

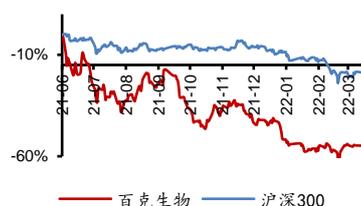
带状疱疹疫苗上市申请获受理，潜在市场空间大

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-04-07

收盘价(元)	53.60
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)	221
流通市值(亿元)	18

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》(2021-12-26)
- 2.公司点评百克生物(688276)：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(2022-3-17)

主要观点：

●事件：百克生物带状疱疹减毒活疫苗上市许可申请获受理

4月7日，百克生物发布公告，披露公司近日收到国家药品监督管理局药品审评中心下发的带状疱疹减毒活疫苗（复溶后每瓶0.5ml，含水痘-带状疱疹病毒应不低于4.3 lg PFU）上市许可申请的《受理通知书》。注册分类：预防用生物制品3.2类，受理号：CXSS2200036国。

●点评：

·受益成人疫苗市场高速增长+人口老龄化，带状疱疹疫苗潜在市场空间广阔。

受益于成人疫苗接种率低、行业规范度的提升、民众疫苗接种意识的不断增强、支付能力和意愿的提升以及新型疫苗的发展，国内的非免疫规划疫苗市场正处于行业整合及规模提速期，预计未来几年复合增长率在25%以上，潜在市场空间巨大。同时，未来中国疫苗行业的结构将向着全球疫苗市场进行演化，逐渐呈现出集中度高、品种为王这两个特点。因此，未来国内疫苗行业增速提升依赖的是**新型大单品疫苗**拉动**非免疫规划疫苗市场**高速扩张。

在非免疫规划疫苗市场高速扩张的基础上，公司带状疱疹疫苗目标人群为40岁以上（约6亿人）或50岁以上成年人（约4亿人），将进一步受益于人口老龄化带来的增量市场扩张。

·公司产品即将成为首个国产上市的带疱疫苗，相比进口产品具有副作用小、价格低等优势，有望年底实现生产。

目前，国内只有GSK生产的进口疫苗生产的Shingrix于2020年6月28日上市销售，用于50岁及以上成年人。不考虑疫情影响，**带状疱疹疫苗是能为生产商带来高增长现金流的大单品**。在海外，Shingrix于2017年末上市销售，2018~2019年销售额同比增长130%。后受新冠疫情影响，产品的全球销量于2020年增速显著下降，于2021年同比下滑。在国内，2020年Shingrix共批签发164.97万剂，渗透率不足0.2%。2021年批签发共计59.17万剂。

相比进口疫苗，公司的带疱疫苗有如下优点：因为未使用佐剂，副反应更小；减毒活疫苗相比重组疫苗价格相对较低，且只需注射一剂；减毒活疫苗可以更好地诱导细胞免疫；公司考虑到带状疱疹患者出现年轻化的趋势，因此在临床过程中将疫苗的适用年龄拓展到了40岁以上。

常规的上市许可审批周期一般在7个月左右，因此**公司的带疱疫苗大概率可以在2022年底实现生产**。公司目前有最大可达3500万剂的水痘疫苗产能，预计分配其中约1000万剂产能给带疱疫苗。

·公司为筹备带疱疫苗上市，销售团队升级。

为了筹备带疱疫苗上市、适应成人疫苗新的销售模式，公司大幅扩大推广商及销售团队规模，一方面增加接种点的覆盖率，另一方面加强成人疫苗的终端宣传力度，为带疱疫苗上市打下基础。

·公司带疱疫苗有望迅速成长为数十亿元的大单品。

根据我们的预测，若最终带状疱疹疫苗获批适用年龄为 50 岁以上，且上市后市场推广顺利进行，则该产品销售额有望在 2025 年超 8 亿元，在 2030 年近 30 亿元；若最终带状疱疹疫苗获批适用年龄为 40 岁以上，则该产品销售额有望在 2025 年超 11 亿元，在 2030 年超 40 亿元。

投资建议：维持“买入”评级

公司水痘疫苗市占率较高，销售稳定；鼻喷流感疫苗有望在 2022 年三、四季度摆脱新冠疫情影响，销量出现高增长。因此，短期看，公司将于 2022 年迎来业绩修复。中长期看，带状疱疹有望于 2023 年实现销售。后续还有液体剂型鼻喷流感减毒活疫苗或将于 2025 年上市销售；冻干剂型狂苗或将于 2025 年上市销售。综上，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、人用狂苗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的风险；产品报批不及预期的风险等。

● 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	主要财务比率				
股本	413	413	413	413	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	1771	1771	1771	1771	成长能力				
留存收益	1234	1807	2567	3662	营业收入	-16.6%	47.9%	43.8%	26.9%
归属母公司股东权	3418	3991	4751	5845	营业利润	-45.7%	133.4%	44.6%	44.0%
负债和股东权益	4175	4853	6031	7476	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。