

# 13 价肺炎放量带动 Q2 业绩强势复苏，研发与国际化持续推进

## ——沃森生物 (300142.SZ) 2020 年半年报点评

公司简报

### ◆事件：

公司发布 2020 半年报，实现营业收入 5.73 亿元，同比+14.57%；归母净利润 0.61 亿元，同比-27.60%；扣非归母净利润 0.57 亿元，同比-29.32%；经营性净现金流-0.35 亿元；EPS 0.04 元。业绩略低于市场预期。

### ◆点评：

**Q2 业绩强势复苏，13 价肺炎疫苗开始销售。** Q1~Q2 单季度营业收入 1.12/4.61 亿元，同比-36.34%/+42.24%；归母净利润-0.18/0.80 亿元，同比 -145.18%/+77.58%；扣非归母净利润 -0.20/0.77 亿元，同比 -151.51%/+81.76%。随着疫情逐步得到控制，Q2 业绩强势复苏。H1 销售费用 2.23 亿元，+14.93%；管理费用 0.85 亿元，+22.92%；研发费用 0.49 亿元，同比+67.89%；与艾博生物签订合作协议，需支付首付款、里程碑付款、销售提成等费用；少数股东损益 0.30 亿元，同比+19.72%。13 价肺炎结合疫苗于 3.30 首批产品获得批签发，4.22 实现首针接种，H1 批签发量约 120 万瓶，预计将实现收入约 6.7 亿元（假设批签发量全部按中标价完成销售），我们估计 H1 销售 20~30 万瓶，剩余产品将在 Q3 迅速放量。

**研发工作持续推进，国际化不断拓展。** 2020 年 1 月收到 13 价肺炎结合疫苗《药品注册批件》；二价 HPV 疫苗于 2020 年 6 月中报生产；九价 HPV 疫苗正在开展 I 期临床；与合作方共同开发的新冠 mRNA 疫苗于 2020 年 6 月获批临床，正在开展 I 期临床；与合作方共同开发的带状疱疹 mRNA 疫苗处于临床前研究阶段。公司的疫苗国际制剂中心项目已完成建设，正在进行验证工作，建成后将承担流脑和肺炎系列疫苗的出口生产任务。AC 多糖疫苗已连续三年供应埃及卫生部，流脑四价多糖疫苗连续四年获得印尼卫生部采购订单，截至 2020H1，公司产品已出口至 13 个国家。

**◆盈利预测、投资评级和估值：** 公司是中国疫苗出口领军企业，13 价肺炎、HPV、新冠 mRNA 疫苗处于国内第一梯队，即将进入重磅新品集中上市期，业绩释放加速，国内第一梯队。维持预测 2020-2022 年 EPS 为 0.62/0.98/1.32 元，同比增长 573%/58%/34%，现价对应 PE 为 118/75/56 倍，维持“买入”评级。

**◆风险提示：** 新品种获批进度或销售低于预期；行业监管政策调整的风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	879	1,121	3,821	6,331	7,731
营业收入增长率	31.54%	27.55%	240.77%	65.69%	22.12%
净利润（百万元）	1,046	142	956	1,509	2,026
净利润增长率	-294.77%	-86.43%	573.43%	57.86%	34.21%
EPS（元）	0.68	0.09	0.62	0.98	1.32
ROE（归属母公司）（摊薄）	22.87%	2.92%	16.42%	20.59%	21.65%
P/E	108	796	118	75	56
P/B	24.7	23.2	19.4	15.4	12.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 8 月 14 日

### 买入（维持）

当前价：73.52 元

### 分析师

林小伟（执业证书编号：S0930517110003）

021-52523871

[linxiaowei@ebcn.com](mailto:linxiaowei@ebcn.com)

经煜基（执业证书编号：S0930517050002）

021-52523870

[jingys@ebcn.com](mailto:jingys@ebcn.com)

王明瑞（执业证书编号：S0930520080004）

[wangmingrui@ebcn.com](mailto:wangmingrui@ebcn.com)

### 市场数据

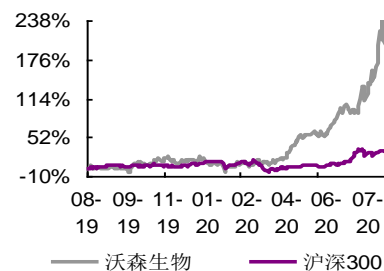
总股本(亿股)：15.37

总市值(亿元)：1130.33

一年最低/最高(元)：25.38/95.90

近 3 月换手率：200.24%

### 股价表现(一年)



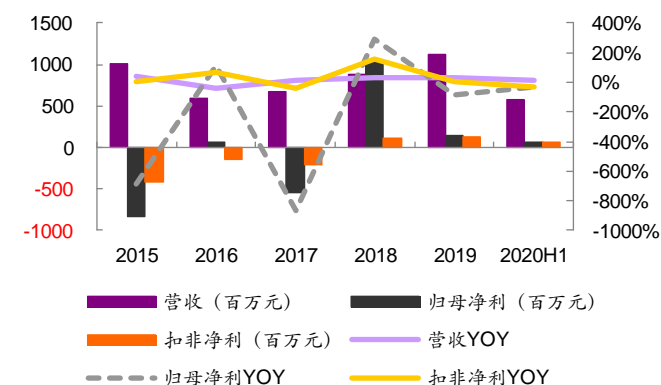
### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	18.12	52.81	142.83
绝对	16.00	72.66	170.59

资料来源：Wind

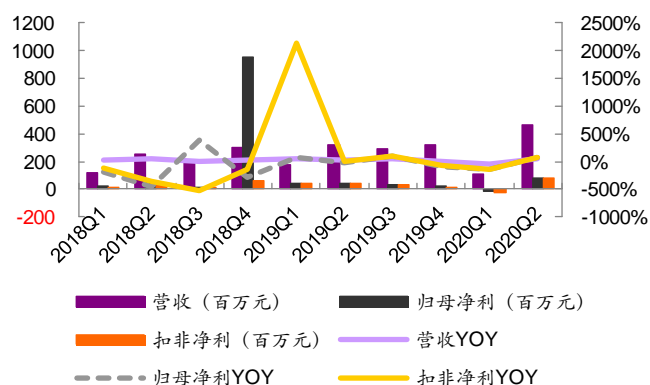
## 1、附录

图 1：公司 2015-2020H1 收入利润情况



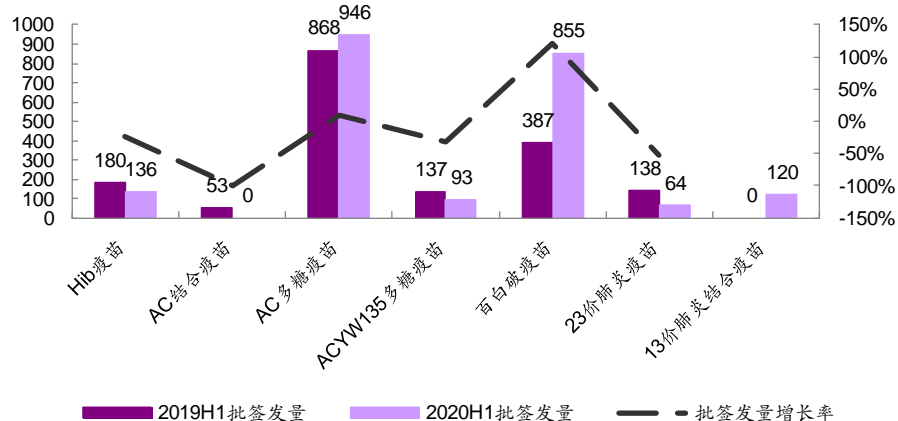
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 2：公司 2018-2020Q2 单季度收入利润情况



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 3：公司疫苗批签发量（2019H1、2020H1；万剂/瓶）



资料来源：公司财报、光大证券研究所

表 1：公司进入注册申报阶段的产品的详细情况（截至 2020 中期期）

序号	品种名称	申报阶段	注册分类	作用与用途*	进展情况
1	重组人乳头瘤病毒双价（16/18 型）疫苗（酵母）	申报生产	预防用生物制品第 6 类	接种本疫苗后，可使机体产生免疫应答，申报生产，处于用于预防 HPV16、18 感染引起的宫颈癌。于审评阶段。	
2	ACYW135 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	临床研究	预防用生物制品第 6 类	接种本疫苗后，可使机体产生体液免疫应答。用于预防 A 群、C 群、Y 群和 W135 临床研究阶段群脑膜炎球菌引起的流行性脑脊髓膜炎。	
3	4 价流感病毒裂解疫苗	临床研究	预防用生物制品第 6 类	预防由病毒株引起的流行性感冒。2 种 A 型流感病毒株和 2 种 B 型流感	临床研究阶段
4	重组人乳头瘤病毒九价病毒样颗粒疫苗（6、11、16、18、31、33、45、52、58 型 L1 蛋白）（毕赤酵母）	临床研究	预防用生物制品第 1 类	用于预防由 HPV6、11、16、18、31、33、45、52、58 型感染导致的生殖器疣、子宫临床研究阶段	
5	重组肠道病毒 71 型病毒样颗粒疫苗（毕赤酵母）	临床研究	预防用生物制品第 9 类	预防 EV71 型病毒感染所致的手足口病。	临床研究阶段
6	新型冠状病毒 mRNA 疫苗	临床研究	预防用生物制品第 1 类	预防由（COVIDSARS-19）。-CoV-2 感染所致的疾病	临床研究阶段

资料来源：公司财报、光大证券研究所（\*产品的作用与用途以最终批准上市的情况为准）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	879	1,121	3,821	6,331	7,731
营业成本	172	227	444	446	518
折旧和摊销	116	77	73	85	95
税金及附加	10	9	31	51	62
销售费用	349	499	1,643	2,722	3,154
管理费用	131	175	458	652	773
研发费用	125	65	76	127	155
财务费用	16	-4	-46	-33	-35
投资收益	1,193	6	6	6	6
营业利润	1,245	233	1,151	2,280	3,059
利润总额	1,183	229	1,148	2,276	3,055
所得税	121	35	172	341	458
净利润	1,063	194	976	1,935	2,597
少数股东损益	16	52	20	426	571
归属母公司净利润	1,046	142	956	1,509	2,026
EPS(按最新股本计)	0.68	0.09	0.62	0.98	1.32

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-65	62	167	1,018	2,110
净利润	1,046	142	956	1,509	2,026
折旧摊销	116	77	73	85	95
净营运资金增加	525	-129	2,180	2,219	1,241
其他	-1,752	-28	-3,042	-2,795	-1,252
投资活动产生现金流	619	193	439	-97	-97
净资本支出	-227	-352	-100	-100	-100
长期投资变化	238	20	-2	-2	-2
其他资产变化	608	524	541	6	6
融资活动现金流	712	-361	46	33	35
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-139	-105	0	0	0
无息负债变化	-198	-525	448	133	175
净现金流	1,267	-106	652	954	2,048

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	80.4%	79.7%	88.4%	93.0%	93.3%
EBITDA 率	22.1%	22.9%	32.5%	38.2%	40.9%
EBIT 率	7.7%	15.6%	30.6%	36.9%	39.7%
税前净利润率	134.6%	20.5%	30.0%	36.0%	39.5%
归母净利润率	119.0%	12.7%	25.0%	23.8%	26.2%
ROA	14.7%	2.8%	11.6%	18.4%	19.6%
ROE (摊薄)	22.9%	2.9%	16.4%	20.6%	21.7%
经营性 ROIC	2.4%	5.0%	19.3%	26.9%	30.2%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	27%	19%	21%	18%	16%
流动比率	2.69	3.16	3.50	4.45	5.52
速动比率	2.54	2.88	3.10	4.08	5.13
归母权益/有息债务	43.56	-	-	-	-
有形资产/有息债务	60.23	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	7,237	7,018	8,442	10,510	13,282
货币资金	2,484	2,381	3,033	3,987	6,035
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	437	513	1,006	1,666	2,035
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	944	203	669	1,103	1,345
存货	236	313	615	618	718
其他流动资产	1	15	15	15	15
流动资产合计	4,139	3,444	5,374	7,425	10,189
其他权益工具	0	307	307	307	307
长期股权投资	238	20	23	25	27
固定资产	746	689	885	1,021	1,117
在建工程	554	699	532	406	312
无形资产	145	127	121	115	109
商誉	34	34	34	34	34
其他非流动资产	100	148	148	148	148
非流动资产合计	3,098	3,574	3,067	3,085	3,092
总负债	1,981	1,352	1,800	1,933	2,108
短期借款	30	0	0	0	0
应付账款	252	277	541	543	631
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	41	25	86	143	175
其他流动负债	169	258	258	258	258
流动负债合计	1,536	1,088	1,537	1,670	1,845
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	185	223	223	223	223
非流动负债合计	445	263	263	263	263
股东权益	5,256	5,666	6,642	8,577	11,174
股本	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537
公积金	2,602	2,818	2,914	3,065	3,267
未分配利润	435	510	1,370	2,728	4,551
归属母公司权益	4,574	4,865	5,821	7,331	9,356
少数股东权益	682	801	820	1,246	1,817

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	39.75%	44.52%	43.00%	43.00%	40.80%
管理费用率	14.87%	15.60%	12.00%	10.30%	10.00%
财务费用率	1.77%	-0.34%	-1.20%	-0.52%	-0.45%
研发费用率	14.28%	5.78%	2.00%	2.00%	2.00%
所得税率	10%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-0.04	0.04	0.11	0.66	1.37
每股净资产	2.98	3.16	3.79	4.77	6.09
每股销售收入	0.57	0.73	2.49	4.12	5.03

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	108	796	118	75	56
PB	24.7	23.2	19.4	15.4	12.1
EV/EBITDA	610.1	448.1	91.4	47.4	36.2
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼