

带状疱疹疫苗获批, 未来放量可期

投资要点

- **事件:** 公司收到国家药品监督管理局下发的带状疱疹减毒活疫苗的《药品注册证书》。本次获批的带状疱疹减毒活疫苗适用于40岁及以上成人。
- **带状疱疹疫苗获批落地, 未来放量可期。** 公司作为带状疱疹疫苗首个获批的国产厂商, 有利于加快国内带状疱疹疫苗渗透率持续提升。目前海外共有两款带状疱疹疫苗上市, 分别为默沙东的 Zostavax 以及 GSK 的 Shingrix。Zostavax 由默沙东研制并于 2006 年 5 月获 FDA 批准上市, 是第一种常规推荐给老年人的带状疱疹减毒活疫苗; Shingrix 由葛兰素史克研发并于 2017 年 10 月获 FDA 批准上市, 是基因重组亚单位疫苗。中国地区仅有葛兰素史克生产的 Shingrix 已上市销售, 该疫苗于 2020 年 6 月 28 日正式在中国上市销售。本次公司带状疱疹疫苗国内获批的年龄段为 40 岁及以上人群, 相较于 GSK 的 50 岁以上人群范围更广。目前国内 40 岁以上人群约 7 亿人, 带状疱疹疫苗渗透率不及 1%, 公司预计定价较 GSK 更低, 免疫程序为 1 针, 相较于 GSK 单针 1600 元两针法更具性价比优势。
- **发布股权激励计划, 彰显公司发展信心。** 公司于 2022 年 9 月 23 日发布股权激励计划, 计划授予的激励对象共 108 人, 占公司总员工的 8.8%, 参与对象包含董事、高级管理人员、核心技术人员等公司核心骨干。本次授予激励对象的限制性股票数量为 320 万股, 约占公告日公司股本总额 0.78%。从业绩目标来看, 2023-2025 年收入分别为 17/23/29.5 亿元, 扣非归母净利润分别为 3.5/5.7/8 亿元。本次激励计划发布有利于提高员工积极性, 助力公司业绩持续增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.68 元、1.39 元、1.96 元, 对应 PE 分别为 96、47、33 倍。考虑到目前国内新冠疫苗接种已经基本完成, 预计 23 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成为国内首个获批品种, 预计带来较大业绩增量, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 带状疱疹疫苗销售不及预期、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	1165.78	1896.83	2330.26
增长率	-16.60%	-3.02%	62.71%	22.85%
归属母公司净利润(百万元)	243.55	281.40	572.59	807.71
增长率	-41.77%	15.54%	103.48%	41.06%
每股收益 EPS(元)	0.59	0.68	1.39	1.96
净资产收益率 ROE	7.13%	7.60%	13.39%	15.88%
PE	111	96	47	33
PB	7.88	7.27	6.30	5.30

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)	2.34
52 周内股价区间(元)	34.79-78.39
总市值(亿元)	284
总资产(亿元)	43.33
每股净资产(元)	8.68

相关研究

1. 百克生物(688276): 业绩重回增长, 股权激励彰显公司信心 (2022-10-30)
2. 百克生物(688276): 疫情影响逐渐减弱, 水痘疫苗环比增长 (2022-08-28)
3. 百克生物(688276): 短期业绩承压, 带状疱疹疫苗报产获受理放量在即 (2022-04-28)
4. 百克生物(688276): 新冠接种扰动传统疫苗放量, 带状疱疹疫苗上市可期 (2022-03-18)
5. 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，但 22Q4 由于国内阳性人数增加较快，影响了水痘疫苗接种，且目前水痘疫苗接种已经接近成熟状态，未来销量预计保持稳定。预计公司 2022-2024 年水痘疫苗销量增速分别为 -10%/0%/0%；

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。但 22Q4 由于国内阳性人数增加较快，且加强针接种仍在进行，23 年预计在低基数情况下，增速有望回暖。预计 2022-2024 年鼻喷流感疫苗销量增速分别为 0%/30%/10%；

假设 3：公司带状疱疹疫苗目前已经获批，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，参考股权激励目标。预计 2023-2024 年销量分别为 50/80 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	9.86	9.86	9.86
	增速	-7.86%	-3.38%	0.00%	0.00%
	毛利率	88.64%	90.00%	92.00%	92.00%
鼻喷流感疫苗	收入	1.75	1.80	2.34	2.57
	增速	-47.52%	3.03%	30.00%	10.00%
	毛利率	87.02%	89.00%	89.00%	89.00%
狂犬病疫苗	收入	---	---	0.20	0.40
	增速	---	---	0.00%	100.00%
	毛利率	---	70.00%	70.00%	70.00%
带状疱疹疫苗	收入	---	---	6.50	10.40
	增速	---	---	0.00%	60.00%
	毛利率	---	---	90.00%	90.00%
合计	收入	12.02	11.66	18.97	23.30
	增速	-16.59%	-3.02%	62.71%	22.85%
	毛利率	88.29%	89.85%	90.37%	90.12%

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	1165.78	1896.83	2330.26	净利润	243.55	281.40	572.59	807.71
营业成本	140.75	118.38	182.60	230.18	折旧与摊销	69.32	114.64	167.51	198.14
营业税金及附加	10.58	12.82	20.87	23.30	财务费用	-11.15	0.58	0.19	0.23
销售费用	453.08	489.63	720.79	838.89	资产减值损失	-87.69	0.00	0.00	0.00
管理费用	108.39	244.81	360.40	372.84	经营营运资本变动	-126.86	50.35	-265.18	-120.08
财务费用	-11.15	0.58	0.19	0.23	其他	53.12	-37.66	3.94	0.97
资产减值损失	-87.69	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	140.30	409.30	479.05	886.98
投资收益	-1.02	2.00	2.00	2.00	资本支出	-1010.23	-140.00	-190.00	-250.00
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	投资活动现金流净额	-695.51	-138.00	-188.00	-248.00
营业利润	261.90	301.56	613.98	866.81	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
利润总额	261.57	302.21	614.94	867.45	股权融资	1395.79	0.00	0.00	0.00
所得税	18.01	20.81	42.35	59.74	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	243.55	281.40	572.59	807.71	其他	6.56	5.16	-0.19	-0.23
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	1402.36	5.16	-0.19	-0.23
归属母公司股东净利润	243.55	281.40	572.59	807.71	现金流量净额	847.05	276.47	290.86	638.74
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	1432.07	1722.93	2361.67	成长能力				
应收和预付款项	783.45	650.54	1104.60	1363.76	销售收入增长率	-16.60%	-3.02%	62.71%	22.85%
存货	241.34	227.30	364.03	466.75	营业利润增长率	-45.68%	15.14%	103.60%	41.18%
其他流动资产	9.64	9.35	15.21	18.69	净利润增长率	-41.77%	15.54%	103.48%	41.06%
长期股权投资	35.88	35.88	35.88	35.88	EBITDA 增长率	-41.29%	30.21%	87.55%	36.27%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1438.64	1470.69	1499.87	1558.42	毛利率	88.29%	89.85%	90.37%	90.12%
无形资产和开发支出	379.93	373.54	367.16	360.78	三费率	45.78%	63.05%	57.01%	52.01%
其他非流动资产	130.16	129.86	129.55	129.25	净利率	20.26%	24.14%	30.19%	34.66%
资产总计	4174.64	4329.23	5239.24	6295.20	ROE	7.13%	7.60%	13.39%	15.88%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.83%	6.50%	10.93%	12.83%
应付和预收款项	114.65	91.48	144.23	181.60	ROIC	12.48%	12.66%	23.79%	30.03%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.63%	35.75%	41.21%	45.71%
其他负债	642.40	533.02	817.70	1028.58	营运能力				
负债合计	757.05	624.51	961.93	1210.18	总资产周转率	0.36	0.27	0.40	0.40
股本	412.84	412.84	412.84	412.84	固定资产周转率	2.25	1.38	1.50	1.65
资本公积	1770.80	1770.80	1770.80	1770.80	应收账款周转率	1.61	1.67	2.22	1.93
留存收益	1239.69	1521.09	2093.67	2901.38	存货周转率	0.61	0.41	0.55	0.50
归属母公司股东权益	3417.58	3704.73	4277.31	5085.02	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	资本结构				
股东权益合计	3417.58	3704.73	4277.31	5085.02	资产负债率	18.13%	14.43%	18.36%	19.22%
负债和股东权益合计	4174.64	4329.23	5239.24	6295.20	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.93	3.76	3.36	3.50
					速动比率	2.60	3.40	2.98	3.12
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.59	0.68	1.39	1.96
					每股净资产	8.28	8.97	10.36	12.32
					每股经营现金	0.34	0.99	1.16	2.15
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	320.08	416.78	781.67	1065.18					
PE	110.60	95.73	47.05	33.35					
PB	7.88	7.27	6.30	5.30					
PS	22.41	23.11	14.20	11.56					
EV/EBITDA	80.15	60.89	32.09	22.95					
股息率	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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn