

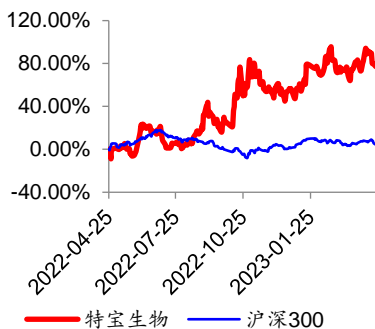
Q1 净利润再超预期，持续看好派格宾放量

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-24

收盘价（元）	44.34
近 12 个月最高/最低（元）	49.60/23.05
总股本（百万股）	407
流通股本（百万股）	278
流通股比例（%）	68.3%
总市值（亿元）	180.4
流通市值（亿元）	124.7

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.【华安医药】特宝生物（688278）：乙肝临床治愈指日可待，在研产品未来可期 2022-08-24
- 2.【华安医药】特宝生物（688278）：2022 业绩超预期，四季度净利亮眼，多项催化未来三年持续受益 2023-01-19
- 3.【华安医药】公司点评特宝生物（688488.SH）：派格宾放量增速亮眼，三年独家稳定收益 2023-03-30

主要观点：

● 事件：

2023 年 4 月 24 日，特宝生物公布 2023 年一季度业绩，公司实现营业收入 4.19 亿元，同比+21.53%，归母净利润 0.84 亿元，同比+46.51%，扣非归母净利润 1.02 亿元，同比+35.62%，经营活动产生的现金流量净额 0.22 亿元，同比-73.66%。公司一季度业绩未受去年末入组显著影响，净利润实现超预期增长。

● 点评：

✓ 2023 年一季度再超预期，销售费用减少势头渐显

2023 年第一季度公司整体毛利率为 91.00%，同比+1.61 个百分点；销售费用率 44.39%，同比-5.89 个百分点；管理费用率 10.00%，同比+1.88 个百分点；研发费用率 9.00%，同比+3.1 个百分点；财务费用率-0.26%，同比+0.04 个百分点。经营性现金流净额同比减小，主要原因是公司销售增长，贷款回笼及时，销售商品、提供劳务收到的现金增加，同时支付的职工薪酬及其他经营费用较上年同期有所增加。研发投入合计同比增长 71.26%，公司在研管线稳步推进，研发投入相应增加。随着学术推广计划的结项与入组完成，公司销售费用率将逐步减少，未来对净利润将有进一步的贡献。

✓ 学术计划推广扩大适用患者，乙肝行业深耕先行者

公司在乙肝领域深耕多年，大队列真实世界研究“珠峰计划”和“绿洲计划”于 2022 年分别顺利结项、完成入组。其中“珠峰计划”将带来乙肝治愈真实世界数据，中期数据实现 HBsAg<100IU/ml 人群清除率 56.1%，为现有治疗手段中可达到的最高乙肝疾病治愈率。乙肝治愈大 III 期临床预计最晚将在 2023 年 9 月完成，乙肝治愈将有望写进派格宾说明书，进一步支持派格宾临床应用。

2023 年 1 月，公司先后两项临床试验申请获监管批准：人干扰素 $\alpha 2b$ 喷雾剂开展临床试验，拟用于降低新冠病毒暴露后的感染风险；AK0706 片获批开展用于 HBsAg 持续阳性的 HBV 感染治疗的临床试验，继续扩大乙肝领域版图。公司继续就蛋白药物长效修饰技术平台，拓展抗病毒及免疫疾病领域，积极布局新靶点及新适应症。

✓ 多项催化持续利好利润增长，23 年业绩持续收益

自 2022 年 10 月罗氏旗下干扰素产品派罗欣，正式宣布退出中国市场后，公司乙肝治疗头部产品——派格宾为乙肝领域独家长效干扰素，有望替换部分罗氏退出带来的份额，临床在研竞品短期内难估获批预期，公司有望受益。随着学术计划的进展、结项，有利于公司销售费用逐渐降低，贡献净利润增长。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。

● **投资建议：维持“买入”评级**

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 21.06 亿元、27.15 亿元、35.05 亿元，分别同比增长 37.9%/29.0%/29.1%；实现归母净利润分别为 4.60 亿元、6.58 亿元、9.25 亿元，同比增长

60.3%/42.9%/40.6%，对应的 PE 为 41X/28X/20X。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、产品学术项目推进顺利、适用人群范围持续扩大，**继续维持“买入”的评级。**

✓ **风险提示**

药物审批进度不达预期，新药研发风险，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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1527	2106	2715	3505
收入同比 (%)	34.9%	37.9%	29.0%	29.1%
归属母公司净利润	287	460	658	925
净利润同比 (%)	58.4%	60.3%	42.9%	40.6%
毛利率 (%)	88.9%	93.3%	89.8%	90.6%
ROE (%)	20.4%	24.6%	26.0%	26.8%
每股收益 (元)	0.71	1.13	1.62	2.27
P/E	54.83	40.59	28.40	20.20
P/B	11.25	10.00	7.40	5.41
EV/EBITDA	34.61	30.21	20.51	14.29

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	2022	2023	2024	2025	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	956	1223	2117	2874	营业收入	1527	2106	2715	3505
现金	301	264	1086	1571	营业成本	169	142	277	330
应收账款	217	439	362	655	营业税金及附加	8	11	14	18
其他应收款	20	53	30	78	销售费用	703	1063	1211	1477
预付账款	9	11	17	21	管理费用	138	193	248	320
存货	130	117	337	195	财务费用	-4	0	0	0
其他流动资产	278	339	286	353	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	813	887	968	1045	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	4	5	8	9
固定资产	244	316	394	470	营业利润	407	555	797	1127
无形资产	122	97	71	46	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	447	474	503	529	营业外支出	51	0	0	0
资产总计	1769	2109	3086	3920	利润总额	356	555	797	1127
流动负债	268	149	467	377	所得税	69	95	139	203
短期借款	0	2	2	2	净利润	287	460	658	925
应付账款	97	-15	186	35	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	171	161	279	340	归属母公司净利润	287	460	658	925
非流动负债	93	93	93	93	EBITDA	449	610	858	1198
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.71	1.13	1.62	2.27
其他非流动负债	93	93	93	93					
负债合计	361	242	560	470					
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	604	1064	1722	2646					
归属母公司股东权	1408	1868	2525	3450					
负债和股东权益	1769	2109	3086	3920					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022	2023	2024	2025	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	363	89	966	633	成长能力				
净利润	287	460	658	925	营业收入	34.9%	37.9%	29.0%	29.1%
折旧摊销	50	60	70	80	营业利润	63.7%	36.4%	43.5%	41.5%
财务费用	1	0	0	0	归属于母公司净利	58.4%	60.3%	42.9%	40.6%
投资损失	-4	-5	-8	-9	获利能力				
营运资金变动	33	-426	246	-363	毛利率 (%)	88.9%	93.3%	89.8%	90.6%
其他经营现金流	249	886	411	1287	净利率 (%)	18.8%	21.9%	24.2%	26.4%
投资活动现金流	-289	-128	-143	-148	ROE (%)	20.4%	24.6%	26.0%	26.8%
资本支出	-219	-134	-152	-157	ROIC (%)	22.7%	24.2%	25.6%	26.5%
长期投资	-70	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	0	5	8	9	资产负债率 (%)	20.4%	11.5%	18.2%	12.0%
筹资活动现金流	-58	2	0	0	净负债比率 (%)	25.6%	12.9%	22.2%	13.6%
短期借款	-10	2	0	0	流动比率	3.57	8.23	4.53	7.63
长期借款	0	0	0	0	速动比率	3.04	7.36	3.77	7.06
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.96	1.09	1.05	1.00
其他筹资现金流	-48	0	0	0	应收账款周转率	7.57	6.42	6.79	6.89
现金净增加额	15	-37	822	485	应付账款周转率	2.48	3.45	3.24	2.99
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.71	1.13	1.62	2.27
					每股经营现金流	0.89	0.22	2.37	1.56
					每股净资产	3.46	4.59	6.21	8.48
					估值比率				
					P/E	54.83	40.59	28.40	20.20
					P/B	11.25	10.00	7.40	5.41
					EV/EBITDA	34.61	30.21	20.51	14.29

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。