

主业恢复良好，全年有望实现盈利

投资要点

- 事件：**公司公告三季报，2017年前三季度实现收入4.35亿元，同比+9.41%；归母净利润-0.39亿元，同比+83.17%；扣非后归母净利润-0.44亿元，同比+82.20%；EPS-0.03元。
- 业务恢复良好，全年有望实现盈利。**公司第三季度实现营业收入1.78亿元，同比+70.45%，归母净利润370万元，同比+105.16%。自主生产疫苗产品销售收入和净利润较上年同期实现同步增长，同时公司23价肺炎球菌多糖疫苗已于2017年8月上市销售，仅三季度即批签发44.1万支，预计将为公司提供稳健现金流。叠加公司转让玉溪沃森、云南鹏桥、长春华普等子公司部分股权，预计全年公司有望实现盈利。
- 国资持续增持，保障研发资金投入。**政府支持保证了稳定的研发后方，为公司的研发资金投入提供了保障。前三季度，公司财务费用为0.58亿元(-36.61%)，经营活动现金流为-0.12亿元(+93.03%)，财务状况转好。
- 多个在研品种大概率将陆续上市，公司业绩有望爆发：**超级重磅品种13价肺炎结合疫苗进入临床申报最后阶段，目前正在III期临床研究中血清样本检测和数据统计工作，预计年内数据揭盲。同类型产品辉瑞13价肺炎结合疫苗今年国内上市，目前多地出现“疫苗荒”，一定程度上说明该品种社会需求量大。预计沃森13价肺炎结合苗2019年上市，销售峰值期每年可贡献10亿元以上利润；2)2价HPV疫苗已经进入III期临床研究中收集主要临床终点—癌前病变II期(CIN2)病例样本阶段，预计该品种2019-2020年上市，销售峰值期每年可以贡献5亿元以上利润；3)HER-2单抗和TNF-alpha单抗处于临床III期病例入组阶段，预计这两种单抗将会在2019年左右上市，峰值期每年合计贡献利润超过5亿元；4)公司另有PD-1单抗、IL-6单抗、新型HER-2单抗、RANKL单抗、ADC药物、四价脑膜炎球菌多糖结合疫苗、重组手足口病毒疫苗、九价HPV疫苗等在研品种，已形成丰富的后续产品梯队储备。
- 盈利预测与投资建议：**基于公司23价肺炎疫苗快速放量的情况，我们上调盈利预测。预计2017-2019年EPS分别为0.02元、0.10元、0.33元，对应的PE分别为744倍、183倍、54倍。维持“买入”评级。
- 风险提示：**疫苗行业动荡风险，核心产品获批进度或低于预期，人才流失的风险，产品销售放量或低于预期。

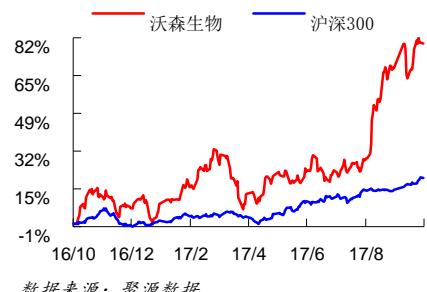
西南证券研发中心

分析师：朱国广
执业证号：S1250513070001
电话：021-68413530
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

分析师：陈铁林
执业证号：S1250516100001
电话：023-67909731
邮箱：ctl@swsc.com.cn

联系人：张祝源
邮箱：zzy@swsc.com.cn

相对指数表现



基础数据

总股本(亿股)	15.37
流通A股(亿股)	13.50
52周内股价区间(元)	10.01-18.19
总市值(亿元)	276.43
总资产(亿元)	56.94
每股净资产(元)	2.05

相关研究

- 沃森生物（300142）：中报符合预期，疫苗研发龙头爆发在即（2017-08-23）

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	591.00	701.00	845.26	1785.03
增长率	-41.25%	18.61%	20.58%	111.18%
归属母公司净利润(百万元)	70.46	37.18	150.78	513.60
增长率	108.38%	-47.23%	305.57%	240.63%
每股收益EPS(元)	0.05	0.02	0.10	0.33
净资产收益率ROE	0.85%	-0.08%	3.07%	11.68%
PE	392	744	183	54
PB	8.62	8.56	8.19	7.17

数据来源：Wind, 西南证券

关键假设

- 1) 基于公司 23 价肺炎疫苗销量（三季度实现批签发 44.1 万支）远超出我们的之前的预期（2017 年 10 万支），我们上调公司 23 价肺炎疫苗的销售预期，预测 2017-2019 年销量将快速提升，预期销量分别为 55 万、161 万、322 万支。同时，我们维持原有单价（200 元/支）及毛利率（90%）预测。
- 2) 公司 13 价肺炎疫苗临床试验正在顺利进行，我们维持公司 13 价肺炎疫苗 2019 年上市预期不变。但基于市场上多地长时间的 13 价肺炎“疫苗荒”及公司 23 价肺炎疫苗的快速放量情况，我们上调公司 13 价肺炎疫苗的 2019 年销量预测，由原来的 2019 年 40 万支上调至 104 万支。维持原有单价（500 元/支）及毛利率（90%）预测不变。
- 3) 维持对其它核心在研品种预期不变：2 价 HPV 疫苗，2019-2020 年上市，单价预测为 500 元/支；曲妥珠单抗类似药可以在 2019 年开始上市，病人年用药花费预计为 8 万元；英夫利昔单抗类似药 2019-2020 年上市，病人年用药花费预计为 5 万元。新产品毛利率高，我们预计可达 90% 以上。

表 1：分项收入和成本预测

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计：营业收入	1006.0	591.0	701.0	845.3	1785.0
yoy	39.9%	-41.3%	18.6%	20.6%	111.2%
营业成本	574.9	280.7	239.5	160.0	250.8
毛利率	42.9%	52.5%	65.8%	81.1%	86.0%
传统自产疫苗销售收入					
收入	267.66	222.8	368.2	411.8	416.5
yoy	8.0%	-16.8%	65.2%	11.8%	1.1%
成本	68.48	43.1	88.2	95.8	90.3
毛利率	74.4%	80.7%	76.1%	76.7%	78.3%
新产品					
其中：23 价肺炎疫苗					
收入			110.0	322.0	644.0
yoy				192.7%	100.0%
成本			11.0	32.2	64.4
毛利率			90.0%	90.0%	90.0%
其中：13 价肺炎疫苗					
收入					518.4
yoy					
成本					51.8
毛利率					90.0%
其中：HER-2 单抗					
收入					61.9
yoy					

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成本					6.2
毛利率					90%
其中：TNF-alpha 单抗					
收入					20
yoy					
成本					2.0
毛利率					90.0%
代理疫苗产品					
收入	578.92	137.5	0.0	0.0	0.0
yoy	67.4%	-76.2%	0.0%	0.0%	0.0%
成本	383.28	100.7	0.0	0.0	0.0
毛利率	33.8%	26.8%	0.0%	0.0%	0.0%
代理药品					
收入	115.2	122.4	122.4	0.0	0.0
yoy	34.0%	6.3%	0.0%	0.0%	0.0%
成本	108.8	100.7	113.6	0.0	0.0
毛利率	5.55%	17.76%	7.2%	0.0%	0.0%
服务收入					
收入	23.6	36.1	43.4	52.0	62.4
yoy		53.4%	20.0%	20.0%	20.0%
成本	7.4	16.2	17.3	20.8	25.0
毛利率	68.70%	55.26%	60.0%	60.0%	60.0%
其他业务收入					
收入	20.7	36.4	47.3	49.6	52.1
yoy	461.0%	75.2%	30.0%	5.0%	5.0%
成本	7.0	5.4	9.2	11.3	9.9
毛利率	66.20%	85.04%	80.5%	77.3%	80.9%
技术转入收入					
收入	0.0	35.8	9.8	9.8	9.8
yoy			-72.7%	0.0%	0.0%
成本		3.1	1.0	1.0	1.0
毛利率		91.23%	90.0%	90.0%	90.0%

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	591.00	701.00	845.26	1785.03	净利润	30.02	-2.82	110.78	473.60
营业成本	280.72	239.46	160.03	250.76	折旧与摊销	123.39	108.26	139.94	169.61
营业税金及附加	6.77	6.19	7.54	12.32	财务费用	120.46	40.01	70.82	112.47
销售费用	150.37	189.27	228.22	481.96	资产减值损失	17.57	30.00	30.00	30.00
管理费用	249.98	291.13	309.88	432.05	经营营运资本变动	218.05	159.17	-951.98	-1370.02
财务费用	120.46	40.01	70.82	112.47	其他	-599.44	-23.85	-38.85	-26.60
资产减值损失	17.57	30.00	30.00	30.00	经营活动现金流净额	-89.94	310.77	-639.28	-610.93
投资收益	74.51	0.00	0.00	0.00	资本支出	68.15	-300.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	42.42	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	110.56	-300.00	-300.00	-300.00
营业利润	-160.36	-95.07	38.75	465.47	短期借款	-685.00	-180.00	0.00	402.10
其他非经营损益	195.04	91.75	91.58	91.71	长期借款	0.00	0.00	1000.00	0.00
利润总额	34.68	-3.32	130.33	557.18	股权融资	852.20	0.00	0.00	0.00
所得税	4.66	-0.50	19.55	83.58	支付股利	-70.46	-14.09	-7.44	-30.16
净利润	30.02	-2.82	110.78	473.60	其他	304.84	-553.12	-70.82	-112.47
少数股东损益	-40.44	-40.00	-40.00	-40.00	筹资活动现金流净额	401.58	-747.21	921.74	259.47
归属母公司股东净利润	70.46	37.18	150.78	513.60	现金流量净额	422.45	-736.44	-17.54	-651.46
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1423.29	686.86	669.31	17.85	成长能力				
应收和预付款项	978.89	1101.69	1282.81	2751.74	销售收入增长率	-41.25%	18.61%	20.58%	111.18%
存货	155.04	125.41	89.06	137.29	营业利润增长率	82.15%	40.71%	140.76%	1101.14%
其他流动资产	474.88	13.67	16.48	34.81	净利润增长率	103.25%	-109.40%	4025.02%	327.51%
长期股权投资	228.31	228.31	228.31	228.31	EBITDA 增长率	112.56%	-36.28%	368.96%	199.60%
投资性房地产	30.67	30.67	30.67	30.67	获利能力				
固定资产和在建工程	1361.26	1391.87	1409.80	1417.05	毛利率	52.50%	65.84%	81.07%	85.95%
无形资产和开发支出	1369.25	1531.95	1675.64	1800.34	三费率	88.12%	74.24%	72.04%	57.51%
其他非流动资产	302.41	300.85	299.29	297.72	净利率	5.08%	-0.40%	13.11%	26.53%
资产总计	6324.01	5411.27	5701.38	6715.79	ROE	0.85%	-0.08%	3.07%	11.68%
短期借款	180.00	0.00	0.00	402.10	ROA	0.47%	-0.05%	1.94%	7.05%
应付和预收款项	189.99	148.65	112.10	190.25	ROIC	-1.25%	-1.96%	3.15%	11.49%
长期借款	100.00	100.00	1100.00	1100.00	EBITDA/销售收入	14.13%	7.59%	29.52%	41.88%
其他负债	2330.39	1655.90	879.20	969.93	营运能力				
负债合计	2800.38	1904.55	2091.31	2662.27	总资产周转率	0.09	0.12	0.15	0.29
股本	1537.44	1537.44	1537.44	1537.44	固定资产周转率	0.81	0.91	0.93	1.79
资本公积	1707.45	1707.45	1707.45	1707.45	应收账款周转率	1.53	2.57	2.40	3.06
留存收益	-37.64	-14.55	128.79	612.24	存货周转率	1.72	1.62	1.41	2.15
归属母公司股东权益	3207.25	3230.34	3373.68	3857.13	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	123.90%	—	—	—
少数股东权益	316.38	276.38	236.38	196.38	资本结构				
股东权益合计	3523.64	3506.72	3610.07	4053.51	资产负债率	44.28%	35.20%	36.68%	39.64%
负债和股东权益合计	6324.01	5411.27	5701.38	6715.79	带息债务/总负债	10.00%	5.25%	52.60%	56.42%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	流动比率	1.53	1.78	7.56	3.49
EBITDA	83.50	53.21	249.52	747.56		1.45	1.66	7.23	3.33
PE	392.33	743.54	183.33	53.82	股利支付率	100.00%	37.90%	4.93%	5.87%
PB	8.62	8.56	8.19	7.17	每股指标				
PS	46.77	39.43	32.70	15.49	每股收益	0.05	0.02	0.10	0.33
EV/EBITDA	319.15	501.69	111.06	38.48	每股净资产	2.09	2.10	2.19	2.51
股息率	0.25%	0.05%	0.03%	0.11%	每股经营现金	-0.06	0.20	-0.42	-0.40
					每股股利	0.05	0.01	0.00	0.02

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn