

万泰生物 (603392.SH)

增持 (维持)

2价HPV疫苗持续放量, 员工持股计划助力公司增长

万泰生物发布2022年业绩, 公司2022年营业收入111.85亿元, 同比+94.51%, 归母净利润47.35亿元, 同比+134.28%, 扣非归母净利润45.14亿元, 同比+132.03%。

□ 2价HPV持续快速放量, 支撑业绩高速增长。万泰生物2022年实现营业收入111.85亿元, 同比+94.15%。其中诊断分部实现收入26.74亿元, 占比23.91%, 疫苗分部实现营业收入84.93亿元, 占比75.93%。疫苗领域2价HPV疫苗年产超过3000万支, 销售量突破2500万支。利润方面, 公司2022年归母净利润47.35亿元, 其中诊断分部净利润8.18亿元, 占比16.81%, 疫苗分部净利润40.46亿元, 占比83.19%, 2价HPV疫苗的放量是支撑业绩增长的重要因素。

□ 研发管线顺利推进, 海外市场亦有突破。万泰生物在研管线中, 戊肝疫苗在美国I期临床试验已完成。9价HPV疫苗III期临床试验进展顺利。20价肺炎疫苗已经启动受试者招募工作。冻干水痘减毒活疫苗完成III期临床试验, 正在进行生产申报准备工作。冻干水痘减毒活疫苗(VZV-7D)完成IIa临床现场工作, 正在开展IIb临床试验。重组带状疱疹病毒疫苗, 重组三价轮状病毒亚单位疫苗和第三代HPV疫苗、四价肠道病毒灭活疫苗和鼻喷三价新冠-三价流感病毒疫苗正开展临床前药理学和药效研究工作。在疫苗国际化方面, 2价HPV疫苗通过PQ认证后, 相继获得摩洛哥、尼泊尔、泰国、刚果(金)和柬埔寨的上市许可, 其他各国注册申报正有序推进中。

□ 公司发布员工持股计划, 助力公司持续成长。此前公司发布2023年员工持股计划, 参与对象为公司董事、高管及核心骨干员工, 考核年度为2023-2025年, 营收端考核目标不低于140.31、169.63、196.66亿元, 同比增长分别为25%、21%、16%。利润端考核目标不低于57.39、72.15、84.00亿元, 对应同比增长分别为21%、26%、16%, 员工持股计划有利于公司长期稳定的发展。

□ 维持“增持”投资评级。我们看好万泰生物现有疫苗品种的持续放量与未来管线内品种储备, 我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为60.2、74.6、91.0亿元, 对应PE分别为18x、15x、12x, 维持“增持”投资评级。

□ 风险提示: 销售不及预期风险、研发进度不及预期风险、海外拓展不及预期风险、解禁风险。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	5750	11185	14609	18014	21592
同比增长	144%	95%	31%	23%	20%
营业利润(百万元)	2328	5596	7109	8819	10750
同比增长	200%	140%	27%	24%	22%
归母净利润(百万元)	2021	4736	6015	7464	9101
同比增长	199%	134%	27%	24%	22%
每股收益(元)	2.23	5.23	6.64	8.24	10.04
PE	54.5	23.3	18.3	14.8	12.1
PB	24.7	8.9	6.3	4.8	3.7

资料来源: 公司数据、招商证券

消费品/医药生物
目标估值: NA
当前股价: 121.6元

基础数据

总股本(万股)	90607
已上市流通股(万股)	24196
总市值(亿元)	1102
流通市值(亿元)	294
每股净资产(MRQ)	13.6
ROE(TTM)	38.4
资产负债率	22.6%
主要股东	养生堂有限公司
主要股东持股比例	55.64%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	6	-36
相对表现	-2	4	-30



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《万泰生物(603392)一业绩贴近预增上限, HPV疫苗高速增长》2022-10-18
- 《万泰生物(603392)一2价HPV持续放量, 研发管线推进顺利》2022-08-26
- 《万泰生物(603392)一业绩再超预期, 2价HPV疫苗快速放量》2022-04-16

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@cmschina.com.cn

焦玉鹏 研究助理

jiaoyupeng@cmschina.com.cn

表 1: 各季度业绩回顾

(百万元)	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
一、营业总收入	1632	2154	3171	2759	2721	2535
二、营业总成本	1095	1245	1559	1168	1333	1799
其中: 营业成本	209	318	327	314	261	269
营业税金及附加	6	11	12	14	13	13
营业费用	523	608	976	659	880	739
管理费用	46	57	49	52	49	85
研发费用	249	228	106	127	146	719
财务费用	-2	6	6	-26	-32	-10
资产减值损失	65	16	84	29	13	-15
三、其他经营收益	7	54	20	35	63	152
其它收益	4	51	17	32	50	125
公允价值变动收益	0	0	0	0	3	6
投资收益	3	3	2	3	10	21
四、营业利润	544	962	1632	1626	1452	887
加: 营业外收入	0	0	0	1	0	0
减: 营业外支出	0	4	1	2	2	11
五、利润总额	544	958	1631	1625	1450	877
减: 所得税	59	93	244	232	190	53
六、净利润	486	866	1387	1392	1260	824
减: 少数股东损益	19	32	56	30	9	32
七、归属母公司所有者净利润	467	833	1331	1362	1251	792
EPS (元)	0.52	0.92	1.47	1.50	1.38	0.87
主要比率						
毛利率	87.2%	85.2%	89.7%	88.6%	90.4%	89.4%
主营税金率	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费率	32.0%	28.2%	30.8%	23.9%	32.4%	29.2%
管理费率	2.8%	2.6%	1.5%	1.9%	1.8%	3.3%
营业利润率	33.3%	44.7%	51.5%	58.9%	53.4%	35.0%
实际税率	10.8%	9.7%	15.0%	14.3%	13.1%	6.0%
净利率	28.6%	38.7%	42.0%	49.4%	46.0%	31.2%
YoY						
营业总收入增长率	116.0%	185.3%	284.8%	142.0%	66.7%	17.7%
营业利润增长率	96.9%	350.8%	384.5%	235.0%	166.8%	-7.8%
归母净利润增长率	109.4%	296.2%	360.2%	215.1%	168.0%	-5.0%

资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	4647	12180	16893	22337	29095
现金	1415	5192	8193	12074	17192
交易性投资	40	2009	2009	2009	2009
应收票据	12	8	11	13	16
应收款项	2256	3940	5120	6313	7567
其它应收款	9	0	0	0	0
存货	593	869	1341	1657	1987
其他	321	162	220	271	325
非流动资产	2399	4050	4694	5270	5786
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	728	1480	2184	2812	3371
无形资产商誉	295	332	299	269	242
其他	1376	2237	2211	2189	2172
资产总计	7046	16230	21587	27608	34881
流动负债	2366	3485	3571	3731	3898
短期借款	236	140	0	0	0
应付账款	193	352	548	677	812
预收账款	70	82	128	158	190
其他	1866	2911	2895	2896	2897
长期负债	118	179	179	179	179
长期借款	5	102	102	102	102
其他	113	77	77	77	77
负债合计	2483	3665	3751	3911	4078
股本	607	906	906	906	906
资本公积金	446	3529	3529	3529	3529
留存收益	3413	7906	13016	18675	25537
少数股东权益	96	224	386	587	832
归属于母公司所有者权益	4466	12341	17450	23110	29972
负债及权益合计	7046	16230	21587	27608	34881

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1682	4133	4815	6437	8108
净利润	2079	4863	6177	7665	9346
折旧摊销	101	143	222	290	352
财务费用	10	(19)	2	2	2
投资收益	(11)	(36)	(125)	(125)	(125)
营运资金变动	(485)	(839)	(1480)	(1412)	(1483)
其它	(12)	20	18	16	16
投资活动现金流	(1014)	(3514)	(749)	(749)	(749)
资本支出	(1048)	(930)	(874)	(874)	(874)
其他投资	34	(2584)	125	125	125
筹资活动现金流	53	3127	(1065)	(1807)	(2241)
借款变动	(25)	(142)	(157)	0	0
普通股增加	173	299	0	0	0
资本公积增加	(0)	3083	0	0	0
股利分配	(108)	(121)	(906)	(1805)	(2239)
其他	13	9	(2)	(2)	(2)
现金净增加额	721	3746	3001	3881	5118

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5750	11185	14609	18014	21592
营业成本	818	1170	1823	2252	2700
营业税金及附加	27	51	67	83	99
营业费用	1690	3254	3744	4360	4875
管理费用	182	235	442	495	555
研发费用	682	1099	1548	2128	2736
财务费用	5	(62)	2	2	2
资产减值损失	(114)	(111)	0	0	0
公允价值变动收益	0	10	10	10	10
其他收益	85	224	100	100	100
投资收益	11	36	15	15	15
营业利润	2328	5596	7109	8819	10750
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	5	15	15	15	15
利润总额	2324	5583	7096	8806	10737
所得税	245	719	918	1140	1391
少数股东损益	58	128	162	201	245
归属于母公司净利润	2021	4736	6015	7464	9101

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	144%	95%	31%	23%	20%
营业利润	200%	140%	27%	24%	22%
归母净利润	199%	134%	27%	24%	22%
获利能力					
毛利率	85.8%	89.5%	87.5%	87.5%	87.5%
净利率	35.2%	42.3%	41.2%	41.4%	42.2%
ROE	57.6%	56.4%	40.4%	36.8%	34.3%
ROIC	55.8%	54.6%	40.2%	36.8%	34.2%
偿债能力					
资产负债率	35.2%	22.6%	17.4%	14.2%	11.7%
净负债比率	3.6%	1.6%	0.5%	0.4%	0.3%
流动比率	2.0	3.5	4.7	6.0	7.5
速动比率	1.7	3.2	4.4	5.5	7.0
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	0.8	0.7	0.7
存货周转率	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5
应收账款周转率	3.9	3.6	3.2	3.1	3.1
应付账款周转率	5.3	4.3	4.1	3.7	3.6
每股资料(元)					
EPS	2.23	5.23	6.64	8.24	10.04
每股经营净现金	1.86	4.56	5.31	7.10	8.95
每股净资产	4.93	13.62	19.26	25.51	33.08
每股股利	0.13	1.00	1.99	2.47	3.01
估值比率					
PE	54.5	23.3	18.3	14.8	12.1
PB	24.7	8.9	6.3	4.8	3.7
EV/EBITDA	42.3	18.1	13.9	11.2	9.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

许菲菲 生物医药行业联席首席分析师

复旦大学学士、哥伦比亚大学硕士，2020年4月加入招商证券，此前就职于国金证券。

焦玉鹏 生物医药行业研究助理

复旦大学理学学士、有机化学硕士，2021年7月加入招商证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。