



凯因科技 (688687.SH)

买入 (维持评级)

公司深度研究
证券研究报告

丙肝产品实力雄厚,乙肝领域蓄势待发

我们于 2022 年 1 月发布上一篇凯因科技公司深度研究报告。2 年来,公司持续深耕丙肝和乙肝病毒治疗领域,在当前时点,无论是丙肝治疗药物凯力唯医保报销范围扩大,还是乙肝治疗药物派益生即将读出数据,都有望为公司快速发展注入强劲动力。在本报告中,我们特对公司主要品种和研发管线进行深度梳理和分析,为广大投资者提供投资参考。

凯力唯覆盖国内 HCV 主要基因型,迎来快速放量期。凯力唯 22 年国谈续约成功,将丙肝 1b 型纳入医保范围,实现对国内 HCV 主要基因型的全覆盖。国谈结果 23 年 3 月开始执行,凯力唯迅速放量,23 年 H1 销售收入同比增长超过 2 倍。凯力唯产品效果好,且公司主攻基层市场,差异化竞争策略下,预计 2023-2025 年凯力唯实现收入 4.3/7.4/10.5 亿元。

乙肝功能性治愈竞争格局良好,公司进入临床数据读出阶段。23 年 H1,公司培集成干扰素 α-2 注射液(派益生)治疗低复制期慢性 HBV 感染的 III 期临床试验已完成全部受试者入组和 48 周用药,进入 24 周随访阶段。23 年 12 月底,随访按计划结束,进入数据读出阶段。国内针对乙肝适应症的长效干扰素现只有特宝生物派格宾在售,派益生有望在 25 年下半年成为国产第二家上市的针对乙肝适应症的长效干扰素,共享慢乙功能性治愈蓝海市场。

产品梯队建设合理,兼具确定性与成长性。公司成熟产品如金舒喜和凯因益生在各自细分领域市场份额领先,其中金舒喜集采落地,降幅温和,有望保持现有领先的市场份额,持续为公司贡献现金流。此外,新产品安博司处于快速放量阶段,公司总体产品梯队建设合理。

拟募集资金用于公司抗体生产基地建设项目,并补充流动资金。公司将向不超过 35 名(含 35 名)特定对象发行人民币普通股股票总额不超过人民币 3 亿元,其中 2.7 亿元用于抗体生产基地建设项目,0.3 亿元用于补充流动资金。

盈利预测、估值和评级

我们预测,2023/2024/2025 年公司实现营业收入 14.20 亿/18.46 亿/23.32 亿元,同比增长 22%/30%/26%,归母净利润 1.22 亿/2.00 亿/2.43 亿元,同比增长 46%/63%/22%,对应 EPS 为 0.71/1.17/1.42 元。我们选用 PE 估值法对公司进行估值,给予公司 2024 年 27 倍 PE,目标价 31.51 元,维持“买入”评级。

风险提示

产品研发不及预期;市场竞争加剧;产品放量不及预期;限售股解禁;增发后 EPS 被稀释;假设及测算存在主观性

医药组

分析师:袁维(执业 S1130518080002)

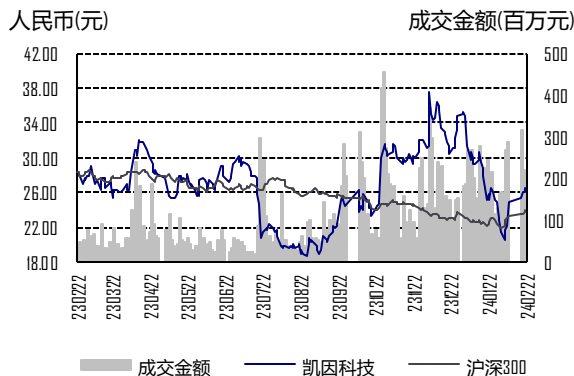
yuan_wei@gjzq.com.cn

市价(人民币):26.41 元

目标价(人民币):31.51 元

相关报告:

- 《凯因科技公司点评:新品持续放量,盈利能力向好发展》,2023.10.27
- 《凯因科技公司点评:业绩符合预期,凯力唯医保范围扩展增长可期》,2023.4.23
- 《凯因科技公司点评:乙肝功能性治愈多产品体系逐渐成型》,2023.3.25



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,144	1,160	1,420	1,846	2,332
营业收入增长率	32.75%	1.36%	22.40%	30.00%	26.36%
归母净利润(百万元)	107	83	122	200	243
归母净利润增长率	41.98%	-22.26%	46.47%	63.34%	21.65%
摊薄每股收益(元)	0.632	0.488	0.715	1.167	1.420
每股经营性现金流净额	0.69	0.78	0.74	1.34	1.55
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.39%	4.98%	6.78%	10.18%	11.24%
P/E	43.31	46.62	36.96	22.62	18.60
P/B	2.77	2.32	2.50	2.30	2.09

来源:公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、凯因科技：聚焦病毒领域，多年发展形成特色产品管线.....	4
二、凯力唯医保报销范围扩大，有望持续快速放量.....	5
2.1 丙肝患者基数庞大，患者认知程度有待提升.....	5
2.2 第四代丙肝疗法成为主流，泛基因型方案获指南优先推荐.....	6
2.3 催化因素 1：国家持续推动消丙工作，医保提升丙肝治疗产品可及性.....	7
2.4 催化因素 2：凯力唯医保报销范围扩大，产品进入快速放量期.....	7
三、派益生数据读出在即，有望共享慢乙功能性治愈蓝海市场.....	10
3.1 国内慢乙患者众多，功能性治愈是目前理想治疗目标.....	10
3.2 公司数据即将读出，有望共享慢乙治愈蓝海市场.....	12
3.3 乙肝多管线布局，探索新型慢乙临床治愈方案.....	14
四、产品梯队建设合理，兼具确定性与成长性.....	15
4.1 金舒喜：成熟品种，持续贡献现金流.....	15
4.2 凯因益生市占率领先.....	16
4.3 集采出清，复方系列产品收入有望保持平稳.....	17
4.4 安博司：短期竞争格局良好，仍有望实现快速放量.....	18
五、拟募集资金用于公司抗体生产基地建设项目，并补充流动资金.....	18
六、盈利预测与投资建议.....	19
6.1 盈利预测.....	19
6.2 投资建议与估值.....	20
七、风险提示.....	20

图表目录

图表 1：公司已上市产品情况.....	4
图表 2：公司营业收入持续增长.....	4
图表 3：2023 年前三季度归母净利润同比增长 32%.....	4
图表 4：2022 年公司抗病毒领域产品收入 8.96 亿元.....	5
图表 5：抗病毒领域收入占比最高.....	5
图表 6：公司费用率稳中有降.....	5
图表 7：公司毛利率维持在较高水平.....	5
图表 8：我国丙肝年新增患者（万例）在 20 万例左右.....	6
图表 9：第四代疗法已经成为主流.....	6
图表 10：2019 年纳入医保后相关产品价格降幅明显.....	7



图表 11: 凯力唯对慢性丙肝受试者总体治愈率高达 97%.....	7
图表 12: HCV 基因组图谱.....	8
图表 13: 现有第四代疗法对比.....	9
图表 14: DAAs 申请上市阶段产品.....	9
图表 15: 凯力唯收入测算.....	10
图表 16: 我国乙肝年新增患者（万例）在 100 万例左右.....	11
图表 17: 聚乙二醇干扰素 α 与 NAs 联合治疗方案效果较单药治疗方案更好.....	11
图表 18: 部分乙肝新药进展.....	12
图表 19: 纳入长效干扰素的联合疗法展现出更优的治疗效果.....	12
图表 20: 2012-2023 年前三季度样本医院长效干扰素销售情况（百万元）.....	13
图表 21: 公司与特宝生物临床 III 期试验对比.....	13
图表 22: 针对乙肝适应症的长效干扰素研发管线中，公司与特宝生物领先.....	13
图表 23: 公司在研管线中有多个项目布局乙肝领域.....	14
图表 24: 派益生收入测算.....	15
图表 25: 2017-2022 年金舒喜销量持续增长.....	15
图表 26: 2022 年金舒喜贡献收入近 7 亿元.....	15
图表 27: 外用剂型中金舒喜样本医院销售（百万元）领先.....	16
图表 28: 外用剂型中金舒喜样本医院占比较高.....	16
图表 29: 江西省际联盟集采拟中选重组人干扰素 α -2b 外用剂型产品情况.....	16
图表 30: 凯因益生样本医院销售情况（百万元）.....	17
图表 31: 2022 年凯因益生样本医院收入占比超过 50%.....	17
图表 32: 江西省际联盟集采拟中选重组人干扰素 α -2b 注射液情况.....	17
图表 33: 公司复方系列产品中片剂收入占比最高.....	18
图表 34: 公司复方系列产品样本医院销售占比企稳.....	18
图表 35: 吡非尼酮和尼达尼布上市/申请上市产品情况.....	18
图表 36: 公司收入拆分及预测.....	19
图表 37: 公司费用率预测.....	20
图表 38: 可比公司估值比较（PE 估值法）.....	20



一、凯因科技：聚焦病毒领域，多年发展形成特色产品管线

公司成立于2008年，多年来专注于病毒及免疫性疾病领域，依托核心技术平台，成功开发出具有自主知识产权的创新药：丙肝全口服泛基因型药物盐酸可洛派韦胶囊和培集成干扰素α-2注射液，并实现产业化落地。

目前公司上市产品包括生物药品和化学药品两类，生物药品包括人干扰素α2b阴道泡腾片（金舒喜）、人干扰素α2b注射液（凯因益生），化学药品包括盐酸可洛派韦胶囊（凯力唯）、索磷布韦片（赛波唯）等。

图表1：公司已上市产品情况

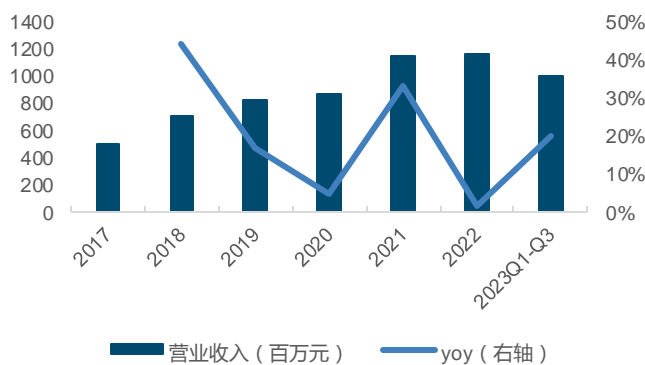
治疗领域	通用名	商品名	功能主治	药品类别
抗病毒/免疫调节	盐酸可洛派韦胶囊	凯力唯	凯力唯与索磷布韦片联合使用，可治疗初治或干扰素经治的基因1型、2型、3型、6型成人慢性丙型肝炎病毒(HCV)感染，覆盖中国所有主要基因型，可合并或不合并代偿性肝硬化	化学药品
	索磷布韦片	赛波唯	赛波唯是治疗慢性丙肝的一线临床用药，适于与其他抗HCV药品联合使用，治疗成人与12至<18岁青少年的HCV感染	化学药品
	培集成干扰素α-2注射液	派益生	主要用于病毒性肝炎的治疗，具有抑制病毒复制和增强免疫的双重作用	生物药品
	人干扰素α2b阴道泡腾片	金舒喜	金舒喜是干扰素外用制剂，临床中可用于治疗病毒感染引起的妇科疾病	生物药品
	人干扰素α2b注射液	凯因益生	凯因益生是广谱抗病毒药物，治疗某些病毒性疾病如慢性病毒性肝炎、带状疱疹等以及某些肿瘤的治疗，例如毛细细胞性白血病、恶性黑色素瘤等	生物药品
其他	复方甘草酸苷胶囊/复方甘草酸苷片、复方甘草酸苷注射液	凯因甘乐/甘毓	公司复方甘草酸苷产品包括凯因甘乐、甘毓，主要用于治疗慢性肝病，改善肝功能异常以及湿疹、皮炎、斑秃或荨麻疹，具有抗炎、免疫调节等多种药理作用	化学药品
	吡非尼酮片	安博司	安博司是罕见病特发性肺间质纤维化(IPF)的治疗药物，可延长特发性肺间质纤维化患者的无疾病进展时间，减缓肺功能的下降，改善患者生活质量	化学药品

来源：公司公告，国金证券研究所

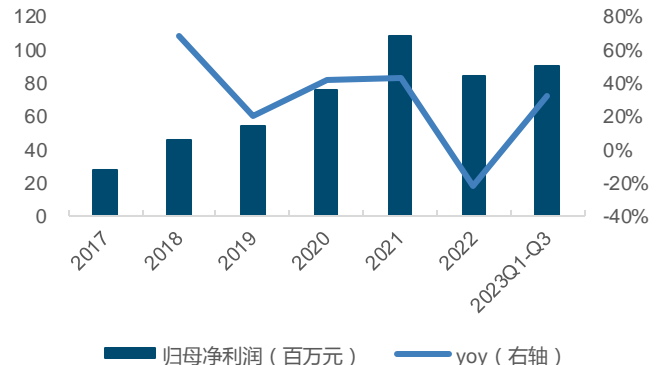
凯力唯快速放量，业绩恢复增长

2017-2021年，公司收入由4.9亿元增至11.4亿元，归母净利润由0.27亿元增至1.07亿元。2022年受外部环境因素影响，公司实现收入11.6亿元（同比+1.4%），归母净利润0.83亿元（同比-22.3%）。2023年前三季度，公司凯力唯等产品持续放量，推动业绩恢复较快增长，实现收入10.0亿元（同比+19.8%），归母净利润0.90亿元（同比+32.0%）。

图表2：公司营业收入持续增长



图表3：2023年前三季度归母净利润同比增长32%



来源：iFind，国金证券研究所

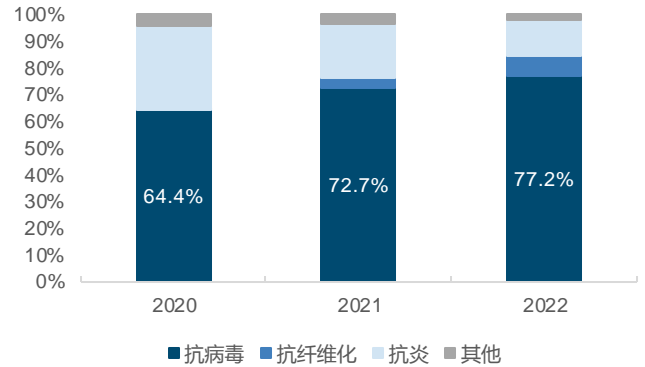
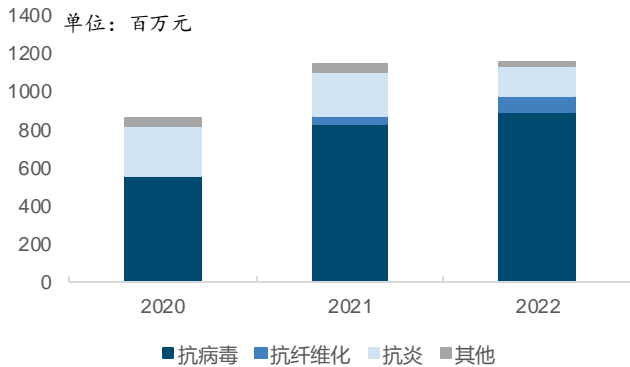
来源：iFind，国金证券研究所



公司产品覆盖抗病毒领域（金舒喜、凯因益生、凯力唯等）、抗纤维化领域（安博司）、抗炎症领域（凯因甘乐/甘毓等），其中金舒喜、凯因益生以及凯力唯等抗病毒产品持续放量，2022 年公司抗病毒领域产品收入 8.96 亿元，在公司收入中占比达到 77.2%。

图表4：2022 年公司抗病毒领域产品收入 8.96 亿元

图表5：抗病毒领域收入占比最高



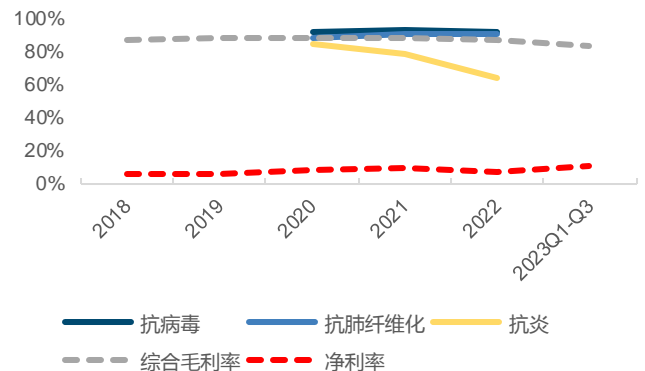
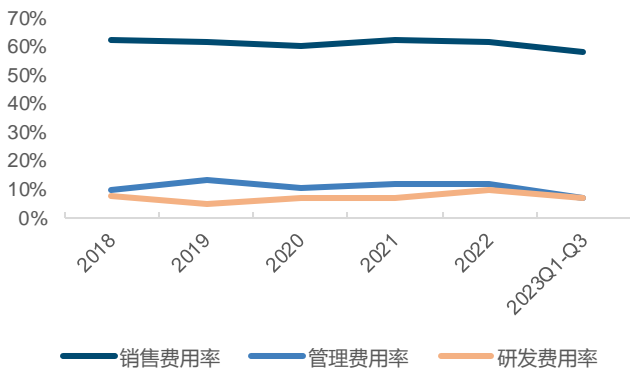
来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

2018-2022 年，公司销售费用率保持在 60%左右，2023 年前三季度，包括凯力唯在内的新品快速放量，公司销售费用率降至 57.8%，管理费用率降至 7%。由于抗病毒领域产品毛利率保持在 90%以上，公司综合毛利率维持较高水平，2023 年前三季度为 83.3%。同时随着费用边际改善，2023 年前三季度公司净利率提升至 10.3%。

图表6：公司费用率稳中有降

图表7：公司毛利率维持在较高水平



来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，公司年报，国金证券研究所

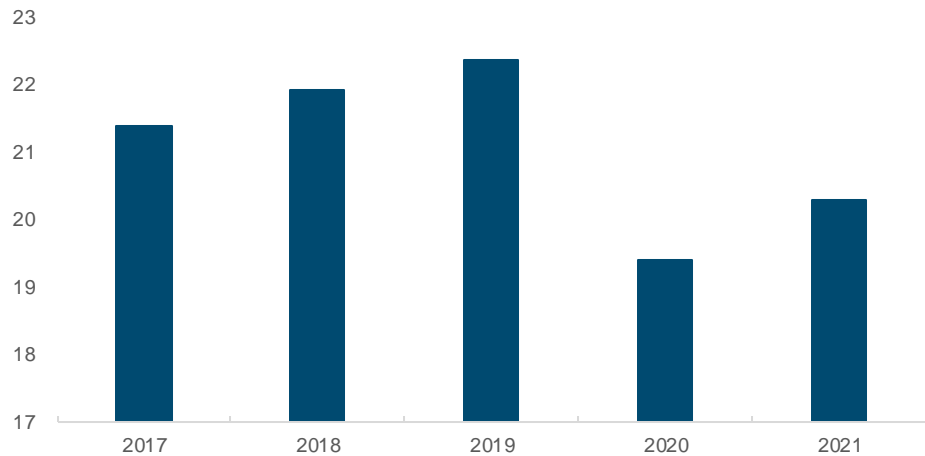
二、凯力唯医保报销范围扩大，有望持续快速放量

2.1 丙肝患者基数庞大，患者认知程度有待提升

丙肝呈全球流行趋势，患者基数庞大。丙型肝炎是由 HCV（丙型肝炎病毒）感染引起的传染病，主要经血液传播。2019 年全球有慢性 HCV 感染者 5800 万例，29 万例死于 HCV 感染引起的肝硬化或肝癌，当年全球新发感染者约 150 万。根据 Polaris Observatory HCV Collaborators 发表的数据，2020 年我国估计 HCV 感染者 948.7 万例。根据国家卫健委公布数据，2017 年-2021 年，每年新增丙肝患者 20 万例左右。



图表8: 我国丙肝年新增患者(万例)在20万例左右



来源: 国家卫健委, 国金证券研究所

丙肝症状隐匿, 认知程度、诊断率有待提升。急性丙肝是 HCV 感染所致的急性肝脏炎症改变, 常在 6 个月之内恢复, 多数患者无明显症状, 表现为隐匿性感染, 若有症状则以全身乏力为主。病毒血症持续 6 个月仍未清除者为慢性 HCV 感染, 急性丙肝慢性化率为 55%-85%。大多数慢性丙肝患者无症状或有非特异性症状, 如食欲欠佳等, 症状亦呈隐匿性。由于症状隐匿、患者认知程度低, 导致患者诊断率较低。

2.2 第四代丙肝疗法成为主流, 泛基因型方案获指南优先推荐

由于 HCV 基因易变异, 目前尚无有效的预防性丙型肝炎疫苗可供使用。除通过筛查及管理等工作对丙肝传播进行控制外, 还需要积极治疗和管理感染者: 只要诊断为 HCV 感染, 不论疾病分期如何, 符合抗病毒治疗指征的感染者均应该治疗。治疗终点定义为抗病毒治疗结束后 12 周, 采用敏感检测方法 (检测下限 $\leq 15\text{IU/ml}$) 检测血清或血浆中 HCV RNA 检测不到 (SVR12)。

自 1989 年 HCV 被发现以来, 丙肝治疗方法已经发展至第四代: 1998 年, 干扰素联合利巴韦林使得丙肝的治疗效果大大提升; 2001 年, 聚乙二醇干扰素的获批, 进一步提升了丙肝的治愈率; 2011 年, 直接抗病毒药物的成功上市使得丙肝的治愈率大幅上升。近年来, 丙肝的直接抗病毒药物 (主要包括 NS3/4A 蛋白酶抑制剂、NS5A 抑制剂、NS5B 聚合酶抑制剂) 已陆续在我国上市, 直接抗病毒药物 (DAAs) 口服疗法较第三代疗法有多项改进, 口服治疗更为便捷, 副作用大幅降低, 疗程显著缩短, 治愈率大幅提升, 目前已成为主流疗法。

图表9: 第四代疗法已经成为主流

治疗方案	第一代疗法	第二代疗法	第三代疗法	第四代疗法
药物组合	普通干扰素(注射) 利巴韦林(口服)	长效干扰素(注射) 利巴韦林(口服)	长效干扰素(注射) 利巴韦林(口服) 直接抗病毒药物(口服)	直接抗病毒药物(口服)
治疗方案简称	-	PR疗法	PR+DAAs疗法	DAAs口服疗法
目前使用情况	淘汰	逐步淘汰	逐步过渡	主流疗法
疗程	24-48周	24-48周	12周	8-12周
持续病毒学应答率	44-47%	54-82%	78-92%	90-100%
副作用	使用长效干扰素及利巴韦林导致嗜中性粒细胞降低、白细胞计数降低、发热、乏力、头痛等副作用		使用长效干扰素及利巴韦林时间大幅缩短, 副作用降低	副作用轻微
指南依据	《病毒性肝炎防治指南(2001年版)》 《丙型肝炎防治指南(2004年版)》	《丙型肝炎防治指南(2004年版)》 《丙型肝炎防治指南(2015年版)》	《丙型肝炎防治指南(2015年版)》	《丙型肝炎防治指南(2019年版)》
疗法涉及公司产品	重组人干扰素 $\alpha 2b$ 注射液	培集成干扰素 $\alpha 2$ 注射液	培集成干扰素 $\alpha 2$ 注射液 索磷布韦片	盐酸可洛派韦胶囊、索磷布韦片

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所



《丙型肝炎防治指南（2022版）》优先推荐无干扰素的泛基因型方案，其在已知主要基因型和主要基因亚型的HCV感染者中都能达到90%以上的持续病毒学应答，并且在多个不同临床特点的人群中方案统一，药物相互作用较少，除了失代偿期肝硬化、DAA_s治疗失败等少数特殊人群外，也不需要联合利巴韦林治疗，因此，泛基因型方案的应用可以减少治疗前的检测和治疗中的监测，也更加适合基层对慢性HCV感染者实施治疗和管理。

2.3 催化因素1：国家持续推动消丙工作，医保提升丙肝治疗产品可及性

政策方案出台，消丙决心坚定。2016年WHO提出“2030年消除病毒性肝炎作为公共卫生威胁”的目标，相应地，我国2021年发布《消除丙型肝炎公共卫生危害行动工作方案（2021-2030年）》，到2030年，全国大众人群丙型肝炎防治知识知晓率较2020年提高20%，新报告抗体阳性者的核酸检测率达95%以上，符合治疗条件的CHC患者的抗病毒治疗率达80%以上，专业人员接受丙型肝炎相关内容培训比例达100%。

丙肝治疗产品相继纳入医保目录，降价提升可及性。2019年11月，吉利德的夏帆宁、丙通沙和默沙东的择必达进入2019年版《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》，且上述产品价格降幅均在80%以上。此后，包括公司凯力唯在内产品陆续进入医保，进一步提升了第四代疗法的可及性。我们认为，消丙政策+医保双重推动下，丙肝患者治疗率有望快速提升。

图表10：2019年纳入医保后相关产品价格降幅明显

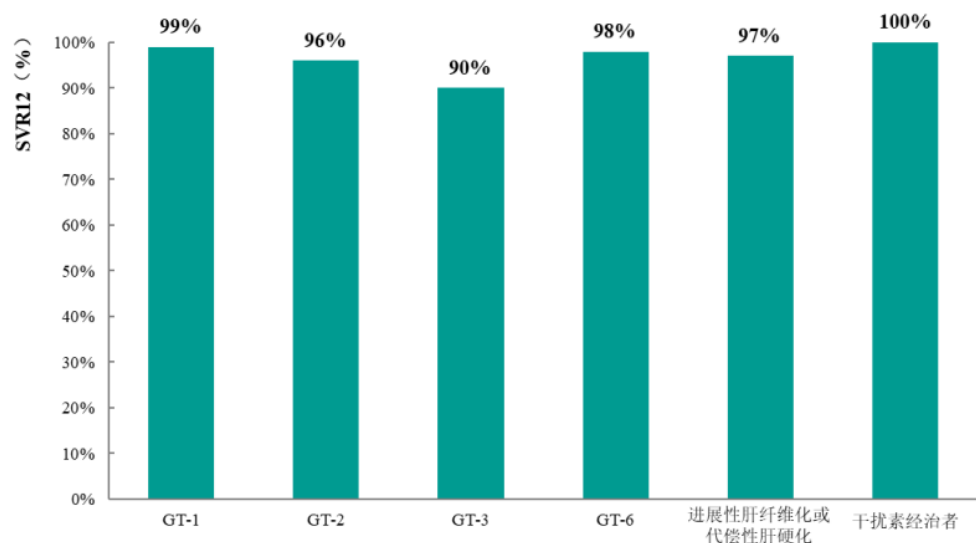
产品	医保前价格（元）	医保后价格（元）	降幅
夏帆宁	64,800	6,564	90%
丙通沙	69,600	13,100	81%
择必达	59,880	6,580	89%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

2.4 催化因素2：凯力唯医保报销范围扩大，产品进入快速放量期

临床表现优秀，产品力支撑凯力唯与竞品同台竞技。公司凯力唯的III期临床试验是多中心、开放的临床研究，共纳入371名慢性丙型肝炎受试者。试验结果显示：在有效性方面，总体受试者的SVR12为97%，其中基因1型受试者SVR12为99%，基因2型受试者SVR12为96%，基因3型受试者SVR12为90%，基因6型受试者SVR12为98%；合并进展性肝纤维化或代偿性肝硬化者SVR12为97%；干扰素经治者SVR12为100%。安全性方面，临床试验中所有不良反应均轻度或中度，无患者因为不良事或不良反应退出试验。公司产品与国内已上市同类药物丙通沙疗效相当，为后续放量奠定基础。

图表11：凯力唯对慢性丙肝受试者总体治愈率高达97%



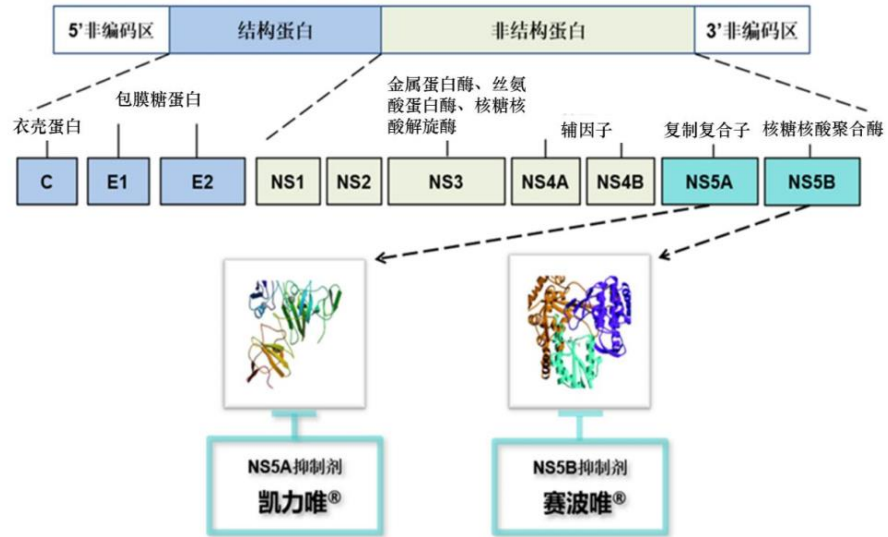
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

凯力唯不含蛋白酶抑制剂，适用范围更加广泛。HCV基因可编码3种结构蛋白及NS3、NS4A、



NS5A、NS5B 等 7 种非结构蛋白。近年来，丙肝的直接抗病毒药物（主要包括 NS3/4A 蛋白酶抑制剂、NS5A 抑制剂、NS5B 聚合酶抑制剂）已陆续在我国上市。其中，蛋白酶抑制剂都是 P-糖蛋白和细胞色素 P4503A4 的底物和抑制剂，它们经常出现药物的相互作用(DDI)，在老年、存在心脏基础病变、晚期肝病、肾损伤、合并 HIV 感染、肝移植等 HCV 感染人群中，常合并多种用药，DDI 发生率增加，甚至引起严重临床后果。因此，WHO 建议丙肝治疗应不含蛋白酶抑制剂。凯力唯是 NS5A 抑制剂，搭配 NS5B 聚合酶抑制剂赛波唯，适用人群更加广泛。

图表12: HCV 基因组图谱



来源：2017-New Therapies for Hepatitis C Virus Infection, 2017-Treatment of hepatitis C virus infection with direct-acting, 公司招股说明书，国金证券研究所

医保报销范围扩大至泛基因型，产品进入快速放量期。HCV 基因组为单股正链 RNA，其基因易变异，可至少分为 8 个基因型及 57 个亚型。根据《丙型肝炎防治指南》(2019 年版)数据，HCV 基因 1b 和 2a 型在我国较为常见，其中以 1b 型为主，约占 56.8%；其次为 2 型和 3 型，基因 4 型和 5 型非常少见，6 型相对较少。2020 年底，公司凯力唯进入医保目录，但当时报销范围为限经 HCV 基因分型检测确诊为基因 1b 型以外的慢性丙型肝炎患者。2022 年医保谈判中，凯力唯报销适应症由基因非 1b 型扩展为“基因 1、2、3、6 型”，覆盖国内主要基因型，并自 2023 年 3 月 1 日起正式执行。泛基因型进入医保目录，对促进公司凯力唯放量作用明显，根据公司公告，2023 年 H1，凯力唯销售收入同比增长超过 2 倍。



图表13: 现有第四代疗法对比

分类	企业	通用名	商品名	中国上市日期	作用位点	适用基因型	是否需要联用其他药物	首次纳入医保时间	疗程	疗程费用
泛基因型	吉利德	索磷布韦+维帕他韦	丙通沙	2018-05-23	NS5B、NS5A	我国主要基因型	否	2019-11	12周	9870元
		索磷布韦+维帕他韦+伏西瑞韦	沃士韦	2019-12-18	NS5B、NS5A、NS3/4A	我国主要基因型	否	2021-12	12周	21756元
	艾伯维	格卡瑞韦+哌仑他韦	艾诺全	2019-05-15	NS3/4A、NS5A	我国主要基因型	否	非医保	初治患者: 无肝硬化: 8周; 肝硬化: 12周	-
	凯因科技	盐酸可洛派韦、索磷布韦	凯力唯、赛波唯	2020-02-11	NS5A、NS5B	我国主要基因型	否	2020-12	12周	9536元
	圣和药业	奥磷布韦、盐酸达拉他韦	圣诺迪	奥磷布韦 2023/5/12 盐酸达拉他韦 2022/3/29	NS5B、NS5A	我国主要基因型	否	奥磷布韦: 国家 2023乙类 盐酸达拉他韦: 非医保	12周	-
基因特异型	吉利德	索磷布韦	索华迪	2017-09-20	NS5B	基因1、2、4、5或6型等	利巴韦林/聚乙二醇干扰素α/其他DAA药物	非医保	12周或24周	-
		索磷布韦+来迪派韦	夏帆宁	2018-11-21	NS5B、NS5A	基因型1、2、4、5或6等	合并代偿期肝硬化需要加利巴韦林	2019-11	12周或24周	6564元
	默沙东	艾尔巴韦+格拉瑞韦	择必达	2018-04-28	NS3/4A、NS5A	基因1型或4型	否	2019-11	12周或16周	6580元
	歌礼制药	达诺瑞韦钠	戈诺卫	2018-06-08	NS3/4A	基因1b型	利托那韦+聚乙二醇干扰素α+利巴韦林	2021-12	12周	8.3元(100mg/片), 12周费用1394.4元
		达诺瑞韦钠、盐酸拉维达韦	戈诺卫新力莱	2020-07-29	NS3/4A、NS5A	基因1b型	利托那韦+利巴韦林	2021-12	12周	4991元
	东阳光药	索磷布韦、磷酸依米他韦	东卫恩	2020-12-21	NS5B、NS5A	基因1型	否	2021-12	12周	-

来源: 医药魔方, 国金证券研究所

持续拓展基层市场, 打造差异化竞争优势。目前, 纳入医保目录中的泛基因型治疗方案为吉利德的丙通沙、沃士韦、公司的凯力唯(赛波唯为公司免费赠药)以及2023年5月上市的圣和药业的圣诺迪。丙肝患者主要分布在基层, 公司长期专注于丙肝治疗领域, 针对我国丙肝患者的分布特点, 公司下沉销售渠道至患者集中的县域市场。而且, 在定价上, 公司产品较吉利德更有优势。此外, 圣和药业产品上市时间较短, 我们认为其渠道铺设仍需要一段时间, 公司产品短期仍保有强劲竞争力。未上市产品中, 东阳光药的磷酸安泰他韦+英强布韦于2023年8月提交上市申请, 根据其公司公告, 总体SVR12为95%, 略低于凯力唯。

图表14: DAAs 申请上市阶段产品

通用名	企业	申请上市日期	作用位点	用法
磷酸安泰他韦	东阳光药	2023-08-02	NS5A	联用, 12周, 治疗初治或干扰素经治的基因1、2、3、6型成人慢性丙型肝炎病毒(HCV)感染, 可合并或不合并代偿性肝硬化。12周持续病毒学应答率(SVR12)达95%。
英强布韦	东阳光药	2023-08-15	NS5B	
赛拉瑞韦	银杏树药业	2021-09-08	NS3/4A	联合索磷布韦片, 1/2/3/6基因型

来源: 医药魔方, 东阳光药公司公告, 国金证券研究所

凯力唯收入测算

测算假设:

- 1) 丙肝患者数量: 根据Polaris Observatory HCV Collaborators发表的数据, 2020年我国估计HCV感染者948.7万例。根据国家卫健委公布数据, 2017年-2021年, 每年新增丙肝患者20万例左右, 假设2022年丙肝存量患者为1000万人, 以后每年新增丙肝患者20万人。
- 2) 诊断率: 根据Polaris Observatory估计, 2020年我国HCV诊断率为25%, 假设2022年提升至30%; 根据《消除丙型肝炎公共卫生危害行动工作方案(2021-2030年)》, 到2030年, 全国大众人群丙型肝炎防治知识知晓率较2020年提高20%, 假设后续诊断率随防治知识知晓率提升, 每年平均增加约2%, 2030年提升至45% (相应假设下, 2027年提升至39%)。
- 3) 抗病毒疗法治疗率: 根据中国疾控中心2017年对5省9院丙肝患者的研究数据, 在确



诊乙肝病例中，接受抗病毒治疗的为 14.6%，考虑到近年来多个 DAAs 产品上市并纳入医保，假设 2022 年抗病毒治疗率提升至 20%。根据《消除丙型肝炎公共卫生危害行动方案(2021-2030 年)》，到 2030 年，符合治疗条件的 CHC 患者的抗病毒治疗率达 80%以上，因此，假设后续治疗率每年平均增加 7.5%，2030 年提升至 80%（相应假设下，2027 年提升至 58%）。

4) DAAs 方案渗透率：假设 2022 年 DAAs 方案在抗病毒治疗中的渗透率为 25%，且在《丙型肝炎防治指南（2022 年版）》中提到“泛基因型 DAAs 方案的应用是实现《消除丙型肝炎公共卫生危害行动方案(2021-2030 年)》治疗目标的主要推荐方案”，因此假设 DAAs 方案在抗病毒治疗中的渗透率于 2030 年提升至 90%（相应假设下，2027 年提升至 68%）。

5) 凯力唯渗透率：根据样本医院 2023 年前三季度丙通沙、凯力唯以及择必达等产品销售收入计算，凯力唯样本医院市占率为 13.4%，考虑到公司向基层市场下沉，实际市占率有望更高，假设 2023 年凯力唯在 DAAs 方案中的渗透率为 14.5%，假设每年渗透率提升 0.1%，2027 年提升至 14.9%。

6) 平均治疗费用：按照凯力唯 2022 年医保续约单价 113.53 元计算，单疗程治疗费用约为 9537 元，较 2020 年医保谈判价下降约 5%。根据国家医保局公布的《谈判药品续约规则》，连续纳入目录“协议期内谈判药品部分”达到或超过 4 年的品种，其支付标准的下调比例在相关计算值基础上减半，24 年协议到期后凯力唯纳入目录 4 年，因此假设后续每两年下降 2.5%，2027 年单疗程治疗费用降至 9066 元。

图表15：凯力唯收入测算

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
每年新增丙肝人数（万人）		20	20	20	20	20
丙肝患者总数（万人）	1000	1005.5	995.5	964.2	909.9	830.6
诊断率	30%	32%	34%	36%	38%	39%
抗病毒疗法治疗率	20%	28%	35%	43%	50%	58%
抗病毒疗法治疗人数（万人）	60	88	118	146	171	188
DAAs 渗透率	25%	35%	45%	53%	60%	68%
DAAs 治疗人群（万人）	15	31	53	77	102	127
治愈率	97%	97%	97%	97%	97%	97%
治愈人群（万人）	15	30	51	74	99	123
凯力唯渗透率	-	14.5%	14.6%	14.7%	14.8%	14.9%
凯力唯治疗人群（万人）	-	4	8	11	15	19
平均治疗费用（元）	10038	9537	9537	9299	9299	9066
收入（亿元）	-	4.3	7.4	10.5	14.1	17.1
yoy			73%	42%	34%	22%

来源：国家医保局，国金证券研究所

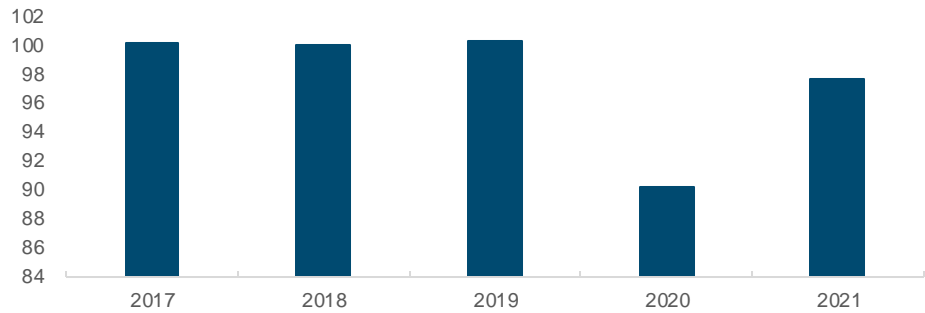
三、派益生数据读出在即，有望共享慢乙功能性治愈蓝海市场

3.1 国内慢乙患者众多，功能性治愈是目前理想治疗目标

病毒性乙型肝炎感染呈世界性流行趋势，我国慢乙患者众多。2019 年全球约有 2.96 亿慢性 HBV 感染者，82 万例死于 HBV 感染所致的肝衰竭、肝硬化或肝细胞癌（HCC）等相关疾病。根据 Polaris 国际流行病学合作组织推算，2016 年我国一般人群 HBsAg 流行率为 6.1%，慢性 HBV 感染者为 8600 万例。根据国家卫健委公布数据，2017 年-2021 年，我国每年新增乙肝患者 100 万例左右。



图表16: 我国乙肝年新增患者(万例)在100万例左右



来源: 国家卫健委, 国金证券研究所

HBV 属嗜肝 DNA 病毒科, 其基因组为部分双链环状 DNA, 编码 HBsAg、HBsAc、HBeAg、病毒聚合酶和 HBx 蛋白。HBV 通过干细胞膜上的钠离子-牛磺胆酸-协同转运蛋白 (NTCP) 作为受体进入肝细胞。在细胞内以负链 DNA 为模板形成 cccDNA。cccDNA 难以被彻底清除, 是导致慢性感染的重要机制之一。慢性 HBV 感染发病机制复杂。HBV 不直接破坏肝细胞, 病毒引起的免疫应答是导致肝细胞损伤及炎症坏死的主要机制, 而炎症坏死持续存在或反复出现是慢性 HBV 感染者进展为肝硬化甚至 HCC 的重要因素。

功能性治愈是当前理想治疗目标。慢乙肝治愈的类型主要包括完全治愈(又称为病毒学治愈)和临床治愈(又称为功能性治愈或免疫学治愈)。完全治愈即血清 HBsAg 检测不到, 肝内和血清 HBV DNA 清除(包括肝内 cccDNA 和整合 HBV DNA), 血清抗-HBc 持续阳性, 伴或不伴抗-HBs 出现。由于 cccDNA 持续稳定存在, 且目前缺乏针对 cccDNA 的特异性靶向药物, 因此完全治愈难以实现。功能性治愈即完成有限疗程治疗后, 血清 HBsAg 和 HBV DNA 持续检测不到, HBeAg 阴转, 伴或不伴 HBsAg 血清学转换, 残留 cccDNA 可持续存在, 肝脏炎症缓解和肝组织病理学改善, 终末期肝病发生率显著降低。功能性治愈类似于急性 HBV 感染后自发性病毒清除的状态, 标志着慢乙肝的持久免疫学控制, 是目前国内外指南推荐的理想治疗目标。

目前临床针对慢乙感染治疗的药物主要有两大类, 即干扰素 (IFN) 和核苷 (酸) 类似物 (NAs), 包括聚乙二醇干扰素和恩替卡韦、富马酸替诺福韦酯、富马酸丙酚替诺福韦等, 但是 NAs 或聚乙二醇干扰素单独使用实现临床治愈的作用有限。作为逆转录酶抑制剂, NA 可强效抑制 HBV 复制, 然而即使是恩替卡韦 (ETV)、富马酸替诺福韦酯 (TDF) 或替诺福韦艾拉酚胺 (TAF) 等一线 NA, 均不能直接抑制 cccDNA 的转录活性, 从而无法有效抑制病毒蛋白如 HBsAg 的表达。尽管长期 NA 治疗 cccDNA 和 HBsAg 水平逐渐下降, 但 HBsAg 阴转率仅 0-3%, 且 NA 治疗难以获得持久的免疫学控制, 停药后复发率高, 因此绝大多数患者需要长期甚至终身服用。与 NA 相比, 干扰素疗程有限, 血清学应答较高且应答更持久, 但干扰素单独使用仅在部分患者中有效, 且耐受性相对较差。NAs 和聚乙二醇干扰素针对 HBV 发挥不同的抗病毒作用机制, 合理联用能够产生协同和互补的效应。

图表17: 聚乙二醇干扰素α与NAs联合治疗方案效果较单药治疗方案更好

疗效指标 (48-52周)	NAs 单药治疗方案	聚乙二醇干扰素α 单药治疗方案	联合治疗方案
HBVDNA 阴转率	67%-94%	7-19%	与NAs单药治疗方案类似
HBeAg 血清学转换率	10-21%	29%-35%	14.9%-55%
HBsAg 清除率	0-3%	3-11%	整体患者: 8.5%-30% 优势患者: 20%-80%

来源: 特宝生物招股说明书, 国金证券研究所

除干扰素和核苷类似物外, 国内外现有在研管线还包括 siRNA、进入抑制剂、衣壳抑制剂、HBsAg 抑制剂、反义 RNA、单克隆抗体等, 但目前研管线进展较快的除了 GSK 的 Bepirovisen 和东阳光药的 GLS4 进入临床 III 期外, 大都处于临床 II 期阶段。除单药治疗外, 业内也积极探索联用疗法效果, 以腾盛博药的 VIR-2218 (siRNA) 为例, 单药治疗/联用长效干扰素/联用单克隆抗体, 治疗结束时 HBsAg 清除率分别为 0/30.8%/0。联用长效干扰素所展现出的优秀效果, 让长效干扰素未来一段时间内仍将保持良好竞争力。



图表18: 部分乙肝新药进展

类别	药物名称	作用机制	生产企业	美国FDA批准状态
siRNAs	ALN-HBV02 (VIR-2218)	RNAi基因沉默	Alnylam and Virbiotech, 腾盛博药	II期
	JNJ3989	RNAi基因沉默	GSK	IIb期 (联合治疗)
	DCR-HBVS	RNAi基因沉默	Roche with Dicerna	II期 (联合治疗)
	AB-729	RNAi基因沉默	Arbutus Biopharma	II期
	RBD1016	RNAi基因沉默	瑞博生物	II期
	KW-040	RNAi基因沉默	凯因科技	临床前
进入抑制剂	Hepcludex	进入抑制剂	Gilead Sciences	IIb期
	Hepalptide	进入抑制剂	贺普药业	II期 (联合治疗)
	HH-003	单克隆抗体	华辉安健	II期
	hzVSF	进入抑制剂	ImmuneMed	II期
衣壳抑制剂	Morphothiadin, GLS4	衣壳抑制剂	东阳光	IIIa期
	QL-007	衣壳抑制剂	齐鲁制药	II期
	EDP-514	衣壳抑制剂	Enanta Pharmaceuticals	II期
	GST-HG141	衣壳抑制剂	广生堂	II期 (联合治疗)
	ZM-H1505R	衣壳抑制剂	上海挚盟医药	IIa期
HBsAg抑制剂	REP2139	HBsAg抑制剂	Replicor	II期 (联合治疗)
	REP2165	HBsAg抑制剂	Replicor	II期 (联合治疗)
反义RNA	Bepirovirsen	病毒蛋白抑制剂	GSK	III期
先天免疫防御途径	GS9688	TLR-8激动剂	Gilead Sciences	II期
	RG7854	TLR-7激动剂	Roche	II期 (联合治疗)
	tqa3334	TLR-7激动剂	正大天晴	II期
	HRS9950	TLR-8激动剂	恒瑞医药	II期
宿主作用途径	APG-1387	凋亡诱导剂	亚盛医药	II期
单克隆抗体	GC1102	HBsAg单克隆抗体	Green Cross	II期
	VIR-3434	单克隆抗体	Vir Biotech, 腾盛博药	II期 (联合治疗)
免疫检查点抑制剂	ASC22	PD-L1抑制剂	歌礼制药	IIb期
	RG6084	PD-L1抑制剂	Roche	II期
	TQB2450	PD-L1抑制剂	正大天晴	II期 (联合治疗)
其他	EYP001	FXR激动剂	Enyo Pharma	IIa期 (联合治疗)
	ASC42	FXR激动剂	歌礼制药	IIb期
	Hepatect CP	免疫球蛋白	Biotest AG	II期 (联合治疗)
	Zutectra	免疫球蛋白	Biotest AG	II期 (联合治疗)

来源: 雨露肝霖, 国金证券研究所

图表19: 纳入长效干扰素的联合疗法展现出更优的治疗效果

方案	Bepirovirsen (反义RNA)		Bepirovirsen+PegIFNα	
	24周	24周	Bepirovirsen24周, 序贯PegIFNα24周, 停药随访24周	Bepirovirsen12周, 序贯PegIFNα24周, 停药随访36周
入组患者HBsAg水平	NA治疗人群: HBsAg>100IU/ml	非NA治疗人群: HBsAg>100IU/ml	NA治疗人群: HBsAg>100IU/ml	NA治疗人群: HBsAg>100IU/ml
治疗结束时结果	HBsAg清除率: 28% (18/64)	HBsAg清除率: 29% (18/63)	-	-
随访24周后结果	功能性治愈率: 9% (6/68)	功能性治愈率: 9% (7/70)	功能性治愈率: 9% (5/55)	功能性治愈率: 15% (8/53)
方案	VIR-2218(siRNA)	VIR-2218+PegIFNα	VIR-2218+PegIFNα	VIR-2218+VIR-3434 (单克隆抗体)
治疗周期	VIR-2218 × 6	VIR-2218 × 6 + PEG IFNα × ≤ 48	VIR-2218 × ≤ 13 + PEG IFNα × ≤ 44	在第1天和第4、8周接受200 mg VIR-2218共3剂 (Q4W), 并在第1天至第11周接受75 mg VIR-3434共12剂
入组患者HBsAg水平	HBsAg > 50 IU/mL	HBsAg > 50 IU/mL	HBsAg > 50 IU/mL	HBsAg < 3000 IU/mL
治疗结束时结果	HBsAg清除率: 0 (0/15)	HBsAg清除率: 22.2% (4/18)	HBsAg清除率: 30.8% (4/13)	HBsAg清除率: 0 (0/19)
随访24周后结果	功能性治愈率: 0 (0/15)	功能性治愈率: 16.7% (3/18)	功能性治愈率: 15.4% (2/13)	-

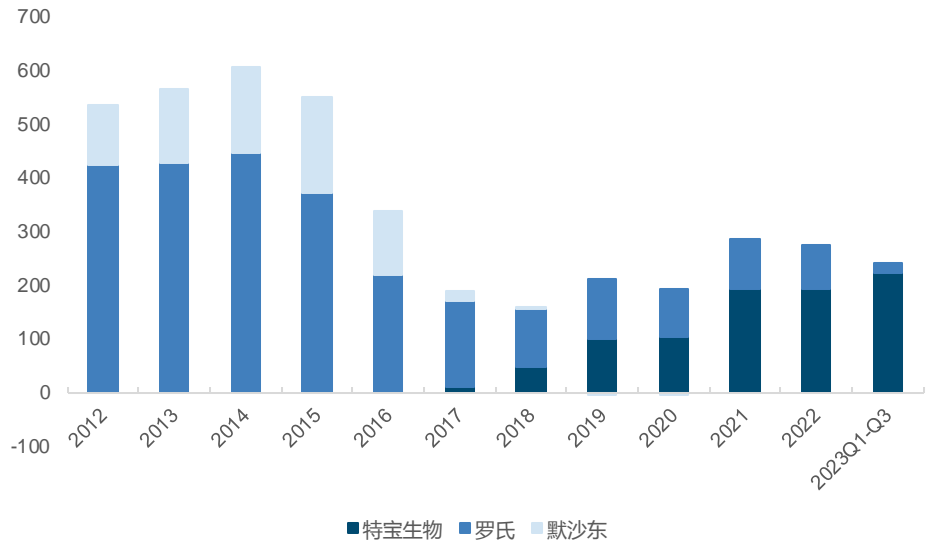
来源: 雨露肝霖, EASL, 国金证券研究所

3.2 公司数据即将读出, 有望共享慢乙治愈蓝海市场

长效干扰素市场竞争格局良好。目前在我国获批用于慢性乙肝治疗的长效干扰素只有特宝生物的派格宾、罗氏的派罗欣和默沙东的佩乐能三个品牌, 其中样本医院数据显示佩乐能在中国市场已无销售。上海罗氏制药有限公司与中国合作方歌礼制药于2022年9月16日完成补充协议的签署, 根据该协议, 中国合作方将于2022年12月31日起终止向罗氏制药中国提供派罗欣的推广服务, 罗氏也不会再寻求其他合作方, 也不会在中国大陆地区开展派罗欣的商业推广。因此, 目前国内用于慢乙治疗的长效干扰素仅有特宝生物的派格宾。



图表20: 2012-2023 年前三季度样本医院长效干扰素销售情况 (百万元)



来源: PDB, 国金证券研究所

公司长效干扰素乙肝适应症进入数据读出阶段,有望共享慢乙治愈蓝海市场。公司在研的培集成干扰素 α -2注射液(派益生)治疗低复制慢性HBV感染的III期临床试验于2021年12月完成首例患者入组,2022年H1完成III期临床全部受试者入组,2023年H1完成48周给药,2023年底按计划完成随访,进入数据读出阶段。目前在研的针对乙肝适应症的长效干扰素研发管线中,公司处于领先梯队,有望成为继特宝生物后第二家上市针对乙肝适应症长效干扰素产品的国内公司。

图表21: 公司与特宝生物临床III期试验对比

公司	特宝生物	凯因科技
产品名称	聚乙二醇干扰素 α -2b注射液	聚乙二醇化重组集成干扰素变异体注射液
试验方案	规格90 μ g/180 μ g的派格宾每周一次,在第1至第8周的第一天给药,之后停药4周,每12周为一个治疗单元,用药疗程共144周(最多96针);富马酸替诺福韦二吡呋酯片一天一次,每次一片,连续用药144周(或直至结束)	0.15mg/1.0ml/支的派益生,皮下注射,每周1次,给药48周;25mg的富马酸丙酚替诺福韦片,口服,每日一次,一次一片,随食物服用,至少给药48周,不多于72周。
对照药	富马酸替诺福韦二吡呋酯片	培集成干扰素 α -2注射液安慰剂、富马酸丙酚替诺福韦片
目标入组人数	目标入组460人,实际入组475人	336人
入组患者HBsAg标准	NAs经治患者:HBsAg<1500IU/mL;HBV DNA<100IU/ml;HBeAg<10COI;初治患者:2 \times ULN \leq ALT \leq 10 \times ULN(停用抗炎保肝药至少2周);HBV DNA \geq 1 \times 10 ⁴ IU/ml	HBsAg定量为10-1000IU/mL(不含10、1000)
主要终点指标及评价时间	治疗结束后随访24周时HBsAg阴转率	第72周血清HBsAg消失率

来源: CDE, 国金证券研究所

图表22: 针对乙肝适应症的长效干扰素研发管线中,公司与特宝生物领先

公司	药物名称	临床阶段	适应症
凯因科技	聚乙二醇化重组集成干扰素变异体注射液	临床III期	低复制慢性乙型肝炎病毒(HBV)感染
特宝生物	聚乙二醇干扰素 α -2b注射液	临床III期	慢性乙型肝炎
三元基因/毕艾欧科技	聚乙二醇新型集成干扰素突变体注射液	临床II期	病毒性肝炎
康宝生物/军事科学院军事医学研究院	注射用重组人血清蛋白与干扰素 α -2b融合蛋白	临床Ia期	慢性乙型肝炎

来源: CDE, 国金证券研究所



3.3 乙肝多管线布局，探索新型慢乙临床治愈方案

除派益生外，公司在研管线中有多个针对乙肝适应症的项目，包括 KW-027、KW-034 以及 KW-040 等。新型慢乙临床治愈方案中，公司以派益生为基础，联合 NAs 并和 KW-027/KW-034 开发组合用药，以期将慢乙临床治愈率不断提高。

KW-027 是具有自主知识产权的生物制品 1 类新药，作用机制是通过单克隆抗体，特异性结合并清除 HBsAg 抗原，实现血清 HBsAg 抗原水平大幅降低。有效降低血液中 HBsAg 抗原水平可解除 HBsAg 对人体免疫系统的抑制和耗竭作用，是清除 HBV 感染细胞的前提和实现乙肝功能性治愈的关键。

KW-034 是治疗乙肝的化药 1 类新药，该药主要作用于乙肝病毒结构蛋白，具有选择性高、副作用小的优点，与现有核苷（酸）类和干扰素类抗病毒药物联用有可能发挥良好的治疗效果，有效缓解病毒耐药问题，增加治疗成功率。

KW-040 是基于 GalNAc 肝靶向递送平台技术的 siRNA 药物，通过对乙肝病毒生命周期的阻断，高效且持久地清除乙肝表面抗原（HBsAg）、乙肝 E 抗原（HBeAg）及其他病毒相关蛋白，解除病毒对机体免疫系统的抑制，有望实现乙肝表面抗原的血清学转换，乃至乙肝功能性治愈。

图23：公司在研管线中有多个项目布局乙肝领域

序号	项目名称	进展或阶段性成果	适应症
1	KW-001	III期临床试验	病毒性乙型肝炎
2	KW-027	Ia期临床试验	病毒性乙型肝炎
3	KW-034	临床前	病毒性乙型肝炎
4	KW-041	临床前	新型冠状病毒病(COVID-19)
5	KW-045	I期临床试验	用于治疗由病毒感染引起的儿童疱疹性咽峡炎
6	KW-007	临床前	非肌层浸润性膀胱癌
		I期临床试验	晚期恶性肿瘤
7	KW-020	已提交一致性评价补充申请	治疗慢性肝病,改善肝功能异常。可用于治疗湿疹、皮肤炎、斑秃
8	KW-040	临床前	病毒性乙型肝炎
9	KW-051	II期临床试验	带状疱疹
10	GL-004	已提交药品上市申请	本品适用于择期行诊断性操作或者手术的慢性肝病相关血小板减少症的成年患者
11	KW-059	截至2023年7月,已取得临床试验批准通知书	用于治疗肝上皮样血管内皮瘤

来源：公司公告，国金证券研究所

派益生收入测算

测算假设：

1) 抗病毒治疗人群数量：根据 Polaris Observatory 估计，2022 年我国接受抗病毒治疗的乙肝患者约 507.6 万人，假设 2023-2025 年接受抗病毒治疗的乙肝患者每年增速为 2%，2026 年公司推广派益生，有望促进更多患者接受治疗，假设 2026-2027 年上述增速提升至 4%。

2) 长效干扰素渗透率：根据特宝生物 2022 年年报，派格宾销量为 194.07 万支，假设患者平均用药周期为 48 周，则 2022 年派格宾使用人群约为 4 万人，对应渗透率约为 0.8%。假设 2023-2024 年渗透率每年提升 0.1%，2025 年派益生上市后，在共同市场教育下，假设 2026-2027 年每年渗透率提升 0.3%。

3) 年治疗费用：2023 年参考特宝生物的派格宾在 2022 年广东联盟集采的中标价 180 μg 规格 697.41 元/支，按照 48 周用药计算，年治疗费用为 3.4 万元；2024-2025 年价格参考特宝生物的派格宾在 2023 年 12 月公布的江西省际联盟集采中的拟中选价格：180 μg 规格，拟中选价 667.38 元/支，按照 48 周用药计算，年治疗费用为 3.2 万元；假设 2026 年派益生上市放量后，市场竞争下，每年降价 5%；

4) 假设派益生 2025 年渗透率为 2%，并在 2027 年增至 9%。



图表24：派益生收入测算

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
抗病毒治疗人群 (万人)	507.6	517.8	528.1	538.7	560.2	582.6
增速		2%	2%	2%	4%	4%
长效干扰素渗透率	0.80%	0.90%	1.00%	1.15%	1.45%	1.75%
长效干扰素治疗人数 (万人)	4	5	5	6	8	10
年治疗费用 (万元)		3.4	3.2	3.2	3.0	2.9
销售额 (亿元)		15.6	16.9	19.8	24.7	29.4
派益生市占率				2%	5%	9%
派益生销售额 (亿元)				0.4	1.2	2.7

来源：Polaris Observatory，特宝生物年报，江西医保局，医药魔方，国金证券研究所

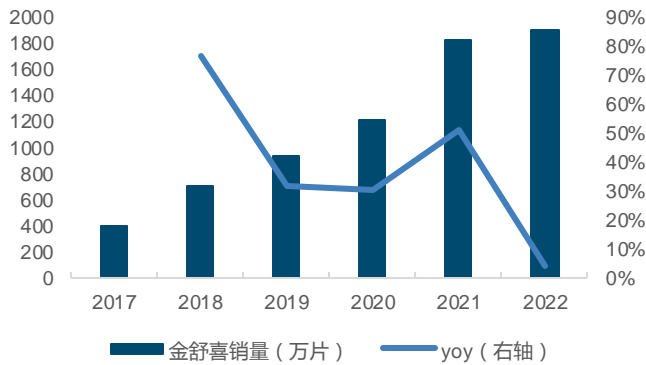
四、产品梯队建设合理，兼具确定性与成长性

4.1 金舒喜：成熟品种，持续贡献现金流

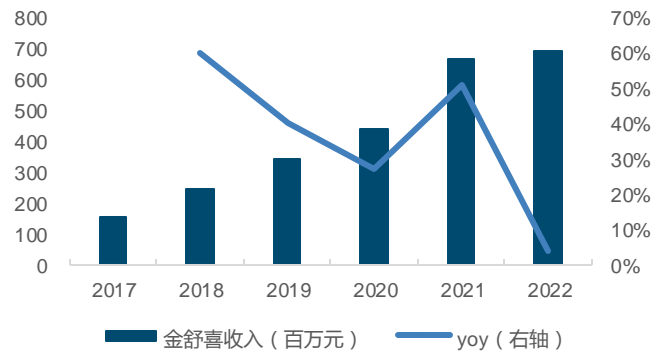
金舒喜(人干扰素α2b 阴道泡腾片)于2013年上市，是国内治疗妇科疾病(如宫颈糜烂、阴道炎等)的干扰素外用制剂行业中唯一一款泡腾片剂型的干扰素制剂，同时作为新剂型被收入2020年版《中国药典》。金舒喜的主要有效成分为重组人干扰素α2b，产品纯度高，活性高。金舒喜在临床治疗中具有如下优势：泡腾片剂型遇体液快速崩解，有效成分均匀扩散；泡腾片崩解过程中，因气泡产生推力，药物迅速作用于宫颈口和阴道中，与感染病灶部位充分接触，提高了药物的吸收率和生物利用度，从而达到更加有效的治疗效果；泡腾片溶解后无聚集残留颗粒，更安全可靠，患者依从性更好。

2017年以来，金舒喜销量持续增长，2022年达1889.15万片。由于金舒喜在2022年及以前为非医保且未纳入集采品种，假设2021年及2022年其价格体系稳定，根据2020年金舒喜4.4亿收入及2021-2022年销量增速，测算出金舒喜2022年收入约6.9亿元，持续为公司贡献现金流。

图表25：2017-2022年金舒喜销量持续增长



图表26：2022年金舒喜贡献收入近7亿元



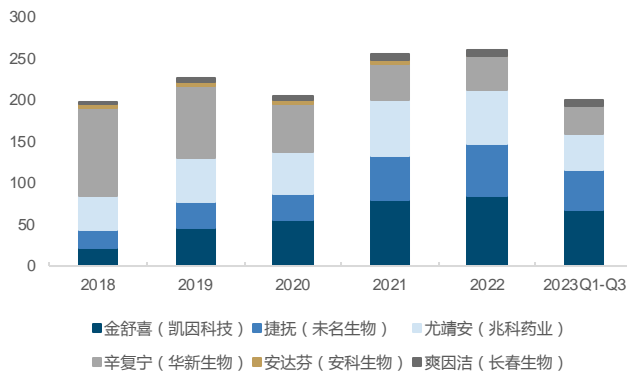
来源：公司招股说明书，公司年报，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，公司年报，国金证券研究所，注：2021年及2022年公司未披露金舒喜收入，此部分为假定公司价格体系平稳，以2020年收入为基数乘上销量同比增速所得

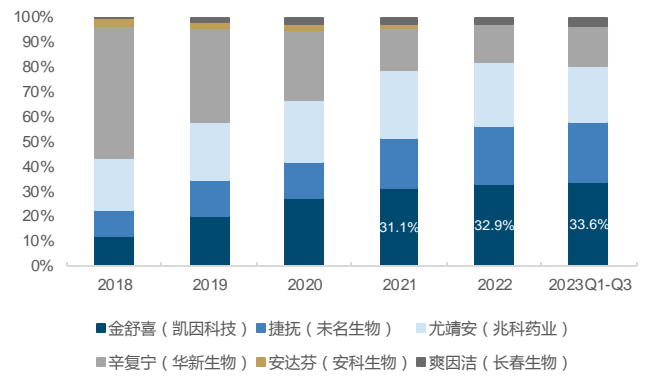
治疗妇科疾病的干扰素外用制剂有泡腾片(公司金舒喜)、凝胶(兆科药业尤靖安)、阴道泡腾胶囊(华新生物辛复宁)、喷雾剂(天津未名捷抚)以及栓剂(长春生物爽因洁、安科生物安达芬)等。各种产品规格用法有所不同，单价差异较大。根据2022年CPA(中国药学会)采样数据，金舒喜在人干扰素α2b外用制剂中市场份额位居前列。样本医院数据显示，2021年以来，金舒喜样本医院市占率(销售收入口径)保持在30%以上，市场竞争格局相对稳定。



图表27: 外用剂型中金舒喜样本医院销售(百万元)领先



图表28: 外用剂型中金舒喜样本医院占比较高



来源: PDB, 国金证券研究所

来源: PDB, 国金证券研究所

集采落地, 整体降幅温和

2023年11月24日, 江西省医疗保障局发布干扰素省际联盟集中带量采购公告(第1号)及《干扰素省际联盟集中带量采购文件(JX-YP2023-01)》, 集采文件公布了联盟地区、各采购品种约定采购量基数、采购周期及拟中选企业确定规则等信息。采购周期为4年, 周期内购销协议每年一签, 续签购销协议时, 约定采购量原则上不少于该中选药品上年度约定采购量。2023年12月15日, 江西省医疗保障局发布《关于干扰素省际联盟集中带量采购拟中选结果公示的通知》, 29省干扰素联盟集采拟中选结果正式出炉。公司金舒喜单片中标价33.29元/片, 较其2022年年报披露的中标价格区间下限42.57元降幅约为21.8%, 首年约定采购量计算基数506万片, 约占公司2022年销售量的27%。

江西省际联盟集采拟中选金舒喜等外用剂型产品, 均为非医保产品, 且价格降幅接近。各产品价格差异较大, 但从样本医院较为稳定的竞争格局看, 患者价格敏感性并不高。因此, 本次集采后, 看好公司继续保持现有市场份额。

图表29: 江西省际联盟集采拟中选重组人干扰素α-2b外用剂型产品情况

企业	药品名称	商品名	中选规格	中选价	降幅	用法用量	疗程费用
凯因科技	重组人干扰素α-2b阴道泡腾片	金舒喜	50万IU/片	33.29元/片	21.8%	每次1片, 隔日一次, 9次为一个疗程。	299.61元
华新生物	重组人干扰素α-2b阴道泡腾胶囊	辛复宁	80万IU/粒	11.725元/粒	21.8%	一次一粒, 每晚一粒, 睡前使用。10日为一个疗程或遵医嘱。	117.25元
兆科药业	重组人干扰素α-2b凝胶	尤靖安	100万IU/g, 10g/支; 10万IU/g, 5g/支	10g/支: 46.23元/支; 5g/支: 27.19元/支;	10g/支: 10.0%; 5g/支: 20.7%	隔日一次, 一次1克, 6-10次为一个疗程或遵医嘱。	27.74元-46.23元
长春生物	重组人干扰素α-2b栓	爽因洁	50万IU/枚	12.66元/枚; 34.93元/枚;	21.2%	每次1粒, 隔日一次, 9粒为一疗程。	113.94元
未名生物	重组人干扰素α-2b喷雾剂	捷抚	20ml:200万IU(240喷)	33.58元/瓶	19.9%	每次1~2喷, 每日三次。口唇疱疹及生殖器疱疹连续用药一周, 尖锐湿疣连续用药六周	705.18元

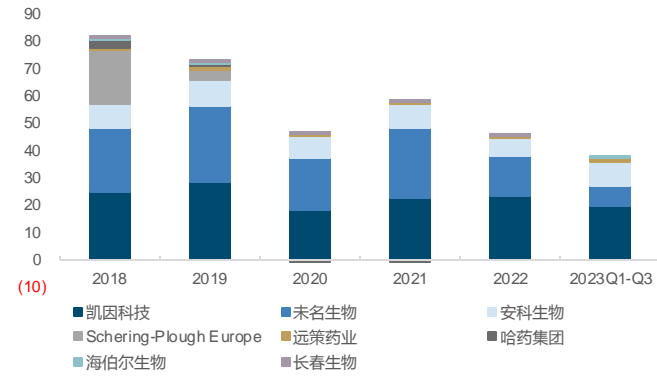
来源: 江西医保局, 医药魔方, 国金证券研究所, 注: 降幅指相对地方挂网价降幅

4.2 凯因益生市占率领先

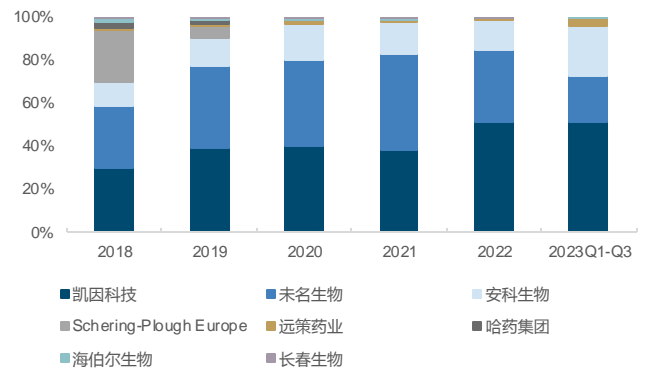
凯因益生(人干扰素α-2b注射液)是一种适合皮下注射的小容量预充式注射剂, 作为一种广谱抗病毒药物, 具有抗病毒和免疫调节的双重作用, 治疗某些病毒性肝炎、带状疱疹等以及某些肿瘤的治疗, 例如毛细胞性白血病、恶性黑色素瘤等。根据样本医院数据, 凯因益生自2022年以来在样本医院收入占比均超过50%, 2023年前三季度为51.8%。



图表30: 凯因益生样本医院销售情况 (百万元)



图表31: 2022年凯因益生样本医院收入占比超过50%



来源: PDB, 国金证券研究所

来源: PDB, 国金证券研究所

江西省际联盟干扰素集采拟中选结果中, 样本医院市场份额占比较高的未名生物并未在内, 2023年前三季度, 公司+安科生物+未名生物样本医院市场份额超过95%, 本次未名生物未出现在重组人干扰素α2b注射剂拟中选名单, 亦有助公司缓解集采降价影响。

图表32: 江西省际联盟集采拟中选重组人干扰素α-2b注射液情况

药品名称	规格	拟中选企业	拟中选价格 (元/支、瓶)	地方挂网价/广东联盟集采价格 (元/支、瓶)	降幅
人干扰素α2b注射液	0.3ml:300万IU	凯因科技	16.45	23.2	29.1%
人干扰素α2b注射液	0.5ml:500万IU	凯因科技	23.13	40.94	43.5%
人干扰素α2b注射液	0.6ml:600万IU	凯因科技	26.22	37.34	29.8%
人干扰素α2b注射液	300万IU/支	安科生物	15.1-17.6	22.16	20.6%-31.9%
人干扰素α2b注射液	500万IU/支	安科生物	22.33-24.83	32.77	24.2%-31.9%
注射用人干扰素α2b	100万IU	远策药业	7.24	7.69	5.9%
注射用人干扰素α2b	300万IU	远策药业	16.78	17.83	5.9%
注射用人干扰素α2b	500万IU	远策药业	24.81	43.86	43.4%
注射用人干扰素α2b	300万IU	海南通用同盟药业	12.98	27	51.9%
人干扰素α2b注射液	0.3ml:300万IU	海伯尔生物	13.43	22.41	40.1%
人干扰素α2b注射液	0.5ml:500万IU	海伯尔生物	19.86	33.13	40.1%
人干扰素α2b注射液	0.6ml:600万IU	海伯尔生物	22.83	46.3	50.7%
人干扰素α2b注射液	1.0ml:1000万IU	海伯尔生物	33.76	84.81	60.2%

来源: 江西医保局, 医药魔方, 国金证券研究所, 注: 降幅指相对地方挂网价或广东联盟集采中选价降幅

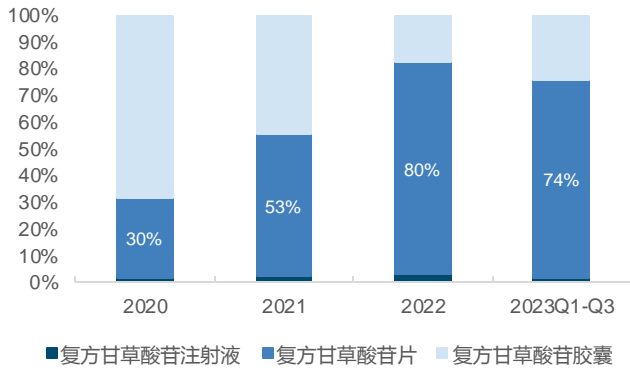
4.3 集采出清, 复方系列产品收入有望保持平稳

公司复方甘草酸苷产品剂型全面, 包括凯因甘乐 (复方甘草酸苷胶囊)、甘毓 (复方甘草酸苷片、复方甘草酸苷注射液), 主要用于治疗慢性肝病, 改善肝功能异常以及湿疹、皮炎、斑秃或荨麻疹。

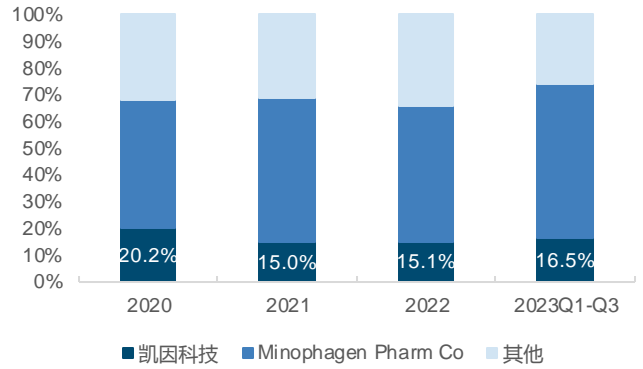
集采影响逐步消化, 收入有望保持平稳。2021年起, 公司复方甘草酸苷片多次被纳入省际联盟集采, 价格下降明显, 但产品放量也推动片剂在各剂型收入占比中的提升, 根据样本医院数据, 2023年前三季度, 片剂在复方产品中收入占比达到74%。截止2022年底, 公司复方甘草酸苷口服制剂 (片剂、胶囊) 先后在浙江、山东、江苏、四川、山西、辽宁、吉林、黑龙江、海南、西藏、内蒙古、陕西、宁夏、新疆、福建、重庆、湖北、云南、北京、天津、河北、广东、江西等省份及省际联盟纳入到带量采购目录范畴, 基本被采购完毕, 价格体系预计进入稳定阶段。竞争格局方面, 样本医院数据显示, 2022年及2023年前三季度, 公司复方系列产品市场占比相对稳定。市场格局及价格体系稳定, 公司复方系列产品收入有望维持平稳。



图表33：公司复方系列产品中片剂收入占比最高



图表34：公司复方系列产品样本医院销售占比企稳



来源：PDB，国金证券研究所

来源：PDB，国金证券研究所

4.4 安博司：短期竞争格局良好，仍有望实现快速放量

特发性肺间质纤维化 (Idiopathic Pulmonary Fibrosis, 简称 IPF) 是一种病因不明, 慢性、进行性、纤维化性间质性肺炎, 好发于中老年男性人群, 主要表现为进行性加重的呼吸困难, 伴限制性通气功能障碍, 导致低氧血症, 甚至呼吸衰竭, 预后差, 被称为“不是癌症的癌症”, 其中位生存期一般为 3-5 年。IPF 患者治疗需求强烈, 需长期用药。

根据来自 ATS、ERS、日本呼吸病学会 (Japanese Respiratory Society, JRS) 和拉丁美洲胸科联盟 (Asociacion Latinoamericana de Torax, ALAT) 的专家组编制的《成人特发性肺纤维化 (更新) 和进展性肺纤维化: ATS/ERS/JRS/ALAT 临床实践指南 (2022 版)》, 其对 IPF 推荐的药物治疗策略仍为吡非尼酮和尼达尼布, 与既往指南相比未进行更新。目前国内只有康蒂尼药业和公司两家有吡非尼酮产品在售, 样本医院数据显示, 2022 年吡非尼酮销售收入约 1.19 亿元, 其中公司占 4%。

国内近年来陆续有企业吡非尼酮产品申请上市, 但部分企业申请未被批准, 目前处于审评阶段的还有依科制药以及赛维药业的产品。尼达尼布虽然国内近年来陆续有仿制药上市, 但原研厂家勃林格殷格翰将乙磺酸尼达尼布软胶囊用于治疗特发性肺纤维化 (IPF) 的用途相关专利 2025 年底才到期, 在未获其授权的情况下, 其他厂家产品暂时无法用于 IPF 治疗。因此, 短期内, 公司吡非尼酮竞争格局良好。

图表35：吡非尼酮和尼达尼布上市/申请上市产品情况

通用名	剂型	企业	进度	对应时间点
吡非尼酮	片剂	凯因科技	已上市	2019-09-11
吡非尼酮	胶囊剂	康蒂尼药业	已上市	2013-12-25
吡非尼酮	片剂	赛维药业	申请上市	2024-01-19
吡非尼酮	片剂	依科制药	申请上市	2023-09-11
乙磺酸尼达尼布	软胶囊	万高药业	已上市	2024-01-09
乙磺酸尼达尼布	软胶囊	人福普克	已上市	2023-09-12
乙磺酸尼达尼布	软胶囊	翰森制药	已上市	2023-08-29
乙磺酸尼达尼布	软胶囊	齐鲁制药	已上市	2023-06-30
乙磺酸尼达尼布	软胶囊	科伦药业	已上市	2023-05-19
乙磺酸尼达尼布	软胶囊	石药恩必普药业	已上市	2021-03-09
乙磺酸尼达尼布	软胶囊	Boehringer Ingelheim International GmbH.	已上市	2017-09-20
乙磺酸尼达尼布	软胶囊	沈阳红旗制药	申请上市	2024-01-29

来源：医药魔方，国金证券研究所

五、拟募集资金用于公司抗体生产基地建设项目，并补充流动资金

公司于 2024 年 2 月 2 日发布《以简易程序向特定对象发行人民币普通股股票预案》，将向不超过 35 名 (含 35 名) 特定对象发行人民币普通股股票总额不超过人民币 3 亿元。本次向特定对象发行的定价基准日为发行期首日, 发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 80%。本次募集资金中, 公司拟使用 2.7 亿元用于抗体生产基地建设项目; 0.3 亿元用于补充流动资金。



抗体生产基地建设项目：公司拟建的抗体生产基地项目用于抗体类药物的规模化生产，将进一步提升公司抗体类药物开发和产业化生产的能力，为公司在研1类新药 KW-027 等抗体项目提供符合 GMP 要求的研究开发及产业化生产条件，并可满足公司日益增长的其他生产配套需求。项目建设周期 3 年，拟投资金额 63,923.00 万元，建成后抗体生产基地总生产能力达到万升级规模。

KW-027 于 2023 年 3 月 23 日获得药物临床实验批准，现处于临床 I 期阶段，公司已有生产车间尚不具备抗体产业化生产条件，无法满足 KW-027 等抗体项目后期临床阶段产业化工艺开发及上市后生产需求。抗体生产基地建设项目规划原液年产能 400kg，可实现抗体药物的规模化生产；并解决现有及在研产品的包装、仓储、公用工程扩建等问题。

补充流动资金项目：满足公司在规模扩张过程中，对日常营运资金的需求。

六、盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

抗病毒：该领域产品包括金舒喜、凯力唯、凯因益生以及未来可能上市的派益生。2023 年凯力唯随医保报销范围扩大有望实现快速放量，金舒喜集采落地后有望在 2024-2025 年实现平稳增长，因此，预计 2023-2025 年公司抗病毒产品实现收入 10.79 亿元、14.16 亿元、18.23 亿元，分别同比增长 20%、31%、29%。毛利率方面，公司化学药品毛利率较生物药品更低，因此随着凯力唯放量，化学药品占比提升，抗病毒产品毛利率将有所下降，预计 2023-2025 年公司抗病毒产品毛利率分别为 89.2%、88.0%、87.6%。

抗炎：该领域产品主要是复方甘草酸苷系列产品。公司复方甘草酸苷系列产品在国内绝大部分地区均已被纳入集采，考虑到 2023 年仍有部分新集采区域，预计收入端和毛利率端略有下降，2024-2025 年企稳。预计 2023-2025 年公司抗炎产品实现收入 1.43 亿元、1.47 亿元、1.51 亿元，分别同比增长-10%、3%、3%；预计 2023-2025 年公司抗炎产品毛利率分别为 60.0%、60.0%、60.0%。

抗肺纤维化：该领域产品主要是安博司。目前国内只有康蒂尼药业和公司两家有吡非尼酮产品在售，且短期竞争格局良好，在患者刚性治疗需求下，预计公司抗肺纤维化产品短期仍将保持快速增长，且良好竞争格局下短期有望保持高毛利率，预计 2023-2025 年公司抗肺纤维化产品实现收入 1.68 亿元、2.53 亿元、3.28 亿元，分别同比增长 100%、50%、30%；预计 2023-2025 年公司抗肺纤维化产品毛利率分别为 90.0%、90.0%、90.0%。

图表36：公司收入拆分及预测

单位：百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1144.4	1160.0	1419.8	1845.7	2332.3
yoy	33%	1%	22%	30%	26%
毛利率	87.7%	86.6%	85.5%	85.4%	85.7%
抗病毒	831.8	895.9	1078.7	1416.1	1822.5
yoy		8%	20%	31%	29%
毛利率	92.0%	91.3%	89.2%	88.0%	87.6%
抗炎症	231.9	158.5	142.7	146.9	151.3
yoy			-10%	3%	3%
毛利率	77.9%	63.9%	60.0%	60.0%	60.0%
抗肺纤维化	44.4	84.2	168.4	252.7	328.5
yoy			100%	50%	30%
毛利率	90.2%	89.7%	90.0%	90.0%	90.0%
其他产品	36.1	21.4	30.0	30.0	30.0
毛利率	48.2%	47.2%	48.0%	48.0%	48.0%

来源：公司年报，国金证券研究所，注：其他产品毛利率为根据各领域产品毛利率推算

综上所述，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 14.20 亿元、18.46 亿元、23.32 亿元，分别同比增长 22%、30%、26%；毛利率分别为 85.5%、85.4%、85.7%；归母净利润分别为 1.22 亿元、2.00 亿元、2.43 亿元，分别同比增长 46%、63%、22%。

费用率方面，2023 年前三季度公司降本增效，销售费用率环比持续下降，且在金舒喜集



采落地后，预计 2024 年销售费用率有望继续优化；假设 2025 年派益生上市，预计公司在新品推广上仍将投入销售费用，2025 年销售费用率回升。预计 2023-2025 年公司销售费用率分别为 58.0%、56.0%、57.0%。预计 2023-2025 年公司管理费用率分别为 8.0%、9.0%、9.0%。预计公司 2023-2025 年研发费用率分别为 6.6%、6.5%、6.5%。

图表37：公司费用率预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
销售费用率	62.0%	61.7%	58.0%	56.0%	57.0%
管理费用率	11.7%	11.8%	8.0%	9.0%	9.0%
研发费用率	6.8%	9.9%	6.6%	6.5%	6.5%

来源：iFind，国金证券研究所

6.2 投资建议与估值

选用 PE 估值法对公司进行估值，选取特宝生物（干扰素）、众生药业（抗病毒药物、肝炎）、苑东生物（抗炎）作为可比公司。考虑到公司丙肝产品进入快速放量期，乙肝产品即将读出数据，参考可比公司，给予公司 2024 年 27xPE，对应目标价 31.51 元，维持“买入”评级。

图表38：可比公司估值比较（PE 估值法）

代码	名称	股价 (元)	归母净利润（百万元）					PE				
			2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
688278.SH	特宝生物	58.66	181	287	478	668	918	66	55	50	36	26
002317.SZ	众生药业	13.22	278	322	379	433	507	35	68	30	26	22
688513.SH	苑东生物	51.02	232	247	247	301	376	24	30	25	20	16
	平均值							42	51	35	27	22
688687.SH	凯因科技	26.41	107	83	122	200	243	43	47	37	23	19

来源：wind，国金证券研究所，注：收盘价为 2024 年 2 月 22 日收盘数据，可比公司预测数据为 2024 年 2 月 22 日收盘后 wind 一致预期

七、风险提示

产品研发不及预期：公司在研产品众多，新药研发周期长、研发投入高，且成功率存在不确定性，若公司临床试验推进缓慢，可能导致相应产品上市延缓或上市失败。

市场竞争加剧：公司产品如金舒喜、凯力唯等均面临市场竞争，若竞争对手采取降价等策略，主力产品销售可能会受影响。

产品放量不及预期：公司凯力唯处于快速放量阶段，但可能放量峰值不及预期。

限售股解禁：2023 年 12 月 21 日，公司用于股权激励的一般股份解禁 3.6 万股，占公司总股本的 0.02%；2024 年 2 月 8 日，公司部分首发前限售股满足解禁条件，解禁股份数量占公司总股本比例为 30.84%。若届时上述股东进行减持，公司股价面临波动风险。

增发后 EPS 被稀释：公司将向不超过 35 名（含 35 名）特定对象发行人民币普通股股票总额不超过人民币 3 亿元，若成功发行，可能会使 EPS 稀释。

假设及测算存在主观性：关于凯力唯和派益生未来收入测算部分具有一定主观性，存在无法完全反映市场环境变化的风险。


附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	862	1,144	1,160	1,420	1,846	2,332	货币资金	420	1,158	726	730	850	1,008	
增长率	32.7%	1.4%	1.4%	22.4%	30.0%	26.4%	应收款项	277	384	396	438	554	681	
主营业务成本	-112	-141	-155	-206	-269	-334	存货	80	144	149	169	221	275	
%销售收入	12.9%	12.3%	13.4%	14.5%	14.6%	14.3%	其他流动资产	16	106	524	547	551	560	
毛利	751	1,003	1,005	1,214	1,577	1,998	流动资产	793	1,791	1,795	1,885	2,177	2,524	
%销售收入	87.1%	87.7%	86.6%	85.5%	85.4%	85.7%	%总资产	67.6%	82.2%	81.2%	81.4%	82.4%	83.8%	
营业税金及附加	-7	-7	-8	-11	-13	-15	长期投资	52	46	51	42	42	42	
%销售收入	0.8%	0.6%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	固定资产	167	167	180	216	245	266	
销售费用	-517	-709	-716	-823	-1,034	-1,329	%总资产	14.3%	7.7%	8.1%	9.3%	9.3%	8.8%	
%销售收入	59.9%	61.9%	61.7%	58.0%	56.0%	57.0%	无形资产	147	137	161	169	173	176	
管理费用	-86	-134	-137	-114	-166	-210	非流动资产	379	387	415	431	464	488	
%销售收入	10.0%	11.7%	11.8%	8.0%	9.0%	9.0%	%总资产	32.4%	17.8%	18.8%	18.6%	17.6%	16.2%	
研发费用	-56	-77	-114	-94	-120	-152	资产总计	1,172	2,178	2,210	2,316	2,640	3,012	
%销售收入	6.5%	6.8%	9.8%	6.6%	6.5%	6.5%	短期借款	0	0	15	0	0	0	
息税前利润 (EBIT)	84	77	29	172	243	292	应付款项	179	331	381	400	515	631	
%销售收入	9.8%	6.7%	2.5%	12.1%	13.2%	12.5%	其他流动负债	71	81	83	82	110	138	
财务费用	6	22	22	14	16	19	流动负债	250	412	479	483	625	769	
%销售收入	-0.7%	-1.9%	-1.9%	-1.0%	-0.9%	-0.8%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	-4	-9	-2	-2	-1	-1	其他长期负债	69	78	49	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	2	0	0	0	负债	319	490	528	483	625	769	
投资收益	-2	32	9	4	7	10	普通股股东权益	848	1,679	1,676	1,803	1,960	2,160	
%税前利润	n.a	25.9%	9.4%	2.3%	2.6%	3.1%	其中：股本	127	170	171	171	171	171	
营业利润	89	131	106	189	266	321	未分配利润	158	226	256	336	493	693	
营业利润率	10.3%	11.4%	9.2%	13.3%	14.4%	13.7%	少数股东权益	6	9	6	30	55	83	
营业外收支	-1	-7	-9	-17	-2	-2	负债股东权益合计	1,172	2,178	2,210	2,316	2,640	3,012	
税前利润	88	123	98	172	264	319	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	10.2%	10.8%	8.4%	12.1%	14.3%	13.7%	每股指标							
所得税	-17	-25	-17	-26	-40	-48	每股收益	0.593	0.632	0.488	0.715	1.167	1.420	
所得税率	19.2%	20.2%	17.5%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	6.656	9.884	9.804	10.546	11.464	12.634	
净利润	71	98	81	146	225	271	每股经营现金净流	1.032	0.694	0.784	0.742	1.343	1.546	
少数股东损益	-5	-9	-3	24	25	28	每股股利	0.000	0.250	0.200	0.250	0.250	0.250	
归属于母公司的净利润	76	107	83	122	200	243	回报率							
净利率	8.8%	9.4%	7.2%	8.6%	10.8%	10.4%	净资产收益率	8.91%	6.39%	4.98%	6.78%	10.18%	11.24%	
							总资产收益率	6.45%	4.93%	3.77%	5.27%	7.56%	8.06%	
							投入资本收益率	7.98%	3.63%	1.40%	7.99%	10.27%	11.07%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	4.50%	32.75%	1.36%	22.40%	30.00%	26.36%	
							EBIT增长率	31.02%	-8.66%	-62.44%	496.20%	41.32%	19.97%	
							净利润增长率	41.09%	41.98%	-22.26%	46.47%	63.34%	21.65%	
							总资产增长率	11.37%	85.78%	1.47%	4.81%	14.00%	14.09%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	84.5	90.9	106.7	106.0	103.0	100.0	
							存货周转天数	200.5	289.4	343.6	300.0	300.0	300.0	
							应付账款周转天数	518.9	629.2	801.4	680.0	670.0	660.0	
							固定资产周转天数	69.3	51.7	55.7	54.6	47.5	40.8	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-49.16%	-73.37%	-72.67%	-67.71%	-67.57%	-67.74%	
							EBIT利息保障倍数	-15.0	-3.6	-1.3	-12.1	-15.4	-15.7	
							资产负债率	27.18%	22.51%	23.89%	20.85%	23.68%	25.54%	

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
买入	0	1	2	2	12
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.33	1.00

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	2022-04-21	买入	18.03	N/A
2	2022-08-25	买入	16.34	N/A
3	2022-10-28	买入	16.72	N/A
4	2023-01-20	买入	27.28	N/A
5	2023-03-25	买入	26.50	N/A
6	2023-04-23	买入	30.50	N/A
7	2023-10-27	买入	24.98	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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 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 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究