

评级: 买入(维持)

市场价格: 115.34

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

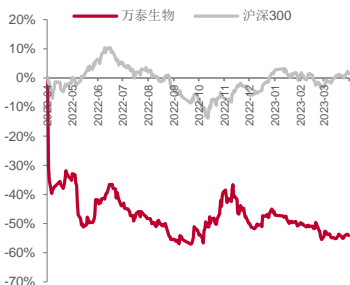
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5750.33	11185.19	14257.93	17239.62	20008.81
增长率 yoy%	144.25%	94.51%	27.47%	20.91%	16.06%
净利润(百万元)	2021.47	4735.80	5785.06	7194.64	8352.19
增长率 yoy%	198.59%	134.28%	22.16%	24.37%	16.09%
每股收益(元)	3.33	5.23	6.38	7.94	9.22
每股现金流量	2.33	5.73	12.55	17.97	24.90
净资产收益率	44%	38%	32%	29%	26%
P/E	34.64	22.07	18.06	14.53	12.51
PEG	0.17	0.16	0.82	0.60	0.78
P/B	15.68	8.47	5.88	4.30	3.28

备注: 截止 2023.4.20

基本状况

总股本(百万股)	906
流通股本(百万股)	242
市价(元)	115.34
市值(百万元)	104,506
流通市值(百万元)	27,907

股价与行业-市场走势对比

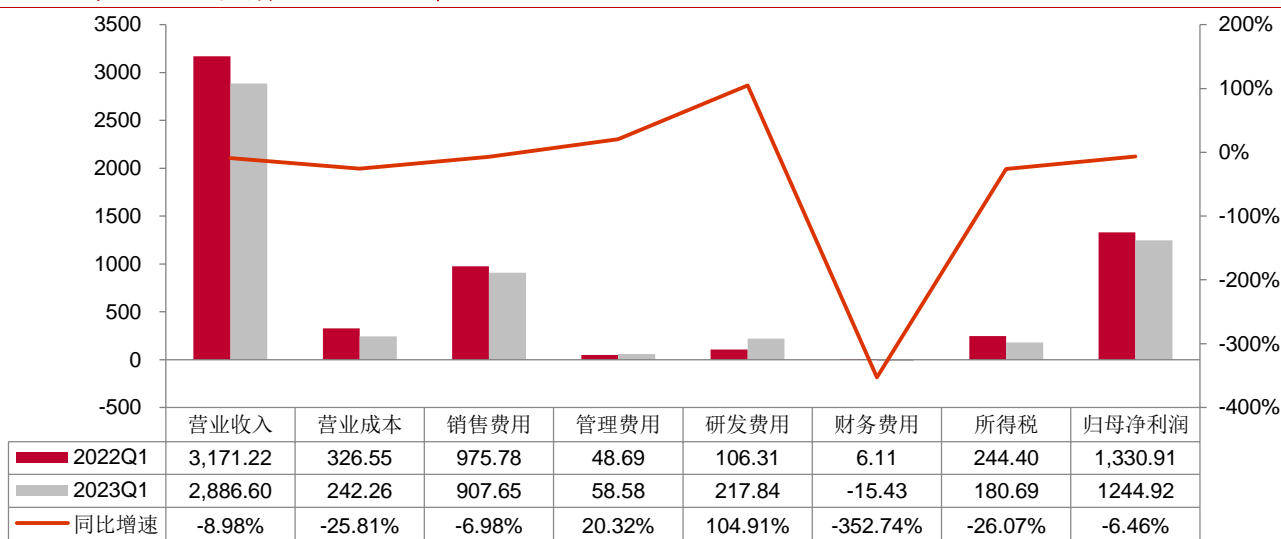


相关报告

1 万泰生物(603392)-2022 年报点评: HPV 疫苗持续高增, 海外拓展打开空间 - (中泰证券_祝嘉琦_张楠)-20230323

投资要点

- **事件:** 2023 年 4 月 20 日, 公司发布一季报, 报告期内公司实现营业收入 28.87 亿元, 同比下滑 8.98%; 实现归母净利润 12.45 亿元, 同比下滑 6.46%; 实现扣非净利润 12.02 亿元, 同比下滑 8.59%。
- **环比正增长, HPV 疫苗批签发高增。** 23Q1 实现营收 28.87 亿元 (-8.98%), 归母净利润 12.45 亿元 (-6.46%), 扣非净利润 12.02 亿元 (-8.59%)。22Q3 以来公司积极克服疫情防控、感染导致人员流动限制等多重因素, 实现收入环比正增长(22Q3-Q4 营收分别为 27.21 亿元、25.35 亿元)。批签发: 23Q1 公司 2 价 HPV 批签发 163 批次 (+79.10%), 保持高速增长。
- **期间费率保持稳定, 新冠相关支出费用化。** 2023Q1 公司毛利率为 91.61%(+1.90pp), 净利率为 43.13%(+1.16pp)。2023Q1 公司销售费用 9.08 亿元 (-6.98%), 销售费率 31.44%(+0.67pp)。管理费用 0.59 亿元(+20.32%), 管理费率 2.03%(+0.49pp)。财务费率 -0.53%(-0.73pp)。研发费用 2.18 亿元(+104.91%), 研发费率 7.55%(+4.19pp), 鼻喷新冠疫苗研发支出全部费用化。2023Q1 公司存货 10.04 亿元、占资产比重 5.82%(-1.01pp)。
- **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) 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:** 我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 142.58、172.40 和 200.09 亿元, 同比增长 27%、21%、16%; 归母净利润分别为 57.85、71.95、83.52 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。

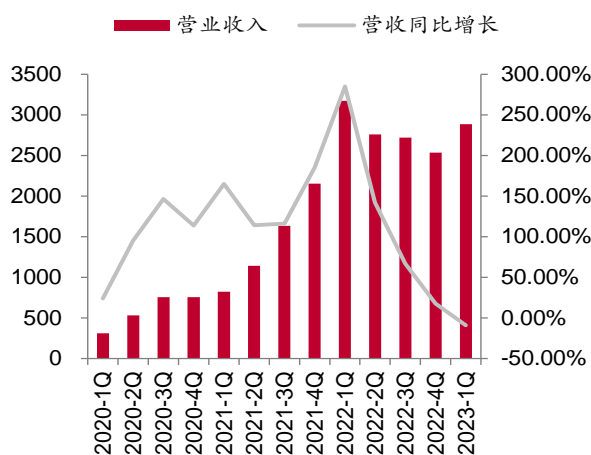
图表 1: 万泰生物主要财务指标变化 (单位: 百万元, %)


来源: Wind, 中泰证券研究所

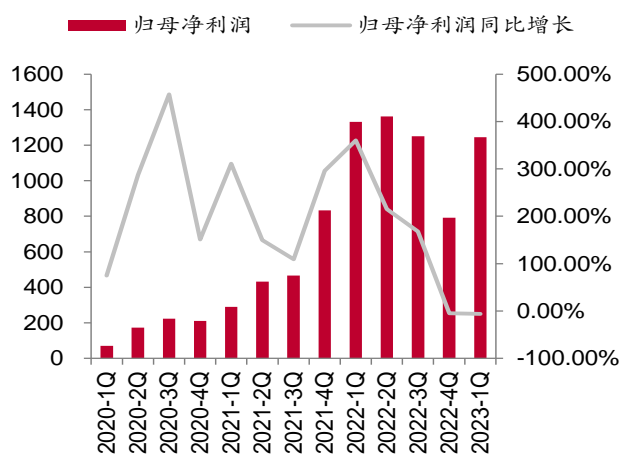
图表 2: 万泰生物分季度财务数据 (百万元, %)

项目	2020-1Q	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	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	2886.60
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%	-8.98%
营收环比增长	-12.04%	71.38%	41.80%	-0.07%	9.14%	38.34%	43.17%	32.01%	47.20%	-13.01%	-1.37%	-6.84%	13.88%
营业成本	88.29	91.38	135.64	126.84	128.65	161.69	209.15	318.22	326.55	313.81	261.48	268.56	242.26
毛利率	71.60%	82.85%	82.05%	83.20%	84.39%	85.82%	87.18%	85.23%	89.70%	88.62%	90.39%	89.40%	91.61%
销售费用	73.49	136.73	238.45	242.27	237.91	321.26	522.86	608.44	975.78	658.63	880.50	739.05	907.65
管理费用	35.33	16.32	30.68	34.04	33.85	45.42	45.87	57.06	48.69	52.08	49.42	84.66	58.58
研发费用	44.82	85.50	62.36	121.66	78.29	126.13	248.96	228.44	106.31	127.00	146.40	719.33	217.84
财务费用	0.43	-2.89	3.03	10.80	-1.58	3.02	-2.41	6.17	6.11	-26.27	-31.59	-9.86	-15.43
营业利润	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	1433.60
利润总额	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	1433.43
所得税	11.12	20.64	49.15	1.73	46.54	47.22	58.52	92.65	244.40	232.08	190.26	52.65	180.69
归母净利润	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	1244.92
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%	-6.46%
净利率	22.66%	32.54%	29.50%	27.85%	35.10%	37.92%	28.60%	38.68%	41.97%	49.38%	45.97%	31.25%	43.13%
扣非归母净利润	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	1202.02
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%	-8.59%

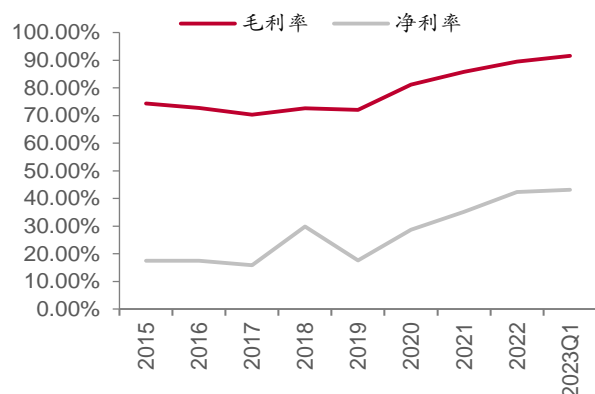
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 万泰生物分季度营业收入变化 (百万元, %)


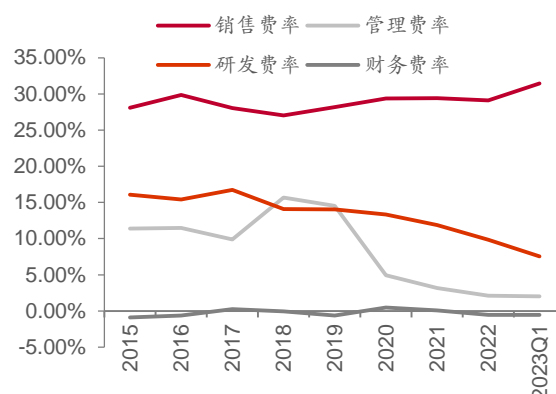
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 万泰生物分季度归母净利润变化 (百万元, %)


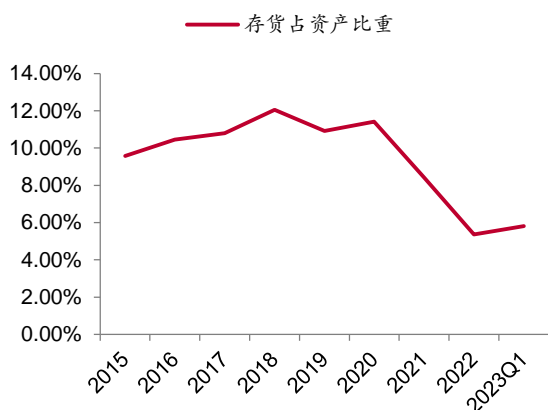
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 5: 万泰生物盈利水平 (单位: %)


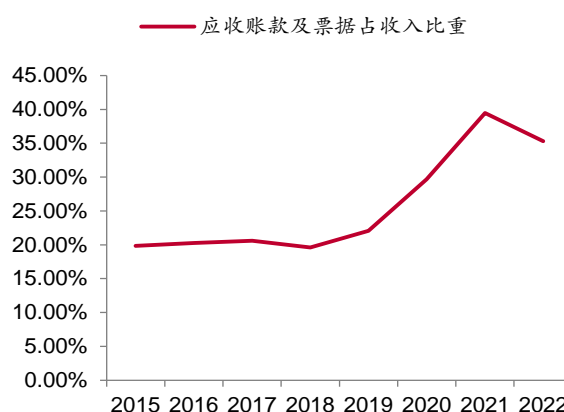
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 万泰生物期间费用率情况 (单位: %)


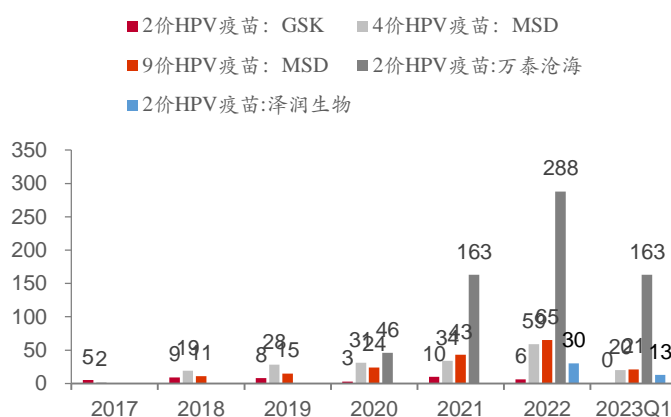
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 7: 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 8: 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 9: HPV 疫苗批签发情况 (单位: 批次)


来源: 中检院, 中泰证券研究所

图表 10: 万泰生物财务模型预测

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	11,374	16,278	22,560	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	917	1,075	1,248	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	456	498	637	财务费用	-62	-1	-5	-4
流动资产合计	12,180	17,413	23,890	31,619	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	1,578	1,599	1,638	营业外收入	2	2	1	2
非流动资产合计	4,050	4,538	5,143	5,619	营业外支出	15	15	15	15
资产合计	16,230	21,951	29,033	37,238	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	9	13	19	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	412	613	833	主要财务比率				
流动负债合计	3,486	3,506	3,763	4,097	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	102	200	298	395	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	94.5%	27.5%	20.9%	16.1%
其他非流动负债	77	89	93	93	EBIT增长率	137.0%	23.5%	24.3%	16.1%
非流动负债合计	179	289	391	488	归母公司净利润增长率	134.3%	22.2%	24.4%	16.1%
负债合计	3,665	3,795	4,154	4,585	获利能力				
归属母公司所有者权益	12,341	17,773	24,297	31,843	毛利率	89.5%	91.7%	92.1%	91.8%
少数股东权益	224	383	582	810	净利率	43.5%	41.7%	42.9%	42.9%
所有者权益合计	12,565	18,156	24,879	32,653	ROE	37.7%	31.9%	28.9%	25.6%
负债和股东权益	16,230	21,951	29,033	37,238	ROIC	44.3%	34.1%	31.4%	28.1%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	22.6%	19.7%	15.5%	13.3%
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	债务权益比	2.7%	2.5%	2.2%	2.0%
经营活动现金流	4,164	5,251	6,154	7,566	流动比率	3.5	5.0	6.3	7.7
现金收益	4,944	6,179	7,652	8,884	速动比率	3.2	4.7	6.1	7.4
存货影响	-276	-48	-158	-172	营运能力				
经营性应收影响	-1,623	-665	-1,352	-1,115	总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.5
经营性应付影响	1,149	-41	48	78	应收账款周转天数	100	107	109	117
其他影响	-30	-174	-36	-109	应付账款周转天数	79	94	86	84
投资活动现金流	-3,514	1,240	-875	-783	存货周转天数	225	272	264	254
资本支出	-689	-706	-854	-748	每股指标(元)				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	5.23	6.38	7.94	9.22
其他长期资产变化	-2,825	1,946	-21	-35	每股经营现金流	4.60	5.80	6.79	8.35
融资活动现金流	3,127	-309	-375	-501	每股净资产	13.62	19.62	26.82	35.14
借款增加	5	98	98	98	估值比率				
股利及利息支付	-128	-689	-829	-900	P/E	22	18	15	13
股东融资	3,461	1	1	1	P/B	8	6	4	3
其他影响	-211	281	355	300	EV/EBITDA	0.6	0.4	0.4	0.3

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。