

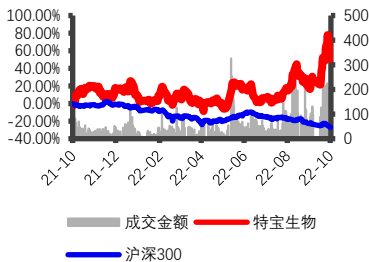
二季度疫情显著影响三季度收入，持续看好派格宾渗透率提高

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-10-25

收盘价（元）	37.49
近 12 个月最高/最低（元）	45.03/21.32
总股本（亿股）	4.07
流通股本（亿股）	2.23
流通股比例（%）	54.79%
总市值（亿元）	153
流通市值（亿元）	83

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

1. 公司深度报告《乙肝临床治愈指日可待，在研产品未来可期》2022-08-24
2. 公司点评报告《特宝再认知，产品格局进一步优化，各真实世界项目稳步推进》2022-09-18

主要观点：

● 事件：

特宝生物发布三季度业绩报告，公司 2022Q1~3 收入 11.43 亿元（+41.17%）、归母净利 2 亿元（+56.95%），扣非归母 2.44 亿元（+53.46%）。

● 点评：

■ 收入端和利润端均略微低于预期，和公司产品收入放量周期相关

公司 2022Q1~3 收入 11.43 亿元（+41.17%）、归母净利 2 亿元（+56.95%），扣非归母 2.44 亿元（+53.46%）；公司 Q3 收入 4.28 亿元，同比 25.78%（略低于预期），Q3 归母净利润 6675 万元，同比增加 20.09%，扣非归母 9260 万元，同比增长 37.43%（相较于 2021Q3 多了非经 1400 万，基本符合预期）。公司 Q3 销售/管理/研发费用率分别为 44.35%/8.67%/11.46%，同比分别-8.61pct/+0.46pct/+6.11pct，研发费用较大幅提高。毛利率 Q3 为 89.01%、净利率为 15.58%，净利率环比 Q2 的 20.6%下降较大。22 年 4-5 月份疫情散发，一定程度上影响了公司的新患的增加，22Q2 新患者的数量增加缓慢的影响会体现在 Q3 收入端，有递延的效应。

■ 继续看好公司新产品渗透率持续提高

按照目前优势人群 250 万人的渗透率看，2022 年也仅超过 2%，派格宾疗效明确，临床专家认可，看好未来渗透率持续提高。此外，罗氏合作的歌礼制药 2022 年 9 月发布公告提到罗氏派罗欣 2023 年退出中国市场，下半年起临床医生在干扰素的选择就会陆续转为特宝生物的派格宾，需要四季度的业绩去做验证。预计 2023 年的催化如下：

- （1）罗氏退出带来增量；
- （2）珠峰计划数据披露；
- （3）优势人群的治愈率写进说明书等。

■ 投资建议：维持“买入”评级

我们考虑到疫情 6 月份开始陆续恢复带来 Q3 新增患者增加，继续保持公司盈利预测不变，预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 15.87 亿元、21.06 亿元、27.15 亿元，分别同比增长 40.2%/32.7%/29.0%；实现归母净利润分别为 3.06 亿元、4.50 亿元、6.58 亿元，同比增长 69.1%/46.7%/46.4%，对应的 PE 为 49.78X/33.92X/23.17X。我们看好公司现有病毒性肝炎、肿瘤等多个用药领域的产品及公司多年积累下来的渠道力量，看好公司派格宾产品竞争格局好、产品学术项目推进顺

利、新适应症持续推进, 继续维持“买入”的评级。

■ 风险提示

研发风险, 销售浮动, 行业政策不确定性等。

● 重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1132	1587	2106	2715
同比 (%)	42.6%	40.2%	32.7%	29.0%
归母净利润	181	306	450	658
同比 (%)	55.4%	69.1%	46.7%	46.4%
毛利率 (%)	88.9%	89.7%	89.8%	90.6%
ROE (%)	15.6%	21.5%	24.0%	26.0%
EPS	0.45	0.75	1.11	1.62
P/E	65.07	49.78	33.92	23.17
P/B	10.26	10.69	8.13	6.02
EV/EBITDA	40.89	35.94	25.31	17.03

资料来源: wind, 华安证券研究所

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	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	834	1097	1591	2241	营业收入	1132	1587	2106	2715
现金	285	264	721	1119	营业成本	125	163	215	256
应收账款	186	339	364	517	营业税金及附加	6	8	11	14
其他应收款	22	37	34	57	销售费用	598	801	1025	1252
预付账款	7	18	21	22	管理费用	103	143	193	247
存货	116	173	223	233	财务费用	-1	0	0	0
其他流动资产	218	265	229	292	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	590	592	608	627	公允价值变动收益	2	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	5	3	5	8
固定资产	61	58	57	57	营业利润	249	385	545	802
无形资产	147	123	98	73	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	382	411	453	498	营业外支出	33	0	0	0
资产总计	1424	1689	2199	2868	利润总额	215	385	545	802
流动负债	177	176	237	248	所得税	34	79	95	144
短期借款	10	-15	-40	-60	净利润	181	306	450	658
应付账款	39	32	66	50	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	128	159	211	258	归属母公司净利润	181	306	450	658
非流动负债	86	86	86	86	EBITDA	285	417	573	827
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.45	0.75	1.11	1.62
其他非流动负债	86	86	86	86					
负债合计	263	262	323	334					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	407	407	407	407	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
资本公积	397	397	397	397	成长能力				
留存收益	357	623	1073	1731	营业收入	42.6%	40.2%	32.7%	29.0%
归属母公司股东权	1161	1427	1877	2535	营业利润	57.2%	55.0%	41.5%	47.2%
负债和股东权益	1424	1689	2199	2868	归属于母公司净利	55.4%	69.1%	46.7%	46.4%
					获利能力				
					毛利率 (%)	88.9%	89.7%	89.8%	90.6%
					净利率 (%)	16.0%	19.3%	21.4%	24.2%
					ROE (%)	15.6%	21.5%	24.0%	26.0%
					ROIC (%)	17.1%	21.3%	24.0%	26.2%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	18.5%	15.5%	14.7%	11.6%
					净负债比率 (%)	22.6%	18.4%	17.2%	13.2%
					流动比率	4.71	6.22	6.72	9.03
					速动比率	4.00	5.13	5.68	8.00
					营运能力				
					总资产周转率	0.87	1.02	1.08	1.07
					应收账款周转率	6.48	6.04	5.99	6.16
					应付账款周转率	4.30	4.57	4.38	4.41
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.45	0.75	1.11	1.62
					每股经营现金流	0.58	0.19	1.29	1.14
					每股净资产	2.85	3.51	4.61	6.23
					估值比率				
					P/E	65.07	49.78	33.92	23.17
					P/B	10.26	10.69	8.13	6.02
					EV/EBITDA	40.89	35.94	25.31	17.03

资料来源:公司公告,华安证券研究所

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达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。