

投资评级 优于大市 首次覆盖

内生研发实力强劲，发光和 HPV 疫苗打开长期发展空间

股票数据

01月19日收盘价(元)	274.57
52周股价波动(元)	12.60-296.80
总股本/流通A股(百万股)	434/44
总市值/流通市值(百万元)	119054/11971

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	37.3	49.9	51.2
相对涨幅 (%)	28.5	39.5	36.8

资料来源：海通证券研究所

分析师:郑琴

Tel:(021)23219808

Email:zq6670@htsec.com

证书:S0850513080005

分析师:余文心

Tel:(0755)82780398

Email:ywx9461@htsec.com

证书:S0850513110005

投资要点:

- 深耕体外诊断和疫苗领域，以研发驱动的创新型企业。**万泰生物研发实力强劲，源头研发背靠厦门大学，目前拥有多个疫苗和诊断试剂研发平台，项目储备丰富。公司从研发艾滋诊断试剂起步，在免疫诊断领域积累了酶联免疫、胶体金和化学发光技术，同时横向拓展到了 IVD 的核酸诊断和生化诊断领域；在疫苗领域已有戊肝疫苗和 2 价 HPV 疫苗实现了产业转化。
- 酶免试剂增长稳定，化学发光是未来增长的重要驱动力。**酶免试剂此前是公司的主要产品，2019 年收入占比达 39.31%，由于优势产品血源筛查类诊断试剂实施国家批签发制度，我们认为公司的优势地位有望维持。此外，国内化学发光行业长期受益于进口替代，公司的发光业务虽然起步较晚，但是三甲医院客户占比高，疫情催化下装机速度加快，发光试剂扩产能计划也在推进，我们认为公司发光业务提升空间大，未来将成为 IVD 板块增长的重要驱动力。
- 国产首支 HPV 疫苗获批，性价比优势突出。**公司是全国第一家、全球第三家 HPV 疫苗供应商，2 价 HPV 疫苗于 2019 年底获批，独有原核表达系统，生产成本低、效率高、规模易于放大，相较于进口产品而言可及性更高。目前 HPV 疫苗全球产能不足，国内 HPV 疫苗接种率较低，公司的 2 价 HPV 疫苗有着较好的市场机会。该疫苗自 2020 年 4 月起获批签发以来，截至 12 月底批签发量为 246 万支，我们预计全年确认收入将达 215 万支左右，贡献收入约 7 亿元。
- 疫苗在研项目丰富，多个重磅产品值得期待。**公司的 9 价 HPV 疫苗已启动 III 期临床，产能建设项目完成后年产能将达 800 万支，年新增收入将不低于 20 亿元，具备较大的业绩弹性；冻干水痘减毒活疫苗预计 21 年底获批上市，新型水痘疫苗 VZV-7D 正在开展 II 期临床试验；新冠疫苗方面，鼻喷减毒新冠疫苗正在开展 II 期临床试验，重组新冠疫苗正在进行临床前研发。此外，公司的研发实力获国际巨头认可，与 GSK 签署协议合作开发新一代 HPV 疫苗，并授权赛诺菲开发新型轮状病毒疫苗。公司已上市的产品具备竞争优势，不断完善的研发管线将进一步提升公司的综合实力，我们认为公司具备很强的成长性。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	983	1184	2687	4659	6129
(+/-)YoY(%)	3.5%	20.5%	126.9%	73.4%	31.6%
净利润(百万元)	293	209	674	1312	1746
(+/-)YoY(%)	94.9%	-28.7%	222.6%	94.7%	33.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.68	0.48	1.55	3.03	4.03
毛利率(%)	72.6%	72.0%	73.9%	78.1%	79.5%
净资产收益率(%)	21.7%	13.4%	25.8%	33.4%	30.8%

资料来源：公司年报 (2018-2019)，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

- **盈利预测:** 我们预计公司 2020 年业绩受疫情诊断试剂业务以及 HPV 疫苗上市的影响将同比大幅上涨, 2021 年在疫情趋缓影响下公司业绩将回归正常发展, HPV 疫苗带来的业绩增量将逐步明显。预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 6.74 亿元、13.12 亿元、17.46 亿元, EPS 分别为 1.55、3.03、4.03 元/股。根据 DCF 估值模型, 我们测算得出公司当前合理的股票价值为 1372.53 亿元, 对应每股价值为 316.54 元。根据敏感性分析, 我们估计公司每股价值区间为 291.68-345.84 元, 对应公司市值区间为 1264.71-1499.57 亿元, 该价值区间对应公司 2021 年估值为 96-114 倍 PE, 参考可比公司有一定溢价, 但考虑到公司处在新品放量期, 其他在研管线也亮点颇多, 未来有多个重磅产品值得期待, 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, 综合来看我们认为该估值处于合理水平, 首次覆盖, 给予“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。

目 录

1. 万泰生物：IVD 诊断试剂和疫苗研发双轮驱动	6
2. 酶免试剂增长稳定，发光是未来增长的驱动力	7
2.1 酶免试剂批签发稳定，市占率领先	7
2.2 化学发光后起之秀，疫情催化仪器加速放量	8
2.2.1 化学发光逐步成为国内免疫主流，进口替代空间大	8
2.2.2 发光仪器装机加速，未来试剂放量可期	9
3. 疫苗产品管线丰富，重磅产品 HPV 疫苗放量可期	10
3.1 独有原核表达系统，研发能力获国际巨头认可	10
3.2 国产首支 HPV 疫苗获批，性价比优势突出	11
3.3 9 价 HPV 疫苗 III 期进行中，临床进度领先	12
3.4 在研项目丰富，多个重磅产品值得期待	12
4. 盈利预测	13
5. 风险提示	15
财务报表分析和预测	16

图目录

图 1	2015-2019 年公司分产品收入结构	7
图 2	2019 年公司主要产品销售占比	7
图 3	2019 年公司各诊断试剂收入占比	7
图 4	2015-2019 年公司酶免诊断试剂收入及占比	7
图 5	我国各免疫诊断产品市场份额	8
图 6	国内化学发光市场基本被国外厂家垄断	8
图 7	2017-2019 年公司化学发光试剂销售量增长变化	9
图 8	2017-2019 年公司化学发光试剂产量及产能利用率变化	10

表目录

表 1	万泰生物子公司及其业务范围	6
表 2	公司主要产品	6
表 3	2019 年公司列入国家批签发制度目录的产品报批量及占有率	7
表 4	已获批的新冠病毒 (2019-nCoV) 抗体检测试剂	9
表 5	公司内生研发能力获得国际疫苗巨头认可	11
表 6	国内已上市的 HPV 疫苗对比	11
表 7	2 价 HPV 疫苗未来三年销售预测	11
表 8	国内 HPV 疫苗临床试验进展	12
表 9	公司已披露进展的疫苗研发情况	12
表 10	公司收入分项 (百万元)	13
表 11	万泰生物 WACC 计算	14
表 12	万泰生物 DCF 估值	14
表 13	万泰生物股票价值敏感性分析 (元)	15
表 14	可比公司估值	15

1. 万泰生物: IVD 诊断试剂和疫苗研发双轮驱动

万泰生物是一家从事生物诊断试剂与疫苗研发及生产的高新技术企业,于 2020 年 4 月在上交所主板上市。公司从研发艾滋诊断试剂起步,现已在免疫诊断领域积累了酶联免疫、胶体金和化学发光技术,同时横向拓展到了 IVD 的核酸诊断和生化诊断领域。此外,公司与厦门大学共同建立了国家传染病诊断技术试剂与疫苗工程技术研究中心 (NIDVD),在 2012 年和 2019 年先后研发并实现了世界上唯一的戊肝疫苗以及国内唯一的 2 价 HPV 疫苗的产业转化。目前以万泰为核心有 7 家公司,业务涉及了 IVD、质控品、检测仪器、基因工程疫苗等。

表 1 万泰生物子公司及其业务范围

公司名称	万泰持股比例	成立时间	业务范围
万泰德瑞	100%	2005 年	生化诊断试剂
万泰沧海	100%	2005 年	基因工程疫苗
康彻思坦	100%	2009 年	临床检验质控品
优迈科	63.50%	2011 年	检验仪器
捷和泰	100%	2012 年	IVD 中间体
万泰凯瑞	100%	2013 年	化学发光试剂
北京泰润	60%	2013 年	创新技术孵化

资料来源: wind, 公司官网, 捷和泰官网, 海通证券研究所

公司主要从事体外诊断试剂、体外诊断仪器及疫苗产品的自主研发、生产和销售,体外诊断领域的核心产品有艾滋病毒诊断试剂,病毒性肝炎系列诊断试剂,全自动管式化学发光免疫分析系统等;疫苗领域和核心产品有戊肝疫苗和双价人乳头瘤病毒疫苗等。公司的源头研发背靠厦门大学,目前拥有多个疫苗和诊断试剂研发平台,项目储备丰富。

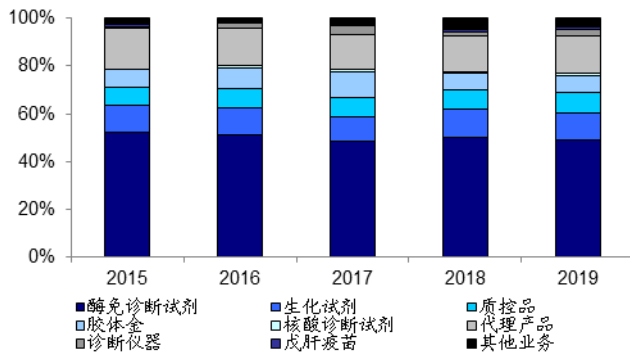
表 2 公司主要产品

体外诊断产品	产品用途	产品特点
酶联免疫诊断试剂	检测样本中的抗原或者抗体	专一性强、较短时间内可完成大规模样品测定
胶体金诊断试剂	检测样本中抗原抗体的免疫标记试剂	成本低,无需特殊仪器设备、标记样品 4℃ 贮存两年
生化诊断试剂	用于疾病的预防、诊断、治疗监测、预后观察、健康状态评价以及遗传性疾病的预测	可与不同型号的全自动生化仪配套使用,每小时可以完成几百个甚至上千个测试结果
化学发光诊断试剂	检测样本中的抗原或者抗体	配合 Caris200 全自动化学发光免疫分析仪使用可同时检测几十种项目,样品随到随检
质控品及标准物质	适用于实验室进行检测的室内质量控制、实验室能力验证	样品种类齐全;均匀性、稳定性良好,满足实验室内部和外部的质控需求
Caris200 全自动化学发光免疫分析仪	配合试剂,进行临床免疫项目的定性或定量检测	检测项目类型丰富;速度快,可达 200 测试/小时;一次性最多可放置 110 个样本
WanTag 全自动核酸血液筛查系统	对来源于人体的血清和血浆进行核酸检测	灵敏度国际先进水平;单管三色三项;集全自动混样、核酸提取、纯化于一体;9 小时内获得 1692 份检测结果
疫苗产品	产品用途	产品特点
“益可宁 Hecolin”重组戊型肝炎疫苗	预防控制戊肝疾病和传播	全球首支戊型肝炎疫苗,长达 4-5 年的免疫保护效应
“馨可宁 Cecolin”双价人乳头瘤病毒疫苗	适用于预防因高危型 HPV16、18 型所致疾病	国产首家,国内独家获批 9-14 岁 2 针法的 HPV 疫苗,全球第三家宫颈癌疫苗供应商,国内外市场空间广阔

资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

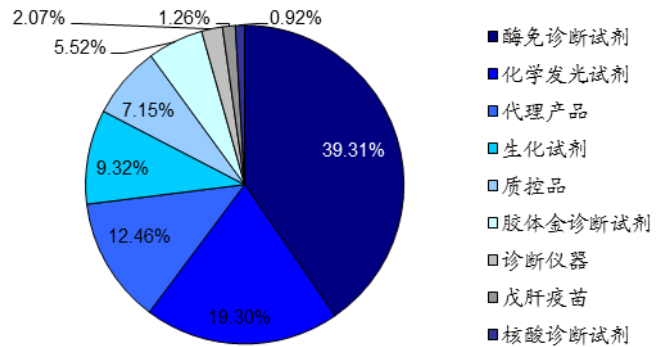
公司目前的主要收入来源是 IVD 试剂产品销售,其中酶联免疫诊断试剂对企业营收年均贡献率较大,2019 年实现销售收入 4.65 亿元,占收入比达 39.31%。随着化学发光装机带动试剂销售的提升以及疫苗新产品的放量,我们认为未来公司的收入格局有望发生较大改变。

图1 2015-2019年公司分产品收入结构



资料来源: wind, 海通证券研究所

图2 2019年公司主要产品销售占比



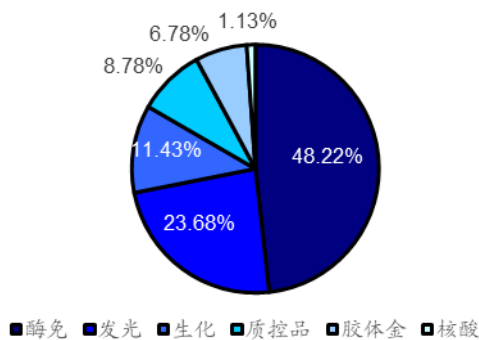
资料来源: wind, 海通证券研究所

2. 酶免试剂增长稳定, 发光是未来增长的驱动力

2.1 酶免试剂批签发稳定, 市占率领先

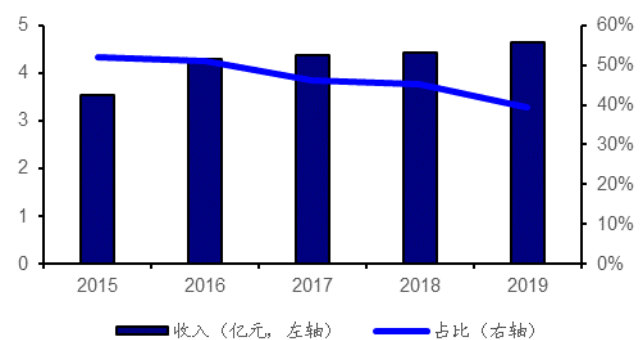
酶联免疫诊断试剂近年来收入稳定。2017-2019年, 公司酶免诊断试剂收入和销量稳中有升, 实现营业收入分别为4.38亿元、4.43亿元和4.65亿元。由于化学发光产品的强劲增长趋势, 酶免诊断试剂占主营业务收入占比由2017年的46.14%下降至2019年的39.31%, 但短期内仍然是公司的重要收入来源。

图3 2019年公司各诊断试剂收入占比



资料来源: wind, 海通证券研究所

图4 2015-2019年公司酶免诊断试剂收入及占比



资料来源: wind, 海通证券研究所

公司酶免诊断试剂的优势在于血筛产品, 酶免产品报批量有望维持优势地位。血液筛查是酶联免疫的独占市场, 而公司的产品已覆盖中国95%以上的血站, 连续十余年血站市场占有率排名第一。公司有六种产品被列入国家批签发制度目录, 其中五种为酶联免疫法, 四个酶免单品报批量占有率位列第一。由于我国血源筛查类诊断试剂产品实施国家批签发制度, 我们认为以上产品未来1-2年内国内报批量占有率将继续维持优势地位, 为酶联免疫检测试剂整体收入提供有力支撑。

表3 2019年公司列入国家批签发制度目录的产品报批量及占有率

试剂名称	全国报批量总计 (人份)	公司报批量 (人份)	报批量占有率	排名
人类免疫缺陷病毒抗原抗体诊断试剂盒 (酶联免疫法)	40,175,040	18,732,192	46.63%	1
人类免疫缺陷病毒抗体诊断试剂盒 (酶联免疫法)	137,389,152	45,067,488	32.80%	1
丙型肝炎病毒抗体诊断试剂盒 (酶联免疫法)	149,490,624	52,572,000	35.17%	1
梅毒螺旋体抗体诊断试剂盒 (酶联免疫法)	147,464,352	50,129,568	33.99%	1
乙型肝炎病毒表面抗原诊断试剂盒 (酶联免疫法)	192,110,688	48,376,416	25.18%	2
梅毒甲苯胺红不加热血清试验诊断试剂	48,288,020	4,173,720	8.64%	2

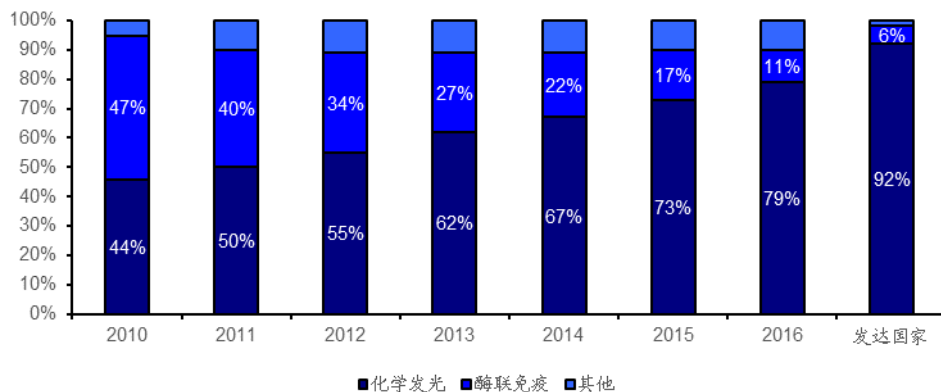
资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

2.2 化学发光后起之秀，疫情催化仪器加速放量

2.2.1 化学发光逐步成为国内免疫主流，进口替代空间大

化学发光逐步成为国内免疫诊断技术主流。免疫诊断是国内 IVD 市场中份额最大的细分市场，其中酶免和胶体金技术平台应用较为广泛。而化学发光诊断则在近几年得到迅速发展，在免疫诊断市场中占据越来越重的份额，逐渐取代酶免成为免疫诊断技术的主流。

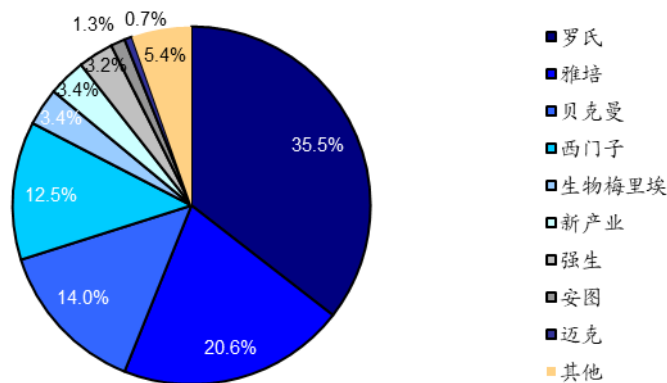
图5 我国各免疫诊断产品市场份额



资料来源：火石创造援引中国产业信息网，海通证券研究所

国产化学发光类产品替代进口是必然趋势。目前化学发光诊断产品主要来自于国外，检测成本较高，以罗氏、雅培、贝克曼以及西门子为代表的海外龙头凭借前期的技术积累及市场推广占据了 80% 以上的市场份额。随着分级诊疗等多项利好国产企业政策落地以及国产品牌持续加大投入研发以提升技术实力，国产仪器的装机数量和保有量持续增加，项目检验菜单也日益完善，进口替代长期大势所趋。

图6 国内化学发光市场基本被国外厂家垄断



资料来源：中国产业信息网，海通证券研究所

新冠疫情后利好化学发光国产替代主线。在疫情发生的早期，核酸法是唯一的选择，但患病早期使用核酸法检测的假阴性极高。随着抗体法检测试剂盒的投入使用，可以把抗体法和核酸法结合起来，有助于早期确诊，减少隔离观察期，尽可能减少疑似患者和隔离人员。截至目前，NMPA 共批准新冠病毒 (2019-nCoV) 检测试剂 54 个，包括核酸检测试剂 25 个，抗原检测试剂 3 个和抗体检测试剂 26 个，而发光法是一种重要的抗体检测方式。化学发光一般是封闭系统，即试剂需要配合仪器的使用，随着万泰、安图、迈克等企业的新冠发光检测试剂的获批，国产仪器进院的速度将进一步加快。

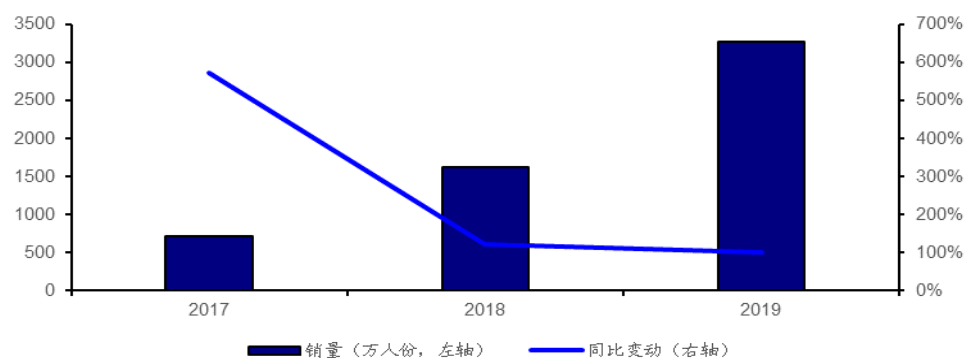
表 4 已获批的新冠病毒 (2019-nCoV) 抗体检测试剂

产品名称	注册证编号	注册人名称
新型冠状病毒 (2019-nCoV) IgM/IgG 抗体检测试剂盒 (胶体金法)	国械注准 20203400240	珠海丽珠试剂股份有限公司
新型冠状病毒 (2019-nCoV) IgG 抗体检测试剂盒 (胶体金法)	国械注准 20203400796	北京新兴四寰生物技术有限公司
新型冠状病毒 (2019-nCoV) IgM/IgG 抗体检测试剂盒 (稀土纳米荧光免疫层析法)	国械注准 20203400776	厦门奥德生物科技有限公司
新型冠状病毒 (2019-nCoV) IgG 抗体检测试剂盒 (磁微粒化学发光法)	国械注准 20203400770	深圳市亚辉龙生物科技股份有限公司
新型冠状病毒 (2019-nCoV) IgM 抗体检测试剂盒 (磁微粒化学发光法)	国械注准 20203400769	深圳市亚辉龙生物科技股份有限公司
新型冠状病毒 (2019-nCoV) IgM/IgG 抗体检测试剂盒 (酶联免疫法)	国械注准 20203400567	北京华大吉比爱生物技术有限公司
新型冠状病毒 (2019-nCoV) IgM/IgG 抗体检测试剂盒 (量子点荧光免疫层析法)	国械注准 20203400536	北京金豪制药股份有限公司
新型冠状病毒 (2019-nCoV) 抗体检测试剂盒 (上转发光免疫层析法)	国械注准 20203400523	北京热景生物技术股份有限公司
新型冠状病毒 (2019-nCoV) IgG 抗体检测试剂盒 (化学发光法)	国械注准 20203400498	博奥赛斯 (天津) 生物科技有限公司
新型冠状病毒 (2019-nCoV) IgM 抗体检测试剂盒 (化学发光法)	国械注准 20203400499	博奥赛斯 (天津) 生物科技有限公司
新型冠状病毒 (2019-nCoV) IgG 抗体检测试剂盒 (直接化学发光法)	国械注准 20203400496	迈克生物股份有限公司
新型冠状病毒 (2019-nCoV) IgM 抗体检测试剂盒 (直接化学发光法)	国械注准 20203400497	迈克生物股份有限公司
新型冠状病毒 (2019-nCoV) IgG 抗体检测试剂盒 (磁微粒化学发光法)	国械注准 20203400495	郑州安图生物工程股份有限公司
新型冠状病毒 (2019-nCoV) IgM 抗体检测试剂盒 (磁微粒化学发光法)	国械注准 20203400494	郑州安图生物工程股份有限公司
新型冠状病毒 (2019-nCoV) IgM 抗体检测试剂盒 (胶体金法)	国械注准 20203400457	北京新兴四寰生物技术有限公司
新型冠状病毒 (2019-nCoV) IgG 抗体检测试剂盒 (磁微粒化学发光法)	国械注准 20203400365	丹娜 (天津) 生物科技有限公司
新型冠状病毒 (2019-nCoV) 抗体检测试剂盒 (胶体金法)	国械注准 20203400367	上海芯超生物科技有限公司
新型冠状病毒 (2019-nCoV) IgM 抗体检测试剂盒 (磁微粒化学发光法)	国械注准 20203400366	丹娜 (天津) 生物科技有限公司
新型冠状病毒 (2019-nCoV) 抗体检测试剂盒 (磁微粒化学发光法)	国械注准 20203400198	厦门万泰凯瑞生物技术有限公司
新型冠状病毒 (2019-nCoV) IgM/IgG 抗体检测试剂盒 (胶体金法)	国械注准 20203400177	英诺特 (唐山) 生物技术有限公司
新型冠状病毒 (2019-nCoV) IgM/IgG 抗体检测试剂盒 (胶体金法)	国械注准 20203400240	珠海丽珠试剂股份有限公司
新型冠状病毒 (2019-nCoV) IgM / IgG 抗体检测试剂盒 (胶体金法)	国械注准 20203400239	南京诺唯赞医疗科技有限公司
新型冠状病毒 (2019-nCoV) IgM 抗体检测试剂盒 (胶体金法)	国械注准 20203400199	广东和信健康科技有限公司
新型冠状病毒 (2019-nCoV) IgG 抗体检测试剂盒 (磁微粒化学发光法)	国械注准 20203400183	博奥赛斯 (重庆) 生物科技有限公司
新型冠状病毒 (2019-nCoV) IgM 抗体检测试剂盒 (磁微粒化学发光法)	国械注准 20203400182	博奥赛斯 (重庆) 生物科技有限公司
新型冠状病毒 (2019-nCoV) 抗体检测试剂盒 (胶体金法)	国械注准 20203400176	广州万孚生物技术股份有限公司

资料来源: 药智网, 海通证券研究所

2.2.2 发光仪器装机加速, 未来试剂放量可期

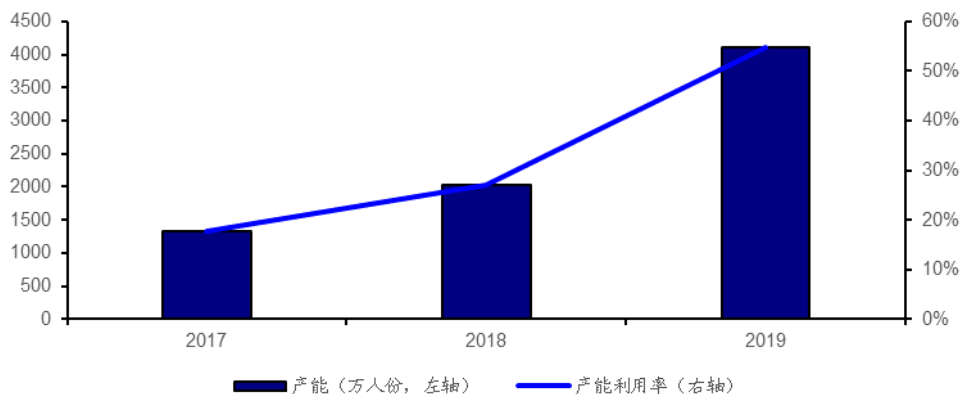
仪器打入高端市场, 带动试剂放量明显。公司于 2016 年研制成功国内第一套开放式全自动管式化学发光免疫分析仪 Caris200, 该全自动化学发光免疫分析仪已进入国内 200 余家大中型医院使用, 三级医院占全国装机客户的 45%。2020 年受新冠肺炎检测需求增加因素影响上半年试剂装机量已超过全年计划量, 截至 6 月底化学发光累计装机量已达 900 台左右。配合该发光仪器使用可同时检测几十种项目, 样品随到随检, 形成体外诊断试剂与仪器同步发展的格局。公司于 2017 年度开始大规模量产及销售化学发光试剂, 2017-2019 年为公司增加营业收入 4358/9671/22851 万元, CAGR 高达 129%。

图7 2017-2019 年公司化学发光试剂销售量增长变化


资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

产能利用率逐年提升，发光试剂蓄势待发。公司的化学发光试剂尚处于市场逐步成熟的阶段，产能利用率逐年提高。根据公司公告，截至 2020 年 11 月，公司发光试剂实际产能已达 8000 万人份，空间接近饱和。公司将持续加大对于化学发光业务板块的投资力度，未来 3 年内将通过自有资金、银行贷款等方式建设新的发光产业基地，在 5 年内将发光试剂年产能提升到 5 亿人份、发光设备年产能提升到 3000 台以上。

图8 2017-2019 年公司化学发光试剂产量及产能利用率变化



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

发光业务提升空间大，未来试剂放量可期。公司的 Caris200 是国家“十二五”863 重大项目，其配套的检测项目包括传染病、肿瘤标记物等 100 多个项目。虽然公司发光业务起步较晚，仪器的保有量相对于国内老牌化学发光企业来说尚小，但是我们认为公司发光的机会在于：1) 公司的首台仪器性能已基本达到头部水平；2) 除了传统传染病优势项目外，公司还在持续拓展肿瘤、激素类检测项目；3) 第二代发光仪已经获批，相对老仪器来说更加精细且体积变小，自动化程度较高。随着公司基于化学发光的新冠检测试剂获批，公司的发光仪器装机加速，我们预计截至 2020 年底装机量超过 1000 台，仪器带动下发光试剂有望维持高增长态势。

3. 疫苗产品管线丰富，重磅产品 HPV 疫苗放量可期

3.1 独有原核表达系统，研发能力获国际巨头认可

建立大肠杆菌类病毒颗粒疫苗技术体系，实现戊肝疫苗和 HPV 疫苗的商业转化。公司联合厦门大学研发团队改进表达质粒的核苷酸序列，使得大肠杆菌中 HPV L1 基因的表达产物可以分泌到细胞外，并使其形成类病毒颗粒，从而使得应用原核表达系统来进行基因工程疫苗的制备成为了可能。相较于真核表达系统来说，原核表达系统的主要优势在于生产成本低、效率高、规模易于放大，我们认为该平台具有巨大的优势和潜力。基于该技术体系，公司实现了全球首个戊肝疫苗和全国首个 HPV 疫苗的上市，目前正在转化第二代宫颈癌疫苗，并正在布局更具前景的第三代宫颈癌疫苗。

内生研发能力获国际巨头认可。2019 年公司与 GSK 签署合作开发新一代 HPV 疫苗的协议，由万泰沧海提供抗原原液，GSK 提供其专利 AS04 佐剂，GSK 将向公司支付共计 1.34 亿欧元（约合 10 亿元人民币）里程碑款；2020 年公司授权赛诺菲开发新型轮状病毒疫苗，该品为公司自 2008 年以来重点研发的产品之一，未来 3-5 年国内市场空间约 40 亿元人民币。

表 5 公司内生研发能力获得国际疫苗巨头认可

合作产品	协议内容	协议时间	合作方	交易金额
新一代宫颈癌疫苗	合作开发新一代宫颈癌疫苗,并共享国际市场销售收入。	2019年9月	GSK	合计 1.34 亿欧元里程碑款 (约合 10 亿元人民币),以及疫苗 7% 疫苗净销售的许可费。
新型轮状病毒疫苗	授权赛诺菲进行新型轮状病毒疫苗开发、生产及商业化,万泰沧海有权从赛诺菲获得上述授权的再许可,以便在中国开发轮状病毒疫苗。	2020年7月	赛诺菲	(1) 预付款及里程碑款总金额 6800 万美金,其中包括 1000 万美金预付款及 5800 万美金里程碑付款; (2) 商业化后视销售产品品种给予净销售额 1% 或 2% 的许可费。

资料来源:招股说明书,公司公告 2020-036 号,海通证券研究所

3.2 国产首支 HPV 疫苗获批,性价比优势突出

公司的 2 价 HPV 疫苗在 19 年底获批上市,公司成为全球第三家、中国首家 HPV 疫苗生厂商,获批年龄段为 9-45 岁,单针定价为 329 元/剂,9-14 岁的小年龄段仅需注射两针。

表 6 国内已上市的 HPV 疫苗对比

	GSK HPV2	万泰 HPV2	MSD HPV4	MSD HPV9
商品名	Cervarix	馨可宁	Gardasil	Gardasil 9
国内获批时间	2016年7月	2019年12月	2017年5月	2018年4月
获批接种人群	9-45岁女性	9-45岁女性	9-45岁女性	16-26岁女性
表达系统	杆状病毒/Hi5 Rix4446 细胞	大肠杆菌	酿酒酵母	酿酒酵母
覆盖亚型	16/18	16/18	6/11/16/18	6/11/16/18/31/33/45/52/58
接种程序	0、1、6月分别接种 1 剂	9-14 岁 (2 针): 0、6 月分别接种 1 剂 15-45 岁 (3 针): 0、1、6 月分别接种 1 剂	0、2、6 月分别接种 1 剂	0、2、6 月分别接种 1 剂
2019 年批签发 (万支)	201	-	554	332
2020 年批签发 (万支)	69	246	722	507
中标价 (元/支)	580	329	798	1298

资料来源:公司招股说明书,馨可宁产品说明书,苏州疾控,湖南疾控,默沙东(中国)官网,中检院,海通证券研究所

全球 HPV 疫苗供不应求,公司 HPV 疫苗具有较好的市场机会。2020 年 11 月,WHO 发布《加速消除宫颈癌全球战略》,提出了三个 2030 年之前要实现的目标: 1) 90% 的女孩在 15 岁之前完成人乳头状瘤病毒疫苗接种; 2) 70% 的妇女在 35 岁和 45 岁之前接受高效检测方法筛查; 3) 90% 确诊宫颈疾病的妇女得到治疗 (90% 癌前病变病例得到治疗, 90% 浸润性癌病例得到管理)。目前 HPV 疫苗全球产能不足,国内目前 HPV 疫苗接种率较低,我们认为公司的 2 价 HPV 疫苗有望共享市场。公司产品的优势在于: 基于大肠杆菌平台生产的 2 价 HPV 疫苗成本低,产能充足,性价比高。2 价 HPV 疫苗自 2020 年 4 月起获得批签发,截至 12 月批签发量达 246 万支,我们预计全年确认收入达 215 万支左右,贡献收入近 7 亿元; 预计 2021 年和 2022 年的确认收入分别达 700 万支和 950 万支,贡献收入分别达 23 亿元和 31 亿元,假设净利率为 35%,贡献净利润分别达 8 亿元和 11 亿元。

表 7 2 价 HPV 疫苗未来三年销售预测

	2020E	2021E	2022E
销量 (万支)	215	700	950
单价 (元)	329	329	329
收入 (亿元)	7.07	23.03	31.26
净利率	30%	35%	35%
净利润 (亿元)	2.12	8.06	10.94

资料来源:海通证券研究所测算

3.39 价 HPV 疫苗 III 期进行中，临床进度领先

在 HPV 的在研管线中，值得关注的是 9 价 HPV 疫苗，该疫苗已于 2020 年 9 月启动了 III 期临床试验。目前我国有 5 家企业的 9 价 HPV 疫苗进入临床阶段，其中上海博唯在 2020 年 4 月首个进入 III 期临床阶段，公司紧随其后，我们认为公司 9 价 HPV 疫苗仍有机会拿下“国产第一证”。

表 8 国内 HPV 疫苗临床试验进展

机构	产品	I 期	II 期	III 期	进度
成都所/北京所	HPV11 (汉逊酵母)				招募中
博唯生物	HPV9 (汉逊酵母)				招募完成
万泰沧海	HPV9 (大肠埃希菌)				招募中
康乐卫士	HPV9 (大肠埃希菌)				招募完成
瑞科生物	HPV9 (汉逊酵母)				已完成
泽润生物 (沃森)	HPV9 (毕赤酵母)				已完成
成都所/北京所	HPV4 (汉逊酵母)				招募完成
博唯生物	HPV4 (汉逊酵母)				招募完成
上海所	HPV4 (毕赤酵母)				招募完成
康乐卫士	HPV3 (大肠杆菌)				尚未招募
泽润生物 (沃森)	HPV2 (毕赤酵母)				报产受理
瑞科生物	HPV2 (汉逊酵母)				招募完成

资料来源：药智网，海通证券研究所

9 价 HPV 疫苗产能建设中，年新增收入将不低于 20 亿元。根据公司近期公告，公司拟将原募投项目“化学发光试剂制造系统自动化技术改造及国际化认证项目”变更为“生物医药项目工程二期”，新项目建成后主要用于新一代疫苗产品研发、原液生产、HPV 九价疫苗生产，年产能将达 800 万支，年新增收入将不低于 20 亿元，预计正常投产并产生收益的时间为 2025 年。

3.4 在研项目丰富，多个重磅产品值得期待

其他疫苗在研管线中，冻干水痘减毒活疫苗 III 期临床试验已完成，我们预计 21 年底将获批上市，新型水痘疫苗 VZV-7D 和鼻喷减毒新冠疫苗正在进行 II 期临床试验。公司已上市的产品具备竞争优势，不断完善的研发管线将进一步提升公司的综合实力，我们认为公司具备很强的成长性。

表 9 公司已披露进展的疫苗研发情况

产品名称	研发进展
冻干水痘减毒活疫苗	III 期临床试验已完成
重组人乳头瘤病毒 6/11/16/18/31/33/45/52/58 型九价疫苗 (大肠埃希菌)	III 期临床试验
新型冻干水痘减毒活疫苗 (VZV-7D)	II 期临床试验
鼻喷流感病毒载体新冠肺炎疫苗	II 期临床试验
重组戊肝人乳头瘤病毒 6/11/16/18 型联合疫苗 (大肠埃希菌)	临床前研究
第三代重组人乳头瘤病毒疫苗 (大肠埃希菌)	临床前研究
基因工程轮状病毒疫苗	临床前研究

资料来源：公司招股说明书，公司公告 (2020-066、2020-045)，公司 2020 年 9 月 18 日至 2020 年 9 月 23 日投资者关系记录表，海通证券研究所

4. 盈利预测

暂不考虑新冠疫苗，我们预计公司 2020 年业绩受疫情诊断试剂业务以及 HPV 疫苗上市的影响将同比大幅上涨，2021 年在疫情趋缓影响下公司业绩将回归正常发展，HPV 疫苗带来的业绩增量将逐步明显。预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 6.74 亿元、13.12 亿元、17.46 亿元，EPS 分别为 1.55、3.03、4.03 元/股，主要观点及假设如下：

1、诊断试剂：新冠肺炎的爆发在诊断试剂方面也有巨大的市场需求，公司第一时间开发出酶免、发光、核酸系列诊断试剂，部分产品通过欧盟 CE 认证等境外许可，新冠诊断试剂的大量出口在支援抗疫的同时，也给公司带来了比较好的经济回报，弥补了公司常规产品因疫情造成的下滑，2021 年及之后疫情趋缓后发光等诊断试剂也将受益于 2020 年装机量的提升以及渠道的拓展。我们预计 2020-2022 年诊断试剂业务的增速分别为 59%、30%和 27%；

2、代理产品：预计将维持一个较为稳定的小幅增长，2020-2022 年的增速保持在 3%的水平；

3、诊断仪器：仪器投放加快速度，2020-2022 年的增速分别为 400%、15%和 20%；

4、疫苗：2020 年 2 价 HPV 疫苗开始获批签发，未来三年将带来的业绩大幅增长；水痘疫苗已完成 III 期临床试验现场工作，我们预计该产品将于 2021 年底获准上市，2022 年起开始放量；戊肝疫苗在巴基斯坦等“一带一路”国家的上市以及 WHO PQ 认证工作的推进也将带来小幅增长。我们预计 2020-2022 年疫苗业务的增速分别为 4756%、220%和 39%；

5、其他业务：2020 年公司与世界跨国企业的技术合作，也给公司带来不错的经济回报，在不考虑其他里程碑款支付的情况下，我们预计 2020-2022 年的增速分别为 380%、-70%和 20%。

表 10 公司收入分项 (百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
诊断试剂 (百万元)	754.84	785.65	965.12	1533.48	1987.28	2515.78
yoy		4%	23%	59%	30%	27%
代理产品 (百万元)	134.11	133.04	147.45	151.47	155.63	159.92
yoy		-1%	11%	3%	3%	3%
诊断仪器 (百万元)	31.42	15.65	24.51	122.55	140.93	169.12
yoy		-50%	57%	400%	15%	20%
疫苗 (百万元)	3.1888	8.1894	14.97	726.81	2329.27	3229.65
yoy		157%	83%	4756%	220%	39%
其他业务 (百万元)	25.98	40.17	31.71	152.21	45.66	54.79
yoy		55%	-21%	380%	-70%	20%
合计 (百万元)	949.52	982.69	1183.75	2686.52	4658.77	6129.26
yoy		3%	20%	127%	73%	32%

资料来源：wind，海通证券研究所

基于关键假设及 2020-2022 年的盈利预测，对未来 10 年内公司自由现金流进行预测：Beta 权益系根据可比公司 beta 计算出的平均 beta，无风险利率 Rf 取一年期国债收益率，风险溢价由 5 年沪深 300 指数平均收益率减去 Rf 得到。假设公司 10 年后进入稳定增长期，永续增长率为 3%，根据设置的参数计算得到公司的 WACC 为 7.89%，对永续现金流折现估计。

表 11 万泰生物 WACC 计算

股票贴现率 Ke		加权平均资本成本 WACC	
Beta 权益	0.7668	股本总额 (百万股)	433.60
无风险利率 Rf	2.18%	股价 (元)	274.57
风险溢价	7.51%	股本价值 Ve (百万元)	119053.55
股票贴现率 Ke	7.94%		
		债务总额 Vd (百万元)	1123.17
		债务利率 Kd	2.55%
		实际税率 Tc	15.00%
		债务比率 D/(E+D)	0.93%
		权益比率 E/(E+D)	99.07%
		WACC	7.89%
		TV 增长率	3.00%

资料来源: wind, 海通证券研究所 注: 股价为 1 月 19 日收盘价

根据 DCF 估值模型, 我们测算得出公司当前合理的股票价值为 **1372.53 亿元**, 对应每股价值为 **316.54 元**。

表 12 万泰生物 DCF 估值

单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	永续增长
EBIT	172.14	548.44	1119.95	1528.49	2316.58	3561.38	4906.52	7346.53	9938.57	12103.72	13620.23	
所得税税率	3.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	
息前税后利润	166.97	466.17	951.96	1299.21	1969.09	3027.18	4170.54	6244.55	8447.78	10288.16	11577.20	
加: 折旧与摊销	82.31	228.44	266.51	253.88	258.07	256.67	257.14	256.99	257.04	257.02	257.03	
减: 营运资金的增加	-57.01	67.79	171.19	90.86	186.28	274.49	362.65	539.43	644.91	416.48	355.59	
减: 资本性投资	1188.29	728.93	907.30	835.22	865.56	852.29	858.29	855.50	856.83	856.19	856.50	
加: 递延税项变动	-29.65	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
加: 资产损失准备	18.54	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
FCFF	-893.12	-102.11	139.98	627.01	1175.32	2157.07	3206.75	5106.60	7203.08	9272.52	10622.14	223965.61
永续增长率	3%											
WACC	7.89%											
折现因子		1.00	0.93	0.86	0.80	0.74	0.68	0.63	0.59	0.54	0.51	
PV		-102.11	129.75	538.71	935.99	1592.28	2194.11	3238.66	4234.38	5052.52	5364.89	113117.65
投资/非核心资产价值	1001.16											
企业价值	137297.99											
债务/债务价值/净债务	21.00											
少数股东权益	24.04											
股票价值 (百万元)	137252.96											
每股价值 (元)	316.54											

资料来源: wind, 海通证券研究所

进一步我们对企业价值进行关于永续增长率、WACC 进行敏感性测算:

(A) 保守情景: 永续增长率为 2.80%, WACC 为 8.09%, 测算每股价值为 291.68 元;

(B) 中性情景: 永续增长率为 3.00%, WACC 为 7.89%, 测算每股价值为 316.54 元;

(C) 乐观情景: 永续增长率为 3.20%, WACC 为 7.69%, 测算每股价值为 345.84 元。

根据敏感性分析, 我们估计公司每股价值区间为 291.68-345.84 元, 对应公司市值区间为 1264.71-1499.57 亿元。

表 13 万泰生物股票价值敏感性分析 (元)

		Wacc						
		7.29%	7.49%	7.69%	7.89%	8.09%	8.29%	8.49%
永续 增 长 率	2.40%	330.46	314.67	300.12	286.65	274.17	262.56	251.74
	2.60%	342.66	325.75	310.20	295.86	282.60	270.31	258.88
	2.80%	355.94	337.76	321.11	305.80	291.68	278.62	266.51
	3.00%	370.47	350.85	332.95	316.54	301.46	287.56	274.70
	3.20%	386.42	365.16	345.84	328.21	312.05	297.20	283.51
	3.40%	404.01	380.87	359.94	340.91	323.55	307.64	293.01
	3.60%	423.51	398.20	375.42	354.80	336.07	318.96	303.29

资料来源: wind, 海通证券研究所

该价值区间对应公司 2021 年估值为 96-114 倍 PE, 参考可比公司有一定溢价, 但考虑到公司处在新品放量期, 其他在研管线也亮点颇多, 未来有多个重磅产品值得期待, 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, 综合来看我们认为该估值处于合理水平, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

表 14 可比公司估值

代码	简称	收盘价 (元)		每股收益 (元)			市盈率 (X)	
		2021/01/19	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
300601	康泰生物	140.01	0.91	1.13	1.94	153.86	124.10	72.11
300142	沃森生物	35.25	0.09	0.62	0.95	381.91	57.18	37.27
300122	智飞生物	132.30	1.48	2.09	2.90	89.45	63.31	45.60
	均值						81.53	51.66

资料来源: wind, 海通证券研究所 注: 收盘价为 2021 年 1 月 19 日价格, EPS 为 wind 一致预期

5. 风险提示

临床试验失败的风险: 公司现有多项疫苗产品处于临床试验阶段, 有可能存在疫苗接种者出现严重不良反应导致临床试验中止的风险, 在观察期内达到临床终点的病例数量不足, 临床试验无法按时结束的风险。

注册审评过程中存在的风险: 药品/疫苗的注册需要经历漫长的过程, 期间由于注册法规的变更, 或国家相关政策 (规则) 变化, 以及新注册法规的不断修订, 会给产品研究带来相应的政策风险。

市场竞争风险: 国际上 GSK 与默沙东等跨国生物疫苗企业迄今已经在全球 132 个国家和地区获批上市 HPV 疫苗产品, 占有市场的首发位置, 国内也有沃森生物、中生集团上海生物制品研究所等多家生物制药企业进行宫颈癌疫苗产品研发, 未来几年内将会上市销售, 公司面临同类产品的市场竞争风险。

新产品推广不达预期的风险: 公司的 2 价 HPV 疫苗上市之前, 市场上已经有 GSK 的 2 价 HPV 疫苗了, 从批签发量上来看销售情况不如 4 价和 9 价 HPV 疫苗, 即使公司的新产品有价格低、低年龄层 2 剂法接种的优势, 仍在存在市场推广效果不及预期的风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	1184	2687	4659	6129
每股收益	0.48	1.55	3.03	4.03	营业成本	331	702	1021	1256
每股净资产	3.60	6.03	9.05	13.08	毛利率%	72.0%	73.9%	78.1%	79.5%
每股经营现金流	0.63	1.61	2.70	3.78	营业税金及附加	9	21	36	48
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	333	806	1435	1931
P/E	570.00	176.71	90.75	68.17	营业费用率%	28.2%	30.0%	30.8%	31.5%
P/B	76.37	45.54	30.33	20.99	管理费用	172	220	382	490
P/S	90.46	44.32	25.55	19.42	管理费用率%	14.5%	8.2%	8.2%	8.0%
EV/EBITDA	-1.03	111.51	62.12	47.71	EBIT	172	548	1120	1528
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-8	-7	-14	-26
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.6%	-0.3%	-0.3%	-0.4%
毛利率	72.0%	73.9%	78.1%	79.5%	资产减值损失	-19	0	0	0
净利润率	17.6%	25.1%	28.2%	28.5%	投资收益	14	20	37	51
净资产收益率	13.4%	25.8%	33.4%	30.8%	营业利润	218	795	1549	2063
资产回报率	9.6%	17.9%	23.4%	22.5%	营业外收支	-2	0	0	0
投资回报率	10.4%	17.5%	23.9%	22.7%	利润总额	217	795	1549	2063
盈利增长 (%)					EBITDA	254	777	1386	1782
营业收入增长率	20.5%	126.9%	73.4%	31.6%	所得税	7	119	232	309
EBIT 增长率	16.6%	218.6%	104.2%	36.5%	有效所得税率%	3.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-28.7%	222.6%	94.7%	33.1%	少数股东损益	1	2	5	7
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	209	674	1312	1746
资产负债率	27.0%	29.9%	29.3%	26.5%					
流动比率	1.80	1.92	2.05	2.43	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.29	1.40	1.53	1.93	货币资金	284	773	1277	2359
现金比率	0.58	0.75	0.82	1.20	应收账款及应收票据	261	564	985	1303
经营效率指标					存货	236	515	756	922
应收帐款周转天数	77.55	73.92	74.25	74.69	其它流动资产	104	129	158	178
存货周转天数	260.83	267.93	270.34	267.95	流动资产合计	886	1981	3177	4762
总资产周转率	0.55	0.71	0.83	0.79	长期股权投资	23	23	23	23
固定资产周转率	2.17	2.95	3.49	3.52	固定资产	546	910	1335	1739
					在建工程	82	108	145	178
					无形资产	242	353	533	677
					非流动资产合计	1279	1780	2421	3002
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	2165	3761	5597	7763
净利润	209	674	1312	1746	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	1	2	5	7	应付票据及应付账款	85	191	273	336
非现金支出	105	228	267	254	预收账款	123	186	353	480
非经营收益	-49	-139	-243	-277	其它流动负债	284	654	923	1147
营运资金变动	6	-68	-171	-91	流动负债合计	492	1031	1550	1963
经营活动现金流	273	698	1169	1640	长期借款	21	21	21	21
资产	-161	-609	-699	-608	其它长期负债	71	71	71	71
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	92	92	92	92
其他	-37	20	37	51	负债总计	584	1123	1642	2055
投资活动现金流	-198	-589	-663	-558	实收资本	390	434	434	434
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1559	2614	3926	5672
股权募资	0	44	0	0	少数股东权益	22	24	29	36
其他	-5	337	-1	-1	负债和所有者权益合计	2165	3761	5597	7763
融资活动现金流	-5	381	-1	-1					
现金净流量	69	489	505	1081					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 19 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郑琴 医药行业
余文心 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： 片仔癀,华兰生物,贝瑞基因,万孚生物,通策医疗,长春高新,天坛生物,我武生物

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。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
邵飞(021)23219819 sf13370@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 spl13219@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zpx12149@htsec.com
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
唐一杰(021)23219406 tj11545@htsec.com
联系人
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相美(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fngq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
孟陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
联系人
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com
郑蕾 23963569 zl12742@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 周旭辉 zxh12382@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 陈宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒昶 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021)23219356 ddl13026@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏含 gbh11537@htsec.com 滕雪竹 txz13189@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com 李唯佳(021)23219384 lijw@htsec.com 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com 董晓梅 dxm10457@htsec.com	北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 郭金珏(010)58067851 gjy12727@htsec.com 张钧博 zjb13446@htsec.com 高瑞 gr13547@htsec.com
--	---	---

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com