

慢乙肝治愈适应症获批，静待渗透率持续提升

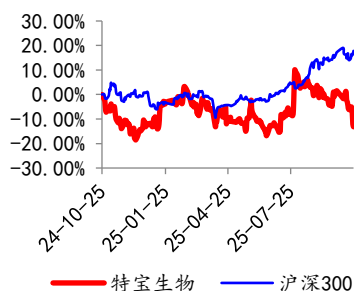
投资评级：买入（维持）

主要观点：

报告日期：2025-10-27

收盘价（元）	71.69
近 12 个月最高/最低（元）	93.52/65.38
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）	295
流通市值（亿元）	295

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

分析师：任婉莹

执业证书号：S0010525060003

邮箱：renwanying@hazq.com

相关报告

1. 【华安医药】公司点评特宝生物 (688488.SH)：营收利润稳健高增，内生外延多点布局 2025-3-30
2. 【华安医药】公司点评特宝生物 (688488.SH)：24Q3 维持利润高增长，乙肝领域加大纵深 2024-10-27
3. 【华安医药】公司点评特宝生物 (688488.SH)：24H1 经营趋于稳健，乙肝治愈领域先行者 2024-8-23

● 事件 1：

2025 年 10 月 22 日，特宝生物公布 2025 年三季度业绩，公司实现营业收入 24.80 亿元，同比+26.85%；归母净利润 6.66 亿元，同比+20.21%；扣非归母净利润 6.73 亿元，同比+15.91%。单季度来看，公司 2025Q3 收入为 9.69 亿元，同比+26.68%；归母净利润为 2.38 亿元，同比-4.63%；扣非归母净利润为 2.42 亿元，同比-3.55%。

● 事件 2：

2025 年 10 月 13 日，派格宾新增适应症上市许可，用于成人慢性乙型肝炎患者 HBsAg 持续清除，即慢性乙肝临床治愈。

● 点评：

✓ 新产品推广及慈善捐赠，三季度费用增长

前三季度，公司整体毛利率为 92.56%，同比-0.80 个百分点；期间费用率 61.46%，同比+2.14 个百分点；其中销售费用率 40.70%，同比+0.90 个百分点；研发费用率 11.27%，同比+1.38 个百分点；管理费用率 9.59%，同比-0.14 个百分点；财务费用率-0.10%，同比持平；经营性现金流净额为 4.71 亿元，同比+61.33%。公司新产品上市推广及派格宾慈善捐赠项目使费用增加，25Q3 销售费用 4.10 亿元，环比增长 28.27%，使三季度业绩承压。

✓ 派格宾慢乙肝治愈适应症获批，首获批该适应症

公司核心大单品派格宾是慢性乙型肝炎的一线用药，本次派格宾获批增加适应症是基于一项多中心、随机、对照确证聚乙二醇干扰素 α -2b 注射液联合富马酸替诺福韦二吡呋酯片治疗慢性乙型肝炎的安全性和疗效的临床试验研究结果。该结果显示，派格宾联合核苷（酸）类似物在治疗期结束，停止所有治疗药物 24 周后，31.4% 的患者获得了 HBsAg 转阴且 HBVDNA 持续抑制（检测不到）的临床治愈结果。上述研究结果为慢性乙型肝炎临床治愈提供了确证性循证医学证据，派格宾作为首个获批该适应症的药品，将成为慢性乙型肝炎临床治愈的重要基石药物之一，为未来联合治疗方案的持续优化提供坚实基础。

✓ 长效生长激素获批上市，有望进入医保目录

公司自主研发的怡培生长激素注射液（商品名：益佩生）于 5 月 29 日获批上市，用于治疗 3 岁及以上儿童的生长激素缺乏症所致的生长缓慢，是公司自主研发的一款采用 40kDY 型分支聚乙二醇进行单分子修饰的长效生长激素，通过优化选择非 N-末端位点为主的修饰组分，提高生物学比活性，延长半衰期。与短效剂型每日给药相比，益佩生可实现每周给药一次，降低了患者接受治疗时的用药频次。益佩生即将参与今年国家医保谈判，有望在明年借助医保提高患者可及性，实现快速放量，成为公司销售第二增长曲线。

● 投资建议

我们预计，公司 2025~2027 年收入分别 36.6/47.8/60.6 亿元，分别同比增长 30.0%/30.7%/26.7%，归母净利润分别为 11.1/15.6/20.5 亿元，分别同比增长 34.1%/40.6%/31.5%，对应估值为 26X/19X/14X。看好公司以派格宾为基础，布局肝病领域及新兴技术的内生+外延新发展模式，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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2817	3662	4784	6059
收入同比 (%)	34.1%	30.0%	30.7%	26.7%
归属母公司净利润	828	1110	1560	2051
净利润同比 (%)	49.0%	34.1%	40.6%	31.5%
毛利率 (%)	93.5%	94.6%	94.9%	94.4%
ROE (%)	32.4%	33.4%	35.4%	35.2%
每股收益 (元)	2.03	2.73	3.84	5.04
P/E	36.14	26.28	18.69	14.22
P/B	11.69	8.77	6.61	5.00
EV/EBITDA	27.89	20.09	14.64	10.96

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					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
流动资产	1827	2702	3958	5579					
现金	372	1170	1945	3010					
应收账款	771	843	1153	1472					
其他应收款	22	33	41	52					
预付账款	39	33	45	62					
存货	264	253	331	456					
其他流动资产	359	370	442	526					
非流动资产	1223	1226	1202	1212					
长期投资	0	0	0	0					
固定资产	497	641	562	480					
无形资产	171	200	242	311					
其他非流动资产	556	386	399	422					
资产总计	3050	3928	5160	6791					
流动负债	421	513	660	865					
短期借款	0	0	0	0					
应付账款	60	70	83	116					
其他流动负债	360	443	578	749					
非流动负债	76	90	90	90					
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	76	90	90	90					
负债合计	497	604	751	955					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	407	407	407	407					
资本公积	413	413	413	413					
留存收益	1733	2505	3589	5015					
归属母公司股东权	2553	3324	4409	5835					
负债和股东权益	3050	3928	5160	6791					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
经营活动现金流	431	1293	1443	1929					
净利润	828	1110	1560	2051					
折旧摊销	93	123	124	128					
财务费用	1	0	0	0					
投资损失	-4	-6	-8	-10					
营运资金变动	-465	28	-274	-281					
其他经营现金流	1270	1119	1874	2372					
投资活动现金流	-309	-168	-192	-238					
资本支出	-251	-113	-108	-140					
长期投资	-57	-70	-82	-95					
其他投资现金流	0	15	-2	-3					
筹资活动现金流	-173	-326	-476	-625					
短期借款	0	0	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	16	0	0	0					
其他筹资现金流	-189	-326	-476	-625					
现金净增加额	-51	798	775	1065					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E					
营业收入	2817	3662	4784	6059					
营业成本	184	196	246	340					
营业税金及附加	14	19	24	30					
销售费用	1113	1487	1842	2309					
管理费用	278	322	392	418					
财务费用	-2	-7	-17	-19					
资产减值损失	0	0	0	0					
公允价值变动收益	1	0	0	0					
投资净收益	4	6	8	10					
营业利润	971	1318	1793	2319					
营业外收入	1	0	0	0					
营业外支出	40	40	40	40					
利润总额	931	1278	1753	2279					
所得税	103	169	193	228					
净利润	828	1110	1560	2051					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	828	1110	1560	2051					
EBITDA	1057	1394	1860	2388					
EPS (元)	2.03	2.73	3.84	5.04					

主要财务比率				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	34.1%	30.0%	30.7%	26.7%
营业利润	42.6%	35.8%	36.0%	29.3%
归属于母公司净利润	49.0%	34.1%	40.6%	31.5%
获利能力				
毛利率 (%)	93.5%	94.6%	94.9%	94.4%
净利率 (%)	29.4%	30.3%	32.6%	33.9%
ROE (%)	32.4%	33.4%	35.4%	35.2%
ROIC (%)	33.4%	33.0%	34.9%	34.8%
偿债能力				
资产负债率 (%)	16.3%	15.4%	14.5%	14.1%
净负债比率 (%)	19.5%	18.2%	17.0%	16.4%
流动比率	4.34	5.26	5.99	6.45
速动比率	3.55	4.70	5.42	5.85
营运能力				
总资产周转率	1.04	1.05	1.05	1.01
应收账款周转率	4.66	4.54	4.79	4.62
应付账款周转率	3.64	3.02	3.23	3.42
每股指标 (元)				
每股收益	2.03	2.73	3.84	5.04
每股经营现金流 (摊薄)	1.06	3.18	3.55	4.74
每股净资产	6.28	8.17	10.84	14.34
估值比率				
P/E	36.14	26.28	18.69	14.22
P/B	11.69	8.77	6.61	5.00
EV/EBITDA	27.89	20.09	14.64	10.96

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所测算

分析师简介

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。

分析师：任婉莹，医药分析师，负责创新药及制剂。武汉大学药理学本科，香港大学药理硕士，6 年心血管药理科研经历，曾任医药行业一级投资经理及产业 BD 战略经理。

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。