

## 公司研究

## 13 价肺炎结合疫苗拉动增长，国际化与新技术拓展取得进展

## ——沃森生物（300142.SZ）2021年一季报点评

## 要点

**事件：**公司发布 2021 年一季报，实现营业收入 4.34 亿元，同比+286.45%；归母净利润 0.32 亿元，同比扭亏为盈；扣非归母净利润 0.75 亿元，同比扭亏为盈；经营性净现金流-1.41 亿元，负值扩大；EPS 0.02 元。业绩符合市场预期。

## 点评：

**13 价肺炎结合疫苗拉动增长，原材料采购和研发支出拖累当期现金流：**

2020Q1~2021Q1 单季度营业收入分别为 1.12/4.61/9.93/13.72/4.34 亿元，同比-36.34%/+42.24%/+234.49%/+323.88%/+286.45%；归母净利润-0.18/0.80/3.74/5.68/0.32 亿元，同比-146.78%/+72.31%/+955.45%/+2527.56%/扭亏；扣非归母净利润-0.20/0.77/3.75/2.83/0.75 亿元，同比-153.41%/+76.08%/+1032.98%/+3465.90%/扭亏。一季度收入同比大幅增长，主要是 13 价肺炎结合疫苗销量增加，该产品 Q1 批签发 164 万瓶，同比+1064%，达到 2020 全年批签发量的 37%，预计全年将实现持续高增长。经营性净现金流为负值的原因主要是原材料储备采购和项目研发款项支付及其他日常经营性支出同比增加。

**13 价肺炎结合疫苗国际化销售迈出第一步，全面国际化步履坚实：**控股子公司玉溪沃森近日与摩洛哥 MarocVax 公司就 13 价肺炎结合疫苗在摩洛哥的成品进口、分销、销售及其原液供应合作业务签订了独家经销协议。协议自签署之日起生效，从 MarocVax 在摩洛哥提交完整的注册文件并被接受和/或自产品首次销售之日起（以较早者为准）5 个商业年止。2021 年 13 价肺炎结合疫苗在摩洛哥的销售量预测为 200 万剂。当完成技术转移后，MarocVax 将从玉溪沃森采购半成品原液，采购的原液量至少等同于 200 万剂疫苗成品。MarocVax 承诺从第 2 个商业年开始的每个商业年度至少达到 80% 的销售量预测。

**签署通用流感病毒的 siRNA 药物许可协议，进一步拓展产品技术路径和产品线：**公司与圣诺生物、美国圣诺就“针对通用流感病毒的 siRNA 药物”的开发共同签订了《抗病毒核酸干扰药物合作开发和许可协议》。公司获得该药物在中国大陆、香港、澳门及台湾地区的独占权利，需支付预付款 500 万元+临床前研发付款 3650 万元+里程碑付款合计 1 亿元+销售提成。此次合作有利于保障该药物的技术研发和商业化，并帮助公司拓展新技术路径和产品线，利好公司长远发展。

**盈利预测、估值与评级：**维持预测 2021-2023 年 EPS 为 0.99/1.32/1.70 元，同比+54.67%/33.09%/28.37%，现价对应 PE 分别为 59/45/35 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。

## 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%	18.25%	19.67%	20.30%
P/E	636	91	59	45	35
P/B	18.6	13.9	10.8	8.8	7.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-29（注：2019.12.31 总股本为 1,537,436,984 股，2020 年因期权行权总股本增加至 1,546,237,084 股，2021 年因期权行权总股本增加至 1,563,694,484 股）

## 买入（维持）

当前价：58.77 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

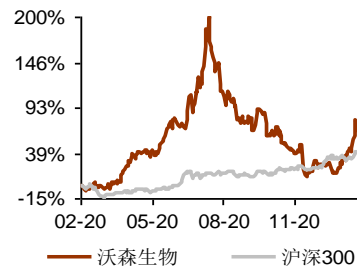
010-57378027

wangmingrui@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	15.64
总市值(亿元)	918.98
一年最低/最高(元)	33.60/95.90
近 3 月换手率	187.83%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	24.65	34.36	43.56
绝对	26.36	36.07	45.28

资料来源：Wind

## 相关研报

13 价肺炎结合疫苗批签发强劲增长，非经损益影响当期业绩——沃森生物（300142.SZ）2021 年一季报预告点评（2021-04-11）  
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（2021-03-28）

## 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	2,682	3,183
管理费用	175	219	241	218	210
研发费用	65	176	325	559	710
财务费用	-4	-31	-62	-81	-115
投资收益	6	5	6	6	6
营业利润	233	1,376	2,041	2,790	3,633
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	1,595	2,674	3,678
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	-944	89	777
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	465	45	51
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	1,614	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%	43.6%	41.4%	43.1%
EBIT 率	15.6%	34.9%	41.5%	39.6%	41.4%
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%	15.2%	16.9%	17.9%
ROE (摊薄)	2.9%	15.3%	18.3%	19.7%	20.3%
经营性 ROIC	5.6%	18.0%	31.7%	37.2%	45.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	19%	19%	19%	17%	15%
流动比率	3.16	3.36	3.77	4.46	5.45
速动比率	2.88	3.02	3.52	4.26	5.30
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	12,490	15,330	18,837
货币资金	2,381	1,962	3,575	5,954	9,341
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	7,277	9,896	13,198
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	10,151	12,672	15,948
股本	1,537	1,546	1,564	1,564	1,564
公积金	2,818	3,330	3,949	4,155	4,420
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	8,500	10,497	13,056
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%	38.90%	37.60%
管理费用率	15.60%	7.47%	4.70%	3.17%	2.48%
财务费用率	-0.34%	-1.04%	-1.20%	-1.18%	-1.36%
研发费用率	5.78%	6.01%	6.34%	8.10%	8.39%
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	2.35
每股净资产	3.16	4.23	5.44	6.71	8.35
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	636	91	59	45	35
PB	18.6	13.9	10.8	8.8	7.0
EV/EBITDA	356.9	80.2	41.5	32.2	24.8
股息率	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
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。
<b>基准指数说明：</b> 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。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 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。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE