

投资评级 优于大市 维持

13价肺炎首次出口，公司营收高增长

股票数据

08月12日收盘价(元)	44.36
52周股价波动(元)	39.49-90.00
总股本/流通A股(百万股)	1602/1555
总市值/流通市值(百万元)	71064/68967

相关研究

《13价肺炎稳健增长，新冠疫苗布局齐全》
2022.03.23

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.7	-1.7	-14.8
相对涨幅(%)	0.2	-0.6	-20.7

资料来源：海通证券研究所

分析师:余文心

Tel:(0755)82780398

Email:ywx9461@htsec.com

证书:S0850513110005

分析师:朱赵明

Tel:(021)23154120

Email:zzm12569@htsec.com

证书:S0850521070002

投资要点:

● **营收高增长，经营性现金流净额大幅改善。**公司2022上半年营收23.5亿元，同比增长73.96%，归母净利润4.2亿元，同比增长31.90%，扣非净利润4.8亿元，同比增长100.47%，经营性现金流4.0亿元，同比增长3779.99%。

● **13价肺炎国内外销售两旺，双价HPV疫苗上市即将放量。**

(1) 13价肺炎疫苗上半年营收20.1亿元，同比增长103.17%。公司上半年完成了首批100万剂13价肺炎结合疫苗的出口，海外地区营收2.2亿元，同比增长320.16%。2022年1-6月公司13价肺炎疫苗批签发373.2万瓶，同比增长39.68%。

(2) 子公司玉溪泽润双价HPV疫苗5月首批产品获批签发，上半年双价HPV疫苗共获批签发88.5万剂。公司子公司上海泽润上半年实现9893万元营收。

(3) 公司上半年23价肺炎疫苗批签发41.8万剂，百白破疫苗批签发158.0万剂。上半年玉溪沃森因WHO-PQ项目整改等原因进行设备改造，Hib疫苗、AC结合疫苗、ACYW135多糖疫苗等产品未批签发。

● **研发投入加码，归母净利润略受非经常损益拖累。**上半年销售/管理/研发费用分别9.0亿/1.1亿/4.0亿元，分别同比变化+81%/-17%/+114%，分别占营业收入38%/5%/17%，销售费用率较去年同期增1pct，管理费用率较去年同期减5pct，研发费用率较去年同期增3pct。上半年公司内部开发支出增加4.8亿元，其中新冠mRNA疫苗2.2亿元，ACYW135脑膜炎结合疫苗5909万元。上半年非经常性损益-5975万元，其中嘉和股票下跌影响8875.5万元。

● **公布可转债发行预案用于疫苗扩产及研发。**公司拟发行可转债募资不超过123529.84万元，用于玉溪沃森多糖结合疫苗扩产扩能项目、生物药中试研究产业化技术平台建设项目等。

● **盈利预测与估值。**不考虑新冠疫苗营收，我们预计公司2022-24年归母净利润10.01亿元、18.64亿元、23.04亿元，则2021-23年归母净利润复合增长率109%。参考可比公司PE/G均值0.8倍，我们给予沃森生物2022年0.75~0.85倍PE/G，对应合理市值区间816.5~925.4亿元，合理价值区间50.97~57.77元，给予“优于大市”评级。

● **风险提示：**研发风险、新生儿出生人口变化风险、国内新冠疫情持续风险、国内疫苗市场竞争加剧风险等。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2939	3463	5994	7914	9333
(+/-)YoY(%)	162.1%	17.8%	73.1%	32.0%	17.9%
净利润(百万元)	1003	428	1001	1864	2304
(+/-)YoY(%)	606.6%	-57.4%	134.1%	86.1%	23.6%
全面摊薄EPS(元)	0.63	0.27	0.63	1.16	1.44
毛利率(%)	86.4%	88.6%	89.7%	89.8%	89.8%
净资产收益率(%)	15.3%	5.0%	10.6%	16.5%	16.9%

资料来源：公司年报(2020-2021)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

我们选取万泰生物、康泰生物为公司的可比公司，可比公司 2022 年 PE 均值为 29.0 倍，PE/G 均值为 0.8 倍。

表 1 可比公司估值表

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)				PE/G
			2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E	
603392	万泰生物	1252	6.8	20.2	41.4	55.4	184.9	61.9	30.2	22.6	0.5
300601	康泰生物	406	6.8	12.6	14.6	20.0	59.8	32.1	27.7	20.3	1.1
均值							122.3	47.0	29.0	21.4	0.8

注：收盘价为 2022 年 8 月 12 日价格，归母净利润为实际值或 Wind 一致预期，PE/G 参考 2021-23 年归母净利润复合增长率；
资料来源：Wind，海通证券研究所

我们假设：(1) 公司 13 价肺炎结合疫苗随着新冠疫情负面影响消除、出口订单增加，2022-24 年营收分别实现 42%、18%、16% 增长率；(2) 2 价 HPV 疫苗 2022 年上市且当年实现 10.86 亿收入，2023-24 年营收分别实现 112%、29% 增长率。

表 2 公司分项业务拆分及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入 (百万元)	2939	3463	5994	7914	9333
YoY (%)	162%	18%	73%	32%	18%
毛利率 (%)	86%	89%	90%	90%	90%
13 价肺炎结合疫苗	1658	2746	3889	4586	5342
YoY (%)		66%	42%	18%	16%
2 价 HPV 疫苗			1086	2303	2961
YoY (%)				112%	29%
23 价肺炎疫苗	688	227	522	522	522
YoY (%)	32%	-67%	131%	0%	0%
其他产品	593	490	498	502	507
YoY (%)	-1%	-17%	2%	1%	1%

资料来源：沃森生物 2020-2021 年报，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	3463	5994	7914	9333
每股收益	0.27	0.63	1.16	1.44	营业成本	394	617	809	950
每股净资产	5.30	5.89	7.06	8.50	毛利率%	88.6%	89.7%	89.8%	89.8%
每股经营现金流	0.44	-0.50	2.31	0.27	营业税金及附加	20	35	46	54
每股股利	0.03	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	1331	2304	3042	3588
P/E	166.13	70.97	38.13	30.85	营业费用率%	38.4%	38.4%	38.4%	38.4%
P/B	8.37	7.53	6.29	5.22	管理费用	300	360	514	583
P/S	20.51	11.86	8.98	7.61	管理费用率%	8.7%	6.0%	6.5%	6.3%
EV/EBITDA	83.02	39.22	20.57	16.75	EBIT	897	1566	3007	3746
股息率%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-39	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	88.6%	89.7%	89.8%	89.8%	资产减值损失	-12	-1	-1	-1
净利润率	12.4%	16.7%	23.5%	24.7%	投资收益	58	12	16	19
净资产收益率	5.0%	10.6%	16.5%	16.9%	营业利润	710	1577	3022	3762
资产回报率	3.1%	6.8%	9.8%	10.3%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	7.4%	11.3%	17.6%	17.8%	利润总额	709	1577	3022	3762
盈利增长 (%)					EBITDA	1046	1770	3235	4002
营业收入增长率	17.8%	73.1%	32.0%	17.9%	所得税	108	237	453	564
EBIT 增长率	-15.5%	74.7%	92.0%	24.6%	有效所得税率%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-57.4%	134.1%	86.1%	23.6%	少数股东损益	174	339	705	894
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	428	1001	1864	2304
资产负债率	26.9%	23.6%	27.4%	24.0%					
流动比率	2.37	2.73	2.51	2.97	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	2.07	2.45	2.18	2.66	货币资金	3443	2107	5138	4836
现金比率	1.06	0.69	1.07	0.98	应收账款及应收票据	2481	3511	4800	5605
经营效率指标					存货	874	740	1430	1340
应收账款周转天数	233.09	179.92	189.04	200.68	其它流动资产	883	1988	690	2924
存货周转天数	619.48	471.18	483.10	524.59	流动资产合计	7680	8346	12058	14705
总资产周转率	0.30	0.42	0.47	0.45	长期股权投资	16	16	16	16
固定资产周转率	3.65	5.46	6.76	7.42	固定资产	1071	1126	1217	1297
					在建工程	1527	1826	2202	2682
					无形资产	435	532	666	798
					非流动资产合计	5994	6448	7051	7745
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	13674	14794	19109	22450
净利润	428	1001	1864	2304	短期借款	310	465	620	813
少数股东损益	174	339	705	894	应付票据及应付账款	1258	647	2057	1481
非现金支出	122	204	228	258	预收账款	0	45	20	31
非经营收益	225	-11	-15	-18	其它流动负债	1667	1900	2107	2623
营运资金变动	-242	-2336	912	-2999	流动负债合计	3235	3058	4804	4948
经营活动现金流	705	-802	3693	439	长期借款	0	0	0	0
资产	-1100	-630	-809	-928	其它长期负债	440	440	440	440
投资	117	-29	-24	-25	非流动负债合计	440	440	440	440
其他	6	12	16	19	负债总计	3675	3498	5244	5388
投资活动现金流	-977	-647	-816	-934	实收资本	1601	1602	1602	1602
债权募资	270	155	155	193	归属于母公司所有者权益	8484	9443	11307	13610
股权募资	1221	1	0	0	少数股东权益	1515	1854	2558	3452
其他	245	-43	0	0	负债和所有者权益合计	13674	14794	19109	22450
融资活动现金流	1736	112	155	193					
现金净流量	1464	-1337	3031	-302					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 12 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业
朱赵明 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：人福医药,凯莱英,纳微科技,片仔癀,华兰生物,沃森生物,同仁堂,微芯生物,万泰生物,康泰生物,康龙化成,迈瑞医疗,百普赛斯,诺唯赞,诺禾致源,以岭药业,博腾股份,鱼跃医疗,泰格医药,万孚生物,康华生物,康希诺,智飞生物,老百姓,新天药业,爱博医疗,牙博士医疗,百克生物,一心堂,通策医疗

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通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。