

万孚生物 (300482.SZ) / 医疗器械

证券研究报告/公司点评

2023 年 03 月 30 日

评级: 买入(维持)

市场价格: 31.26

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

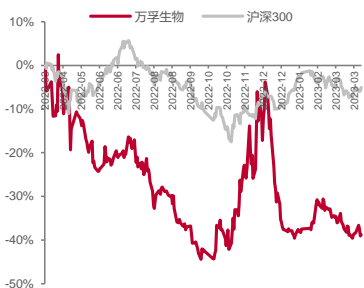
公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,361	5,681	3,728	4,530	5,667
增长率 yoy%	20%	69%	-34%	22%	25%
净利润(百万元)	634	1,197	579	694	868
增长率 yoy%	0%	89%	-52%	20%	25%
每股收益(元)	1.43	2.69	1.30	1.56	1.95
每股现金流量	1.50	3.78	1.44	1.79	2.37
净资产收益率	18%	26%	11%	12%	13%
P/E	21.9	11.6	24.0	20.0	16.0
P/B	4.1	3.2	2.9	2.5	2.2

注: 股价信息截止至 2023 年 3 月 30 日

基本状况

总股本(百万股)	445
流通股本(百万股)	329
市价(元)	31.26
市值(百万元)	13,896
流通市值(百万元)	10,281

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

投资要点

- **事件: 公司发布 2022 年年报, 2022 年公司实现营业收入 56.81 亿元, 同比增长 69.01%, 归母净利润 11.97 亿元, 同比增长 88.67%, 扣非净利润 11.05 亿元, 同比增长 100.70%。**
- **分季度来看: 2022 年单四季度公司实现收入 9.84 亿元, 同比增长 15.24%, 归母净利润-0.43 亿元, 同比下降 695.69%, 扣非净利润 2.38 亿元, 同比下降 33.94%, 22Q4 公司收入端持续快速增长, 主要得益于常规业务的有序恢复以及新冠自检产品的持续贡献, 单季度利润有所减少, 主要因公司持续加大销售、研发相关投入, 以及计提部分资产减值损失。**
- **常规业务短期承压, 2023 年有望全面复苏。**2022 年公司实现营业收入 56.81 亿元, 结合公司历史业绩以及前三季度财务表现, 我们预计其中常规收入可能 17 亿元左右。在疫情扰动下仍然实现了相对可观的业绩, 分业务来看: **1、慢病检测:** 2022 年收入 9.39 亿元, 同比增长 2.55%。受到新冠疫情的反复扰动, 公司慢病业务的增速略有放缓。公司聚焦心血管疾病、出凝血疾病、呼吸急症等危急重症领域, 不断发掘发热鉴别及重症预警等终端需求, 2022 化学发光业务实现快速增长, 活跃仪器数、仪器单产提升显著, 同时海外市场主要人口大国持续取得业务突破, 我们预计 2023 年慢病业务有望迎来良好复苏。 **2、传染病检测:** 2022 年收入 39.36 亿元, 同比增长 136.02%, 受新冠产能挤兑影响常规增速或有所下降。公司深耕现有重点单品, 加快新品布局和新型终端的开发, 流感检测等产品实现快速增长, 同时伴随海外诸国财政资源的持续恢复, 多个发展中国家的常规传染病订单量迎来复苏。 **3、毒品检测:** 2022 年收入 2.94 亿元, 同比增长 8.78%。公司持续推动中美研发团队一体化, 加强美国本地化 FDA 注册体系, 并积极推动唾液、毛发等差异化毒检新品的导入, 为客户提供更便捷的检测服务; 同时在渠道端持续开拓电商渠道, 我们预计公司毒品业务有望保持良好增长趋势。 **4、妊娠及优生优育检测:** 2022 年收入 2.42 亿元, 同比增长 16.87%。公司在国内市场持续推进与各大电商平台深度合作, 同时加强金秀儿早孕系列的市场开拓, 电商自营、OTC 连锁业务板块均实现大幅增长; 在海外市场公司积极推进国际孕检市场产品结构的更新换代, 开发二线 OTC 连锁市场, 未来有望实现稳健增长。
- **发光、分子、病理业务持续取得突破, 全年新品研发超过 110 项。**公司依托协同互补的产品技术平台, 不断拓宽慢性病、常见病、多发病的检测产品, 增强综合竞争力。在化学发光领域, 公司的单人份化学发光免疫分析系统持续加快国内外布局, 实现管式发光与单人份发光产品的有效协同, 在分子诊断领域, 公司自研的优博斯 U-Box 全自动核酸扩增分析系统以新冠流感三联检为突破口, 重点拓展海外病原体检测市场, 在多个国家实现核酸检测一体机上市; 在病理诊断领域, 公司的全自动免疫组化染色平台 PA3600 已经在百余家终端医院进行试用和运营, 并在多家国家顶级标杆医院进行运营。公司全年完成 111 项的新品研发, 有数个重点新品上市, 确保中长期业绩的持续快速增长。
- **盈利预测与估值:** 根据年报数据, 我们调整盈利预测, 预计常规业务有望持续恢复, 新冠产品或将逐渐减少, 预计 2023-2025 年营业收入 37.28、45.30、56.67 亿元 (-34%、+22%、+25%), 调整前 23-24 年 47.85、50.42 亿元; 预计归母净利润 5.79、6.94、8.68 亿元 (-52%、+24%、+25%), 调整前 23-24 年 10.23、10.22 亿元。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。

内容目录

全年业绩保持高增，规模效应下盈利能力稳步提升.....	- 3 -
常规业务有望重回 30%增长中枢，分子、发光等领域持续突破.....	- 5 -
风险提示.....	- 7 -

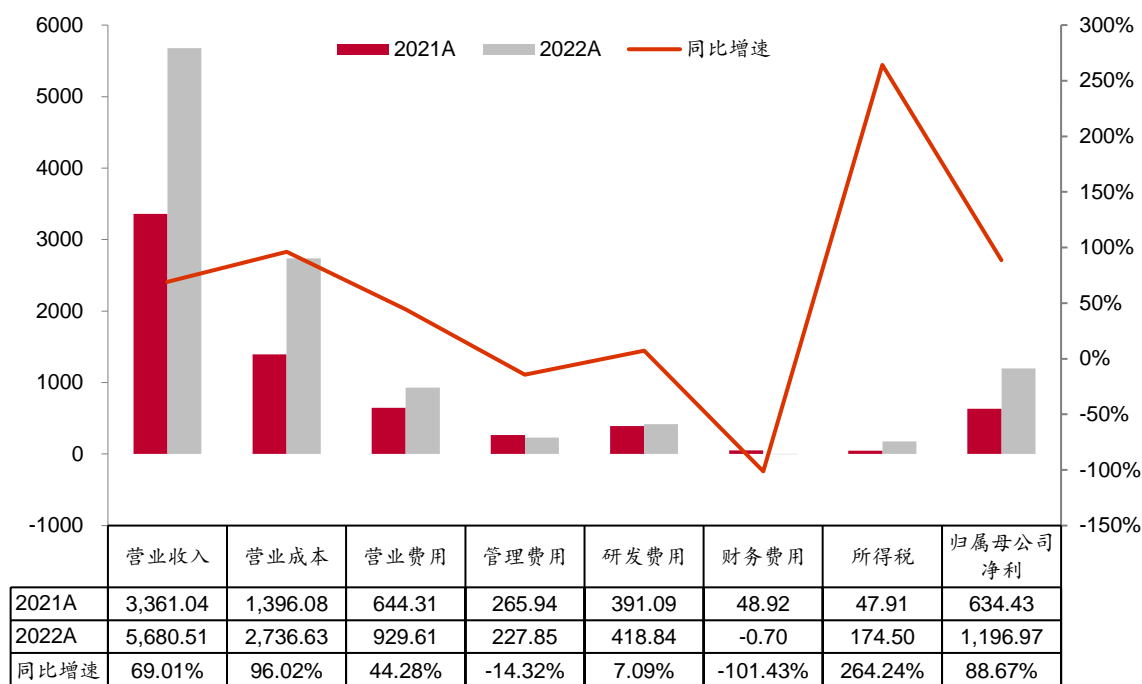
图表目录

图表 1: 万孚生物主要财务指标变化 (百万元)	- 3 -
图表 2: 万孚生物主营业务收入情况 (百万元)	- 3 -
图表 3: 万孚生物归母净利润情况 (百万元)	- 3 -
图表 4: 万孚生物各项主营业务占比情况 (2022 年, 亿元)	- 4 -
图表 5: 万孚生物三项费用率变化情况.....	- 4 -
图表 6: 万孚生物盈利能力变化.....	- 4 -
图表 7: 万孚生物分季度财务数据 (百万元)	- 5 -
图表 8: 万孚生物分季度营业收入变化 (百万)	- 5 -
图表 9: 万孚生物分季度归母净利润变化 (百万)	- 5 -
图表 10: 万孚生物传染病检测收入 (百万元)	- 6 -
图表 11: 万孚生物慢病检测收入 (百万元)	- 6 -
图表 12: 万孚生物妊娠及优生优育收入 (百万元)	- 6 -
图表 13: 万孚生物毒品检测收入 (百万元)	- 6 -
图表 14: 万孚生物财务报表预测.....	- 8 -

全年业绩保持高增，规模效应下盈利能力稳步提升

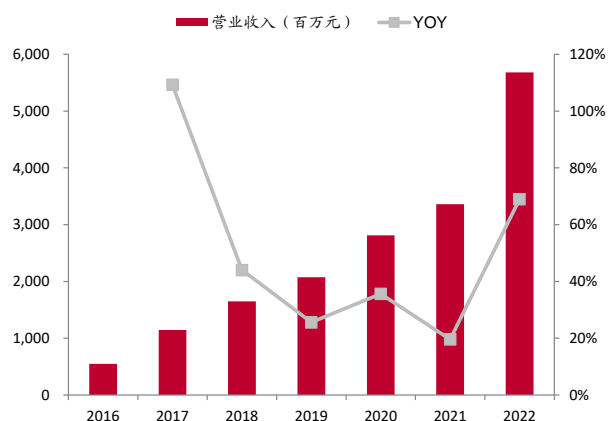
- 2022年公司实现营业收入56.81亿元，同比增长69.01%，归母净利润11.97亿元，同比增长88.67%，扣非净利润11.05亿元，同比增长100.70%。得益于六大常规产线的持续恢复以及新冠检测产品的增量贡献，公司持续实现高速增长。
- 分业务来看，公司传染病检测实现收入39.36亿元，同比增长136.02%，慢病检测实现收入9.39亿元，同比增长2.55%，毒品检测实现收入2.94亿元，同比增长8.78%，妊娠产品实现收入2.42亿元，同比增长16.87%。

图表 1: 万孚生物主要财务指标变化 (百万元)



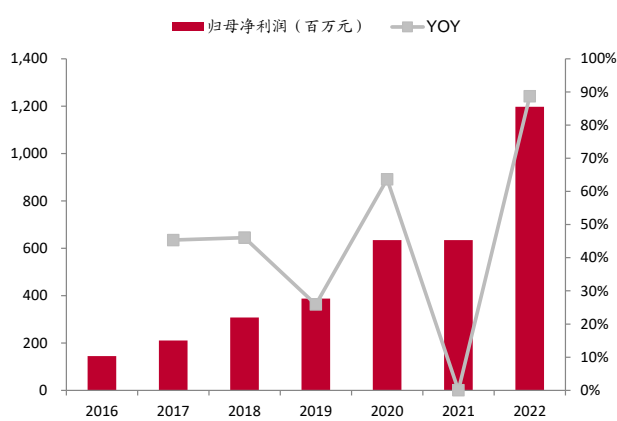
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 万孚生物主营业务收入情况 (百万元)

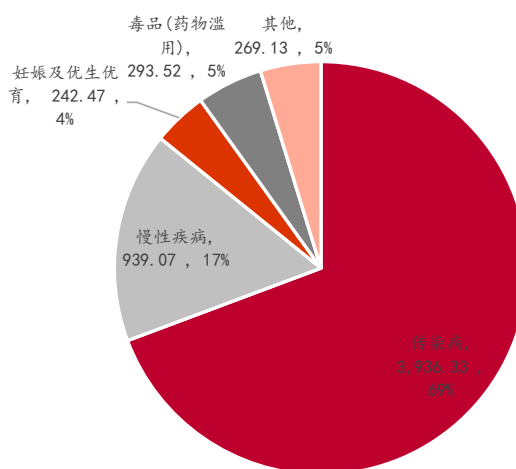


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 万孚生物归母净利润情况 (百万元)

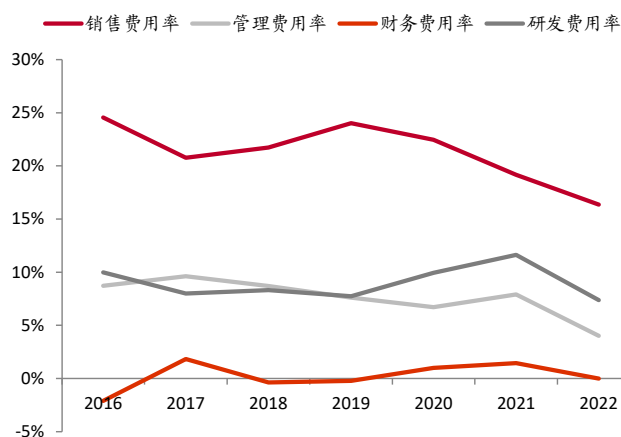


来源: wind, 中泰证券研究所

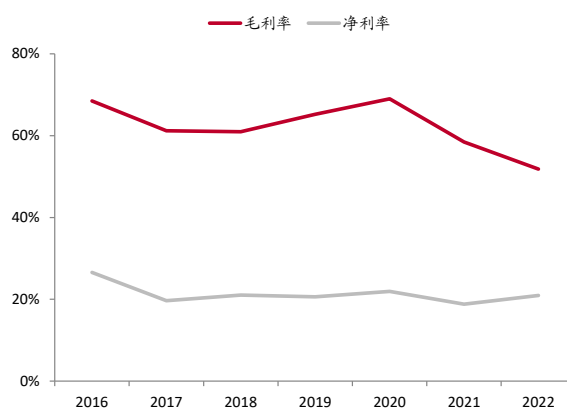
图表 4: 万孚生物各项主营业务占比情况 (2022 年, 亿元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 规模效应下盈利能力稳步提升, 新冠产品价格波动影响短期毛利率。** 伴随着公司收入规模快速增长, 期间费用摊薄效应越发显著, 带动公司盈利能力提升。公司 2022 年销售费用率 16.36%, 同比下降 2.80pp, 管理费用率 4.01%, 同比下降 3.90pp, 财务费用率 -0.01%, 同比下降 1.47pp, 研发费用率 7.37%, 同比下降 4.26pp。2022 年公司毛利率 51.82%, 同比下降 6.64pp, 净利率 20.95%, 同比提升 2.13pp, 公司毛利率有所波动, 主要因新冠检测相关产品采购价格降低。

图表 5: 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 6: 万孚生物盈利能力变化


来源: wind, 中泰证券研究所

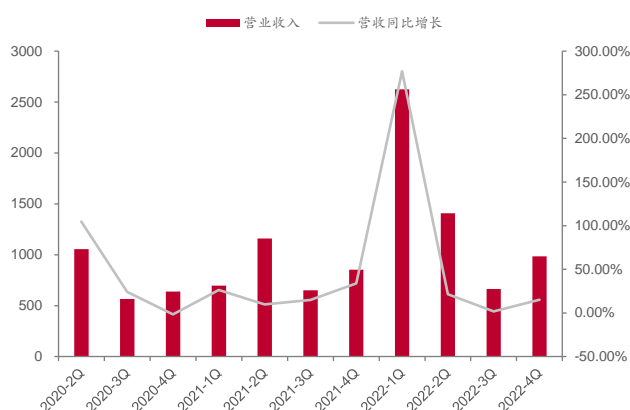
- 分季度来看:** 2022 年单四季度公司实现收入 9.84 亿元, 同比增长 15.24%, 归母净利润 -0.43 亿元, 同比下降 695.69%, 扣非净利润 2.38 亿元, 同比下降 33.94%, 22Q4 公司收入端持续快速增长, 主要得益于常规业务的有序恢复以及新冠自检产品的持续贡献, 单季度利润有所减少, 主要因公司持续加大销售、研发相关投入, 以及计提部分资产减值损失。

图表 7: 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
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
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%
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%
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
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
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
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
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
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
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
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
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%

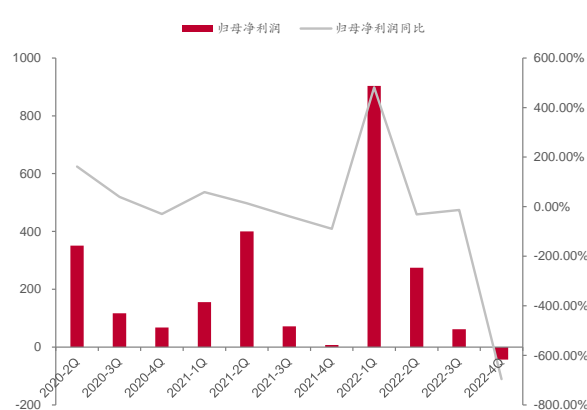
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 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 9: 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

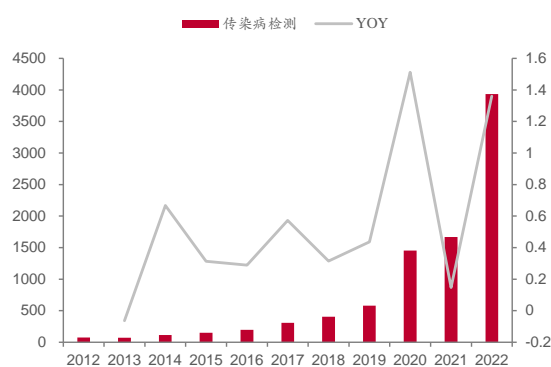
常规业务有望重回 30%增长中枢, 分子、发光等领域持续突破

- **常规业务短期承压, 2023 年有望全面复苏。**2022 年公司实现营业收入 56.81 亿元, 结合公司历史业绩以及前三季度财务表现, 我们预计其中常规收入可能 17 亿元左右。在疫情扰动下仍然实现了相对可观的业绩, 分业务来看:
 - **慢病检测:** 2022 年收入 9.39 亿元, 同比增长 2.55%。受到新冠疫情的反复扰动, 公司慢病业务的增速略有放缓。公司聚焦心血管疾病、出凝血疾病、呼吸急症等危急重症领域, 发挥现有免疫荧光、化学发光的仪器终端覆盖优势, 不断发掘发热鉴别及重症预警等终端需求; 2022 年公司化学发光业务实现快速增长, 活跃仪器数、仪器单产提升显著, 同时在海外市场借助新冠业务所带来的品牌效应和渠道网络加快业务拓展, 在主要人口大国持续取得业务突破, 我们预计 2023 年慢病业务有望迎来良好复苏。
 - **传染病检测:** 2022 年收入 39.36 亿元, 同比增长 136.02%, 受新冠产能挤兑影响常规增速或有所下降。公司深耕现有重点单品, 加快新品布局 and 新型终端的开发, 流感检测等产品实现快速增长, 同时伴随海外诸国财政资源的持续恢复, 多个发展中国家的常规传染病订单量迎来复苏;

随着国内诊疗需求的持续回暖，我们预计 2023 年传染病业务有望迎来恢复式高增。

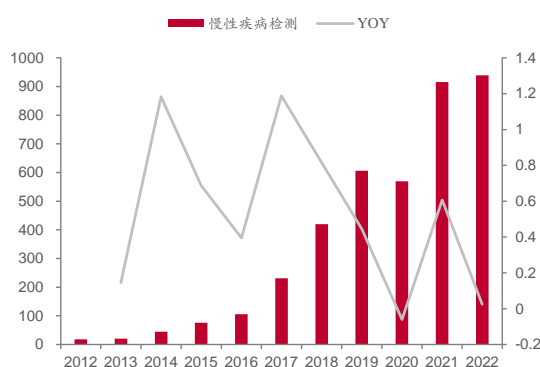
- **毒品检测：**2022 年收入 2.94 亿元，同比增长 8.78%。公司持续推动中美研发团队一体化，加强美国本地化 FDA 注册体系，并积极推动唾液、毛发等差异化毒检新品的导入，为客户提供更便捷的检测服务；同时在渠道端持续开拓电商渠道，我们预计公司毒品业务有望保持良好增长趋势。
- **妊娠及优生优育检测：**2022 年收入 2.42 亿元，同比增长 16.87%。公司在国内市场持续推进与各大电商平台深度合作，不断开发新媒体平台，同时加强金秀儿早孕系列的市场开拓，电商自营、OTC 连锁业务板块均实现大幅增长；在海外市场公司积极推进国际孕检市场产品结构的更新换代，开发二线 OTC 连锁市场，未来有望实现稳健增长。

图表 10: 万孚生物传染病检测收入 (百万元)



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 11: 万孚生物慢病检测收入 (百万元)



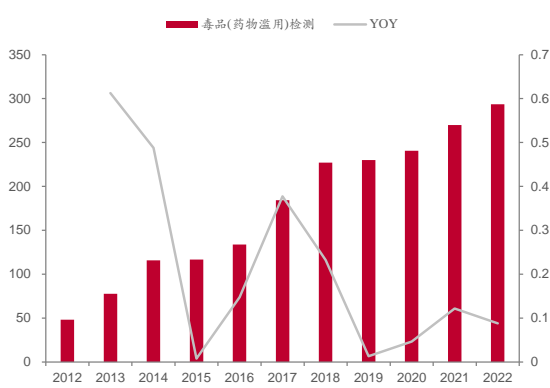
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 12: 万孚生物妊娠及优生优育收入 (百万元)



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 13: 万孚生物毒品检测收入 (百万元)



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **发光、分子、病理业务持续取得突破，全年新品研发超过 110 项。**公司依托协同互补的产品技术平台，不断拓宽慢性病、常见病、多发病的检测产品，增强综合竞争力。在化学发光领域，公司的单人份化学发光免疫分析系统持续加快国内外布局，实现管式发光与单人份发光产品的有效协同，在分子诊断领域，公司自研的优博斯 U-Box 全自动核酸扩增分析系统以新冠流感三联检为突破口，重点拓展海外病原体检测市场，在

多个国家实现核酸检测一体机上市；在病理诊断领域，公司的全自动免疫组化染色平台 PA3600 已经在百余家终端医院进行试用和运营，并在多家国家顶级标杆医院进行运营。公司全年完成 111 项的新品研发，有数个重点新品上市，确保中长期业绩的持续快速增长。

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 14: 万孚生物财务报表预测

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	1,163	1,612	2,265	2,588	营业收入	5,681	3,728	4,530	5,667
应收票据	1	1	1	1	营业成本	2,737	1,572	1,862	2,347
应收账款	540	621	756	924	税金及附加	18	12	14	18
预付账款	27	55	52	57	销售费用	930	783	947	1,179
存货	400	472	640	728	管理费用	228	373	448	555
合同资产	0	0	0	0	研发费用	419	429	516	640
其他流动资产	1,220	1,082	1,094	1,144	财务费用	-1	-5	28	17
流动资产合计	3,350	3,842	4,808	5,441	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	657	788	984
其他非流动资产	1,221	1,224	1,227	1,229	营业外收入	3	3	2	3
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	6,927	8,001	8,657	利润总额	1,365	654	784	981
短期借款	204	200	453	50	所得税	175	79	94	118
应付票据	0	0	0	0	净利润	1,190	575	690	863
应付账款	320	440	527	671	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	578	694	868
合同负债	236	112	162	186	NOPLAT	1,189	571	715	878
其他应付款	88	88	88	88	EPS (按最新股本摊薄)	2.69	1.30	1.56	1.95
一年内到期的非流动负债	17	17	17	17					
其他流动负债	275	377	432	511	主要财务比率				
流动负债合计	1,141	1,234	1,679	1,524	会计年度	2022E	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%	-34.4%	21.5%	25.1%
其他非流动负债	90	90	90	90	EBIT增长率	87.0%	-52.4%	25.1%	22.9%
非流动负债合计	623	623	623	623	非母公司净利润增长率	88.7%	-51.7%	20.0%	25.0%
负债合计	1,764	1,856	2,302	2,146	获利能力				
归属母公司所有者权益	4,344	4,855	5,450	6,234	毛利率	51.8%	57.8%	58.9%	58.6%
少数股东权益	194	216	250	276	净利率	20.9%	15.4%	15.2%	15.2%
所有者权益合计	4,538	5,071	5,699	6,511	ROE	26.4%	11.4%	12.2%	13.3%
负债和股东权益	6,301	6,927	8,001	8,657	ROIC	50.9%	19.3%	19.2%	21.6%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	28.0%	26.8%	28.8%	24.8%
					债务权益比	18.6%	16.6%	19.2%	10.6%
会计年度	2022E	2023E	2024E	2025E	流动比率	2.9	3.1	2.9	3.6
经营活动现金流	1,682	642	794	1,055	速动比率	2.6	2.7	2.5	3.1
现金收益	1,441	796	951	1,126	营运能力				
存货影响	-14	-72	-169	-87	总资产周转率	0.9	0.5	0.6	0.7
经营性应收影响	67	-103	-127	-168	应收账款周转天数	33	56	55	53
经营性应付影响	-80	120	87	144	应付账款周转天数	47	87	94	92
其他影响	268	-99	53	39	存货周转天数	52	100	108	105
投资活动现金流	-1,561	-106	-280	-225	每股指标 (元)				
资本支出	-542	-356	-338	-267	每股收益	2.69	1.30	1.56	1.95
股权投资	-30	0	0	0	每股经营现金流	3.78	1.44	1.79	2.37
其他长期资产变化	-989	250	58	42	每股净资产	9.77	10.92	12.26	14.02
融资活动现金流	35	-87	139	-507	估值比率				
借款增加	185	-4	253	-403	P/E	12	24	20	16
股利及利息支付	-143	-100	-121	-142	P/B	3	3	3	2
股东融资	67	58	62	60	EV/EBITDA	20	37	31	26
其他影响	-74	-41	-55	-22					

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。