



中信证券研究部



陈竹
首席医疗健康
分析师
S1010516100003



联系人：朱奕彰

核心观点

2020年前三季度实现营收 15.67 亿元，同比+96.46%；归母净利润 4.35 亿元，同比+261.79%；扣非归母净利润 4.32 亿元，同比+278.29%，超出市场预期；继续重点推荐，维持“买入”评级。

■ **营收净利润高速增长，业绩超市场预期。**2020年前三季度公司实现营收 15.67 亿元，同比+96.46%；归母净利润 4.35 亿元，同比+261.79%；扣非归母净利润 4.32 亿元，同比+278.29%。公司单三季度营收 9.93 亿元，同比+234.49%，环比+115.40%；归母净利润 3.74 亿元，同比+955.45%，环比+367.50%；扣非归母净利润 3.75 亿元，同比+1032.98%，环比+387.01%；剔除 JH BP 公允价值变动收益后净利润约 2.14 亿元，同比+78.33%。公司营收净利润增长态势强劲，主要系新增 13 价肺炎疫苗及自主疫苗产品销售放量，业绩超市场预期。

■ **十三价肺炎疫苗国产替代趋势明显，研发管线稳步推进。**根据中检院披露，2020年前三季度自主产品批签发情况为：1) Hib 疫苗批签发 216.12 万支，同比-7.74%；2) 吸附无细胞百白破联合疫苗 1203.04 万支，同比+74.46%；3) 23 价肺炎疫苗批签发 212.97 万支，同比-7.23%；4) 脑膜炎疫苗批签发 1530.41 万支，同比-14.08%。**13 价肺炎疫苗上市，公司获得发展新机遇，**前三季度 13 价疫苗获批签发 331.27 万支，占近 50%的市场份额，未来有望实现进口替代。**产品研发上，公司集中优势资源加快在研项目的研发和产业化进度。**二价 HPV 疫苗于 4 月完成了 III 期临床研究并获得《临床试验报告》，目前正在进行申报生产的相关评审工作；九价 HPV 疫苗正在开展 I 期临床试验；目前 HPV 产业化生产车间已建成，设计产能约 1500 万剂/年。与艾博合作的新冠 mRNA 疫苗目前正在开展 II 期临床试验。

■ **布局 A+H 国际化架构，海外疫苗出口有望成为未来营收新增量。**公司拟发行 H 股并申请在“香港联交所”主板挂牌上市，加大多元化融资渠道；**同时，加大疫苗国际出口。**截至目前，公司产品已出口至 13 个国家。已连续三年稳定供应埃及卫生部相关疫苗产品用于其国家扩大免疫规划（EPI）；同时，ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗已连续四年获得印尼卫生部采购订单。随着公司产品国际注册工作的不断推进，公司产品的出口范围也将不断扩大。未来公司疫苗国际制剂中心建设项目建成后将承担流脑系列和肺炎系列疫苗等产品出口国际市场的生产任务，持续布局海外出口。

■ **财务数据看三费控制良好，现金流较为充裕。**2020年前三季度公司三费率分别为 38.89%、8.35%、-1.51%，同比分别+90.24、+11.23、-761.83 pcts，期间销售费用增加主要系新增 13 价肺炎及自主疫苗产品销售放量。前三季度经营活动产生的现金流达 1.13 亿元，同比+104.47%，现金流更为充裕。

■ **风险因素：**13 价肺炎疫苗销售不及预期，二价及九价 HPV 疫苗研发不及预期，与艾博合作新冠 mRNA 疫苗研发不及预期等。

沃森生物	300142
评级	买入（维持）
当前价	57.28 元
总股本	1,543 百万股
流通股本	1,484 百万股
52 周最高/最低价	57.28/25.65 元
近 1 月绝对涨幅	-1.07%
近 12 月绝对涨幅	42.61%

■ **投资建议：**公司是国内疫苗领域领军企业，考虑到：①疫苗行业其竞争门槛高，最强管理法颁布后行业龙头有望实现强者恒强；②伴随着人口老龄化、新冠疫情催化及大众健康意识觉醒，其未来业绩确定性较强；③与苏州艾博生物合作 mRNA 新冠疫苗有望为业绩带来较大弹性，我们维持 2020/2021/2022 年净利润预测分别为 8.95/14.55/20.49 亿元，对应 EPS 预测分别为 0.58/0.95/1.33 元，当前股价对应 PE 分别为 98、61、43 倍。继续重点推荐，维持“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	879.04	1,121.22	3,660.85	5,417.82	7,289.87
营业收入增长率	32%	28%	227%	48%	35%
净利润(百万元)	1,046.20	141.97	894.75	1,454.50	2,049.09
净利润增长率	N/A	-86%	530%	63%	41%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.68	0.09	0.58	0.95	1.33
毛利率%	80%	80%	90%	92%	92%
净资产收益率 ROE%	22.87%	2.92%	17.93%	23.21%	25.53%
每股净资产 (元)	2.98	3.16	3.25	4.08	5.22
PE	84	621	98	61	43
PB	19	18	18	14	11

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 10 月 20 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	879	1,121	3,661	5,418	7,290
营业成本	172	227	351	457	568
毛利率	80.39%	79.75%	90.41%	91.56%	92.21%
营业税金及附加	10	9	37	53	68
销售费用	349	499	1,429	1,983	2,559
营业费用率	39.75%	44.52%	39.04%	36.60%	35.10%
管理费用	131	175	513	677	802
管理费用率	14.87%	15.60%	14.00%	12.50%	11.00%
财务费用	16	(4)	(32)	(7)	(7)
财务费用率	1.77%	-0.34%	-0.87%	-0.12%	-0.10%
投资收益	1,193	6	6	6	6
营业利润	1,245	233	1,172	1,958	2,894
营业利润率	141.66%	20.77%	32.01%	36.15%	39.70%
营业外收入	19	3	7	10	7
营业外支出	80	6	0	0	0
利润总额	1,183	229	1,179	1,968	2,900
所得税	121	35	177	295	435
所得税率	10.21%	15.39%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	16	52	108	218	416
归属于母公司股东的净利润	1,046	142	895	1,454	2,049
净利率	119.02%	12.66%	24.44%	26.85%	28.11%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	1,183	229	1,179	1,968	2,900
所得税支出	-121	-35	-177	-295	-435
折旧和摊销	127	82	65	71	72
营运资金的变化	-36	-49	-1,521	-1,073	-1,151
其他经营现金流	-1,219	-165	-39	-18	-18
经营现金流合计	-65	62	-492	652	1,367
资本支出	-227	-352	-59	-59	-59
投资收益	1,193	6	6	6	6
其他投资现金流	-347	539	-276	-368	-491
投资现金流合计	619	193	-329	-421	-544
发行股票	882	0	0	0	0
负债变化	250	30	275	469	22
股息支出	-184	-46	-769	-179	-291
其他融资现金流	-237	-345	32	7	7
融资现金流合计	712	-361	-462	296	-262
现金及现金等价物净增加额	1,266	-106	-1,283	527	562

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,484	2,381	1,098	1,625	2,187
存货	236	313	436	608	747
应收账款	437	513	1,708	2,568	3,397
其他流动资产	981	237	723	1,062	1,403
流动资产	4,139	3,444	3,965	5,863	7,734
固定资产	746	689	645	598	551
长期股权投资	238	20	20	20	20
无形资产	145	127	115	99	84
其他长期资产	1,968	2,737	3,068	3,492	4,041
非流动资产	3,098	3,574	3,848	4,210	4,696
资产总计	7,237	7,018	7,813	10,073	12,429
短期借款	30	0	275	744	765
应付账款	252	277	430	595	708
其他流动负债	1,254	812	946	1,077	1,125
流动负债	1,536	1,088	1,650	2,416	2,598
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	445	263	263	263	263
非流动性负债	445	263	263	263	263
负债合计	1,981	1,352	1,913	2,679	2,862
股本	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537
资本公积	2,565	2,755	2,755	2,755	2,755
归属于母公司所有者权益合计	4,574	4,865	4,991	6,267	8,025
少数股东权益	682	801	908	1,127	1,543
股东权益合计	5,256	5,666	5,900	7,393	9,568
负债股东权益总计	7,237	7,018	7,813	10,073	12,429

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	31.54%	27.55%	226.51%	47.99%	34.55%
营业利润增长率	N/A	81.30%	403.21%	67.11%	47.76%
净利润增长率	N/A	86.43%	530.22%	62.56%	40.88%
毛利率	80.39%	79.75%	90.41%	91.56%	92.21%
EBITDA Margin	151.00%	27.23%	30.19%	33.48%	34.96%
净利率	119.02%	12.66%	24.44%	26.85%	28.11%
净资产收益率	22.87%	2.92%	17.93%	23.21%	25.53%
总资产收益率	14.46%	2.02%	11.45%	14.44%	16.49%
资产负债率	27.38%	19.26%	24.49%	26.60%	23.02%
所得税率	10.21%	15.39%	15.00%	15.00%	15.00%
股利支付率	4.41%	541.45%	20.00%	20.00%	20.00%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告负责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM00010619，作为研究分析商的 INH00001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。