



# 17年低谷已过18年开季扭亏，看好未来13价市场前景

## ——沃森生物（300142）事件点评

2018年04月24日

强烈推荐/维持

沃森生物 事件点评

### 事件：

4月23日，公司发布2017年年报和2018年一季报。17年公司营业收入6.68亿元，同比增长13.07%；归母净利润-5.37亿元，扣非净利润-2.09亿元。2018年一季报公司营业收入11.18亿元，同比增长36.59%；归母净利润2376万元，同比增长181.09%；扣非净利润172万元，上年同期-2379万元。

### 主要观点：

#### 1. 17年低谷已过，18年首季扭亏

17年公司营业收入6.68亿元，同比增长13.07%；归母净利润-5.37亿元，扣非净利润-2.09亿元。17年低谷已过，18年开年公司成功实现扭亏。

一季度公司营业收入11.18亿元，同比增长36.59%，并且由于公司17年转让商业公司云南鹏侨（17年收入2530万元），实际收入端增速在65%左右；归母净利润2376万元，同比增长181.09%；扣非净利润172万元，上年同期-2379万元。一季度公司扣非后仍然实现扭亏，主要是公司疫苗销售额（预计主要是23价多糖疫苗带来的增量）增加带来整体利润增加，以及费用端财务费用和管理费用减少的原因。

一季度财务指标上，一季度销售费用4605万元，同比增长76.14%，主要是由于公司疫苗销售额增加；管理费用3645万元，同比降低22.65%，管理费用率达到30.97%，我们认为主要还是泽润和嘉和方面研发投入较多原因；财务费用718.14万元，同比减少68.9%，主要是公司17年底归还了中期票据及债权投资款，而利息减少；一季度投资收益2094万元，上年同期-1041万元，主要是报告期内确认了江苏沃森的股权转让款，是一季度业绩贡献的主要力量。

#### 2、13价肺炎结合疫苗纳入优先审评，大产品上市之路持续加快

公司的13价肺炎球菌多糖结合疫苗作为拟纳入第27批优先审评名单予以公示。《受理通知书》，公司申报生产的受理号为CXSS1800003国。公司的13价肺炎结合疫苗自15年4月获得临床批件，16年4月进入临床III期，17年12月6日完成揭盲工作进入统计分析阶段，18年1月21日完成临床总结报告，18年1月31日获得申报受理。公司13价肺炎正式纳入优先审评，并且已进入技术审评环节，之后还需要临床试验注册现场核查、生产

分析师：张金洋

Tel: 010-6654035

zhangji@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S14805160800001

研究助理：祁瑞

Tel: 010-6654121

qirui@dxzq.net.cn

### 交易数据

52周股价区间（元）	10.15-22.29
总市值（亿元）	319.6
流通市值（亿元）	280.6
总股本/流通A股(万股)	135000/128514
流通B股H股(万股)	/
52周日均换手率	1.13

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

《沃森生物事件点评：单抗药物再获临批，研发实力再次获得证明》2017-03-14

《沃森生物事件点评：13价肺炎结合疫苗申报生产获得受理，大产品上市之路更近一步》2017-02-01

《沃森生物事件点评：研发创新驱动进入黄金收获期，生物药龙头砥砺前行》

2017-01-28

《沃森生物事件点评：13价肺炎结合疫苗揭盲完成待统计分析，重磅产品未来销售有望超预期》2017-12-6

《疫苗行业深度报告：创新大品种风起云涌，疫苗进入到“产品为王”驱动黄金大时代》2017-9-14

现场检查等环节, 根据当前对创新药的审评速度以及国内 13 价肺炎的短缺情况, 我们预计最终获批时间在 18 年年底到 19 年初的时间, 甚至可能超预期更快获得批准。

#### 4、公司 13 价结合疫苗 相比进口产品优势明显, 看好 13 价疫苗未来市场前景

**接种程序。**辉瑞在国内接种程序是 2/4/6 月龄各接种一针, 12-15 月再加强一针, 对于超过 6 月龄的儿童无法进行接种。相比之下沃森生物临床设计上更加灵活, 6 周-6 月龄接种 4 针, 7-11 月龄总接种 3 针, 12-23 月龄总接种 2 针, 24-5 周岁接种 1 针, 接种程序更加灵活, 适龄人群也更广。

**销售能力。**沃森体外卖的销售能力要远强于辉瑞目前的销售团队, 辉瑞自 7 价沛儿再注册到期后, 已解散了原先的销售队伍, 目前还在重新组建中。

**产能问题。**辉瑞全球供应订单紧张, 对中国供应量有限, 也是目前国内市场竞争的原因之一, 沃森自身产能优势明显, 未来供应中国市场的同时, 也会开拓国际市场。

#### 5、公司研发能力和产业化能力加强竞争壁垒

对于一个生物制药公司核心竞争力的考量, 我们认为分为以下几个节点: 产品立项到拿到临床批件的时间(临床前研发能力考量)、临床批件到临床总结报告的时间(研发能力、临床专业性以及企业执行力)、临床总结到生产批件的获得、生产批件到批签发的获得, 而这后两个方面恰恰决定了一个企业的产业化能力。公司目前多个单抗品种处于临床阶段, 曲妥珠、贝伐珠、英夫利昔单抗已进入临床 III 期阶段, 其他如 GB223、PD-1、IL-6 等也已开始临床试验。从去年年底到现在, 公司已获得 2 个产品 3 个适应症的临床批件, 临床批件从受理到获批基本都在 1 年之内完成, 也反映了公司在研发方面的强大能力。另外公司产业化方面, 15 年至今已建成年产 36 万支注射用重组抗 HER-2 人源化单克隆抗体和 40 万支注射用重组抗 TNF-alpha 人鼠嵌合单克隆抗体, 合计实现年产 76 万支单克隆抗体的生产规模。曲妥珠单抗、英夫利西单抗品种都已完成生产基地的 I 期建设, 基本满足未来的上市供应需求, 也展现了公司非常强的产业化能力。

#### 结论:

根据公司目前的产品线进度情况, 18 年随着 23 价肺炎多糖的全年销售业绩将大幅提高, 同时若审评速度加快公司有望年内 13 价肺炎结合疫苗实现上市销售, 19 年公司还将迎来 2 价 HPV 疫苗。预计公司业绩将在 19 年迎来爆发性成长, 同时未来海外市场的增量也将进一步增厚公司业绩, 预计公司 18-20 年净利润分别为 1.48 亿元、12.27 亿元以及 20.57 亿元, EPS 分别为 0.10 元, 0.81 元和 1.34, 对应 PE 分别为 204X、24X 以及 15X。继续给予公司“强烈推荐”评级。

#### 风险提示:

重磅产品上市时间延后

**公司盈利预测表**

资产负债表					利润表					单位:百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E				
<b>流动资产合计</b>	3032	2247	2920	11642	9511	<b>营业收入</b>	591	668	918	3625	5655				
货币资金	1423	1211	1663	6888	3393	<b>营业成本</b>	281	215	95	267	402				
应收账款	219	297	408	1612	2515	营业税金及附加	7	7	10	40	63				
其他应收款	659	501	688	2718	2990	营业费用	150	254	321	1178	1810				
预付款项	33	18	11	-9	-38	管理费用	250	198	257	471	679				
存货	155	211	93	261	393	财务费用	120	103	70	65	40				
其他流动资产	4	3	-1	-41	-71	资产减值损失	17.57	88.55	30.00	40.00	50.00				
<b>非流动资产合计</b>	3292	3629	3340	3218	3092	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
长期股权投资	228	219	219	219	219	投资净收益	74.51	19.99	50.00	55.00	40.00				
固定资产	692	866	1065	1101	1061	<b>营业利润</b>	-160	-144	184	1619	2652				
无形资产	156	164	147	133	119	营业外收入	203.03	0.49	19.00	40.00	30.00				
其他非流动资产	113	127	127	127	127	营业外支出	7.99	432.99	20.00	10.00	16.00				
<b>资产总计</b>	6324	5876	6261	14859	12603	<b>利润总额</b>	35	-577	183	1649	2666				
<b>流动负债合计</b>	1981	1475	2354	9446	4750	所得税	5	-18	25	222	359				
短期借款	180	220	1218	8138	3305	<b>净利润</b>	30	-558	158	1427	2307				
应付账款	152	213	93	261	393	少数股东损益	-40	-21	10	180	250				
预收款项	11	5	6	10	15	归属母公司净利润	70	-537	148	1247	2057				
一年内到期的非	513	24	24	24	24	EBITDA	46	53	361	1806	2817				
<b>非流动负债合计</b>	819	843	182	182	182	<b>EPS (元)</b>	0.05	-0.35	0.10	0.81	1.34				
长期借款	100	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
应付债券	0	0	0	0	0										
<b>负债合计</b>	2800	2318	2536	9627	4932	<b>成长能力</b>									
少数股东权益	316	530	540	720	970	营业收入增长	-41.25%	13.07%	37.30%	295.11%	56.01%				
实收资本(或股)	1537	1537	1537	1537	1537	营业利润增长	-82.15%	-10.10%	-227.62%	779.83%	63.83%				
资本公积	1707	2065	2065	2065	2065	归属于母公司净利	-127.62%	740.44%	-127.62%	740.44%	64.99%				
未分配利润	-75	-612	-444	969	3298	<b>获利能力</b>									
归属母公司股东	3207	3027	3185	4512	6700	毛利率(%)	52.50%	67.78%	89.62%	92.64%	92.89%				
<b>负债和所有者权</b>	6324	5876	6261	14859	12603	净利率(%)	5.08%	-83.54%	17.26%	39.36%	40.80%				
<b>现金流量表</b>					<b>单位:百万元</b>	<b>总资产净利润(%)</b>	9.59%	1.11%	-9.14%	2.37%	9.73%				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	<b>ROE(%)</b>	2.20%	-17.74%	4.66%	27.64%	30.70%				
<b>经营活动现金流</b>	-90	-57	-26	313	1461	<b>偿债能力</b>									
净利润	30	-558	158	1427	2307	资产负债率(%)	44%	39%	40%	59%	26%				
折旧摊销	86	93	107	123	126	流动比率	1.53	1.52	1.24	1.30	2.90				
财务费用	120	103	70	65	40	速动比率	1.45	1.38	1.20	1.26	2.74				
应付帐款的变化	0	-78	-111	-1204	-903	<b>营运能力</b>									
预收帐款的变化	0	-6	1	4	6	总资产周转率	0.09	0.11	0.15	0.38	0.49				
<b>投资活动现金流</b>	111	-14	202	15	-10	应收账款周转率	2	3	3	4	3				
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.24	3.66	5.99	20.49	17.30				
长期股权投资减	0	9	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>									
投资收益	75	20	50	55	40	每股收益(最新摊	0.05	-0.35	0.10	0.81	1.34				
<b>筹资活动现金流</b>	402	-142	276	4897	-4946	每股净现金流(最新	0.27	-0.14	0.29	3.40	-2.27				
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	2.09	1.97	2.07	2.93	4.36				
长期借款增加	0	-100	0	0	0	<b>估值比率</b>									
普通股增加	133	0	0	0	0	P/E	394.40	-56.44	204.35	24.32	14.74				
资本公积增加	719	357	0	0	0	P/B	9.45	10.02	9.52	6.72	4.52				
<b>现金净增加额</b>	422	-214	452	5225	-3495	EV/EBITDA	642.22	558.32	82.80	16.36	9.94				

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师：张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球第一名团队首席研究员，2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

## 研究助理简介

### 研究助理：祁瑞

厦门大学生物化学与分子生物学硕士，曾就职于天士力制药集团股份有限公司。2016年12月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于生物药、医疗器械、中药领域。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好数：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。