

强烈推荐-A (维持)

万孚生物 300482.SZ

目标估值: N/A
 当前股价: 48.72 元
 2019年10月24日

业绩符合预期, 美国市场回升带动业绩加速增长

基础数据

上证综指	2941
总股本(万股)	34269
已上市流通股(万股)	23969
总市值(亿元)	167
流通市值(亿元)	117
每股净资产(MRQ)	6.2
ROE(TTM)	17.7
资产负债率	17.2%
主要股东	李文美
主要股东持股比例	22.96%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	49	67
相对表现	-0	53	46



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《万孚生物(300482)一业绩完全符合预期, POCT 龙头优势明显》2019-08-28
- 2、《万孚生物(300482)一POCT 产品多点开花, 一季度业绩超预期》2019-04-26
- 3、《万孚生物(300482)一业绩符合预期, 流感检测产品爆发式增长》2019-04-10

吴斌

wubin11@cmschina.com.cn
 S1090517040001

漆经纬

qijingwei@cmschina.com.cn
 S1090519050001

事件: 公司发布 2019 年三季报, 前三季度实现营业收入 14.24 亿元, 同比增长 23.51%; 归母净利润 2.9 亿元, 同比增长 30.44%; 扣非后归母净利润 2.81 亿元, 同比增长 36.66%; EPS 0.86 元。

- 美国市场回升带动增长加速, 三季报业绩完全符合我们预期。公司 2019 年前三季度营收、归母净利润、扣非归母净利润同比分别增长 23.51%、30.44%、36.66%, 业绩维持快速增长, 完全符合我们此前预期, 部分经销商子公司的剥离导致利润端增速快于收入端。公司三季报业绩增速较半年报有所提高, 主要原因来自美国市场毒检业务的回升, 我们预计截至三季度公司在美国市场的下滑幅度已缩小至个位数, 其中 Q3 单季度已实现正增长。除此之外, 公司心标、炎症、传染病检测等主要产品均延续了上半年的快速增长趋势, 血气、凝血、化学发光等新品种正逐步推广。据我们测算, 公司前三季度国内市场销售增速约为 35%, 国际市场销售增速约为 20%, 较上半年均有所加速。
- Q3 业绩环比加速明显, 剥离销售子公司优化经营效率。Q3 公司单季度实现营业收入 4.56 亿元, 归母净利润 8366 万元, 扣非归母净利润 8780 万元, 同比分别增长 29.45%、38.58%、53.71%。扣非归母净利润增速较快, 主要是三季度公司新增剥离广西子公司, 确认非经常性损失超过 1000 万元。今年公司已剥离 4 家销售子公司, 未来预计将继续剥离其余 5 家, 进一步优化经营效率。三季报公司整体毛利率 65.22%, 同比提高 4.58 pct, 毛利率同比有较大提升即受益于体内经销商的剥离和心标、流感等高毛利品种占比的提高。销售费用率 23.26%, 同比提高 3.16 pct, 环比半年报时提高 0.96 pct, 公司今年为推广新产品, 对销售部门进行了较大规模扩充, 新建了近百人的化学发光检测团队, 预计未来随着新产品的逐步放量, 销售费用率的增长将趋缓。
- 维持“强烈推荐-A”评级。我们预计 2019-2021 年公司净利润增速分别为 35%、32%、30%, EPS 1.21、1.59、2.07 元, 当前股价对应 2019 年 40 倍 PE。公司作为国产 POCT 龙头, 业绩持续快速增长, 长期增长动力强劲, 维持“强烈推荐-A”评级。

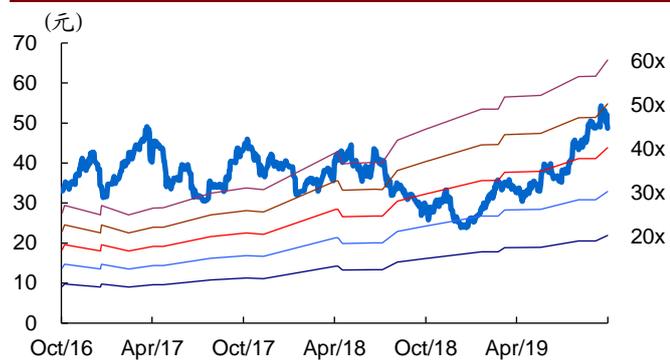
风险提示: 产品招标价格大幅下降; 政策进度不及预期; 汇率出现大幅波动。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	1145	1650	2198	2901	3773
同比增长	109%	44%	33%	32%	30%
营业利润(百万元)	261	412	539	715	940
同比增长	64%	58%	31%	33%	31%
净利润(百万元)	211	308	415	547	710
同比增长	45%	46%	35%	32%	30%
每股收益(元)	1.18	0.90	1.21	1.59	2.07
PE	41.2	54.3	40.3	30.6	23.5
PB	8.4	8.6	8.3	7.0	5.8

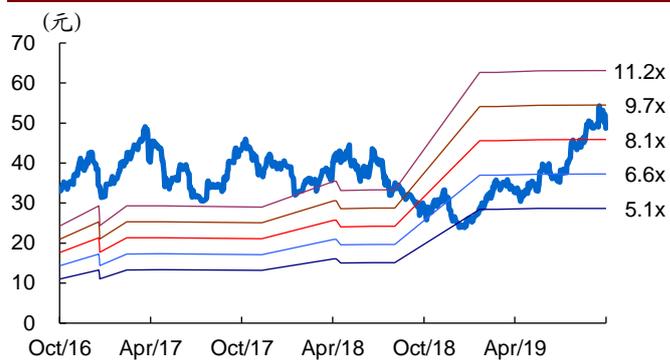
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 万孚生物历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 万孚生物历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	957	1773	2043	2543	3272
现金	473	1090	1183	1425	1818
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1	1	1	1	2
应收款项	246	358	446	589	765
其它应收款	35	0	0	0	0
存货	131	166	205	256	333
其他	72	158	208	272	354
非流动资产	738	918	890	879	870
长期股权投资	4	29	29	29	29
固定资产	249	370	356	359	361
无形资产	106	110	99	89	80
其他	379	409	405	402	400
资产总计	1695	2691	2933	3422	4142
流动负债	380	524	647	694	844
短期借款	20	31	150	100	100
应付账款	140	0	0	0	0
预收账款	28	28	35	43	56
其他	192	465	462	551	687
长期负债	124	16	16	16	16
长期借款	114	0	0	0	0
其他	10	16	16	16	16
负债合计	505	540	663	711	860
股本	178	343	343	343	343
资本公积金	287	815	815	815	815
留存收益	564	776	848	1229	1721
少数股东权益	161	217	263	324	403
归属于母公司所有者权益	1029	1934	2006	2387	2879
负债及权益合计	1695	2691	2933	3422	4142

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	169	248	423	510	658
净利润	211	308	415	547	710
折旧摊销	49	75	72	70	69
财务费用	6	1	(6)	(8)	(13)
投资收益	(3)	(21)	(20)	0	0
营运资金变动	(114)	(167)	(107)	(170)	(199)
其它	21	51	69	71	92
投资活动现金流	(439)	(210)	(40)	(60)	(60)
资本支出	(113)	(131)	(60)	(60)	(60)
其他投资	(326)	(80)	20	0	0
筹资活动现金流	172	632	(290)	(208)	(205)
借款变动	244	108	46	(50)	0
普通股增加	2	165	0	0	0
资本公积增加	(0)	528	0	0	0
股利分配	(53)	(178)	(343)	(166)	(219)
其他	(21)	9	6	8	13
现金净增加额	(98)	669	92	242	393

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1145	1650	2198	2901	3773
营业成本	444	644	798	993	1292
营业税金及附加	6	9	12	16	21
营业费用	238	358	475	659	849
管理费用	97	143	189	261	340
研发费用	105	151	204	261	339
财务费用	21	(6)	(6)	(8)	(13)
资产减值损失	8	5	5	5	5
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资收益	3	21	20	0	0
营业利润	261	412	539	715	940
营业外收入	8	1	1	1	1
营业外支出	2	3	1	1	1
利润总额	267	409	539	715	940
所得税	42	63	78	107	150
净利润	225	347	461	608	789
少数股东损益	14	39	46	61	79
归属于母公司净	211	308	415	547	710

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	109%	44%	33%	32%	30%
营业利润	64%	58%	31%	33%	31%
净利润	45%	46%	35%	32%	30%
获利能力					
毛利率	61.2%	61.0%	63.7%	65.8%	65.7%
净利率	18.4%	18.7%	18.9%	18.8%	18.8%
ROE	20.5%	15.9%	20.7%	22.9%	24.7%
ROIC	17.9%	15.1%	18.7%	21.4%	23.0%
偿债能力					
资产负债率	29.8%	20.1%	22.6%	20.8%	20.8%
净负债比率	8.2%	3.8%	5.1%	2.9%	2.4%
流动比率	2.5	3.4	3.2	3.7	3.9
速动比率	2.2	3.1	2.8	3.3	3.5
营运能力					
资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.9
存货周转率	4.2	4.3	4.3	4.3	4.4
应收帐款周转率	7.5	5.5	5.5	5.6	5.6
应付帐款周转率	4.6	9.2			
每股资料 (元)					
EPS	1.18	0.90	1.21	1.59	2.07
每股经营现金	0.95	0.72	1.23	1.49	1.92
每股净资产	5.78	5.64	5.85	6.96	8.40
每股股利	1.00	1.00	0.48	0.64	0.62
估值比率					
PE	41.2	54.3	40.3	30.6	23.5
PB	8.4	8.6	8.3	7.0	5.8
EV/EBITDA	47.3	32.8	25.2	19.6	15.3

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。

吴斌，中科院大学管理科学与工程硕士，武汉大学生物技术学士，10年证券从业经验，2017年加入招商证券，任医药行业联席首席分析师。

李勇剑，北京大学医学部药物化学系硕士，1年医药行业经验，2013年7月加入招商证券，任医药行业分析师。

李点典，香港科技大学生化系硕士，2016年加入招商证券，任医药行业分析师助理。

漆经纬，美国乔治华盛顿大学硕士，1年美国私募对冲基金研究经验，2年国内证券从业经验，2018年3月加入招商证券，任医药行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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。