

公司研究

现金流状况大幅改善，研发项目与产业化稳步推进

——沃森生物（300142.SZ）2021 年报点评

买入（维持）

当前价：59.90 元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebscn.com

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

010-57378027

wangmingrui@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	16.02
总市值(亿元):	959.34
一年最低/最高(元):	39.49/96.73
近3月换手率:	99.31%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	27.59	10.27	52.08
绝对	19.49	-3.06	36.39

资料来源：Wind

相关研报

13 价肺炎疫苗强劲增长，创新研发持续推进——沃森生物（300142.SZ）2021 年半年报点评（2021-08-30）

13 价肺炎结合疫苗拉动增长，国际化与新技术拓展取得进展——沃森生物（300142.SZ）2021 年一季报点评（2021-04-29）

要点

事件：

公司发布 2021 年报，实现营业收入 34.63 亿元，同比+17.82%；归母净利润 4.28 亿元，同比-57.36%；扣非归母净利润 5.91 亿元，同比-17.33%；经营性净现金流 7.05 亿元，同比+517.62%；EPS 0.27 元。业绩符合市场预期。

点评：

研发投入与公允价值变动影响当期利润，现金流状况大幅改善：2021Q1~Q4，公司单季度营业收入分别为 4.34/9.16/7.79/13.34 亿元，同比+286.45%/+98.63%/-21.53%/-2.82%；归母净利润 0.32/2.87/0.45/0.63 亿元，同比+277.50%/+260.56%/-87.92%/-88.84%；扣非归母净利润 0.75/1.65/1.45/2.06 亿元，同比+476.98%/+113.34%/-61.34%/-27.05%。公司收入增长的主要动力为 13 价肺炎结合疫苗实现销售收入 27.46 亿元，同比+65.59%，批签发 495.08 万剂，同比+10.88%；其他疫苗品种多呈现负增长，估计主要是新冠疫情以及新冠疫苗的大规模接种影响了常规疫苗的接种率。利润呈现负增长主要是公司加大投入研发，研发投入总额为 7.54 亿元，同比+138.68%，其中费用化 6.21 亿元，同比+252.13%；并且公允价值变动损益-2.81 亿元，其中影响较大的为持有嘉和生物股票价格下跌，形成公允价值变动收益-4.22 亿元。公司经营性净现金流状况大幅改善，主要原因为疫苗产品销售回款及项目资助款等经营活动款项大幅增长。

研发项目有序推进，创新驱动未来增长：2021 年，公司全力推进临床研究和产业化阶段的各项产品，并且取得了积极进展，部分重点项目包括：

- **2 价 HPV 疫苗：**已完成临床试验现场和生产现场核查工作并于 2021 年 7 月纳入优先审评品种名单，相关审评审批工作正在进行中；
- **9 价 HPV 疫苗：**正在开展 III 期临床研究的各项前期准备工作；
- **新冠 mRNA 疫苗：**处于 III 期临床研究阶段；
- **新冠腺病毒载体疫苗：**处于 II 期临床研究阶段；
- **重组新型冠状病毒疫苗（CHO 细胞）：**处于 II 期临床研究阶段。

公司在过去一年中布局了多项前沿技术，2021 年 4 月与圣诺生物签署协议合作开发针对通用流感病毒的 siRNA 药物；2021 年 8 月与蓝鹊生物签署协议合作开发流感病毒 mRNA 疫苗和呼吸道合胞病毒 mRNA 疫苗。对全球前沿的 siRNA 和 mRNA 疫苗技术的布局将进一步丰富公司的研发技术路线，为长远发展奠定坚实的基础。

产业化建设稳步开展，为商业化提供坚实的支撑：公司的 HPV 疫苗产业化项目按 WHO PQ 预认证标准和其他通行的国际标准设计建设，目前产业化生产车间已建成；疫苗国际制剂中心已于 2020 年 12 月完成系统验证，今后将承担流脑系列疫苗和肺炎系列疫苗等产品出口国际市场的生产任务；北京市大兴区的“北京沃森创新疫苗产业园”建设项目已完成 1 号和 2 号厂房主体结构施工，正在进行洁净厂房装修；昆明市高新区的沃森生物科技创新中心项目建设已接近尾声；玉溪疫苗产业园内新建了 mRNA 疫苗模块化厂房，已于 2021 年 9 月交付玉溪沃森，正在持续开展设备调试验证工作。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司研发投入力度持续加大，并且公允价值变动存在一定不确定性，下调 2022~2023 年归母净利润预测为 11.99/18.74 亿元（原预测为 14.42/21.05 亿元，分别下调 17%/11%），新增预测 2024 年归母净利润为 23.63 亿元，同比增长 180.23%/56.34%/26.07%，按最新股本测算 EPS 分别为 0.75/1.17/1.48 元，现价对应 PE 分别为 80/51/41 倍。公司布局的 mRNA 等新技术平台拥有巨大的潜力，并且未来有望开拓国际市场，维持“买入”评级。

风险提示：新品种获批进度或销售低于预期；行业监管政策调整的风险。

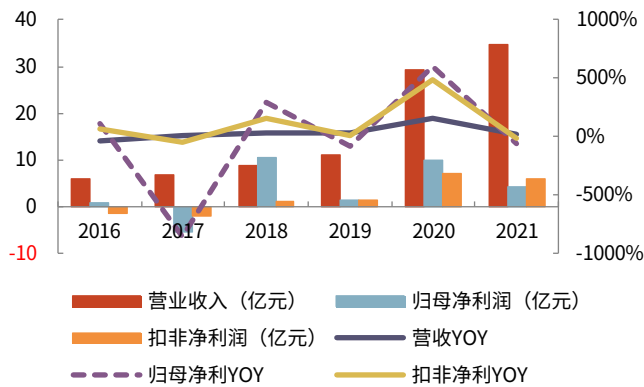
表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,939	3,463	5,407	6,731	7,936
营业收入增长率	162.13%	17.82%	56.13%	24.49%	17.91%
净利润 (百万元)	1,003	428	1,199	1,874	2,363
净利润增长率	606.60%	-57.36%	180.23%	56.34%	26.07%
EPS (元)	0.65	0.27	0.75	1.17	1.48
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.33%	5.04%	12.43%	16.37%	17.24%
P/E	92	224	80	51	41
P/B	14.2	11.3	10.0	8.4	7.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-03-21（注：2020 年底总股本为 15.46 亿股，2021 年因期权行权导致总股本变更为 16.01 亿股，2022 年因期权行权导致总股本变更为 16.02 亿股）

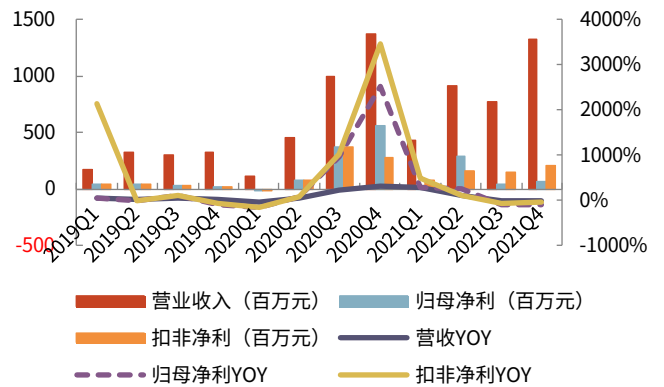
1、附录

图 1：公司 2016-2021 年收入利润情况



资料来源：同花顺 iFinD、光大证券研究所

图 2：公司 2019-2021 单季度收入利润情况



资料来源：同花顺 iFinD、光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,939	3,463	5,407	6,731	7,936
营业成本	400	394	606	751	883
折旧和摊销	124	135	138	168	194
税金及附加	17	20	31	39	45
销售费用	1,130	1,331	1,908	2,369	2,718
管理费用	219	300	289	287	294
研发费用	176	621	962	1,138	1,327
财务费用	-31	-39	-109	-130	-163
投资收益	5	58	23	23	23
营业利润	1,376	710	1,587	2,403	2,995
利润总额	1,373	709	1,598	2,412	3,002
所得税	162	108	80	121	150
净利润	1,211	601	1,519	2,291	2,852
少数股东损益	208	174	320	417	489
归属母公司净利润	1,003	428	1,199	1,874	2,363
EPS (元)	0.65	0.27	0.75	1.17	1.48

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	114	705	1,890	2,800	3,451
净利润	1,003	428	1,199	1,874	2,363
折旧摊销	124	135	138	168	194
净营运资金增加	1,917	10	109	-163	-289
其他	-2,930	132	444	921	1,183
投资活动产生现金流	-730	-977	-407	-330	-333
净资本支出	-403	-1,100	-301	-303	-306
长期投资变化	20	16	0	0	0
其他资产变化	-348	107	-106	-27	-27
融资活动现金流	215	1,736	83	287	264
股本变化	9	55	0	0	0
债务净变化	40	275	-315	0	0
无息负债变化	399	1,610	1,417	640	491
净现金流	-402	1,464	1,566	2,757	3,382

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	86.4%	88.6%	88.8%	88.8%	88.9%
EBITDA 率	39.3%	29.4%	33.6%	35.9%	37.6%
EBIT 率	34.9%	25.4%	31.0%	33.4%	35.1%
税前净利润率	46.7%	20.5%	29.6%	35.8%	37.8%
归母净利润率	34.1%	12.4%	22.2%	27.8%	29.8%
ROA	12.6%	4.4%	9.3%	12.0%	12.8%
ROE (摊薄)	15.3%	5.0%	12.4%	16.4%	17.2%
经营性 ROIC	18.0%	12.0%	25.3%	35.1%	46.0%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	19%	27%	29%	28%	26%
流动比率	3.36	2.37	2.48	2.86	3.34
速动比率	3.02	2.10	2.25	2.67	3.19
归母权益/有息债务	163.62	26.97	-	-	-
有形资产/有息债务	207.61	38.19	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	9,638	13,674	16,251	19,114	22,353
货币资金	1,962	3,443	5,009	7,766	11,148
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	2,004	2,481	2,896	2,884	2,720
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	305	759	935	931	879
存货	484	874	945	818	672
其他流动资产	4	29	94	138	179
流动资产合计	4,780	7,680	9,955	12,632	15,709
其他权益工具	561	561	561	561	561
长期股权投资	20	16	16	16	16
固定资产	828	1,071	1,402	1,636	1,795
在建工程	763	1,527	1,250	1,043	887
无形资产	272	435	485	525	564
商誉	34	34	34	34	34
其他非流动资产	293	213	292	292	292
非流动资产合计	4,858	5,994	6,297	6,482	6,644
总负债	1,790	3,675	4,777	5,417	5,908
短期借款	40	310	0	0	0
应付账款	608	1,258	1,354	1,174	966
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	41	51	60
其他流动负债	476	733	1,591	2,117	2,548
流动负债合计	1,422	3,235	4,006	4,421	4,706
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	256	345	676	902	1,107
非流动负债合计	368	440	771	996	1,202
股东权益	7,848	9,999	11,474	13,697	16,445
股本	1,546	1,601	1,602	1,602	1,602
公积金	3,330	4,853	4,972	5,160	5,396
未分配利润	1,478	1,814	2,849	4,467	6,490
归属母公司权益	6,545	8,484	9,640	11,445	13,704
少数股东权益	1,303	1,515	1,834	2,252	2,741

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	38.45%	38.44%	35.28%	35.19%	34.25%
管理费用率	7.47%	8.66%	5.35%	4.26%	3.71%
财务费用率	-1.04%	-1.12%	-2.02%	-1.94%	-2.05%
研发费用率	6.01%	17.95%	17.80%	16.91%	16.73%
所得税率	12%	15%	5%	5%	5%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.05	0.03	0.04	0.06	0.08
每股经营现金流	0.07	0.44	1.18	1.75	2.15
每股净资产	4.23	5.30	6.02	7.15	8.56
每股销售收入	1.90	2.16	3.38	4.20	4.96

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	92	224	80	51	41
PB	14.2	11.3	10.0	8.4	7.0
EV/EBITDA	81.7	95.3	52.9	39.0	30.9
股息率	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE