

特宝生物 (688278.SH)

增持

核心产品派格宾销售同比增长 54%，慢乙肝临床治愈适应症申请获受理

核心观点

核心产品派格宾销售同比增长 54%。2023 年公司实现营收 21.00 亿元（同比+37.6%），归母净利润 5.55 亿元（同比+93.5%），扣非净利润 5.79 亿元（同比+73.6%）。分产品看，核心产品派格宾实现销售 17.90 亿元（同比+54.2%），占营收比例达到~85%，是公司业绩增长的主要驱动力，毛利率 95.52%（同比+6.0pp），主要由于减少了专利使用费支出，派格宾毛利率大幅改善；特尔津、特尔康、特尔立分别实现营收 1.60/0.87/0.46 亿元（分别同比-16.2%/-12.0%/-31.4%），销售量分别为 916.57/183.99/153.47 万支（分别同比+4.7%/+4.7%/-26.5%）；珮金（YPEG-G-CSF）于 2023 年 6 月 30 日获批上市，2024 年作为首个完整销售年，有望贡献销售增量。

公司专注于重组蛋白质及长效修饰药物。特宝生物成立于 1996 年，是一家主要从事重组蛋白质及其长效修饰药物研发、生产及销售的创新型生物医药企业。公司以免疫相关细胞因子药物为主要研发方向，为病毒性肝炎、恶性肿瘤等重大疾病治疗领域提供解决方案。

核心品种派格宾目前是国内市场唯一的长效干扰素产品。派格宾是全球首个 40kD 聚乙二醇干扰素 α -2b 注射液，于 2016 年在国内获批上市。基于抑制病毒复制和增强免疫的双重作用，派格宾获批适应症为慢性乙型/丙型肝炎（180 μ g 剂量 qWx48）；2024 年 3 月，新增联合核苷（酸）类似物适用于临床治愈成人慢性乙型肝炎适应症申请获受理。国内共有 3 款长效干扰素产品获批上市，其中 Merck/先灵葆雅的佩乐能（2016 年 2 月起停产）、Roche 的派罗欣（国内合作方歌礼制药于 2022 年底停止提供推广服务，Roche 将不再寻求其他合作方，也不会在国内继续开展派罗欣的商业推广）已退出中国市场，短期内公司派格宾为国内市场唯一长效干扰素产品。

投资建议：公司核心品种派格宾是目前国内唯一长效干扰素产品，国内慢性乙肝患者群体庞大，随着乙肝临床治愈理念的不断普及、科学证据的积累，以长效干扰素为基石的组合疗法渗透率有望持续提升；珮金是新一代长效升白药，有望贡献销售增量；长效生长激素已提交 NDA，国内进度领先。预计 2024-2026 年，公司营收分别为 28.09/36.72/46.99 亿元，归母净利润分别为 7.50/10.70/14.77 亿元。综合相对估值法和绝对估值法，得出公司价格区间为 70.27~73.37 元，较目前股价有 7%~12% 上涨空间。**首次覆盖，给予“增持”评级。**

风险提示：估值的风险、盈利预测的风险、在研产品研发失败的风险、产品商业化不达预期的风险等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,527	2,100	2,809	3,672	4,699
(+/-%)	34.9%	37.6%	33.7%	30.8%	28.0%
归母净利润(百万元)	287	555	750	1070	1477
(+/-%)	58.4%	93.5%	35.0%	42.7%	38.0%
每股收益(元)	0.71	1.37	1.84	2.63	3.63
EBIT Margin	23.5%	31.4%	31.9%	34.3%	36.4%
净资产收益率(ROE)	20.4%	29.6%	29.7%	31.1%	31.4%
市盈率(PE)	92.8	48.0	35.5	24.9	18.0
EV/EBITDA	67.2	38.0	28.6	20.5	15.2
市净率(PB)	18.93	14.20	10.56	7.75	5.67

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·生物制品

证券分析师：张佳博 021-60375487 zhangjiabo@guosen.com.cn
 证券分析师：陈益凌 021-60933167 chenchenyiling@guosen.com.cn
 S0980523050001 S0980519010002

证券分析师：马千里 010-88005445 maqianli@guosen.com.cn
 S0980521070001

基础数据

投资评级 增持(首次评级)
 合理估值
 收盘价 65.49 元
 总市值/流通市值 26641/26641 百万元
 52 周最高价/最低价 69.97/31.01 元
 近 3 个月日均成交额 150.52 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

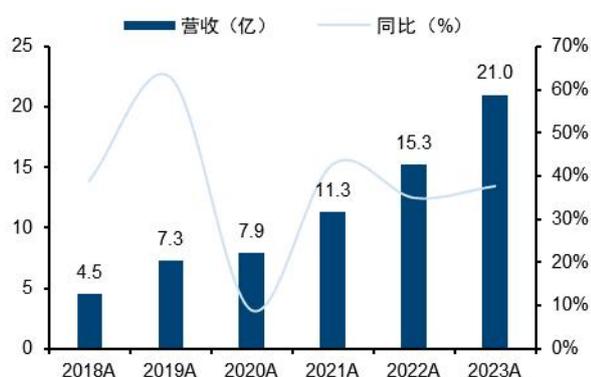
相关研究报告

核心产品派格宾销售同比增长 54%。2023 年公司实现营收 21.00 亿元（同比+37.6%），归母净利润 5.55 亿元（同比+93.5%），扣非净利润 5.79 亿元（同比+73.6%）。

分季度看，2023Q4 单季度实现营收 6.41 亿元（同比+66.9%）、净利润 1.87 亿元（同比+115.4%）。

分产品看，核心产品派格宾实现销售 17.90 亿元（同比+54.2%），占营收比例达到~85%，是公司业绩增长的主要驱动力，实现毛利率 95.52%（同比+6.0pp），主要由于减少了专利使用费支出，派格宾毛利率大幅改善；特尔津、特尔康、特尔立分别实现营收 1.60/0.87/0.46 亿元（分别同比-16.2%/-12.0%/-31.4%），销售量分别为 916.57/183.99/153.47 万支（分别同比+4.7%/+4.7%/-26.5%）；珮金（YPEG-G-CSF）于 2023 年 6 月 30 日获批上市，2024 年作为首个完整销售年，有望贡献销售增量。

图1：特宝生物营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：特宝生物单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：特宝生物归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：特宝生物单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

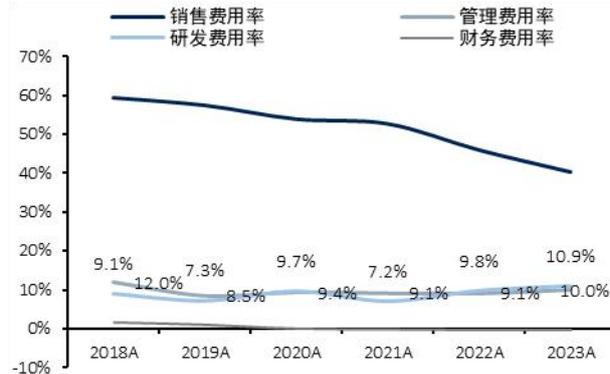
毛利率/净利率提升，销售费用率持续改善。2023年，公司毛利率为93.3%（同比+4.4pp），主要由于核心品种派格宾减少了专利使用费支出，毛利率同比+6.0pp。销售费用率40.4%（同比-5.6pp）、管理费用率10.0%（同比+1.0pp）、研发费用率10.9%（同比+1.1pp），随销售规模增长带来的规模效应，公司销售费用率持续改善。

图5：特宝生物毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：特宝生物期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司概况

特宝生物成立于 1996 年，是一家主要从事重组蛋白质及其长效修饰药物研发、生产及销售的创新型生物医药企业。公司以免疫相关细胞因子药物为主要研发方向，为病毒性肝炎、恶性肿瘤等重大疾病治疗领域提供解决方案。

表1: 特宝生物发展历程

时间	事件
1996	公司设立
1997	特尔立 (rhGM-CSF) 国内首家上市
1999	特尔津 (rhG-CSF) 上市
2005	特尔康 (rhIL-11) 上市
2016	国家 1 类新生物制品派格宾 (PEG-IFN- α -2b) 上市
2020	于上交所科创板挂牌上市
2023	珮金/拓培非格司亭注射液 (YPEG-G-CSF) 上市

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

管理团队产业经验丰富。公司董事长、总经理、共同创始人之一孙黎先生，为高级工程师、国务院特殊津贴专家，拥有 30 年以上生物医药行业经验，作为技术负责人，领导公司团队率先在国内首家研发成功原国家 2 类新药——注射用重组人粒细胞巨噬细胞刺激因子（特尔立，rhGM-CSF）。

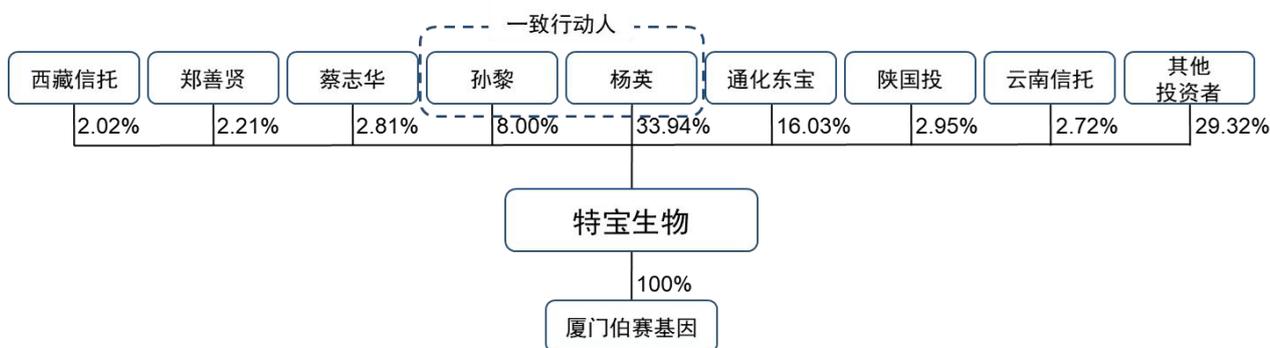
图7: 特宝生物核心团队职责与履历

姓名	职务	个人经历
孙黎	董事长、 总经理	1966 年 6 月出生，中国国籍，拥有新西兰永久居留权，复旦大学生物学学士，中国科学院微生物研究所硕士，教授级高级工程师，国务院特殊津贴专家。1991 年 6 月至 1992 年 11 月就职于湖南医科大学遗传国家实验室，任研究实习员；1992 年 12 月至 1995 年 7 月就职于湖南医科大学湘雅医院中心实验室，任助理研究员；公司设立起至 2013 年 4 月任总工程师，副总经理，2013 年 5 月至今任公司总经理；现任公司董事长兼总经理。兼任第 11 届国家药典委员会委员，是国家科技部“创新人才推进计划重点领域创新团队”负责人，入选福建省“双百”计划”人才，福建省杰出科技人才，曾获中国药学会发展奖，湖南省科学技术进步奖一等奖等多项奖励。
陈方和	副总经理	1965 年 10 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，理学硕士，EMBA。曾任普琳斯工业公司品管主管，厦门海天科技中心销售部经理；1996 年加入公司，历任公司销售业务员，福建区销售经理，市场部经理，销售总监，总经理助理；现任公司副总经理。
孙志里	副总经理、 董事会秘书	1965 年 2 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于厦门大学会计系，本科学历，高级会计师，持有上海证券交易所科创板董事会秘书资格证书。1989 年 7 月至 1993 年 10 月就职于中国工艺品进出口总公司，任会计；1993 年 11 月至 1999 年 6 月就职于厦门东方发展公司，任财务部经理；1999 年 7 月加入公司，现任公司副总经理兼董事会秘书。
郑杰华	副总经理	1980 年 3 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，大学本科学历，高级营销师。2002-2005 年任伯赛基因研发人员，2005 年 3 月开始历任公司学术推广人员，省区经理，大区经理，销售总监，现任公司副总经理。
赖力平	副总经理	1971 年 10 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，中级经济师。1994 年 9 月加入公司，历任业务员，生产部副经理，国际部经理；现任公司副总经理。
石丽玉	副总经理、 人力资源总监	1980 年 8 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士学历，高级人力资源管理师，项目管理师，心理咨询师。曾任厦门市海沧区岱岱小学语文教师，立浦集团上海扬铁人力资源专员，厦门正信行商务顾问有限公司总经理助理兼培训师，厦门浪漫宣言制衣有限公司培训负责人，厦门安妮股份有限公司培训部经理兼事业部人力行政经理，厦门启高机械有限公司人力资源总监；2011 年 12 月加入公司，现任公司副总经理。
杨美花	副总经理	1972 年 12 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，厦门大学生物化学与分子生物学博士，副主任药师；获福建省“五一”劳动奖章，厦门市“五一”劳动奖章。曾任天安制药厦门有限公司质检员；1998 年 12 月加入公司，历任质检员，质保部经理，现任公司副总经理。
张林忠	副总经理	1969 年 1 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，北京大学项目管理工程硕士，副主任药师。获厦门市“五一”劳动奖章。曾任湖北制药厂一车间技术员；1997 年 3 月加入公司，历任技术员，生产部经理，现任公司副总经理。
周卫东	副总经理	1971 年 10 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，复旦大学生物与医药工程博士，高级工程师，国务院政府特殊津贴专家，国家外国专家局引智项目评审专家。曾任福建省亚热带植物研究所科研人员。获国家科技部“十一五”国家科技计划执行突出贡献奖，厦门市拔尖人才，海沧区拔尖人才。2000 年 2 月入职公司任研发中心总监，现任公司副总经理。

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司实际控制人为杨英、兰春和孙黎，上述三人为一致行动人。杨英及孙黎分别持有公司 33.94%、8.00% 股份。实际控制人之一孙黎的配偶蔡智华持有公司 2.81% 的股份。

图8: 特宝生物股权结构及主要子公司



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司目前拥有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等核心平台技术。公司围绕病毒性肝炎、恶性肿瘤及免疫性疾病构建在研管线，其中派格宾已获批上市，目前临床功能性治愈研究项目进行中；Y 型 PEG 化生长激素（商品名：益佩生）于 2024 年 1 月提交 NDA 并获得受理；Y 型 PEG 化人促红素正在开展 Ph3 临床申请相关准备；AK0706 引进自爱科百发，靶向 PAPD5/7 通过干扰 HBV 转录从而影响其复制，目前处于 Ph1 临床阶段。

表2: 特宝生物在研管线

序号	项目名称/代码	应用前景
1	慢性乙型肝炎临床治愈研究项目	派格宾是国内自主研发的全球首个 40kD 聚乙二醇 4000 散长效干扰素 α-2b 注射液，用于慢性乙型肝炎患者的临床治愈
2	Y 型聚乙二醇人生长激素 (YPEG-GH)	用于治疗生长激素缺乏症
3	Y 型聚乙二醇重组人促红素 (YPEG-EPO)	用于慢性肾功能不全导致的贫血
4	人干扰素 α2b 喷雾剂	用于新型冠状病毒暴露后的感染风险
5	AK0706	AK0706 是一种全新结构的小分子化合物，用于治疗慢性乙型肝炎
6	ACT50	ACT50 是一种 PEG 化的针对全新机制靶向 V3 的新型蛋白质药物，用于治疗肿瘤等相关疾病
7	ACT60	ACT60 是一种糖皮质激素及 IL-2 类激动剂的联合药物组合，用于治疗过敏等相关呼吸道疾病

资料来源: 公司官网，国信证券经济研究所整理

主要产品及研发管线

派格宾（通用名：聚乙二醇干扰素 α -2b 注射液）

派格宾是全球首个 40kD 聚乙二醇干扰素 α -2b 注射液，于 2016 年在国内获批上市。基于抑制病毒复制和增强免疫的双重作用，派格宾获批适应症为慢性乙型/丙型肝炎（180 μ g 剂量 qWx48）；2024 年 3 月，新增联合核苷（酸）类似物适用于临床治愈成人慢性乙型肝炎适应症申请获受理。

2023 年，派格宾实现营收 17.90 亿元（同比+54%），销售量 284.67 万支（同比+46.7%），毛利率 95.52%（同比+6.0pp）。主要由于随着乙肝临床治愈研究的不断深入，派格宾作为慢性乙肝抗病毒治疗的一线用药，对于提高乙肝患者临床治愈率、降低肝癌风险的作用进一步得到专家和患者的认可，产品持续放量，带来收入的快速增长。

国内短期竞争格局良好。国内共有 3 款长效干扰素产品获批上市，其中 Merck/先灵葆雅的佩乐能（2016 年 2 月起停产）、Roche 的派罗欣（国内合作方歌礼制药于 2022 年底停止提供推广服务，Roche 将不再寻求其他合作方，也不会在国内继续开展派罗欣的商业推广）已退出中国市场，短期内公司派格宾为国内市场唯一长效干扰素产品。

图9：2016-2023 年派格宾销售额及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

特尔津（通用名：人粒细胞刺激因子注射液）

特尔津于 1999 年获批上市，是国内第 4 个获批上市的重组人粒细胞刺激因子（rhG-CSF）药物，主要用于癌症化疗以及再生障碍性贫血等原因导致中性粒细胞减少症，促进骨髓移植后的中性粒细胞数升高。目前国内 G-CSF 产品竞争较为激烈，特尔津主要竞争产品包括津优力（石药集团）、瑞白/新瑞白（齐鲁制药）、立生素（双鹭药业）等，进口产品有日本协和发酵麒麟株式会惠尔血。

2023 年，特尔津实现营收 1.60 亿元（同比-16%），实现销售量 916.57 万支（同比+4.7%），毛利率 79.9%（同比-6.5pp）。

图10: 2016-2023 年特尔津销售额及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

珮金 (通用名: 拓培非格司亭注射液)

珮金于 2023 年 7 月在国内获批上市, 主要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。

珮金采用 40kD Y 型 PEG 修饰, 并通过选择性修饰和制备工艺, 以 N 端氨基酸和第 17 位赖氨酸 (K17) 作为主要修饰位点, 在药物半衰期、有效血药浓度的稳定性、降低药物使用剂量 (2mg 固定剂量或按照体重 33 μ g/kg, 约为其他已上市长效 G-CSF 药物的三分之一) 和不良反应发生风险上具有一定优势。

表3: 国内已上市长效 G-CSF 药物临床数据对比

内容	珮金 (特宝生物)	津优力 (石药百克)	新瑞白 (齐鲁制药)	艾多 (恒瑞医药)
适应症	预防恶性肿瘤患者 (非髓性) 在接受化疗、放疗等治疗中可能发生的发热性中性粒细胞减少症			
主要疗效、核心指标				
4 度中性粒细胞减少持续时间	0.25 天	未能获得	未能获得	0.54-0.61 天
4 度中性粒细胞减少发生率	14.29%	10.30%	未能获得	30.0-33.0%
3 度以上中性粒细胞减少持续时间	0.61 天	未能获得	1.36-1.37 天	0.18-1.33 天
3 度以上中性粒细胞减少发生率	25.00%	16%	63.03-65.50%	9.09-50.91%
发热性中性粒细胞减少发生率	1.79%	0.30%	5.85-6.06%	0-4.50%

资料来源: 特宝生物招股说明书, 国信证券经济研究所整理

2023 年 5 月, 公司与复星医药子公司江苏复星签署《关于拓培非格司亭注射液 (珮金) 的独家商业化协议》, 授予江苏复星关于拓培非格司亭注射液在国内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, 协议约定的独家商业化期限为 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。

2023 年, 珮金实现销售 1005 万元, 毛利率 82.68%。珮金与特尔津为长短效产品组合, 进一步丰富了公司的产品线结构, 为相关肿瘤患者提供更多治疗选择。

特尔康（通用名：注射用人白介素-11）

特尔康于 2005 年获批上市，是国内第 5 个获批上市的重组人白介素-11 (rhIL-11) 药物，主要用于实体瘤、非髓性白血病化疗后 III、IV 度血小板减少症的治疗。根据中国临床肿瘤学会（CSCO）发布的《淋巴瘤化疗所致血小板减少症防治中国专家共识》，rhIL-11 是治疗淋巴瘤化疗所致血小板减少症的主要药物；根据中国抗癌协会发布的《中国肿瘤化疗相关性血小板减少症专家诊疗共识》推荐，rhIL-11 是肿瘤化疗相关血小板减少症的主要治疗手段之一。

2023 年，特尔康实现营收 0.87 亿元（同比-12.0%），销售量 183.99 万支（同比+4.7%），毛利率 83.75%（同比-5.7pp）。

图11：2016-2023 年特尔康销售额及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

特尔立（通用名：注射用人粒细胞巨噬细胞刺激因子）

特尔立于 1997 年获批上市，是首个国产上市的重组人粒细胞巨噬细胞刺激因子 (rhGM-CSF) 药物，主要用于预防和治疗肿瘤放疗或化疗后引起的白细胞减少症以及预防白细胞减少可能潜在的感染并发症，治疗骨髓造血机能障碍及骨髓增生异常综合征，使感染引起的中性粒细胞减少的恢复加快。GM-CSF 目前尚无长效化制剂，除特尔立外，国内上市品牌还包括里亚尔（哈药生物）、尤尼芬（海南通用同盟药业）等。

2023 年，特尔立实现营收 0.46 亿元（同比-31.4%），销售量 153.47 万支（同比-26.5%），毛利率 79.47%（同比-7.1pp）。

图12: 2016-2023 年特尔立销售额及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

Y 型聚乙二醇重组人生长激素 (YPEG-GH, 怡培生长激素)

怡培生长激素于 2024 年 1 月提交上市申请并获得受理, 采用 40kD Y 型分支聚乙二醇分子对重组人生长激素进行高活性位点修饰, 实现在保证疗效及安全性的前提下, 进一步降低总给药剂量的目标, 以获得更佳的长期药物安全及有效性。相比于单链聚乙二醇衍生物, Y 型聚乙二醇衍生物具有更大的空间位阻。

目前国内仅金赛药业的金赛增一款长效生长激素产品上市, 除公司外, 维昇药业于 2024 年 3 月提交隆培促生长素上市申请。

表4: 国内已上市/在研重组人生长激素产品管线进展

公司	商品名	代号/通用名	进度	时间
金赛药业	赛增	重组人生长激素 (粉针)	上市	1998
安科生物	安苏萌	重组人生长激素 (粉针)	上市	1999
上海联合赛尔	珍怡	重组人生长激素 (粉针)	上市	1999
科兴制药	赛高路	重组人生长激素 (粉针)	上市	2002
中山未名海济	海之元	重组人生长激素 (粉针)	上市	2002
LG Chem	尤得盼	重组人生长激素 (粉针)	上市	2006
金赛药业	赛增	重组人生长激素 (水针)	上市	2005
Novo Nordisk	诺泽	重组人生长激素 (水针)	上市	2018
安科生物	安苏萌	重组人生长激素 (水针)	上市	2019
君合盟生物		重组人生长激素 (水针)	Ph3	2023.05
科兴制药		重组人生长激素 (水针)	IND	2023.06
金赛药业	金赛增	聚乙二醇化重组人生长激素	上市	2014.01
特宝生物		怡培生长激素	NDA	2024.01
维昇药业/Ascendis		隆培促生长素	NDA	2024.03
安科生物		聚乙二醇化重组人生长激素	Ph3	2017.11
天境生物/济川药业		伊坦生长激素 α /TJ101	Ph3	2020.11
Novo Nordisk		Somapacitan	Ph3	2021.06
优诺金		重组人血白蛋白-生长激素融合蛋白 (HSA-rhGH)	Ph2	2021.12
安科生物		AK2017-IgG4-Fc 融合蛋白	Ph2	2023.12
亿帆医药/亿一生物		重组人生长激素-Fc 融合蛋白 (F-899)	Ph1	2021.11
千红药业		聚乙二醇定点修饰重组生长激素 (QHRD211)	Ph1	2022.04
科兴制药		长效重组人生长激素-GB08	申请临床	2024.03

资料来源: chinadrugtrial, 国信证券经济研究所整理

Y 型聚乙二醇重组人促红素（YPEG-EPO）

采用 40kD Y 型分支聚乙二醇分子对重组人促红细胞生成素进行修饰，是全新结构的长效化重组人促红细胞生成素类药物，用于慢性肾功能不全导致的贫血。目前 Ph2 临床试验已经完成。

Roche 的美信罗/Mircera 是国内第一款上市的长效化重组人促红素，采用 30kD 直链 PEG 修饰，半衰期平均为 119~124 小时，可实现 1 个月给药 1 次；公司 Y 型 PEG 化促红素产品采用 40 kD PEG 修饰，半衰期平均为 100~164 小时，与美信罗类似，可支持 2~4 周给药 1 次。此外，相关研究表明，支链 PEG 修饰方式的蛋白质 pH 抗性、热稳定性和抗蛋白酶酶解能力均明显强于直链 PEG 修饰方式。

表5: 国内已上市/在研重组促红素产品管线进展

公司	商品名	代号/通用名	进度	时间
Roche	美信罗	甲氧聚二醇重组人促红素	上市	2018
Amgen/Kyowa Kirin	耐斯宝	达依泊汀 α	上市	2020
上海美桦生物		重组人促红素-Fc 融合蛋白	Ph3	2021.03
三生制药		重组红细胞生成刺激蛋白-NuPIAO	Ph3	2021.12
特宝生物/厦门伯赛基因		Y 型聚乙二醇重组人促红素	Ph2	2020.11
东莞宝丽健生物		重组人促红素-Fc 融合蛋白	Ph2	2021.12
天辰生物		重组人促红素-Fc 融合蛋白	Ph1	2022.08

资料来源: chinadrugtrial, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设条件

- **派格宾**：目前国内市场唯一的长效干扰素产品，国内慢性乙肝患者群体庞大，随着乙肝临床治愈理念的不断普及、科学证据的积累，以长效干扰素为基石的组合疗法渗透率有望持续提升，假设派格宾 2024-2026 年销量增速分别为 45%/40%/30%；
- **其他商业化产品**：特尔津、特尔康、特尔立为上市多年的成熟产品，预计 2023 年由于医疗行业整顿等因素影响，销售额有所下滑，假设 2024-2026 年销售额维持稳定；珮金是新一代长效升白药，于 2023 年 7 月上市，由复星医药控股子公司江苏复星独家代理销售，2023 年实现销售额 1005 万，假设 2024-2026 年分别实现销售 0.5/1/2 亿元。

表6: 特宝生物盈利预测（单位：亿元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收	2.78	3.23	4.46	7.25	7.89	11.23	15.17	21.00	28.09	36.72	46.99
YoY		16%	38%	63%	9%	42%	35%	38%	34%	31%	28%
成本	0.31	0.42	0.56	0.80	0.84	1.23	1.67	1.38	1.83	2.36	3.04
毛利率	88.8%	87.0%	87.4%	89.0%	89.4%	89.0%	89.0%	93.4%	93.5%	93.6%	93.5%
派格宾											
营收	0.72	0.87	1.87	3.63	4.58	7.70	11.61	17.90	24.65	32.79	42.05
YoY		21%	115%	94%	26%	68%	51%	54%	38%	33%	28%
销量	10	13	27	68	77	136	194	285	413	578	780
YoY		27%	118%	149%	13%	77%	43%	47%	45%	40%	35%
价格	729	693	684	533	596	568	598	629	597	567	539
成本	0.07	0.15	0.29	0.48	0.52	0.80	1.22	0.80	1.16	1.57	2.06
毛利率	90.3%	82.8%	84.5%	86.8%	88.6%	89.6%	89.5%	95.5%	95.3%	95.2%	95.1%
特尔津											
营收	0.97	1.18	1.27	1.92	1.71	1.90	1.91	1.60	1.60	1.60	1.60
成本	0.14	0.17	0.17	0.20	0.20	0.28	0.26	0.32	0.34	0.35	0.37
毛利率	86%	86%	87%	90%	88%	85%	86%	80%	79%	78%	77%
特尔康											
营收	0.67	0.72	0.84	1.19	1.14	1.10	0.99	0.87	0.87	0.87	0.87
成本	0.05	0.05	0.05	0.07	0.07	0.08	0.10	0.14	0.15	0.16	0.17
毛利率	93%	93%	94%	94%	94%	93%	90%	84%	83%	82%	81%
特尔立											
营收	0.41	0.46	0.48	0.52	0.45	0.53	0.66	0.46	0.46	0.46	0.46
成本	0.05	0.06	0.05	0.05	0.05	0.07	0.09	0.09	0.10	0.10	0.11
毛利率	88%	87%	90%	90%	89%	87%	86%	79%	78%	77%	76%
珮金											
营收								0.10	0.50	1.00	2.00
成本								0.02	0.09	0.17	0.34
毛利率								83%	83%	83%	83%
销售费用率	55.0%	62.8%	59.9%	57.9%	54.4%	53.3%	46.3%	40.4%	39.3%	37.6%	36.3%
管理费用率	17.3%	15.8%	12.1%	8.6%	9.4%	9.2%	9.1%	9.6%	9.5%	9.2%	9.0%
研发费用率	3.2%	5.9%	9.2%	7.3%	9.8%	7.3%	9.9%	11.0%	11.9%	11.7%	11.2%
财务费用率	1.8%	1.9%	1.8%	1.1%	0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.05%	0.01%	0.01%	0.01%
净利润	0.29	0.05	0.16	0.64	1.17	1.81	2.87	5.55	7.50	10.70	14.77
YOY		-83%	220%	300%	83%	55%	59%	93%	35%	43%	38%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理、预测

绝对估值：70.27~73.37 元

表7: 绝对估值法假设条件

无杠杆 Beta	1.30	T	14.00%
无风险利率	2.30%	Ka	10.75%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.30
公司股价	65.49	Ke	10.75%
发行在外股数	407	E/(D+E)	99.97%
股票市值(E)	26641	D/(D+E)	0.03%
债务总额(D)	8	WACC	10.75%
Kd	5.00%	永续增长率(10年后)	2.00%

资料来源：国信证券经济研究所预测

根据以上主要假设条件,采用 FCFF 估值方法,得出公司价格区间为 70.27~73.37 元。

表8: FCFF 估值表(百万元)

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	TV
EBIT	896.9	1,260.3	1,712.4	2,099.6	2,591.8	3,119.7	3,659.8	4,181.2	4,624.7	4,948.9	
所得税税率	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	771.3	1,083.9	1,472.7	1,805.7	2,228.9	2,683.0	3,147.4	3,595.8	3,977.2	4,256.1	
折旧与摊销	50.7	70.0	85.8	102.4	119.1	135.9	152.7	169.4	186.2	202.9	
营运资金的净变动	(62.8)	(70.5)	(179.9)	(128.7)	(158.8)	(197.9)	(180.8)	(179.4)	(159.8)	(119.9)	
资本性投资	(233.9)	(247.8)	(257.0)	(246.2)	(250.4)	(251.2)	(249.3)	(250.3)	(250.3)	(249.9)	
FCFF	525.3	835.6	1,121.6	1,533.1	1,938.8	2,369.7	2,870.0	3,335.6	3,753.4	4,089.2	47,666.5
PV(FCFF)	474.3	681.2	825.6	1,019.1	1,163.6	1,284.2	1,404.3	1,473.7	1,497.3	1,472.9	17,169.8
核心企业价值	28,466.2										
减: 净债务	(736.3)										
股票价值	29,202.5										
每股价值	71.79										

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感,下表为敏感性分析。

表9: 绝对估值对折现率和永续增长率的敏感性分析(横/纵轴:折现率/永续增长率)

	10.6%	10.7%	10.75%	10.9%	11.0%
2.3%	75.62	74.50	73.41	72.35	71.32
2.2%	75.02	73.93	72.86	71.81	70.80
2.1%	74.45	73.37	72.32	71.29	70.29
2.0%	73.88	72.82	71.79	70.78	69.79
1.9%	73.33	72.29	71.27	70.27	69.30
1.8%	72.79	71.76	70.76	69.78	68.83
1.7%	72.27	71.25	70.27	69.30	68.36

资料来源：国信证券经济研究所预测

相对估值：70.59~78.02 元

考虑到公司核心品种派格宾销售占比较高，主要布局乙肝/慢病领域，在研品种长效生长激素已提交 NDA，我们选取长春高新（核心大单品生长激素水针/长效水针）、凯因科技（核心品种丙肝治疗药物凯力唯快速放量，长效干扰素处于 Ph3 临床阶段）、信立泰（布局心血管等慢病领域，在研管线进入收获期）作为可比公司，采用 PEG 估值，给予特宝生物 2024 年 0.95x~1.05x PEG，对应 PE 为 38x~42x，合理股价区间为 70.59~78.02 元。

表10: 可比公司估值表

代码	公司名称	股价 240416	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE				ROE	PEG
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	23A	24E
000661.SZ	长春高新	120.88	489	45.32	52.99	60.38	64.17	13	9	8	8	20.5%	0.9
688687.SH	凯因科技	24.66	42	1.17	1.70	2.30	2.67	51	25	18	16	6.6%	1.0
002294.SZ	信立泰	28.80	321	5.80	6.70	7.99	8.91	63	48	40	36	7.2%	3.1
平均													1.5
688278.SH	特宝生物	65.49	266	5.55	7.50	10.70	14.77	38	36	25	18	29.6%	0.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理、预测

注：长春高新、凯因科技、信立泰盈利预测来自于 Wind 一致预期，计算 PEG 时增速选取 2024~2026 年复合增速

投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级

公司核心品种派格宾是目前国内唯一长效干扰素产品，国内慢性乙肝患者群体庞大，随着乙肝临床治愈理念的不断普及、科学证据的积累，以长效干扰素为基石的组合疗法渗透率有望持续提升；珮金是新一代长效升白药，有望贡献销售增量；长效生长激素已提交 NDA，国内进度领先。预计 2024-2026 年，公司营收分别为 28.09/36.72/46.99 亿元，归母净利润分别为 7.50/10.70/14.77 亿元。综合相对估值法和绝对估值法，得出公司价格区间为 70.27~73.37 元，较目前股价有 7%~12% 上涨空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值 FCFF 计算得出公司的合理估值，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：1）可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；2）加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.30%（根据 10 年期国债收益率）、风险溢价 6.5%（参考沪深 300 指数过去 5 年的年化收益率与无风险利率差值），可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；3）我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险。

盈利预测的风险

可能对公司未来收入和利润增长偏乐观，考虑到未来市场格局有不确定性，行业竞争可能加剧，产品价格的下滑如果超过预期，将对收入增长带来较大的不利变化。

在研产品研发失败的风险

处于临床试验中的产品，因临床试验结果受多种因素的影响，包括临床试验方案的调整、受试者对临床方案的接受程度等，因此公司临床试验结果可能无法达到临床方案的研究终点，面临临床试验失败的风险。

产品商业化不达预期的风险

创新药获批上市后仍需要进行商业渠道的建设、对医生的学术推广和患者的教育，才能取得理想的销售额，可能存在新药商业化不达预期的风险。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	301	413	820	1489	2404	营业收入	1527	2100	2809	3672	4699
应收款项	243	459	542	699	942	营业成本	169	140	183	236	304
存货净额	130	187	167	215	306	营业税金及附加	8	11	15	19	25
其他流动资产	11	24	24	33	46	销售费用	703	849	1105	1381	1704
流动资产合计	956	1340	1811	2693	3956	管理费用	138	210	276	347	429
固定资产	380	482	657	831	996	研发费用	150	230	334	430	525
无形资产及其他	122	192	185	178	172	财务费用	(4)	(5)	(15)	(29)	(48)
投资性房地产	311	342	342	342	342	投资收益	4	4	4	4	4
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	(10)	(3)	(4)	(6)
资产总计	1769	2356	2995	4044	5465	其他收入	(109)	(207)	(334)	(430)	(525)
短期借款及交易性金融负债	4	4	8	5	6	营业利润	407	681	913	1288	1759
应付款项	97	41	65	86	99	营业外净收支	(51)	(40)	(41)	(44)	(42)
其他流动负债	166	359	323	441	596	利润总额	356	641	872	1244	1717
流动负债合计	268	404	396	533	701	所得税费用	69	85	122	174	240
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	93	76	76	72	65	归属于母公司净利润	287	555	750	1070	1477
长期负债合计	93	76	76	72	65	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	361	480	472	605	766	净利润	287	555	750	1070	1477
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	13	13	6	7
股东权益	1408	1876	2523	3438	4699	折旧摊销	43	53	51	70	86
负债和股东权益总计	1769	2356	2995	4044	5465	公允价值变动损失	(0)	10	3	4	6
						财务费用	(4)	(5)	(15)	(29)	(48)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	31	(186)	(63)	(71)	(180)
每股收益	0.71	1.37	1.84	2.63	3.63	其它	0	(13)	(13)	(6)	(7)
每股红利	0.10	0.21	0.25	0.38	0.53	经营活动现金流	361	433	740	1074	1388
每股净资产	3.46	4.61	6.20	8.45	11.55	资本开支	0	(128)	(234)	(248)	(257)
ROIC	29.51%	43.62%	46%	58%	68%	其它投资现金流	(74)	14	0	0	0
ROE	20.39%	29.60%	30%	31%	31%	投资活动现金流	(74)	(114)	(234)	(248)	(257)
毛利率	89%	93%	93%	94%	94%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	23%	31%	32%	34%	36%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	26%	34%	34%	36%	38%	支付股利、利息	(41)	(87)	(103)	(155)	(216)
收入增长	35%	38%	34%	31%	28%	其它融资现金流	(189)	(34)	4	(3)	0
净利润增长率	58%	94%	35%	43%	38%	融资活动现金流	(271)	(207)	(99)	(158)	(215)
资产负债率	20%	20%	16%	15%	14%	现金净变动	16	112	407	668	916
股息率	0.2%	0.3%	0.4%	0.6%	0.8%	货币资金的期初余额	285	301	413	820	1489
P/E	92.8	48.0	35.5	24.9	18.0	货币资金的期末余额	301	413	820	1489	2404
P/B	18.9	14.2	10.6	7.7	5.7	企业自由现金流	0	312	525	836	1122
EV/EBITDA	67.2	38.0	28.6	20.5	15.2	权益自由现金流	0	278	542	858	1164

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032