

特宝生物 (688278.SH)

优于大市

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

核心观点

营收及净利润快速增长。2024Q1-3，公司实现营收 19.55 亿 (+33.9%)，归母净利润 5.54 亿 (+50.2%)，扣非归母净利润 5.81 亿 (+41.3%)。公司产品派格宾在提高乙肝临床治愈率以及显著降低肝癌发生风险方面的研究证据进一步得到专家和患者的认可，产品持续放量，带来收入的快速增长。

净利率提升，销售费用率持续改善。2024Q1-3，公司毛利率为 93.4% (同比-0.2pp)、净利率 28.3% (同比+3.1pp)；销售费用率 39.8% (同比-1.5pp)、管理费用率 9.7% (同比-0.7pp)、研发费用率 9.9% (同比+0.1pp)、财务费用率-0.2% (同比+0.1pp)，期间费用率整体为 59.3% (同比-2.0pp)。

2024 年股权激励计划彰显长期发展信心。公司于 2024 年 8 月公布股权激励草案，根据草案，计划共分 3 个归属期，考核年度分别对应 2024~2026 年，以 2023 年净利润为基数 (5.55 亿元)，2024~2026 年净利润增长率分别不低于 30%/70%/120%，对应净利润分别不低于 7.22/9.44/12.21 亿元，对应复合增速为 30%。

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。

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。根据公司三季报，我们对盈利预测进行调整，预计 2024-2026 年，公司归母净利润分别为 7.95/11.25/15.14 亿元 (前值为 7.50/10.70/14.77 亿元)，目前股价对应 PE 分别为 40/29/21x，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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,527	2,100	2,809	3,672	4,699
(+/--%)	34.9%	37.6%	33.7%	30.8%	28.0%
归母净利润(百万元)	287	555	795	1125	1514
(+/--%)	58.4%	93.5%	43.2%	41.4%	34.6%
每股收益 (元)	0.71	1.37	1.95	2.77	3.72
EBIT Margin	23.5%	31.4%	33.8%	36.0%	37.3%
净资产收益率 (ROE)	20.4%	29.6%	31.0%	31.9%	31.4%
市盈率 (PE)	111.7	57.7	40.3	28.5	21.2
EV/EBITDA	80.7	45.6	32.5	23.5	17.9
市净率 (PB)	22.78	17.09	12.51	9.10	6.66

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：张佳博 021-60375487
zhangjiabo@guosen.com.cn
S0980523050001

证券分析师：马千里 010-88005445
cnmaqianli@guosen.com.cn
S0980521070001

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值 78.83 元
收盘价 86.11/41.85 元
总市值/流通市值 32068/32068 百万元
52 周最高价/最低价 86.11/41.85 元
近 3 个月日均成交额 159.99 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) - 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。2024Q1-3，公司实现营收 19.55 亿（+33.9%），归母净利润 5.54 亿（+50.2%），扣非归母净利润 5.81 亿（+41.3%）。公司产品派格宾在提高乙肝临床治愈率以及显著降低肝癌发生风险方面的研究证据进一步得到专家和患者的认可，产品持续放量，带来收入的快速增长。

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

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、%）



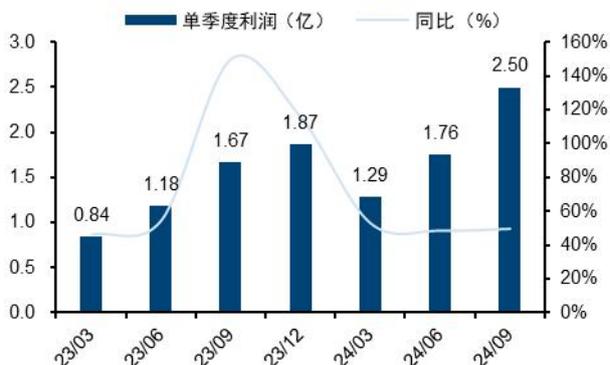
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）

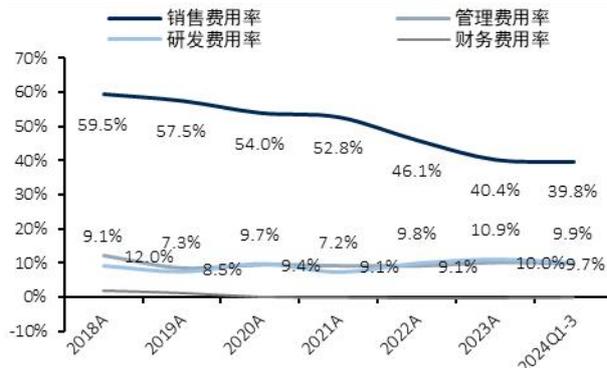


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

净利率提升，销售费用率持续改善。2024Q1-3，公司毛利率为 93.4%（同比 -0.2pp）、净利率 28.3%（同比 +3.1pp）；销售费用率 39.8%（同比 -1.5pp）、管理费用率 9.7%（同比 -0.7pp）、研发费用率 9.9%（同比 +0.1pp）、财务费用率 -0.2%（同比 +0.1pp），期间费用率整体为 59.3%（同比 -2.0pp）。

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)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收	2.78	3.23	4.46	7.25	7.89	11.23	15.17	21.00	28.08	36.72	46.98
YoY		16%	38%	63%	9%	42%	35%	38%	34%	31%	28%
成本	0.31	0.42	0.56	0.80	0.84	1.23	1.67	1.38	1.83	2.36	3.04
毛利率	88.8%	87.0%	87.4%	89.0%	89.4%	89.0%	89.0%	93.4%	93.5%	93.6%	93.5%
派格宾											
营收	0.72	0.87	1.87	3.63	4.58	7.70	11.61	17.90	24.65	32.79	42.05
毛利率	90.3%	82.8%	84.5%	86.8%	88.6%	89.6%	89.5%	95.5%	95.3%	95.2%	95.1%
特尔津											
营收	0.97	1.18	1.27	1.92	1.71	1.90	1.91	1.60	1.60	1.60	1.60
毛利率	86%	86%	87%	90%	88%	85%	86%	80%	79%	78%	77%
特尔康											
营收	0.67	0.72	0.84	1.19	1.14	1.10	0.99	0.87	0.87	0.87	0.87
毛利率	93%	93%	94%	94%	94%	93%	90%	84%	83%	82%	81%
特尔立											
营收	0.41	0.46	0.48	0.52	0.45	0.53	0.66	0.46	0.46	0.46	0.46
毛利率	88%	87%	90%	90%	89%	87%	86%	79%	78%	77%	76%
佩金											
营收								0.10	0.50	1.00	2.00
毛利率								83%	83%	83%	83%
销售费用率	55.0%	62.8%	59.9%	57.9%	54.4%	53.3%	46.3%	40.4%	39.3%	38.6%	38.2%
管理费用率	17.3%	15.8%	12.1%	8.6%	9.4%	9.2%	9.1%	9.6%	9.5%	9.2%	9.0%
研发费用率	3.2%	5.9%	9.2%	7.3%	9.8%	7.3%	9.9%	11.0%	10.0%	9.0%	8.3%
财务费用率	1.8%	1.9%	1.8%	1.1%	0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.05%	0.01%	0.01%	0.01%
净利润	0.29	0.05	0.16	0.64	1.17	1.81	2.87	5.55	7.95	11.25	15.14
YOY		-83%	220%	300%	83%	55%	59%	93%	43%	41%	35%

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。根据公司三季报，我们对盈利预测进行调整，预计 2024-2026 年，公司归母净利润分别为 7.95/11.25/15.14 亿元（前值为 7.50/10.70/14.77 亿元），目前股价对应 PE 分别为 40/29/21x，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 241030	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE				ROE	PEG
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	23A	24E
000661.SZ	长春高新	104.96	422	45.32	43.31	47.70	52.22	13	10	9	8	20.5%	1.0
688687.SH	凯因科技	27.17	46	1.17	1.33	2.00	2.62	51	35	23	18	6.6%	0.9
002294.SZ	信立泰	32.38	361	5.80	6.27	7.16	8.62	63	58	50	42	7.2%	3.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理、预测 注：长春高新及信立泰盈利预测来自于 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)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	301	413	860	1583	2546	营业收入	1527	2100	2809	3672	4699
应收款项	243	459	542	699	942	营业成本	169	140	183	236	304
存货净额	130	187	167	215	306	营业税金及附加	8	11	15	19	25
其他流动资产	11	24	24	33	46	销售费用	703	849	1105	1417	1796
流动资产合计	956	1340	1850	2787	4097	管理费用	138	210	276	347	429
固定资产	380	482	657	831	996	研发费用	150	230	281	332	392
无形资产及其他	122	192	185	178	172	财务费用	(4)	(5)	(16)	(30)	(51)
投资性房地产	311	342	342	342	342	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	0	(10)	(3)	(4)	(6)
资产总计	1769	2356	3034	4138	5606	其他收入	(109)	(207)	(281)	(332)	(392)
短期借款及交易性金融负债	4	4	8	5	6	营业利润	407	681	966	1352	1803
应付款项	97	41	65	86	99	营业外净收支	(51)	(40)	(41)	(44)	(42)
其他流动负债	166	359	323	450	619	利润总额	356	641	925	1308	1761
流动负债合计	268	404	396	541	724	所得税费用	69	85	129	183	246
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	93	76	76	72	65	归属于母公司净利润	287	555	795	1125	1514
长期负债合计	93	76	76	72	65	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	361	480	472	614	789	净利润	287	555	795	1125	1514
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	13	13	6	7
股东权益	1408	1876	2563	3524	4817	折旧摊销	43	53	51	70	86
负债和股东权益总计	1769	2356	3034	4138	5606	公允价值变动损失	(0)	10	3	4	6
						财务费用	(4)	(5)	(16)	(30)	(51)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	31	(186)	(63)	(62)	(165)
每股收益	0.71	1.37	1.95	2.77	3.72	其它	0	(13)	(13)	(6)	(7)
每股红利	0.10	0.21	0.27	0.40	0.54	经营活动现金流	361	433	786	1137	1441
每股净资产	3.46	4.61	6.30	8.66	11.84	资本开支	0	(128)	(234)	(248)	(257)
ROIC	29.51%	43.62%	49%	61%	70%	其它投资现金流	(74)	14	0	0	0
ROE	20.39%	29.60%	31%	32%	31%	投资活动现金流	(74)	(114)	(234)	(248)	(257)
毛利率	89%	93%	93%	94%	94%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	23%	31%	34%	36%	37%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	26%	34%	36%	38%	39%	支付股利、利息	(41)	(87)	(109)	(163)	(221)
收入增长	35%	38%	34%	31%	28%	其它融资现金流	(189)	(34)	4	(3)	0
净利润增长率	58%	94%	43%	41%	35%	融资活动现金流	(271)	(207)	(105)	(166)	(221)
资产负债率	20%	20%	16%	15%	14%	现金净变动	16	112	447	723	963
股息率	0.1%	0.3%	0.3%	0.5%	0.7%	货币资金的期初余额	285	301	413	860	1583
P/E	111.7	57.7	40.3	28.5	21.2	货币资金的期末余额	301	413	860	1583	2546
P/B	22.8	17.1	12.5	9.1	6.7	企业自由现金流	0	312	570	897	1171
EV/EBITDA	80.7	45.6	32.5	23.5	17.9	权益自由现金流	0	278	588	921	1216

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±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±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提及的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