

# 百克生物 (688276.SH)

增持 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 带状疱疹疫苗快速放量，研发工作持续推进

### 业绩简评

2024年3月19日，公司发布2023年年度报告。2023年公司实现营业收入18.25亿元，同比增长70.30%；实现归母净利润5.01亿元，同比增长175.98%；实现扣非归母净利润4.93亿元，同比增长195.86%。分季度看，2023年第四季度公司实现收入5.81亿元，同比增长182.65%；实现归母净利润1.70亿元，同比扭亏；实现扣非归母净利润1.68亿元，同比扭亏。

### 经营分析

**深耕终端市场，带状疱疹疫苗快速放量。**公司自主研发的国内首个适用于40岁及以上人群的带状疱疹疫苗于2023年1月获批上市。围绕该产品定位及特点，公司积极调整销售策略，制定详尽的市场开发计划及行动方案，并按计划完成了各省级招标准入工作，为产品上市销售打下坚实基础。公司充分利用深入终端的营销网络和专业高效的市场服务提升品牌影响力，同时，数字化营销模式初具成果，实现线上、线下全覆盖。公司该疫苗的顺利上市，打破了国内带状疱疹预防产品由进口疫苗垄断的局面，填补了国内带状疱疹疫苗市场的不足，为公众预防带状疱疹提供了新的选择，为公司贡献了新的利润增长点。2023年公司带状疱疹疫苗实现销售66.35万支，实现营业收入8.83亿元，为公司目前实现收入最高的疫苗品种。

**在研产品研发工作持续推进，公司疫苗管线有望持续丰富。**公司持续推进处于临床研究和产业化关键阶段的各在研产品和产业化进度。其中液体鼻喷流感疫苗即将申请上市许可；百白破疫苗（三组分）已完成I期临床试验，正在进行III期临床试验的准备工作；狂犬单抗正在进行I期临床研究；破伤风单抗以及二倍体狂犬疫苗的临床试验申请已获得批准，即将开展I期临床研究；佐剂流感疫苗、重组带状疱疹疫苗、HSV-2疫苗以及Hib疫苗计划于2024年开展临床试验申报工作。公司研发工作持续推进，未来有公司疫苗产品线有望持续丰富。

### 盈利预测、估值与评级

我们维持盈利预期，预计公司2024-2026年分别实现归母净利润6.95 (+39%)、9.12 (+31%)、11.07亿元 (+21%)。2024-2026年公司对应EPS分别为1.68、2.21、2.68元，对应当前PE分别为31、24、20倍。维持“增持”评级。

### 风险提示

新产品销售推广不及预期的风险，市场竞争加剧的风险，研发进度不及预期的风险，两针法推广不及预期的风险，限售股解禁风险。

医药组

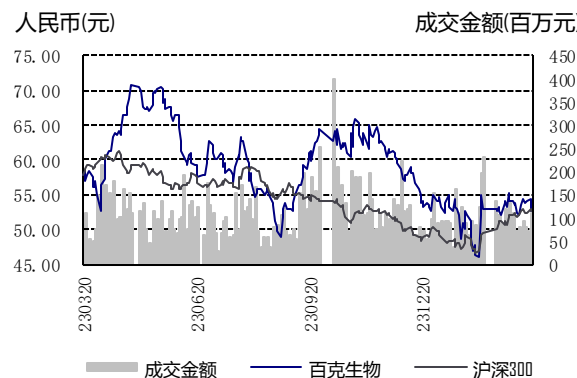
分析师：袁维 (执业S1130518080002)

yuan\_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：52.75元

相关报告：

- 《百克生物公司点评：带状疱疹疫苗带动增长，业绩预告超预期》，2024.1.15
- 《百克生物公司点评：带状疱疹疫苗快速放量，三季度业绩高速增长》，2023.10.24
- 《百克生物公司深度研究：国产带疱疫苗首家，差异化管线带动成长》，2023.8.31



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,071	1,825	2,470	2,999	3,528
营业收入增长率	-10.86%	70.30%	35.37%	21.42%	17.65%
归母净利润(百万元)	182	501	695	912	1,107
归母净利润增长率	-25.46%	175.98%	38.66%	31.32%	21.34%
摊薄每股收益(元)	0.440	1.214	1.683	2.210	2.681
每股经营性现金流净额	0.10	0.62	1.62	2.36	2.98
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.10%	12.46%	14.93%	16.58%	16.90%
P/E	157.17	45.16	31.35	23.87	19.67
P/B	8.02	5.63	4.68	3.96	3.33

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,202</b>	<b>1,071</b>	<b>1,825</b>	<b>2,470</b>	<b>2,999</b>	<b>3,528</b>	货币资金	1,156	867	442	823	1,308	2,268
增长率		-10.9%	70.3%	35.4%	21.4%	17.6%	应收款项	765	971	1,570	1,627	1,729	1,841
<b>主营业务成本</b>	<b>-141</b>	<b>-137</b>	<b>-178</b>	<b>-209</b>	<b>-253</b>	<b>-326</b>	存货	241	192	199	219	244	292
%销售收入	11.7%	12.8%	9.8%	8.5%	8.4%	9.2%	其他流动资产	28	28	34	34	40	52
<b>毛利</b>	<b>1,061</b>	<b>934</b>	<b>1,646</b>	<b>2,261</b>	<b>2,746</b>	<b>3,202</b>	流动资产	2,190	2,058	2,245	2,703	3,322	4,453
%销售收入	88.3%	87.2%	90.2%	91.5%	91.6%	90.8%	%总资产	52.5%	48.0%	44.5%	46.8%	51.2%	57.7%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-11</b>	<b>-10</b>	<b>-13</b>	<b>-24</b>	<b>-30</b>	<b>-36</b>	长期投资	69	61	208	208	208	208
%销售收入	0.9%	0.9%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	1,439	1,642	2,085	2,183	2,264	2,328
<b>销售费用</b>	<b>-453</b>	<b>-412</b>	<b>-647</b>	<b>-988</b>	<b>-1,170</b>	<b>-1,341</b>	%总资产	34.5%	38.3%	41.3%	37.8%	34.9%	30.2%
%销售收入	37.7%	38.4%	35.5%	40.0%	39.0%	38.0%	无形资产	383	415	377	560	578	601
<b>管理费用</b>	<b>-108</b>	<b>-144</b>	<b>-159</b>	<b>-235</b>	<b>-273</b>	<b>-310</b>	非流动资产	1,985	2,226	2,802	3,072	3,171	3,258
%销售收入	9.0%	13.5%	8.7%	9.5%	9.1%	8.8%	%总资产	47.5%	52.0%	55.5%	53.2%	48.8%	42.3%
<b>研发费用</b>	<b>-157</b>	<b>-134</b>	<b>-198</b>	<b>-235</b>	<b>-261</b>	<b>-289</b>	<b>资产总计</b>	<b>4,175</b>	<b>4,284</b>	<b>5,046</b>	<b>5,775</b>	<b>6,493</b>	<b>7,711</b>
%销售收入	13.0%	12.5%	10.9%	9.5%	8.7%	8.2%	短期借款	0	0	20	214	0	0
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>332</b>	<b>235</b>	<b>629</b>	<b>780</b>	<b>1,013</b>	<b>1,225</b>	应付款项	619	523	736	740	810	970
%销售收入	27.7%	21.9%	34.5%	31.6%	33.8%	34.7%	其他流动负债	130	194	258	161	172	185
<b>财务费用</b>	<b>11</b>	<b>20</b>	<b>12</b>	<b>-18</b>	<b>-18</b>	<b>-18</b>	流动负债	749	717	1,015	1,115	983	1,156
%销售收入	-0.9%	-1.9%	-0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
<b>资产减值损失</b>	<b>-93</b>	<b>-75</b>	<b>-87</b>	<b>-4</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	其他长期负债	8	7	11	7	7	7
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	757	724	1,026	1,122	990	1,163
<b>投资收益</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	普通股股东权益	3,418	3,560	4,020	4,653	5,503	6,548
%税前利润	n.a	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	413	413	413	413	413	413
<b>营业利润</b>	<b>262</b>	<b>187</b>	<b>559</b>	<b>757</b>	<b>994</b>	<b>1,206</b>	未分配利润	906	1,001	1,333	1,965	2,816	3,861
%营业利润率	21.8%	17.4%	30.7%	30.6%	33.1%	34.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>11</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,175</b>	<b>4,284</b>	<b>5,046</b>	<b>5,775</b>	<b>6,493</b>	<b>7,711</b>
<b>税前利润</b>	<b>262</b>	<b>198</b>	<b>564</b>	<b>757</b>	<b>994</b>	<b>1,206</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	21.8%	18.5%	30.9%	30.6%	33.1%	34.2%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>所得税</b>	<b>-18</b>	<b>-16</b>	<b>-63</b>	<b>-62</b>	<b>-81</b>	<b>-99</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	6.9%	8.2%	11.1%	8.2%	8.2%	8.2%	每股收益	0.590	0.440	1.214	1.683	2.210	2.681
<b>净利润</b>	<b>244</b>	<b>182</b>	<b>501</b>	<b>695</b>	<b>912</b>	<b>1,107</b>	每股净资产	8.278	8.622	9.738	11.271	13.331	15.862
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.340	0.096	0.618	1.616	2.358	2.977
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>244</b>	<b>182</b>	<b>501</b>	<b>695</b>	<b>912</b>	<b>1,107</b>	每股股利	0.100	0.150	0.150	0.150	0.150	0.150
净利率	20.3%	16.9%	27.5%	28.1%	30.4%	31.4%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	7.13%	5.10%	12.46%	14.93%	16.58%	16.90%
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	总资产收益率	5.83%	4.24%	9.93%	12.03%	14.05%	14.35%
<b>净利润</b>	<b>244</b>	<b>182</b>	<b>501</b>	<b>695</b>	<b>912</b>	<b>1,107</b>	投入资本收益率	9.06%	6.06%	13.83%	14.70%	16.89%	17.17%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
<b>非现金支出</b>	<b>162</b>	<b>152</b>	<b>186</b>	<b>111</b>	<b>114</b>	<b>121</b>	主营业务收入增长率	-16.60%	-10.86%	70.30%	35.37%	21.42%	17.65%
非经营收益	-7	-21	-34	37	0	0	EBIT 增长率	-29.50%	-29.35%	167.71%	23.98%	29.89%	20.98%
<b>营运资金变动</b>	<b>-258</b>	<b>-273</b>	<b>-397</b>	<b>-175</b>	<b>-53</b>	<b>1</b>	净利润增长率	-41.77%	-25.46%	175.98%	38.66%	31.32%	21.34%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>140</b>	<b>40</b>	<b>255</b>	<b>667</b>	<b>973</b>	<b>1,229</b>	总资产增长率	69.18%	2.61%	17.80%	14.44%	12.44%	18.76%
<b>资本开支</b>	<b>-633</b>	<b>-291</b>	<b>-471</b>	<b>-414</b>	<b>-212</b>	<b>-207</b>	资产管理能力						
投资	-63	0	-168	0	0	0	应收账款周转天数	227.3	295.1	253.2	240.0	210.0	190.0
其他	0	2	0	0	0	0	存货周转天数	502.5	576.5	400.5	390.0	360.0	333.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-696</b>	<b>-289</b>	<b>-639</b>	<b>-414</b>	<b>-212</b>	<b>-207</b>	应付账款周转天数	126.9	118.0	43.3	128.0	125.0	122.0
<b>股权募资</b>	<b>1,413</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	157.5	205.9	196.9	146.6	120.2	100.5
<b>债权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>20</b>	<b>190</b>	<b>-214</b>	<b>0</b>	偿债能力						
其他	-10	-41	-63	-62	-62	-62	净负债/股东权益	-33.81%	-24.34%	-10.49%	-13.09%	-23.77%	-34.64%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,402</b>	<b>-41</b>	<b>-42</b>	<b>128</b>	<b>-276</b>	<b>-62</b>	EBIT 利息保障倍数	-29.8	-11.7	-51.4	42.4	55.0	66.6
<b>现金净流量</b>	<b>847</b>	<b>-289</b>	<b>-425</b>	<b>381</b>	<b>485</b>	<b>960</b>	资产负债率	18.13%	16.90%	20.33%	19.42%	15.24%	15.08%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	4	12	38
增持	0	0	1	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.20	1.20	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-08-31	增持	53.05	59.62~59.62
2	2023-10-24	增持	60.50	N/A
3	2024-01-15	增持	53.11	N/A

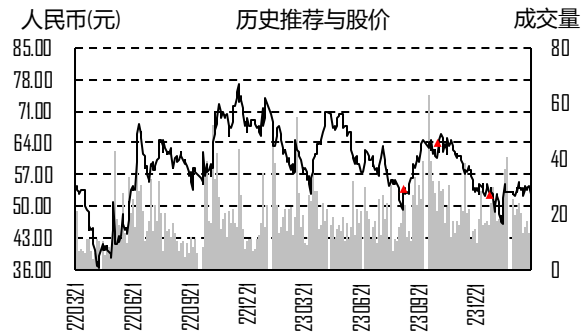
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806