

300142.SZ

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 38.96

板块评级: 强于大市

股价表现



	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	27.3	31.8	38.1	37.8
相对深证成指	29.3	26.8	40.5	36.0
发行股数(百万)				1,537
流通股(%)				95
总市值(人民币百万)				59,899
3个月日均交易额(人民币百万)				903
净负债比率(%) (2020E)				净现金
主要股东(%)				
云南省工业投资控股集团有限责任公司				7

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2020 年 4 月 24 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 生物制品

邓周宇

075582560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

张威亚

(8610)66229354

weiya.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517070002

沃森生物

静待 13 价肺炎疫苗的放量增长

公司 Q1 亏损 1,812 万元, 因疫情影响业绩是暂时现象, 预计 Q2 有望快速恢复。13 价肺炎疫苗百亿市场空间, 放量值得期待, 维持增持评级。

支撑评级的要点

- 公司公布一季报, 收入 1.12 亿, 净利润亏损 1,812 万元, 亏损的原因是: 受新冠肺炎疫情影响, 各地疾控中心的正常疫苗接种工作出现暂时影响, 受交通物流停运影响, 疫苗产品配送也碰到很大的困难。我们估计这些问题有望在 Q2 逐步解决。由于疫苗接种的刚需特性, 随着各地疾控中心疫苗接种工作恢复正常, 疫苗的需求和销售将会出现快速的反弹。
- 十三价肺炎疫苗百亿市场空间, 蓄势待发。中国十三价肺炎结合疫苗 (PCV13) 渗透率约为 5%, 对比美国 85% 的渗透率, 整个市场规模还有很明显的提升的空间。对比辉瑞 PCV13 覆盖 6 周-15 月龄儿童, 公司产品覆盖 6 周-5 周岁儿童, 适用人群也有明显拓宽。目前, 公司已经完成 14.1 万只批签发, 2020 年公司 13 价肺炎疫苗放量销售值得期待。
- 公司二价 HPV 疫苗于 2020 年 1 月完成 III 期临床试验数据揭盲工作, 进入临床试验数据统计分析与临床研究总结阶段。九价 HPV 疫苗目前正在开展 I 期临床试验。重组 EV71 疫苗于 2019 年 3 月向国家药监局申请临床研究获得受理, 6 月收到国家药监局颁发的《临床试验通知书》, 目前已进入临床研究阶段。此外公司 23 价肺炎球菌疫苗在武汉进行 IV 期临床试验, 后续结果值得期待。
- 疫苗法推动行业进一步优胜劣汰。2019 年国家颁布《疫苗管理法》, 引入从疫苗研制到接种的全生命周期监管体系, 充分体现了国家提升疫苗行业准入标准、优化行业竞争格局、肃清行业乱象、提升行业集中度、促进产业并购及龙头发展、鼓励创新研发的核心思想, 行业确定性进一步增强。优质的龙头公司将持续受益于行业集中度提升带来的红利。

估值

- 因 PCV13 放量速度可能超出此前预期, 上调 2020-2021 年 EPS 至 0.59、0.89 (此前预测值为 0.25、0.36), 新增 2022 年 EPS 预测值 1.17, 对应市盈率 66 倍/44 倍/33 倍, 维持增持评级。

评级面临的主要风险

- 13 价肺炎疫苗放量速度低于预期、疫苗行业政策风险、行业公共安全事件性风险、竞争对手产品上市时间快于预期风险。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	879	1,121	4,459	6,351	8,361
变动(%)	32	28	298	42	32
净利润(人民币 百万)	1,046	142	889	1,344	1,765
全面摊薄每股收益(人民币)	0.692	0.094	0.587	0.889	1.167
变动(%)	(294.8)	(86.4)	525.9	51.3	31.3
原先预测薄每股收益(人民币)			0.247	0.357	-
调整幅度(%)			137.7	149.0	-
全面摊薄市盈率(倍)	56.3	415.1	66.3	43.8	33.4
价格/每股现金流量(倍)	(903.5)	950.3	(41.2)	19.0	(45.2)
每股现金流量(人民币)	(0.04)	0.04	(0.95)	2.06	(0.86)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	195.0	192.7	42.7	27.3	21.2
每股股息(人民币)	0.030	0.000	0.000	0.013	0.006
股息率(%)	0.1	n.a.	n.a.	0.0	0.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

13 价肺炎疫苗(PCV13)百亿市场空间，蓄势待发

2020 年 1 月 10 日，公司收到了国家药监局颁发的 13 价肺炎结合疫苗《药品注册批件》，目前，公司已完成 14.1 万支批签发。作为国产第一家，公司 PCV13 将快速放量满足市场供给的不足。

美国 CDC 官网数据显示，2017 年美国 19-35 月龄儿童 的 PCV 疫苗接种率中值在 85% 左右 (CDC 统计接种超过 1 剂的 PCV 疫苗)，在美国 CDC2020 年 3 月 1 日的 Vaccine Price List 上肺炎相关疫苗仅有 PCV13 和 PPSV23，肺炎多糖结合疫苗只有 PCV13。

在中国，PCV13 (辉瑞沛儿) 从 2017 年上市到 2020 年一季度截至，累计获批 993.35 万支，按新生儿接种 4 针程序来考虑，对应分子为 248 万人份。以 2017-2019 年我国新生儿总数 (4,711 万) 作为分母，计算的累计渗透率约为 5.26%。

辉瑞沛儿在中国获批的是 6 周-15 月龄儿童 (在美国基本是全年龄段覆盖)，作为国产第一家，沃森获批的适应人群是 3 个月-6 周岁以内的儿童，所以分母范围动态扩大到整个 6 周岁内的儿童 (沛儿在美国也是覆盖了整个 6 周岁以下的儿童)。假设我国 0-1 周岁儿童每年打 4 针，1-2 周岁儿童每年打 2 针，2-6 周岁儿童每年打 1 针，则动态适龄接种人群 (0-6 周岁儿童) 需要的针剂数量为 15,721.48 万支。分子为 993.35 万支，分母为动态适龄接种人群应接种的针剂数量 15,721.48 万支，渗透率为 6.32%。假设单价为 600 元，PCV13 在中国的市场空间在百亿级别以上。

图表 1. PCV13 渗透率

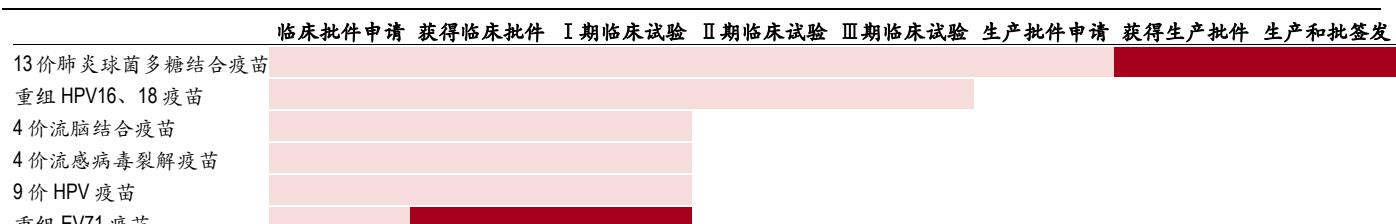
分子	分母	渗透率(%)
累计渗透率 248 万人份	2017-2019 年 新生儿总数 4,711 万	5.26
渗透率 993.35 万支	目标人群 人群数量 每年接种数 合计 0-6 周岁儿童 1,461.53 万 4 支 15,721.48 需要针剂数量 1-2 周岁儿童 1,520.59 万 2 支 6.32 2-6 周岁儿童 6,834.18 万 1 支 万支	

资料来源：国家统计局，CDC，中银证券

在研项目顺利推进，二价 HPV、九价 HPV、EV71 值得期待

公司二价 HPV 疫苗于 2020 年 1 月完成Ⅲ期临床试验数据揭盲工作，进入临床试验数据统计分析与临床研究总结阶段。九价 HPV 疫苗目前正在开展Ⅰ期临床试验。重组 EV71 疫苗于 2019 年 3 月向国家药监局申请临床研究获得受理，6 月收到国家药监局颁发的《临床试验通知书》，目前已进入临床研究阶段。23 价肺炎疫苗在武汉做的Ⅳ期临床试验稳步推进，在疫情背景下的临床试验，最终结果值得期待。此外 4 价流感病毒裂解疫苗，ACYW135 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗均处于临床研究阶段。

图表 2. 公司在研产品进度



备注：红色部分为在产品研发进度，粉色部分为报告期初至披露日研发进度最新进展

资料来源：万得，公司年报，中银证券

行业监管标准日益提升，加速促进行业优胜劣汰

2019年，我国首部关于疫苗管理的专门法律《中华人民共和国疫苗管理法》颁布实施，对疫苗研制和注册、生产和批签发、疫苗流通和预防接种以及监督管理和法律责任等方面进行了明确规定，在制度设计中充分体现了“四个最严（最严谨的标准、最严格的监管、最严厉的处罚、最严肃的问责）”的要求。根据《疫苗管理法》的规定，国家将疫苗纳入战略物资储备，实行中央和省级两级储备，建设中央和省级两级职业化、专业化药品检查员队伍，加强对疫苗的监督检查。疫苗实行上市许可持有人制度，明确疫苗上市许可持有人应当具备疫苗生产能力，价格由疫苗上市许可持有人依法自主合理制定。国家鼓励疫苗上市许可持有人加大研制和创新资金投入，推动疫苗技术进步，鼓励疫苗生产企业按照国际采购要求生产、出口疫苗。对疾病预防、控制急需的疫苗和创新疫苗，国务院药品监督管理部门应当予以优先审评审批。

《疫苗管理法》将进一步加大对疫苗违法行为的惩处力度、实施更加严格的生产管理、强化疫苗上市后研究管理、实行疫苗全程电子追溯制度等。从疫苗研制到接种的全生命周期监管体系，充分体现了国家提升疫苗行业准入标准、优化行业竞争格局、肃清行业乱象、提升行业集中度、促进产业并购及龙头发展、鼓励创新研发的核心思想，行业确定性进一步增强。《疫苗管理法》的落地将进一步促进疫苗质量的提升和规范疫苗企业的管理水平，推进整体疫苗产业向更优和更安全的方向迈进，有效保障人民群众的生命健康。

盈利预测与估值。

PCV13顺利上市，假设2020开始放量销售，预计2020-2022年归母净利润：8.89亿元、13.44亿元、17.65亿元。对应2020-2022年EPS0.59、0.89、1.17元，对应市盈率66倍/44倍/33倍，维持增持评级。

图表3. 主要疫苗公司市盈率

公司名称	股票代码	2020年市盈率 (E)	2021年市盈率 (E)	2022年市盈率 (E)
智飞生物	300122.SZ	38.32	28.94	23.27
康泰生物	300601.SZ	107.97	62.78	34.62
康希诺生物	6185.HK	(301.46)	123.04	67.28
沃森生物	300142.SZ	66.30	43.80	33.40
平均值			64.64	39.64

资料来源：万得、中银证券。备注：智飞、康泰、康希诺市盈率预测值来自万得一致预期，

评级面临的主要风险

13价肺炎疫苗放量速度低于预期、疫苗行业政策风险、行业公共安全事件性风险、竞争对手产品上市时间快于预期风险。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	879	1,121	4,459	6,351	8,361
销售成本	(182)	(236)	(824)	(1,108)	(1,444)
经营费用	(402)	(587)	(2,260)	(3,212)	(4,239)
息税折旧前利润	295	299	1,375	2,031	2,678
折旧及摊销	(116)	(77)	(97)	(112)	(125)
经营利润(息税前利润)	179	222	1,278	1,919	2,553
净利润收入/(费用)	(16)	4	21	26	29
其他收益/(损失)	1,131	16	7	32	14
税前利润	1,295	242	1,307	1,977	2,596
所得税	(121)	(35)	(196)	(297)	(389)
少数股东权益	16	52	222	336	441
净利润	1,046	142	889	1,344	1,765
核心净利润	1,185	154	890	1,349	1,768
每股收益(人民币)	0.692	0.094	0.587	0.889	1.167
核心每股收益(人民币)	0.783	0.102	0.588	0.892	1.168
每股股息(人民币)	0.030	0.000	0.000	0.013	0.006
收入增长(%)	32	28	298	42	32
息税前利润增长(%)	(288)	24	476	50	33
息税折旧前利润增长(%)	1,951	1	361	48	32
每股收益增长(%)	(295)	(86)	526	51	31
核心每股收益增长(%)	(293)	(87)	479	52	31

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	1,295	242	1,307	1,977	2,596
折旧与摊销	116	77	97	112	125
净利润息费用	16	(4)	(21)	(26)	(29)
运营资本变动	(11)	28	(2,318)	1,170	(2,415)
税金	(216)	5	(196)	(297)	(389)
其他经营现金流	(1,265)	(285)	(299)	172	(1,194)
经营活动产生的现金流	(65)	62	(1,430)	3,109	(1,305)
购买固定资产净值	(623)	176	(215)	(66)	(106)
投资减少/增加	1,247	224	0	0	0
其他投资现金流	(5)	(206)	223	100	302
投资活动产生的现金流	619	193	8	33	197
净增权益	(46)	0	0	(20)	(9)
净增债务	(139)	(105)	93	3	(13)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	897	(283)	151	(44)	(283)
融资活动产生的现金流	712	(361)	297	42	(84)
现金变动	1,266	(106)	(1,126)	3,184	(1,192)
期初现金	1,211	2,484	2,381	1,255	4,440
公司自由现金流	554	255	(1,423)	3,142	(1,108)
权益自由现金流	430	146	(1,351)	3,119	(1,150)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2,489	2,406	1,268	4,454	3,265
应收帐款	1,377	706	9,611	4,574	13,228
库存	236	313	1,428	1,083	2,130
其他流动资产	37	18	187	97	257
流动资产总计	4,139	3,444	12,494	10,208	18,880
固定资产	1,300	1,389	1,320	1,191	1,109
无形资产	827	1,003	759	710	561
其他长期资产	416	1,141	426	365	376
长期资产总计	2,543	3,532	2,505	2,266	2,046
总资产	7,237	7,018	15,340	13,002	21,487
应付帐款	252	277	1,468	1,049	2,126
短期债务	30	0	50	50	50
其他流动负债	1,254	812	6,337	2,831	8,144
流动负债总计	1,536	1,088	7,854	3,930	10,321
长期借款	0	0	10	10	10
其他长期负债	445	263	517	409	396
股本	1,513	1,513	1,513	1,513	1,513
储备	3,037	3,328	4,423	5,781	7,447
股东权益	4,549	2,905	5,936	7,294	8,959
少数股东权益	682	801	1,023	1,359	1,800
总负债及权益	7,237	7,018	15,340	13,002	21,487
每股帐面价值(人民币)	3.01	1.92	3.92	4.82	5.92
每股有形资产(人民币)	2.46	1.26	3.42	4.35	5.55
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.62)	(1.57)	(0.79)	(2.90)	(2.11)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率 (%)

年结日: 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	33.5	26.6	30.8	32.0	32.0
息税前利润率(%)	20.3	19.8	28.7	30.2	30.5
税前利润率(%)	147.3	21.6	29.3	31.1	31.0
净利率(%)	119.0	12.7	19.9	21.2	21.1
流动性					
流动比率(倍)	2.7	3.2	1.6	2.6	1.8
利息覆盖率(倍)	11.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.5	2.9	1.4	2.3	1.6
估值					
市盈率(倍)	56.3	415.1	66.3	43.8	33.4
核心业务市盈率(倍)	49.7	383.5	66.2	43.7	33.3
市净率(倍)	12.9	20.3	9.9	8.1	6.6
价格/现金流(倍)	(903.5)	950.3	(41.2)	19.0	(45.2)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	195.0	192.7	42.7	27.3	21.2
周转率					
存货周转天数	447.3	424.7	385.7	413.4	406.1
应收帐款周转天数	451.6	339.1	422.3	407.6	388.6
应付帐款周转天数	96.6	86.0	71.4	72.3	69.3
回报率					
股息支付率(%)	4.4	0.0	0.0	1.5	0.5
净资产收益率(%)	27.7	3.8	20.1	20.3	21.7
资产收益率(%)	2.5	2.7	9.7	11.5	12.6
已运用资本收益率(%)	5.8	0.8	4.1	4.3	4.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371