

特宝生物： 创新重组蛋白药物企业

摘要

特宝生物：聚乙二醇蛋白质长效药物领域的领军企业

特宝生物的主要产品为 4 个治疗用生物技术产品派格宾、特尔立、特尔津、特尔康，用于病毒性肝炎、恶性肿瘤等疾病的治疗，其贡献公司 99% 以上的营收。公司处于快速成长期，2016-2018 年营业收入分别为 2.80、3.23、4.48 亿元；归母净利润分别为 2931、517、1600 万元。公司计划发行不超过 4650 万股，募集资金 6.07 亿元，用于蛋白质药物生产改扩建和研发中心建设项目、新药研发项目和慢性乙型肝炎临床治愈研究项目。

相关上市公司分析：通化东宝持有 33.94% 的股份

上市公司持股情况：通化东宝持有 33.94% 的股份，为公司的第二大股东。②其他相关上市公司：国药控股、华润医药、上海医药、鹭燕医药和重庆医药为前五大客户，其销售金额占比合计 62.80%。③对标可比公司：双鹭药业、安科生物、康辰药业等。

股权集中，拥有国内首个完全自主知识产权的长效干扰素产品

公司成立于 1996 年，股权较为集中。公司董事长兰春持有公司 0.43% 股份，其配偶杨英为公司董事，持有 38.32% 股份。实控人为杨英、兰春、孙黎。公司主营业务为重组蛋白质及其长效修饰药物研发、生产及销售。“十一五”以来，公司共计承担了 9 项国家“重大新药创制”科技重大专项，已有 5 个聚乙二醇蛋白质长效药物获准开展临床研究，其中 1 个药物获准上市。

市场前景广阔，公司重视创新，布局免疫治疗领域

我国肝病用药市场容量巨大，2017 年我国肝病用药市场销售额达 475.66 亿元，随着乙肝临床小分子核苷与干扰素联用提高清除效果理念的普及、国产长效干扰素对进口的替代，预计未来几年公司派格宾的销售规模将继续稳定增长，并成为公司一个重要的盈利增长点。此外，我国重组人粒细胞巨噬细胞刺激因子制剂、重组人粒细胞刺激因子制剂和注射用重组人白介素-1 市场成长性良好，公司产品特尔立、特尔津和特尔康均占据市场份额前三。目前，公司拥有专业研发主体——伯赛基因，以免疫相关细胞因子药物为主要研究方向，致力于为病毒性肝炎、恶性肿瘤等重大疾病和免疫治疗领域提供更优解决方案。

风险提示

研发进展低于预期；市场竞争加剧风险。

医药生物

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

15801668372

执业证书编号：S1440517050001

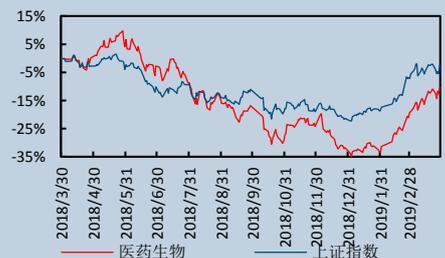
研究助理：袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

010-85130634

发布日期：2019 年 04 月 01 日

市场表现



相关研究报告

通化东宝参股子公司

①上市公司持股情况：通化东宝（600867.SH）持有 33.94% 的股份，为公司的第二大股东。公司第一大股东杨英及其配偶兰春持有公司 38.75% 的股份。2017 年、2018 年前三季度，通化东宝（600867.SH）归母净利润分别为 8.37 亿元、6.88 亿元。②其他相关上市公司：国药控股、华润医药、上海医药、鹭燕医药和重庆医药为前五大客户，其销售金额占比总计为 62.80%。③对标可比公司：双鹭药业、安科生物和康辰药业，2018 年特宝生物的毛利率达到 87.52%，略高于行业平均水平。公司保持较高的研发投入，2017 年公司研发费用率为 5.85%，2018 年提升至为 9.06%，高于对标可比公司。

图表1：可比公司各项指标对比

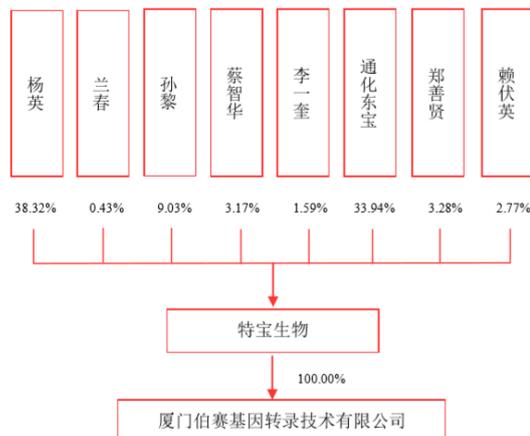
主营业务产品	市值 (亿元)	2017 年营业收入 (亿元)	2017 年净利润 (亿元)	毛利率	净利率	2017 年 研发费用率	2018PE	2019PE
双鹭药业 基因工程等	187.80	12.42	5.29	70.67%	42.96%	6.28%	29	21
安科生物 基因工程、中成药等	170.05	10.96	2.82	77.72%	25.70%	6.40%	50	40
康辰药业 血液、肿瘤药物等	60.00	5.91	4.79	92.39%	81.08%	5.45%	-	-
特宝生物 重组蛋白质药物	35.45	3.23	0.05	87.10%	1.60%	5.85%	-	-

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

实际控制人持有 47.78% 股权

特宝生物实际控制人为兰春、杨英、孙黎，杨英和兰春系夫妻关系，合计持有 38.75% 股权，孙黎持有 9.03%，杨英、兰春、孙黎三人为一致行动人，合计持有 47.78% 股份。上市公司通化东宝是其第二大股东，持股 33.94% 股权。

图表2：特宝生物公司股权结构图



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

公司主营重组蛋白药物，派格宾贡献 42% 收入

公司拥有四大重组蛋白商业化产品，其中派格宾为聚乙二醇干扰素 α -2b 注射液，适用于慢性肝炎患者，贡献收入的 42%，其次，特尔津、特尔立、特尔康主要用于放疗化疗伴随，分别适用于中性粒细胞减少、白细胞减少和血小板减少。

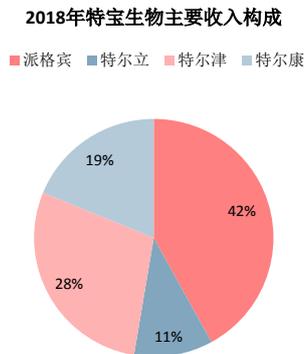
2018 年，公司实现营收 4.48 亿元，归母净利润 1600 万元。2016-2018 年，公司营收持续增长，其中派格宾收入占比从 25% 提升至 42%，成为公司营收增长的主要动力。公司研发费用率逐年提升，从 2016 年的 3.19% 提升至 2018 年的 9.06%。

图表3： 公司主要产品介绍

商品名	通用名	适应症
派格宾	聚乙二醇干扰素 α -2b 注射液	慢性乙型肝炎、慢性丙型肝炎
特尔津	重组人粒细胞刺激因子注射液	骨髓移植后中性粒细胞恢复、化疗后中性粒细胞减少、骨髓异常增生综合征、再生不良性贫血及先天性、特发性引起的中性粒细胞减少症。
特尔立	注射用重组人粒细胞巨噬细胞刺激因子	放、化疗后引起的白细胞减少症，骨髓造血机能障碍及骨髓增生异常综合征，预防白细胞减少可能潜在的感染并发症，使感染引起的中性粒细胞减少的恢复加快。
特尔康	注射用重组人白介素-11	化疗后血小板减少

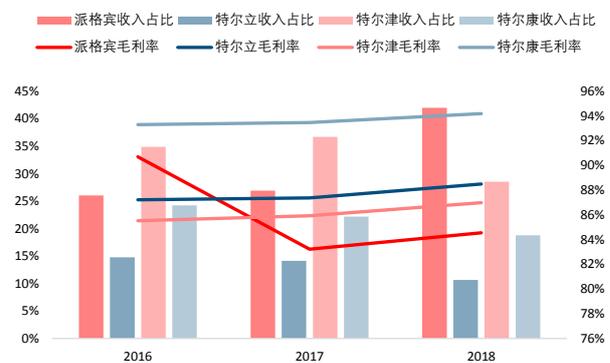
资料来源：产品说明书，中信建投证券研究发展部

图表4： 2018 年公司主营业务收入分类占比 (%)



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表5： 公司主要产品收入占比及毛利率 (%)



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表6： 公司主要财务指标列示

项目	2016	2017	2018
营业收入 (百万元)	280.37	323.08	448.28
增长率		15.23%	38.75%
归母净利润 (百万元)	29.31	5.17	16.00
增长率		-82.37%	209.62%

请参阅最后一页的重要声明

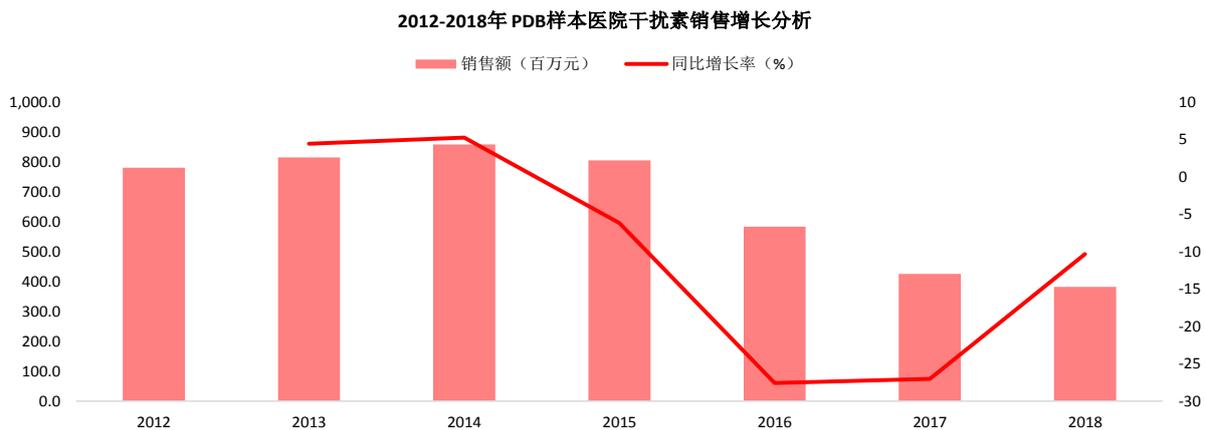
项目	2016	2017	2018
扣非归母净利润（百万元）	29.31	5.17	16.00
增长率		-82.37%	209.62%
毛利率	89.03%	87.10%	87.52%
净利率	10.46%	1.60%	3.57%
销售费用率	54.61%	62.95%	59.45%
财务费用率	1.81%	1.98%	1.70%
管理费用率	16.98%	15.67%	23.77%
研发费用率	3.19%	5.85%	9.06%
资产负债率	25.60%	24.15%	29.46%
研发费用率	3.19%	5.85%	9.06%
应收账款周转天数(天)	131.29	161.50	112.65
存货周转天数（天）	363.63	313.04	310.34

资料来源：中信建投证券研究发展部

国产长效干扰素龙头，受益进口替代

2017年，国内干扰素类药物市场规模接近30亿元，其中长效干扰素市场规模约为14.12亿元。从PDB样本医院数据来看，2015-2017年出现下滑，主要原因与丙肝治愈型产品对干扰素在丙肝领域应用的替代有关，2018年快速下滑趋势基本停止，随着乙肝市场渗透率提升及与小分子核苷联用方案的推广，干扰素有重回增长。

图表7：2012-2018年干扰素细分市场销售额及增速分析



资料来源:PDB, 中信建投证券研究发展部

从竞争格局来看，特宝生物的产品2016年开始销售并快速增长，到2018年公司产品已占据接近30%市场份额，呈现快速实现进口替代的趋势。

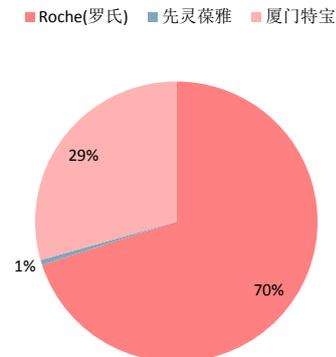
图表8：2012-2018年样本医院长效干扰素销售额（百万元）



资料来源:PDB, 中信建投证券研究发展部

图表9：2018年PDB样本医院长效干扰素竞争格局

2018年PDB样本医院长效干扰素竞争格局



图表10： 特宝生物研发项目及研究进展

项目名称	已取得的进展
Y 型 PEG 化重组人粒细胞刺激因子注射液	完成 II 期临床试验，已申请开展 III 期临床试验
Y 型 PEG 化重组人促红素注射液	完成 I 期临床试验，正在申请开展后续临床试验
Y 型 PEG 化重组人生长激素注射液	II / III 期临床试验
ACT50 (治疗肿瘤及新生血管生成相关疾病)	临床前研究阶段
ACT60 (治疗过敏性相关疾病等)	临床前研究阶段

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

募投项目：

拟发行 4650 万股，募集 6.077 亿元，扣除相应发行费用后，用于蛋白质药物生产改扩建和研发中心建设项目、新药研发项目、慢性乙型肝炎临床治愈研究项目。

图表11： 公司募投项目分布

募投项目	投资总额（亿元）	募投金额（亿元）
蛋白质药物生产改扩建和研发中心建设项目	3.865	2.896
新药研发项目	2.887	2.887
慢性乙型肝炎临床治愈研究项目	0.294	0.294
合计	7.046	6.077

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

分析师介绍

贺菊颖：医药行业首席分析师，毕业于复旦大学，管理学硕士。10年医药行业研究经验，2017年加入中信建投证券研究发展部。

报告贡献人

袁清慧 15600030536 yuanqinghui@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -64172825 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859