

公司研究

业绩符合预期，13价肺炎疫苗迅速放量

——沃森生物（300142.SZ）2020年报点评

买入（维持）

当前价：44.15元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

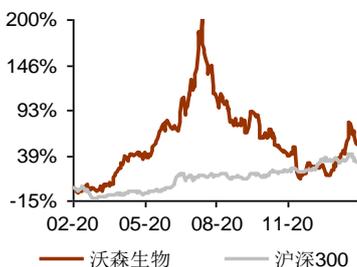
010-57378027

wangmingrui@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	15.46
总市值(亿元):	682.67
一年最低/最高(元):	29.55/95.90
近3月换手率:	199.76%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.47	15.62	11.84
绝对	-5.56	15.09	48.96

资料来源：Wind

相关研报

13价肺炎迅速放量，研发工作有序推进——沃森生物（300142.SZ）2020年三季度报点评（2020-10-21）

13价肺炎放量带动 Q2 业绩强势复苏，研发与国际化持续推进——沃森生物（300142.SZ）2020年半年报点评（2020-08-16）

要点

事件：公司发布 2020 年报，实现营业收入 29.39 亿元，同比+162.13%；归母净利润 10.03 亿元，同比+606.60%；扣非归母净利润 7.15 亿元，同比+485.44%；经营性净现金流 1.14 亿元，同比+84.13%；EPS 0.65 元。业绩符合市场预期。

点评：

13 价肺炎疫苗拉动业绩强劲增长，账期拖累现金流：公司 2020Q1~Q4 单季度营业收入分别为 1.12/4.61/9.93/13.72 亿元，同比-36.34%/+42.24%/+234.49%/+323.88%；归母净利润-0.18/0.80/3.74/5.68 亿元，同比-146.78%/+72.31%/+955.45%/+2527.56%；扣非归母净利润-0.20/0.77/3.75/2.83 亿元，同比-153.41%/+76.08%/+1032.98%/+3465.90%。业绩逐季加速增长，主要是 13 价肺炎结合疫苗上市之后迅速放量，2020 年批签发 446.51 万剂，占全部批签发量的 41.01%，销售量 286.36 万剂，实现销售收入 16.58 亿元；23 价肺炎多糖疫苗批签发 574.52 万剂，销售量 378.61 万剂，实现销售收入 6.88 亿元，同比+32.15%。2020 年经营性净现金流低于净利润，主要原因是 13 价肺炎结合疫苗增加营业收入较多，而非免疫规划疫苗国内销售款项信用期及付款周期较长，该产品于 2020 年 4 月上市销售，Q3~Q4 该产品及其他疫苗销量大幅增加，导致 2020 年底应收账款较年初增加 14.91 亿元。

新产品研发进展顺利，大品种源源不断：2020 年 1 月 10 日，13 价肺炎结合疫苗获得《药品注册批件》，3 月 30 日首批产品获得批签发，4 月 22 日实现首针接种；子公司上海泽润二价 HPV 疫苗于 12 月 31 日收到《药审中心关于启动重组人乳头瘤病毒双价（16/18 型）疫苗（酵母）注册现场核查的通知》，有望近期获批上市，成为公司新的利润增长点；九价 HPV 疫苗 I 期临床试验已接近尾声；与合作方共同合作开发的新型冠状病毒 mRNA 疫苗已经推进至 II 期临床试验。

产业化建设持续推进，奠定未来商业化的坚实基础：沃森生物科技创新中心项目正在持续推进；HPV 疫苗产业化项目产业化生产车间已建成，为公司 HPV 疫苗的产业化奠定了坚实的硬件基础；疫苗国际制剂中心建设项目已于 2020 年 12 月完成系统验证，正在开展设备安装调试工作，建成后将承担公司流脑系列疫苗和肺炎系列疫苗等产品出口国际市场的生产任务。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司疫苗销售放量和研发进展快于我们此前的预期，略上调 2021-2022 年归母净利润预测为 15.52/20.65 亿元，（原预测为 15.09/20.26 亿元），新增预测 2023 年归母净利润为 26.51 亿元，同比+54.67%/33.09%/28.37%，按最新股本测算对应 EPS 分别为 0.99/1.32/1.70 元，现价对应 PE 为 44/33/26 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新品种获批进度或销售低于预期；行业监管政策调整的风险。

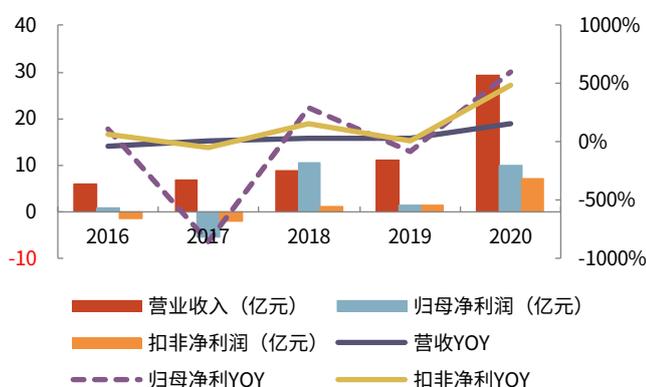
表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,121	2,939	5,131	6,895	8,466
营业收入增长率	27.55%	162.13%	74.57%	34.39%	22.78%
净利润 (百万元)	142	1,003	1,552	2,065	2,651
净利润增长率	-86.43%	606.60%	54.67%	33.09%	28.37%
EPS (元)	0.09	0.65	0.99	1.32	1.70
ROE (归属母公司) (摊薄)	2.92%	15.33%	19.35%	20.62%	21.08%
P/E	478	68	44	33	26
P/B	14.0	10.4	8.6	6.9	5.5

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-03-26

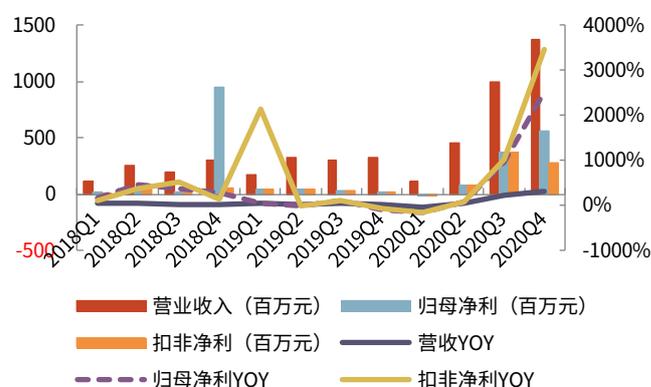
1、附录

图 1: 公司 2016-2020 年收入利润情况



资料来源: 同花顺 iFinD、光大证券研究所

图 2: 公司 2018-2020 年单季度收入利润情况



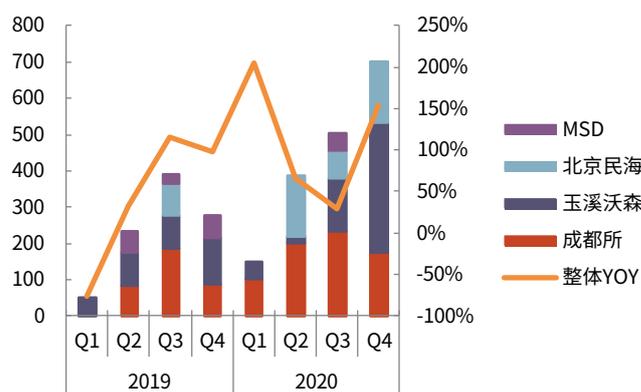
资料来源: 同花顺 iFinD、光大证券研究所

图 3: 公司的 13 价肺炎结合疫苗 2020 年迅速增长 (万剂)



资料来源: 医药魔方、光大证券研究所

图 4: 公司的 23 价肺炎多糖疫苗 2020 年迅速增长 (万剂)



资料来源: 医药魔方、光大证券研究所

表 2: 公司进入注册申报阶段的产品进展 (截至 2021.3.28)

进展情况	品种名称	注册分类	作用与用途
申报生产, 处于审评阶段。	重组人乳头瘤病毒双价 (16/18 型) 疫苗 (酵母)	预防用生物制品第 9 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	ACYW135 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	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。
II 期临床	新型冠状病毒 mRNA 疫苗	预防用生物制品 1 类	预防由 SARS-CoV-2 感染所致的疾病 (COVID-19)

I 期临床	4 价流感病毒裂解疫苗	预防用生物制品第 6 类	预防由 2 种 A 型流感病毒株和 2 种 B 型流感病毒株引起的流行性感冒。
	重组人乳头瘤病毒九价病毒样颗粒疫苗 (6、11、16、18、31、33、45、52、58 型 L1 蛋白) (毕赤酵母)	预防用生物制品第 1 类	用于预防由 HPV6、11、16、18、31、33、45、52、58 型感染导致的生殖器疣、子宫颈癌、外阴、阴道及肛门癌等相关疾病。
临床研究阶段	重组肠道病毒 71 型病毒样颗粒疫苗 (毕赤酵母)	预防用生物制品 9 类	预防 EV71 病毒感染所致的手足口病。

资料来源: 公司年报、CDE、光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,121	2,939	5,131	6,895	8,466
营业成本	227	400	564	740	901
折旧和摊销	77	124	105	125	143
税金及附加	9	17	43	58	71
销售费用	499	1,130	1,886	2,808	3,360
管理费用	175	219	241	211	198
研发费用	65	176	288	401	508
财务费用	-4	-31	-58	-74	-108
投资收益	6	5	6	6	6
营业利润	233	1,376	2,075	2,821	3,663
利润总额	229	1,373	2,052	2,799	3,641
所得税	35	162	153	209	272
净利润	194	1,211	1,899	2,590	3,369
少数股东损益	52	208	347	524	718
归属母公司净利润	142	1,003	1,552	2,065	2,651
EPS (元)	0.09	0.65	0.99	1.32	1.70

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	62	114	1,598	2,681	3,685
净利润	142	1,003	1,552	2,065	2,651
折旧摊销	77	124	105	125	143
净营运资金增加	-189	1,917	881	395	106
其他	33	-2,930	-940	96	785
投资活动产生现金流	193	-730	-446	-340	-343
净资本支出	-352	-403	-294	-296	-298
长期投资变化	20	20	0	0	0
其他资产变化	524	-348	-152	-44	-44
融资活动现金流	-361	215	-20	38	44
股本变化	0	9	17	0	0
债务净变化	-105	40	-40	0	0
无息负债变化	-525	399	589	319	230
净现金流	-106	-402	1,133	2,379	3,386

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	79.7%	86.4%	89.0%	89.3%	89.4%
EBITDA 率	22.9%	39.3%	44.3%	42.0%	43.5%
EBIT 率	15.6%	34.9%	42.2%	40.2%	41.8%
税前净利润率	20.5%	46.7%	40.0%	40.6%	43.0%
归母净利润率	12.7%	34.1%	30.2%	30.0%	31.3%
ROA	2.8%	12.6%	15.8%	17.4%	18.4%
ROE (摊薄)	2.9%	15.3%	19.3%	20.6%	21.1%
经营性 ROIC	5.6%	18.0%	32.3%	37.7%	46.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	19%	19%	19%	18%	16%
流动比率	3.16	3.36	3.52	4.25	5.26
速动比率	2.88	3.02	3.27	4.05	5.10
归母权益/有息债务	-	163.62	-	-	-
有形资产/有息债务	-	207.61	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	7,018	9,638	12,009	14,849	18,356
货币资金	2,381	1,962	3,094	5,473	8,859
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	513	2,004	2,633	2,830	2,780
应收票据	0	0	0	0	1
其他应收款 (合计)	203	305	489	525	516
存货	313	484	479	440	374
其他流动资产	15	4	35	60	81
流动资产合计	3,444	4,780	6,796	9,415	12,717
其他权益工具	307	561	561	561	561
长期股权投资	20	20	20	20	20
固定资产	689	828	995	1,125	1,224
在建工程	699	763	677	613	564
无形资产	127	272	325	368	410
商誉	34	34	34	34	34
其他非流动资产	148	293	400	400	400
非流动资产合计	3,574	4,858	5,213	5,434	5,639
总负债	1,352	1,790	2,340	2,658	2,889
短期借款	0	40	0	0	0
应付账款	277	608	600	551	470
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	25	0	118	159	195
其他流动负债	258	476	712	883	1,020
流动负债合计	1,088	1,422	1,931	2,218	2,420
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	223	256	296	328	357
非流动负债合计	263	368	408	440	469
股东权益	5,666	7,848	9,669	12,191	15,467
股本	1,537	1,546	1,564	1,564	1,564
公积金	2,818	3,330	3,468	3,674	3,939
未分配利润	510	1,478	2,797	4,588	6,881
归属母公司权益	4,865	6,545	8,019	10,016	12,575
少数股东权益	801	1,303	1,650	2,175	2,893

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	44.52%	38.45%	36.76%	40.72%	39.69%
管理费用率	15.60%	7.47%	4.70%	3.06%	2.33%
财务费用率	-0.34%	-1.04%	-1.13%	-1.07%	-1.28%
研发费用率	5.78%	6.01%	5.61%	5.82%	6.00%
所得税率	15%	12%	7%	7%	7%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.05	0.04	0.06	0.08
每股经营现金流	0.04	0.07	1.02	1.71	2.36
每股净资产	3.16	4.23	5.13	6.41	8.04
每股销售收入	0.73	1.90	3.28	4.41	5.41

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	478	68	44	33	26
PB	14.0	10.4	8.6	6.9	5.5
EV/EBITDA	267.6	60.5	31.0	24.0	18.5
股息率	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	-------------------------------------------------	----	---------------------------------------