

## 特宝生物 (688278.SH)

强烈推荐 (维持)

## 核心产品派格宾高速增长，费用控制良好利润率提升

特宝生物发布 2022 年业绩: 公司 2022 年实现营业收入 15.27 亿元, 同比+35%; 归母净利润 2.87 亿元, 同比+58%; 扣非归母净利润 3.34 亿元, 同比+70%。2022Q4 单季度营业收入 3.84 亿元, 同比+19%; 归母净利润 8661 万元, 同比+62%; 扣非归母净利润 9024 万元, 同比+140%。

□ **收入端: 核心产品派格宾快速放量, 支撑业绩高速增长。** 特宝生物长效干扰素产品派格宾 2022 年销售收入 11.60 亿元, 同比+51%。血液肿瘤线产品特尔津销售收入 1.90 亿元, 同比+0.7%; 特尔康销售收入 9901 万元, 同比-10%; 特尔立销售收入 6639 万元, 同比+26%。营业收入的快速增长主要由核心产品派格宾的快速放量支撑。随着慢乙肝临床治愈的理念逐渐深入人心, 公司长效干扰素派格宾进入高速增长期。

□ **利润端: 费用控制良好, 利润率提升。** 毛利率角度, 公司 2022 年毛利率 88.96%, 相较于 2021 年减少 0.1 个百分点, 基本保持稳定。销售费用 7.03 亿元, 销售费用率 46%, 相较于 2021 年减少 6 个百分点。管理费用 1.38 亿元, 管理费用率 9%, 与 2021 年基本持平。研发费用 1.50 亿元, 研发费用率 10%, 相较于 2021 年提高 3 个百分点。随着公司派格宾产品的销售放量, 规模化效应愈发明显, 导致公司销售费用率有较大幅度的下降, 同时公司加大研发投入, 研发费用率不断提升, 总体费用控制良好, 利润率呈现提升态势。

□ **持续推进公益科研项目, 在研管线进展顺利。** 特宝生物在慢乙肝临床治愈与肝癌防控等领域投入巨大, 2022 年公司持续推进“珠峰”、“绿洲”、“萌芽”、“未名”、“领航”等公益项目。同时公司开展的“首个以乙肝表面抗原清除(临床治愈)为主要疗效指标的长效干扰素确证性临床试验——慢性乙肝临床治愈研究项目”正按计划推进临床研究, 现已完成所有受试者招募工作。同时针对慢乙肝的新机理药物 AK0706 亦已开始受试者招募, 进一步完善慢乙肝领域布局。同时管线内还有长效生长激素等长效化项目, 临床试验均在顺利推进。

□ **维持“强烈推荐”投资评级。** 我们看好特宝生物在慢乙肝临床治愈领域的地位与公司主力产品派格宾的放量, 我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 4.4、6.4、9.2 亿元, 对应 PE 分别为 42x、29x、20x, 维持“强烈推荐”投资评级。

□ **风险提示: 销售不及预期风险、研发进度不及预期风险、支付政策变化风险等。**

## 财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1132	1527	2037	2681	3564
同比增长	43%	35%	33%	32%	33%
营业利润(百万元)	249	407	592	843	1199
同比增长	57%	64%	45%	42%	42%
归母净利润(百万元)	181	287	436	638	924
同比增长	55%	58%	52%	46%	45%
每股收益(元)	0.45	0.71	1.07	1.57	2.27
PE	101.3	64.0	42.1	28.8	19.9
PB	15.8	13.0	10.5	8.1	6.1

资料来源: 公司数据、招商证券

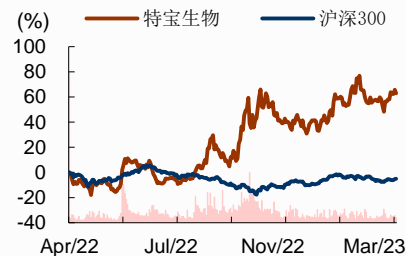
消费品/医药生物  
目标估值: NA  
当前股价: 45.14 元

## 基础数据

总股本(万股)	40680
已上市流通股(万股)	40680
总市值(亿元)	184
流通市值(亿元)	184
每股净资产(MRQ)	3.5
ROE(TTM)	20.4
资产负债率	20.4%
主要股东	杨英
主要股东持股比例	33.94%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	39	62
相对表现	-1	33	66



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《特宝生物(688278)——营收环比加速增长, 研发投入不断提升》2022-10-26
- 《特宝生物(688278)——Q2 无惧疫情影响, 利润环比加速增长》2022-08-18
- 《特宝生物(688278)——净利润超预期预告上限, 派格宾市场渗透率不断提升》2022-04-28

许菲菲 S1090520040003

✉ xufeifei@cmschina.com.cn

焦玉鹏 研究助理

✉ jiaoyupeng@cmschina.com.cn

表 1: 各季度业绩回顾

(百万元)	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
一、营业总收入	341	322	345	370	428	384
二、营业总成本	260	281	259	285	325	294
其中: 营业成本	32	47	37	38	47	47
营业税金及附加	2	2	2	2	2	2
营业费用	180	174	173	183	190	157
管理费用	28	36	28	31	37	42
研发费用	18	25	20	32	49	49
财务费用	0	-1	-1	-1	-1	-1
资产减值损失	0	-1	0	0	1	-2
三、其他经营收益	3	16	3	30	5	5
其它收益	1	14	2	29	4	4
公允价值变动收益	1	-3	0	0	1	-1
投资收益	0	5	1	1	0	1
四、营业利润	83	57	89	115	108	95
加: 营业外收入	0	0	0	0	0	0
减: 营业外支出	10	7	16	12	16	6
五、利润总额	73	50	73	102	92	89
减: 所得税	18	-3	15	26	25	2
六、净利润	56	54	57	76	67	87
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司所有者净利润	56	54	57	76	67	87
EPS (元)	0.14	0.13	0.14	0.19	0.16	0.21
<b>主要比率</b>						
毛利率	90.6%	85.4%	89.4%	89.6%	89.0%	87.7%
主营税金率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%
营业费率	53.0%	53.9%	50.3%	49.5%	44.4%	40.8%
管理费率	8.2%	11.1%	8.1%	8.4%	8.7%	10.9%
营业利润率	24.5%	17.7%	25.8%	31.0%	25.3%	24.7%
实际税率	24.3%	-6.3%	20.8%	25.6%	27.5%	2.5%
净利率	16.3%	16.6%	16.7%	20.6%	15.6%	22.6%
<b>YoY</b>						
营业总收入增长率	69.5%	38.1%	60.2%	45.7%	25.8%	19.0%
营业利润增长率	124.1%	5.2%	75.5%	99.8%	29.9%	66.5%
归母净利润增长率	87.5%	32.8%	67.9%	101.1%	20.1%	61.9%

资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	834	956	1210	1654	2357
现金	285	301	461	747	1229
交易性投资	196	271	271	271	271
应收票据	20	6	8	10	14
应收款项	186	217	265	349	464
其它应收款	22	20	27	35	47
存货	116	130	164	222	305
其他	8	11	14	19	26
<b>非流动资产</b>	590	813	939	1053	1154
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	61	244	406	552	682
无形资产商誉	310	342	308	277	249
其他	219	227	225	224	223
<b>资产总计</b>	<b>1424</b>	<b>1769</b>	<b>2149</b>	<b>2707</b>	<b>3511</b>
<b>流动负债</b>	177	268	299	350	421
短期借款	10	0	0	0	0
应付账款	39	97	131	177	243
预收账款	5	7	10	13	18
其他	123	163	159	159	159
<b>长期负债</b>	86	93	93	93	93
长期借款	0	0	0	0	0
其他	86	93	93	93	93
<b>负债合计</b>	<b>263</b>	<b>361</b>	<b>393</b>	<b>443</b>	<b>514</b>
股本	407	407	407	407	407
资本公积金	397	397	397	397	397
留存收益	357	604	953	1460	2193
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1161	1408	1757	2264	2997
<b>负债及权益合计</b>	<b>1424</b>	<b>1769</b>	<b>2149</b>	<b>2707</b>	<b>3511</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	235	363	406	572	830
净利润	181	287	436	638	924
折旧摊销	40	45	63	77	90
财务费用	2	1	(2)	(2)	(2)
投资收益	(5)	(4)	(43)	(43)	(43)
营运资金变动	25	36	(65)	(120)	(165)
其它	(8)	(3)	18	21	25
<b>投资活动现金流</b>	(112)	(289)	(158)	(158)	(158)
资本支出	(191)	(219)	(201)	(201)	(201)
其他投资	79	(70)	43	43	43
<b>筹资活动现金流</b>	(34)	(58)	(89)	(129)	(189)
借款变动	(21)	(21)	(4)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(20)	(41)	(87)	(131)	(191)
其他	7	3	2	2	2
<b>现金净增加额</b>	<b>89</b>	<b>15</b>	<b>160</b>	<b>286</b>	<b>482</b>

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	1132	1527	2037	2681	3564
营业成本	125	169	227	308	423
营业税金及附加	6	8	10	14	18
营业费用	598	703	882	1089	1368
管理费用	103	138	175	214	262
研发费用	82	150	197	258	339
财务费用	(1)	(4)	(2)	(2)	(2)
资产减值损失	2	2	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0	0
其他收益	19	39	39	39	39
投资收益	5	4	4	4	4
<b>营业利润</b>	249	407	592	843	1199
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	33	51	51	51	51
<b>利润总额</b>	215	356	541	792	1148
所得税	34	69	105	154	224
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>181</b>	<b>287</b>	<b>436</b>	<b>638</b>	<b>924</b>

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	43%	35%	33%	32%	33%
营业利润	57%	64%	45%	42%	42%
归母净利润	55%	58%	52%	46%	45%
<b>获利能力</b>					
毛利率	88.9%	88.9%	88.9%	88.5%	88.1%
净利率	16.0%	18.8%	21.4%	23.8%	25.9%
ROE	16.8%	22.3%	27.5%	31.7%	35.1%
ROIC	18.9%	25.0%	29.9%	33.7%	36.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	18.5%	20.4%	18.3%	16.4%	14.6%
净负债比率	1.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.7	3.6	4.0	4.7	5.6
速动比率	4.1	3.1	3.5	4.1	4.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1
存货周转率	1.2	1.4	1.5	1.6	1.6
应收账款周转率	5.8	7.1	8.2	8.5	8.5
应付账款周转率	4.3	2.5	2.0	2.0	2.0
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.45	0.71	1.07	1.57	2.27
每股经营净现金	0.58	0.89	1.00	1.41	2.04
每股净资产	2.85	3.46	4.32	5.57	7.37
每股股利	0.10	0.21	0.32	0.47	0.68
<b>估值比率</b>					
PE	101.3	64.0	42.1	28.8	19.9
PB	15.8	13.0	10.5	8.1	6.1
EV/EBITDA	71.5	44.3	28.5	20.3	14.5

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

许菲菲 生物医药行业联席首席分析师

复旦大学学士、哥伦比亚大学硕士，2020年4月加入招商证券，此前就职于国金证券。

焦玉鹏 生物医药行业研究助理

复旦大学理学学士、有机化学硕士，2021年7月加入招商证券。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。