

2023 年 04 月 18 日
百克生物 (688276. SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

生物医药 III

23Q1 水痘疫苗同比回暖，带状疱疹疫苗销售在即

■ **事件：公司发布 2023 年一季报。**2023 年一季度，公司实现营业收入 1.79 亿元，同比增长 30.21%；归母净利润 1838.10 万元，同比增长 6.15%；扣非归母净利润 1818.46 亿元，同比增长 8.33%。2022Q1 疫情背景下，公司水痘疫苗的物流与终端接种均受到较大影响，2023Q1 公司水痘疫苗实现了较好的恢复性增长；利润端增速慢于收入端预计主要系本期确认了部分激励计划的股份支付费用所致。

■ **2023Q1 公司期间费用率有所优化，利润率略有下滑。**2023Q1，公司毛利率为 85.88%，同比下降 3.30pct；净利率为 10.24%，同比下降 2.32pct。2023Q1 公司期间费用率为 73.93%，同比下降 3.58pct，其中销售费用率为 39.71%，同比下降 0.96pct；管理费用率为 17.78%，同比下降 2.36pct；研发费用率为 18.62%，同比下降 1.41pct；财务费用率为 -2.17%，同比上升 1.15pct。

■ **国内带状疱疹市场增量空间可观，公司产品具有四大优势。**在公司的带状疱疹疫苗获批前，国内仅有 GSK 的 Shingrix 一款带状疱疹疫苗在售，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。此外，目前国内暂无进入临床 III 期及上市申报阶段的在研带状疱疹疫苗，公司先发优势明显，有望快速放量抢占市场。

■ **带状疱疹疫苗首获批签发，上市工作持续推进中。**2023 年 4 月 10 日，公司的首批感维®带状疱疹减毒活疫苗获得 NMPA《生物制品批签发证明》。根据公司投资者关系记录，在批签方面，公司带疤的生产安排正在平稳有序进行，将陆续申请批签发，预计 5 月实现发货，5 月末到 6 月初实现产品较大批量产品上市；在准入方面，截至 3 月底公司已完成福建等省份的准入，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；在营销方面，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、线下覆盖，同时通过增加推广商数量，增加终端覆盖率。随着带状疱疹疫苗批签发与全国各省招标供应的陆续推进，公司业绩有望再上新台阶。

投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价 **74.96 元**
股价 (2023-04-17) **63.83 元**

交易数据

总市值(百万元)	26,351.62
流通市值(百万元)	14,906.44
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	0.9	-8.9	42.5
绝对收益	5.7	-8.6	41.5

马帅 分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

相关报告

疫情影响下业绩承压，带状疱疹疫苗有望快速放量	2023-04-02
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

目 **投资建议:** 我们预计公司 2023 年-2025 年的收入增速分别为 70.9%、37.1%、25.7%，净利润增速分别为 171.8%、58.5%、35.5%，对应 EPS 分别为 1.20 元、1.89 元、2.57 元，对应 PE 分别为 53.4 倍、33.7 倍、24.9 倍，维持买入-A 的投资评级。

目 **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	1,830.8	2,510.6	3,154.8
净利润	243.6	181.5	493.4	782.3	1,060.2
每股收益(元)	0.59	0.44	1.20	1.89	2.57
每股净资产(元)	8.28	8.62	9.84	11.74	14.31

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	108.2	145.2	53.4	33.7	24.9
市净率(倍)	7.7	7.4	6.5	5.4	4.5
净利润率	20.3%	16.9%	27.0%	31.2%	33.6%
净资产收益率	7.1%	5.1%	12.1%	16.1%	18.0%
股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	16.9%	7.2%	18.7%	26.7%	29.7%

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	1,830.8	2,510.6	3,154.8	成长性					
减:营业成本	140.8	137.2	241.6	305.8	371.8	营业收入增长率	-16.6%	-10.9%	70.9%	37.1%	25.7%
营业税费	10.6	9.7	15.4	22.0	25.6	营业利润增长率	-45.7%	-28.6%	184.8%	59.1%	35.5%
销售费用	453.1	411.6	704.8	941.5	1,167.3	净利润增长率	-41.8%	-25.5%	171.8%	58.5%	35.5%
管理费用	108.4	144.5	178.2	201.6	226.1	EBITDA 增长率	-9.2%	-24.4%	59.4%	52.1%	32.3%
研发费用	156.8	133.5	175.1	218.8	257.6	EBIT 增长率	-12.3%	-29.0%	73.9%	58.7%	34.8%
财务费用	-11.1	-20.1	-17.7	-21.4	-37.6	NOPLAT 增长率	-44.1%	-34.4%	208.6%	60.4%	34.5%
资产减值损失	-87.7	-62.4	-	-	-	投资资本增长率	54.5%	18.5%	12.6%	20.5%	-14.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	92.0%	4.2%	14.2%	19.2%	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	532.4	846.7	1,147.6	利润率					
加:营业外净收支	-0.3	10.8	5.0	5.1	7.0	毛利率	88.3%	87.2%	86.8%	87.8%	88.2%
利润总额	261.6	197.7	537.3	851.9	1,154.6	营业利润率	21.8%	17.4%	29.1%	33.7%	36.4%
减:所得税	18.0	16.2	43.9	69.6	94.4	净利润率	20.3%	16.9%	27.0%	31.2%	33.6%
净利润	243.6	181.5	493.4	782.3	1,060.2	EBITDA/营业收入	40.6%	34.4%	32.1%	35.6%	37.5%
						EBIT/营业收入	34.9%	27.8%	28.3%	32.7%	35.1%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	160	189	117	84	64
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	78	128	121	149	123
货币资金	1,155.6	866.5	1,079.2	1,276.5	2,851.5	流动资产周转天数	511	714	516	513	542
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	225	292	259	275	240
应收帐款	765.4	971.3	1,658.4	2,179.3	2,027.1	存货周转天数	58	73	58	61	59
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	995	1,421	955	835	798
预付帐款	18.1	27.3	53.3	48.7	65.0	投资资本周转天数	526	782	528	450	362
存货	241.3	192.1	395.3	455.3	582.2						
其他流动资产	9.6	0.7	8.3	6.2	5.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	7.1%	5.1%	12.1%	16.1%	18.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.8%	4.2%	9.1%	12.6%	13.6%
长期股权投资	35.9	34.2	34.2	34.2	34.2	ROIC	16.9%	7.2%	18.7%	26.7%	29.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
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%	37.0%
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%	9.7%	8.0%	7.2%
无形资产	379.9	382.5	356.4	330.3	304.2	研发费用率	13.0%	12.5%	9.6%	8.7%	8.2%
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%	-1.0%	-0.9%	-1.2%
资产总额	4,174.6	4,283.6	5,434.1	6,214.2	7,775.5	四费/营业收入	58.8%	62.5%	56.8%	53.4%	51.1%
短期债务	-	-	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	618.8	522.8	1,200.6	1,198.3	1,689.0	资产负债率	18.1%	16.9%	25.2%	22.0%	24.0%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	22.2%	20.3%	33.7%	28.2%	31.6%
其他流动负债	129.9	193.9	161.7	161.8	172.5	流动比率	2.93	2.87	2.34	2.92	2.97
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	2.60	2.60	2.05	2.58	2.66
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	-29.23	-38.32	-29.48
负债总额	757.1	724.0	1,370.1	1,368.0	1,869.1	分红指标					
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	3,651.1	4,433.3	5,493.6	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	4,063.9	4,846.2	5,906.4						
						业绩和估值指标					
现金流量表											
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
净利润	243.6	181.5	493.4	782.3	1,060.2	EPS(元)	0.59	0.44	1.20	1.89	2.57
加:折旧和摊销	69.3	76.6	70.0	72.4	74.8	BVPS(元)	8.28	8.62	9.84	11.74	14.31
资产减值准备	87.7	62.4	-	-	-	PE(X)	108.2	145.2	53.4	33.7	24.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.7	7.4	6.5	5.4	4.5
财务费用	0.3	-	-17.7	-21.4	-37.6	P/FCF	-51.9	-123.9	149.9	132.9	16.8
投资收益	1.0	-0.3	-1.9	-0.4	-0.9	P/S	21.9	24.6	14.4	10.5	8.4
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	55.5	74.6	42.8	27.9	19.8
营运资金的变动	-322.7	-208.0	-251.7	-577.4	519.9	CAGR(%)	47.5%	80.1%	5.7%	47.5%	80.1%
经营活动产生现金流量	140.3	39.8	292.1	255.5	1,616.5	PEG	2.3	1.8	9.4	0.7	0.3
投资活动产生现金流量	-695.5	-288.7	-108.1	-79.6	-79.1	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	1,402.4	-41.3	28.7	21.4	37.6	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