

营收高增，派格宾渗透率有望加速提升

——特宝生物 2025 年三季度点评

核心观点

- 收入维持高增长，利润端有所承压。**2025 年前三季度，公司核心产品“派格宾”临床推广强化，产品持续放量，驱动收入快速增长。公司前三季度实现营收 24.8 亿元（同比+26.9%），归母净利润 6.7 亿元（同比+20.2%）。其中单三季度公司实现收入 9.7 亿元（同比+26.7%），归母净利润 2.4 亿元（同比-4.6%）。Q3 利润端有所承压，我们推测主要由于九天开曼并表有所拖累及长效生长激素上市推广带来销售费用增加。
- 派格宾新增适应症获批，渗透率提升有望加速。**2025 年 10 月，派格宾联合核苷（酸）类似物用于成人慢性乙肝患者的 HBsAg 持续清除的新增适应症获 CDE 批准，HBsAg 持续清除是重要的临床治疗目标，有助于降低停药后慢性乙肝复发风险和大幅降低慢性乙肝进展为肝癌的风险，目前被认为是 HBV 功能性治愈的标志。临床数据显示，派格宾联合核苷（酸）类似物在治疗结束停药 24 周后，31.4%的患者获得了 HBsAg 转阴且 HBV DNA 持续抑制（检测不到）的临床治愈结果。派格宾作为首个获批持续清除适应症的药品，有望成为慢性乙肝临床治愈的基石药物之一。
- 九天开曼纳入并表，研发&销售费用略增。**2025 年 7 月，公司全资子公司伯赛基因收购九天开曼的部分资产完成交割，纳入公司合并报表范围，由于交易标的近两年净利润为负，我们预计短期内会对公司报表产生拖累。公司前三季度研发费用率为 11.3%（同比+1.4pct），主要系公司在研项目推进及九天开曼并表影响；销售费用率为 40.7%（同比+0.9pct），主要系公司怡培生长激素注射液于 5 月底获批上市，前期准入和市场推广费用有所增加。

盈利预测与投资建议

- 考虑到九天开曼的并表，我们上调研发费用率预期，下调盈利预期，预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 2.63、3.34、4.15 元（原预测值分别为 2.72、3.66、4.58 元），参考可比公司平均市盈率，我们给予公司 2025 年 35 倍 PE 估值，对应目标价 92.05 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 国内医药行业政策变动风险；派格宾销售不及预期风险；新品商业化和研发进度不及预期风险；乙肝新药实现临床治愈优效风险等。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,100	2,817	3,633	4,878	6,232
同比增长(%)	37.6%	34.1%	29.0%	34.3%	27.7%
营业利润(百万元)	681	971	1,246	1,574	1,945
同比增长(%)	67.3%	42.6%	28.4%	26.3%	23.6%
归属母公司净利润(百万元)	555	828	1,072	1,364	1,694
同比增长(%)	93.5%	49.0%	29.6%	27.2%	24.2%
每股收益（元）	1.36	2.03	2.63	3.34	4.15
毛利率(%)	93.3%	93.5%	93.3%	93.6%	93.7%
净利率(%)	26.4%	29.4%	29.5%	28.0%	27.2%
净资产收益率(%)	33.8%	37.4%	36.2%	35.0%	33.5%
市盈率	52.0	34.9	27.0	21.2	17.1
市净率	15.4	11.3	8.6	6.5	5.1

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入

股价（2025 年 10 月 30 日）	70.81 元
目标价格	92.05 元
52 周最高价/最低价	93.52/65.45 元
总股本/流通 A 股（万股）	40,819/40,819
A 股市值（百万元）	28,904
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 10 月 31 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-2.49	-15.75	-16.68	-9.42
相对表现%	-4.74	-17.24	-30.14	-30.51
沪深 300%	2.25	1.49	13.46	21.09



证券分析师

伍云飞	执业证书编号：S0860524020001 香港证监会牌照：BRX199 wuyunfei1@orientsec.com.cn 021-63326320
赵博宇	执业证书编号：S0860524020003 zhaoboyu@orientsec.com.cn 021-63326320

图 1：可比公司估值（截止 2025.10.30）

公司	代码	最新价格(元) 2025/10/30	每股收益（元）				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
三生国健	688336	60.80	1.14	3.21	0.86	1.00	53.23	18.94	70.39	61.05
安科生物	300009	10.22	0.42	0.47	0.54	0.62	24.18	21.75	18.98	16.61
我武生物	300357	33.70	0.61	0.74	0.89	1.08	55.52	45.44	37.87	31.20
神州细胞	688520	52.96	0.25	0.32	0.54	0.94	210.66	165.97	98.44	56.41
甘李药业	603087	69.90	1.03	1.91	2.45	2.93	67.92	36.69	28.52	23.82
	调整后平均						58.89	34.62	45.60	37.15

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	413	372	1,115	1,705	2,439	营业收入	2,100	2,817	3,633	4,878	6,232
应收票据、账款及款项融资	441	809	552	742	947	营业成本	140	184	244	313	390
预付账款	23	39	36	49	62	销售费用	849	1,113	1,401	1,895	2,414
存货	187	264	292	344	410	管理费用	210	278	350	486	672
其他	276	344	287	300	313	研发费用	230	295	412	631	832
流动资产合计	1,340	1,827	2,283	3,139	4,171	财务费用	(5)	(2)	(7)	(14)	(21)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	13	4	0	0	0
固定资产	299	497	715	780	843	公允价值变动收益	3	1	2	2	2
在建工程	184	182	337	531	796	投资净收益	4	4	4	4	4
无形资产	192	171	168	164	158	其他	12	20	7	1	(6)
其他	342	374	372	367	365	营业利润	681	971	1,246	1,574	1,945
非流动资产合计	1,016	1,223	1,593	1,842	2,161	营业外收入	0	1	0	0	0
资产总计	2,356	3,050	3,876	4,981	6,332	营业外支出	41	40	40	40	40
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	641	931	1,206	1,534	1,905
应付票据及应付账款	41	60	73	94	117	所得税	85	103	134	170	212
其他	363	360	351	393	437	净利润	555	828	1,072	1,364	1,694
流动负债合计	404	421	424	487	554	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	555	828	1,072	1,364	1,694
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	1.36	2.03	2.63	3.34	4.15
其他	76	76	79	79	79	主要财务比率					
非流动负债合计	76	76	79	79	79		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	480	497	502	566	632	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	37.6%	34.1%	29.0%	34.3%	27.7%
实收资本（或股本）	407	407	407	407	407	营业利润	67.3%	42.6%	28.4%	26.3%	23.6%
资本公积	397	413	413	413	413	归属于母公司净利润	93.5%	49.0%	29.6%	27.2%	24.2%
留存收益	1,073	1,733	2,554	3,596	4,880	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	93.3%	93.5%	93.3%	93.6%	93.7%
股东权益合计	1,876	2,553	3,374	4,416	5,700	净利率	26.4%	29.4%	29.5%	28.0%	27.2%
负债和股东权益总计	2,356	3,050	3,876	4,981	6,332	ROE	33.8%	37.4%	36.2%	35.0%	33.5%
现金流量表						ROIC	35.6%	38.8%	37.1%	35.6%	33.8%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	555	828	1,072	1,364	1,694	资产负债率	20.4%	16.3%	13.0%	11.4%	10.0%
折旧摊销	62	87	37	42	43	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(5)	(2)	(7)	(14)	(21)	流动比率	3.32	4.34	5.39	6.45	7.54
投资损失	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	速动比率	2.86	3.72	4.70	5.74	6.80
营运资金变动	(151)	(449)	221	(203)	(231)	营运能力					
其它	53	(29)	(11)	(2)	(2)	应收账款周转率	6.4	4.7	5.5	7.6	7.5
经营活动现金流	512	431	1,308	1,183	1,478	存货周转率	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0
资本支出	(201)	(204)	(403)	(292)	(361)	总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
其他	(104)	(104)	86	6	6	每股收益	1.36	2.03	2.63	3.34	4.15
投资活动现金流	(306)	(309)	(318)	(286)	(355)	每股经营现金流	1.26	1.06	3.22	2.91	3.63
债权融资	(0)	2	(2)	0	0	每股净资产	4.60	6.26	8.26	10.82	13.96
股权融资	0	16	0	0	0	估值比率					
其他	(93)	(191)	(245)	(308)	(389)	市盈率	52.0	34.9	27.0	21.2	17.1
筹资活动现金流	(93)	(173)	(247)	(308)	(389)	市净率	15.4	11.3	8.6	6.5	5.1
汇率变动影响	(1)	(0)	- 0	- 0	- 0	EV/EBITDA	38.1	26.7	22.1	17.6	14.3
现金净增加额	112	(51)	743	589	734	EV/EBIT	41.6	29.1	22.7	18.0	14.6

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。