

百克生物（688276.SH）/医药生物

证券研究报告/公司点评

2024年4月25日

评级：买入（维持）

市场价格：39.28

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

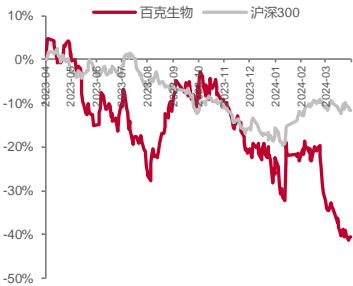
执业证书编号：S0740523070005

Email: zhangnan@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	413
流通股本(百万股)	113
市价(元)	39.28
市值(百万元)	16,216
流通市值(百万元)	4,441

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

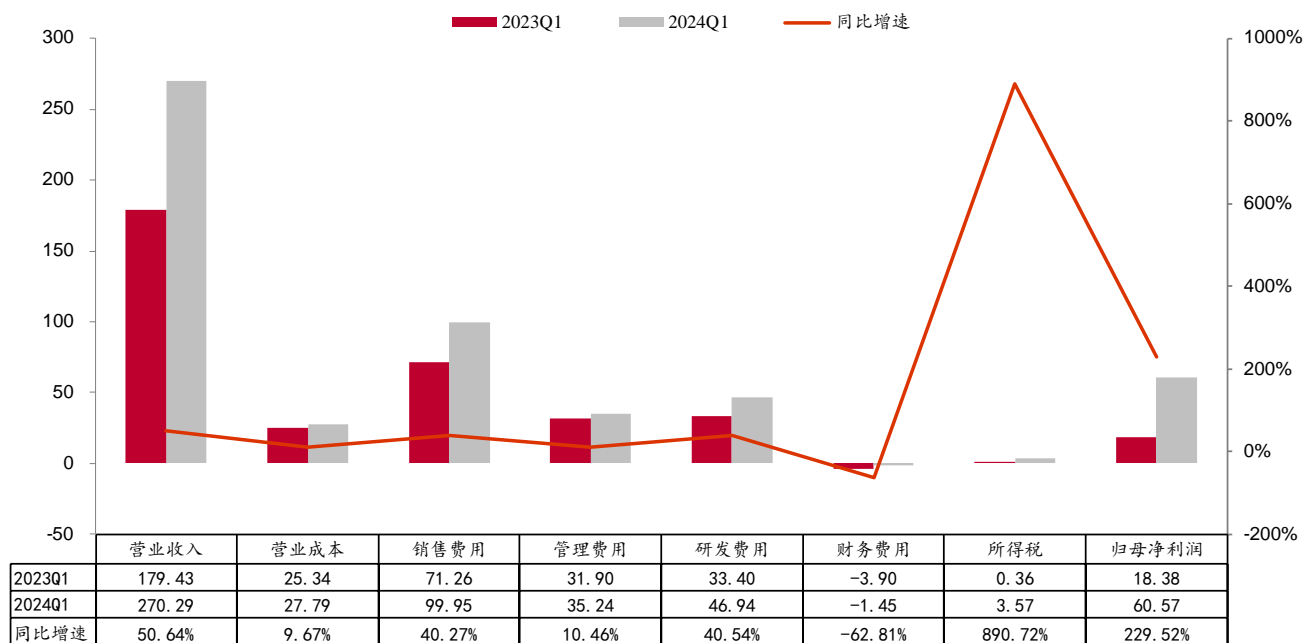
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1071.45	1824.69	2522.86	3122.11	3591.42
增长率 yoy%	-10.86%	70.30%	38.26%	23.75%	15.03%
净利润(百万元)	181.54	501.01	733.32	949.62	1121.25
增长率 yoy%	-25.46%	175.98%	46.37%	29.50%	18.07%
每股收益(元)	0.44	1.21	1.78	2.30	2.72
每股现金流量	2.10	1.07	2.69	3.05	4.09
净资产收益率	5%	12%	15%	17%	16%
P/E	89.33	32.37	22.11	17.08	14.46
PEG	-3.51	0.18	0.48	0.58	0.80
P/B	4.56	4.03	3.39	2.83	2.37

备注：数据截止 2024.04.24

投资要点

- **事件：公司发布 2024 年一季度业绩。2024 年一季度实现营业收入 2.70 亿元，同比增长 50.64%；归母净利润 0.61 亿元，同比增长 229.52%；扣非归母净利润 0.60 亿元，同比增长 228.95%。**
- **水痘稳健，带状疱疹放量可期。**2024Q1 带状疱疹相比去年同期新增，实现收入高增长，去年同期水痘疫苗毛利率下滑导致利润低基数、利润增幅更加明显。批签发：24Q1 公司水痘疫苗批签发 21 批次，带状疱疹批签发 12 批次。
- **净利率上升，三费率有所优化。**2024Q1 公司毛利率 89.72% (+3.84pp)，净利率 22.41% (+12.16pp)。2024Q1 销售费用 1.00 亿元 (+40.27%)，销售费率 36.98% (-2.73pp)；管理费用 0.35 亿元 (+10.46%)，管理费率 13.04% (-4.74pp)；研发费用 0.47 亿元 (+40.54%)，研发费率 17.37% (-1.25pp)；财务费率 -0.54% (+1.64pp)。
- **在研管线布局丰富，进军 mRNA 新技术平台。**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 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：**根据公司最新业绩及未来规划，我们调整 2024-2026 年公司营业收入分别为 25.23、31.22、35.91 亿元（调整前值分别为 26.45、33.87、41.28 亿元），同比增长 38.26%、23.75%、15.03%；归母净利润分别为 7.33、9.50、11.21 亿元（调整前值分别为 7.70、10.29、12.90 亿元），同比增长 46.37%、29.50%、18.07%。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。

图表 1：百克生物主要财务指标变化（单位：百万元，%）



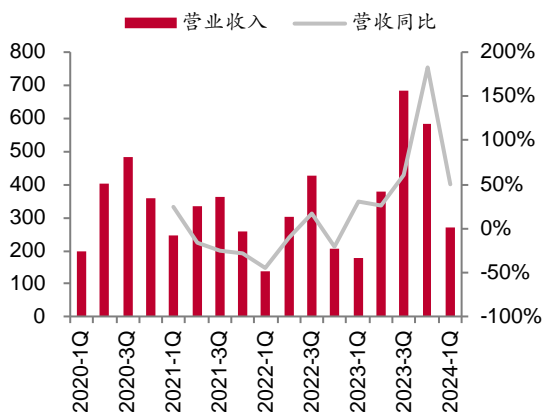
来源：公司公告，中泰证券研究所

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	2024-1Q
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	270.29
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%	50.64%
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%	-53.52%
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	27.79
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	99.95
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	35.24
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	46.94
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	-1.45
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	64.26
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	64.13
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	3.57
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	60.57
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%	145.59%
净利率	25.04%	32.42%	33.65%	21.18%	22.41%	24.75%	26.09%	4.09%	12.57%	18.56%	32.54%	-14.72%	10.24%	24.46%	32.14%	29.22%	22.41%
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	59.80
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%	55.40%

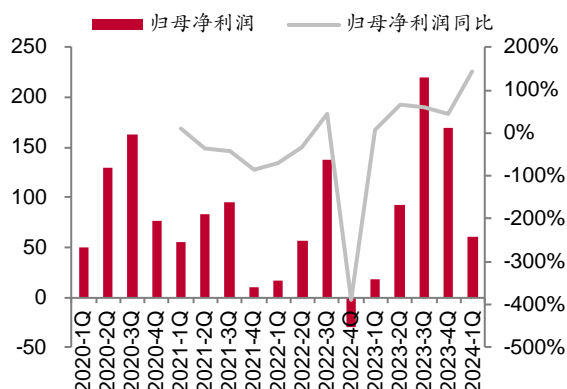
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3: 百克生物分季度收入及增速 (单位: 百万元, %)



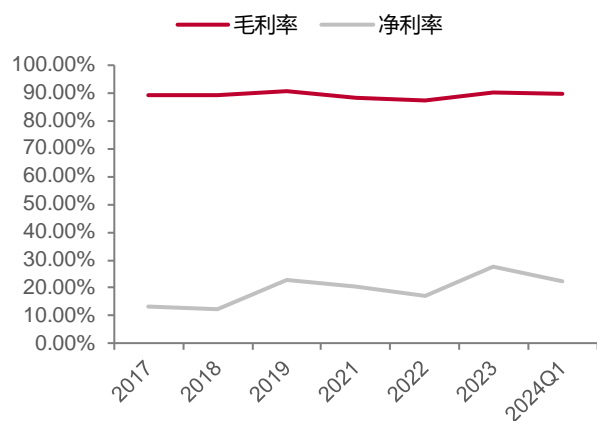
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 百克生物分季度净利润及增速 (单位: 百万元, %)



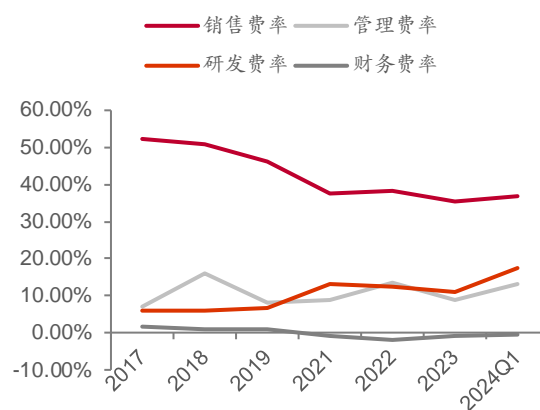
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 百克生物盈利水平 (单位: %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 百克生物费用率情况 (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	1,112	1,258	1,690	营业收入	1,825	2,523	3,122	3,591
应收票据	4	1	2	3	营业成本	178	179	210	213
应收账款	1,564	1,834	2,439	2,936	税金及附加	13	20	26	29
预付账款	31	26	34	36	销售费用	647	959	1,155	1,329
存货	199	229	290	276	管理费用	159	214	265	305
合同资产	0	0	0	0	研发费用	198	303	375	431
其他流动资产	5	19	17	16	财务费用	-12	0	0	0
流动资产合计	2,245	3,221	4,040	4,957	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	821	1,064	1,257
其他非流动资产	338	332	330	327	营业外收入	9	8	9	9
非流动资产合计	2,801	2,679	2,884	3,139	营业外支出	4	4	4	4
资产合计	5,046	5,900	6,924	8,096	利润总额	564	825	1,069	1,262
短期借款	20	41	61	82	所得税	63	92	119	141
应付票据	0	0	0	0	净利润	501	733	950	1,121
应付账款	17	42	51	40	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	733	950	1,121
合同负债	0	0	0	1	NOPLAT	490	733	950	1,121
其他应付款	719	719	719	719	EPS (摊薄)	1.21	1.78	2.30	2.72
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	259	306	356	400	主要财务比率				
流动负债合计	1,015	1,108	1,187	1,242	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%	38.3%	23.8%	15.0%
其他非流动负债	11	11	11	11	EBIT增长率	210.6%	49.6%	29.5%	18.1%
非流动负债合计	11	11	11	11	归母公司净利润增长率	176.0%	46.4%	29.5%	18.1%
负债合计	1,026	1,119	1,198	1,253	获利能力				
归属母公司所有者权益	4,020	4,781	5,726	6,843	毛利率	90.2%	92.9%	93.3%	94.1%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	27.5%	29.1%	30.4%	31.2%
所有者权益合计	4,020	4,781	5,726	6,843	ROE	12.5%	15.3%	16.6%	16.4%
负债和股东权益	5,046	5,900	6,924	8,096	ROIC	11.9%	15.1%	16.6%	16.5%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	20.3%	19.1%	17.8%	15.9%
					债务权益比	0.8%	1.1%	1.3%	1.4%
单位:百万元					流动比率	2.2	2.9	3.4	4.0
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	速动比率	2.0	2.7	3.2	3.8
经营活动现金流	255	550	391	702	营运能力				
现金收益	588	827	1,033	1,194	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.4
存货影响	-7	-30	-61	14	应收账款周转天数	250	242	246	269
经营性应收影响	-547	-263	-613	-500	应付账款周转天数	43	60	79	77
经营性应付影响	214	24	9	-11	存货周转天数	395	429	443	477
其他影响	8	-9	24	4	每股指标 (元)				
投资活动现金流	-639	-398	-288	-327	每股收益	1.21	1.78	2.30	2.72
资本支出	-682	24	-292	-330	每股经营现金流	0.62	1.33	0.95	1.70
股权投资	-1	0	0	0	每股净资产	9.74	11.58	13.87	16.58
其他长期资产变化	44	-422	4	3	估值比率				
融资活动现金流	-42	518	43	57	P/E	32	22	17	14
借款增加	20	20	20	20	P/B	4	3	3	2
股利及利息支付	-63	-4	-4	-4	EV/EBITDA	3	2	2	1
股东融资	0	1	1	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。