

增持 (维持)

百克生物 (688276)

业绩短期承压, 国产首个带状疱疹疫苗上市

2023年4月2日

市场数据

日期	2023-03-31
收盘价(元)	55.03
总股本(百万股)	412.84
流通股本(百万股)	233.53
净资产(百万元)	3559.54
总资产(百万元)	4283.55
每股净资产(元)	8.62

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证医药】百克生物(688276)2022年中报点评:鼻喷流感疫苗业绩有望逐步兑现,带状疱疹疫苗获批在即值得期待》2022-08-31

《【兴证医药】百克生物(688276.SH)新股研究报告:鼻喷流感疫苗待放量,带疱疫苗在研值得关注》2021-07-04

分析师:

孙媛媛

sunnyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

黄翰漾

huanghanyang@xyzq.com.cn

S0190519020002

东楠

dongnan@xyzq.com.cn

S0190521030001

投资要点

- 近日,百克生物发布了2022年年报。报告期内,公司实现营业收入10.71亿元,同比下降10.86%;实现归母净利润1.82亿元,同比下降25.46%;实现扣非归母净利润1.67亿元,同比下降28.62%;实现经营现金流净额0.40亿元,同比下降71.62%。
- 盈利预测与评级:公司于2020年获批的鼻喷流感疫苗有望进入放量期;水痘疫苗“两针法”的推广加之公司在水痘疫苗市场的领先地位,或将进一步增加公司水痘疫苗营收;完成技改预期恢复生产的狂犬疫苗后续将贡献增量业绩;带状疱疹疫苗成为同类首个国产疫苗,放量可期。此外,公司还有多款重磅产品在研,形成良好产品梯度,值得期待。我们调整了公司的盈利预测,预计2023-2025年EPS为1.08元、1.79元、2.51元;对应3月31日收盘价,PE分别为51.1倍、30.8倍、21.9倍,维持“增持”评级。
- 风险提示:核心品种销售不及预期,新冠相关产品销售具有不确定性,新产品研发注册进度不及预期,行业竞争加剧风险,核心技术人员流失风险等。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1071	1899	2622	3270
同比增长	-10.9%	77.2%	38.1%	24.7%
归母净利润(百万元)	182	445	739	1036
同比增长	-25.5%	145.0%	66.1%	40.3%
毛利率	87.2%	87.0%	88.6%	89.7%
ROE	5.1%	11.1%	15.8%	18.5%
每股收益(元)	0.44	1.08	1.79	2.51
市盈率	125.1	51.1	30.8	21.9

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

报告正文

事件

- 百克生物发布了 2022 年年报。报告期内，公司实现营业收入 10.71 亿元，同比下降 10.86%；实现归母净利润 1.82 亿元，同比下降 25.46%；实现扣非归母净利润 1.67 亿元，同比下降 28.62%；实现经营现金流净额 0.40 亿元，同比下降 71.62%。

点评

- **疫情季节双影响，收入利润受压。**报告期内，上半年因受市场需求波动及产品竞争加剧等因素影响，公司主要产品销售、发货及接种受到较大程度影响；第三季度，公司积极推进水痘疫苗及鼻喷流感疫苗销售工作，逐步加大了水痘疫苗及鼻喷流感疫苗销售工作力度，前三季度营业收入及净利润同比降幅较上半年大幅收窄。第四季度，因外部环境变化和疫苗季节性和 3-17 岁的接种适应人群问题，终端疫苗接种面临较大困难，主力产品水痘疫苗和增量产品鼻喷流感疫苗的接种均受到较大影响。公司决定对该部分预计无法实现销售的鼻喷流感疫苗计提存货减值准备，2022 年度计提存货减值准备 0.60 亿元，另外合同履行成本计提存货减值准备 0.02 亿元，计提减值准备共减少 2022 年度公司合并报表利润总额 0.62 亿元。因综合市场情况，鼻喷流感疫苗产量大幅下降，造成提前储备的部分鼻喷给药装置临近效期，不能用于后续该产品的生产，公司决定对无法使用的鼻喷给药装置等原材料及毁损的产成品做报废处置，总金额 0.23 亿元，其中主要为鼻喷给药装置，总金额 0.23 亿元。单四季度实现营业收入 2.06 亿元，同比减少 19.89%；单四季度归母净利润为-0.30 亿元，同比减少 388.42%；单四季度扣非归母净利润为-0.33 亿元，上年同期为 0.03 亿元。
- **坚守创新研发，造就国产首个带状疱疹疫苗。**报告期内，公司带状疱疹疫苗顺利获得《药品注册证书》。目前全球范围内共有两款带状疱疹疫苗上市，分别为默沙东的 Zostavax 以及葛兰素史克的 Shingrix。Zostavax 由默沙东研制并于 2006 年 5 月获 FDA 批准上市，是一种常规推荐给老年人的带状疱疹减毒活疫苗；Shingrix 由葛兰素史克研发并于 2017 年 10 月获 FDA 批准上市，是基因重组亚单位疫苗。公司带状疱疹减毒活疫苗上市许可申请获得批准，将有利于公司疫苗品种的丰富，有助于优化产品结构、产业布局和主营业务的全面发展。该产品安全性较好、可及性更强、适用年龄段更广。带状疱疹减毒活疫苗取得药品注册证书后尚需取得产品批签发证明并完成各地准入等程序，预计在 5-6 月份开始产生销售，有助于产品 23 和 24 年带来的业绩弹性。相较于此前在国内获批上市的葛兰素史克旗下 Shingrix 适用于 50 岁及以上人群，公司产品将适应年龄放宽到 40 岁及以上，而我国 40 岁以上人口规

模为 3.83 亿人。随国产疫苗上市和持续的市场推广，国内带状疱疹疫苗渗透率有望持续提升，公司产品有望实现放量。

- 持续加大创新研发，多重产品齐头并进。**公司加速推进液体鼻喷流感疫苗、百白破疫苗（三组分）、狂犬单抗等重点在研项目；百白破疫苗（三组分）完成 I 期临床试验工作，目前正处于验证及生产 III 期临床样品准备阶段；液体鼻喷流感疫苗完成 I 期、II 期临床试验现场工作；狂犬单抗获得临床试验批准，进入临床试验阶段，同时公司积极推进冻干狂犬疫苗（MRC-5 细胞）、破伤风单抗、佐剂流感疫苗等项目。报告期内，研发投入 1.56 亿元，占营业收入比例 14.54%。公司将坚持强化研发技术，不断完善产品布局，并根据产品研发布局开展临床和产业化工作，为公司可持续发展注入活力。分产品看，水痘疫苗营业收入为 9.57 亿元，营业收入同比减少 6.19%，毛利率减少 0.57 个百分点；鼻喷流感疫苗营业收入为 1.14 亿元，营业收入同比减少 34.70%，毛利率减少 7.19 个百分点。分地区看，西北区营业收入为 0.86 亿元，营业收入同比减少 28.48%，毛利率减少 0.58 个百分点，营业收入同比下降幅度最大，华东区营业收入为 3.40 亿元，营业收入同比减少 11.63%，毛利率减少 2.40 个百分点，与其他地区相比营业收入最多，毛利率同比下降幅度最大，国外营业收入为 0.20 亿元，营业收入同比增加 10.68%，毛利率减少 0.50 个百分点。

表 1、公司的在研项目

药品名称	进展或阶段性成果	技术水平	具体应用前景
百白破疫苗（三组分）	I 期临床试验	升级换代	用于预防百日咳、白喉、破伤风
带状疱疹减毒活疫苗	2023 年 1 月获得生产批件	填补国内自主研发市场空白	用于预防带状疱疹
流感病毒裂解疫苗（BK-01 佐剂） 全人源抗狂犬病毒单克隆抗体	临床前研究 获得临床批件	填补国内空白 国内领先	主要用于预防老年人群流行老年人群流行 用于预防狂犬病毒
b 型流感嗜血杆菌结合疫苗	临床前研究	升级换代	用于预防流感嗜血杆菌，可以与百白破疫苗等多种疫苗制备联合疫苗
冻干狂犬疫苗（MRC-5 细胞） 全人源抗破伤风病毒单克隆抗体	临床前研究 临床前研究	科技突破 科技突破	预防狂犬病毒感染 预防破伤风
重组带状疱疹疫苗	临床前研究	升级换代	用于预防带状疱疹

资料来源：Wind，公司 2022 年年报，兴业证券经济与金融研究院整理

- 费用方面。**费用方面，报告期内，销售费用 4.12 亿元，同比下降 9.15%，销售费用率 38.42%，同比增加 0.73 个百分点；管理费用 1.44 亿元，同比增长 33.29%，管理费用率 13.48%，同比增加 4.46 个百分点，主要变动原因包括人员及薪酬调整导致人员费用增加以及报告期内对于近效期不能用于生产的存货进行报废处理；财务费用-0.20 亿元，同比减少 0.09 亿元，主要系利息收入增加所致；研发费用 1.34 亿元，同比下降 14.82%，研发费用率 12.46%，同比减少 0.58 个百分点。

- **盈利预测与评级:** 公司于 2020 年获批的鼻喷流感疫苗有望进入放量期; 水痘疫苗“两针法”的推广加之公司在水痘疫苗市场的领先地位, 或将进一步增加公司水痘疫苗营收; 完成技改预期恢复生产的狂犬疫苗后续将贡献增量业绩; 带状疱疹疫苗成为同类首个国产疫苗, 放量可期。此外, 公司还有多款重磅产品在研, 形成良好产品梯度, 值得期待。我们调整了公司的盈利预测, 预计 2023-2025 年 EPS 为 1.08 元、1.79 元、2.51 元; 对应 3 月 31 日收盘价, PE 分别为 51.1 倍、30.8 倍、21.9 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 核心品种销售不及预期, 新冠相关产品销售具有不确定性, 新产品研发注册进度不及预期, 行业竞争加剧风险, 核心技术人员流失风险等。

表 2、百克生物公司分季度业绩对比(单位:百万元、元、%)

主要数据	21-4Q	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	QOQ	2021-12	2022-12	YOY
营业收入	257	138	303	425	206	-19.9%	1202	1071	-10.9%
营业成本	32	15	37	53	32	-1.3%	141	137	-2.5%
毛利	225	123	266	371	174	-22.6%	1061	934	-12.0%
销售费用	98	56	112	166	77	-21.0%	453	412	-9.2%
管理费用	29	28	35	35	47	62.7%	108	144	33.3%
财务费用	-5	-5	-5	-6	-4	-	-11	-20	-
研发费用	38	28	48	23	34	-8.7%	157	134	-14.8%
资产减值	-77	0	0	0	-62	-	-88	-62	-
公允价值	0	0	0	0	0	-	0	0	-
投资收益	-1	-0	-0	-0	0	-	-1	0	-
营业利润	-1	19	62	152	-45	-	262	187	-28.6%
利润总额	-2	19	62	162	-44	-	262	198	-24.4%
归母净利润	11	17	56	138	-30	-388.4%	244	182	-25.5%
EPS	0.025	0.042	0.136	0.335	-0.073	-388.4%	0.590	0.440	-25.5%
销售费用率	38.1%	40.7%	36.9%	39.2%	37.6%	-0.5%	37.7%	38.4%	0.7%
管理费用率	11.1%	20.1%	11.7%	8.2%	22.6%	11.5%	9.0%	13.5%	4.5%
财务费用率	-1.9%	-3.3%	-1.8%	-1.4%	-2.0%	-0.1%	-0.9%	-1.9%	-1.0%
研发费用率	14.6%	20.0%	15.9%	5.5%	16.6%	2.0%	13.0%	12.5%	-0.6%
所得税率	-560.5%	7.1%	8.7%	14.4%	-31.4%	529.1%	6.9%	8.2%	1.3%
毛利率	87.5%	89.2%	87.7%	87.4%	84.6%	-2.9%	88.3%	87.2%	-1.1%
净利率	4.1%	12.6%	18.6%	32.5%	-14.7%	-18.8%	20.3%	16.9%	-3.3%

资料来源:天软投资系统,兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2058	2553	3287	4278
货币资金	867	917	1228	2097
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	968	1234	1573	1635
预付款项	27	49	59	67
存货	192	346	419	469
其他	4	6	8	10
非流动资产	2226	2195	2143	2084
长期股权投资	34	34	34	34
固定资产	604	1057	1221	1241
在建工程	1038	519	259	130
无形资产	204	204	204	204
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	33	33	33	33
其他	313	349	391	443
资产总计	4284	4748	5430	6361
流动负债	717	736	746	753
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	25	45	54	61
其他	692	692	692	692
非流动负债	7	7	7	7
长期借款	0	0	0	0
其他	7	7	7	7
负债合计	724	744	754	760
股本	413	413	413	413
资本公积	1778	1778	1778	1778
未分配利润	1001	1350	1859	2553
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3560	4004	4676	5602
负债及权益合计	4284	4748	5430	6361

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	182	445	739	1036
折旧和摊销	77	66	95	110
资产减值准备	62	33	16	11
资产处置损失	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	-37	-44	-69
投资损失	-0	2	-1	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-273	-457	-430	-126
经营活动产生现金流量	40	52	375	963
投资活动产生现金流量	-289	-38	-42	-52
融资活动产生现金流量	-41	37	-22	-42
现金净变动	-289	51	311	869
现金的期初余额	1150	862	912	1223
现金的期末余额	862	912	1223	2092

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1071	1899	2622	3270
营业成本	137	247	299	335
税金及附加	10	19	26	33
销售费用	412	740	996	1210
管理费用	144	190	223	229
研发费用	134	209	262	327
财务费用	-20	-37	-44	-69
其他收益	7	7	8	9
投资收益	0	-2	1	-0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-13	-3	-5	-6
资产减值损失	-62	-41	-48	-60
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	187	491	816	1147
营业外收入	12	5	6	7
营业外支出	1	3	2	2
利润总额	198	494	821	1151
所得税	16	49	82	115
净利润	182	445	739	1036
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	182	445	739	1036
EPS(元)	0.44	1.08	1.79	2.51

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-10.9%	77.2%	38.1%	24.7%
营业利润增长率	-28.6%	162.9%	66.1%	40.5%
归母净利润增长率	-25.5%	145.0%	66.1%	40.3%
盈利能力				
毛利率	87.2%	87.0%	88.6%	89.7%
归母净利率	16.9%	23.4%	28.2%	31.7%
ROE	5.1%	11.1%	15.8%	18.5%
偿债能力				
资产负债率	16.9%	15.7%	13.9%	11.9%
流动比率	2.87	3.47	4.40	5.68
速动比率	2.60	3.00	3.84	5.06
营运能力				
资产周转率	25.3%	42.0%	51.5%	55.5%
应收帐款周转率	122.3%	172.4%	186.8%	203.8%
存货周转率	50.3%	75.6%	64.3%	62.1%
每股资料(元)				
每股收益	0.44	1.08	1.79	2.51
每股经营现金	0.10	0.12	0.91	2.33
每股净资产	8.62	9.70	11.33	13.57
估值比率(倍)				
PE	125.1	51.1	30.8	21.9
PB	6.4	5.7	4.9	4.1

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn