

百克生物 (688276.SH) / 医药生物

证券研究报告/公司点评

2023年04月02日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 55.03

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

联系人: 张楠

Email: zhangnan@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1202.03	1071.45	1739.46	2498.88	3196.58
增长率 yoy%	-16.60%	-10.86%	62.35%	43.66%	27.92%
净利润 (百万元)	243.55	181.54	468.19	695.24	912.00
增长率 yoy%	-41.77%	-25.46%	157.90%	48.50%	31.18%
每股收益 (元)	0.59	0.44	1.13	1.68	2.21
每股现金流量	2.80	2.10	3.56	2.84	3.00
净资产收益率	7%	5%	12%	15%	16%
P/E	93.28	125.15	48.52	32.68	24.91
PEG	-2.23	-4.91	0.31	0.67	0.80
P/B	6.65	6.38	5.63	4.81	4.03

备注: 数据截止 2023.3.31

基本状况

总股本(百万股)	413
流通股本(百万股)	102
市价(元)	55.03
市值(百万元)	22,719
流通市值(百万元)	5,621

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 百克生物(688276)-2022Q3 点评: Q3 经营环比改善,下半年利润有望高增-买入-(中泰证券_祝嘉琦_张楠)-20221027

投资要点

- **事件: 公司发布 2022 年报, 2022 年实现营业收入 10.71 亿元, 同比下滑 10.86%; 归母净利润 1.82 亿元, 同比下滑 25.46%; 扣非归母净利润 1.67 亿元, 同比下滑 28.62%。**
- **流感疫苗承压明显, 看好全年恢复。**由于疫情感染、封控等导致批签发、发货、销售、接种等环节受到影响, 公司水痘疫苗、流感疫苗业绩有所波动, 尤其是部分流感疫苗计提减值导致业绩大幅波动。**分季度来看, 22Q4 实现营收 2.06 亿元, 同比下滑 19.89%; 实现归母净利润-0.30 亿元, 同比下滑 388.31%。**22Q4 疫情封控、12 月放开导致大量人群感染无法接种等因素, 收入下滑明显, 同时部分流感疫苗计提减值等导致利润表观亏损。
- **疫情影响下销售费用有所下滑, 研发支出有所增加。**2022 年公司销售费用 4.12 亿元 (-9.15%), 销售费率 38.42% (+0.72pp), 疫情影响导致销售推广活动减少; 管理费用 1.44 亿元 (+33.29%), 管理费率 13.48% (+4.47pp), 资产损失及咨询服务大幅增加所致; 研发费用 1.34 亿元 (+14.82%), 研发费用率 12.46% (-0.58pp); 财务费率-1.88% (-0.95pp)。
- **带状疱疹成功上市, 在研管线布局丰富。**带状疱疹疫苗是全球疫苗大单品, 在老龄化不断加深的背景下, 随着负担能力提升和接种率上升, 我们预计国内带状疱疹疫苗市场规模不断扩大。目前国内仅 GSK、百克提供, 竞争格局良好。公司的组分百白破、全人源抗狂犬病单抗处于 I 期, 鼻喷流感液体制剂处于 II 期, 全人源抗破伤风单抗、Hib、流感病毒裂解疫苗 (BK-01 佐剂)、重组带状疱疹疫苗等也值得关注。
- **盈利预测与投资建议:**我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 17.39、24.99、31.97 亿元, 同比增长 62.35%、43.66%、27.92%; 归母净利润分别为 4.68、6.95、9.12 亿元, 同比增长 157.90%、48.50%、31.18%。公司作为水痘疫苗龙头, 鼻喷流感有望恢复放量, 带状疱疹上市贡献可观增量, 维持“买入”评级。
- **风险提示: 研发进度低于预期风险, 疫苗产品销售不达预期风险, 疫苗行业负面事件风险; 新冠病毒变异导致疫苗失效风险; 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

内容目录

流感疫苗承压明显，看好全年恢复.....	- 3 -
2022 年归母净利润同比下滑 10.86%.....	- 3 -
水痘、流感疫苗承压，看好全年恢复.....	- 5 -
带状疱疹成功上市，在研管线布局丰富.....	- 7 -
投资建议.....	- 7 -
风险提示.....	- 7 -

图表目录

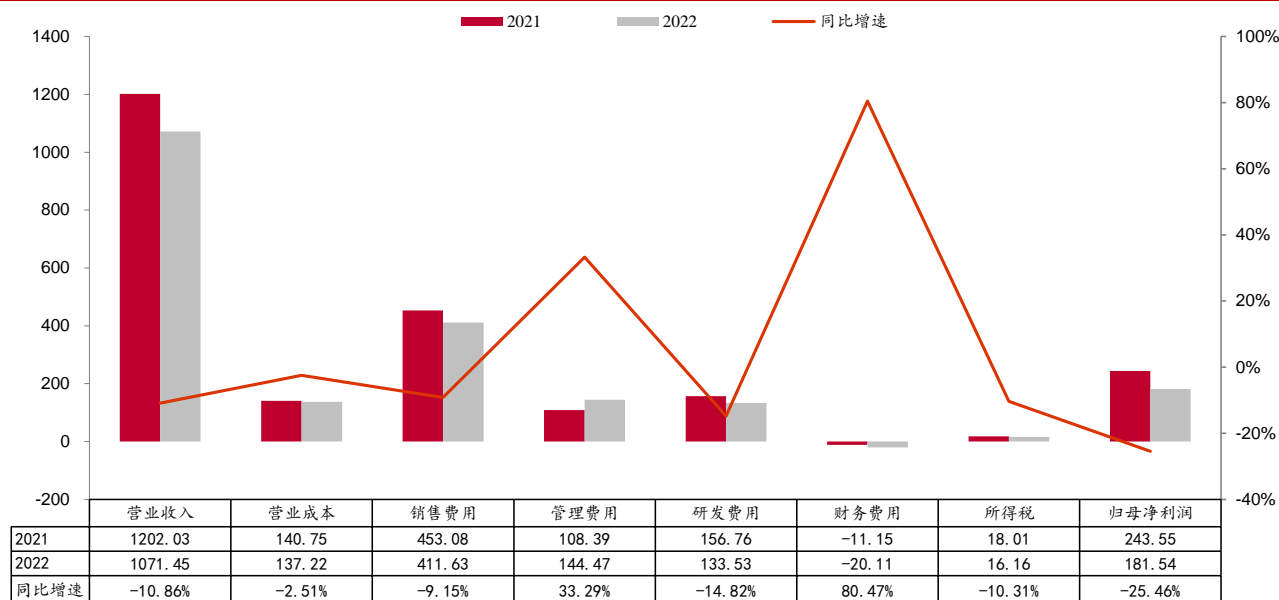
图表 1: 百克生物主要财务指标变化 (单位: 百万元, %)	- 3 -
图表 2: 百克生物分季度财务指标变化 (单位: 百万元, %)	- 3 -
图表 3: 百克生物分季度收入及增速 (单位: 百万元, %)	- 4 -
图表 4: 百克生物分季度净利润及增速 (单位: 百万元, %)	- 4 -
图表 5: 百克生物盈利情况 (单位: %)	- 4 -
图表 6: 百克生物期间费用率情况 (单位: %)	- 4 -
图表 7: 百克生物存货情况 (单位: %)	- 5 -
图表 8: 百克生物应收账款及票据情况 (单位: %)	- 5 -
图表 9: 公司产品收入结构 (单位: 百万元)	- 5 -
图表 10: 百克生物水痘疫苗收入情况 (百万元, %)	- 6 -
图表 11: 百克生物鼻喷流感疫苗收入情况 (百万元, %)	- 6 -
图表 12: 公司水痘疫苗批签发量 (单位: 万支)	- 6 -
图表 13: 公司水痘疫苗批签发 (单位: 批次)	- 6 -
图表 14: 公司鼻喷流感批签发量 (单位: 万支)	- 6 -
图表 15: 公司鼻喷流感批签发 (单位: 批次)	- 6 -
图表 16: 百克生物财务模型预测.....	- 8 -

流感疫苗承压明显，看好全年恢复

2022 年归母净利润同比下滑 10.86%

- 2022 年实现营业收入 10.71 亿元，同比下滑 10.86%；归母净利润 1.82 亿元，同比下滑 25.46%；扣非归母净利润 1.67 亿元，同比下滑 28.62%。

图表 1：百克生物主要财务指标变化（单位：百万元，%）



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 分季度来看，22Q4 实现营收 2.06 亿元，同比下滑 19.89%；实现归母净利润-0.30 亿元，同比下滑 388.31%。22Q4 疫情封控、12 月放开导致大量人群感染无法接种等因素，收入下滑明显，同时部分流感疫苗计提减值等导致利润表观亏损。

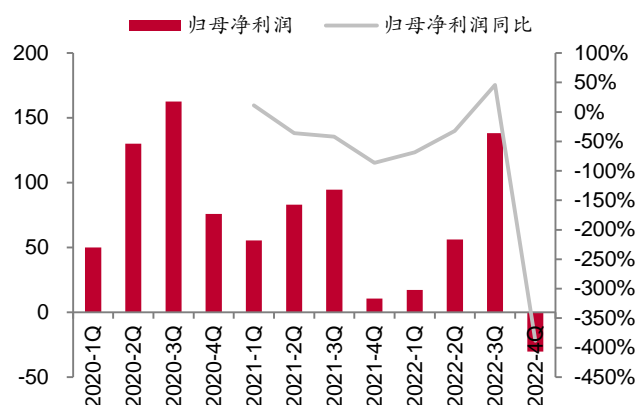
图表 2：百克生物分季度财务指标变化（单位：百万元，%）

项目	2020-1Q	2020-2Q	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q
营业收入	199.20	400.89	482.95	358.32	247.25	335.06	362.91	256.81	137.80	303.12	424.80	205.73
营收同比					24.12%	-16.42%	-24.86%	-28.33%	-44.27%	-9.53%	17.05%	-19.89%
营收环比		101.25%	20.47%	-25.81%	-31.00%	35.51%	8.31%	-29.24%	-46.34%	119.97%	40.14%	-51.57%
营业成本	23.97	42.83	55.37	46.26	28.94	39.43	40.30	32.08	14.90	37.21	53.44	31.68
毛利率	87.97%	89.32%	88.53%	87.09%	88.30%	88.23%	88.89%	87.51%	89.18%	87.73%	87.42%	84.60%
销售费用	75.14	155.74	183.81	163.17	95.53	121.56	138.11	97.88	56.05	111.88	166.38	77.32
管理费用	21.99	24.64	32.13	40.70	29.37	20.58	29.82	28.62	27.75	35.36	34.79	46.57
研发费用	18.56	25.54	27.47	21.79	16.88	56.89	45.47	37.52	27.60	48.29	23.39	34.25
财务费用	1.85	1.92	-0.04	-0.21	-0.52	-0.02	-5.62	-4.99	-4.59	-5.46	-5.88	-4.19
营业利润	58.38	150.99	186.00	86.80	64.11	91.92	107.09	-1.22	18.74	61.70	151.57	-45.10
利润总额	58.45	149.73	190.55	87.92	64.72	92.03	107.09	-2.27	18.64	61.59	161.58	-44.12
所得税	8.58	19.78	28.04	12.02	9.30	9.09	12.40	-12.78	1.32	5.34	23.33	-13.84
归母净利润	49.87	129.95	162.51	75.90	55.42	82.94	94.69	10.50	17.32	56.25	138.25	-30.28
归母净利润同比					11.13%	-36.18%	-41.73%	-86.16%	-68.75%	-32.18%	46.00%	-388.31%
净利率	25.04%	32.42%	33.65%	21.18%	22.41%	24.75%	26.09%	4.09%	12.57%	18.56%	32.54%	-14.72%
扣非归母净利润	49.46	124.98			54.24	82.27	93.75	3.36	16.79	54.62	128.59	-33.25
扣非归母净利润同比					9.68%	-34.17%			-69.05%	-33.61%	37.17%	-1089.33%

来源：公司公告，中泰证券研究所

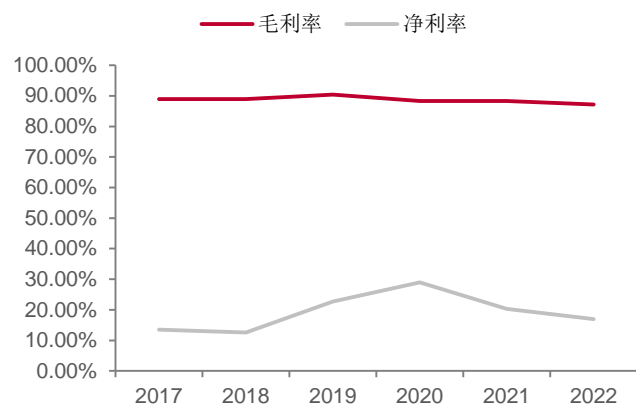
图表 3: 百克生物分季度收入及增速 (单位: 百万元, %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

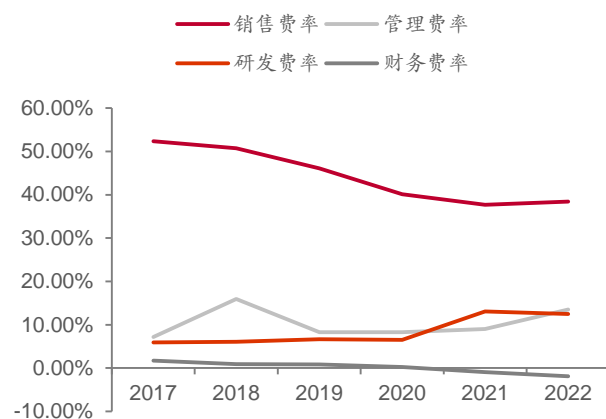
图表 4: 百克生物分季度净利润及增速 (单位: 百万元, %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **疫情影响下销售费用有所下滑, 研发支出有所增加。**2022 年公司销售费用 4.12 亿元 (-9.15%), 销售费率 38.42% (+0.72pp), 疫情影响导致销售推广活动减少; 管理费用 1.44 亿元 (+33.29%), 管理费率 13.48% (+4.47pp), 资产损失及咨询服务大幅增加所致; 研发费用 1.34 亿元 (+14.82%), 研发费用率 12.46% (-0.58pp); 财务费率-1.88% (-0.95pp)。
- 2022 年公司存货余额 1.92 亿元, 占资产比重 4.48%左右, 同比减少 1.30pp。2022 年公司应收账款及应收票据期末余额合计 9.68 亿元, 占收入比重 90.38%, 同比增加 26.83pp。

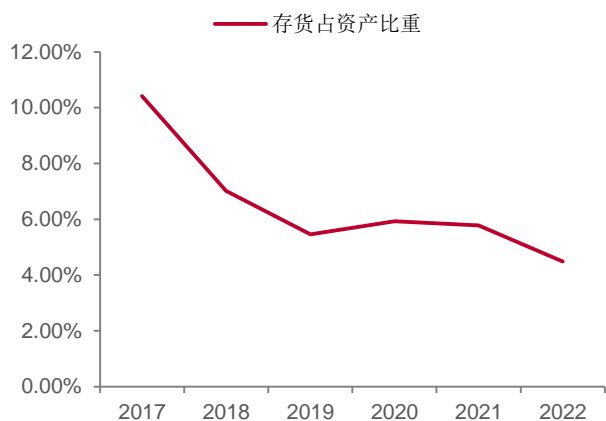
图表 5: 百克生物盈利情况 (单位: %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 百克生物期间费用率情况 (单位: %)


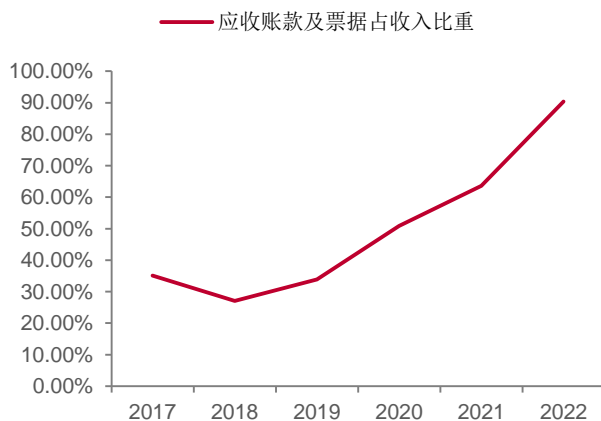
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 7: 百克生物存货情况 (单位: %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 百克生物应收账款及票据情况 (单位: %)

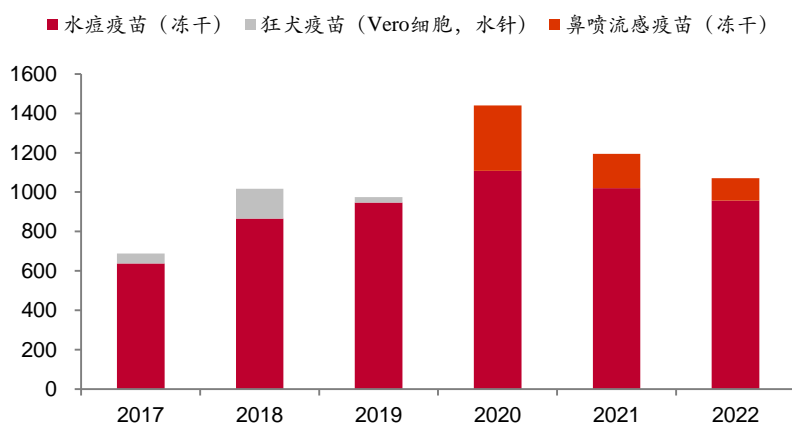


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

水痘、流感疫苗承压, 看好全年恢复

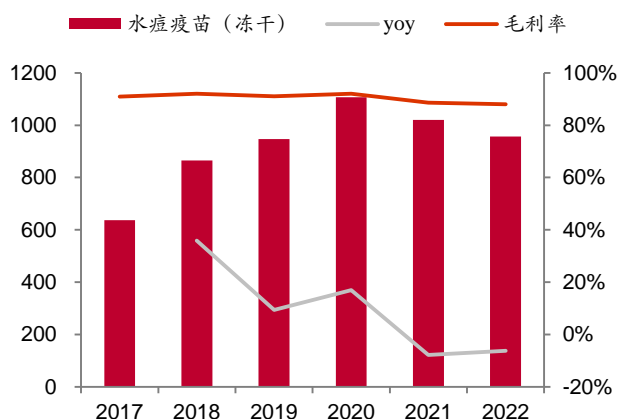
- 2022 年公司水痘疫苗实现收入 9.57 亿, 同比下滑 6.19%, 收入占比达到 89%。鼻喷流感疫苗实现收入 1.14 亿, 同比下滑 34.70%, 收入占比 11%。

图表 9: 公司产品收入结构 (单位: 百万元)



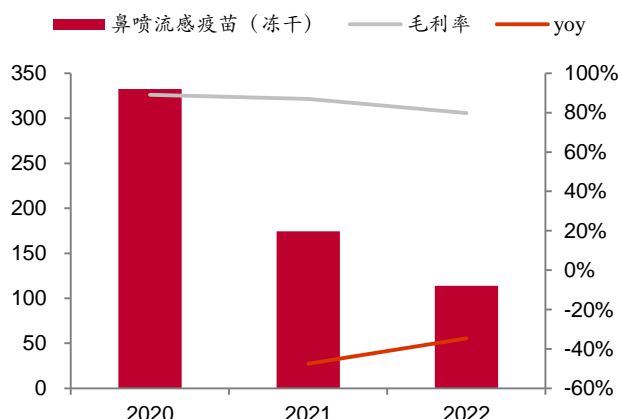
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 10: 百克生物水痘疫苗收入情况(百万元,%)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

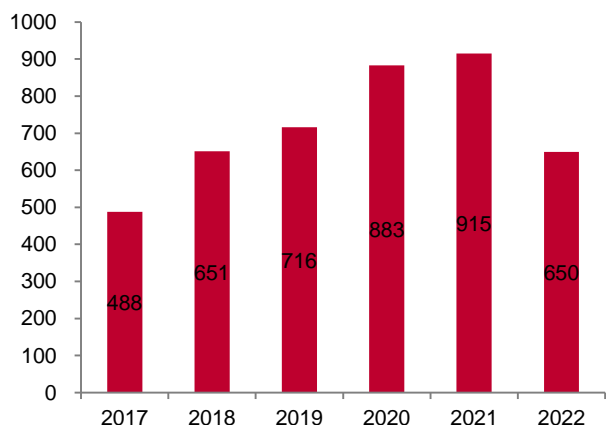
图表 11: 百克生物鼻喷流感疫苗收入情况(百万元,%)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

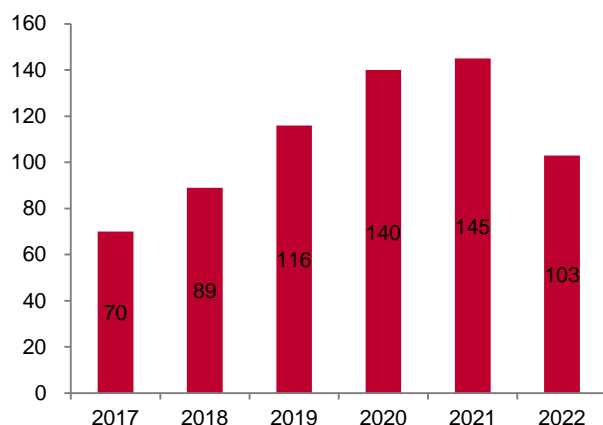
疫苗批签发同比减少、鼻喷流感疫苗批签发提前。2022 年公司水痘疫苗批签发 103 批次 (-29%)，鼻喷流感批签发 12 批次 (-52%)，由于疫情及封控影响，公司主力品种水痘疫苗相比往年发货有所减少，业绩承压。同时由于南方流感高发，相比往年提前批签发，但在 22Q4 依然受到疫情感染的影响，导致业绩波动较大。

图表 12: 公司水痘疫苗批签发量(单位: 万支)



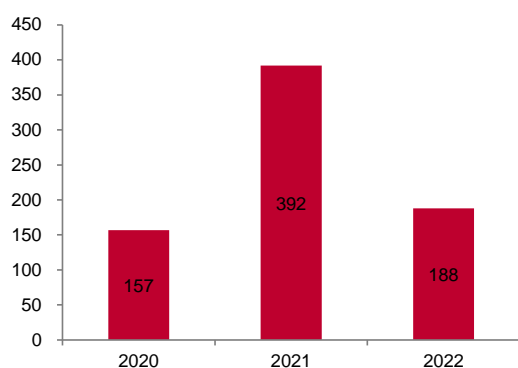
来源: 中检院, 中泰证券研究所

图表 13: 公司水痘疫苗批签发(单位: 批次)



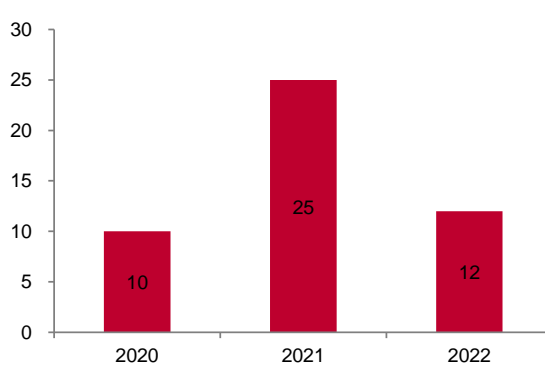
来源: 中检院, 中泰证券研究所

图表 14: 公司鼻喷流感批签发量(单位: 万支)



来源: 中检院, 中泰证券研究所

图表 15: 公司鼻喷流感批签发(单位: 批次)



来源: 中检院, 中泰证券研究所

带状疱疹成功上市，在研管线布局丰富

- **带状疱疹成功上市。** 带状疱疹疫苗是全球疫苗大单品，在老龄化不断加深的背景下，随着负担能力提升和接种率上升，我们预计国内带状疱疹疫苗市场规模不断扩大。目前国内仅 GSK、百克提供，竞争格局良好。
- 公司的组分百白破、全人源抗狂犬病单抗处于 I 期，鼻喷流感液体剂处于 II 期，全人源抗破伤风单抗、Hib、流感病毒裂解疫苗（BK-01 佐剂）、重组带状疱疹疫苗等也值得关注。

投资建议

- 考我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 17.39、24.99、31.97 亿元，同比增长 62.35%、43.66%、27.92%；归母净利润分别为 4.68、6.95、9.12 亿元，同比增长 157.90%、48.50%、31.18%。公司作为水痘疫苗龙头，鼻喷流感有望恢复放量，带状疱疹上市贡献可观增量，维持“买入”评级。

风险提示

- **研发进度低于预期风险。** 公司估值很大一部分取决于研发管线中在研疫苗的研发进度和成功率，如果研发进度低于预期或者尚未成功推进下一阶段，则会影响公司未来现金流，甚至对公司研发技术实力产生质疑从而造成长期负面影响。
- **疫苗产品销售不达预期风险。** 上市疫苗品种的竞争对手增加或者疫苗升级换代造成现有品种销售不达预期，很大程度上影响公司现有现金流情况，继而影响公司研发投入及未来研发管线的实施。
- **疫苗行业负面事件风险。** 疫苗安全关系生命健康，尽管民众对国产疫苗已经有所信任，但是疫苗行业的研发、注册、生产、销售、接种等任何环节出现瑕疵甚至严重危害生命健康的负面事件，将会对行业所有公司造成无差别打击。
- **新冠病毒变异导致疫苗失效风险。** 新冠病毒仍在不断变异，目前已上市新冠疫苗均是针对原始毒株，尽管对变异株依然有保护效果，但一旦病毒发生抗原漂移及转换等，有可能会使现有疫苗失效。
- **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。** 报告中部分公开资料可能有所变化而导致更新不及时，从而使得部分判断出现偏差。

图表 16: 百克生物财务模型预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	867	1,469	1,171	1,237	营业收入	1,071	1,739	2,499	3,197
应收票据	0	0	0	0	营业成本	137	184	264	310
应收账款	968	1,037	1,653	2,235	税金及附加	10	15	21	28
预付账款	27	23	34	45	销售费用	412	670	950	1,215
存货	192	226	343	438	管理费用	144	157	212	272
合同资产	0	0	0	0	研发费用	134	209	300	384
其他流动资产	4	14	22	24	财务费用	-20	1	0	1
流动资产合计	2,058	2,769	3,223	3,979	信用减值损失	-13	-13	-13	-13
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-62	0	0	0
长期股权投资	34	34	34	34	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	604	575	571	569	投资收益	0	0	0	0
在建工程	1,038	1,344	1,720	1,994	其他收益	7	7	7	7
无形资产	204	250	249	256	营业利润	187	499	746	982
其他非流动资产	346	340	337	333	营业外收入	12	12	12	12
非流动资产合计	2,226	2,543	2,911	3,186	营业外支出	1	1	1	1
资产合计	4,284	5,312	6,134	7,165	利润总额	198	510	757	993
短期借款	0	0	0	0	所得税	16	42	62	81
应付票据	0	0	0	0	净利润	182	468	695	912
应付账款	25	47	72	90	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	12	4	7	归属母公司净利润	182	468	695	912
合同负债	9	14	20	26	NOPLAT	163	469	696	912
其他应付款	498	498	498	498	EPS (摊薄)	0.44	1.13	1.68	2.21
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	185	700	808	905	主要财务比率				
流动负债合计	717	1,271	1,402	1,526	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-10.9%	62.3%	43.7%	27.9%
其他非流动负债	7	7	7	7	EBIT增长率	-29.1%	187.8%	48.2%	31.2%
非流动负债合计	7	7	7	7	归母公司净利润增长率	-25.5%	157.9%	48.5%	31.2%
负债合计	724	1,278	1,409	1,533	获利能力				
归属母公司所有者权益	3,560	4,034	4,725	5,632	毛利率	87.2%	89.4%	89.4%	90.3%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	16.9%	26.9%	27.8%	28.5%
所有者权益合计	3,560	4,034	4,725	5,632	ROE	5.1%	11.6%	14.7%	16.2%
负债和股东权益	4,284	5,312	6,134	7,165	ROIC	4.4%	10.6%	13.7%	15.4%
					偿债能力				
					资产负债率	16.9%	15.6%	15.6%	14.8%
					债务权益比	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%
					流动比率	2.9	2.2	2.3	2.6
					速动比率	2.6	2.0	2.1	2.3
					营运能力				
					总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
					应收账款周转天数	291	207	194	219
					应付账款周转天数	116	70	81	94
					存货周转天数	569	409	388	453
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.44	1.13	1.68	2.21
					每股经营现金流	0.10	1.27	0.31	0.91
					每股净资产	8.62	9.77	11.45	13.64
					估值比率				
					P/E	125	49	33	25
					P/B	6	6	5	4
					EV/EBITDA	7	3	2	2

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。