

沃森生物 (300142)

证券研究报告

2020 年 04 月 26 日

一季度受疫情影响业绩阶段性下滑，13 价有望推动全年实现高增长

一季度受疫情影响业绩出现亏损

公司 2020 年 1 季报：实现营收 1.12 亿元，同比下降 36.34%；实现归母净利润-0.18 亿元，同比增长下降 146.78%；归母扣非后净利润-0.20 元，同比下降 153.41%，整体表现符合此前业绩预告，公司一季度业绩亏损主要是受新冠肺炎疫情影响，包括疫苗接种暂停、物流不畅等。目前国内疫情已经得到控制，终端疫苗接种等持续恢复，公司自产疫苗有望持续恢复，同时新冠肺炎下，居民的预防接种意识有望强化，推动疫苗渗透率提升，同时随着公司 13 价疫苗的上市，有望带动公司今年业绩实现高增长，开启公司新的发展阶段。

批签发实现良好增长

公司虽然一季度销售受到疫情影响大，但批签发整体仍然实现了良好的增长。一季度子公司玉溪沃森批签发合计达到 1084.9 万瓶，同比增长 75.62%。其中重磅品种 13 价肺炎结合疫苗实现首批批签发 14.1 万剂；23 价肺炎疫苗批签发 46.6 万剂，同比小幅下降 4.50%；Hib 预灌封 40.3 万瓶，同比增长达到 96.14%；百白破疫苗、AC 多糖作为非免疫规划疫苗，分别批签发达到 486.2、462.7 万剂，同比增长分别达到 377.20%和 39.80%；其他品种方面，ACYW135 多糖疫苗批签发 17.2 万剂，同比下降 67.32%，Hib 西林瓶 17.9 万剂，同比下降 71.65%，AC 结合疫苗没有新的批签发，主要是 2019 年年底，公司加强各产品生产统筹，增加了 AC 结合疫苗的备货。

重磅 13 价肺炎疫苗开启沃森发展新阶段

13 价肺炎球菌多糖结合疫苗用于小于 2 岁的婴幼儿接种，可预防由肺炎链球菌血清型引起的侵袭性疾病（包括菌血症性肺炎、脑膜炎、败血症和菌血症等）。13 价肺炎疫苗 2019 年全球销售额达到 58 亿美元，是疫苗产品销售额最高的超级重磅炸弹。沃森生物的 13 价肺炎疫苗沃安欣®于 19 年年底上市，是我国首个自主研发生产的国产疫苗，同时也是全球第二个产品，实现历史性突破，同时接种年龄段较目前辉瑞产品进一步扩大。我们测算国内市场 13 价肺炎疫苗潜在销售潜力有望达到 130 亿元，沃森生物凭借先发优势，国内市场有望实现 65 亿元的销售峰值，奠定公司未来 3-5 年的业绩高成长，开启公司发展的新阶段。公司后续疫苗如 HPV 疫苗系列、流感系列等具备销售大潜力。

研发进展顺利，重磅品种值得期待，推进 WHO 预认证打开海外市场

公司研发和产业化持续推进，公司 13 价肺炎结合疫苗已获得首批 14.1 万剂批签发。子公司上海泽润二价 HPV 疫苗已完成 III 期临床试验数据揭盲工作，进入临床试验数据统计分析与临床研究总结阶段，后续有望报产；九价 HPV 疫苗目前正在开展 I 期临床研究；重组 EV71 疫苗目前已进入临床研究阶段，公司其他处于临床研究和临床前研究阶段的在研产品的研发工作按计划持续推进。HPV 疫苗系列、流感系列未来销售潜力大，值得期待，为长期的成长奠定基础。公司加强与盖茨基金会等国际组织的合作与交流，开拓国际市场，大力推进产品在海外市场的注册和出口，推动公司全面国际化战略的实施，同时，加快实施公司产品 WHO 预认证工作，为产品大宗出口奠定坚实基础，未来海外市场有望为公司贡献重要的市场增量。

看好公司的长期发展，维持“买入”评级

我们预计公司 2020 年 EPS 分别为 0.65、1.00 及 1.35 元，对应 PE 分别为 60 倍，39 倍及 29 倍。随着 13 价肺炎疫苗的上市，公司业绩有望迎来强劲增长，考虑到行业的高景气度加上公司后续的成长性，我们看好公司后续的发展，维持“买入”评级。

风险提示：研发进度、结果低于预期；13 价疫苗等产品销售低于预期；政策风险；疫苗公共安全事件风险；新冠疫情负面影响超预期

投资评级

行业	医药生物/生物制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	38.96 元
目标价格	元

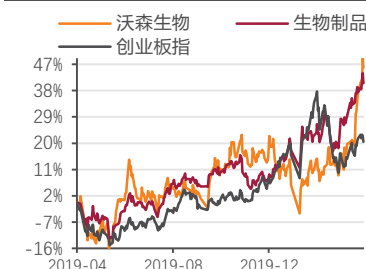
基本数据

A 股总股本(百万股)	1,537.44
流通 A 股股本(百万股)	1,454.50
A 股总市值(百万元)	59,898.54
流通 A 股市值(百万元)	56,667.15
每股净资产(元)	3.14
资产负债率(%)	18.64
一年内最高/最低(元)	41.06/21.85

作者

潘海洋	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080006	
panhaiyang@tfzq.com	
郑薇	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003	
zhengwei@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《沃森生物-首次覆盖报告:13 价肺炎疫苗开启国产大时代，强者归位沃森再起航》 2020-04-23



财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	879.04	1,121.22	3,550.46	4,923.55	6,536.29
增长率(%)	31.54	27.55	216.66	38.67	32.76
EBITDA(百万元)	1,487.79	317.86	1,510.81	2,272.30	3,077.73
净利润(百万元)	1,046.20	141.97	995.71	1,535.83	2,079.08
增长率(%)	(294.77)	(86.43)	601.33	54.24	35.37
EPS(元/股)	0.68	0.09	0.65	1.00	1.35
市盈率(P/E)	57.25	421.90	60.16	39.00	28.81
市净率(P/B)	13.10	12.31	10.25	8.15	6.37
市销率(P/S)	68.14	53.42	16.87	12.17	9.16
EV/EBITDA	18.13	148.38	37.70	24.83	18.07

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,484.31	2,381.24	2,984.71	3,840.80	5,313.97
应收票据及应收账款	437.64	512.84	966.51	1,221.73	1,901.16
预付账款	36.60	18.27	73.97	44.14	103.24
存货	236.28	313.05	716.52	931.42	1,193.55
其他	944.13	218.33	986.33	1,160.61	1,761.09
流动资产合计	4,138.97	3,443.72	5,728.04	7,198.70	10,273.02
长期股权投资	238.36	20.27	20.27	20.27	20.27
固定资产	746.44	689.31	959.50	1,118.99	1,157.38
在建工程	554.03	699.23	455.54	321.32	222.79
无形资产	827.23	1,002.88	987.35	911.82	856.28
其他	731.99	1,162.31	1,080.79	1,182.25	1,147.27
非流动资产合计	3,098.05	3,574.00	3,503.44	3,554.66	3,404.00
资产总计	7,237.02	7,017.72	9,231.48	10,753.36	13,677.02
短期借款	30.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	251.79	276.74	624.14	474.50	587.99
其他	1,254.02	811.73	1,372.88	1,069.23	1,203.27
流动负债合计	1,535.81	1,088.47	1,997.02	1,543.73	1,791.26
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	445.45	263.30	300.00	336.25	350.00
非流动负债合计	445.45	263.30	300.00	336.25	350.00
负债合计	1,981.26	1,351.76	2,297.02	1,879.97	2,141.26
少数股东权益	681.73	800.80	1,088.22	1,521.40	2,128.47
股本	1,537.44	1,537.44	1,537.44	1,537.44	1,537.44
资本公积	2,565.16	2,754.54	2,754.54	2,754.54	2,754.54
留存收益	3,036.59	3,327.73	4,308.81	5,814.54	7,869.85
其他	(2,565.16)	(2,754.54)	(2,754.54)	(2,754.54)	(2,754.54)
股东权益合计	5,255.76	5,665.96	6,934.46	8,873.38	11,535.76
负债和股东权益总	7,237.02	7,017.72	9,231.48	10,753.36	13,677.02

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,062.69	194.14	995.71	1,535.83	2,079.08
折旧摊销	127.06	82.22	79.04	90.25	95.68
财务费用	38.32	(13.50)	(40.76)	(51.85)	(69.54)
投资损失	(1,193.20)	(5.61)	(10.00)	(8.00)	(8.00)
营运资金变动	(300.81)	(1,124.62)	(649.07)	(1,129.08)	(1,300.38)
其它	200.71	929.40	287.42	433.18	607.07
经营活动现金流	(65.23)	62.02	662.34	870.33	1,403.89
资本支出	(388.26)	304.41	53.30	3.75	(33.75)
长期投资	19.17	(218.09)	0.00	0.00	0.00
其他	988.23	106.67	(138.30)	(39.75)	57.25
投资活动现金流	619.14	193.00	(85.00)	(36.00)	23.50
债权融资	105.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	484.98	193.22	40.76	51.85	69.54
其他	121.72	(553.86)	(14.63)	(30.09)	(23.76)
筹资活动现金流	711.70	(360.64)	26.13	21.76	45.78
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,265.61	(105.62)	603.48	856.09	1,473.17

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	879.04	1,121.22	3,550.46	4,923.55	6,536.29
营业成本	172.34	227.10	386.09	494.38	616.93
营业税金及附加	10.00	8.97	36.13	48.50	61.07
营业费用	349.46	499.13	1,278.16	1,600.15	2,091.61
管理费用	130.67	174.89	284.04	369.27	470.61
研发费用	142.17	64.81	124.27	221.56	313.74
财务费用	15.56	(3.85)	(40.76)	(51.85)	(69.54)
资产减值损失	37.69	(10.79)	20.00	15.63	8.28
公允价值变动收益	0.00	13.70	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,193.20	5.61	10.00	8.00	8.00
其他	(2,417.33)	(91.23)	(20.00)	(16.00)	(16.00)
营业利润	1,245.28	232.88	1,472.53	2,233.90	3,051.60
营业外收入	18.51	3.00	7.33	9.61	6.65
营业外支出	80.29	6.42	5.00	6.00	5.81
利润总额	1,183.50	229.46	1,474.87	2,237.51	3,052.44
所得税	120.81	35.33	191.73	268.50	366.29
净利润	1,062.69	194.14	1,283.13	1,969.01	2,686.14
少数股东损益	16.49	52.16	287.42	433.18	607.07
归属于母公司净利润	1,046.20	141.97	995.71	1,535.83	2,079.08
每股收益（元）	0.68	0.09	0.65	1.00	1.35

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	31.54%	27.55%	216.66%	38.67%	32.76%
营业利润	-963.85%	-81.30%	532.30%	51.70%	36.60%
归属于母公司净利润	-294.77%	-86.43%	601.33%	54.24%	35.37%
获利能力					
毛利率	80.39%	79.75%	89.13%	89.96%	90.56%
净利率	119.02%	12.66%	28.04%	31.19%	31.81%
ROE	22.87%	2.92%	17.03%	20.89%	22.10%
ROIC	50.04%	8.90%	57.77%	66.15%	67.56%
偿债能力					
资产负债率	27.38%	19.26%	24.88%	17.48%	15.66%
净负债率	-45.27%	-42.03%	-43.04%	-43.28%	-46.07%
流动比率	2.69	3.16	2.87	4.66	5.74
速动比率	2.54	2.88	2.51	4.06	5.07
营运能力					
应收账款周转率	2.39	2.36	4.80	4.50	4.19
存货周转率	3.93	4.08	6.90	5.98	6.15
总资产周转率	0.13	0.16	0.44	0.49	0.54
每股指标（元）					
每股收益	0.68	0.09	0.65	1.00	1.35
每股经营现金流	-0.04	0.04	0.43	0.57	0.91
每股净资产	2.98	3.16	3.80	4.78	6.12
估值比率					
市盈率	57.25	421.90	60.16	39.00	28.81
市净率	13.10	12.31	10.25	8.15	6.37
EV/EBITDA	18.13	148.38	37.70	24.83	18.07
EV/EBIT	19.66	195.52	39.78	25.86	18.64

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com