

特宝生物（688278.SH）

优于大市

2024 全年归母净利润同比增长 49%，慢乙肝临床治愈不断深入

核心观点

营收及净利润快速增长。2024 全年公司实现营收 28.17 亿（+34.1%），归母净利润 8.28 亿（+49.0%），扣非归母净利润 8.27 亿（+42.7%）。随着乙肝临床治愈研究的不断深入，公司核心产品派格宾作为慢性乙肝抗病毒治疗的一线用药，进一步得到专家和患者的认可，产品持续放量。

分产品看，公司抗病毒用药实现营收 24.47 亿元（+36.7%），毛利率 96.2%（+0.7pp），销售量 410.7 万支（+44.3%）；血液/肿瘤用药实现营收 3.63 亿元（+19.7%），毛利率 75.4%（-5.6pp）。

净利率提升，销售费用率持续改善。2024 全年公司毛利率为 93.5%（同比+0.2pp）、净利率 29.4%（同比+2.9pp）；销售费用率 39.5%（同比-0.9pp）、管理费用率 9.9%（同比-0.1pp）、研发费用率 10.5%（同比-0.5pp）、财务费用率-0.1%（同比+0.2pp），期间费用率整体为 59.8%（同比-1.4pp）。

达成多项对外合作，丰富肝病防治领域管线布局。2024 年 7 月，公司与康宁杰瑞独占许可协议取得进展，将 KN069（重组人 GLP-1 变体/GIPR 人源化单域抗体 Fc 融合双功能蛋白）作为第一授权产品；2024 年 9 月，公司与藤济生物达成合作，获得其 NM6606（维甲酸 X 受体靶向口服药物）在中国开发和商业化权益，用于开发治疗肝脂肪代谢及肝纤维化相关疾病的单药产品。

投资建议：公司核心品种派格宾是目前国内唯一长效干扰素产品，国内慢性乙肝患者群体庞大，随着乙肝临床治愈理念的不断普及、科学证据的积累，以长效干扰素为基石的组合疗法渗透率有望持续提升；珮金是新一代长效升白药，有望贡献销售增量；长效生长激素已提交 NDA，国内进度领先。

根据公司年报，我们对盈利预测进行调整，预计 2025-2026 年，公司归母净利润分别为 10.71/15.38 亿元（前值为 11.25/15.14 亿元），新增 2027 年归母净利润预计为 21.70 亿元，目前股价对应 PE 分别为 30/21/15x，维持“优于大市”评级。

风险提示：估值的风险、盈利预测的风险、在研产品研发失败的风险、产品商业化不达预期的风险等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,100	2,817	3,769	4,960	6,395
(+/-%)	37.6%	34.1%	33.8%	31.6%	28.9%
归母净利润(百万元)	555	828	1071	1538	2170
(+/-%)	93.5%	49.0%	29.4%	43.6%	41.1%
每股收益(元)	1.37	2.03	2.63	3.78	5.33
EBIT Margin	31.4%	33.1%	33.0%	35.3%	38.2%
净资产收益率(ROE)	29.6%	32.4%	31.1%	32.6%	33.4%
市盈率(PE)	57.1	38.3	29.6	20.6	14.6
EV/EBITDA	45.2	32.1	24.7	17.7	12.8
市净率(PB)	16.91	12.43	9.21	6.73	4.89

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·生物制品

证券分析师：马千里

010-88005445

maqianli@guosen.com.cn

S0980521070001

证券分析师：陈曦宇

0755-81982939

chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	78.56 元
总市值/流通市值	31958/31958 百万元
52 周最高价/最低价	88.38/46.30 元
近 3 个月日均成交额	235.79 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《特宝生物（688278.SH）-前三季度归母净利润同比增长 50%，核心产品派格宾持续放量》——2024-10-31

《特宝生物（688278.SH）-营收及净利润快速增长，股权激励计划彰显发展信心》——2024-08-23

《特宝生物（688278.SH）-核心产品派格宾销售同比增长 54%，慢乙肝临床治愈适应症申请获受理》——2024-04-17

营收及净利润快速增长。2024 全年公司实现营收 28.17 亿（+34.1%），归母净利润 8.28 亿（+49.0%），扣非归母净利润 8.27 亿（+42.7%）。随着乙肝临床治愈研究的不断深入，公司核心产品派格宾作为慢性乙肝抗病毒治疗的一线用药，进一步得到专家和患者的认可，产品持续放量。

分季度看，2024Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 5.45/6.45/7.65/8.62 亿元（分别同比 +30.1%/+33.1%/+37.5%/+34.7%，Q2/Q3/Q4 分别环比 +18.2%/+18.6%/+12.8%）、归母净利润 1.29/1.76/2.50/2.73 亿元（分别同比 +53.0%/+48.8%/+49.8%/+46.6%，Q2/Q3/Q4 分别环比 +36.3%/+42.0%/+9.5%）、扣非归母净利润 1.46/1.84/2.51/2.46 亿元（分别同比 +42.9%/+40.7%/+40.9%/+46.1%，Q2/Q3/Q4 分别环比 +25.4%/+36.4%/-1.7%）。

图1：特宝生物营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：特宝生物单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：特宝生物归母净利润及增速（单位：亿元、%）



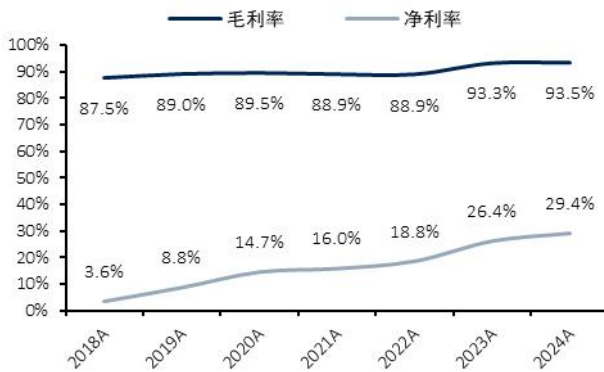
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：特宝生物单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

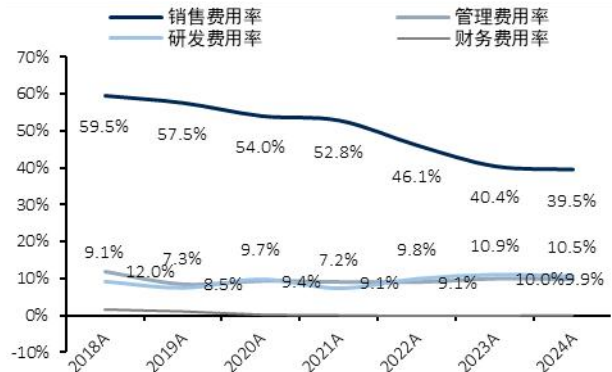


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

净利率提升，销售费用率持续改善。2024 全年公司毛利率为 93.5%（同比+0.2pp）、净利率 29.4%（同比+2.9pp）；销售费用率 39.5%（同比-0.9pp）、管理费用率 9.9%（同比-0.1pp）、研发费用率 10.5%（同比-0.5pp）、财务费用率-0.1%（同比+0.2pp），期间费用率整体为 59.8%（同比-1.4pp）。

图5：特宝生物毛利率、净利率变化情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：特宝生物期间费用率变化情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

表1：特宝生物盈利预测（单位：亿元）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营收	7.89	11.23	15.17	21.00	28.10	36.97	47.67	58.48
YoY	9%	42%	35%	38%	34%	32%	29%	23%
成本	0.84	1.23	1.67	1.38	1.82	2.34	3.07	3.69
毛利率	89.4%	89.0%	89.0%	93.4%	93.5%	93.7%	93.6%	93.7%
抗病毒用药								
营收	4.58	7.70	11.61	17.90	24.47	32.55	41.74	51.55
毛利率	88.6%	89.6%	89.5%	95.5%	96.2%	96.2%	96.2%	96.2%
血液/肿瘤用药								
营收	3.30	3.53	3.56	3.03	3.63	4.43	5.93	6.93
毛利率	90.3%	87.8%	87.4%	81.0%	75.4%	75.0%	75.0%	75.0%
销售费用率	54.4%	53.3%	46.3%	40.4%	39.5%	38.8%	37.3%	36.4%
管理费用率	9.4%	9.2%	9.1%	9.6%	9.9%	9.2%	8.5%	8.1%
研发费用率	9.8%	7.3%	9.9%	11.0%	10.5%	9.6%	8.9%	8.7%
财务费用率	0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.05%	-0.08%	0.01%	0.00%	0.00%
净利润	1.17	1.81	2.87	5.55	8.28	10.71	15.38	21.70
YoY	83%	55%	59%	93%	49%	29%	44%	41%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理、预测

投资建议：维持“优于大市”评级

公司核心品种派格宾是目前国内唯一长效干扰素产品，国内慢性乙肝患者群体庞大，随着乙肝临床治愈理念的不断普及、科学证据的积累，以长效干扰素为基石的组合疗法渗透率有望持续提升；珮金是新一代长效升白药，有望贡献销售增量；长效生长激素已提交 NDA，国内进度领先。

根据公司年报，我们对盈利预测进行调整，预计 2025-2026 年，公司归母净利润分别为 10.71/15.38 亿元（前值为 11.25/15.14 亿元），新增 2027 年归母净利润预计为 21.70 亿元，目前股价对应 PE 分别为 30/21/15x，维持“优于大市”评级。

表2：可比公司估值表

代码	公司名称	股价	总市值	净利润（亿元）				PE				ROE		PEG
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	24A	25E	
002294.SZ	信立泰	32.83	366	6.02	6.90	8.40	9.00	57	53	44	41	6.9%	3.6	
688687.SH	凯因科技	25.22	43	1.44	1.85	2.46	/	32	23	18	/	8.0%	0.8	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理、预测 注：信立泰、凯因科技盈利预测来自于 Wind 一致预期

风险提示

估值的风险，盈利预测的风险，在研产品研发失败的风险，产品商业化不达预期的风险等。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	413	372	1230	2020	3238	营业收入	2100	2817	3769	4960	6395
应收款项	459	831	845	1219	1630	营业成本	140	184	244	314	412
存货净额	187	264	259	373	499	营业税金及附加	11	14	19	25	32
其他流动资产	24	41	41	61	80	销售费用	849	1113	1490	1926	2386
流动资产合计	1340	1827	2696	3993	5769	管理费用	210	278	379	464	552
固定资产	482	678	866	1044	1199	研发费用	230	295	394	477	567
无形资产及其他	192	171	165	159	153	财务费用	(5)	(2)	(20)	(40)	(66)
投资性房地产	342	374	374	374	374	投资收益	4	4	4	4	4
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(10)	1	(3)	(4)	(2)
资产总计	2356	3050	4102	5571	7496	其他收入	(207)	(265)	(394)	(477)	(567)
短期借款及交易性金融负债	4	6	5	5	5	营业利润	681	971	1264	1793	2513
应付款项	41	60	87	95	134	营业外净收支	(40)	(40)	(44)	(41)	(41)
其他流动负债	359	355	491	688	799	利润总额	641	931	1220	1752	2472
流动负债合计	404	421	582	788	939	所得税费用	85	103	149	214	302
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	76	76	73	67	64	归属于母公司净利润	555	828	1071	1538	2170
长期负债合计	76	76	73	67	64	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	480	497	656	855	1002	净利润	555	828	1071	1538	2170
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	13	(13)	0	0	0
股东权益	1876	2553	3446	4716	6493	折旧摊销	53	69	69	89	106
负债和股东权益总计	2356	3050	4102	5571	7496	公允价值变动损失	10	(1)	3	4	2
						财务费用	(5)	(2)	(20)	(40)	(66)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(186)	(494)	149	(308)	(409)
每股收益	1.37	2.03	2.63	3.78	5.33	其它	(13)	13	0	0	0
每股红利	0.21	0.41	0.44	0.66	0.96	经营活动现金流	433	402	1291	1323	1868
每股净资产	4.61	6.28	8.47	11.59	15.96	资本开支	0	(217)	(254)	(265)	(257)
ROIC	43.62%	44.74%	49%	63%	73%	其它投资现金流	14	(64)	0	0	0
ROE	29.60%	32.41%	31%	33%	33%	投资活动现金流	14	(280)	(254)	(265)	(257)
毛利率	93%	93%	94%	94%	94%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBIT Margin	31%	33%	33%	35%	38%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	34%	36%	35%	37%	40%	支付股利、利息	(87)	(167)	(178)	(269)	(392)
收入增长	38%	34%	34%	32%	29%	其它融资现金流	(161)	171	(1)	0	0
净利润增长率	94%	49%	29%	44%	41%	融资活动现金流	(335)	(163)	(179)	(268)	(392)
资产负债率	20%	16%	16%	15%	13%	现金净变动	112	(41)	858	789	1219
股息率	0.3%	0.5%	0.6%	0.8%	1.2%	货币资金的期初余额	301	413	372	1230	2020
P/E	57.1	38.3	29.6	20.6	14.6	货币资金的期末余额	413	372	1230	2020	3238
P/B	16.9	12.4	9.2	6.7	4.9	企业自由现金流	0	188	1055	1055	1586
EV/EBITDA	45.2	32.1	24.7	17.7	12.8	权益自由现金流	0	359	1071	1090	1644

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032