



2019年12月26日

科创板询价报告之特宝生物(688278)

医药生物

建议询价区间：[11.63, 15.12]元/股

主要财务指标（单位：百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	448	695	923	1,176
(+/-)	38.8%	55.0%	32.9%	27.4%
营业利润	35	90	127	169
(+/-)	245.6%	160.0%	40.8%	32.7%
归属母公司净利润	16	60	91	126
(+/-)	209.6%	274.1%	51.9%	38.7%
EPS (元)	0.04	0.15	0.22	0.31

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

● **重构蛋白及长效修饰药物研发生产企业。**公司成立于1996年，主要从事重组蛋白质及其长效修饰药物研发、生产及销售，目前已开发了四项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。公司产品市占率良好，具有一定的竞争优势。公司在聚乙二醇修饰蛋白质领域积累了丰富经验，目前具有五项聚乙二醇蛋白质长效药物处于临床研究阶段。（注：公司详细内容请参见我们于2019年4月17日发布的报告《科创板医药生物系列之五：特宝生物》）。

● **公司主要财务指标及盈利预测。**公司2018年实现营业收入4.48亿元，同比增长38.75%；实现归母净利润0.16亿元，同比增长209.62%；2018年公司毛利率为87.62%，净利率为3.57%，ROE为3.21%，资产负债率为29.46%，总体经营状况良好。2019H1实现营业收入3.19亿元、归母净利润0.16亿元。公司2019H1销售毛利率和销售净利润分别为87.59%和4.88%，ROE为3.02%，资产负债率为28.35%。我们预测公司2019-2021年实现营业收入分别为6.95亿元、9.23亿元和11.76亿元；实现归母净利润分别为0.60亿元、0.91亿元和1.26亿元。

● **公司估值及询价分析。**本篇报告重点讨论采用不同的方法体系对公司进行估值分析，并给出相应的合理询价区间。我们分别采用相对估值PE法和绝对估值DCF法对公司估值进行了分析测算，并根据公司具体情况，分别给予两种估值方法不同的权重。综合分析来看，我们采用PE法预测公司估值为26.9亿元，采用DCF法预测公司估值为61.3亿元。我们分别给予PE估值法20%权重、DCF估值法80%权重，最终得出公司预测估值约为54.4亿元。我们假设公司本次发行新股数量为4650万股，公司发行后总股本为40680万股，根据公司预测市值，得出公司对应股价为13.37元/股，建议询价区间为[11.63, 15.12]元/股。（注：本报告仅供参考，不作为具体投资建议）

● **风险提示：**研发失败风险；药品价格下降风险；市场竞争风险。

分析师：杜永宏

执业证书编号：S1050517060001

电话：021-54967706

邮箱：duyh@cfsc.com.cn

联系人：陈成

电话：021-54967650

邮箱：chencheng@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编：200030

电话：(8621) 64339000

网址：http://www.cfsc.com.cn



目录

一、相对估值 PE 法分析	3
二、绝对估值 DCF 法分析	4
三、估值及询价分析	4
四、风险提示	5

图表目录

图表 1：可比公司估值水平	3
图表 2：PE 估值分析	3
图表 3：DCF 估值参数	4
图表 4：公司估值测算与询价分析	4

一、相对估值 PE 法分析

公司主营重组蛋白质药物，从公司产品性质上看，考虑到公司的基本面情况，我们认为 A 股上市公司中长春高新（000661）和安科生物（300009）与公司具有较高的可比性，可作为相对估值参考。长春高新主要产品为重组人生长激素、聚乙二醇重组人生长激素等；安科生物主要产品为重组人生长激素和重组人干扰素等。当前可比公司 2019 年 PE 在 50 倍左右。

图表 1：可比公司估值水平

代码	公司简称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				TTM	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
000661	长春高新	425.55	851	7.04	7.47	10.18	60.4	57.0	41.8
300009	安科生物	14.95	157	0.27	0.34	0.45	54.4	44.5	33.1
	平均值						57.4	50.8	37.5

资料来源：Wind、华鑫证券研发部（注：数据日期为 2019 年 12 月 25 日）

关于特宝生物未来三年的发展情况，我们做出以下假设条件：1) 公司特尔立、特尔津、特尔康维持较为稳定市占率；派格宾在乙肝用药领域通过联合用药逐步开拓市场；2) 公司产品的价格体系相对稳定；3) 公司在聚乙二醇修饰蛋白质领域不断深耕，保持良好的竞争优势；4) 在研的五项聚乙二醇长效生物制品临床实验进展顺利，能够陆续获批上市；5) 期间费用控制良好。基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年实现归属母公司所有者净利润分别为 0.60 亿元、0.91 亿元和 1.26 亿元。

综合考虑公司的收入利润规模，业绩成长性、发展潜力以及不同市场的估值差异等因素，由于目前公司规模较小，我们按 2019 年 45 倍 PE 估值进行测算，得出公司对应的当前估值约为 26.9 亿元。

图表 2：PE 估值分析

	悲观预期			中观预期			乐观预期		
PE	25	30	35	40	45	50	55	60	65
市值（亿元）	15.0	18.0	21.0	23.9	26.9	29.9	32.9	35.9	38.9

资料来源：华鑫证券研发部

二、绝对估值 DCF 法分析

公司属于重组蛋白质药物行业公司，收入和利润已形成一定的规模，我们对公司的产品线和研发管线进行了梳理，对公司的市场空间和未来收入利润进行了测算，预测了公司未来 10 年及更长一段时间的现金流情况。在 DCF 模型中，核心假设条件如下：假设公司 Beta 系数为 1.11，无风险利率为 3.30%，WACC 值为 8.82%，永续增长率为 3%。最后，我们采用 DCF 法预测公司估值约为 61.3 亿元。

图表 3：DCF 估值参数

假设	数值
无风险利率	3.30%
Beta（考虑杠杆）	1.11
WACC	8.82%
股权比例	99.09%
永续增长率	3%
市值（亿元）	61.3

资料来源：华鑫证券研发部

三、估值及询价分析

综合分析来看，我们采用采用 PE 法预测公司估值为 26.9 亿元，采用 DCF 法预测公司估值为 61.3 亿元。考虑到公司收入和利润规模较小，属于成长性企业，我们以 DCF 估值法为主、PE 估值法为辅，对公司进行估值测算，我们分别给予 PE 估值法 20%权重、DCF 估值法 80%权重，最终得出公司当前估值约为 54.4 亿元。

我们假设公司本次发行新股数量为 4650 万股，公司发行后总股本为 40680 万股；根据公司预测市值 54.4 亿元，得出公司对应股价为 13.37 元/股，建议询价区间为 [11.63, 15.12] 元/股。（注：本报告仅供参考，不作为具体投资建议）

图表 4：公司估值测算与询价分析

PE 估值法估值（亿元）	26.9	20%
DCF 估值法估值（亿元）	61.3	80%
市值（亿元）	54.4	
发行后总股本（万股）	40680	
每股股价（元/股）	13.37	
询价区间（元/股）	11.63	15.12

资料来源：华鑫证券研发部



四、风险提示

风险主要包括：研发失败风险；药品价格下降风险；市场竞争风险。



分析师简介

杜永宏：华鑫证券医药行业分析师，2017年6月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>