

2024年04月07日

# 百克生物 (688276.SZ)

买入 (首次覆盖)

——手握国产首个带状疱疹疫苗，市场潜力巨大

## 投资要点:

### 证券分析师

刘闯  
S1350524030002  
liuchuang@swsresearch.com

### 联系人

李强  
S1350524040001  
Liqliang01@huayuanstock.com

### 市场表现:



### 相关研究

- **带状疱疹疾病负担较大，国内每年新发病例超 150 万人。**根据《带状疱疹中国专家共识（2018 版）》和《带状疱疹疫苗预防接种专家共识》，全球普通人群带状疱疹发病率为(3~5)/1000 人年，亚太地区为(3~10)/1000 人年，并逐年递增 2.5%~5.0%，60 岁发病率为 6/1000 人年~8/1000 人年，80 岁可达 8/1000 人年~12/1000 人年，中国 50 岁以上人群每年新发确诊病例在 150 万例以上，带状疱疹疾病负担相对较大，且目前尚无特效治疗药物，一般药物治疗的目标是缓解急性期疼痛，预防或减轻 PHN 等并发症。
- **疫苗产品国内竞争格局良好，市场潜力巨大。**全球来看，带状疱疹疫苗为重磅品种，GSK 公司的重组带状疱疹疫苗 Shingrix，其 2023 年全球销售额达到 34.5 亿英镑（同比增长约 16%），Shingrix 于 2019 年在中国上市，为国内首个带状疱疹疫苗（获批年龄段为 50 岁及以上人群），其定价为 1598 元/支，每人需要接种 2 支。2023 年 10 月，GSK 与智飞生物签订协议，智飞生物获得 Shingrix 在中国市场的独家代理权。百克生物的带状疱疹减毒活疫苗于 2023 年 1 月底在中国获批上市，为国内第二家、国产首家上市的带状疱疹疫苗，获批年龄段为 40 岁及以上人群，定价为 1369 元/支，每人只需要接种 1 支，目前国内暂无第三款带状疱疹疫苗上市。按照 40 岁以上适应症人群计算，我们估算国内对应潜在可接种人群超 6 亿人，市场潜在规模超千亿元。
- **重组/减毒两种技术路线各有优势，巨大蓝海市场背景下，我们看好两款产品未来市场空间。**百克生物产品技术路线为减毒活疫苗，根据说明书，其保护率数据略不及重组疫苗 Shingrix，但安全性数据好于 Shingrix，且减毒活疫苗只需接种 1 针（Shingrix 为 2 针接种程序），依从性相对较好。价格方面，减毒活疫苗也具有性价比，考虑到接种人群以中老年人为主，对价格敏感度相对较高，我们预估重组和减毒两种产品未来会是错位市场竞争的格局，Shingrix 主打高端市场，减毒活疫苗可能主要面向对价格更敏感的中低端市场为主，考虑到中国目前还处于蓝海市场，我们看好两款产品未来市场潜力。2023 年，公司带状疱疹疫苗实现营业收入 8.8 亿元，对应销量约 60-70 万支。2024Q1，公司实现归母净利润 0.55-0.65 亿元，同比+199~253%，考虑到一季度为疫苗相对接种淡季，且有春节影响，预计对公司带状疱疹短期发货有所影响，但我们判断全年销售高增长趋势不变，我们依然看好该产品市场潜力。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 25.6、31.0、36.5 亿元，同比增长率分别为 40.2%、21.4%、17.6%，实现归母净利润分别为 7.5、8.9、10.4 亿元，同比增长率分别为 49.4%、18.6%、16.7%。当前股价对应的 PE 分别为 25、21、18 倍。我们选取智飞生物、康华生物、康泰生物、欧林生物作为可比公司进行估值，公司估值水平高于可比公司，但考虑公司的带状疱疹疫苗为国产唯一上市产品，目前处于快速放量期，且该产品未来市场潜力巨大，成长性较强，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**销售不及预期风险；市场竞争加剧的风险；

## 盈利预测与估值

股票数据:	2024年4月7日
收盘价(元)	44.50
一年内最高/最低(元)	71.61/51.97
总市值(亿元)	183
基础数据:	2024年4月7日
总股本(亿股)	4.13
总资产(亿元)	50.46
净资产(亿元)	40.20
每股净资产(元)	9.74
市净率PB	4.57

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	1071	1825	2558	3104	3652
同比增长率(%)	-10.86%	70.30%	40.45%	21.35%	17.64%
归母净利润(百万元)	181	501	749	888	1,037
同比增长率(%)	-25.46%	175.98%	49.45%	18.62%	16.74%
每股收益(元/股)	0.44	1.21	1.81	2.15	2.51
毛利率(%)	87.2%	90.2%	90.7%	90.8%	91.0%
ROE(%)	5.1	12.5	15.7	15.7	15.5
市盈率	157	45	25	21	18

## 投资案件

### 投资评级与估值

公司拥有国内首个带状疱疹疫苗，目前处于快速放量阶段，考虑到中国带状疱疹疫苗未来市场潜力巨大，以及智飞生物的市场推广将加速医生和消费者对带状疱疹疫苗接种必要性的认知，我们预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 25.6、31.0、36.5 亿元，同比增长率分别为 40.2%、21.4%、17.6%，实现归母净利润分别为 7.5、8.9、10.4 亿元，同比增长率分别为 49.4%、18.6%、16.7%。

### 关键假设

1) 百克生物的带状疱疹疫苗 24-26 年销量分别为 120 万支、160 万支和 200 万支，价格保持 1369 元/支不变；

2) 参考智飞与 GSK 约定的采购协议，假设 GSK 的带状疱疹疫苗 24-26 年销量分别为 350 万支、700 万支和 1200 万支，价格保持 1598 元/支不变；

3) 两款产品合计的销售量对应 2026 年累计接种为 1836 万人份，按照 6 亿潜在可接种人群计算，累计接种率为 3.06%。

4) 目前绿竹生物的带状疱疹疫苗处于临床三期阶段，我们审慎假设 2026 年之前，国内暂无第三家带状疱疹疫苗获批上市。

### 投资逻辑要点

1) 带状疱疹疾病负担较大，且目前无特效药，接种疫苗从卫生经济学看效果显著；2) 市场竞争格局良好，目前中国只有两款带状疱疹疫苗上市销售，公司为唯一国产带状疱疹疫苗；3) 相比与进口产品，公司的带状疱疹疫苗具有安全性好、接种次数少、性价比等优势，我们判断其未来市场潜力巨大。

### 核心风险提示

销售不及预期风险；市场竞争加剧的风险。

## 目录

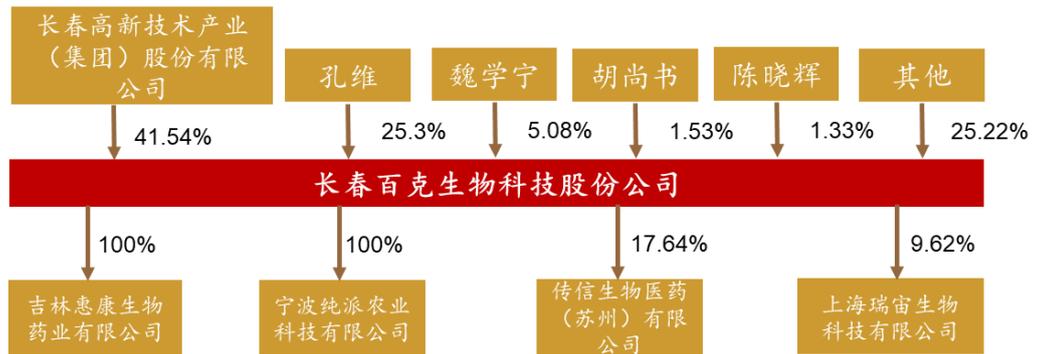
---

1. 手握国内首款带状疱疹疫苗，市场潜力巨大 .....	5
2. 盈利预测及估值 .....	6
图 1：百克生物股权结构（截止 2023 年底） .....	5
图 2：公司 2014-2023 年收入情况 .....	5
图 3：公司 2014-2023 年归母净利润情况 .....	5
图 4：公司 2017-2023 年毛利率及净利率情况 .....	6
图 5：公司 2017-2023 年各项费用率情况 .....	6
图 6：公司各业务收入拆分（亿元） .....	6
表 1：公司带状疱疹疫苗核心销售假设 .....	7
表 2：可比公司估值表 .....	7
表 3：合并损益表 .....	8
表 4：合并现金流量表 .....	9
表 5：合并资产负债表 .....	9

## 1. 手握国内首款带状疱疹疫苗，市场潜力巨大

**公司持股集中，长春高新为控股股东。**公司第一大股东为长春高新，直接持有公司41.54%股份，第二大股东为公司董事、总经理、核心技术人员孔维，直接持有公司25.3%股份，两大股东合计持有66.84%股份，持股相对集中。全资子公司惠康生物主要从事人用狂犬病疫苗生产、研发和销售，参股公司传信生物在 mRNA 疫苗相关技术方面具有核心优势，参股公司瑞宙生物主要从事创新疫苗及重组蛋白类生物制品的研发及产业化。

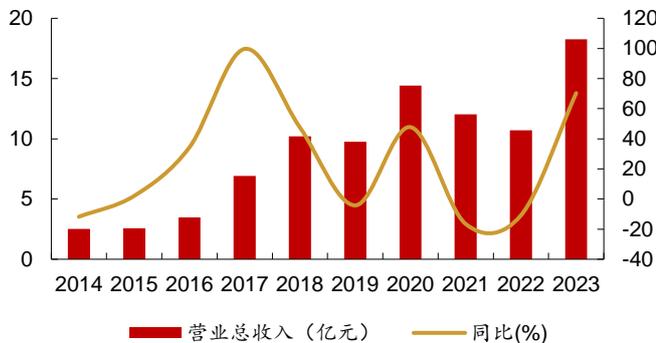
图 1：百克生物股权结构（截止 2023 年底）



资料来源：公司公告，华源证券

**业绩快速增长，新产品带状疱疹疫苗接棒发力。**2023 年，公司分别实现收入和归母净利润 18.25 亿元 (+70.30%) 和 5.01 亿元 (+175.98%)，同比均有大幅增长，主要是由于新产品带状疱疹疫苗上市快速放量所致。24Q1，公司业绩继续保持高增，预计实现归母净利润 5500-6500 万元 (同比增长 199.22%-253.63%)，公司的带状疱疹疫苗上市后打破了进口垄断局面，未来将成为公司最重要的业绩增长点。

图 2：公司 2014-2023 年收入情况



资料来源：Wind，华源证券

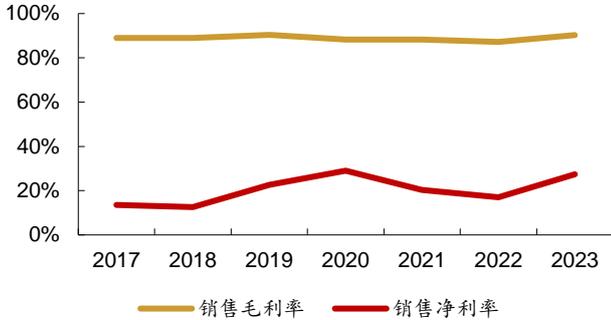
图 3：公司 2014-2023 年归母净利润情况



资料来源：Wind，华源证券研究

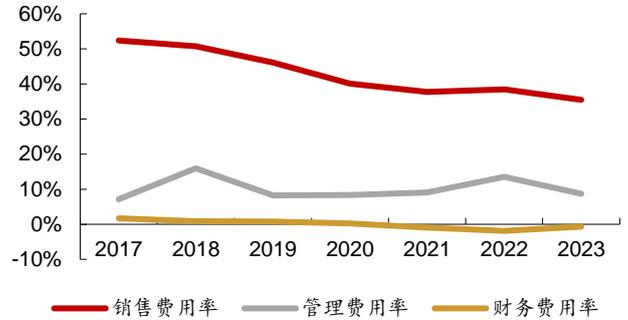
**毛利率稳定在高位，销售费用率持续下降。**从 2017 年以来，公司毛利率基本稳定在 90%左右，净利率稳中有升，2023 年为 27.46%。从费用率来看，销售费用率近年明显有所下降，控费效果良好，管理费用率和财务费用率基本趋于稳定。

图 4：公司 2017-2023 年毛利率及净利率情况



资料来源：Wind，华源证券研究

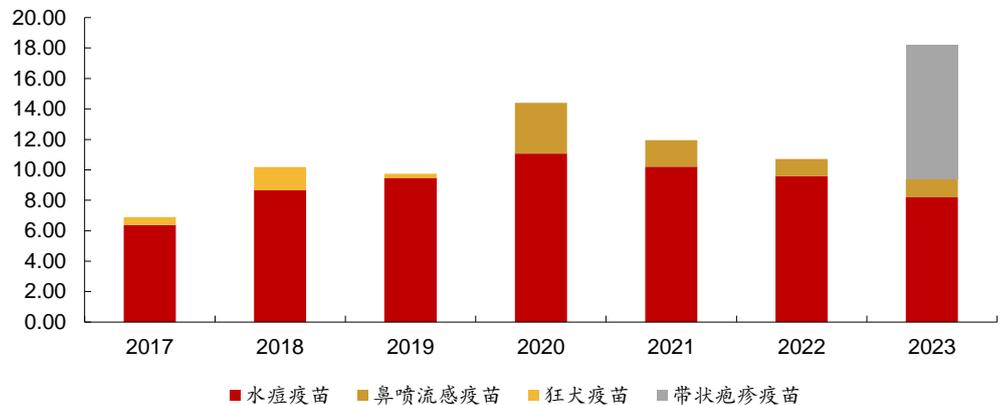
图 5：公司 2017-2023 年各项费用率情况



资料来源：Wind，华源证券研究

**水痘疫苗为基本盘，未来业绩弹性在带状疱疹疫苗。**从收入结构来看，水痘疫苗是公司的基本盘，2023 年以前收入占比基本维持在 80-90%。2023 年新上市的带状疱疹疫苗开始贡献收入，成为了公司最主要的业绩组成部分，2023 年实现收入 8.8 亿元，收入占比达到 48%，未来预计随着带状疱疹的持续放量，收入占比有望继续提升，为公司贡献业绩弹性。

图 6：公司各业务收入拆分（亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究

## 2. 盈利预测及估值

考虑到带状疱疹疫苗目前在中国还处于放量早期阶段，以及考虑到未来智飞生物的市场推广将加速医生和消费者对带状疱疹疫苗接种必要性的认知，我们对公司的核心假设如下：

1) 百克生物的带状疱疹疫苗 24-26 年销量分别为 120 万支、160 万支和 200 万支，价格保持 1369 元/支不变；

2) 参考智飞与 GSK 约定的采购协议，假设 GSK 的带状疱疹疫苗 24-26 年销量分别为 350 万支、700 万支和 1200 万支，价格保持 1598 元/支不变；

3) 两款产品合计的销售量对应 2026 年累计接种为 1836 万人份，按照 6 亿潜在可接种人群计算，累计接种率为 3.06%。

4) 目前绿竹生物的带状疱疹疫苗处于临床三期阶段，我们审慎假设 2026 年之前，国内暂无第三家带状疱疹疫苗获批上市。

**表 1：公司带状疱疹疫苗核心销售假设**

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
中国 40 岁以上人群数量 (亿人)	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
GSK 销量 (万支)	30	30	90	130	350	700	1200
价格 (元/支)	1598	1598	1598	1598	1598	1598	1598
GSK 销售额 (亿元)	4.7	4.7	14.0	20.2	54.3	108.6	186.2
接种人数 (万人)	15	15	45	65	175	350	600
百克生物销量 (万支)				66	120	160	200
价格 (元/支)				1369	1369	1369	1369
百克生物销售额 (亿元)				8.8	15.9	21.3	26.6
接种人数 (万人)				66	120	160	200
当年合计接种人数 (万人)	15	15	45	131	295	510	825
累计接种人数 (万人)	15	30	75	206	501	1011	1836
累计接种率	0.03%	0.05%	0.13%	0.34%	0.84%	1.69%	3.06%

资料来源：公司公告，华源证券

在上述假设下，我们预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 25.6、31.0、36.5 亿元，同比增长率分别为 40.2%、21.4%、17.6%，实现归母净利润分别为 7.5、8.9、10.4 亿元，同比增长率分别为 49.4%、18.6%、16.7%。当前股价对应的 PE 分别为 25、21、18 倍。我们选取智飞生物、康华生物、康泰生物、欧林生物作为可比公司进行估值，公司估值水平高于可比公司，但考虑公司的带状疱疹疫苗为国产唯一上市产品，目前处于快速放量期，且该产品的未来市场潜力巨大，成长性较强，首次覆盖给予“买入”评级。

**表 2：可比公司估值表**

代码	公司简称	市值 (亿元)				归母净利润 (亿元)			PE		
		2024/4/7	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300122.SZ	智飞生物	1086	91.42	117.03	139.48	12	9	8			
300841.SZ	康华生物	80	5.09	7.11	8.14	21	11	10			
300601.SZ	康泰生物	248	10.08	13.12	16.99	25	19	15			
688319.SH	欧林生物	35	0.17	1.15	1.86	368	31	19			
	<b>平均值</b>					<b>106</b>	<b>17</b>	<b>13</b>			
688276.SH	百克生物	184	7.49	8.88	10.37	25	21	18			

资料来源：wind，华源证券

注：可比公司盈利预测均来源于wind一致预期

**风险提示：**

- 1) 公司销售不及预期的风险。公司的产品为新上市品种，若市场推广不及预期，可能导致终点销售接种不及预期。
- 2) 市场竞争加剧的风险。目前智飞生物已经代理 GSK 公司的带状疱疹疫苗，智飞生物销售能力较强，可能导致市场竞争加剧。

**表 3：合并损益表**

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	1,825	2,558	3,104	3,652
营业成本	178	239	286	329
毛利率%	90.2%	90.7%	90.8%	91.0%
营业税金及附加	13	0	0	0
营业税金率%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	647	921	1,118	1,315
营业费用率%	35.5%	36.0%	36.0%	36.0%
管理费用	159	224	278	329
管理费用率%	8.7%	8.8%	8.9%	9.0%
研发费用	198	280	342	410
研发费用率%	10.9%	11.0%	11.0%	11.2%
EBIT	575	844	1,001	1,169
财务费用	-12	0	0	0
财务费用率%	-0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-55	-50	-80	-100
投资收益	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>559</b>	<b>844</b>	<b>1,001</b>	<b>1,169</b>
营业外收支	4	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>564</b>	<b>844</b>	<b>1,001</b>	<b>1,169</b>
EBITDA	674	959	1,132	1,315
所得税	63	95	113	132
有效所得税率%	11.1%	11.3%	11.3%	11.3%
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>501</b>	<b>749</b>	<b>888</b>	<b>1,037</b>

资料来源：wind，华源证券

**表 4：合并现金流量表**

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	501	749	888	1,037
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	186	164	210	246
非经营收益	-34	0	0	0
营运资金变动	-397	-667	-260	-252
<b>经营活动现金流</b>	<b>255</b>	<b>246</b>	<b>838</b>	<b>1,031</b>
资产	-471	-163	-164	-182
投资	-168	-86	-62	-82
其他	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-639</b>	<b>-249</b>	<b>-226</b>	<b>-264</b>
债权募资	20	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-63	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>-42</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-425</b>	<b>-3</b>	<b>612</b>	<b>767</b>

资料来源：wind，华源证券

**表 5：合并资产负债表**

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	442	440	1,052	1,819
应收账款及应收票据	1,567	2,132	2,415	2,639
存货	199	183	109	-2
其它流动资产	36	43	48	51
流动资产合计	2,245	2,798	3,624	4,507
长期股权投资	35	120	183	265
固定资产	984	1,000	1,022	1,048
在建工程	1,101	1,164	1,216	1,275
无形资产	347	317	277	227
非流动资产合计	2,802	2,936	3,032	3,150
<b>资产总计</b>	<b>5,046</b>	<b>5,734</b>	<b>6,656</b>	<b>7,657</b>
短期借款	20	20	20	20
应付票据及应付账款	17	20	24	27
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	977	913	943	903
流动负债合计	1,015	953	987	951
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	11	11	11	11

非流动负债合计	11	11	11	11
<b>负债总计</b>	<b>1,026</b>	<b>964</b>	<b>998</b>	<b>962</b>
实收资本	413	413	413	413
普通股股东权益	4,020	4,770	5,658	6,695
少数股东权益	0	0	0	0
<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>5,046</b>	<b>5,734</b>	<b>6,656</b>	<b>7,657</b>

资料来源: wind, 华源证券

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明, 本人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, 本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度, 专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观的出具此报告, 本人所得报酬的任何部分不曾与、不与, 也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

本报告是机密文件, 仅供华源证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 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作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果, 本公司均不承担任何法律责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告的版权归本公司所有, 属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点, 本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下, 本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

## 销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 liruixue@huayuanstock.com  
 华北区销售代表 王梓乔 wangziquiao@huayuanstock.com  
 华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

## 股票投资评级说明

证券的投资评级:

以报告日后的 6 个月内, 证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上;  
 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%;  
 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;  
 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；  
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；  
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数