

2023 年 04 月 01 日
特宝生物 (688278. SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

生物医药 III

长效干扰素高速放量，与新兴疗法联合应用前景可期

■ **事件：**公司发布 2022 年年报，报告期内公司实现营收 15.27 亿元，同比增长 34.86%；实现归母净利润 2.87 亿元，同比增长 58.40%；实现扣非归母净利润 3.34 亿元，同比增长 69.95%。

■ **长效干扰素：派格宾高速增长，与新兴疗法联合应用前景可期。**

(1) **放量节奏方面：**公司派格宾于 2022 年实现 11.6 亿元的销售额，同比增长 50.1%；考虑到罗氏长效干扰素派罗欣于 2023 年退出中国市场，目前国内在售长效干扰素仅有公司派格宾，其有望在 2023 年获得派罗欣市场份额（PDB 数据显示 2022 年国内长效干扰素样本医院销售额达 2.76 亿元，其中派格宾份额 69%，派罗欣 31%）；叠加长效干扰素渗透率的提升，派格宾有望继续保持高速增长。

(2) **成本控制方面：**2023 年 3 月 11 日专利到期后公司将不再向键凯支付专利提成费，有望进一步提升派格宾毛利率。公司在《首次公开发行股票并在科创板上市申请文件的审核问询函的回复》中披露，根据与键凯签署的《专利实施许可合同》，公司在专利《具有 Y 型分支的亲水性聚合物衍生物，其制备方法，与药物分子的结合物以及包含该结合物的药物组合物》有效期内（截止 2023 年 3 月 11 日）需向键凯按照派格宾销售总收入的一定比例支付专利提成费（招股书披露 2016 年至 2018 年向键凯支付的专利提成费占销售额比例分别为 2.8%、2.9%、3.7%）。目前上述专利已到期，未来公司将不再向键凯就派格宾支付专利提成费，有望进一步提升派格宾毛利率。

(3) **新兴疗法影响：**目前针对乙肝临床治愈的治疗思路主要有靶向 HBV 生命周期（siRNA、ASO、入胞抑制剂、核衣壳组装抑制剂、HBsAg 释放抑制剂等）、调节宿主免疫系统（干扰素、免疫检查点抑制剂等）两种思路，从现有新兴疗法数据来看，单纯针对 HBV 生命周期的疗法很难实现大比例乙肝临床治愈（例如单药 ASO 疗法 GSK836 能实现 30%左右 HBsAg 清除，但仅能实现 9-10%的临床治愈率），未来要实现大比例临床治愈可能还是需要靶向 HBV 生命周期、调节宿主免疫系统两种不同机制药物联合使用。长期来看，长效干扰素是成熟的可以调节宿主免疫系统的治疗药物，在乙肝临床治愈中存在与其他新兴疗法联合应用的价值（例如 22 年美肝会披露 Vir 的 siRNA 疗法 VIR-2218 联合长效干扰素可实现 30%左右 HBsAg 清除）。

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

52.12 元

股价 (2023-03-30)

45.91 元

交易数据

总市值(百万元) 18,676.19

流通市值(百万元) 18,676.19

总股本(百万股) 406.80

流通股本(百万股) 406.80

12 个月价格区间 22.82/49.01 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-----|------|------|
| 相对收益 | 4.4 | 13.6 | 69.3 |
| 绝对收益 | 3.7 | 17.9 | 64.3 |

马帅

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

连国强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450523020002

liangq@essence.com.cn

相关报告

乙肝临床治愈领域竞争格局 2022-10-27
良好，看好派格宾持续放量

■ **其他长效制剂：长效升白药等有望成为公司新的增量来源。**目前，公司长效升白药正在申报境内药品注册上市许可；长效生长激素已完成 III 期受试者招募工作，正加快推进临床研究工作；长效人促红素已完成 II 期临床研究工作（撰写总结报告）。未来上述长效制剂有望批次上市，为公司业绩贡献新的增量。

■ **投资建议：**我们预计公司 2023 年-2025 年的收入增速分别为 35.8%、33.8%、31.2%，净利润增速分别为 50.1%、45.4%、41.1%，对应 EPS 分别为 1.06 元、1.54 元、2.17 元，对应 PE 分别为 43.4 倍、29.8 倍、21.1 倍；维持买入-A 的投资评级。

■ **风险提示：**长效干扰素放量不及预期的风险，集采政策变化的风险，临床试验不及预期的风险。

| (百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入 | 1,132.2 | 1,526.9 | 2,073.8 | 2,774.1 | 3,638.9 |
| 净利润 | 181.2 | 287.0 | 430.7 | 626.0 | 883.6 |
| 每股收益(元) | 0.45 | 0.71 | 1.06 | 1.54 | 2.17 |
| 每股净资产(元) | 2.85 | 3.46 | 4.38 | 5.73 | 7.72 |

| 盈利和估值 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 103.1 | 65.1 | 43.4 | 29.8 | 21.1 |
| 市净率(倍) | 16.1 | 13.3 | 10.5 | 8.0 | 5.9 |
| 净利润率 | 16.0% | 18.8% | 20.8% | 22.6% | 24.3% |
| 净资产收益率 | 15.6% | 20.4% | 24.2% | 26.8% | 28.1% |
| 股息收益率 | 0.2% | 0.0% | 0.3% | 0.4% | 0.4% |
| ROIC | 40.8% | 54.7% | 67.2% | 59.0% | 82.3% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034