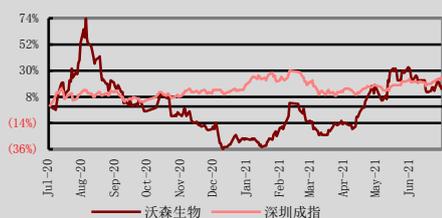


**300142.SZ**

# 增持

市场价格: 人民币 59.1

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	57.2	(13.9)	32.5	16.3
相对深证成指	55.7	(13.9)	25.0	(7.9)

发行股数(百万)	1,566
流通股(%)	96
总市值(人民币 百万)	94,206
3个月日均交易额(人民币 百万)	3,176
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
云南省工业投资控股集团有限责任公司	5

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
 以2021年7月1日收市价为标准

**相关研究报告**

《沃森生物: 新出激励计划彰显信心, 长期发展值得期待》20201105

《沃森生物: Q3业绩超预期, Q4有望延续放量趋势》20201021

**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**
**证券分析师: 邓周宇**

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

## 沃森生物

### 深耕疫苗行业, 致力于打造中国第一款国产 mRNA 疫苗

公司公告新冠疫苗合作及 2021 年一季报。

**支撑评级的要点**

- **携手艾博生物打造第一款国产 mRNA 疫苗。**5月11日, 公司公告与苏州艾博生物签署关于新冠 mRNA 疫苗的合作协议。艾博生物具有 mRNA 疫苗设计的核心技术, 其 CEO 英博先生曾供职于国际 mRNA 疫苗巨头 Moderna。沃森生物则拥有临床注册、研究、产业化和营销方面的丰富经验。同日, 墨西哥宣布将在5月底开展此疫苗的 III 期临床试验。
- **聚焦前沿技术, 提前布局新一代核酸类药物。**4月27日, 上市公司与圣诺生物签署了抗病毒核酸干扰药物的合作协议。圣诺生物负责完成药物的临床申报所需的临床前研究, 公司获得该药物在中国大陆及港澳台地区的独家权利。
- **13 价肺炎疫苗开始贡献收入, 国际化销售锦上添花。**2021Q1, 子公司 13 价肺炎疫苗获批签发 164.3 万瓶, 达到 2020 年全年批签发量的 36.8%。同时, 子公司与摩洛哥 MarocVax 达成排他性协议。MarocVax 保证在收到完整产品注册档案后 18 个月内获得上市许可。2021 年, 此疫苗于摩洛哥的销量约为 200 万剂。技术转移后, MarocVax 将继续采购至少等同于 200 万剂的疫苗原液。

**估值**

- 我们预测 2021-2023 年公司可实现净利润 13.62 亿元、18.30 亿元、21.64 亿元, 对应 EPS 0.87 元、1.17 元、1.38 元。

**评级面临的主要风险**

- 研发进展不及预期; 上市审批速度不及预期; 销售不及预期。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	1,121	2,939	4,600	6,337	7,685
变动(%)	28	162	57	38	21
净利润(人民币 百万)	142	1,003	1,362	1,830	2,164
全面摊薄每股收益(人民币)	0.091	0.641	0.869	1.168	1.381
变动(%)	(86.4)	606.6	35.7	34.4	18.3
全面摊薄市盈率(倍)	640.0	91.1	68.0	50.6	42.8
价格/每股现金流量(倍)	1,465.1	800.2	31.9	221.8	27.2
每股现金流量(人民币)	0.04	0.07	1.85	0.27	2.17
企业价值/息税折旧前利润(倍)	302.1	69.7	45.2	31.5	25.6
每股股息(人民币)	0.000	0.071	0.095	0.085	0.134
股息率(%)	n.a.	0.1	0.2	0.1	0.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 公司业绩简介

沃森生物成立于 2001 年，公司长期在疫苗领域深耕，拥有丰富且领先的产品管线，包括 13 价肺炎结合疫苗和 HPV 疫苗。公司 2020 年实现营业收入 29.39 亿元，同比增长 162.13%；归母净利润 10.03 亿元，同比增长 606.60%。2021 年第一季度实现营业收入 4.34 亿元，同比增长 286.45%；归母净利润 3215.88 万元，同比增长 277.50%。

2021 年第一季度，公司子公司玉溪沃森获批签发产品数量合计 9,749,407 剂，同比下滑 10.14%。除百白破疫苗批签发量出现较明显下滑外，其余品种均实现了显著的同比增长，其中 13 价肺炎结合疫苗开始放量，同比增长 1064.50%。

图表 40：玉溪沃森 2020 年度产品批签发量

产品	2021Q1 批签发量 (剂/瓶)	2020Q1 批签发量 (剂/瓶)	同比增长率(%)
Hib 疫苗	908,670	581,911	56.15
AC 结合疫苗	440,677	0	-
AC 多糖疫苗	5,647,079	4,626,588	22.06
ACYW135 多糖疫苗	290,267	171,671	69.08
百白破疫苗	200,700	4,861,836	(95.87)
23 价肺炎疫苗	618,690	466,033	32.76
13 价肺炎结合疫苗	1,643,324	141,119	1,064.50
合计	9,749,407	10,849,158	(10.14)

资料来源：沃森生物季报，中银证券

## 公司研发管线

根据公司 2021 年一季报，目前共有 6 条研发管线，其中 1 项进入申报生产阶段，其余 5 项处于临床研究阶段。其中 2 价 HPV 疫苗、9 价 HPV 疫苗、mRNA 新冠疫苗受到市场极高的关注。

图表 41：2021Q1 沃森生物研发管线

产品	研发阶段	注册分类	用途
重组人乳头瘤病毒双价 (16/18 型) 疫苗 (酵母)	申报生产	预防用生物制品第 9 类	预防 HPV16、18 引起的宫颈癌
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	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
4 价流感病毒裂解疫苗	临床研究	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)	临床研究	预防用生物制品第 1 类	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
重组肠道病毒 71 型病毒样颗粒疫苗 (毕赤酵母)	临床研究	预防用生物制品第 9 类	预防 EV71 病毒感染所致的手足口病
新型冠状病毒 mRNA 疫苗	临床研究	预防用生物制品第 1 类	预防由 SARS-CoV-2 感染所致的疾病

资料来源：沃森生物季报，中银证券

## 携手艾博生物打造第一款国产 mRNA 疫苗。

5 月 11 日，公司公告与苏州艾博生物签署合作协议，致力于开展新冠 mRNA 疫苗的临床前、临床研究并实施商业化生产。苏州艾博生物具有 mRNA 疫苗设计的核心技术，其 CEO 英博先生曾供职于国际 mRNA 疫苗巨头 Moderna。沃森生物则拥有临床注册、研究、产业化和营销方面的丰富经验。

公司与艾博生物、军事科学研究院共同研发的 mRNA 新冠疫苗 ARCoV 是国内第一款获批临床的 mRNA 疫苗。目前，此款疫苗在国内进行临床 II 期实验。6 月 15 日，在由 BioBAY 主办的核酸药物研发论坛上，英博透露 ARCoV 正在启动海外多中心 III 期临床试验，5 月 11 日，墨西哥外交部长埃布拉德宣布将在墨西哥开展此疫苗的 III 期临床试验，预计志愿者 6000 人，实验将于 5 月 31 日开始。

ARCoV 新冠 mRNA 疫苗的储藏条件为 2-8 摄氏度，相较于 BNT162b2 要求的 -70 摄氏度和 mRNA1273 的 -20 摄氏度更为宽松。不过宽松的储藏条件也相应地提高了对疫苗递送系统要求，由于脂质易在高温条件下发生变质、降解，因此需要密切关注 ARCoV 的有效期以及疫苗保护率是否会因此受到影响。

### 聚焦前沿技术，提前布局新一代核酸类药物

4 月 27 日，上市公司与圣诺生物医药技术(苏州)有限公司(简称“圣诺生物”)、Sirnaomics, Inc.(圣诺制药有限公司,简称“美国圣诺”)签署了抗病毒核酸干扰药物的合作协议。圣诺生物负责完成药物的临床申报所需的临床前研究，上市公司则获得该药物在中国大陆及港澳台地区的独家权利，包括临床开发、注册、生产制造和商业化销售的许可权。公司将根据协议向圣诺生物支付 500 万元预付款，3650 万元临床前研发费用，以及药物在不同临床开发阶段的里程碑付款和产品销售分成。

核酸干扰 (RNA interference, RNAi) 类药物是新一代核酸药物，通过“沉默”靶基因或基因中的片段产生临床效果，在治疗肿瘤、免疫疾病、传染疾病、以及神经退行性疾病中有广阔的前景。RNAi 中最重要的 2 种物质分别为 miRNA 和 siRNA。在 DNA 转录产生 mRNA 后，这两种物质能够快速指引 RNA 分解酶对生成的 mRNA 进行降解，阻止其进一步转译为能够对生物活动产生影响的蛋白质，以此变相沉默特定的基因片段。

美国 FDA 于 2018 年和 2019 年 11 月相继批准了 Alnylam 两款 RNAi 药物的上市申请，适应症分别为急性肝叶淋症、遗传性转甲状腺素蛋白淀粉样变性引起的基因紊乱。

圣诺生物本次与沃森生物的合作项目为抗流感病毒的小干扰核酸药物 STP702。STP702 预定的给药途径为雾化吸入，目前该项目在中美均处于 IND 准备阶段。

### 13 价肺炎疫苗开始贡献收入，国际化销售锦上添花。

2021 年第一季度，控股子公司玉溪沃森的 13 价肺炎疫苗获批签发 164.3 万瓶，以达到 2020 年全年批签发量的 36.8%。同时，子公司与摩洛哥 MarocVax 达成排他性协议。双方将先开展成品供应合作，同时进行部分技术转移。MarocVax 保证在收到完整产品注册档案后 18 个月内获得上市许可。2021 年，此疫苗于摩洛哥的销量约为 200 万剂。技术转移后，MarocVax 将继续采购至少等同于 200 万剂的疫苗原液。我们预测公司的 13 价肺炎疫苗将在 2021 年继续放量，并成为公司的主要营收来源。

### 风险提示

**研发不及预期：**mRNA 疫苗的序列设计和递送系统为前沿技术，可供参考的成功范例少，研发工作极其依赖公司研发团队的能力。因此，有研发不及预期的可能性。

**上市审批速度不及预期：**上市及审批受政策和疫情影响。若疫情控制较好，病毒变异并未造成现有疫苗明显的免疫逃逸，则审批速度有可能放缓。

**销售不及预期：**产品放量依赖市场需求，无论是对于新冠疫苗还是公司其他产品，需求的波动都有可能造成销售的起伏。同时，竞品或替代品的出现也有可能对销售造成冲击。

### 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	1,121	2,939	4,600	6,337	7,685
销售成本	(236)	(417)	(504)	(698)	(820)
经营费用	(587)	(1,221)	(2,140)	(2,835)	(3,526)
息税折旧前利润	299	1,301	1,956	2,804	3,340
折旧及摊销	(77)	(124)	(146)	(172)	(203)
经营利润 (息税前利润)	222	1,177	1,810	2,632	3,137
净利息收入/(费用)	4	31	21	26	29
其他收益/(损失)	16	282	171	32	16
税前利润	242	1,490	2,002	2,690	3,182
所得税	(35)	(162)	(300)	(404)	(477)
少数股东权益	52	208	340	457	541
净利润	142	1,003	1,362	1,830	2,164
核心净利润	258	1,120	1,363	1,834	2,166
每股收益 (人民币)	0.092	0.649	0.869	1.168	1.381
核心每股收益 (人民币)	0.168	0.724	0.870	1.171	1.383
每股股息 (人民币)	0.000	0.071	0.095	0.085	0.134
收入增长(%)	28	162	57	38	21
息税前利润增长(%)	24	430	54	45	19
息税折旧前利润增长(%)	1	336	50	43	19
每股收益增长(%)	(86)	603	34	34	18
核心每股收益增长(%)	(78)	332	20	35	18

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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	242	1,490	2,002	2,690	3,182
折旧与摊销	77	124	146	172	203
净利息费用	(4)	(31)	(21)	(26)	(29)
运营资本变动	28	(740)	330	(1,515)	593
税金	5	(71)	(300)	(404)	(477)
其他经营现金流	(285)	(658)	746	(501)	(67)
经营活动产生的现金流	62	114	2,902	417	3,404
购买固定资产净值	176	147	183	258	267
投资减少/增加	224	5	0	0	0
其他投资现金流	(206)	(882)	(699)	(402)	(553)
投资活动产生的现金流	193	(730)	(515)	(144)	(286)
净增权益	0	(109)	(148)	(133)	(209)
净增债务	(105)	40	45	(17)	3
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(256)	257	(31)	(191)	(173)
融资活动产生的现金流	(361)	215	(82)	(237)	(159)
现金变动	(106)	(401)	2,305	36	2,959
期初现金	2,484	2,381	1,962	4,267	4,303
公司自由现金流	255	(616)	2,387	273	3,118
权益自由现金流	146	(607)	2,410	231	3,092

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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2,381	1,962	4,267	4,303	7,262
应收帐款	706	2,305	2,385	4,093	3,763
库存	313	484	602	811	844
其他流动资产	43	30	92	53	101
流动资产总计	3,444	4,780	7,346	9,260	11,971
固定资产	1,389	1,590	1,506	1,481	1,436
无形资产	1,003	1,150	1,272	1,382	1,491
其他长期资产	1,141	2,073	1,029	1,286	1,308
长期资产总计	3,532	4,813	3,806	4,149	4,235
总资产	7,018	9,638	11,474	13,666	16,563
应付帐款	277	608	515	943	806
短期债务	0	40	50	50	50
其他流动负债	812	774	1,138	892	1,388
流动负债总计	1,088	1,422	1,703	1,884	2,244
长期借款	0	0	10	10	10
其他长期负债	263	368	359	330	353
股本	1,537	1,546	1,566	1,566	1,566
储备	3,328	4,808	6,192	7,775	9,748
股东权益	4,865	2,905	7,758	9,341	11,314
少数股东权益	801	1,303	1,644	2,101	2,642
总负债及权益	7,018	9,638	11,474	13,666	16,563
每股帐面价值 (人民币)	3.16	1.88	4.95	5.96	7.22
每股有形资产 (人民币)	2.51	1.13	4.14	5.08	6.27
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.55)	(1.24)	(2.69)	(2.71)	(4.60)

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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	26.6	44.3	42.5	44.3	43.5
息税前利润率(%)	19.8	40.0	39.4	41.5	40.8
税前利润率(%)	21.6	50.7	43.5	42.5	41.4
净利率(%)	12.7	34.1	29.6	28.9	28.2
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	3.2	3.4	4.3	4.9	5.3
利息覆盖率(倍)	n.a.	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)	2.9	3.0	4.0	4.5	5.0
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	640.0	91.1	68.0	50.6	42.8
核心业务市盈率(倍)	352.2	81.6	67.9	50.5	42.7
市净率(倍)	18.7	31.4	11.9	9.9	8.2
价格/现金流(倍)	1,465.1	800.2	31.9	221.8	27.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	302.1	69.7	45.2	31.5	25.6
<b>周转率</b>					
存货周转天数	424.7	348.5	393.3	369.8	368.5
应收帐款周转天数	339.1	187.0	186.1	186.5	186.5
应付帐款周转天数	86.0	54.9	44.5	42.0	41.5
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	10.9	10.9	7.3	9.7
净资产收益率(%)	3.0	25.8	25.5	21.4	21.0
资产收益率(%)	2.7	12.6	14.6	17.8	17.6
已运用资本收益率(%)	0.6	5.1	5.0	4.4	4.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测