



沃森生物(300142.SZ)

## 【粤开医药公司事件点评】沃森生物 ( 300142 )：重磅肺炎疫苗获批，掀开公司发展新篇章

2020 年 01 月 02 日

事项：

**买入(首次评级)**

当前价： 30.61 元

分析师：李志新

执业编号：S0300518010002

电话：010-66235703

邮箱：lizhixin@ykzq.com

评论：

### ◇ 13 价肺炎结合疫苗：全球疫苗销售之王，首家获批上市国产版

公司重磅疫苗产品 13 价肺炎结合疫苗，从 2011 年 11 月获得 CFDA 批准进入临床研究起，历时 8 年多时间终在 2019 年末正式获批上市注册。公司 13 价肺炎结合疫苗是国内首家，全球第二个正式获批上市产品，此前全球唯一获批上市的产品为辉瑞（惠氏）13 价沛儿，2016 年获批进入我国。13 价肺炎疫苗为全球疫苗销售之王，2018 年全球销售额 58 亿美元，远超疫苗销售第二名 9 价 HPV 疫苗（31.5 亿美元）。近年来，全球和国内预防肺炎类疫苗相关上市品种和临床进度靠前产品在研品种如下（图表一），公司 13 价肺炎疫苗获批上市后，成为国内唯一拥有两个肺炎疫苗产品上市的企业，肺炎疫苗上市产品线最多。

**上市品种：**近年来，国内上市并有批签发的肺炎疫苗产品主要有三种：23 价肺炎多糖疫苗和 13 价肺炎结合疫苗，另外辉瑞 7 价肺炎结合疫苗产品国内注册证到期，退出我国市场。截止 2019 年 12 月 29 日中检院批签数据，23 价肺炎多糖疫苗全年批签发 947.0 万瓶，共有包括公司在内的 4 家企业生产批签发，公司批签发市占率第一，为 37.8%。13 价肺炎结合疫苗只有辉瑞一家，全年批签发 475.5 万支。

**在研品种：**国外在研肺炎结合疫苗产品临床进度靠前的有：辉瑞 20 价肺炎结合疫苗（20vPnC），2018 年 9 月获得 FDA 突破性疗法认定，目前正处于 III 期临床试验；默沙东 15 价肺炎结合疫苗（V114），2019 年 1 月获得 FDA 突破性疗法认定，5 月 II 期临床达到主要终点。国内在研肺炎疫苗临床进度靠前的有：民海生物（康泰生物子公司）13 价肺炎结合疫苗完成 III 期临床试验，在申报上市阶段；兰州所 13 价肺炎结合疫苗处于 III 期临床。

### ◇ 沃森 13 价肺炎结合疫苗抢占国内肺炎疫苗增量和存量市场，先发优势明显

肺炎球菌疾病是导致 5 岁以下儿童发病和死亡的主要原因，世界卫生组织将儿童肺炎球菌疾病列为需高度优先使用疫苗预防的疾病，并推荐使用 13 价肺炎结合疫苗进行接种。目前国内批签发上市的两款肺炎疫苗中 23 价肺炎多糖疫苗适用于 2 岁以上儿童和成人，无法对 2 岁以下儿童接种保护；进口辉瑞 13 价肺炎结合疫苗国内获批适应年龄段为 6 周龄-15 个月婴幼儿，接种程序为第 2、4、6 月龄进行三次基础免疫，在大约第 12-15 月龄进行一次加强免疫，适应年龄段较狭窄，错过接种年龄段幼儿无法接种。公司 13 价肺炎结合疫苗获批适应年龄段为 6 周龄至 5 岁（6 周岁生日前）婴幼儿和儿童，较宽的适应年龄段保障公司产品充分享受国内肺炎疫苗增量和存量市场。

**增量市场方面：**2018 年我国新生儿出生约 1500 万，辉瑞 13 价肺炎结合疫苗批签



量约为 385 万支，产品供不应求，如果按 4 针的标准接种程序计算，仅能满足不到 100 万新生儿，批签发渗透率仅有 6.4% 左右；婴幼儿肺炎疫苗需求度较高，假设 2019 年后年均新生儿出生人口 1200 万人左右，即使按二类疫苗 20% 的渗透率计算，每年 13 价肺炎结合疫苗需求量为 960 万支，2019 年全年国内进口辉瑞 13 价肺炎结合疫苗批签发量 475 万支，缺口高达近 500 万支。沃森生物产品上市后，是国内唯二能用于 2 岁以下婴幼儿接种预防肺炎的疫苗产品，抢占每年新增空白市场先发优势明显。

图表1： 13 价肺炎结合疫苗新生儿增量市场规模测算（考虑招标降价）

假设年均新生儿出生人口	1200 万人	渗透率/市场规模（亿元）					
标准接种程序人份费用（元）=疫苗单价*4	折合疫苗单价（元/剂）	5%	7%	10%	15%	20%	25%
2800	700	16.8	23.5	33.6	50.4	67.2	84.0
2600	650	15.6	21.8	31.2	46.8	62.4	78.0
2400	600	14.4	20.2	28.8	43.2	57.6	72.0
2200	550	13.2	18.5	26.4	39.6	52.8	66.0
2000	500	12.0	16.8	24.0	36.0	48.0	60.0
1800	450	10.8	15.1	21.6	32.4	43.2	54.0
1600	400	9.6	13.4	19.2	28.8	38.4	48.0

资料来源：粤开证券

**存量市场：**公司 13 价肺炎结合疫苗适用年龄段为 6 周岁至 5 岁（6 周岁生日前），2014 年以后出生人口总数约 9500 万左右，7 价沛儿于 2014 年在国内药品审批号到期，在 16 年 13 价沛儿进入中国以前中间出现 2 年的供应缺口，2016 年辉瑞 13 价肺炎结合疫苗上市以来批签发总量约为 931.5 万支（2017 年 71.5 万支、2018 年 385 万支，2019 年 475 万支），标准接种程序折合 232 万人份，即使考虑 23 价肺炎多糖疫苗接种 2 岁以上儿童挤占市场，国内尚未受到肺炎疫苗接种保护的婴幼儿存量市场仍庞大。我们分别给予一定渗透率假设估算沃森 13 价肺炎结合疫苗上市后的存量市场空间（见表二），辉瑞 13 价产品受制于产能限制和获批年龄段限制，这部分市场将更多由沃森生物产品来填补。

图表2： 13 价肺炎结合疫苗 6 周岁至 5 岁（6 周岁生日前）存量市场规模测算（考虑招标降价）

6 岁以下人口-辉瑞 13 沛儿上市以来接种人份	9000 万人	渗透率/市场规模（亿元）					
标准接种程序人份费用（元）=疫苗单价*4	折合疫苗单价（元）	1%	2%	3%	5%	7%	10%
2800	700	25.2	50.4	75.6	126.0	176.4	252.0
2600	650	23.4	46.8	70.2	117.0	163.8	234.0
2400	600	21.6	43.2	64.8	108.0	151.2	216.0
2200	550	19.8	39.6	59.4	99.0	138.6	198.0
2000	500	18.0	36.0	54.0	90.0	126.0	180.0
1800	450	16.2	32.4	48.6	81.0	113.4	162.0
1600	400	14.4	28.8	43.2	72.0	100.8	144.0

资料来源：粤开证券

#### ◇ 业绩预测与投资评级

我们预测 2019-2021 年，公司营业收入为 11.5/42.8/53.1 亿元，分别同比增



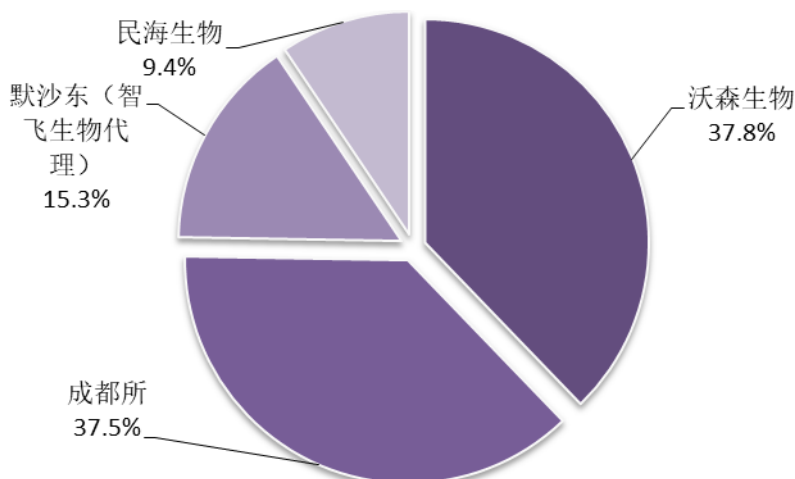
30.8%/272.2%/24.0%；归母净利润分别为 1.7/11.7/15.2 亿元，分别同比增-83.5%/577.9%/29.6%；对应每股 EPS 为 0.11/0.76/0.98 元，当前收盘价(30.61 元/股)对应 2019-2021 年 PE 估值分别为 273/40/31 倍；公司重磅产品 13 价肺炎结合疫苗已经获批，未来两年净利润高速增长确定性极高，现价对应 PE（2020E）40 倍左右，首次覆盖给予“买入”评级。

◇ 风险提示

13 价肺炎结合疫苗生产批签不及预期；销售不及预期；疫苗质量事故风险。



图表3： 2019 年 23 价肺炎球菌多糖疫苗批签市占率



资料来源：中检院，粤开证券

图表4： 2019 年全年国内肺炎疫苗批签企业及批签发量

品种名称	规格	生产企业	批签发量（万支）
13 价肺炎球菌结合疫苗	0.5ml/支	辉瑞	475.5
23 价肺炎球菌多糖疫苗	0.5ml/瓶	沃森生物	357.8
		成都所	355.0
		默沙东（智飞生物代理）	144.9
		民海生物	89.3

资料来源：中检院，粤开证券

图表5： 全球肺炎疫苗上市及临床进度靠前在研品种一览

状态	疫苗品种名称	所属公司	预防肺炎球菌血清型	适应人群	上市/在研进度	备注
上市	7 价沛儿	辉瑞	4, 9V, 14, 19F, 23F, 18C 和 6B	2 岁以下婴幼儿	上市（2000 美国，2008 年中国）	国内许可证过期，退出市场
	13 价肺炎结合疫苗（13 沛儿）	辉瑞	沛儿 7 价血清型 +1, 3, 5, 6A, 7F, 19A 和 23F	第 2、4、6 月龄三次基础免疫，第 12-15 月龄加免	上市（2016 年中国）	2000 年美上市，2008 年国内上市
	13 价肺炎结合疫苗	沃森生物	沛儿 7 价血清型 +1, 3, 5, 6A, 7F, 19A 和 23F	6 周龄至 5 岁（6 周岁生日前）婴幼儿和儿童	获批上市（2019 年 12 月）	国内优先评审品种
在研	20 价肺炎结合疫苗（20vPnC）	辉瑞	沛儿 13 血清型+7 种其他血清型（8、10A、11A、12F、15BC、22F 和 33F）	18 岁以上成人	III 期	FDA 认定突破性疗法
	15 价肺炎结合疫苗（V114）	默沙东	沛儿 13 血清型+22F 和 33F	6 周到 18 岁	II 期	FDA 认定突破性疗法
	13 价肺炎结合疫苗	民海生物	沛儿 7 价血清型 +1, 3, 5, 6A, 7F, 19A 和 23F		申报生产	国内
	13 价肺炎结合疫苗	兰州所	沛儿 7 价血清型 +1, 3, 5, 6A, 7F, 19A 和 23F		III 期	国内

资料来源：CDE，公开资料，粤开证券



## 附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	41.39	38.51	57.65	72.76	经营活动现金流	-0.65	0.70	-0.43	13.92
现金	24.84	22.34	20.51	33.20	净利润	10.63	2.30	15.60	20.22
应收账款	4.37	5.69	21.18	26.27	折旧摊销	1.27	0.91	0.92	0.93
其它应收款	9.44	6.61	6.61	4.96	财务费用	0.38	-0.03	-0.20	-0.40
预付账款	0.37	0.22	0.30	0.30	资产减值损失	0.38	0.16	0.20	0.20
存货	2.36	2.87	6.42	7.96	营运资金变动	0.36	-1.64	-16.53	-5.71
其他	0.01	0.78	2.63	0.06	其它	-13.67	-1.00	-0.42	-1.32
非流动资产	30.98	31.10	29.28	35.67	投资活动现金流	6.19	-0.90	-0.80	-0.80
在建工程	5.54	6.24	7.24	8.24	资本支出	-2.27	-2.00	-2.00	-2.00
固定资产	7.46	7.56	7.66	7.74	投资支付净额	-3.44	1.00	1.00	1.00
无形资产	1.45	1.30	1.17	1.05	其他	11.90	0.10	0.20	0.20
其他	16.53	16.00	13.21	18.64	筹资活动现金流	7.12	-2.30	-0.60	-0.43
资产总计	72.37	69.61	86.92	108.43	短期、长期借款	-1.90	-0.30	0.00	0.00
流动负债	15.36	12.21	13.46	14.60	吸收投资	8.82	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.30	0.00	0.00	0.00	其他	0.20	-2.00	-0.60	-0.43
应付账款	2.52	2.71	5.22	6.14	现金净增加额	12.66	-2.50	-1.83	12.69
其他	12.54	9.50	8.24	8.46					
非流动负债	4.45	2.54	3.00	3.14	主要财务比率	2018A	2019E	2020E	2021E
长期借款	1.81	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	2.64	2.54	3.00	3.14	营业收入	31.59%	30.80%	272.18%	24.03%
负债合计	19.81	14.75	16.46	17.74	营业利润	-964.58%	-78.74%	581.85%	29.39%
归母公司股东权益	45.74	47.47	59.17	74.33	归属母公司净利润	-294.61%	-83.52%	577.94%	29.61%
少数股东权益	6.82	7.40	11.30	16.35	获利能力				
股东权益合计	52.56	54.87	70.47	90.68	毛利率	80.39%	83.15%	91.29%	91.73%
					净利率	120.93%	20.02%	36.46%	38.10%
利润表	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE	22.89%	3.64%	19.78%	20.40%
营业收入	8.79	11.50	42.79	53.07	ROIC	25.31%	6.45%	27.42%	27.82%
营业成本	1.72	1.94	3.73	4.39	偿债能力				
营业税金及附加	0.10	0.13	0.47	0.58	资产负债率	27.37%	21.19%	18.94%	16.36%
营业费用	3.49	4.48	16.26	19.64	净资产负债率	37.69%	26.89%	23.36%	19.57%
管理费用	2.56	2.24	4.28	5.31	流动比率	2.69	3.15	4.28	4.98
财务费用	0.16	-0.03	-0.20	-0.40	速动比率	2.54	2.92	3.81	4.44
资产减值损失	0.38	0.16	0.20	0.20	营运能力				
公允价值变动收益	0.14	0.03	0.00	0.00	总资产周转率	0.13	0.16	0.55	0.54
投资净收益	11.93	0.10	0.00	0.00	应收账款周转率	2.40	2.29	3.18	2.24
营业利润	12.45	2.65	18.05	23.36	存货周转率	0.77	0.74	0.80	0.61
营业外收入	0.19	0.05	0.06	0.06	每股指标(元)				
营业外支出	0.80	0.04	0.07	0.04	每股收益	0.68	0.11	0.76	0.98
利润总额	11.84	2.66	18.04	23.38	每股净资产	2.97	3.08	3.84	4.83
所得税	1.21	0.36	2.43	3.16	每股经营活动现金	-0.04	0.05	-0.03	0.90
净利润	10.63	2.30	15.60	20.22	估值比率				
少数股东损益	0.16	0.58	3.90	5.06	P/E	45.0	273.1	40.3	31.1
归属母公司净利润	10.47	1.73	11.70	15.17	P/B	10.3	9.9	8.0	6.3
EBITDA	1.94	3.54	18.76	23.91	EV/EBITDA	244.07	133.34	25.13	19.72
EPS（元）	0.68	0.11	0.76	0.98					

资料来源：公司财务报告、粤开证券研究院



## 分析师简介

李志新，中国科学院生物化学与分子生物学博士。2015 年 11 月加入粤开证券，现任研究院医药行业分析师，证书编号：S0300518010002。

## 研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@ykzq.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@ykzq.com

## 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；  
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；  
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；  
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；  
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。





## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼粤开证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)