

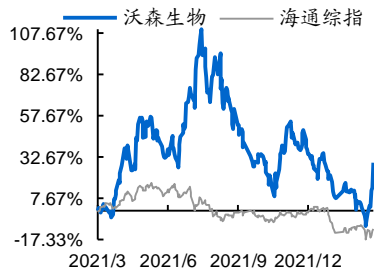
投资评级 优于大市 首次覆盖

## 13价肺炎稳健增长，新冠疫苗布局齐全

### 股票数据

03月22日收盘价(元)	56.56
52周股价波动(元)	39.49-96.73
总股本/流通A股(百万股)	1602/1554
总市值/流通市值(百万元)	90585/87912

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	17.1	3.9	-7.9
相对涨幅(%)	24.1	14.8	5.5

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 朱赵明  
Tel: (021)23154120  
Email: zzm12569@htsec.com  
证书: S0850521070002

分析师: 余文心  
Tel: (0755)82780398  
Email: ywx9461@htsec.com  
证书: S0850513110005

### 投资要点:

- 2021年公司营收稳健增长，经营现金流净额大幅改善。**沃森生物公告2021年全年业绩，营收34.6亿元，同比增长17.8%，归母净利润4.3亿元，同比下滑57.4%，扣非净利润5.9亿元，同比下滑17.3%，经营性现金流净额7.1亿元，同比增长517.6%。其中，公司持有的嘉和生物及其他股权资产导致公司公允价值变动损益-2.8亿元，对公司利润产生负面影响。
- 13价肺炎疫苗疫情影响下逆势扩张，摩洛哥获批有望打开出口市场。**2021年公司克服疫情给常规疫苗接种带来的困难和影响，13价肺炎结合疫苗收入27.5亿元，同比增长65.6%。2021年4月，玉溪沃森与摩洛哥 MarocVax Sarl 公司达成合作，就玉溪沃森生产的13价肺炎结合疫苗在摩洛哥的成品进口、分销、销售及其原液供应合作业务签订了独家经销协议。目前13价肺炎结合疫苗已获得了摩洛哥上市许可证，根据协议公司将每年出口不低于200万剂13价肺炎疫苗。
- 2价HPV疫苗申请上市，9价HPV疫苗筹备III期临床。**公司2价HPV疫苗2021年7月纳入优先审评品种名单，相关申报生产的工作正在进行中，我们预期该产品有望近期获批。9价HPV疫苗正在筹备III期临床研究，有望于2022年推进III期临床工作。
- mRNA新冠疫苗进入III期临床病例收集阶段。**公司在3条技术路线上推进新冠疫苗研发：(1)公司mRNA新冠疫苗已处于III期阶段，正在开展病例收集的工作；(2)黑猩猩腺病毒载体新冠疫苗处于II期阶段；(3)上海泽润自主研发的重组新冠疫苗(CHO细胞)已处于II期阶段，且针对变异株的重组疫苗也进入临床阶段。
- MCV4正在III期，四联苗获得临床批件。**除上述产品外，公司ACYW135群脑膜炎球菌多糖结合疫苗已进入III期临床，4价流感病毒裂解疫苗、重组EV71疫苗正在I期临床，四联苗(吸附无细胞百白破/b型流感嗜血杆菌联合疫苗)已获得临床批件。
- 积极布局mRNA疫苗、siRNA药物等新技术平台。**公司与圣诺医药合作通用流感病毒siRNA药物，与蓝鹊生物开展流感、呼吸道合胞病毒、新冠变异株等mRNA疫苗，与艾博生物合作新冠、带状疱疹mRNA疫苗。
- 盈利预测与估值。**我们预计剔除新冠疫苗收入后，公司2021-24年归母净利润4.28亿元、12.22亿元、17.39亿元、21.72亿元，其中2021-23年归母净利润复合增长率102%。参考可比公司PE/G均值0.8倍，我们给予沃森

### 主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	2939	3463	5457	7030	8604
(+/-)YoY(%)	162.1%	17.8%	57.6%	28.8%	22.4%
净利润(百万元)	1003	428	1222	1739	2172
(+/-)YoY(%)	606.6%	-57.4%	185.6%	42.3%	24.9%
全面摊薄EPS(元)	0.63	0.27	0.76	1.09	1.36
毛利率(%)	86.4%	88.6%	89.7%	89.8%	89.8%
净资产收益率(%)	15.3%	5.0%	12.6%	15.2%	16.0%

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

生物 2022 年 0.75~0.85 倍 PE/G，对应合理市值区间 931~1055 亿元，合理价值区间 58.14~65.89 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、新冠疫苗市场需求与竞争风险、国际市场风险等。

**表 1 公司研发管线丰富**

产品名称	进展情况
重组人乳头瘤病毒双价疫苗 (酵母)	新药申请
新型冠状病毒 mRNA 疫苗	III 期
ACYW135 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	III 期
重组新型冠状病毒疫苗 (CHO 细胞)	II 期
重组新型冠状病毒疫苗 (黑猩猩腺病毒载体)	II 期
4 价流感病毒裂解疫苗	I 期
重组人乳头瘤病毒九价病毒样颗粒疫苗 (毕赤酵母)	I 期
重组肠道病毒 71 型病毒样颗粒疫苗 (毕赤酵母)	I 期
重组新型冠状病毒变异株疫苗 (CHO 细胞)	I 期
吸附无细胞百白破/b 型流感嗜血杆菌联合疫苗	获得临床批件

资料来源：沃森生物官网，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 38%、15%、13% 增长率；(2) 2 价 HPV 疫苗 2022 年上市且当年实现 6.58 亿收入，2023-24 年营收分别实现 150%、60% 增长率；(3) 23 价肺炎 2022 年摆脱疫情影响，恢复至 5.22 亿收入，随后进入稳定期；(4) 公司毛利率随重磅高价疫苗产品获批，2022-24 年稳定在 90% 左右。

**表 2 公司分项业务拆分及预测**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>总收入 (百万元)</b>	<b>2939</b>	<b>3463</b>	<b>5457</b>	<b>7030</b>	<b>8604</b>
YoY (%)	162%	18%	58%	29%	22%
毛利率 (%)	86%	89%	90%	90%	90%
<b>13 价肺炎结合疫苗</b>	<b>1658</b>	<b>2746</b>	<b>3779</b>	<b>4361</b>	<b>4942</b>
YoY (%)		66%	38%	15%	13%
<b>2 价 HPV 疫苗</b>			<b>658</b>	<b>1645</b>	<b>2632</b>
YoY (%)				150%	60%
<b>23 价肺炎疫苗</b>	<b>688.0</b>	<b>226.5</b>	<b>522.0</b>	<b>522.0</b>	<b>522.0</b>
YoY (%)	32%	-67%	131%	0%	0%
<b>其他产品</b>	<b>593</b>	<b>490</b>	<b>498</b>	<b>502</b>	<b>507</b>
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

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 41.8 倍，PE/G 均值为 0.8 倍。

**表 3 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	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
603392	万泰生物	1648	6.8	20.2	33.3	45.9	243.4	81.5	49.5	35.9	1.0
300601	康泰生物	581	6.8	10.0	17.0	23.5	85.5	58.3	34.1	24.7	0.6
<b>均值</b>							<b>164.5</b>	<b>69.9</b>	<b>41.8</b>	<b>30.3</b>	<b>0.8</b>

注：收盘价为 2022 年 3 月 22 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

## 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
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>3463</b>	<b>5457</b>	<b>7030</b>	<b>8604</b>
每股收益	0.27	0.76	1.09	1.36	营业成本	394	563	720	878
每股净资产	5.30	6.06	7.15	8.50	毛利率%	88.6%	89.7%	89.8%	89.8%
每股经营现金流	0.44	0.48	0.81	1.47	营业税金及附加	20	32	41	50
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	1331	2098	2703	3308
P/E	211.77	74.15	52.09	41.70	营业费用率%	38.4%	38.4%	38.4%	38.4%
P/B	10.68	9.33	7.91	6.65	管理费用	300	440	588	706
P/S	26.16	16.60	12.89	10.53	管理费用率%	8.7%	8.1%	8.4%	8.2%
EV/EBITDA	83.02	43.66	30.06	24.12	EBIT	897	1779	2628	3232
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-39	0	0	0
<b>盈利能力指标 (%)</b>					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%	22.4%	24.7%	25.2%	投资收益	58	11	14	17
净资产收益率	5.0%	12.6%	15.2%	16.0%	<b>营业利润</b>	<b>710</b>	<b>1867</b>	<b>2763</b>	<b>3384</b>
资产回报率	3.1%	8.2%	9.7%	9.9%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	7.4%	13.0%	16.0%	16.3%	<b>利润总额</b>	<b>709</b>	<b>1867</b>	<b>2763</b>	<b>3384</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1046	2000	2887	3539
营业收入增长率	17.8%	57.6%	28.8%	22.4%	所得税	108	280	414	508
EBIT 增长率	-15.5%	98.3%	47.7%	23.0%	有效所得税率%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-57.4%	185.6%	42.3%	24.9%	少数股东损益	174	365	609	704
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>428</b>	<b>1222</b>	<b>1739</b>	<b>2172</b>
资产负债率	26.9%	22.6%	22.4%	23.3%					
流动比率	2.37	2.91	3.08	3.08	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
速动比率	2.07	2.58	2.71	2.70	货币资金	3443	3286	3800	5247
现金比率	1.06	1.11	1.06	1.12	应收账款及应收票据	2481	3375	4726	5756
<b>经营效率指标</b>					存货	874	901	1207	1606
应收账款周转天数	261.46	225.74	245.34	244.18	其它流动资产	883	1017	1281	1757
存货周转天数	808.60	584.40	611.48	668.16	流动资产合计	7680	8579	11013	14366
总资产周转率	0.25	0.36	0.39	0.39	长期股权投资	16	16	16	16
固定资产周转率	3.23	4.23	4.53	4.75	固定资产	1071	1291	1553	1812
					在建工程	1527	1644	1818	2068
					无形资产	435	532	666	798
					非流动资产合计	5994	6399	6942	7554
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>资产总计</b>	<b>13674</b>	<b>14978</b>	<b>17954</b>	<b>21921</b>
净利润	428	1222	1739	2172	短期借款	310	0	0	0
少数股东损益	174	365	609	704	应付票据及应付账款	1258	1113	1605	2164
非现金支出	122	222	260	308	预收账款	0	41	18	29
非经营收益	225	-10	-14	-16	其它流动负债	1667	1799	1957	2478
营运资金变动	-242	-1029	-1292	-817	流动负债合计	3235	2952	3580	4670
<b>经营活动现金流</b>	<b>705</b>	<b>769</b>	<b>1303</b>	<b>2352</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-1100	-627	-805	-923	其它长期负债	440	440	440	440
投资	117	-1	2	1	非流动负债合计	440	440	440	440
其他	6	11	14	17	<b>负债总计</b>	<b>3675</b>	<b>3392</b>	<b>4020</b>	<b>5110</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-977</b>	<b>-617</b>	<b>-789</b>	<b>-904</b>	实收资本	1601	1602	1602	1602
债权募资	270	-310	0	0	归属于母公司所有者权益	8484	9706	11445	13617
股权募资	1221	0	0	0	少数股东权益	1515	1880	2489	3193
其他	245	0	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>13674</b>	<b>14978</b>	<b>17954</b>	<b>21921</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>1736</b>	<b>-310</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>1464</b>	<b>-157</b>	<b>514</b>	<b>1447</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 22 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

朱赵明 医药行业  
余文心 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： 微芯生物,康华生物,智飞生物,欧林生物

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。