受国内外经济形势变化影响，人民币对美元、欧元等主要货币的汇率可能会出现波动，产生的汇兑损益也可能对公司的业绩造成影响。
- 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 9: 万孚生物财务报表预测

资产负债表					利润表				
会计年度	单位:百万元				会计年度	单位:百万元			
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,163	1,689	2,014	2,713	营业收入	5,681	3,163	3,888	4,865
应收票据	1	0	1	1	营业成本	2,737	1,337	1,601	2,021
应收账款	540	527	649	793	税金及附加	18	10	12	15
预付账款	27	47	44	49	销售费用	930	569	696	866
存货	400	401	551	626	管理费用	228	316	385	477
合同资产	0	0	0	0	研发费用	419	364	443	550
其他流动资产	1,220	1,061	1,072	1,114	财务费用	-1	-5	21	10
流动资产合计	3,350	3,725	4,331	5,297	信用减值损失	-21	-10	-10	-10
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-79	-6	-5	-5
长期股权投资	364	364	364	364	公允价值变动收益	13	13	13	13
固定资产	964	982	1,026	991	投资收益	60	50	30	30
在建工程	199	279	309	339	其他收益	55	56	56	56
无形资产	204	237	268	294	营业利润	1,368	665	802	1,000
其他非流动资产	1,221	1,224	1,227	1,229	营业外收入	3	2	3	2
非流动资产合计	2,951	3,085	3,193	3,216	营业外支出	6	6	6	6
资产合计	6,301	6,810	7,524	8,513	利润总额	1,365	661	799	996
短期借款	204	200	100	50	所得税	175	79	96	119
应付票据	0	0	0	0	净利润	1,190	582	703	877
应付账款	320	374	453	578	少数股东损益	-7	-3	-4	-5
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,197	585	707	882
合同负债	236	95	139	160	NOPLAT	1,189	578	722	886
其他应付款	88	88	88	88	EPS (按最新股本摊薄)	2.69	1.32	1.59	1.98
一年内到期的非流动负债	17	17	17	17					
其他流动负债	275	335	386	453	主要财务比率				
流动负债合计	1,141	1,109	1,183	1,346	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	532	532	532	532	营业收入增长率	69.0%	-44.3%	22.9%	25.1%
其他非流动负债	90	90	90	90	EBIT增长率	87.0%	-51.9%	24.9%	22.8%
非流动负债合计	623	623	623	623	归母公司净利润增长率	88.7%	-51.1%	20.8%	24.7%
负债合计	1,764	1,732	1,805	1,969	获利能力				
归属母公司所有者权益	4,344	4,862	5,469	6,268	毛利率	51.8%	57.7%	58.8%	58.5%
少数股东权益	194	216	250	276	净利率	20.9%	18.4%	18.1%	18.0%
所有者权益合计	4,538	5,078	5,719	6,544	ROE	26.4%	11.5%	12.4%	13.5%
负债和股东权益	6,301	6,810	7,524	8,513	ROIC	50.9%	19.4%	21.0%	21.6%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	28.0%	25.4%	24.0%	23.1%
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	债务权益比	18.6%	16.5%	12.9%	10.5%
经营活动现金流	1,682	714	811	1,067	流动比率	2.9	3.4	3.7	3.9
现金收益	1,441	802	957	1,133	速动比率	2.6	3.0	3.2	3.5
存货影响	-14	-1	-150	-76	营运能力				
经营性应收影响	67	0	-115	-143	总资产周转率	0.9	0.5	0.5	0.6
经营性应付影响	-80	54	79	125	应收账款周转天数	33	61	54	53
其他影响	268	-141	40	28	应付账款周转天数	47	94	93	92
投资活动现金流	-1,561	-101	-278	-221	存货周转天数	52	108	107	105
资本支出	-542	-356	-338	-267	每股指标(元)				
股权投资	-30	0	0	0	每股收益	2.69	1.32	1.59	1.98
其他长期资产变化	-989	255	60	46	每股经营现金流	3.78	1.61	1.82	2.40
融资活动现金流	35	-86	-208	-147	每股净资产	9.77	10.94	12.30	14.10
借款增加	185	-4	-100	-50	估值比率				
股利及利息支付	-143	-101	-116	-137	P/E	11	22	18	14
股东融资	67	58	62	60	P/B	3	3	2	2
其他影响	-74	-39	-54	-20	EV/EBITDA	20	36	30	25

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。