

特宝生物 (688278.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

慢乙治疗应用不断深入，派格宾维持高速增长

业绩简评

公司 2022 年实现收入 15.27 亿元 (+35%)，归母净利润 2.87 亿元 (+58%)，扣非归母净利润 3.34 亿元 (+70%)；2022Q4 单季度实现收入 3.84 亿元 (+19%)，归母净利润 0.87 亿元 (+62%)，扣非归母净利润 0.90 亿元 (+140%)；收入利润均与此前业绩快报一致。

经营分析

慢乙治愈研究稳步推进，派格宾持续高速放量。公司持续推进以派格宾为基础的乙肝临床治愈研究，相继支持了“珠峰”等多项乙肝临床治愈及肝癌防控公益项目，深挖派格宾市场潜力，2022 年公司核心产品派格宾销售 194.07 万支 (+43%)，实现收入 11.61 亿元 (+51%)，毛利率为 89.49% (-0.12%)。现阶段国内用于慢性乙肝治疗的长效干扰素以派格宾和罗氏 (Roche) 派罗欣为主，随着慢乙肝抗病毒治疗人群正不断扩大、乙肝临床治愈科学证据的不断积累和认知的持续提升，未来派格宾销售有望实现持续突破。

血液肿瘤产品线业绩稳定。2022 年特尔津实现收入 1.91 亿元 (+1%)，毛利率为 86.36% (+1.11%)；特尔康实现收入 0.99 亿元 (-10%)，毛利率为 89.44% (-3.48%)；特尔立实现收入 0.66 亿元 (+25%)，毛利率为 86.54% (-0.29%)。

研发工作稳步推进，注入长期增长动能。公司持续加大研发投入，加快推进研发进展，报告期内首个以乙肝表面抗原清除 (临床治愈) 为主要疗效指标的长效干扰素确证性临床试验已完成受试者招募，此外 Y 型聚乙二醇重组人粒细胞刺激因子 (YPEG-G-CSF) 进入申报药品注册阶段，Y 型聚乙二醇重组人生长激素 (YPEG-GH) 完成 III 期受试者招募，若顺利上市将进一步丰富公司产品线，奠定业绩长期增长基础。

盈利预测、估值与评级

我们维持盈利预期，预计公司 2023-2025 年分别实现归母净利润 4.42 (+54%)、6.32 (+43%)、8.33 (+32%) 亿元，对应当前 EPS 分别为 1.09 元、1.55 元、2.05 元，对应当前 P/E 分别为 42、30、22 倍。维持“买入”评级。

风险提示

技术升级迭代风险；技术专利许可或授权不具排他性；研发失败风险；技术成果无法有效转化风险。

医疗组

分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：45.91 元

相关报告：

1. 《特宝生物公司深度研究：乙肝临床治愈推广有望拉动公司业绩增长》，2023.1.20



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,132	1,527	2,118	2,853	3,765
营业收入增长率	42.61%	34.86%	38.74%	34.66%	31.99%
归母净利润(百万元)	181	287	442	632	833
归母净利润增长率	55.44%	58.40%	54.01%	42.89%	31.96%
摊薄每股收益(元)	0.445	0.706	1.087	1.553	2.049
每股经营性现金流净额	0.58	0.89	1.16	1.70	2.22
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.60%	20.39%	25.59%	28.49%	28.86%
P/E	65.73	55.18	42.25	29.57	22.41
P/B	10.26	11.25	10.81	8.42	6.47

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)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	794	1,132	1,527	2,118	2,853	3,765	货币资金	197	285	301	425	821	1,401
增长率		42.6%	34.9%	38.7%	34.7%	32.0%	应收款项	197	228	243	325	429	556
主营业务成本	-84	-125	-169	-236	-310	-414	存货	100	116	130	155	204	272
%销售收入	10.5%	11.1%	11.1%	11.2%	10.9%	11.0%	其他流动资产	279	205	281	288	293	300
毛利	710	1,007	1,358	1,882	2,543	3,351	流动资产	773	834	956	1,194	1,747	2,529
%销售收入	89.5%	88.9%	88.9%	88.8%	89.1%	89.0%	总资产	64.8%	58.6%	54.0%	56.5%	64.7%	72.3%
营业税金及附加	-4	-6	-8	-11	-14	-19	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	127	179	380	473	499	510
销售费用	-429	-598	-703	-964	-1,289	-1,694	总资产	10.6%	12.6%	21.5%	22.4%	18.5%	14.6%
%销售收入	54.0%	52.8%	46.1%	45.5%	45.2%	45.0%	无形资产	251	316	351	335	339	342
管理费用	-74	-103	-138	-186	-245	-316	非流动资产	420	590	813	920	952	968
%销售收入	9.4%	9.1%	9.1%	8.8%	8.6%	8.4%	总资产	35.2%	41.4%	46.0%	43.5%	35.3%	27.7%
研发费用	-77	-82	-150	-205	-274	-358	资产总计	1,193	1,424	1,769	2,114	2,700	3,497
%销售收入	9.7%	7.2%	9.8%	9.7%	9.6%	9.5%	短期借款	19	16	4	8	5	5
息税前利润 (EBIT)	127	219	358	516	720	964	应付款项	34	54	107	119	163	223
%销售收入	15.9%	19.4%	23.5%	24.3%	25.2%	25.6%	其他流动负债	62	107	157	167	212	265
财务费用	-1	1	4	2	5	10	流动负债	115	177	268	294	380	492
%销售收入	0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	1	2	1	0	0	0	其他长期负债	77	86	93	92	103	117
公允价值变动收益	4	2	0	0	0	0	负债	192	263	361	386	483	609
投资收益	1	5	4	3	3	4	普通股股东权益	1,000	1,161	1,408	1,728	2,217	2,888
%税前利润	0.6%	2.3%	1.0%	0.5%	0.4%	0.4%	其中：股本	407	407	407	407	407	407
营业利润	158	249	407	556	765	1,016	未分配利润	168	312	531	851	1,340	2,011
%营业收入	19.9%	22.0%	26.7%	26.3%	26.8%	27.0%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-19	-33	-51	-31	-22	-34	负债股东权益合计	1,193	1,424	1,769	2,114	2,700	3,497
税前利润	139	215	356	525	743	983							
利润率	17.5%	19.0%	23.3%	24.8%	26.0%	26.1%							
所得税	-22	-34	-69	-83	-111	-149	比率分析						
所得税率	16.2%	15.8%	19.4%	15.8%	15.0%	15.2%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	117	181	287	442	632	833	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.287	0.445	0.706	1.087	1.553	2.049
归属于母公司的净利润	117	181	287	442	632	833	每股净资产	2.459	2.855	3.460	4.247	5.449	7.098
净利率	14.7%	16.0%	18.8%	20.9%	22.1%	22.1%	每股经营现金净流	0.228	0.577	0.893	1.155	1.702	2.225
							每股股利	0.050	0.100	0.210	0.300	0.350	0.400
							回报率						
							净资产收益率	11.65%	15.60%	20.39%	25.59%	28.49%	28.86%
							总资产收益率	9.77%	12.72%	16.23%	20.91%	23.40%	23.83%
							投入资本收益率	10.37%	15.60%	20.28%	24.92%	27.47%	28.19%
							增长率						
							主营业务收入增长率	8.81%	42.61%	34.86%	38.74%	34.66%	31.99%
							EBIT增长率	13.76%	73.18%	63.58%	43.88%	39.65%	33.88%
							净利润增长率	81.31%	55.44%	58.40%	54.01%	42.89%	31.96%
							总资产增长率	51.01%	19.40%	24.18%	19.51%	27.72%	29.54%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	66.0	56.3	48.2	43.0	42.0	41.0
							存货周转天数	371.4	315.2	265.5	240.0	240.0	240.0
							应付账款周转天数	85.4	84.8	147.3	140.0	140.0	140.0
							固定资产周转天数	26.8	19.7	58.3	51.2	36.9	25.2
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-44.63%	-40.13%	-40.34%	-39.85%	-49.05%	-57.72%
							EBIT利息保障倍数	148.5	-200.7	-85.8	-217.2	-148.3	-98.3
							资产负债率	16.13%	18.46%	20.41%	18.26%	17.88%	17.42%

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

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	2023-01-20	买入	43.37	49.50~49.50

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：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402