

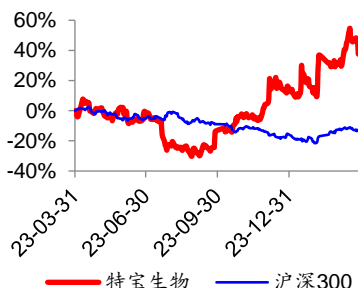
23FY 营收归母双高增速，学术计划积累显实力

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-3-31

收盘价（元）	61.95
近 12 个月最高/最低（元）	69.97/31.01
总股本（百万股）	407
流通股本（百万股）	407
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	252.01
流通市值（亿元）	252.01

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

相关报告

- 【华安医药】公司点评特宝生物 (688488.SH)：23Q3 业绩再超预期，授权收入贡献归母净利 2023-10-20
- 【华安医药】公司点评特宝生物 (688488.SH)：PEG 长效升白获批上市，商业化独家合作复星医药 2023-07-02
- 【华安医药】公司点评特宝生物 (688488.SH)：Q1 净利润再超预期，持续看好派格宾放量 2023-04-24

主要观点：

● 事件：

2024 年 3 月 29 日，特宝生物公布 2023 年年报，公司实现营业收入 21.00 亿元，同比+37.55%；归母净利润 5.55 亿元，同比+93.52%；扣非归母净利润 5.79 亿元，同比+73.58%。其中 23Q4 营业收入 6.41 亿元，同比+66.93%，环比+15.16%，归母净利润 1.87 亿元，同比+115.37%，环比+11.88%。

● 点评：

✓ 降本增效结果显著，净利率仍有提升空间

公司整体毛利率为 93.33%，同比+4.42 个百分点，净利率为 26.4%，同比+7.6 个百分点；期间费用率 61.15%，同比-3.51 个百分点；其中销售费用率 40.41%，同比-5.64 个百分点；管理费用率(含研发费用)20.96%，同比+2.09 个百分点；财务费用率-0.23%，同比+0.04 个百分点；经营性现金流净额为 5.12 亿元，同比+41.01%。公司在 2023 年持续加大研发投入，总额达到 2.80 亿元（同比+34.96%），以支持 YPEG-GH 等项目研发，目前已完成 III 期临床研究，已向 NMPA 递交上市申请并获得受理。

✓ 派格宾乙肝治愈新适应症 NDA，持续扩大患者人群

派格宾（聚乙二醇长效干扰素 a-2b 注射液）于 2016 年上市，是国产首个 PEG 修饰的长效干扰素，也是目前市场上唯一的长效干扰素产品。经过上市后多年的大型学术推广计划“珠峰计划”“绿洲计划”等孵育，医患对于“乙肝治愈”的观念已有长足转变，2024 年 3 月 15 日，派格宾联合核苷类似物用于临床治愈成人慢性乙肝的新增适应症上市申请，获得国家药监局受理。自 2022 年 10 月罗氏同类竞品派罗欣正式宣布退出中国市场后，公司正在积极补足空缺的市场份额。在同类生物制品公司中，特宝生物净利率仍处在上升爬坡阶段，持续看好公司派格宾放量带动高速增长。

✓ 学术计划持续深入，奠定中长期增长动能

特宝生物在乙肝治愈领域作为先驱者，近年来耕耘市场推广。乙型肝炎在临床上被长久认为无法治愈，由于乙肝病毒 HBV 会与肝细胞 DNA 整合形成 cccDNA 导致难以清除，多年来以降低表面抗原为主要治疗目标。干扰素通常用于核苷治疗后的乙肝患者病毒控制，以及提升患者的免疫能力，对 HBsAg<1000 copies 的患者具有最佳临床效益，被称为优势人群。“珠峰计划”旨在探究长效干扰素对乙肝的临床治愈率，于 2023 年已结项。“绿洲计划”探究干扰素对 5 年内防止肝癌进展的临床作用，随着计划的推广，不断惠及广大乙肝患者，并为公司带来持续增长动能。

● 投资建议

考虑到公司处于高增速阶段以及利润率尚处于较低水平，我们上调盈利预测值，我们预计公司 2024~2026 年收入分别 27.2/35.4/43.8 亿元

(2024~2025 年前值为 27.2/35.1 亿元)，分别同比增长 29.6%/29.9%/23.8%；预计归母净利润分别为 7.7/10.5/13.6 亿元 (2024~2025 年前值为 6.6/9.3 亿元)，分别同比增长 38.3%/37.0%/28.8%，对应估值为 33X/24X/19X。看好公司现有乙型肝炎领域多年深耕积累，派格宾所处的有力竞争地位、学术项目推进顺利、适用人群范围持续扩大，**维持“买入”评级。**

● **风险提示**

销售浮动的风险，行业政策不确定性，新药研发风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2100	2723	3537	4379
收入同比 (%)	37.6%	29.6%	29.9%	23.8%
归属母公司净利润	555	768	1052	1355
净利润同比 (%)	93.5%	38.3%	37.0%	28.8%
毛利率 (%)	93.3%	94.6%	95.7%	96.7%
ROE (%)	29.6%	29.0%	28.5%	26.8%
每股收益 (元)	1.37	1.89	2.59	3.33
P/E	38.21	32.81	23.96	18.60
P/B	11.35	9.53	6.82	4.99
EV/EBITDA	27.83	24.85	18.08	13.60

资料来源: Wind, 华安证券研究所测算

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1340	1937	2849	4152	营业收入	2100	2723	3537	4379
现金	413	1120	1686	3020	营业成本	140	148	150	145
应收账款	438	365	662	647	营业税金及附加	11	14	18	23
其他应收款	18	49	34	63	销售费用	849	1203	1500	1848
预付账款	23	14	16	17	管理费用	210	246	333	416
存货	187	82	196	90	财务费用	-5	-10	-28	-42
其他流动资产	261	308	256	314	资产减值损失	-13	0	0	0
非流动资产	1016	1134	1261	1380	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	4	8	8	10
固定资产	299	366	431	483	营业利润	681	917	1257	1599
无形资产	192	214	244	278	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	526	554	586	619	营业外支出	41	0	0	0
资产总计	2356	3071	4109	5532	利润总额	641	917	1257	1599
流动负债	404	351	337	405	所得税	85	149	205	244
短期借款	0	2	2	2	净利润	555	768	1052	1355
应付账款	41	88	21	42	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	363	260	314	361	归属母公司净利润	555	768	1052	1355
非流动负债	76	76	76	76	EBITDA	751	970	1301	1632
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.37	1.89	2.59	3.33
其他非流动负债	76	76	76	76					
负债合计	480	427	413	481					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	407	407	407	407					
资本公积	397	397	397	397					
留存收益	1073	1841	2893	4247					
归属母公司股东权	1876	2644	3696	5051					
负债和股东权益	2356	3071	4109	5532					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	512	887	765	1530
净利润	555	768	1052	1355
折旧摊销	68	71	81	85
财务费用	2	0	0	0
投资损失	-4	-8	-8	-10
营运资金变动	-110	55	-360	99
其他经营现金流	666	712	1412	1255
投资活动现金流	-306	-181	-199	-195
资本支出	-288	-189	-207	-205
长期投资	-17	0	0	0
其他投资现金流	0	8	8	10
筹资活动现金流	-93	2	0	0
短期借款	0	2	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-93	0	0	0
现金净增加额	112	707	565	1335

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	37.6%	29.6%	29.9%	23.8%
营业利润	67.3%	34.7%	37.1%	27.2%
归属于母公司净利润	93.5%	38.3%	37.0%	28.8%
获利能力				
毛利率 (%)	93.3%	94.6%	95.7%	96.7%
净利率 (%)	26.4%	28.2%	29.7%	30.9%
ROE (%)	29.6%	29.0%	28.5%	26.8%
ROIC (%)	31.4%	28.4%	27.6%	25.9%
偿债能力				
资产负债率 (%)	20.4%	13.9%	10.1%	8.7%
净负债比率 (%)	25.6%	16.1%	11.2%	9.5%
流动比率	3.32	5.52	8.45	10.26
速动比率	2.80	5.25	7.82	9.99
营运能力				
总资产周转率	1.02	1.00	0.99	0.91
应收账款周转率	6.41	6.78	6.89	6.69
应付账款周转率	2.03	2.29	2.75	4.62
每股指标 (元)				
每股收益	1.37	1.89	2.59	3.33
每股经营现金流(薄)	1.26	2.18	1.88	3.76
每股净资产	4.61	6.50	9.09	12.42
估值比率				
P/E	38.21	32.81	23.96	18.60
P/B	11.35	9.53	6.82	4.99
EV/EBITDA	27.83	24.85	18.08	13.60

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所测算

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。