

海外业务收入再创新高， 国际化及长期发展值得期待

核心观点

公司发布 2024 年报，受人口结构变化和市场竞争加剧等因素影响，主营产品销售承压，2 价 HPV 疫苗政府采购价格面临压力。25Q1 经营压力持续存在，导致业绩低于预期。国内市场方面，公司 PCV13 保持较高的市场份额，未来有望保持稳定；2 价 HPV 疫苗销售有望恢复增长。公司 2024 年海外收入再创新高，期待国际化业务获得更多进展，助力业绩提升。公司持续推进产品研发，9 价 HPV 疫苗等管线顺利推进，助力长期健康发展。

事件

公司发布 2024 年报，业绩符合预期

4 月 12 日，公司发布 2024 年年报，全年实现：1) 营业收入 28.21 亿元，同比下降 31.41%；2) 归母净利润 1.42 亿元，同比下降 66.10%；3) 扣非归母净利润 1.08 亿元，同比下降 81.10%；4) 基本每股收益 0.09 元。业绩符合预期。

公司经本次董事会审议通过的利润分配预案为：向全体股东每 10 股派发现金红利 0.10 元（含税），送红股 0 股（含税）。

公司发布 2025 年一季报，业绩低于预期

4 月 26 日，公司发布 2025 年第一季度报告，实现：1) 营业收入 4.62 亿元，同比下降 22.93%；2) 归母净利润 0.03 亿元，同比下降 81.27%；3) 扣非归母净利润 -0.11 亿元，同比下降 113.67%；4) 基本每股收益 0.0017 元。业绩低于预期。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,113.77	2,821.44	2,641.33	2,767.57	2,925.37
YoY(%)	-19.12	-31.41	-6.38	4.78	5.70
净利润(百万元)	419.39	142.16	207.76	257.64	302.20
YoY(%)	-42.44	-66.10	46.15	24.01	17.29
毛利率(%)	85.47	79.69	77.83	77.82	77.89
净利率(%)	10.19	5.04	7.87	9.31	10.33
ROE(%)	4.49	1.51	2.16	2.61	2.97
EPS(摊薄/元)	0.26	0.09	0.13	0.16	0.19
P/E(倍)	39.05	115.20	78.83	63.57	54.19
P/B(倍)	1.75	1.74	1.70	1.66	1.61

资料来源：iFinD，中信建投证券

沃森生物(300142.SZ)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-56135328

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

汤然

tangran@csc.com.cn

010-56135330

SAC 编号:S1440524100001

发布日期：2025 年 06 月 12 日

当前股价：10.38 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1 个月	3 个月	12 个月
-2.26/-5.31	-14.85/-15.47	-27.82/-35.75
12 月最高/最低价(元)		17.66/9.89
总股本(万股)		159,934.85
流通 A 股(万股)		155,941.03
总市值(亿元)		166.01
流通市值(亿元)		161.87
近 3 月日均成交量(万)		2376.65
主要股东		
刘俊辉		2.79%

股价表现



简评

销售下降及价格承压影响业绩表现，多重因素影响利润端

24Q4 公司营业收入 6.80 亿元，同比下降 28.84%；归母净利润-1.14 亿元，同比增长 14.77%；扣非归母净利润-1.16 亿元，同比下降 822.69%。2024 年及 25Q1 公司收入端同比下滑，主要由于：1）受国内人口结构整体变化趋势和市场竞争加剧等因素影响，公司产品国内销售收入同比下降；2）公司 2 价 HPV 疫苗政府采购中标价格整体下降，叠加 9 价 HPV 疫苗扩龄和自费接种意愿降低等因素影响，自费市场销售持续承压。2024 年利润端出现大幅下滑，除收入下滑外，主要由于：1）公司持有的股票价格下跌及其他金融资产估值变动，导致公允价值变动损失较大；2）公司对 24 年末及 25Q1 末资产进行减值测试，并计提了相关资产减值损失。25Q1 利润端同比降幅较大，主要由于 2 价 HPV 疫苗政府采购价格同比降幅较大，影响毛利率水平，叠加资产减值损失同比增加所致。

国内疫苗销售承压，期待后续企稳。2024 年，公司自主疫苗产品销售收入 25.42 亿元，同比下降 37.66%。随着国内市场接种群体数量、年龄结构和消费习惯的变化，公司面临较大的市场竞争压力。面对外部环境变化，公司持续注重营销关键环节，加强终端渠道的覆盖和渗透。2024 年公司 PCV13 继续保持国内较高的市场份额；2 价 HPV 疫苗继续聚焦重点惠民采购项目，持续提高产品的可及性。预计 2025 年，随着公司持续加强终端销售推广，PCV13 有望维持稳定的市场占有率；2 价 HPV 疫苗政府采购价格有望逐步企稳，叠加降价后政府采购意愿提升，后续收入有望逐渐企稳并恢复增长。

海外业务收入再创新高，产品与技术出海持续推进。公司将产品销售与技术出海相结合，持续推进国际化业务。2024 年，公司海外业务收入达 5.7 亿元（其中产品销售收入 3.76 亿元，技术服务收入 1.94 亿元），合计同比增长 98%，再创历史新高。2024 年，公司产品海外注册准入持续推进，同时继续向摩洛哥出口 PCV13，并连续 7 年稳定向埃及客户交付 AC 脑膜炎球菌多糖疫苗。2024 年 8 月，公司 2 价 HPV 疫苗通过世界卫生组织预认证（WHO PQ 认证），标志着该疫苗获得了联合国儿童基金会（UNICEF）及其他联合国下属机构的采购资格，是公司国际化业务拓展的又一重要里程碑。技术出海方面，公司持续推进 PCV13 在印度尼西亚进行本地化生产技术合作，目前已与印度尼西亚合作方之间完成了技术转移，本地化建设也已完成。PCV13 在摩洛哥的本地化生产技术转移工作也在不断推进中。

持续推进产品研发，助力长远发展。公司持续保持较高的投入强度，2024 年研发投入占营业收入比例达 24.82%。研发管线方面，公司 MCV4 完成 III 期临床试验全程免疫阶段主要临床工作，目前正在开展临床研究报告撰写等工作。9 价 HPV 疫苗 III 期临床研究持续推进，目前该疫苗与同类疫苗免疫原性比较的 III 期临床试验处于数据统计分析和撰写临床研究报告阶段。吸附破伤风疫苗 2024 年获得临床试验批准；PCV20 临床试验申请于 2025 年 1 月获得受理。同时，为实现公司长远战略目标，提升资产收益水平，公司拟向金融机构拟申请不超过 28 亿元的并购贷款授信额度，拟申请授信期限为 2 年。公司将择机进行资本运作，助力长远发展。

表 1: 公司进入注册申报阶段的在研产品

品种名称	适应症	研发进展
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）	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。	III 期临床研究阶段
ACYW135 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	A/C/Y/W135 群脑膜炎球菌引起的流行性脑脊髓膜炎	III 期临床研究阶段

表 1: 公司进入注册申报阶段的在研产品

品种名称	适应症	研发进展
新型冠状病毒变异株 mRNA 疫苗 (S 蛋白嵌合体)	预防新型冠状病毒感染引起的疾病	III 期临床研究阶段
新型冠状病毒变异株 mRNA 疫苗 (Omicron XBB.1.5)	预防新型冠状病毒感染引起的疾病	2023 年 12 月获批准 纳入紧急使用
吸附破伤风疫苗	预防由破伤风梭状芽孢杆菌引起的感染性疾病	已获得临床试验批准
20 价肺炎球菌多糖结合疫苗	预防由本疫苗包含的 20 种血清型肺炎球菌引起的感染性疾病	申报临床试验获受理

资料来源: 公司公告, 中信建投证券

收入下降及价格调整影响毛利率, 管理费用及资产减值同比增长

2024 年公司毛利率 79.69%, 同比下降 5.78pct, 主要由于: 1) 收入及生产量下降, 导致对固定成本的摊销减少; 2) 2 价 HPV 疫苗政府采购比例提升, 采购价格同比下降。2024 年公司销售费用 9.79 亿元 (-35.59%), 销售费用率 34.69% (-2.25pct); 管理费用 4.22 亿元 (+41.64%), 管理费用率 14.94% (+7.71pct); 研发费用 5.97 亿元 (-23.17%), 研发费用率 21.14% (+2.27pct); 财务费用-0.57 亿元 (+19.68%), 财务费用率-2.02% (-0.30pct)。管理费用同比增长较多, 主要由于: 1) 公司销毁新冠疫苗相关存货, 以及 2 价 HPV 库存商品及原辅料存货; 2) 支付人员优化费用。公司经营净现金流 10.37 亿元 (-8.58%), 主要由于销售回款、收到政府补助资金等同比减少较多所致。资产减值损失 1.74 亿元 (+7.11%), 主要由于存货、应收款项等相关资产计提减值准备, 以及终止部分新冠疫苗临床试验并计提的坏账准备 8159.38 万元。

2025Q1 公司毛利率 71.48%, 同比下降 9.59pct, 主要由于收入下降影响成本摊销, 以及 2 价 HPV 疫苗政府采购价格调整所致。销售费用 1.64 亿元 (-21.91%), 销售费用率 35.55% (+0.46pct); 管理费用 0.71 亿元 (+14.56%), 管理费用率 15.31% (+5.01pct); 研发费用 0.67 亿元 (-23.12%), 研发费用率 14.47% (-0.04pct); 财务费用-0.11 亿元 (+27.25%), 财务费用率-2.33% (+0.14pct)。管理费用增长, 主要由于公司销毁部分存货所致。经营净现金流-1.62 亿元 (-113.87%), 主要由于销售回款、收到政府补助资金等同比减少所致。资产减值损失 0.52 亿元 (+584.25%), 主要由于近效期产品、在产品计提资产减值准备同比增加所致。

2025 年展望: 国内产品销售有望企稳, 国际化业务及长期发展值得期待

2024 年, 受人口结构变化和市场竞争加剧等因素影响, 公司主营产品销售承压, 2 价 HPV 疫苗政府采购价格面临压力; 25Q1 压力持续存在, 导致业绩低于预期。公司作为国内疫苗行业的龙头企业, PCV13 保持国内较高的市场份额, 未来有望继续保持稳定; 2 价 HPV 疫苗政府采购价格有望企稳, 叠加政府采购意愿增加, 其销售收入有望企稳并恢复增长。公司持续推进国际化业务, 2024 年海外收入再创新高, 期待 2025 年获得更多进展, 助力业绩提升。公司持续推进产品研发, 9 价 HPV 疫苗等管线顺利推进, 助力公司长期健康发展。

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2025 ~2027 年营业收入分别为 26.41 亿元、27.68 亿元和 29.25 亿元; 归母净利润分别为 2.08 亿元、2.58 亿元和 3.02 亿元, 分别同比增长 46.2%、24.0%和 17.3%, 折合 EPS 分别为 0.13 元/股、0.16 元/股和 0.19 元/股, 对应 PE 分别为 78.8X、63.6X 和 54.2X。综合考虑公司国际化业务前景、在研管线价值及外延并购前景, 维持买入评级。

风险分析

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

1、在研产品的研发风险：疫苗产品的研发具有高投入、长周期和高风险的特点，创新度越高的产品，其研发风险也越大。疫苗研发管线失败或进展低于预期将影响公司未来业绩预测，进而对公司估值产生负面影响。

2、市场竞争加剧的挑战：公司目前上市的产品均非独家品种，每一个品种都有竞争厂家，后续可能陆续有新厂家加入，传统疫苗市场的竞争日益激烈，将对公司产品的市场占有率和销售价格造成不利影响。

3、应收账款风险：疫苗行业最终客户均为全国各地的区县疾控中心，存在款项支付审批环节较多、付款周期较长的特点，由于应收账款占用了公司较多的资金，若不能及时收回，可能影响公司的现金流量，如形成坏账将给公司造成损失。

4、政策风险：近年来，国家对制药行业的监管力度也在不断加强。药品从研发到临床、从生产到流通直至产品上市后的监管要求均在大幅提高，整个行业也在不断进步。若企业不能预先且快速适应政策变化，可能带来公司经营风险。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、基因测序、CRO 等细分领域。

2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

汤然

医药行业分析师，北京大学临床医学博士，2022 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖 CXO、疫苗、血制品细分领域

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk