

特宝生物 (688278.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

达成战略收购协议，加速创新基因疗法开发

事件简评

2025 年 2 月 21 日，特宝生物发布公告，公司全资子公司厦门伯赛基因转录技术有限公司拟以自有资金收购 Skyline Therapeutics Limited 部分资产，本次收购范围包括九天开曼及其下属公司的资产（不包含其下属公司 Skyline Therapeutics (US) Inc. 及其已取得的资产或权利）。本次交易完成后，标的公司将成为伯赛基因的全资子公司，纳入公司合并报表范围。

经营分析

标的公司深耕基因治疗，在研管线覆盖多个疾病领域。标的公司拥有开发创新基因治疗的尖端核心技术和深厚的研发经验，自主建立了尖端 AAV 基因治疗平台，涵盖 AAV 衣壳发现、载体设计和构建等核心技术，依托该平台目前已有多个项目处于研发阶段，包括新一代 SMN 基因替代疗法治疗脊髓性肌肉萎缩症 (SMA) 基因治疗项目（处于临床研究阶段，临床批件号 2023LP02471），具有优越肝脏靶向性治疗肝豆状核变性的基因疗法、治疗遗传性视网膜病变的突破性眼科基因疗法、以及领先的遗传性心肌病基因疗法等覆盖神经、代谢、眼科、心血管等疾病领域的管线产品。

收购基于整体业务布局，有望提升持续发展能力。2025 年 2 月 21 日，公司全资子公司伯赛基因与标的公司及其股东代表 Skyline Therapeutics (US) Inc. 签署了《伯赛基因收购九天开曼部分资产的协议》。伯赛基因将以自有资金收购标的公司部分资产，本次收购范围包括九天开曼及其下属公司的资产，不包括九天开曼全资子公司 Skyline Therapeutics (US) Inc. 及其已取得的资产或权利。本次交易对价包括 1500 万美元的合并对价，以及在协议约定条件满足时支付最高不超过 4300 万美元的开发和销售里程碑款，再许可提成和按年净销售额个位数百分比计算的销售提成构成的附加合并对价。本次交易符合公司整体战略规划，丰富了公司的技术平台和研发管线，将进一步提高公司在生物技术领域的持续创新和发展能力，建议持续关注公司研发端进展。

盈利预测、估值与评级

不考虑本次收购带来的影响，我们维持盈利预测，预计公司 2024-2026 年分别实现归母净利润 8.20 (+48%)、11.08 (+35%)、14.18 (+28%) 亿元，对应当前 EPS 分别为 2.02 元、2.72 元、3.49 元，对应当前 P/E 分别为 43、32、25 倍。维持“买入”评级。

风险提示

新产品审批不及预期；新产品销售推广不及预期风险；技术成果无法有效转化风险。

医药组

分析师：袁维（执业 S1130518080002）

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价（人民币）：86.17 元

相关报告：

- 1.《特宝生物公司点评：慢乙肝治愈不断深入，公司业绩持续高增长》，2025.1.16
- 2.《特宝生物公司点评：慢乙肝治愈加速深入，公司业绩持续超预期》，2024.10.25
- 3.《特宝生物公司点评：业绩持续强势增长，股权激励彰显长期发展信心》，2024.8.22



公司基本情况（人民币）

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,527	2,100	2,883	3,821	4,933
营业收入增长率	34.86%	37.55%	37.25%	32.54%	29.11%
归母净利润(百万元)	287	555	820	1,108	1,418
归母净利润增长率	58.40%	93.52%	47.55%	35.23%	27.96%
摊薄每股收益(元)	0.706	1.365	2.015	2.724	3.486
每股经营性现金流净额	0.89	1.26	2.44	2.89	3.71
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.39%	29.60%	32.41%	31.93%	30.03%
P/E	55.18	38.34	42.77	31.63	24.72
P/B	11.25	11.35	13.86	10.10	7.42

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)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	1,132	1,527	2,100	2,883	3,821	4,933	货币资金	285	301	413	960	1,750	2,868
增长率		34.9%	37.6%	37.2%	32.5%	29.1%	应收款项	228	243	459	442	575	729
主营业务成本	-125	-169	-140	-218	-316	-440	存货	116	130	187	143	208	289
%销售收入	11.1%	11.1%	6.7%	7.6%	8.3%	8.9%	其他流动资产	205	281	281	273	280	288
毛利	1,007	1,358	1,960	2,664	3,505	4,493	流动资产	834	956	1,340	1,818	2,812	4,174
%销售收入	88.9%	88.9%	93.3%	92.4%	91.7%	91.1%	%总资产	58.6%	54.0%	56.9%	60.8%	69.3%	76.4%
营业税金及附加	-6	-8	-11	-14	-19	-25	长期投资	0	0	37	37	37	37
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	179	380	482	564	595	598
销售费用	-598	-703	-849	-1,110	-1,460	-1,874	%总资产	12.6%	21.5%	20.5%	18.9%	14.7%	11.0%
%销售收入	52.8%	46.1%	40.4%	38.5%	38.2%	38.0%	无形资产	316	351	368	459	500	538
管理费用	-103	-138	-210	-285	-371	-469	非流动资产	590	813	1,016	1,171	1,247	1,288
%销售收入	9.1%	9.1%	10.0%	9.9%	9.7%	9.5%	%总资产	41.4%	46.0%	43.1%	39.2%	30.7%	23.6%
研发费用	-82	-150	-230	-294	-382	-483	资产总计	1,424	1,769	2,356	2,989	4,059	5,462
%销售收入	7.2%	9.8%	10.9%	10.2%	10.0%	9.8%	短期借款	16	4	4	4	5	5
息税前利润 (EBIT)	219	358	660	961	1,274	1,642	应付款项	54	107	77	118	174	244
%销售收入	19.4%	23.5%	31.4%	33.3%	33.3%	33.3%	其他流动负债	107	157	322	234	292	357
财务费用	1	4	5	6	12	22	流动负债	177	268	404	357	471	605
%销售收入	-0.1%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	2	1	-13	0	0	0	其他长期负债	86	93	76	103	118	135
公允价值变动收益	2	0	3	0	0	0	负债	263	361	480	460	588	740
投资收益	5	4	4	3	3	4	普通股股东权益	1,161	1,408	1,876	2,529	3,471	4,722
%税前利润	2.3%	1.0%	0.6%	0.3%	0.2%	0.2%	其中：股本	407	407	407	407	407	407
营业利润	249	407	681	1,005	1,325	1,706	未分配利润	312	531	955	1,608	2,549	3,801
%销售利润率	22.0%	26.7%	32.4%	34.9%	34.7%	34.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-33	-51	-40	-31	-22	-34	负债股东权益合计	1,424	1,769	2,356	2,989	4,059	5,462
税前利润	215	356	641	974	1,304	1,672	比率分析						
利润率	19.0%	23.3%	30.5%	33.8%	34.1%	33.9%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	-34	-69	-85	-154	-196	-254	每股指标						
所得税率	15.8%	19.4%	13.3%	15.8%	15.0%	15.2%	每股收益	0.445	0.706	1.365	2.015	2.724	3.486
净利润	181	287	555	820	1,108	1,418	每股净资产	2.855	3.460	4.613	6.217	8.532	11.608
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.577	0.893	1.259	2.441	2.891	3.707
归属于母公司的净利润	181	287	555	820	1,108	1,418	每股股利	0.050	0.100	0.210	0.410	0.410	0.410
净利率	16.0%	18.8%	26.4%	28.4%	29.0%	28.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	15.60%	20.39%	29.60%	32.41%	31.93%	30.03%
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	总资产收益率	12.72%	16.23%	23.58%	27.42%	27.30%	25.96%
净利润	181	287	555	820	1,108	1,418	投入资本收益率	15.60%	20.28%	30.42%	31.83%	31.08%	29.40%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	42	49	81	103	127	153	主营业务收入增长率	42.61%	34.86%	37.55%	37.25%	32.54%	29.11%
非经营收益	-11	-6	-15	34	17	28	EBIT 增长率	73.18%	63.58%	84.11%	45.59%	32.55%	28.92%
营运资金变动	23	33	-110	37	-75	-92	净利润增长率	55.44%	58.40%	93.52%	47.55%	35.23%	27.96%
经营活动现金净流	235	363	512	993	1,176	1,508	总资产增长率	19.40%	24.18%	33.22%	26.87%	35.79%	34.57%
资本开支	-191	-219	-288	-287	-222	-226	资产管理能力						
投资	79	-70	-17	0	0	0	应收账款周转天数	56.3	48.2	56.9	43.0	42.0	41.0
其他	0	0	0	3	3	4	存货周转天数	315.2	265.5	412.7	240.0	240.0	240.0
投资活动现金净流	-112	-289	-306	-285	-219	-222	应付账款周转天数	84.8	147.3	179.8	140.0	140.0	140.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	19.7	58.3	51.9	43.1	32.2	22.9
债权募资	-9	-10	0	7	0	0	偿债能力						
其他	-25	-48	-93	-167	-167	-167	净负债/股东权益	-40.13%	-40.34%	-35.49%	-47.95%	-57.69%	-66.07%
筹资活动现金净流	-34	-58	-93	-160	-167	-167	EBIT 利息保障倍数	-200.7	-85.8	-137.2	-164.8	-103.0	-75.1
现金净流量	88	15	112	548	791	1,118	资产负债率	18.46%	20.41%	20.36%	15.39%	14.50%	13.55%

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
买入	1	2	11	15	38
增持	0	1	2	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.15	1.21	1.00

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	2024-01-11	买入	49.25	N/A
2	2024-01-15	买入	49.11	N/A
3	2024-03-17	买入	65.85	N/A
4	2024-03-29	买入	65.81	N/A
5	2024-04-23	买入	64.67	N/A
6	2024-08-22	买入	47.44	N/A
7	2024-10-25	买入	82.21	N/A
8	2025-01-16	买入	72.37	N/A

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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806