



买入（维持）

所属行业：生物医药
当前价格(元)：122.89

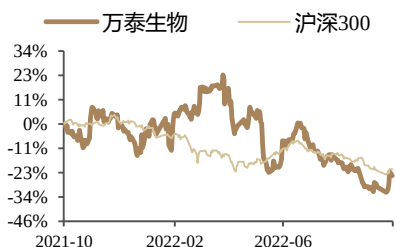
证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.47	-9.12	-18.07
相对涨幅(%)	9.66	-1.19	-8.61

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 1.《万泰生物(603392.SH)：HPV疫苗开始放量，看好全年业绩表现》，2022.8.26
- 2.《万泰生物(603392.SH)：疫苗业务持续增长，平台技术价值突出》，2022.6.8

万泰生物（603392.SH）：HPV疫苗持续放量，业绩符合预期

投资要点

- **事件：**公司发布2022年三季报，前三季度实现营收86.5亿元（同比+140.6%），实现归母净利润39.4亿元（同比+231.9%）；2022Q3实现营收27.2亿元（同比+66.7%），实现归母净利润12.5亿元（同比+168.0%），业绩接近预告上限。
- **二价HPV疫苗业绩表现突出，海外出口打开长期成长天花板。**公司营收和净利润增长主要系2价HPV疫苗、试剂及活性原料业务快速放量所致，公司2022年前三季度毛利率和净利率分别达到89.57%和46.69%，相较于去年同期86.11%和33.75%有所增加，主要系高毛利的疫苗业务收入占比提升所致。此外公司2价HPV疫苗已获得WHO的PQ认证，在HPV疫苗出海方面，公司2价HPV疫苗已在摩洛哥和尼泊尔获批上市，此外还有多个国家启动注册程序，考虑到海外HPV疫苗目前处于供不应求的状态，我们认为海外市场将进一步打开公司长期成长空间。
- **鼻喷新冠疫苗研发进展顺利，研发管线持续推进。**2022年10月，公司鼻喷新冠疫苗已完成III期临床试验中期数据分析工作，并取得了关键性数据，现有数据显示针对无免疫史人群，鼻喷新冠疫苗免疫后3个月内绝对保护效力为55%；针对有免疫史人群，鼻喷新冠疫苗加强免疫后6个月内绝对保护力为82%；60岁以上人群保护效力不弱于18-59岁人群。此外公司还有多个产品目前处于临床研究阶段：9价HPV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；戊肝疫苗在美国进行的I期临床试验已完成；水痘疫苗、新型水痘疫苗等研发工作均进展顺利，公司长期成长空间不断打开。
- **盈利预测及投资建议。**考虑未来几年公司HPV疫苗仍将处于快速放量阶段，预计2022-2024年公司归母净利润分别为45.9/59.5/68.4亿元，对应PE分别为24/19/16倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险；产品销售不及预期的风险；行业政策的风险。

股票数据

总股本(百万股):	906.07
流通 A 股(百万股):	218.68
52 周内股价区间(元):	110.28-199.84
总市值(百万元):	111,347.03
总资产(百万元):	14,045.92
每股净资产(元):	11.59

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,354	5,750	11,951	15,388	17,384
(+/-)YOY(%)	98.9%	144.3%	107.8%	28.8%	13.0%
净利润(百万元)	677	2,021	4,593	5,949	6,839
(+/-)YOY(%)	224.1%	198.6%	127.2%	29.5%	15.0%
全面摊薄 EPS(元)	1.15	3.33	5.07	6.57	7.55
毛利率(%)	81.2%	85.8%	89.1%	89.7%	90.0%
净资产收益率(%)	26.5%	45.3%	49.1%	38.9%	30.9%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	3.33	5.07	6.57	7.55
每股净资产	4.93	10.33	16.89	24.44
每股经营现金流	1.86	2.63	4.99	6.57
每股股利	0.20	0.20	0.20	0.20
价值评估(倍)				
P/E	66.52	24.24	18.72	16.28
P/B	44.94	11.90	7.27	5.03
P/S	12.97	9.32	7.24	6.41
EV/EBITDA	54.79	21.03	15.56	12.79
股息率%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
盈利能力指标(%)				
毛利率	85.8%	89.1%	89.7%	90.0%
净利润率	35.2%	38.4%	38.7%	39.3%
净资产收益率	45.3%	49.1%	38.9%	30.9%
资产回报率	28.7%	37.6%	31.1%	25.8%
投资回报率	42.9%	47.6%	38.0%	30.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	144.3%	107.8%	28.8%	13.0%
EBIT 增长率	200.9%	118.7%	30.5%	14.8%
净利润增长率	198.6%	127.2%	29.5%	15.0%
偿债能力指标				
资产负债率	35.2%	22.0%	18.3%	15.0%
流动比率	2.0	3.6	4.8	6.1
速动比率	1.6	3.2	4.4	5.7
现金比率	0.6	1.3	2.3	3.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	143.2	140.0	160.0	170.0
存货周转天数	264.8	250.0	250.0	250.0
总资产周转率	0.8	1.0	0.8	0.7
固定资产周转率	7.9	12.0	14.4	15.6

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,021	4,593	5,949	6,839
少数股东损益	58	81	116	139
非现金支出	224	57	25	24
非经营收益	-13	-9	-14	-16
营运资金变动	-608	-2,338	-1,555	-1,035
经营活动现金流	1,682	2,383	4,521	5,952
资产	-1,040	-529	-49	-41
投资	12	10	5	5
其他	14	12	15	17
投资活动现金流	-1,014	-507	-29	-18
债权募资	163	-150	-30	20
股权募资	10	299	0	0
其他	-120	0	0	0
融资活动现金流	53	149	-30	20
现金净流量	712	2,025	4,462	5,953

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2022 年 10 月 17 日

资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5,750	11,951	15,388	17,384
营业成本	818	1,305	1,584	1,747
毛利率%	85.8%	89.1%	89.7%	90.0%
营业税金及附加	27	56	71	81
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	1,690	3,705	4,770	5,302
营业费用率%	29.4%	31.0%	31.0%	30.5%
管理费用	182	418	462	522
管理费用率%	3.2%	3.5%	3.0%	3.0%
研发费用	682	1,434	1,924	2,173
研发费用率%	11.9%	12.0%	12.5%	12.5%
EBIT	2,323	5,081	6,629	7,610
财务费用	5	5	6	7
财务费用率%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-30	0	0	0
投资收益	11	12	15	17
营业利润	2,328	5,161	6,740	7,745
营业外收支	-4	-3	-2	-2
利润总额	2,324	5,158	6,739	7,743
EBITDA	2,433	5,138	6,654	7,635
所得税	245	483	674	765
有效所得税率%	10.5%	9.4%	10.0%	9.9%
少数股东损益	58	81	116	139
归属母公司所有者净利润	2,021	4,593	5,949	6,839

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,415	3,441	7,903	13,856
应收账款及应收票据	2,268	4,584	6,745	8,097
存货	593	894	1,085	1,196
其它流动资产	370	443	479	495
流动资产合计	4,647	9,361	16,212	23,644
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	728	999	1,072	1,117
在建工程	924	1,024	924	824
无形资产	295	394	444	514
非流动资产合计	2,399	2,869	2,892	2,907
资产总计	7,046	12,231	19,105	26,551
短期借款	236	86	56	76
应付票据及应付账款	193	286	304	287
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,937	2,205	3,026	3,491
流动负债合计	2,366	2,577	3,386	3,854
长期借款	5	5	5	5
其它长期负债	113	113	113	113
非流动负债合计	118	118	118	118
负债总计	2,483	2,695	3,503	3,972
实收资本	607	906	906	906
普通股股东权益	4,466	9,359	15,308	22,146
少数股东权益	96	177	293	433
负债和所有者权益合计	7,046	12,231	19,105	26,551

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

分析师声明

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。

投资评级说明

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； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	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

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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，德邦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，未经德邦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，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，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，德邦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。