

上半年业绩扭亏，静待 PCV13 上市带动业绩爆发

——沃森生物（300142）半年报跟踪

核心观点：

1. 事件：

公司发布 2018 年半年报。2018 年上半年实现营收 3.75 亿元，同比增长 45.92%；实现归属上市公司股东净利润 7316.02 万元，同比增长 270.08%；实现扣非归母净利润 4388.71 万元，同比增长 209.54%；实现 EPS 0.0476 元。其中，2018 年第二季度，公司实现营收 2.57 亿元，同比增长 50.63%；实现归母净利润 4940.20 万元，同比增长 460.15%；实现扣非归母净利润 4216.55 万元，同比增长 359.13%。

费用方面，销售费用 1.39 亿元，同比增加 79.40%，主要系疫苗产品销售收入增加带动销售费用同步增长所致；财务费用 317.63 万元，同比降低 93.10%，主要系有息负债减少所致；管理费用 1.07 亿元，同比增加 16.53%；研发投入 1.56 亿元，同比增加 6.75%；经营性现金流净额为-8258.44 万元，同比降低 206.93%，主要系报告期内销售费用增加、职工薪酬及各项税费较去年同期增加所致；营业成本同比降低 23.37%，主要系云南鹏侨不纳入公司合并范围所致。

2. 我们的分析与判断

（一）现有疫苗产品带动业绩扭亏，Q2 提速明显

18H1 公司业绩扭亏为盈，且 Q2 明显提速，主要系由现有疫苗产品贡献。自 18Q1 以来，公司业绩扭亏为盈，上半年整体收入 3.75 亿元（+45.92%），实现归母净利 7316.02 万元（+270.08%），实现扣非归母净利 4388.71 万元（+209.54%）。同时，18Q2 业绩提速明显：实现收入 2.57 亿元，环比增加 118.2%；实现归母净利 4940.20 万元，环比增加 107.9%；实现扣非归母净利 4216.55 万元，环比增加 2349.3%。我们认为业绩增长主要系现有疫苗产品贡献，报告期内子公司玉溪沃森实现营收 3.79 亿元（+105.4%），实现净利润 1.13 亿元（+579.6%），主要系 2 方面原因：（1）现有品种保持稳定增长，如 Hib 疫苗（预灌封）实现营收 8859.2 万元（+51.33%），Hib 疫苗（西林瓶）实现营收 5282.0 万元（+4.58%）；（2）新增品种快速放量，例如 23 价肺炎球菌多糖疫苗于 17 年 7 月底取得批签发，18H1 实现营收 1.26 亿元。

沃森生物(300142.SZ)

推荐 维持评级

分析师

李平祝

☎：010-83574546

✉：lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515040001

王晓琦

☎：010-66568589

✉：wangxiaqi@chinastock.com.cn

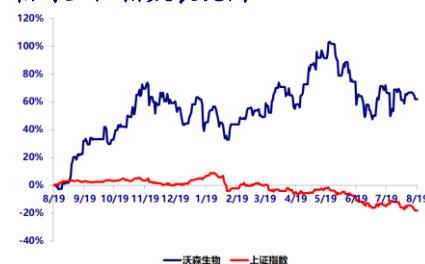
执业证书编号：S0130518080001

市场数据

2018-8-17

A 股收盘价(元)	20.50
A 股一年内最高价(元)	26.00
A 股一年内最低价(元)	12.29
上证指数	2668.97
市盈率-TTM	-65.11
总股本（万股）	153743.70
实际流通 A 股(万股)	137705.24
限售的流通 A 股(万股)	16038.46
流通 A 股市值(亿元)	282.30

相对上证指数表现图



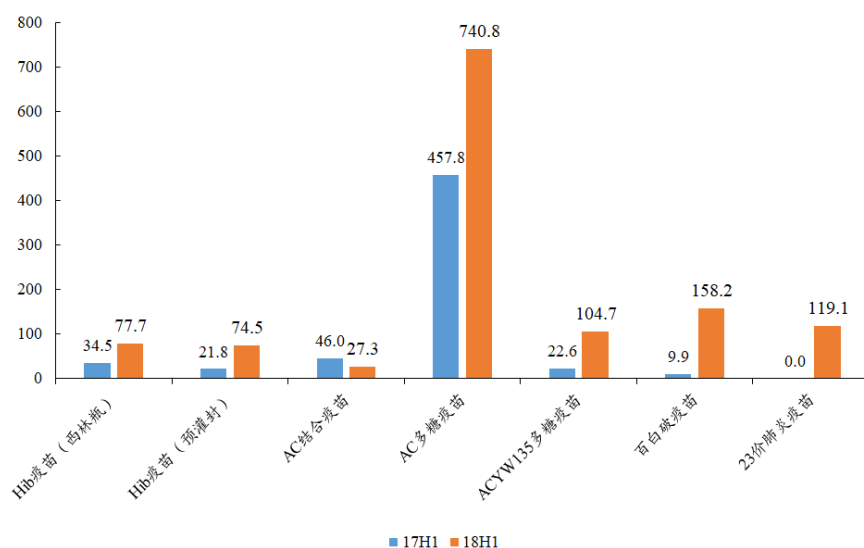
资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1. 2018-06-27 创新药产业深度报告暨 2018 年中期投资策略：医药创新的收获期逐渐来临
2. 2018-01-02 创新药产业深度报告暨 2018 年投资策略：拥抱医药创新的新时代
3. 2016-10-11 沃森生物复牌点评：引入国资战投推动公司发展，四大重磅品种有望明年陆续揭盲
4. 2015-06-12 沃森生物深度报告：最强生物药平台，期待价值重估

从批签发角度来看，上半年玉溪沃森获得批签发产品数量合计 1302.24 万剂（瓶），同比增长 119.74%。分产品来看，上半年 Hib 疫苗（西林瓶）实现批签发 77.73 万瓶（+125.25%），Hib 疫苗（预灌封）实现批签发 74.46 万瓶（+242.36%），AC 结合疫苗实现批签发 27.31 万瓶（-40.65%），AC 多糖疫苗实现批签发 740.80 万瓶（+61.80%），ACYW135 多糖疫苗实现批签发 104.67 万瓶（+362.36%），百白破疫苗实现批签发 158.20 万瓶（+1502.37%），23 价肺炎疫苗实现批签发 119.06 万瓶。

图 1：报告期内公司疫苗产品批签发情况（万瓶）



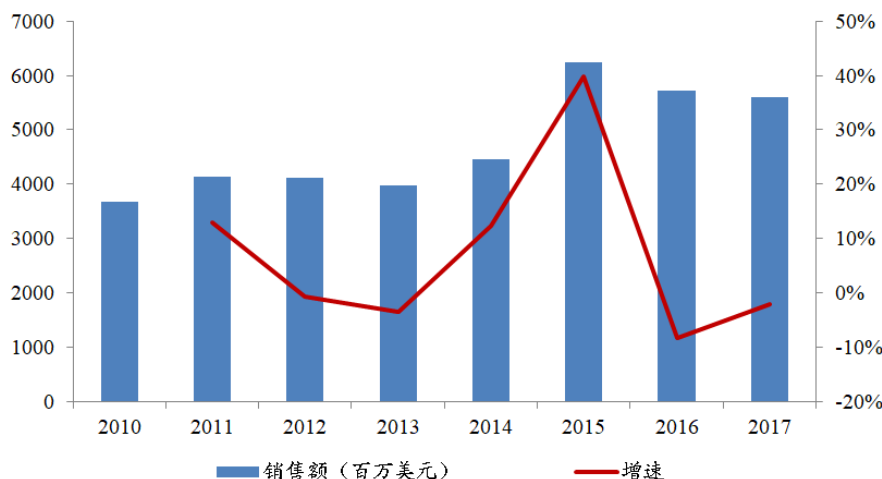
资料来源：公司公告，中检所，中国银河证券研究院

（二）重磅 PCV13 已纳入优先审评，上市将显著增厚业绩

13 价肺炎结合疫苗已纳入优先审评，上市后将显著增厚业绩。13 价肺炎结合疫苗是全球最畅销的疫苗，目前仅辉瑞的原研产品上市，2017 年全球销售额约 56 亿美元（7 价+13 价合计）。同时，该产品全球缺口达 1.8 亿剂，中国市场亦处于严重缺货状态，17 年在国内批签发仅 71.5 万支，18 年至今有所提升，批签发 168.5 万支。公司自主研发的 13 价肺炎结合疫苗的 III 期临床试验于 18 年 1 月 21 日揭盲，结果全面达到预设目标；2 月 1 日获得报产受理（CXSS1800003 国）；3 月 28 日纳入第 27 批拟优先审评名单，4 月 9 日正式纳入优先审评，将优先配置资源进行审评。相比于沛儿 13，我们认为公司的产品具备如下优势：（1）具有更强的接种灵活性、广泛性和便利性。沛儿 13 接种对象年龄要求 6 月龄-15 月龄，而公司产品的 III 期临床中完整纳入 3 月龄-5 周岁人群，且人群来自河北、河南、山西等 6 个临床现场，研究样本更具代表性，且为多年龄层免疫程序确定提供了充分的临床证据。（2）更客观、全面的免疫原性评价和分析。公司的 III 期临床相比沛儿 13 增加了对免疫原性基线的观察，为更客观、全面的免疫原性评价和分析提供了更为充分的临床研究证据。（3）合作商的销售推广能力强，从 23 价肺炎疫苗和代理昆明所的 EV71 的销售情况足以说明。同时，历史数据表明公司产品从获得生产批件到获得批签发的速度非常快：以 23 价肺炎多糖疫苗为例，2017 年 3 月获得生产批件，4 月获得

GMP 证书，7 月 28 日即首次获得三批批签发正式上市销售。综上所述，我们认为公司的 13 价肺炎结合疫苗有望 18 年底或 19 年初获批上市，结合公司的股权激励行权条件，我们认为公司对 13 价肺炎结合疫苗最晚在 19 年贡献丰厚业绩充满信心。

图 2：辉瑞肺炎球菌结合疫苗（7 价+13 价）全球销售额（百万美元）及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）转让嘉和生物控制权，聚焦高端疫苗主业

转让单抗研发平台嘉和生物控制权，回收资金聚焦高端新型疫苗主业。报告期内，公司签署嘉和生物股权转让及增资协议，对嘉和生物的控股比例由 61.17% 降至 13.59%，累计转让价款约 16.66 亿元，转让后嘉和生物将不再纳入公司合并报表范围，其大股东变更为高瓴资本旗下的境外公司 HH CT，目前股权转让事宜尚在办理之中。我们认为此次转让嘉和生物控制权，将很大程度上形成双赢的局面：（1）**推动嘉和生物境外上市，打开融资渠道、激励核心团队，保障研发工作顺利进行。**单抗药物虽然具有广阔的发展前景和商业价值，但研发风险较大、竞争激烈，需要长时间持续高投入。目前嘉和生物有 8 个单抗在研，其中 3 个进入 III 期临床，需要巨额的研发资金投入。我们认为由于 HH CT 持有嘉和生物 50% 以上股权，将尽快推动其在境外国际证券市场上市，一方面打开融资渠道，解决其研发及产业化阶段的资金投入需求，另一方面有利于激励核心团队，促进业务发展。（2）**聚焦疫苗主业，加快重磅品种研发及产业化进程。**公司将进一步聚焦以新型疫苗为代表的疫苗产业发展，加快 13 价肺炎结合疫苗、2 价 HPV 和 9 价 HPV 疫苗的研发与产业化进程，加大产品的国内外市场开拓力度，加快国际化布局进程。

表 1: 股权转让及增资后嘉和生物股东及股权结构

类别	股东	认缴出资额 (元)	股权比例
中方	沃森生物	71,905,081.10	13.59%
	康恩贝	134,093,932.84	25.34%
	平潭华兴康平	6,349,755.15	1.20%
	观由兴沃	47,858,939.28	9.04%
	泰格盈科	4,222,847.58	0.80%
外方	HH CT	等值于人民币 264,833,070.89 元的美元	50.04%
合计		529,263,563.85	100%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(四) 股票期权激励计划行权条件可观, 彰显业绩爆发雄心

本次激励计划行权条件可观, 彰显公司对 13 价肺炎结合疫苗获批上市及大幅改善业绩的信心。报告期内, 公司推出 2018 年股票期权激励计划, 总数 7610 万份, 包含首次授予 6090 万份, 占本次授予总数的 80%; 预留部分 1520 万份, 占总数的 20%。其中, 首次授予部分的授予日为 8 月 16 日, 行权价格 25 元/股, 激励对象 209 人, 包括核心管理人员 13 人和核心骨干 196 人。根据行权条件, 2 个行权期的考核期间分别为 18 年 1 月 1 日至 19 年 12 月 31 日, 19 年 1 月 1 日至 20 年 12 月 31 日。公司层面业绩考核指标为 18 年和 19 年, 19 年和 20 年的累计净利润分别不低于 10 亿元和 12 亿元。随后根据个人绩效考核确定行权比例, 合格和不合格的对应行权比例分别为 100% 和 0%。我们对此股票期权激励计划理解如下: (1) 行权条件可观, 表明公司对 13 价肺炎结合疫苗获批上市及大幅改善业绩的信心。(2) 有助于激发管理团队及核心骨干积极性, 将核心团队个人利益与公司利益相捆绑, 促进良性发展。(3) 摊销期权费用对业绩影响较小, 激励计划带来的业绩释放将远大于摊销费用的增加。

表 2: 本次限制性股票期权分配情况

激励对象	获授的股票期权份数 (万份)	获授股票期权占授予总数	获授股票期权占当前总股本
核心管理人员 13 人	1300	17.08%	0.85%
核心骨干 196 人	4790	62.94%	3.12%
预留	1520	19.97%	0.99%
合计	7610	100%	4.95%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

表 3: 本次限制性股票期权行权条件及安排

行权期	考核期间	业绩考核目标	行权期间	行权比例
第一个行权期	2018.1.1 – 2019.12.31	18 年和 19 年两年累计净利润不低于 10 亿元	授予日起 24 个月后的首个交易日起至 36 个月内最后一个交易日止	50%
第二个行权期	2019.1.1 – 2020.12.31	19 年和 20 年两年累计净利润不低于 12 亿元	授予日起 36 个月后的首个交易日起至 48 个月内最后一个交易日止	50%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

表 4: 本次股权期权中首次授予部分对应摊销费用

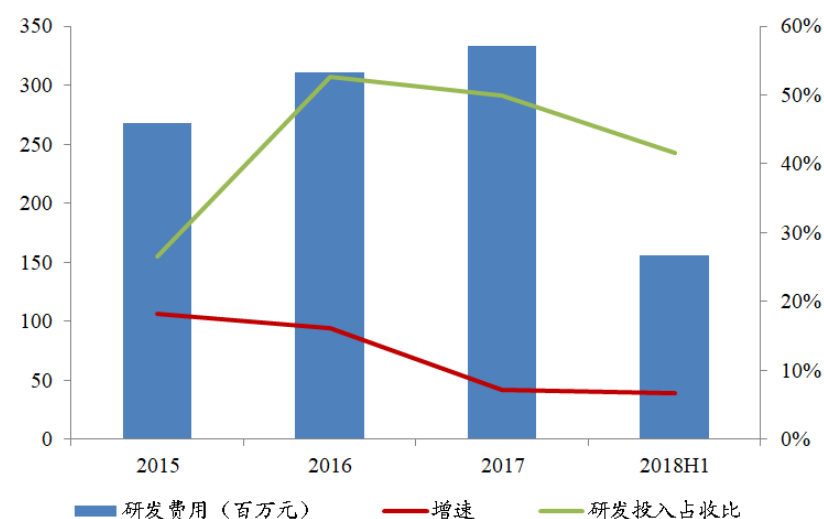
年份	2018	2019	2020	2021	合计
摊销期权费用（万元）	1929.29	5787.87	5114.13	2511.09	15342.38

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（五）研发投入不断加大，重磅品种有望陆续上市贡献业绩弹性

2 价 HPV 疫苗有望成为继 PCV13 后的另一重磅品种，将持续贡献业绩弹性。报告期内公司研发投入 1.56 亿元，同比增加 6.7%，研发投入占收比为 41.6%，继续维持高位。报告期内，公司已进入注册申报阶段的在研产品如下表所示，如 9 价 HPV 疫苗于 18 年 1 月获得临床批件。除 13 价肺炎结合疫苗外，目前进展最快的为 2 价 HPV 疫苗，已进入 III 期临床的关键时期，处于收集分析临床结果判定终点病例样本的最后阶段，有望 18 年揭盲、19 年上市。HPV 疫苗是全球仅次于 13 价肺炎结合疫苗的第二大疫苗，2017 年全球销售规模约 25 亿美元。同时，公司也与盖茨基金会达成了承诺向国际大宗采购供货的意向。我们认为随着以 2 价 HPV 疫苗为代表的其他重磅品种的陆续获批，将持续为公司贡献业绩弹性。

图 3: 公司历年研发投入情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表 5: 公司进入注册申报阶段的产品相关信息

品种名称	申报阶段	注册 分类	作用与用途*	进展情况
13 价肺炎球菌多糖结合疫苗	申报生产	预防用生物制品 第 6 类	本疫苗用于 2 月龄以上人群的主动免疫，以预防由本疫苗包括的 13 种血清型肺炎球菌引起的侵袭性疾病。	申报生产，处于审评阶段。
2 价 HPV 疫苗	临床研究	预防用生物制品 第 6 类	接种本疫苗后，可使机体产生免疫应答，用于预防 HPV16、18 感染引起的宫颈癌。	III 期临床研究。
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 群脑膜炎球菌引起的流行性脑脊髓膜炎。	临床研究阶段。
治疗性 HPV16 疫苗	临床研究	治疗用生物制品 第 1 类	用于治疗 HPV16 感染引起的癌前病变及宫颈癌。	临床研究阶段。
9 价 HPV 疫苗	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 型感染导致的生殖疣、子宫颈癌、外阴、阴道和肛门癌等相关疾病。	临床研究阶段。

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

3. 投资建议

公司半年度业绩扭亏为盈，且 Q2 业绩环比向好，我们看好公司未来进入爆发式增长阶段。公司是国内最强生物药龙头，重磅在研品种中，“疫苗之王”13 价肺炎结合疫苗有望今年底或明年初获批上市，综合考虑国内用药缺口、公司产品优势和股权激励行权条件等因素，我们认为产品上市后将显著增厚业绩。同时，2 价 HPV 疫苗有望 18 年揭盲，19 年获批上市，进一步贡献业绩弹性。此外，公司研发管线中仍有以 9 价 HPV 疫苗为代表的其他重磅品种在研。且公司在转让嘉和生物控制权后，将进一步聚焦高端疫苗主业，加快重磅品种研发及产业化进程。由于重磅品种对业绩影响较大，且具体上市时间无法预测，因此公司的业绩可预测性较差，我们暂不给出盈利预测，维持“推荐”评级。

4. 风险提示

13 价肺炎结合疫苗获批上市时间不及预期、销售情况不及预期，2 价 HPV 疫苗研发进展不及预期，股权分散带来的管理风险

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李平祝、王晓琦，医药行业分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：舒英婷 010-66561317 shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn