

投资评级 优于大市 维持

减值影响当期业绩，带疱疫苗获批后增量可观

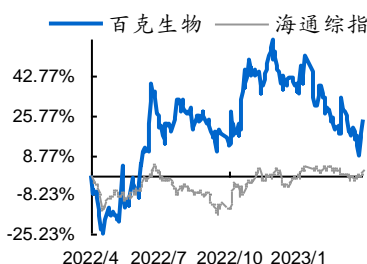
股票数据

04月12日收盘价(元)	61.56
52周股价波动(元)	34.85-78.39
总股本/流通A股(百万股)	413/234
总市值/流通市值(百万元)	25414/14376

相关研究

《业绩受疫情影响短期承压，带疱疫苗申报生产获受理放量可期》2022.04.26

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.2	-9.2	-7.8
相对涨幅(%)	-8.5	-9.1	-10.1

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 余文心

Tel: (0755)82780398

Email: ywx9461@haitong.com

证书: S0850513110005

分析师: 郑琴

Tel: (021)23219808

Email: zq6670@haitong.com

证书: S0850513080005

分析师: 朱赵明

Tel: (021)23154120

Email: zzm12569@haitong.com

证书: S0850521070002

联系人: 彭婷

Tel: (010)68067998

Email: pp13606@haitong.com

投资要点:

- 事件:** 公司公告 2022 年年报, 实现营业收入 10.71 亿元 (-10.86%), 归母净利润 1.82 亿元 (-25.46%), 扣非归母净利润 1.67 亿元 (-28.62%), 公司产品销量受市场需求波动和产品竞争加剧等影响下滑, 此外公司针对无法销售的流感疫苗计提了减值, 对鼻喷给药装置等原材料及毁损的产成品做报废处置, 共影响合并报表利润 8578 万。分季度来看, 单 Q4 实现营业收入 2.06 亿元 (-19.89%), 归母净利润-3028.44 万元 (-388.42%), 扣非归母净利润-3324.33 万元 (-1089.26%)。
- 点评:**
 - 2022 年水痘疫苗实现收入 9.6 亿元, 同比减少 6.2%, 鼻喷流感疫苗实现收入 1.1 亿元, 同比减少 34.7%。2022Q4 公司水痘疫苗和鼻喷流感疫苗接种受外部环境变化, 终端疫苗接种存在一定困难, 特别是流感疫苗为季节性产品, 在接种季未能有效销售和接种, 2022 年鼻喷流感疫苗销售 38.7 万支, 同比减少 35.9%。我们预计随着外部环境稳定以及政策的持续引导, 流感疫苗 2023 年的销售将会有所恢复。同时, 公司正在积极推进液体鼻喷流感疫苗及佐剂流感疫苗研发进展, 以实现流感疫苗品种对全人群的覆盖。
 - 公司研发的国内首个用于 40 岁以上人群的带状疱疹疫苗于 2023 年 1 月底获批, 正在推进后续产品批签及上市准备工作: 1) 批签方面: 现场检查批次的产品预计 4 月末取得批签发, 大规模生产的产品预计 5 月实现发货; 2) 准入方面: 预计 6 月份完成 20 余个省份准入; 3) 定价方面: 福建中标价格为 1369 元/支; 4) 营销方面: 实现线上、线下有机结合, 多渠道提升市场覆盖率。
 - 公司聚焦处于临床研究和产业化关键阶段的各在研产品研发及产业化, 2022 年研发投入为 1.56 亿元。截至 2022 年底, 百白破疫苗 (三组分) 完成 I 期临床试验工作, 处于验证及生产 III 期临床样品准备阶段; 狂犬单抗获得临床试验批准, 即将进入 I 期临床阶段; 破伤风单抗的 pre-IND 已经提交 CDE 申请沟通交流会; 二倍体狂犬疫苗的 pre-IND 近期提交 CDE 申请沟通交流会。
 - 盈利预测:** 我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润分别为 5.00/8.29/10.29 亿元, 对应 EPS 分别为 1.21/2.01/2.49 元。公司的水痘疫苗销售稳定, 鼻喷流感疫苗的销售有望触底回升, 带状疱疹疫苗填补国内空白潜在空间大。考虑到公司原有业务将实现恢复性增长, 新品尚处于导入期, 我们给予公司 2023 年 1-1.2X PEG (对应 PE 50.4-60.5X, 相较可比公司处在高位, 主要是由于潜在大单品带疱疫苗即将放量), 对应合理价值区间为 61.15-73.39 元, 继续维持“优于大市”评级。
 - 风险提示:** 产品销售不及预期风险, 新产品研发进程不及预期的风险。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1202	1071	1891	2642	3141
(+/-)YoY(%)	-16.6%	-10.9%	76.5%	39.7%	18.9%
净利润 (百万元)	244	182	500	829	1029
(+/-)YoY(%)	-41.8%	-25.5%	175.7%	65.7%	24.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.59	0.44	1.21	2.01	2.49
毛利率(%)	88.3%	87.2%	87.9%	88.4%	88.3%
净资产收益率(%)	7.1%	5.1%	12.3%	17.0%	17.4%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 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

表 1 百克生物收入分拆 (百万元)

		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总表	营业收入 (百万元)	1441.36	1202.02	1071.44	1891.05	2641.73	3141.28
	增速 (%)	47.7%	-16.6%	-10.9%	76.5%	39.7%	18.9%
	营业成本 (百万元)	168.49	145.72	137.51	227.88	307.33	367.28
	毛利率 (%)	88.3%	87.9%	87.2%	87.9%	88.4%	88.3%
三价鼻喷 流感疫苗	销售收入 (百万元)	332.6	174.5	114.0	303.5	390.2	491.4
	销售量 (万支)	137.27	60.36	38.72	105	135	170
	单价 (元)	242.30	289.18	294.37	289.06	289.06	289.06
	增速 (%)		-47.5%	-34.7%	166.3%	28.6%	25.9%
	毛利率 (%)	89.0%	87.0%	79.8%	88.0%	88.0%	88.0%
水痘疫苗	销售收入 (百万元)	1107.39	1020.327	957.13	1055.36	1055.36	1055.36
	水痘疫苗销售量 (万支)	867.44	811.32	776.68	800.00	800.00	800.00
	单价 (元)	127.66	125.76	123.23	131.92	131.92	131.92
	增速 (%)	16.9%	-7.9%	-6.2%	10.3%	0.0%	0.0%
	毛利率 (%)	92.0%	88.6%	88.1%	89.0%	89.0%	89.0%
减毒带状疱疹疫苗	销售收入 (百万元)				531.17	1195.14	1593.52
	减毒带状疱疹 (万支)				40	90	120
	单价 (元)				1327.93	1327.93	1327.93
	增速 (%)					125.0%	33.3%
	毛利率 (%)				86.0%	88.0%	88.0%
其他业务	销售收入 (百万元)	1.4	7.2	0.3	1.0	1.0	1.0
	增速 (%)	7.1%	425.7%	-95.4%	203.0%	0.0%	0.0%
	毛利率 (%)	45.5%	69.7%	90.8%	70.0%	70.0%	70.0%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 百克生物可比公司估值

代码	简称	收盘价 (元)	每股收益 (元)			市盈率 (X)			PEG (X)
		2023/4/12	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2023E
300122	智飞生物	81.51	6.38	4.71	5.94	12.78	17.30	13.73	3.21
300601	康泰生物	32.92	1.85	0.35	1.59	17.79	93.23	20.69	5.22
300142	沃森生物	35.14	0.27	0.45	1.05	128.86	77.30	33.46	0.52
688319	欧林生物	21.11	0.28	0.07	0.27	75.29	321.80	78.77	4.60
603392	万泰生物	115.39	3.33	5.31	6.44	34.65	21.73	17.92	0.53
	均值					53.87	106.27	32.91	2.81

资料来源: Wind, 海通证券研究所 注: 收盘价为 2023 年 4 月 12 日价格, EPS 为 Wind 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	1071	1891	2642	3141
每股收益	0.44	1.21	2.01	2.49	营业成本	137	228	307	367
每股净资产	8.62	9.83	11.84	14.34	毛利率%	87.2%	87.9%	88.4%	88.3%
每股经营现金流	0.10	0.92	1.08	2.03	营业税金及附加	10	16	23	28
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
价值评估 (倍)					营业费用	412	738	977	1131
P/E	140.00	50.78	30.65	24.70	营业费用率%	38.4%	39.0%	37.0%	36.0%
P/B	7.14	6.26	5.20	4.29	管理费用	144	170	190	220
P/S	23.72	13.44	9.62	8.09	管理费用率%	13.5%	9.0%	7.2%	7.0%
EV/EBITDA	104.71	40.84	25.51	20.34	EBIT	188	535	889	1103
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-20	-14	-15	-20
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.9%	-0.7%	-0.6%	-0.6%
毛利率	87.2%	87.9%	88.4%	88.3%	资产减值损失	-62	-10	-10	-10
净利润率	16.9%	26.5%	31.4%	32.8%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	5.1%	12.3%	17.0%	17.4%	营业利润	187	548	904	1123
资产回报率	4.2%	9.7%	13.1%	13.5%	营业外收支	11	0	0	0
投资回报率	4.8%	12.0%	16.7%	17.1%	利润总额	198	548	904	1123
盈利增长 (%)					EBITDA	264	599	955	1171
营业收入增长率	-10.9%	76.5%	39.7%	18.9%	所得税	16	48	74	94
EBIT 增长率	-27.1%	185.1%	66.2%	24.1%	有效所得税率%	8.2%	8.7%	8.2%	8.4%
净利润增长率	-25.5%	175.7%	65.7%	24.1%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	182	500	829	1029
资产负债率	16.9%	21.6%	23.0%	22.4%					
流动比率	2.87	2.44	2.49	2.74	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	2.57	2.12	2.15	2.40	货币资金	867	935	1053	1594
现金比率	1.21	0.84	0.72	0.94	应收账款及应收票据	968	1416	2064	2484
经营效率指标					存货	192	313	439	517
应收账款周转天数	329.90	273.22	285.24	288.67	其它流动资产	31	40	57	70
存货周转天数	510.99	516.91	533.09	524.02	流动资产合计	2058	2703	3613	4665
总资产周转率	0.25	0.37	0.42	0.41	长期股权投资	34	34	34	34
固定资产周转率	1.77	3.13	4.38	5.23	固定资产	604	605	604	601
					在建工程	1038	1310	1600	1855
					无形资产	204	179	154	129
					非流动资产合计	2226	2474	2737	2965
					资产总计	4284	5177	6351	7630
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	短期借款	0	0	0	0
净利润	182	500	829	1029	应付票据及应付账款	25	62	74	92
少数股东损益	0	0	0	0	预收账款	0	0	0	0
非现金支出	152	75	76	78	其它流动负债	692	1048	1380	1612
非经营收益	-21	0	0	0	流动负债合计	717	1110	1454	1704
营运资金变动	-273	-194	-458	-270	长期借款	0	0	0	0
经营活动现金流	40	381	448	837	其它长期负债	7	7	7	7
资产	-291	-313	-330	-295	非流动负债合计	7	7	7	7
投资	0	0	0	0	负债总计	724	1117	1461	1712
其他	2	0	0	0	实收资本	413	413	413	413
投资活动现金流	-289	-313	-330	-295	归属于母公司所有者权益	3560	4060	4889	5918
债权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0	负债和所有者权益合计	4284	5177	6351	7630
其他	-41	0	0	0					
融资活动现金流	-41	0	0	0					
现金净流量	-289	68	118	541					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 12 日; (2) 以上各表均为简表
 资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业
 郑琴 医药行业
 朱赵明 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： 华润三九,人福医药,凯莱英,纳微科技,药康生物,片仔癀,华兰生物,沃森生物,同仁堂,微芯生物,万泰生物,康泰生物,康龙化成,迈瑞医疗,贝达药业,百普赛斯,海泰新光,诺唯赞,惠泰医疗,诺禾致源,普瑞眼科,以岭药业,博腾股份,鱼跃医疗,科伦药业,泰格医药,东阿阿胶,博济医药,万孚生物,康华生物

投资评级说明

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