

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

百克生物 (688276)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师

执业编号: S1500524030003

邮箱: zhangzhongtao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 24Q1 净利率达 22%，带疱疫苗前景可期

2024 年 04 月 24 日

**事件:** 公司发布 2024 年一季报, 公司 2024Q1 实现营业收入 2.7 亿元 (yoy+51%), 扣非归母净利润 0.6 亿元 (yoy+229%), 归母净利润 0.61 亿元 (yoy+230%)。

**点评:**

- **带疱疫苗助力 2024Q1 营收高增长, 高毛利品种占比提升&费用率缩减推动净利率提升。**①2024Q1 公司营收增速达 51%, 主要系公司较上年同期新增了带状疱疹减毒活疫苗产品。截至 2024 年 3 月 22 日, 公司已经取得带状疱疹疫苗批签发 14 批。②2024Q1 扣非归母净利润同比增长 229%, 而归母净利润增速达 230%, 均大幅超过营业收入增速, 主要系公司净利率大幅提升, 2024Q1 公司净利率同比提升 12.17 个百分点 (2024Q1 净利率达 22.41%)。净利率大幅提升一方面系公司毛利率提升 3.84 个百分点 (2024Q1 毛利率达 89.72%), 毛利率提升主要系 2024 年新增带状疱疹减毒活疫苗产品销售 (2023 年带状疱疹减毒活疫苗毛利率约 97.5%); 另一方面 2024Q1 公司期间费用率同比下降 7.08 个百分点 (2024Q1 公司期间费用为 66.85%)。
- **2023 年带状疱疹疫苗销量达 66.35 万人份, “POV 覆盖+科普宣教”助力接种率提升。**根据公司 III 期临床对照组的发病率, 带状疱疹发病率为 12.6/1000 人, 同时我国 40 岁以上人群近 7 亿, 参考流感疫苗等成人可应用疫苗的接种情况, 带状疱疹疫苗市场空间足够大。从竞争层面上看, 公司带疱疫苗具备三方面优势: ①**适用人群优势**, 公司的带状疱疹疫苗为国产首个适用于 40 岁以上人群的带状疱疹疫苗; ②**价格优势**, 公司的带状疱疹疫苗为一剂接种程序, 且价格为 1369 元/支; ③**安全性优势**, 公司的带状疱疹疫苗为减毒活疫苗技术路线, 保护效力与相同技术路线产品相当, 总不良反应发生率低于已上市产品。2023 年 4 月带状疱疹疫苗正式上市销售, 经过 8 个月销售公司带疱疫苗销量达 66.35 万人份。我们认为, 当前带状疱疹疫苗的渗透率仍较低, 未来随着公司 POV 覆盖率提升及科普宣教投入渗透, 未来带状疱疹疫苗仍存在较高天花板。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 25.31 亿元、31.31 亿元、36.53 亿元, 同比增速分别为 39%、24%、17%, 归母净利润为 7.37 亿元、9.48 亿元、11.39 亿元, 同比分别增长 47%、29%、20%, 对应 2024/4/23 股价的 PE 分别为 23 倍、18 倍、15 倍。
- **风险因素:** 新生儿人口下降速度超预期, 带疱疫苗市场竞争加剧, 新品研发进展不及预期。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	1,071	1,825	2,531	3,131	3,653
增长率 YoY %	-10.9%	70.3%	38.7%	23.7%	16.7%
归属母公司净利润 (百万元)	182	501	737	948	1,139
增长率 YoY%	-25.5%	176.0%	47.1%	28.7%	20.1%
毛利率%	87.2%	90.2%	91.8%	92.2%	92.1%
净资产收益率ROE%	5.1%	12.5%	15.5%	16.6%	16.6%
EPS(摊薄)(元)	0.44	1.21	1.79	2.30	2.76
市盈率 P/E(倍)	91.56	33.17	22.55	17.53	14.59
市净率 P/B(倍)	4.67	4.13	3.49	2.91	2.43

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 4 月 23 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	2,058	2,245	2,927	3,964	5,242	
货币资金	867	442	559	1,108	1,954	
应收票据	0	4	5	6	7	
应收账款	968	1,564	2,146	2,639	3,066	
预付账款	27	31	35	41	49	
存货	192	199	175	160	155	
其他	4	5	7	9	11	
<b>非流动资产</b>	2,226	2,802	2,911	2,994	3,065	
长期股权投资	34	35	36	36	37	
固定资产	604	984	1,115	1,232	1,336	
无形资产	204	347	327	307	287	
其他	1,383	1,435	1,433	1,418	1,405	
<b>资产总计</b>	4,284	5,046	5,838	6,958	8,307	
<b>流动负债</b>	717	1,015	1,072	1,243	1,453	
短期借款	0	20	25	30	35	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	25	17	20	24	28	
其他	692	977	1,026	1,189	1,389	
<b>非流动负债</b>	7	11	11	11	11	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	7	11	11	11	11	
<b>负债合计</b>	724	1,026	1,083	1,254	1,464	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	3,560	4,020	4,756	5,704	6,843	
<b>负债和股东权益</b>	4,284	5,046	5,838	6,958	8,307	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	1,071	1,825	2,531	3,131	3,653	
同比	-10.9%	70.3%	38.7%	23.7%	16.7%	
归属母公司净利润	182	501	737	948	1,139	
同比	-25.5%	176.0%	47.1%	28.7%	20.1%	
毛利率(%)	87.2%	90.2%	91.8%	92.2%	92.1%	
ROE%	5.1%	12.5%	15.5%	16.6%	16.6%	
EPS(摊薄)(元)	0.44	1.21	1.79	2.30	2.76	
P/E	91.56	33.17	22.55	17.53	14.59	
P/B	4.67	4.13	3.49	2.91	2.43	
EV/EBITDA	104.71	32.95	17.19	13.12	10.42	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	1,071	1,825	2,531	3,131	3,653	
营业成本	137	178	207	243	288	
<b>营业税金及</b>	10	13	20	25	29	
销售费用	412	647	924	1,127	1,290	
管理费用	144	159	220	272	311	
研发费用	134	198	278	344	402	
财务费用	-20	-12	-12	-12	-11	
减值损失合	-62	-55	-55	-55	-55	
投资净收益	0	1	1	1	1	
其他	-6	-27	-15	-15	-15	
<b>营业利润</b>	187	559	824	1,061	1,276	
营业外收支	11	4	4	4	4	
<b>利润总额</b>	198	564	828	1,065	1,280	
所得税	16	63	91	117	141	
<b>净利润</b>	182	501	737	948	1,139	
少数股东损	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司</b>	182	501	737	948	1,139	
EBITDA	264	674	936	1,185	1,411	
EPS(当	0.44	1.21	1.79	2.30	2.76	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	40	255	340	754	1,051	
净利润	182	501	737	948	1,139	
折旧摊销	77	99	120	131	142	
财务费用	0	1	1	1	1	
投资损失	0	-1	-1	-1	-1	
营运资金变	-273	-397	-589	-397	-302	
其它	55	52	71	71	71	
<b>投资活动现</b>	-289	-639	-225	-209	-209	
资本支出	-291	-471	-206	-206	-206	
长期投资	0	-168	-6	-6	-6	
其他	2	0	-13	3	3	
<b>筹资活动现</b>	-41	-42	2	4	4	
吸收投资	0	0	6	0	0	
借款	0	197	5	5	5	
支付利息或	-41	-63	-1	-1	-1	
<b>现金流净增</b>	-289	-425	117	549	845	
<b>加额</b>						

## 研究团队简介

**唐爱金**，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

**史慧颖**，医药研究员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

**王桥天**，医药研究员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021 年 12 月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

**吴欣**，医药研究员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022 年 4 月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

**赵晓翔**，医药研究员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2 年证券从业经验，2022 年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI 医疗、数字医疗等行业研究。

**曹佳琳**，医药研究员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

**章钟涛**，医药研究员，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

**赵丹**，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。