

导语：靠非经常性损益硬拉出的增长，能持续吗？

作者：市值风云 App: beyond

拿补贴，炒股票，扭亏为盈！沃森生物：主业仍在失血

2025 年，沃森生物（300142.SZ，公司）实现营业收入 24.2 亿元，同比下降了 14.3%。

但归属于股东的净利润是 1.8 亿元，同比增长了 25%。收入少了，利润反而多了，这个“反常”现象的原因在于：非经常性损益。

	2025 年	2024 年	本年比上年增减
营业收入（元）	2,418,234,933.46	2,821,441,302.71	-14.29%
归属于上市公司股东的净利润（元）	177,741,534.70	142,160,410.01	25.03%
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润（元）	95,450,860.28	108,396,074.77	-11.94%

（来源：公司 2025 年报）

简单说，非经常性损益就是公司跟主营业务无关的收入或支出，比如政府给的一次性补贴、手里股票涨跌带来的账面盈亏等。2025 年，沃森生物的非经常性损益净额约为 8229 万元，而 2024 年只有约 3465 万元，增加了近 5000 万元。

这笔钱主要来自两个地方：

政府补助增加，从 2024 年的 3616 万元增加到 2025 年的 7251 万元，翻了一倍左右；

金融资产公允价值变动，2024 年公司持有的股票等资产大跌，造成近亿元的账面亏损；2025 年这些资产价格回升，带来了约 2968 万元的正面收益。

如果把这两项“意外”因素剔除，只看公司靠卖疫苗赚到的钱（扣非净利润），2025 年是 0.95 亿元，比 2024 年的 1.08 亿元下降了 12%。

2026Q1，公司营收同比下滑 4%至 4.4 亿元；归母净利润 1.1 亿元，扣非净利润 1.13 亿元，分别同比增长 4082%和 1089%，显示盈利在低基数效应下有所恢复。

	本报告期	上年同期	本报告期比上年同期增减
营业收入（元）	443,848,309.81	462,257,650.83	-3.98%
归属于上市公司股东的净利润（元）	110,677,005.66	2,646,248.58	4,082.41%
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润（元）	113,661,365.91	-11,490,238.08	1,089.20%

一、海外市场增长明显，国内仍在下滑

2025 年，沃森生物国内业务收入 18.96 亿元，同比下降约 16%；而海外业务收入 5.22 亿元，其中产品海外销售收入 5.17 亿元，同比增长约 37%，占总收入的比例从 2024 年的约 20%提升到了 21.6%。

现销售规模与区域覆盖的双重提升。2025 年，公司海外业务收入超过 5.22 亿元，其中，产品海外销售收入 5.17 亿元，同比增长 37%。截至目前，公司产品已累计出口 26 个国家
(来源：公司 2025 年报)

海外市场方面，截至 2025 年，公司疫苗已出口到 26 个国家和地区，包括东南亚、非洲、拉美等新兴市场。

公司在埃及、马来西亚等地启动技术转移项目，从单纯“卖产品”升级为“技术出海”，更容易获得当地市场信任，尤其是公司的流脑疫苗、肺炎疫苗等产品符合许多发展中国家的免疫规划需求。

国内业务方面，收入仍在下降，但降幅有所收窄。公司通过将双价 HPV 疫苗纳入国家免疫规划采购，稳定了销量基本盘，同时加强了成本控制。

2025 年，非经常性损益占归母净利润的比例约为 46.3%。换句话说，公司每赚 1 元净利润，其中约有 0.46 元来自政府补贴和金融资产价格波动等非经营因素。

这个比例较高，意味着当前利润的可持续性需要关注。如果 2026 年政府补助规模回落，或者金融资产价格再次下跌，净利润可能会受到明显影响。

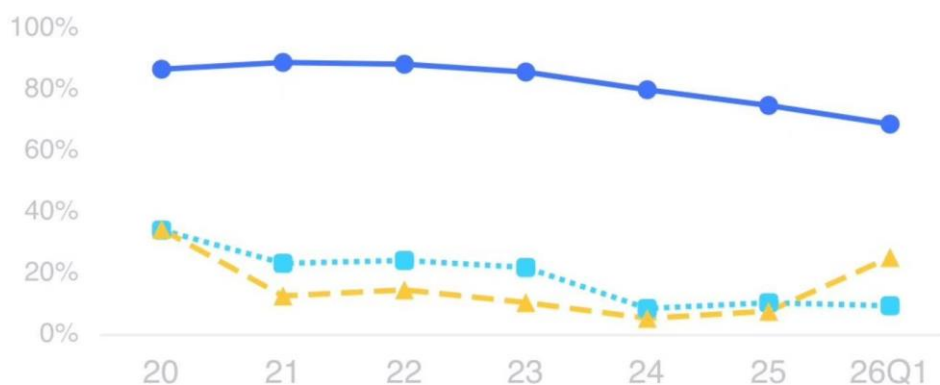
二、利润薄了，成本瘦了

从盈利能力指标看，公司近三年的盈利能力呈下降趋势：毛利率从 2023 年 85.5 % 降至 2025 年 74.6%；净利率从 2023 年的 10.2%降至 2025 年的 7.4%。

毛利率下降，意味着每卖出一块钱的产品，扣除直接成本后剩下的钱在变少。净利率下降，则说明考虑所有费用后，最终的赚钱效率在降低。

利润率

● 毛利率 ● 经调整营业利润率 ● 净利率



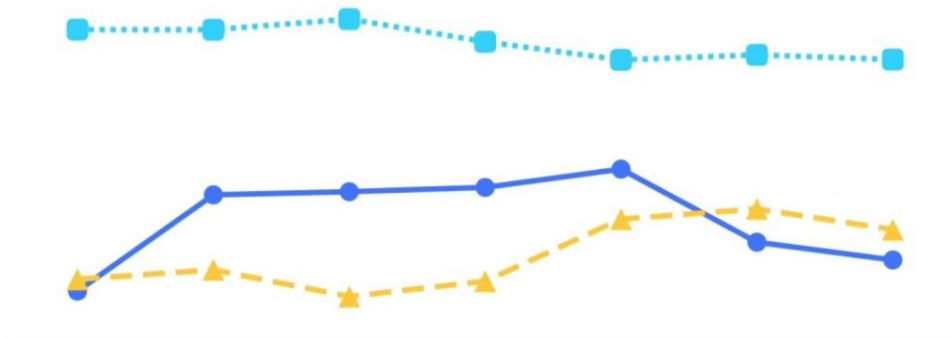
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1
● 毛利率	86.4%	88.6%	88.0%	85.5%	79.7%	74.6%	68.5%
● 经调整营业利润率	33.9%	23.0%	23.9%	21.6%	8.2%	10.1%	9.1%
● 净利率	34.1%	12.4%	14.3%	10.2%	5.0%	7.4%	24.9%

(来源：市值风云 APP)

成本费用方面，公司近三年在压降费用，不过主要是在压降研发费用。2025 年公司的研发费用 2.9 亿元，比 2023 年的 7.76 亿元下降了 62%。对于一家疫苗企业，研发投入的减少可能会影响未来的产品储备。

费用率

● 研发费用率 ● 管理费用率 ● 销售费用率



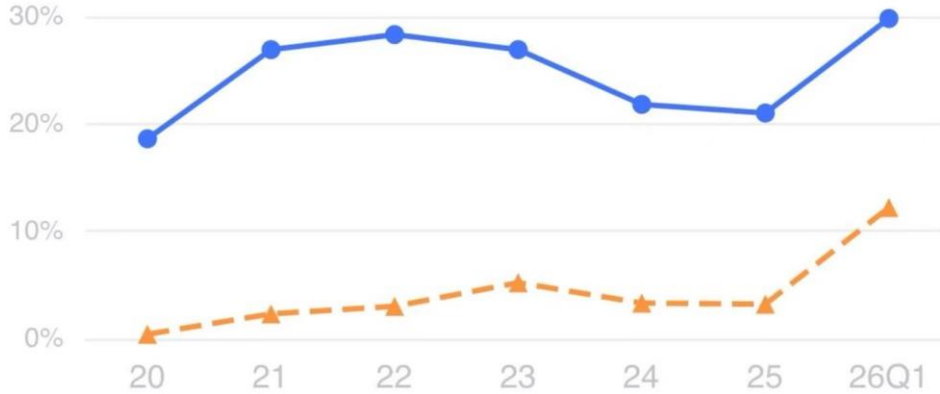
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1
● 研发费用率	6.0%	17.9%	18.3%	18.9%	21.1%	12.1%	9.9%
● 管理费用率	7.5%	8.7%	5.3%	7.2%	14.9%	16.2%	13.6%
● 销售费用率	38.5%	38.4%	39.8%	36.9%	34.7%	35.3%	34.7%

截至 2025 年末，公司资产负债率为 21%。医药行业上市公司的资产负债率通常在 40%-60%之间，公司的负债水平远低于行业平均。

不过 2026Q1，公司的负债率迅速拉高至 30%，与此同时其有息负债率也提高至 12%，负债率的提高值得后续进一步跟踪。

负债率

● 期末资产负债率 ● 期末有息负债率



	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1
● 期末资产负债率	18.6%	26.9%	28.3%	26.9%	21.8%	21.0%	29.8%
● 期末有息负债率	0.4%	2.3%	3.0%	5.2%	3.3%	3.2%	12.2%

从现金流来看,2025年,公司经营活动产生的现金流量净额为4.9亿元,比2024年的10.4亿元下降了53%。这说明公司主营业务创造现金的能力有所减弱。

与此同时,公司的投资活动现金流净额为-3.2亿元,比2024年的-12.7亿元大幅收窄,表明公司减少了对对外投资和资本开支,但自由现金流为-4.2亿元,意味着在满足必要资本开支后,公司没有产生可供自由支配的现金。

2025年,经营现金流减少,投资收缩,自由现金流为负,显示公司的自我造血能力有待加强。这也解释了2026Q1公司负债水平的增加,应该是依靠外部供血以维持正常经营所致。

结语

综合来看,沃森生物2025年的财务状况依然呈现出承压的局面:营业收入仍在持续下滑,国内市场竞争激烈;主营业务盈利能力减弱;经营活动现金流净额同比腰斩,自由现金流为负;研发费用大幅缩减,可能影响未来的产品储备。

对于普通投资者而言，与其只看净利润的增长数字，不如将注意力放在几个更具前瞻性的变化上：

营业收入能否企稳回升，尤其是海外市场的高增长能否持续；

扣非净利润的变化趋势，它比归母净利润更能反映主业的真实状况；

经营活动现金流是否改善；

研发投入的后续安排，是阶段性的调整还是长期压缩。

这些指标的变化，比单一的净利润数字更能帮助判断公司的真实经营走势。