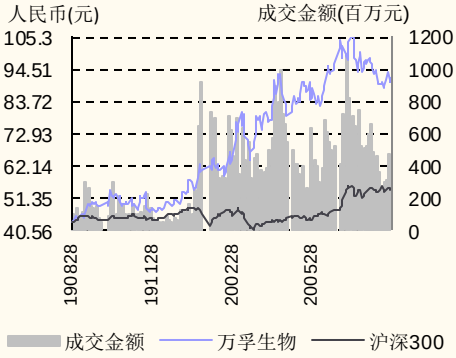
万孚生物 (300482.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：91.70 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	3.43
已上市流通 A 股(亿股)	2.41
总市值(亿元)	314.24
年内股价最高最低(元)	98.21/88.11
沪深 300 指数	4731
创业板指	2689



相关报告

1.《半年报超预期，受益新冠试剂出口放量-万孚生物公司点评》，2020.7.7

2.《新冠产品增厚 Q1 业绩，Q2 有望继续引领增长-万孚生物公司点评》，2020.4.21

3.《利润增长快于收入 新冠试剂 Q1 贡献弹性-万孚生物公司点评》，2020.3.31

4.《业绩符合预期，2020 年有望提速增长-万孚生物公司点评》，2020.3.2

5.《产品全面销售强力 POCT 龙头出列-万孚生物深度研究》，2019.12.31

杨芳 联系人
yangfang1@gjzq.com.cn

袁维 分析师 SAC 执业编号：S1130518080002
(8621)60230221

新冠试剂放量弹性突出，常规检测恢复可期

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.897	1.131	2.065	2.387	2.900
每股净资产(元)	5.64	6.49	8.47	10.56	13.12
每股经营性现金流(元)	0.72	0.87	2.17	2.82	2.76
市盈率(倍)	28.32	45.79	44.40	38.42	31.62
净利润增长率(%)	46.06%	25.90%	82.67%	15.55%	21.49%
净资产收益率(%)	15.91%	17.43%	24.38%	22.61%	22.09%
总股本(百万股)	342.93	342.69	342.68	342.68	342.68

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2020 1H 公司实现营收 16.07 亿元，同比增长 66.0%；归母净利润 4.49 亿元，同比增长 117.4%；扣非后归母净利润 4.39 亿元，同比增长 127.7%。
- 2020 Q2 实现营收 10.55 亿元，同比增长 104.7%；归母净利润 3.51 亿元，同比增长 162.2%；扣非后归母净利润 3.44 亿元，同比增长 176.7%。因新冠检测试剂出口大幅放量，公司上半年业绩超预期。

经营分析

- **新冠检测海内外成功放量，毛利率和费用水平不断优化。上半年：**毛利率 70.5%（去年同期 65.2%）提升显著，销售费用率 21.0%（去年同期 22.3%）、管理费用率 7.1%（去年同期 8.8%）均呈现稳中向好趋势。**分季度看：**Q2 毛利率 72.1%（Q1 为 67.4%），销售费用率 18.2%（Q1 为 26.5%），管理费用率 5.9%（Q1 为 9.4%）。公司加大各平台研发投入，上半年研发投入金额同比增长 117%，研发费用率 9.5%（去年同期 7.4%），持续的研发投入为产品创新和业绩增长奠定坚实的基础。
- 上半年，新冠抗体检测试剂盒实现销售收入约 8.4 亿元，占总营收的比重为 52.4%。公司的新型冠状病毒（2019-nCoV）抗体检测试剂盒（胶体金法）在国内首批获批，目前已在多省份集采中标；在国际上已获得 20+个国家和地区的注册准入，销往 70+个国家和地区。考虑国内疫情常态化防控需求和海外持续订单，公司新冠抗体检测试剂有望继续贡献业绩弹性。
- **随着常规检测试剂逐步恢复稳健增长，下半年公司业绩有望维持高增长。**上半年，1）慢性疾病检测业务实现营收 1.99 亿（-30.5%），疫情期慢病管理检测产品市场口碑和装机量快速提升，为后续业绩反弹增长提供良好的条件；2）毒品检测业务实现营收 1.3 亿（+54%），公司美国毒检业务克服疫情困难，积极调整战略，成功实现显著增长；3）化学发光：新血栓六项推出将助力公司化学发光业务在国内中高等级医院终端覆盖率的提升；4）分子诊断：公司与 iCubate、Biocartis 的战略合作稳步推进，万孚倍特的全自动核酸分析系统及配套的血流感染试剂盒均处于报证阶段。

盈利调整与投资建议

- 我们分别上调 21、22 年盈利预测 12.6%、4.3%，预计 20-22 年实现归母净利润 7.1、8.2、9.9 亿元，同增 83%、16%、21%。维持“买入”评级。

风险提示

- 海外市场趋于激烈，新冠试剂销售不及预期；常规诊疗恢复不达预期；新产品市场推广不达预期；医保降价控费风险；渠道调整冲击超出预期风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**1,145**	**1,650**	**2,072**	**3,164**	**3,720**	**4,506**
增长率	109.3%	44.0%	25.6%	52.7%	17.6%	21.1%
主营业务成本	-444	-644	-721	-1,105	-1,204	-1,389
%销售收入	38.8%	39.0%	34.8%	34.9%	32.4%	30.8%
毛利	701	1,006	1,351	2,060	2,516	3,117
%销售收入	61.2%	61.0%	65.2%	65.1%	67.6%	69.2%
营业税金及附加	-6	-9	-9	-14	-16	-20
%销售收入	0.5%	0.6%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%
销售费用	-238	-358	-498	-664	-874	-1,104
%销售收入	20.8%	21.7%	24.0%	21.0%	23.5%	24.5%
管理费用	-202	-143	-158	-237	-277	-333
%销售收入	17.6%	8.7%	7.6%	7.5%	7.5%	7.4%
研发费用	0	-137	-160	-263	-335	-428
%销售收入	0.0%	8.3%	7.7%	8.3%	9.0%	9.5%
息税前利润（EBIT）	255	358	526	881	1,013	1,232
%销售收入	22.3%	21.7%	25.4%	27.8%	27.2%	27.3%
财务费用	-21	6	5	23	35	45
%销售收入	1.8%	-0.4%	-0.2%	-0.7%	-0.9%	-1.0%
资产减值损失	-8	-5	-37	-22	-18	-23
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	21	-1	0	0	0
%税前利润	1.1%	5.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	261	412	509	883	1,030	1,255
营业利润率	22.8%	25.0%	24.6%	27.9%	27.7%	27.8%
营业外收支	6	-3	-6	10	10	10
税前利润	267	409	503	893	1,040	1,265
利润率	23.3%	24.8%	24.3%	28.2%	28.0%	28.1%
所得税	-42	-63	-76	-135	-157	-191
所得税率	15.6%	15.3%	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%
净利润	225	347	427	758	883	1,074
少数股东损益	14	39	40	50	65	80
归属于母公司的净利润	**211**	**308**	**387**	**708**	**818**	**994**
净利率	18.4%	18.7%	18.7%	22.4%	22.0%	22.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	225	347	427	758	883	1,074
少数股东损益	14	39	40	50	65	80
非现金支出	57	80	149	120	140	174
非经营收益	-3	-17	4	-80	-25	-210
营运资金变动	-110	-162	-283	-55	-30	-92
经营活动现金净流	**169**	**248**	**297**	**743**	**968**	**945**
资本开支	-113	-131	-179	-167	-290	-360
投资	-329	-98	-178	0	0	0
其他	3	18	25	0	0	0
投资活动现金净流	**-439**	**-210**	**-332**	**-167**	**-290**	**-360**
股权募资	91	744	26	67	0	0
债权募资	133	-38	-91	-45	0	0
其他	-56	-71	-49	-94	-104	-114
筹资活动现金净流	**168**	**635**	**-115**	**-73**	**-104**	**-114**
现金净流量	**-103**	**672**	**-149**	**503**	**574**	**471**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	473	1,090	881	1,384	1,958	2,429
应收款项	282	409	490	669	737	884
存货	131	166	224	297	334	390
其他流动资产	72	109	146	149	154	162
流动资产	957	1,773	1,741	2,499	3,183	3,866
%总资产	56.5%	65.9%	59.1%	65.0%	67.4%	66.4%
长期投资	170	188	320	320	320	320
固定资产	254	397	506	570	714	900
%总资产	15.0%	14.7%	17.2%	14.8%	15.1%	15.5%
无形资产	283	297	318	329	353	376
非流动资产	738	918	1,203	1,344	1,537	1,956
%总资产	43.5%	34.1%	40.9%	35.0%	32.6%	33.6%
资产总计	**1,695**	**2,691**	**2,944**	**3,843**	**4,720**	**5,822**
短期借款	24	104	13	0	0	0
应付款项	280	321	287	460	519	610
其他流动负债	77	99	143	193	231	283
流动负债	380	524	443	653	750	893
长期贷款	114	0	0	0	0	0
其他长期负债	10	16	40	0	0	0
负债	**505**	**540**	**483**	**653**	**750**	**893**
普通股股东权益	**1,029**	**1,934**	**2,223**	**2,903**	**3,618**	**4,497**
其中：股本	178	343	343	343	343	343
未分配利润	494	680	949	1,563	2,277	3,157
少数股东权益	161	217	237	287	352	432
负债股东权益合计	**1,695**	**2,691**	**2,944**	**3,843**	**4,720**	**5,822**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.183	0.897	1.131	2.065	2.387	2.900
每股净资产	5.779	5.641	6.488	8.473	10.557	13.124
每股经营现金净流	0.948	0.722	0.867	2.168	2.824	2.758
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.275	0.303	0.333
回报率						
净资产收益率	20.48%	15.91%	17.43%	24.38%	22.61%	22.09%
总资产收益率	12.43%	11.43%	13.16%	18.42%	17.33%	17.07%
投入资本收益率	16.23%	13.43%	18.01%	23.44%	21.67%	21.22%
增长率						
主营业务收入增长率	109.28%	44.05%	25.59%	52.68%	17.57%	21.13%
EBIT增长率	88.14%	40.19%	47.00%	67.36%	15.05%	21.55%
净利润增长率	45.32%	46.06%	25.90%	82.67%	15.55%	21.49%
总资产增长率	68.51%	58.81%	9.38%	30.54%	22.82%	23.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	48.4	66.8	68.4	72.0	68.0	68.0
存货周转天数	86.2	84.0	98.5	100.0	105.0	108.0
应付账款周转天数	78.6	82.3	77.5	78.0	77.0	76.0
固定资产周转天数	79.4	81.9	75.0	50.8	45.5	40.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-28.13%	-45.87%	-39.34%	-46.51%	-51.84%	-51.30%
EBIT利息保障倍数	12.2	-59.8	-112.8	-37.8	-29.3	-27.1
资产负债率	29.79%	20.06%	16.42%	16.98%	15.90%	15.33%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-12-31	买入	49.50	61.57～61.57
2	2020-03-02	买入	65.01	N/A
3	2020-03-31	买入	79.38	N/A
4	2020-04-21	买入	90.11	N/A
5	2020-07-07	买入	99.30	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH