

## 新冠接种扰动传统苗放量, 带状疱疹疫苗上市可期

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2021年度报告, 2021年全年实现营业收入12亿元, 同比下降16.6%; 实现归母净利润2.4亿元, 同比下降41.8%; 实现扣非归母净利润2.3亿元, 同比下降41.9%; 实现经营活动现金流净额1.4亿元, 同比下降32.9%。
- **新冠疫苗接种影响传统疫苗放量, 研发费用持续加大导致盈利能力下滑。** 1) 分季度来看, 公司Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入分别为2.5/3.4/3.6/2.6亿元(+24.1%/-16.4%/-24.9%/-28.3%), 单季度归母净利润分别为0.6/0.8/1.0/0.1亿元(+11.1%/-36.2%/-41.7%/-86.2%)。公司业绩增速逐季下滑主要系自2021年2月以来, 新冠疫苗开始集中接种, 影响传统苗接种。尤其是2021年下半年以来, 全国陆续开展3-17岁人群新冠疫苗接种工作, 且公司的鼻喷流感疫苗适用人群为3-17周岁, 与新冠疫苗接种的重点人群和接种时间高度重合, 致使整体流感季的疫苗推广工作受到较大影响。目前国内新冠疫苗基础免疫已经基本完成接近9成, 新冠疫苗对于传统疫苗的接种量会边际弱化, 21年底基数效应下, 公司传统苗有望恢复增长。2) 从盈利能力来看, 公司2021年毛利率为88.3%(-0.02pp)基本保持稳定。销售费用率37.7%(-2.4pp), 主要系疫情影响下, 公司推广费、广告宣传费用下降。管理费用率为9%(+0.7pp), 保持稳定。研发费用率为13%(+6.6pp), 主要系全人源抗狂犬病毒单克隆抗体等产品费用化支出增加。财务费用率为-0.93%(-1.2pp)主要系取得募集资金存款利息所致。综合以上因素, 公司2021年净利率为20.3%(-8.8pp), 盈利能力有所下降, 预计2022年公司传统苗恢复增长, 同时流感疫苗资产减值数额减少, 净利润有望恢复增长。
- **在研管线蓄势待发, 带状疱疹疫苗有望23年上市放量。** 公司重磅创新品种带状疱疹减毒活疫苗目前已处于申报生产准备阶段, 有望于2023年上市销售贡献业绩增量, 公司产品优势明显, 适用年龄可能更为提前至40岁, 且接种程序拟采用1针法, 价格预计定位低于GSK疫苗(3200元/人份), 有利于渗透价格敏感度较高的老年人群。其他管线中, 狂犬疫苗有望于22年底复产上市销售, 全人源抗狂犬病毒单克隆抗体以及冻干狂苗(MRC-5细胞)均处于临床前研究阶段。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2022-2024年EPS分别为1.04元、1.82元、2.4元, 对应PE分别为43、24、18倍。考虑到目前国内新冠疫苗接种已经基本完成, 预计22年对于传统疫苗的影响将会边际减弱。同时公司带状疱疹疫苗有望成为国内首个获批品种, 带来较大业绩增量, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新产品研发不及预期、传统疫苗销售不及预期, 市场竞争格局加剧。

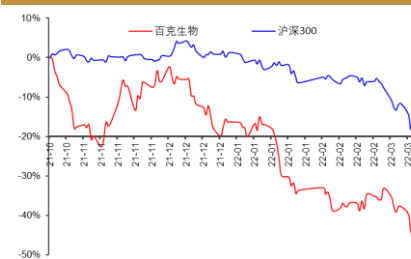
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1202.03	1537.76	2711.75	3413.91
增长率	-16.60%	27.93%	76.34%	25.89%
归属母公司净利润(百万元)	243.55	429.64	752.20	988.97
增长率	-41.77%	76.41%	75.07%	31.48%
每股收益EPS(元)	0.59	1.04	1.82	2.40
净资产收益率ROE	7.13%	11.15%	6.33%	17.68%
PE	75	43	24	18
PB	5.35	4.75	3.97	3.27

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳  
执业证号: S1250520030002  
电话: 021-68416017  
邮箱: duxy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	4.13
流通A股(亿股)	0.34
52周内股价区间(元)	42.63-135.88
总市值(亿元)	205
总资产(亿元)	41.75
每股净资产(元)	8.28

### 相关研究

1. 百克生物(688276): 国内领先疫苗企业, 带状疱疹疫苗值得期待(2021-08-20)

### 关键假设:

假设 1: 公司水痘疫苗 2021 年主要受新冠疫苗接种影响, 2022 年新冠疫苗接种已经基本完成, 只剩加强针的补种阶段, 对于传统疫苗的影响在边际弱化, 同时公司预计将持续加大推广、宣传投入, 预计公司 2022-2024 年水痘疫苗销量增速分别为 18%/10%/10%;

假设 2: 2021 年下半年以来, 全国陆续开展 3-17 岁人群新冠疫苗接种工作, 且公司的鼻喷流感疫苗适用人群为 3-17 周岁, 与新冠疫苗接种的重点人群和接种时间高度重合, 致使整体流感季的疫苗推广工作受到较大影响。目前该年龄段接种工作也基本完成, 且公司鼻喷流感疫苗差异化优势显著, 在 21 年低基数情况下, 预计 2022-2024 年鼻喷流感疫苗销量增速分别为 35%/30%/30%;

假设 3: 公司狂犬疫苗预计将于 2023 年复产, 因狂苗市场较为稳定, 预计 2023-2024 年销量分别为 400/400 万支;

假设 4: 公司带状疱疹疫苗目前已处于申报生产准备阶段, 有望于 2023 年上市销售贡献业绩增量, 考虑到公司的定价更低, 对于价格敏感度较高的老年人群来说渗透率提升速度更快。预计 2023-2024 年销量分别为 80/120 万支。

基于以上假设, 我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 亿元		2021A	2022E	2023E	2024E
水痘疫苗	收入	10.20	12.05	13.25	14.58
	增速	-7.86%	18.09%	10.00%	10.00%
	毛利率	88.64%	90.00%	92.00%	92.00%
鼻喷流感疫苗	收入	1.75	3.33	4.99	7.49
	增速	-47.52%	35.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	87.02%	89.00%	89.00%	89.00%
狂犬病疫苗	收入	---	---	2.40	2.40
	增速	---	---	0.00%	0.00%
	毛利率	---	---	70.00%	70.00%
带状疱疹疫苗	收入	---	---	6.40	9.60
	增速	---	---	0.00%	50.00%
	毛利率	---	---	90.00%	90.00%
合计	收入	12.02	15.38	27.11	34.13
	增速	88.29%	89.78%	88.79%	89.04%
	毛利率	88.29%	89.78%	88.79%	89.04%

数据来源: Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1202.03	1537.76	2711.75	3413.91	净利润	243.55	429.64	752.20	988.97
营业成本	140.75	157.10	303.96	374.02	折旧与摊销	69.32	86.41	129.78	145.45
营业税金及附加	10.58	16.92	29.83	34.14	财务费用	-11.15	0.77	0.27	0.34
销售费用	453.08	645.86	1084.70	1297.28	资产减值损失	-87.69	0.00	0.00	0.00
管理费用	108.39	258.34	488.12	648.64	经营营运资本变动	-55.54	-36.54	-220.74	-177.48
财务费用	-11.15	0.77	0.27	0.34	其他	-18.21	-2.00	-2.00	-2.00
资产减值损失	-87.69	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>140.30</b>	<b>478.28</b>	<b>659.51</b>	<b>955.29</b>
投资收益	-1.02	2.00	2.00	2.00	资本支出	-1010.23	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	314.72	2.00	2.00	2.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-695.51</b>	<b>-38.00</b>	<b>-38.00</b>	<b>-38.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>261.90</b>	<b>460.77</b>	<b>806.87</b>	<b>1061.48</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.34	0.65	0.96	0.64	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>261.57</b>	<b>461.42</b>	<b>807.83</b>	<b>1062.12</b>	股权融资	1395.79	0.00	0.00	0.00
所得税	18.01	31.78	55.64	73.15	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	243.55	429.64	752.20	988.97	其他	6.56	4.98	-0.27	-0.34
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1402.36</b>	<b>4.98</b>	<b>-0.27</b>	<b>-0.34</b>
归属母公司股东净利润	243.55	429.64	752.20	988.97	<b>现金流量净额</b>	<b>847.05</b>	<b>445.26</b>	<b>621.24</b>	<b>916.95</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1155.60	1600.86	2222.10	3139.04	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	783.45	858.22	1584.10	2002.11	销售收入增长率	-16.60%	27.93%	76.34%	25.89%
存货	241.34	269.38	521.19	641.31	营业利润增长率	-45.68%	75.93%	75.11%	31.55%
其他流动资产	9.64	12.33	21.75	27.38	净利润增长率	-41.77%	76.41%	75.07%	31.48%
长期股权投资	35.88	35.88	35.88	35.88	EBITDA 增长率	-41.29%	71.19%	70.99%	28.85%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1438.64	1397.01	1312.01	1211.33	毛利率	88.29%	89.78%	88.79%	89.04%
无形资产和开发支出	379.93	375.45	370.98	366.50	三费率	45.78%	58.85%	58.01%	57.01%
其他非流动资产	130.16	129.86	129.55	129.25	净利率	20.26%	27.94%	27.74%	28.97%
<b>资产总计</b>	<b>4174.64</b>	<b>4678.99</b>	<b>6197.56</b>	<b>7552.81</b>	ROE	7.13%	11.15%	16.33%	17.68%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.83%	9.18%	12.14%	13.09%
应付和预收款项	114.65	121.34	236.79	292.55	ROIC	12.48%	19.26%	31.74%	38.57%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.63%	35.63%	34.55%	35.36%
其他负债	642.40	704.67	1355.59	1666.12	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>757.05</b>	<b>826.01</b>	<b>1592.38</b>	<b>1958.67</b>	总资产周转率	0.36	0.35	0.50	0.50
股本	412.84	412.84	412.84	412.84	固定资产周转率	2.25	1.88	2.31	2.84
资本公积	1770.80	1770.80	1770.80	1770.80	应收账款周转率	1.61	1.92	2.28	1.95
留存收益	1239.69	1669.33	2421.53	3410.50	存货周转率	0.73	0.62	0.77	0.64
归属母公司股东权益	3417.58	3852.97	4605.17	5594.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.12%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3417.58</b>	<b>3852.97</b>	<b>4605.17</b>	<b>5594.14</b>	资产负债率	18.13%	17.65%	25.69%	25.93%
负债和股东权益合计	4174.64	4678.99	6197.56	7552.81	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.93	3.35	2.75	2.98
					速动比率	2.60	3.02	2.42	2.65
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.59	1.04	1.82	2.40
					每股净资产	8.28	9.33	11.15	13.55
					每股经营现金	0.34	1.16	1.60	2.31
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn