


2023年04月01日  
 百克生物(688276.SH)

ESSENCE


**公司快报**

证券研究报告

生物医药 III

## 疫情影响下业绩承压，带状疱疹疫苗有望快速放量

**事件:**公司发布2022年年报。2022年全年，公司实现营业收入10.71亿元，同比下降10.86%；归母净利润1.82亿元，同比下降25.46%；扣非归母净利润1.67亿元，同比下降28.62%。Q4单季度，公司实现营业收入2.06亿元，同比下降19.89%；归母净利润-0.30亿元，同比下降388.42%；扣非归母净利润-0.33亿元，同比下降1089.26%。Q4及全年收入端及利润端下滑程度较大主要系：(1)2022年新冠疫情影响下，人员流动性减少，终端疫苗接种存在一定困难，尤其是流感疫苗接种季未能有效销售及接种；(2)公司基于审慎性原则，对预计无法实现销售的鼻喷流感疫苗计提了存货减值准备；对近效期等原因导致的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，2022年计提减值准备及存货报废（主要与鼻喷流感疫苗相关）共计减少合并报表利润总额约8578万元。

**受疫情等因素影响毛利率与净利率略有下降。**2022年，公司毛利率为87.19%，同比下降1.10pct；净利率为16.94%，同比下降3.32pct。2022年公司期间费用率为62.49%，同比上升3.66pct，其中销售费用率为38.42%，同比上升0.72pct；管理费用率为13.48%，同比上升4.47pct，主要系人员及薪酬调整及对于近效期不能用于生产的存货进行报废处理所致；研发费用率为12.46%，同比下降0.58pct；财务费用率为-1.88%，同比下降0.95pct，主要系利息收入增加所致。单Q4来看，公司实现毛利率84.60%(-2.91pct)，净利率-14.72%(-18.81pct)，销售费用率37.58%(-0.53pct)；管理费用率22.64%(+11.49pct)；研发费用率16.65%(+2.04pct)；财务费用率-2.03%(-0.09pct)。

**国内带状疱疹市场增量空间可观，公司产品较Shingrix具有四大优势且先发优势显著，上市后可有望快速放量。**目前国内唯一在售的带状疱疹疫苗为GSK的Shingrix，据中检院数据，以批签发量口径测算，假设受种者均完成2剂次全程接种，截至2023年3月底该产品在50岁以上人群中的渗透率仅为0.3%，国内带状疱疹疫苗市场仍有待开拓。公司的带状疱疹减毒活疫苗于2023年1月底获得NMPA的《药品注册证书》，与Shingrix相比具有不良反应率更低、适用人群年龄范围更广、接种针次少、价位接受度高等四大优势。根据公司投资者关系记录，公司预计5月末到6月初实现产品较大批量上市；目前已有福建等省份完成准入，4-5月份将持续开展准入工作，预计6月份完成20余个省份准入；公司将优化市场营销团队，加强官媒、新媒体等渠道的宣传工作，通过网络平台进行接种预约，实现线上、

**投资评级** **买入-A**  
**维持评级**
**6个月目标价** **74.96元**  
**股价(2023-03-31)** **55.03元**

### 交易数据

总市值(百万元)	22,718.62
流通市值(百万元)	12,851.35
总股本(百万股)	412.84
流通股本(百万股)	233.53
12个月价格区间	36.46/77.29元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.9	-25.0	6.2
绝对收益	-7.3	-20.4	2.1

**马帅** 分析师

SAC 执业证书编号: S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

### 相关报告

带状疱疹疫苗获批上市，期待公司发展再上新台阶	2023-02-02
百克生物 疫情短期影响趋于缓和，创新管线驱动长期增长	2022-08-31

线下覆盖，同时通过增加推广商数量，增加终端覆盖率。目前国内暂无进入临床 III 期及上市申报阶段的在研疫苗，公司先发优势明显，有望快速放量抢占市场。

■ **公司注重研发创新，在研项目持续推进。**2022 年，公司研发投入约 1.56 亿元，占营业收入比例为 14.54%。根据公司公告及投资者关系记录，公司重点开展的在研产品包括 13 种疫苗和 2 种传染病预防相关的全人源单克隆抗体，其中：（1）流感疫苗：液体鼻喷流感疫苗解决了液体剂型稳定性不佳的问题，同时较冻干剂型扩大了适用人群、增加了使用的便捷性，已完成 I 期、II 期临床试验现场工作；佐剂流感疫苗已完成概念验证，争取 2024 年申报临床；（2）百白破疫苗（三组分）已完成 I 期临床现场工作，正在进行车间验证，验证完成后将生产 III 期临床样品并开展临床研究；（3）单抗：狂犬抗体将于近期正式启动 I 期临床研究；破伤风抗体的 pre-IND 已经提交 CDE 申请沟通交流会。此外，冻干狂犬疫苗（MRC-5 细胞）等其他重点项目也在稳步推进。研发技术的不断强化与产品布局的日益完善将为公司的创新发展注入持久活力。

■ **投资建议：**我们预计公司 2023 年-2025 年的收入增速分别为 76.9%、35.7%、23.4%，净利润增速分别为 193.9%、50.8%、33.8%，对应 EPS 分别为 1.29 元、1.95 元、2.61 元，对应 PE 分别为 42.6 倍、28.2 倍、21.1 倍，维持买入-A 的投资评级。

■ **风险提示：**疫苗市场推广及销售不及预期、新产品研发进度不及预期。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	1,202.0	1,071.4	1,895.5	2,572.2	3,174.4
净利润	243.6	181.5	533.6	804.6	1,076.4
每股收益(元)	0.59	0.44	1.29	1.95	2.61
每股净资产(元)	8.28	8.62	9.94	11.89	14.50

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	93.3	125.1	42.6	28.2	21.1
市净率(倍)	6.6	6.4	5.5	4.6	3.8
净利润率	20.3%	16.9%	28.1%	31.3%	33.9%
净资产收益率	7.1%	5.1%	13.0%	16.4%	18.0%
股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	16.9%	7.2%	20.3%	27.1%	30.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,202.0	1,071.4	1,895.5	2,572.2	3,174.4	<b>成长性</b>					
减:营业成本	140.8	137.2	255.1	334.8	401.6	营业收入增长率	-16.6%	-10.9%	76.9%	35.7%	23.4%
营业税费	10.6	9.7	16.0	22.5	25.7	营业利润增长率	-45.7%	-28.6%	208.2%	51.2%	33.8%
销售费用	453.1	411.6	729.8	964.6	1,158.7	净利润增长率	-41.8%	-25.5%	193.9%	50.8%	33.8%
管理费用	108.4	144.5	164.9	187.8	212.7	EBITDA 增长率	-9.2%	-24.4%	71.2%	45.3%	30.6%
研发费用	156.8	133.5	170.6	218.6	254.0	EBIT 增长率	-12.3%	-29.0%	88.5%	50.5%	33.0%
财务费用	-11.1	-20.1	-17.8	-22.8	-39.9	NOPLAT 增长率	-44.1%	-34.4%	234.7%	51.9%	32.7%
资产减值损失	-87.7	-62.4	-	-	-	投资资本增长率	54.5%	18.5%	13.9%	16.4%	-13.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	92.0%	4.2%	15.3%	19.6%	21.9%
投资和汇兑收益	-1.0	0.3	1.9	0.4	0.9						
营业利润	261.9	186.9	576.1	871.0	1,165.3	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-0.3	10.8	5.0	5.1	7.0	毛利率	88.3%	87.2%	86.5%	87.0%	87.3%
利润总额	261.6	197.7	581.0	876.2	1,172.2	营业利润率	21.8%	17.4%	30.4%	33.9%	36.7%
减:所得税	18.0	16.2	47.5	71.6	95.8	净利润率	20.3%	16.9%	28.1%	31.3%	33.9%
净利润	243.6	181.5	533.6	804.6	1,076.4	EBITDA/营业收入	40.6%	34.4%	33.3%	35.6%	37.7%
						EBIT/营业收入	34.9%	27.8%	29.6%	32.8%	35.4%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	160	189	113	82	64
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动运营资本周转天数	78	128	120	143	115
货币资金	1,155.6	866.5	1,085.1	1,415.8	2,966.0	流动资产周转天数	511	714	512	524	560
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	225	292	259	275	240
应收账款	765.4	971.3	1,751.4	2,180.6	2,051.9	存货周转天数	58	73	59	65	64
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	995	1,421	936	838	814
预付账款	18.1	27.3	57.8	53.8	68.9	投资资本周转天数	526	782	513	436	354
存货	241.3	192.1	428.0	503.1	617.4						
其他流动资产	9.6	0.7	8.3	6.2	5.1	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	7.1%	5.1%	13.0%	16.4%	18.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.8%	4.2%	9.6%	12.6%	13.5%
长期股权投资	35.9	34.2	34.2	34.2	34.2	ROIC	16.9%	7.2%	20.3%	27.1%	30.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	518.8	604.4	590.5	574.2	555.5	销售费用率	37.7%	38.4%	38.5%	37.5%	36.5%
在建工程	919.8	1,037.5	1,117.5	1,167.5	1,217.5	管理费用率	9.0%	13.5%	8.7%	7.3%	6.7%
无形资产	379.9	382.5	356.4	330.3	304.2	研发费用率	13.0%	12.5%	9.0%	8.5%	8.0%
其他非流动资产	130.2	167.0	141.1	142.1	133.4	财务费用率	-0.9%	-1.9%	-0.9%	-0.9%	-1.3%
资产总额	4,174.6	4,283.6	5,570.2	6,407.8	7,954.1	四费/营业收入	58.8%	62.5%	55.3%	52.4%	49.9%
短期债务	-	-	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付账款	618.8	522.8	1,296.5	1,329.5	1,788.9	资产负债率	18.1%	16.9%	26.3%	23.4%	24.8%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	22.2%	20.3%	35.7%	30.5%	32.9%
其他流动负债	129.9	193.9	161.7	161.8	172.5	流动比率	2.93	2.87	2.28	2.79	2.91
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	2.60	2.60	1.99	2.45	2.60
其他非流动负债	8.3	7.3	7.9	7.8	7.7	利息保障倍数	-37.60	-14.80	-31.60	-37.11	-28.16
负债总额	757.1	724.0	1,466.1	1,499.2	1,969.1	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.10	-	-	-	-
股本	412.8	412.8	412.8	412.8	412.8	分红比率	17.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	3,010.5	3,157.7	3,691.2	4,495.8	5,572.2	股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	3,417.6	3,559.5	4,104.1	4,908.6	5,985.0						
						<b>现金流量表</b>					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	243.6	181.5	533.6	804.6	1,076.4
						加:折旧和摊销	69.3	76.6	70.0	72.4	74.8
						资产减值准备	87.7	62.4	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	0.3	-	-17.8	-22.8	-39.9
						投资收益	1.0	-0.3	-1.9	-0.4	-0.9
						少数股东损益	-	-	-	-	-
						营运资金的变动	-322.7	-208.0	-286.0	-466.2	478.9
						经营活动产生现金流量	140.3	39.8	297.9	387.6	1,589.4
						投资活动产生现金流量	-695.5	-288.7	-108.1	-79.6	-79.1
						融资活动产生现金流量	1,402.4	-41.3	28.7	22.8	39.9
						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS(元)	0.59	0.44	1.29	1.95	2.61
						BVPS(元)	8.28	8.62	9.94	11.89	14.50
						PE(X)	93.3	125.1	42.6	28.2	21.1
						PB(X)	6.6	6.4	5.5	4.6	3.8
						P/FCF	-44.7	-106.8	125.1	68.5	14.7
						P/S	18.9	21.2	12.0	8.8	7.2
						EV/EBITDA	55.5	74.6	34.1	23.1	16.4
						CAGR(%)	48.9%	81.0%	8.5%	48.9%	81.0%
						PEG	1.9	1.5	5.0	0.6	0.3
						ROIC/WACC					
						REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 目 公司评级体系 ■■■

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

**目 免责声明** ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**安信证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034