

投资评级 优于大市 维持

2价HPV疫苗继续放量，9价HPV疫苗临床进展顺利

股票数据

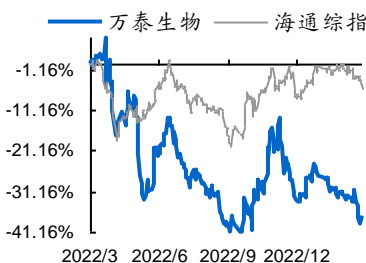
03月22日收盘价(元)	120.50
52周股价波动(元)	106.42-292.08
总股本/流通A股(百万股)	906/242
总市值/流通市值(百万元)	109182/29156

相关研究

《2价HPV疫苗如期放量，抗原检测需求带动诊断分部增长》2022.09.08

《2价HPV疫苗销售旺盛，活性原料和抗原自测试剂贡献增量》2022.04.25

《2价HPV疫苗销售依旧强劲，新冠相关产品增厚IVD板块业绩》2022.03.21

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-5.4	-10.5	-3.0
相对涨幅 (%)	-2.8	-6.2	-7.2

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 余文心

Tel: (0755) 82780398

Email: ywx9461@haitong.com

证书: S0850513110005

分析师: 郑琴

Tel: (021) 23219808

Email: zq6670@haitong.com

证书: S0850513080005

联系人: 彭婷

Tel: (010) 68067998

Email: pp13606@haitong.com

投资要点:

- 事件:** 公司发布2022年年报, 实现营业收入111.85亿元(+94.51%), 归母净利润47.36亿元(+134.28%), 扣非归母净利润45.14亿元(+132.03%), 非经常性损益对利润的影响额为2.21亿, 主要是政府补助。分季度来看, 单Q4实现营业收入25.35亿元(+17.65%), 归母净利润7.92亿元(-4.95%), 扣非归母净利润6.66亿元(-15.77%), 我们预计Q4利润下滑的原因跟鼻喷新冠疫苗紧急授权后, 原先III期临床资本化的研发支出进行了费用化处理有关。
- 点评:**
 - 原料+试剂+仪器一体化布局, 诊断板块稳健增长。** 2022年公司诊断分部实现收入26.74亿元, 净利润8.18亿元, 其中试剂收入20.85亿元(+22.32%)、仪器5134万元(-42.99%)、活性原料3.92亿元(+3.96%)、代理产品1.45亿元(-1.42%)。公司的体外诊断试剂应用于酶免、胶体金、生化、发光等多个平台, 同时公司具备了完整的抗原、抗体、酶等诊断试剂所需生物活性原料的研制和生产能力, 已建立十多类共300多项原料的产品线。此外, 公司研发的新冠抗原检测试剂优势突出, 22年3月自主研发生产的新冠抗原检测试剂盒(胶体金法)在国内获批上市, 该产品全年销售全球20多个国家共计1.55亿人份。我们认为公司在体外诊断的产品线不断拓展, 在原料+试剂+仪器一体化能力的建设下该项业务有望持续发展。
 - 2价HPV疫苗继续放量, 9价HPV疫苗临床进展顺利。** 2022年公司疫苗分部实现收入84.93亿元, 净利润40.46亿元, 其中医疗机构实际采购2价HPV疫苗的量约为2569万支, 并相继获得摩洛哥、尼泊尔、泰国、刚果(金)4个国家的上市许可。当前2价HPV疫苗设计产能为3000万支, 未来将通过导入精益生产, 优化生产排程等方式挖潜进一步挖潜产能。9价HPV疫苗III期临床试验进展顺利, 正按计划进行随访, 与佳达修9的头对头临床试验已完成临床试验现场及标本检测工作, 正在进行数据统计分析, 小年龄桥接临床试验完成入组工作。
 - 鼻喷新冠疫苗III期数据良好, 已获批紧急使用。** 在奥密克戎变异株全面流行背景下, 公司和厦门大学、香港大学合作的鼻喷新冠疫苗在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, 中期主数据分析结果表明鼻喷新冠疫苗对于Omicron感染导致的COVID-19可产生良好的保护力, 同时具有很好的安全性。该疫苗于2022年12月2日获批紧急使用, 同步建成年产1亿剂生产线并投入运行, 目前正在开展附条件上市申报的相关工作。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5750	11185	13517	15985	17708
(+/-)YoY(%)	144.3%	94.5%	20.8%	18.3%	10.8%
净利润(百万元)	2021	4736	5723	7050	7858
(+/-)YoY(%)	198.6%	134.3%	20.8%	23.2%	11.5%
全面摊薄EPS(元)	2.23	5.23	6.32	7.78	8.67
毛利率(%)	85.8%	89.5%	91.3%	92.9%	92.7%
净资产收益率(%)	45.3%	38.4%	31.7%	28.1%	23.8%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- **疫苗研发平台储备丰富，在研管线产品布局广泛。**公司的疫苗产品以自主研发的创新疫苗为主，具有技术创新性和领先性。在研管线中，20价肺炎疫苗于2022年11月10日通过江苏省疾病预防控制中心伦理审查委员会审查并获得伦理批件，并于2023年2月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学和药效研究工作。
- **发布员工持股计划，业绩考核指引彰显对未来3年的发展信心。**公司发布2023年员工持股计划，业绩考核年度为2023-2025年，以2021年净利润或营业收入为基数，2023-2025年增净利润增长率分别不低于176%、247%、304%；营业收入增长率分别不低于144%、195%、242%。以2021年的计算得到的公司2023-2025年业绩目标为净利润分别55.79亿元（+17.81%）、70.14亿元（+25.72%）、81.67亿元（+16.43%）；收入分别140.31亿元（+25.44%）、169.63亿元（+20.90%）、196.67亿元（+15.93%）。员工持股计划有利于建立和完善劳动者与所有者的利益共享机制，实现公司、股东和员工利益的一致性，充分调动员工的积极性和创造性，吸引和保留优秀管理人才和业务骨干，提高公司员工的凝聚力和公司竞争力。
- **盈利预测：**我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为57.23亿元、70.50亿元、78.58亿元，EPS分别为6.32元、7.78元、8.67元。公司2价HPV疫苗快速放量，未来9价HPV疫苗上市接力渗透消费升级市场值得期待，同时与公司进行产学研合作的厦门大学平台优势突出，后续仍在孵育新产品，参考可比公司，我们给予公司2023年20-25X PE，对应合理价值区间为126.33-157.91元，继续维持“优于大市”评级。
- **风险提示：**临床试验失败的风险，注册审评过程中存在的风险，市场竞争风险，新产品推广不达预期的风险

表 1 万泰生物分项收入 (百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
诊断试剂 (百万元)	1172.09	1704.89	2085.40	1556.07	1674.28	1843.42
yoy	21%	45%	22%	-25%	8%	10%
代理产品 (百万元)	134.87	147.56	145.47	149.42	153.51	157.73
yoy	-9%	9%	-1%	3%	3%	3%
诊断仪器 (百万元)	93.19	90.06	51.34	51.34	51.34	50.31
yoy	280%	-3%	-25%	0%	0%	-2%
疫苗 (百万元)	711.41	3277.83	8492.56	11534.71	13828.94	15634.58
yoy	4653%	361%	159%	36%	20%	13%
技术服务 (百万元)	154.17	104.66	0.00	50.00	55.00	66.00
yoy		-32%	0%	0%	10%	20%
活性原料 (百万元)	71.38	376.99	391.91	156.76	203.79	264.93
yoy		428%	4%	-60%	30%	30%
其他业务 (百万元)	17.14	48.34	18.52	18.52	18.52	22.22
yoy	-46%	182%	-62%	0%	0%	20%
合计 (百万元)	2354.25	5750.34	11185.19	13516.82	15985.38	17708.27
yoy	99%	144%	95%	21%	18%	11%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值

代码	简称	收盘价 (元)		每股收益 (元)			市盈率 (X)	
		2023/3/23	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
300601	康泰生物	32.36	1.85	0.35	1.59	17.49	91.65	20.34
300142	沃森生物	36.61	0.27	0.76	1.12	134.25	48.27	32.70
300122	智飞生物	86.35	6.38	4.71	5.94	13.53	18.33	14.55
	均值						52.75	22.53

资料来源: wind, 海通证券研究所 注: 收盘价为 2023 年 3 月 23 日价格, EPS 为 wind 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	11185	13517	15985	17708
每股收益	5.23	6.32	7.78	8.67	营业成本	1170	1170	1136	1293
每股净资产	13.62	19.94	27.72	36.39	毛利率%	89.5%	91.3%	92.9%	92.7%
每股经营现金流	4.56	5.35	7.22	8.68	营业税金及附加	51	64	75	83
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	3254	4055	4716	5312
P/E	23.05	19.08	15.49	13.89	营业费用率%	29.1%	30.0%	29.5%	30.0%
P/B	8.85	6.04	4.35	3.31	管理费用	235	338	384	431
P/S	9.76	8.08	6.83	6.17	管理费用率%	2.1%	2.5%	2.4%	2.4%
EV/EBITDA	19.46	14.97	11.36	9.38	EBIT	5488	6533	8071	8987
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-62	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	89.5%	91.3%	92.9%	92.7%	资产减值损失	-21	0	0	0
净利润率	42.3%	42.3%	44.1%	44.4%	投资收益	36	27	39	40
净资产收益率	38.4%	31.7%	28.1%	23.8%	营业利润	5596	6700	8275	9213
资产回报率	29.2%	26.1%	24.2%	20.9%	营业外收支	-13	-14	-14	-14
投资回报率	37.2%	30.9%	27.4%	23.3%	利润总额	5583	6687	8261	9199
盈利增长 (%)					EBITDA	5647	6654	8223	9153
营业收入增长率	94.5%	20.8%	18.3%	10.8%	所得税	719	809	1021	1129
EBIT 增长率	136.2%	19.0%	23.6%	11.3%	有效所得税率%	12.9%	12.1%	12.4%	12.3%
净利润增长率	134.3%	20.8%	23.2%	11.5%	少数股东损益	128	154	190	212
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	4736	5723	7050	7858
资产负债率	22.6%	15.9%	11.8%	10.3%					
流动比率	3.49	5.39	7.60	8.95	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	3.24	5.10	7.32	8.67	货币资金	5192	9702	15906	23486
现金比率	1.49	2.94	4.88	6.35	应收账款及应收票据	3948	4963	5795	6445
经营效率指标					存货	869	894	852	974
应收账款周转天数	128.56	133.44	131.81	132.35	其它流动资产	2171	2216	2213	2222
存货周转天数	271.05	278.82	273.89	275.06	流动资产合计	12180	17774	24766	33127
总资产周转率	0.69	0.62	0.55	0.47	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	7.56	8.09	7.92	7.74	固定资产	1480	1671	2017	2288
					在建工程	721	621	486	363
					无形资产	292	294	296	297
					非流动资产合计	4050	4143	4355	4504
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	16230	21917	29122	37632
净利润	4736	5723	7050	7858	短期借款	140	0	0	0
少数股东损益	128	154	190	212	应付票据及应付账款	352	300	293	336
非现金支出	270	122	152	166	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-42	-13	-24	-26	其它流动负债	2993	2995	2967	3365
营运资金变动	-959	-1135	-822	-341	流动负债合计	3485	3296	3261	3701
经营活动现金流	4133	4851	6545	7868	长期借款	102	102	102	102
资产	-929	-229	-379	-329	其它长期负债	77	77	77	77
投资	-1739	0	0	0	非流动负债合计	179	179	179	179
其他	-846	27	39	40	负债总计	3665	3475	3440	3880
投资活动现金流	-3514	-202	-340	-288	实收资本	906	906	906	906
债权募资	5	-140	0	0	归属于母公司所有者权益	12341	18064	25114	32972
股权募资	3461	0	0	0	少数股东权益	224	378	568	779
其他	-339	0	0	0	负债和所有者权益合计	16230	21917	29122	37632
融资活动现金流	3127	-140	0	0					
现金净流量	3772	4509	6205	7580					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 23 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业
郑琴 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 华润三九,人福医药,凯莱英,纳微科技,药康生物,片仔癀,华兰生物,沃森生物,同仁堂,微芯生物,万泰生物,康泰生物,康龙化成,迈瑞医疗,贝达药业,百普赛斯,海泰新光,诺唯赞,惠泰医疗,诺禾致源,普瑞眼科,以岭药业,博腾股份,鱼跃医疗,科伦药业,泰格医药,万孚生物,康华生物,智飞生物,老百姓

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。