

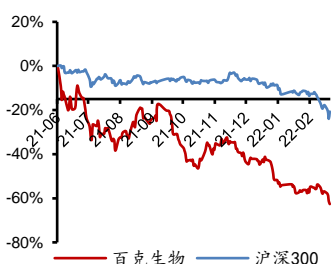
疫情扰动下业绩增长受限，看好公司后疫情时代业务恢复增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-03-17

收盘价(元)	44.30
近12个月最高/最低(元)	135.88/ 42.63
总股本(百万股)	413
流通股本(百万股)	33
流通股比例(%)	7.99
总市值(亿元)	183
流通市值(亿元)	15

公司价格与沪深300走势比较


分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：任雯萱

执业证书号：S0010121080050

邮箱：renwx@hazq.com

相关报告

1. 公司深度百克生物 (688276):
《差异化产品构筑业绩护城河，
带状疱疹有望拉动成长》

主要观点：

● 事件：百克生物发布 2021 年年报，营收不及预期

2022年3月16日，百克生物发布2021年年报，营收与净利同比均为负增长。2021年公司营业收入12.02亿元，同比减少16.6%；归母净利润2.44亿元，同比减少41.77%。扣非归母净利润2.34亿元，同比减少41.87%。EPS为0.62亿元。

● 点评：

业绩分拆：公司从Q2开始出现业绩下滑，费用支出结构优于2020年。

单季度看公司业绩，一季度到四季度公司营收分别为2.5/3.35/3.63/2.57亿元，同比增长24%/-16%/-25%/-28.3%。归母净利润分别为0.6/0.83/0.95/0.11亿元，同比增长11.1%/-36%/-42%/-85.6%。可以看出公司从二季度开始出现业绩下滑，且归母净利润的下降幅度远超营业收入。费用支出方面，2021年，公司的研发支出/销售费用/财务费用/管理费用占营业收入的比重分别为13.04%/37.69%/0.93%/9.02%，相比2020年变化-2.22/-2.4/-1.17/0.73pct，显示支出结构逐步优化。

2021年业绩不及预期，主要受到新冠疫苗接种、研发投入增加以及计提减值准备的影响。

公司业绩下降主要受三方面因素影响：①由于产品推广受新冠疫苗接种冲击，公司营收减少。公司主营产品之一鼻喷流感疫苗接种有较强的季节性，且适用人群为3-17周岁，与同时期新冠疫苗接种的重点人群高度重合，致使流感疫苗销售受到较大影响，仅售出60万支，同比减少47.52%。②公司计提0.88亿元的资产减值准备使净利润同比大幅减少。公司鼻喷流感疫苗为季节性销售产品，产品有效期为10个月。2021年公司共生产流感疫苗399万支，实际销售60万支。销售不达预期致使公司对部分鼻喷流感疫苗及过效期的材料计提资产减值准备，导致公司毛利率变化不大的情况下，净利率下降至20.26%（-8.75pct）。③公司在全人源抗狂犬病单克隆抗体等产品上的研发投入大幅增加，进一步拉低净利润。2021年公司费用化研发支出为1.57亿元，较2020年增加0.63亿元。

2022年，公司业绩的负面影响因素逐渐消失，经营回归正轨，业绩有望呈现高增长。

截至2022年3月，国内新冠疫苗的全程接种率已达到约85%，基础免疫工作已经基本完成，加强针的接种也已超过4.5亿剂。因此，2022年新冠疫苗接种对其他疫苗接种的影响会显著下降，非免疫规划苗的放量回归基本面。居民生活水平改善、接种意识提升以及政策方面鼓励重点人群接种等行业β仍在。由此，公司作为国内唯一的鼻喷剂型流感减毒活疫苗生产商，将继续享受流感疫苗行业低渗透率带来的市场空间高增长，凭借剂型优势快速放量，叠加2021年的低基数效

应，2022 年业绩有望呈现高增长。

未来，公司业绩受主营产品放量及重磅在研产品上市的双重支撑。

未来，公司三大主营产品不断加码市场推广+产能扩张，贡献稳定增长的现金流。公司在研产品中的液体剂型鼻喷流感疫苗以及带状疱疹疫苗均有望于 2023 年上市销售。届时，公司流感疫苗覆盖人群将扩大到 3 岁以上，预计冻干+液体剂型流感疫苗合计销售额有望在 2024 年突破 10 亿元。而带状疱疹疫苗将受益于人口老龄化市场带来的巨大潜在市场空间，预计销售额有望在 2026 年突破 10 亿元，支撑公司业绩中长期持续高增长。

● **投资建议：维持“买入”评级**

预计公司 2022~2024 年营业收入分别为 17.77/ 25.56/ 32.44 亿元，同比增长 47.9%/ 43.8%/ 26.9%；归母净利润分别为 4.91/ 8.5/ 11.16 亿元，同比增长 101.5%/ 73.1%/ 31.3%；公司 2022~2024 年 PE 分别为：37X/ 22X/ 16X。考虑到疫苗行业的持续快速发展、公司鼻喷流感疫苗、水痘疫苗、人用狂犬的差异优势以及接下来几年带状疱疹疫苗等重磅产品接连上市带来的长期成长性，我们维持“买入”评级。

● **风险提示**

新冠肺炎疫情可能对公司正常生产经营造成不利影响的风险；临床试验失败风险；新产品市场推广不及预期；产品报批不及预期等。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1202	1777	2556	3244
收入同比 (%)	-16.6%	47.9%	43.8%	26.9%
归属母公司净利润	244	491	850	1116
净利润同比 (%)	-41.8%	101.5%	73.1%	31.3%
毛利率 (%)	88.3%	88.9%	88.5%	88.5%
ROE (%)	7.1%	9.3%	13.9%	15.4%
每股收益 (元)	0.62	1.19	2.06	2.70
P/E	110.65	37.27	21.53	16.39
P/B	8.29	3.48	2.99	2.53
EV/EBITDA	391.87	29.91	15.64	11.22

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2190	2572	3455	4608	营业收入	1202	1777	2556	3244
现金	1156	1444	1831	2543	营业成本	141	197	294	372
应收账款	764	904	1300	1650	营业税金及附加	11	16	20	24
其他应收款	1	8	11	14	销售费用	453	693	971	1135
预付账款	18	13	20	25	管理费用	108	160	217	260
存货	241	178	255	323	财务费用	-11	-17	-22	-27
其他流动资产	10	24	38	52	资产减值损失	-88	-10	-10	-10
非流动资产	1985	2282	2576	2868	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	36	40	44	49	投资净收益	-1	-2	-2	-3
固定资产	519	516	510	503	营业利润	262	611	884	1273
无形资产	224	324	424	524	营业外收入	3	3	3	3
其他非流动资产	1206	1402	1597	1793	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	4175	4853	6031	7476	利润总额	262	611	884	1273
流动负债	749	854	1272	1622	所得税	18	38	124	178
短期借款	0	0	0	0	净利润	244	573	760	1095
应付账款	64	40	59	75	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	685	815	1213	1547	归属母公司净利润	244	573	760	1095
非流动负债	8	8	8	8	EBITDA	69	637	908	1294
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.62	1.39	1.84	2.65
其他非流动负债	8	8	8	8					
负债合计	757	863	1281	1630					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	413	413	413	413					
资本公积	1771	1771	1771	1771					
留存收益	1234	1807	2567	3662					
归属母公司股东权益	3418	3991	4751	5845					
负债和股东权益	4175	4853	6031	7476					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	140	641	739	1066
净利润	244	573	760	1095
折旧摊销	69	43	46	48
财务费用	0	0	0	0
投资损失	1	2	2	3
营运资金变动	-258	13	-79	-90
其他经营现金流	586	570	849	1195
投资活动现金流	-696	-352	-353	-353
资本支出	-633	-347	-347	-347
长期投资	-63	-3	-3	-3
其他投资现金流	0	-2	-2	-3
筹资活动现金流	1402	0	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	41	0	0	0
资本公积增加	1355	0	0	0
其他筹资现金流	7	0	0	0
现金净增加额	847	289	386	713

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	-16.6%	47.9%	43.8%	26.9%
营业利润	-45.7%	133.4%	44.6%	44.0%
归属于母公司净利	-41.8%	135.3%	32.6%	44.0%
获利能力				
毛利率 (%)	88.3%	88.9%	88.5%	88.5%
净利率 (%)	20.3%	32.2%	29.7%	33.7%
ROE (%)	7.1%	14.4%	16.0%	18.7%
ROIC (%)	0.0%	14.0%	15.6%	18.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	18.1%	17.8%	21.2%	21.8%
净负债比率 (%)	22.2%	21.6%	27.0%	27.9%
流动比率	2.93	3.01	2.72	2.84
速动比率	2.58	2.79	2.50	2.63
营运能力				
总资产周转率	0.29	0.37	0.42	0.43
应收账款周转率	1.57	1.97	1.97	1.97
应付账款周转率	2.20	4.95	4.95	4.95
每股指标 (元)				
每股收益	0.62	1.39	1.84	2.65
每股经营现金流	0.34	1.55	1.79	2.58
每股净资产	8.28	9.67	11.51	14.16
估值比率				
P/E	110.65	31.92	24.07	16.71
P/B	8.29	4.58	3.85	3.13
EV/EBITDA	391.87	26.45	18.13	12.17

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 谭国超, 医药行业首席分析师, 医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生医疗(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

联系人: 任雯萱, 研究助理, 主要负责生物制品(疫苗+血液制品)行业研究。上海财经大学金融硕士。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 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, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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, 未经华安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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因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, 致使无法给出明确的投资评级。