

百克生物 (688276.SH) / 医药生物

证券研究报告/公司点评

2024年03月20日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 52.75

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师: 张楠

执业证书编号: S0740523070005

Email: zhangnan03@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1071.45	1824.69	2645.41	3386.60	4127.79
增长率 yoy%	-10.86%	70.30%	44.98%	28.02%	21.89%
净利润 (百万元)	181.54	501.01	769.63	1029.46	1289.97
增长率 yoy%	-25.46%	175.98%	53.62%	33.76%	25.31%
每股收益 (元)	0.44	1.21	1.86	2.49	3.12
每股现金流量	2.10	1.07	2.55	2.79	3.66
净资产收益率	5%	12%	16%	18%	18%
P/E	119.96	43.47	28.30	21.15	16.88
PEG	-4.71	0.25	0.53	0.63	0.67
P/B	6.12	5.42	4.52	3.73	3.06

备注: 数据截止 2024.3.19

基本状况

总股本(百万股)	413
流通股本(百万股)	113
市价(元)	52.75
市值(百万元)	21,777
流通市值(百万元)	5,964

股价与行业-市场走势对比



相关报告

百克生物(688276)-2023 业绩预告点评: 业绩符合预期, 带状疱疹持续放量-买入-(中泰证券\_祝嘉琦\_张楠)-20240116

投资要点

- **事件: 公司发布 2023 年报, 2023 年实现营业收入 18.25 亿元, 同比增长 70.30%; 归母净利润 5.01 亿元, 同比增长 175.98%; 扣非归母净利润 4.93 亿元, 同比增长 195.86%**
- **带状疱疹处于放量期, 水痘保持相对平稳。分季度来看, 23Q4 实现营收 5.82 亿元, 同比增长 182.65%; 实现归母净利润 1.70 亿元, 同比增长 45.59%。Q4 水痘疫苗保持稳健, 带状疱疹贡献主要增量。公司带状疱疹 1 月底上市, 4 月拿到首次批发。带状疱疹疫苗是全球疫苗大单品, 在老龄化不断加深的背景下, 随着负担能力提升和接种率上升, 我们预计国内带状疱疹疫苗市场规模不断扩大。**
- **销售费用随收入增长, 研发支出增加明显。2023 年公司销售费用 6.47 亿元(+57.22%), 销售费率 35.47% (-2.95pp), 公司重点推进带状疱疹上市销售工作; 管理费用 1.59 亿元(+10.30%), 管理费 8.73% (-4.75pp); 研发费用 1.98 亿元(+48.34%), 研发费用率 10.86% (-1.61pp); 财务费率-0.67% (+1.21pp)。2023 年公司存货余额 1.99 亿元, 占资产比重 3.94%左右, 同比减少 0.54pp。2023 年公司应收账款及应收票据期末余额合计 15.67 亿元, 占收入比重 85.89%, 同比减少 4.49pp。**
- **在研管线布局丰富, 打造长期发展护城河。公司的组分百白破、鼻喷流感液体制剂、全人源抗狂犬病单抗、全人源抗破伤风单抗、Hib、流感病毒裂解疫苗 (BK-01 佐剂)、重组带状疱疹疫苗等也值得关注。公司分步对 mRNA 公司传信生物进行增资及股权收购, 并最终持有其 100% 股权, 进一步丰富公司技术平台和产品管线, 打造长期发展护城河。**
- **盈利预测与投资建议: 我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 26.45、33.87、41.28 亿元, 同比增长 44.98%、28.02%、21.89%; 归母净利润分别为 7.70、10.29、12.90 亿元, 同比增长 53.62%、33.76%、25.31%。公司作为水痘疫苗龙头, 鼻喷流感有望恢复放量, 带状疱疹上市贡献可观增量, 维持“买入”评级。**
- **风险提示: 研发进度低于预期风险, 疫苗产品销售不达预期风险, 疫苗行业负面事件风险; 新冠病毒变异导致疫苗失效风险; 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

## 内容目录

带状疱疹处于放量期，拉动业绩上扬.....	3
2023年归母净利润同比增长176%.....	3
在研管线布局丰富，打造长期发展护城河.....	6
风险提示.....	6

## 图表目录

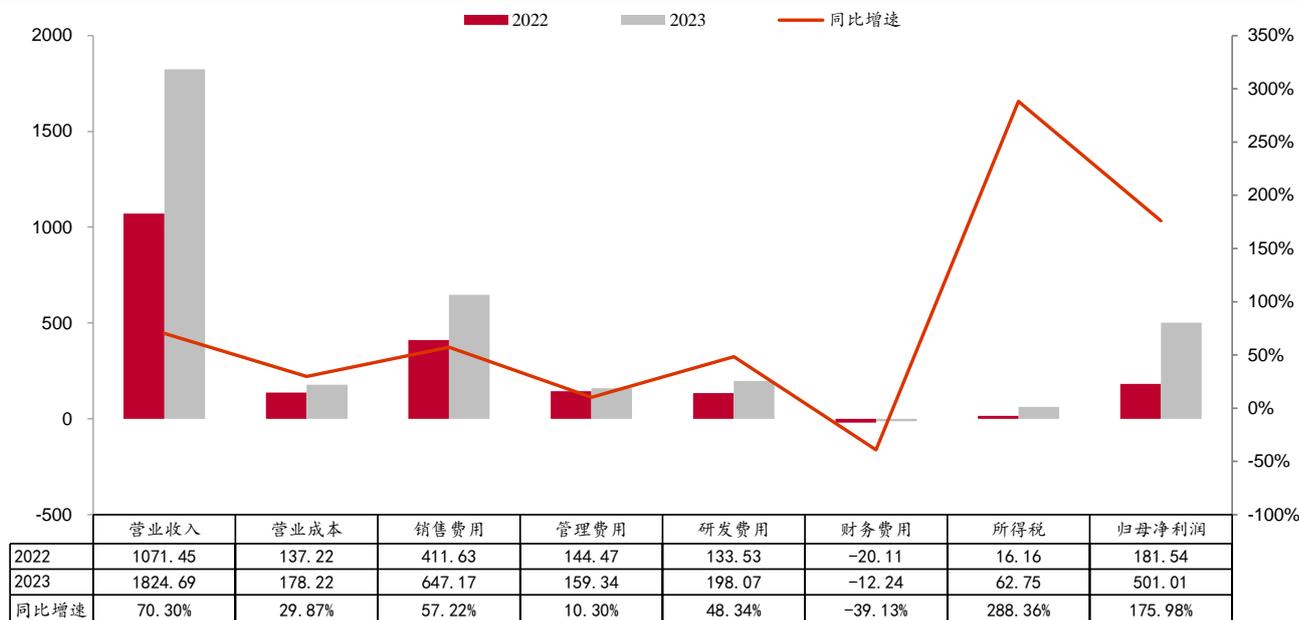
图表 1：百克生物主要财务指标变化（单位：百万元，%）.....	3
图表 2：百克生物分季度财务指标变化（单位：百万元，%）.....	3
图表 3：百克生物分季度收入及增速（单位：百万元，%）.....	3
图表 4：百克生物分季度净利润及增速（单位：百万元，%）.....	3
图表 5：百克生物盈利情况（单位：%）.....	4
图表 6：百克生物期间费用率情况（单位：%）.....	4
图表 7：百克生物存货情况（单位：%）.....	4
图表 8：百克生物应收账款及票据情况（单位：%）.....	4
图表 9：公司水痘疫苗批签发情况（单位：批次）.....	5
图表 10：公司鼻喷流感批签发情况（（单位：批次）.....	5
图表 11：公司带状疱疹疫苗批签发情况（（单位：批次）.....	5
图表 12：百克生物在研管线.....	6
图表 13：百克生物财务模型预测.....	7

## 带状疱疹处于放量期，拉动业绩上扬

2023 年归母净利润同比增长 176%

- 2023 年实现营业收入 18.25 亿元，同比增长 70.30%；归母净利润 5.01 亿元，同比增长 175.98%；扣非归母净利润 4.93 亿元，同比增长 195.86%

图表 1：百克生物主要财务指标变化（单位：百万元，%）



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 分季度来看，23Q4 实现营收 5.82 亿元，同比增长 182.65%；实现归母净利润 1.70 亿元，同比增长 45.59%。Q4 水痘疫苗保持稳健，带状疱疹贡献主要增量。公司带状疱疹 1 月底上市，4 月拿到首次批签发。带状疱疹疫苗是全球疫苗大单品，在老龄化不断加深的背景下，随着负担能力提升和接种率上升，我们预计国内带状疱疹疫苗市场规模不断扩大。

图表 2：百克生物分季度财务指标变化（单位：百万元，%）

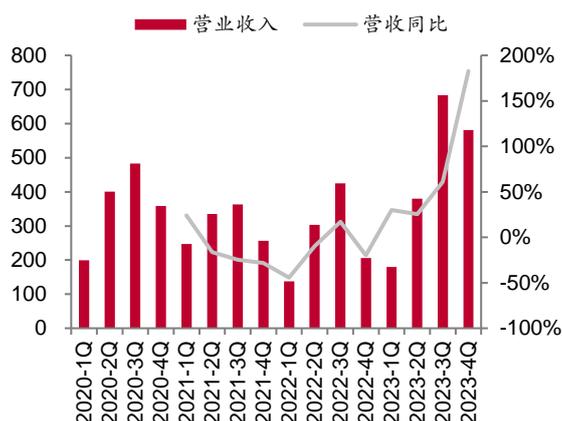
项目	2020-1Q	2020-2Q	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q	2023-2Q	2023-3Q	2023-4Q
营业收入	199.20	400.89	482.95	358.32	247.25	335.06	362.91	256.81	137.80	303.12	424.80	205.73	179.43	380.21	683.55	581.50
营收同比					24.12%	-16.42%	-24.86%	-28.33%	-44.27%	-9.53%	17.05%	-19.89%	30.21%	25.43%	60.91%	182.65%
营收环比		101.25%	20.47%	-25.81%	-31.00%	35.51%	8.31%	-29.24%	-46.34%	119.97%	40.14%	-51.57%	-12.78%	111.90%	79.78%	-14.93%
营业成本	23.97	42.83	55.37	46.26	28.94	39.43	40.30	32.08	14.90	37.21	53.44	31.68	25.34	41.68	71.89	39.31
毛利率	87.97%	89.32%	88.53%	87.09%	88.30%	88.23%	88.89%	87.51%	89.18%	87.73%	87.42%	84.60%	85.88%	89.04%	89.48%	93.24%
销售费用	75.14	155.74	183.81	163.17	95.53	121.56	138.11	97.88	56.05	111.88	166.38	77.32	71.26	140.10	232.48	203.33
管理费用	21.99	24.64	32.13	40.70	29.37	20.58	29.82	28.62	27.75	35.36	34.79	46.57	31.90	36.24	46.33	44.88
研发费用	18.56	25.54	27.47	21.79	16.88	56.89	45.47	37.52	27.60	48.29	23.39	34.25	33.40	53.20	50.09	61.39
财务费用	1.85	1.92	-0.04	-0.21	-0.52	-0.02	-5.62	-4.99	-4.59	-5.46	-5.88	-4.19	-3.90	-4.51	-2.14	-1.70
营业利润	58.38	150.99	186.00	86.80	64.11	91.92	107.09	-1.22	18.74	61.70	151.57	-45.10	19.33	95.33	255.06	189.58
利润总额	58.45	149.73	190.55	87.92	64.72	92.03	107.09	-2.27	18.64	61.59	161.58	-44.12	18.74	100.37	254.37	190.27
所得税	8.58	19.78	28.04	12.02	9.30	9.09	12.40	-12.78	1.32	5.34	23.33	-13.84	0.36	7.37	34.66	20.35
归母净利润	49.87	129.95	162.51	75.90	55.42	82.94	94.69	10.50	17.32	56.25	138.25	-30.28	18.38	93.00	219.71	169.92
归母净利润同比					11.13%	-36.18%	-41.73%	-86.16%	-68.75%	-32.18%	46.00%	-388.31%	6.14%	65.33%	58.92%	45.59%
净利率	25.04%	32.42%	33.65%	21.18%	22.41%	24.75%	26.09%	4.09%	12.57%	18.56%	-14.72%	10.24%	24.46%	32.14%	29.22%	
扣非归母净利润	49.46	124.98			54.24	82.27	93.75	3.36	16.79	54.62	128.59	-33.25	18.18	88.25	219.38	167.55
扣非归母净利润同比					9.68%	-34.17%			-69.05%	-33.61%	37.17%	-1089.33%	8.30%	61.55%	70.61%	55.40%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：百克生物分季度收入及增速（单位：百万）

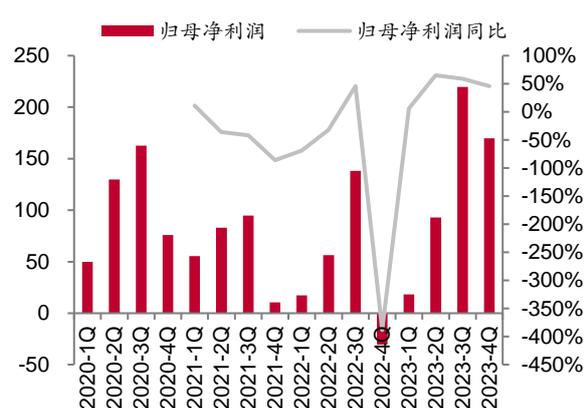
图表 4：百克生物分季度净利润及增速（单位：百

元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

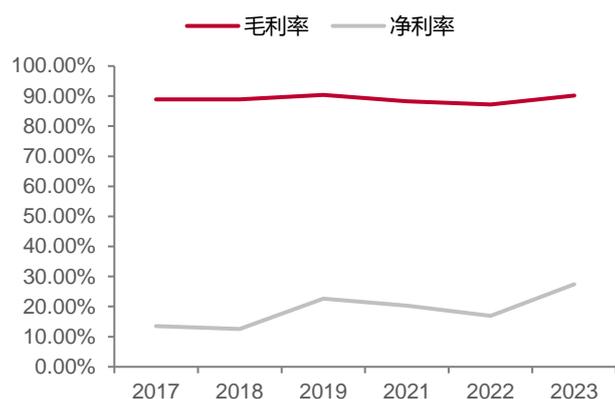
万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

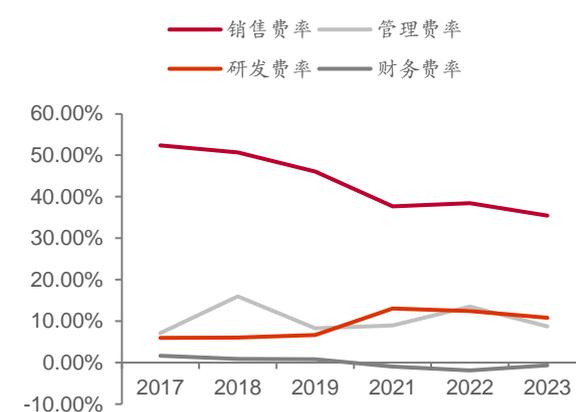
- 销售费用随收入增长, 研发支出增加明显。2023 年公司销售费用 6.47 亿元 (+57.22%), 销售费率 35.47% (-2.95pp), 公司重点推进带状疱疹上市销售工作; 管理费用 1.59 亿元 (+10.30%), 管理费 8.73% (-4.75pp); 研发费用 1.98 亿元 (+48.34%), 研发费用率 10.86% (-1.61pp); 财务费率-0.67% (+1.21pp)。
- 2023 年公司存货余额 1.99 亿元, 占资产比重 3.94%左右, 同比减少 0.54pp。2023 年公司应收账款及应收票据期末余额合计 15.67 亿元, 占收入比重 85.89%, 同比减少 4.49pp。

图表 5: 百克生物盈利情况 (单位: %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 百克生物期间费用率情况 (单位: %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 7: 百克生物存货情况 (单位: %)

图表 8: 百克生物应收账款及票据情况 (单位: %)



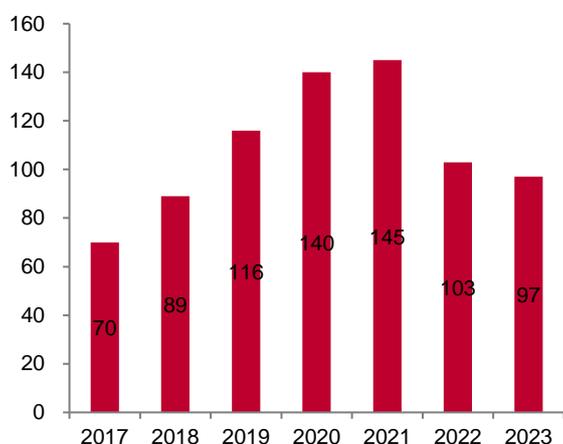
来源：公司公告，中泰证券研究所



来源：公司公告，中泰证券研究所

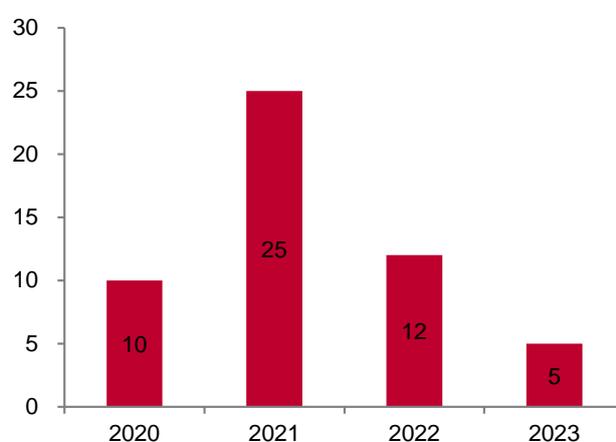
■ 水痘疫苗批签发稳健、带状疱疹批签发如期进行。2023 年公司水痘疫苗批签发 97 批次，带状疱疹批签发 25 批次。

图表 9：公司水痘疫苗批签发情况（单位：批次）



来源：中检院，中泰证券研究所

图表 10：公司鼻喷流感批签发情况（单位：批次）



来源：中检院，中泰证券研究所

图表 11：公司带状疱疹疫苗批签发情况（单位：批次）



来源：中检院，中泰证券研究所

## 在研管线布局丰富，打造长期发展护城河

- 公司的组分百白破、全人源抗狂犬病单抗、鼻喷流感液体制剂、全人源抗破伤风单抗、Hib、流感病毒裂解疫苗（BK-01 佐剂）、重组带状疱疹疫苗等也值得关注。
- 公司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，正在进行 III 期临床的准备工作；狂犬单抗正在进行 I 期临床研究；冻干狂犬疫苗（人二倍体细胞）以及破伤风单抗的临床试验申请已获得批准，即将开展 I 期临床；此外，公司在研产品还包括 RSV 疫苗及抗体、阿尔茨海默病治疗性疫苗等，形成了阶梯化的产品管线，为未来产品的市场开拓打下良好基础

图表 12：百克生物在研管线

疫苗产品线	临床前研究	临床批件	I 期临床	II 期临床	III 期临床	临床研究总结	申请注册批件
冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）		2013.08.01	豁免	豁免	2016.4	已取得	
吸附无细胞百白破（三组分）联合疫苗		2020.03.09	临床现场完成	豁免	进行准备工作		
鼻喷流感减毒活疫苗（液体制剂）		2021.03.01					即将报产
流感病毒裂解疫苗（BK-01 佐剂）	临床前研究						
冻干人用狂犬病（MRC-5 细胞）疫苗		2023.12	进行中				
b 型流感嗜血杆菌结合疫苗	临床前研究						
全人源抗狂犬病毒单克隆抗体		2022.10.10	进行中				
全人源抗破伤风毒素单克隆抗体		2023.12	进行中				
重组带状疱疹疫苗	临床前研究						

来源：公司公告，中泰证券研究所

## 风险提示

- **研发进度低于预期风险。**公司估值很大一部分取决于研发管线中在研疫苗的研发进度和成功率，如果研发进度低于预期或者尚未成功推进下一阶段，则会影响公司未来现金流，甚至对公司研发技术实力产生质疑从而造成长期负面影响。
- **疫苗产品销售不达预期风险。**上市疫苗品种的竞争对手增加或者疫苗升级换代造成现有品种销售不达预期，很大程度上影响公司现有现金流情况，继而影响公司研发投入及未来研发管线的实施。
- **疫苗行业负面事件风险。**疫苗安全关系生命健康，尽管民众对国产疫苗已经有所信任，但是疫苗行业的研发、注册、生产、销售、接种等任何环节出现瑕疵甚至严重危害生命健康的负面事件，将会对行业所有公司造成无差别打击。
- **新冠病毒变异导致疫苗失效风险。**新冠病毒仍在不断变异，目前已上市新冠疫苗均是针对原始毒株，尽管对变异株依然有保护效果，但一旦病毒发生抗原漂移及转换等，有可能会使现有疫苗失效。
- **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**报告中部分公开资料可能有所变化而导致更新不及时，从而使得部分判断出现偏差。

图表 13: 百克生物财务模型预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	442	1,053	1,152	1,511	营业收入	1,825	2,645	3,387	4,128
应收票据	4	1	2	3	营业成本	178	188	231	247
应收账款	1,564	1,924	2,646	3,374	税金及附加	13	21	28	34
预付账款	31	27	37	42	销售费用	647	1,005	1,253	1,527
存货	199	240	318	319	管理费用	159	225	288	351
合同资产	0	0	0	0	研发费用	198	317	406	495
其他流动资产	5	20	19	21	财务费用	-12	0	0	0
流动资产合计	2,245	3,265	4,174	5,270	信用减值损失	-32	-32	-32	-32
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-55	0	0	0
长期股权投资	35	35	35	35	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	984	431	277	92	投资收益	1	1	1	1
在建工程	1,097	1,505	1,820	2,195	其他收益	4	4	4	4
无形资产	347	376	422	490	营业利润	559	862	1,154	1,447
其他非流动资产	338	332	329	326	营业外收入	9	8	8	9
非流动资产合计	2,801	2,679	2,883	3,138	营业外支出	4	4	4	4
资产合计	5,046	5,944	7,057	8,408	利润总额	564	866	1,158	1,452
短期借款	20	41	61	82	所得税	63	96	129	162
应付票据	0	0	0	0	净利润	501	770	1,029	1,290
应付账款	17	44	56	47	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	501	770	1,029	1,290
合同负债	0	0	1	1	NOPLAT	490	770	1,029	1,290
其他应付款	719	719	719	719	EPS (摊薄)	1.21	1.86	2.49	3.12
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	259	312	367	420	主要财务比率				
流动负债合计	1,015	1,116	1,204	1,269	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	70.3%	45.0%	28.0%	21.9%
其他非流动负债	11	11	11	11	EBIT增长率	210.6%	57.0%	33.8%	25.3%
非流动负债合计	11	11	11	11	归母公司净利润增长率	176.0%	53.6%	33.8%	25.3%
负债合计	1,026	1,127	1,215	1,280	获利能力				
归属母公司所有者权益	4,020	4,817	5,842	7,128	毛利率	90.2%	92.9%	93.2%	94.0%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	27.5%	29.1%	30.4%	31.3%
所有者权益合计	4,020	4,817	5,842	7,128	ROE	12.5%	16.0%	17.6%	18.1%
负债和股东权益	5,046	5,944	7,057	8,408	ROIC	11.9%	15.8%	17.7%	18.4%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	20.3%	19.3%	18.0%	16.2%
				单位:百万元	债务权益比	0.8%	1.1%	1.2%	1.3%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	流动比率	2.2	2.9	3.5	4.2
经营活动现金流	256	491	344	629	速动比率	2.0	2.7	3.2	3.9
现金收益	588	863	1,113	1,363	营运能力				
存货影响	-7	-41	-78	-2	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
经营性应收影响	-547	-353	-733	-734	应收账款周转天数	250	237	243	262
经营性应付影响	214	27	12	-9	应付账款周转天数	43	59	78	75
其他影响	9	-4	30	11	存货周转天数	395	420	435	464
投资活动现金流	-639	-398	-288	-327	每股指标(元)				
资本支出	-682	24	-292	-330	每股收益	1.21	1.86	2.49	3.12
股权投资	-1	0	0	0	每股经营现金流	0.62	1.19	0.83	1.52
其他长期资产变化	44	-422	4	3	每股净资产	9.74	11.67	14.15	17.27
融资活动现金流	-42	518	43	57	估值比率				
借款增加	20	20	20	20	P/E	43	28	21	17
股利及利息支付	-63	-4	-4	-4	P/B	5	5	4	3
股东融资	0	1	1	1	EV/EBITDA	3	2	2	1
其他影响	1	501	26	40					

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。