

特宝生物 (688278.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

长效 rhG-CSF 获批上市，产品线进一步丰富

业绩简评

2023年6月30日，公司发布公告，公司申报的拓培非格司亭注射液（商品名：珮金）获批上市，适用于非髓性恶性肿瘤患者在接受容易引起发热性中性粒细胞减少症的骨髓抑制性抗癌药物治疗时，降低以发热性中性粒细胞减少症为表现的感染发生率。

经营分析

肿瘤产品线进一步丰富，有望贡献业绩新增量。拓培非格司亭注射液（商品名：珮金®）是公司自主研发、具有自主知识产权的长效人粒细胞刺激因子产品，采用 40kDY 型分支聚乙二醇（PEG）分子对人粒细胞刺激因子进行修饰，与目前已上市的同类长效产品相比，具有较长的药物半衰期、较低的药物剂量，药物剂量约为目前已上市同类长效产品的三分之一。该产品与公司现有上市产品特尔津为长短效产品组合，本次获批上市后将进一步丰富公司产品线结构，提高竞争力。

授予江苏复星独家推广及销售权利，商业化进度有望加速推进。根据公司此前公告，公司于23年5月31日与上海复星医药产业发展有限公司的全资子公司江苏复星医药销售有限公司签署《关于拓培非格司亭注射液（珮金®）的独家商业化协议》，同意授予江苏复星关于拓培非格司亭注射液在中国大陆地区（港澳台地区除外）的独家推广及销售权利，合作产品获批上市后公司可获得不低于7300万元人民币的首付款和里程碑款项，并根据协议约定向江苏复星支付推广服务费。本次合作有利于充分发挥双方优势，公司新产品商业化进度有望加速推进。

研发工作持续推进，助力公司实现高质量发展。公司持续加大研发投入，加快推进研发进展。公司首个以乙肝表面抗原清除（临床治愈）为主要疗效指标的长效干扰素确证性临床试验已完成受试者招募，Y型聚乙二醇重组人生长激素（YPEG-GH）完成III期受试者招募，人干扰素α2b喷雾剂、AK0706于2023年1月获得药物临床试验批准通知书。在研产品若顺利上市将进一步丰富公司产品线，奠定业绩长期增长基础。

盈利预测、估值与评级

我们维持盈利预期，预计公司2023-2025年分别实现归母净利润4.42 (+54%)、6.32 (+43%)、8.33 (+32%)亿元，对应当前EPS分别为1.09元、1.55元、2.05元，对应当前P/E分别为40、28、21倍。维持“买入”评级。

风险提示

药品未能中标及中标价格下降风险，研发失败风险，派格宾销量无法持续增长的风险。

医药组

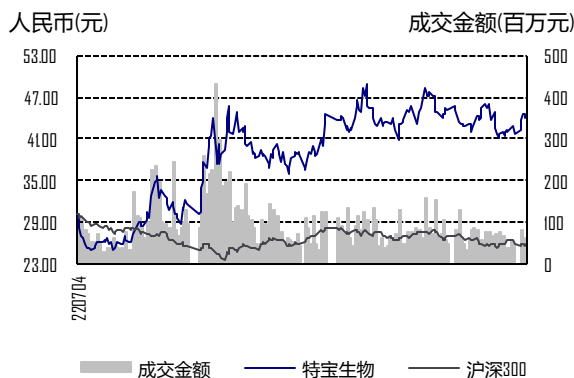
分析师：袁维（执业S1130518080002）

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价（人民币）：43.91元

相关报告：

- 《特宝生物公司点评：慢乙治疗应用不断深入，派格宾维持高速增长》，2023.3.31
- 《特宝生物公司深度研究：乙肝临床治愈推广有望拉动公司业绩增长》，2023.1.20



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,132	1,527	2,118	2,853	3,765
营业收入增长率	42.61%	34.86%	38.74%	34.66%	31.99%
归母净利润(百万元)	181	287	442	632	833
归母净利润增长率	55.44%	58.40%	54.01%	42.89%	31.96%
摊薄每股收益(元)	0.445	0.706	1.087	1.553	2.049
每股经营性现金流净额	0.58	0.89	1.16	1.70	2.22
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.60%	20.39%	25.59%	28.49%	28.86%
P/S	65.73	55.18	42.25	29.57	22.41
P/B	10.26	11.25	10.81	8.42	6.47

来源：公司年报、国金证券研究所

血液肿瘤线产品线进一步扩充，长效制剂有望贡献业绩新增量

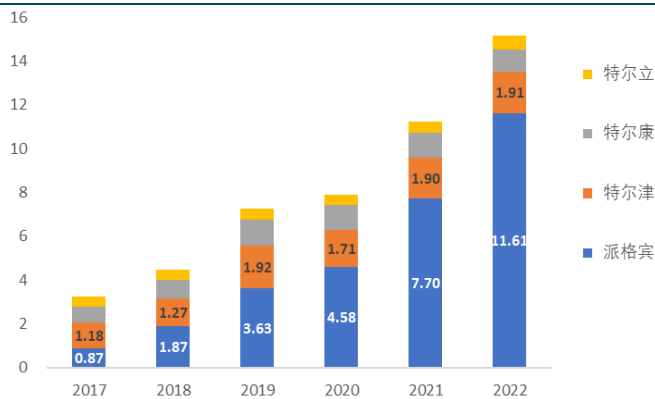
本次新产品获批上市前，公司在造血生长因子领域现拥有特尔立（人粒细胞巨噬细胞刺激因子）、特尔津（人粒细胞刺激因子）和特尔康（人白介素-11）三个成熟的上市产品，均为国家医保乙类药品。作为临床指南首推的升白类药物，特尔立、特尔津、特尔康使用人群广泛，市场占有率均排名前列。

近年来，公司特尔津（人粒细胞刺激因子）持续贡献稳定销售收入，2020-2022 年销售金额分别为 1.71 亿元、1.90 亿元、1.91 亿元。

根据弗若斯特沙利文预测，2023 年我国 G-CSF 类药物市场规模预计达 112.8 亿元，其中长效产品的市场规模为 90.1 亿元，占比约 80%。在我国癌症新发患者数量不断上升的背景下，长效 G-CSF 类药物作为癌症患者化疗后升白刚需用药，其市场规模有望进一步增长。预计长效 G-CSF 类药物在 2025 年达到 102.70 亿元的销售规模，2020 年至 2025 年的年复合增长率为 10.17%；在 2030 年将达到 135.37 亿元，2025 年至 2030 年的年复合增长率为 5.68%。

根据公司 6 月 1 日公告，本次获批上市的拓培非格司亭注射液（商品名：珮金®）是公司自主研发、具有自主知识产权的长效人粒细胞刺激因子产品，采用 40kDY 型分支聚乙二醇（PEG）分子对人粒细胞刺激因子进行修饰，与目前已上市的同类长效产品相比，具有较长的药物半衰期、较低的药物剂量，药物剂量约为目前已上市同类长效产品的三分之一，能够较好地满足临床需求。该产品与公司现有上市产品特尔津为长短效产品组合，本次获批上市后将进一步丰富公司产品线结构，提高竞争力。

图表1：2017-2022 年公司产品销售结构



来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：2019-2030 年我国 G-CSF 市场规模（十亿元）



来源：弗若斯特沙利文分析，国金证券研究所

与江苏复星签订独家商业化协议，新产品放量进度有望加速推进

公司于 2023 年 5 月 31 日与上海复星医药产业发展有限公司的全资子公司江苏复星医药销售有限公司签署《关于拓培非格司亭注射液（珮金®）的独家商业化协议》，同意授予江苏复星关于拓培非格司亭注射液在中国大陆地区（香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾地区除外）的独家推广及销售权利。

公司单独享有合作产品的开发权，若江苏复星有意在合作期限内开发其他新适应症，需经公司书面同意并由双方另行协商签订包含新适应症的开发、权益属、商业化等事项的合同。江苏复星在获得上述授权后，授予公司就合作产品 1mg 规格（包括 1.0mg/支，西林瓶式；1.0mg/支，预充式）在辅助生殖领域的商业化权利，该分许可权利有效期与协议约定的独家商业化期限相等。

本协议独家商业化期限为 7 年，并在此后保留 3 个日历年的合作拓展期，拓展期内保持原有合作内容，双方可针对特别事项另行协商。合作产品获批上市后公司可获得不低于 7300 万元人民币的首付款和里程碑款项（其中，首付款 3000 万元人民币在协议生效后由江苏复星向公司一次性支付，里程碑款项在达到相应事项时支付），并根据协议约定向江苏复星支付推广服务费。

本次合作有利于充分发挥双方优势，加快推进合作产品上市后的商业化工作，合作产品如能顺利上市并在授权区域成功商业化，将对公司未来经营业绩产生积极影响。

研发工作稳步推进，奠定长期增长基础

公司持续加大研发投入，加快推进研发进展。目前首个以乙肝表面抗原清除（临床治愈）为主要疗效指标的长效干扰素确证性临床试验已完成受试者招募；Y型聚乙二醇重组人生长激素（YPEG-GH）完成III期受试者招募；ACT50完成临床前毒理研究；ACT60正开展药理学和临床前研究。人干扰素α2b喷雾剂、AK0706于2023年1月获得药物临床试验批准通知书。在研产品若顺利上市将进一步丰富公司产品线，奠定业绩长期增长基础。

风险提示

药品未能中标及中标价格下降风险：若未来公司药品在各省（自治区、直辖市）集中采购招投标中落标或中标价格下降，将可能导致公司的销售收入及净利润出现下降。

研发失败风险：尽管公司在聚乙二醇重组蛋白质修饰平台技术、蛋白质药物生产平台技术和药物筛选及优化平台技术方面具备一定优势，但在研发过程中仍可能因关键技术难点未能解决、临床研究失败、药品注册审评制度变动或相关标准提高等因素导致药物研发和审批结果不及预期引发研发失败风险。

派格宾销量无法持续增长的风险：派格宾是公司主要产品，若慢性乙肝临床治愈理念深入速度不及预期，或联合治疗方案的循证医学证据质量和数量不及预期，或者临床医生或慢性乙肝患者对于临床治愈和联合治疗的认知深度和速度不及预期、临床医生对于如何通过有效诊疗手段实现临床治愈的理解和应用情况不及预期等，均可能导致派格宾销量无法持续增长的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	794	1,132	1,527	2,118	2,853	3,765
增长率		42.6%	34.9%	38.7%	34.7%	32.0%
主营业务成本	-84	-125	-169	-236	-310	-414
%销售收入	10.5%	11.1%	11.1%	11.2%	10.9%	11.0%
毛利	710	1,007	1,358	1,882	2,543	3,351
%销售收入	89.5%	88.9%	88.9%	88.8%	89.1%	89.0%
营业税金及附加	-4	-6	-8	-11	-14	-19
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-429	-598	-703	-964	-1,289	-1,694
%销售收入	54.0%	52.8%	46.1%	45.5%	45.2%	45.0%
管理费用	-74	-103	-138	-186	-245	-316
%销售收入	9.4%	9.1%	9.1%	8.8%	8.6%	8.4%
研发费用	-77	-82	-150	-205	-274	-358
%销售收入	9.7%	7.2%	9.8%	9.7%	9.6%	9.5%
息税前利润 (EBIT)	127	219	358	516	720	964
%销售收入	15.9%	19.4%	23.5%	24.3%	25.2%	25.6%
财务费用	-1	1	4	2	5	10
%销售收入	0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.1%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	1	2	1	0	0	0
公允价值变动收益	4	2	0	0	0	0
投资收益	1	5	4	3	3	4
%税前利润	0.6%	2.3%	1.0%	0.5%	0.4%	0.4%
营业利润	158	249	407	556	765	1,016
营业利润率	19.9%	22.0%	26.7%	26.3%	26.8%	27.0%
营业外收支	-19	-33	-51	-31	-22	-34
税前利润	139	215	356	525	743	983
利润率	17.5%	19.0%	23.3%	24.8%	26.0%	26.1%
所得税	-22	-34	-69	-83	-111	-149
所得税率	16.2%	15.8%	19.4%	15.8%	15.0%	15.2%
净利润	117	181	287	442	632	833
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	117	181	287	442	632	833
净利率	14.7%	16.0%	18.8%	20.9%	22.1%	22.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	117	181	287	442	632	833
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	38	42	49	89	101	118
非经营收益	0	-11	-6	23	17	28
营运资金变动	-62	23	33	-84	-57	-75
经营活动现金净流	93	235	363	470	692	905
资本开支	-119	-191	-219	-228	-152	-166
投资	-264	79	-70	0	0	0
其他	1	0	0	3	3	4
投资活动现金净流	-382	-112	-289	-225	-149	-162
股权募资	348	0	0	0	0	0
债权募资	-41	-9	-10	3	-4	0
其他	-26	-25	-48	-122	-143	-163
筹资活动现金净流	281	-34	-58	-119	-146	-163
现金净流量	-9	88	15	126	397	580

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	197	285	301	425	821	1,401
应收款项	197	228	243	325	429	556
存货	100	116	130	155	204	272
其他流动资产	279	205	281	288	293	300
流动资产	773	834	956	1,194	1,747	2,529
%总资产	64.8%	58.6%	54.0%	56.5%	64.7%	72.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	127	179	380	473	499	510
%总资产	10.6%	12.6%	21.5%	22.4%	18.5%	14.6%
无形资产	251	316	351	335	339	342
非流动资产	420	590	813	920	952	968
%总资产	35.2%	41.4%	46.0%	43.5%	35.3%	27.7%
资产总计	1,193	1,424	1,769	2,114	2,700	3,497
短期借款	19	16	4	8	5	5
应付款项	34	54	107	119	163	223
其他流动负债	62	107	157	167	212	265
流动负债	115	177	268	294	380	492
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	77	86	93	92	103	117
负债	192	263	361	386	483	609
普通股股东权益	1,000	1,161	1,408	1,728	2,217	2,888
其中：股本	407	407	407	407	407	407
未分配利润	168	312	531	851	1,340	2,011
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,193	1,424	1,769	2,114	2,700	3,497

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.287	0.445	0.706	1.087	1.553	2.049
每股净资产	2.459	2.855	3.460	4.247	5.449	7.098
每股经营现金净流	0.228	0.577	0.893	1.155	1.702	2.225
每股股利	0.050	0.100	0.210	0.300	0.350	0.400
回报率						
净资产收益率	11.65%	15.60%	20.39%	25.59%	28.49%	28.86%
总资产收益率	9.77%	12.72%	16.23%	20.91%	23.40%	23.83%
投入资本收益率	10.37%	15.60%	20.28%	24.92%	27.47%	28.19%
增长率						
主营业务收入增长率	8.81%	42.61%	34.86%	38.74%	34.66%	31.99%
EBIT增长率	13.76%	73.18%	63.58%	43.88%	39.65%	33.88%
净利润增长率	81.31%	55.44%	58.40%	54.01%	42.89%	31.96%
总资产增长率	51.01%	19.40%	24.18%	19.51%	27.72%	29.54%
资产管理能力						
应收账款周转天数	66.0	56.3	48.2	43.0	42.0	41.0
存货周转天数	371.4	315.2	265.5	240.0	240.0	240.0
应付账款周转天数	85.4	84.8	147.3	140.0	140.0	140.0
固定资产周转天数	26.8	19.7	58.3	51.2	36.9	25.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-44.63%	-40.13%	-40.34%	-39.85%	-49.05%	-57.72%
EBIT利息保障倍数	148.5	-200.7	-85.8	-217.2	-148.3	-98.3
资产负债率	16.13%	18.46%	20.41%	18.26%	17.88%	17.42%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-01-20	买入	43.37	49.50~49.50
2	2023-03-31	买入	45.91	N/A

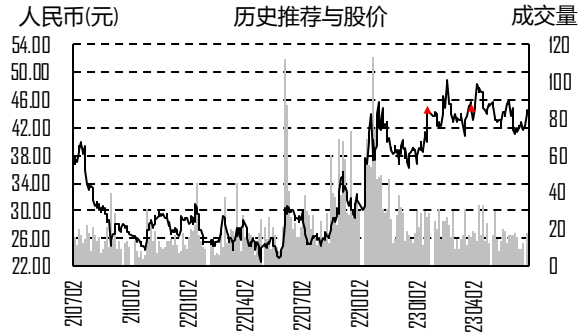
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806