

2024年03月10日

证券研究报告·公司研究报告

特宝生物 (688278) 医药生物

当前价: 58.77元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

乙肝市场空间广阔，聚乙二醇干扰素-α快速放量

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 乙肝患者群体庞大，NAs 经治 CHB 患者联合 Peg-IFN-α 治疗追求临床治愈纳入指南推荐；2) 随着罗氏派罗欣 2022 年底退出中国市场，慢性乙肝适应症干扰素产品仅有公司派宾格在售，2023 年有望实现更快速的销售增长；3) 在研管线快推进，长效人粒细胞刺激因子产品拓培非格司亭注射液（珮金）获批上市，有望贡献业绩增量。
- **乙肝患者群体庞大，NAs 经治 CHB 患者联合 Peg-IFN-α 治疗追求临床治愈纳入指南推荐。** 全球 2022 年估计有 2.575 亿人感染乙肝病毒，全球 HBV 的流行率为 3.2%。全球乙肝的诊断率和治疗率分别为 14%和 8%。中国的 HBV 流行率为 5.6%，HBsAg 阳性人数达到 7974.7 万，乙肝诊断率和治疗率分别为 24%和 15%。2022 新版指南将 NAs 经治 CHB 患者中符合条件的优势人群联合 Peg-IFN-α 治疗可使部分患者获得临床治愈纳入指南推荐。
- **2023 年，慢性乙肝适应症的干扰素产品仅有公司派宾格在售。** 公司派宾格（聚乙二醇干扰素 α-2b 注射液）销售额呈现逐年快速增长趋势，随着罗氏的派罗欣（聚乙二醇干扰素 α-2a 注射液）由于新型药物的影响和罗氏在中国大陆地区市场策略的调整 2022 年底退出中国市场，2023 年派宾格有望实现更快速的销售增长。
- **在研管线包含 7 种高价值产品，临床试验快速推进。** 其中有 1 个已获批上市，6 个处于临床试验阶段的产品。公司主要在研产品包括聚乙二醇重组人生长激素（YPEG-GH）、聚乙二醇重组人促红素（YPEG-EPO）、人干扰素喷雾剂 α 2b、全新结构的小分子化合物 AK0706、PEG 化的针对全新机制靶向 V3 的新型蛋白质药物 ACT50、糖皮质激素及 IL-2 类激动剂的联合药物组合 ACT60。长效人粒细胞刺激因子产品拓培非格司亭注射液（珮金）获批上市，有望贡献业绩增量。Y 型聚乙二醇重组人生长激素（YPEG-GH）已完成 3 期临床研究，预计 2024 年 Q1 提交 NDA；Y 型聚乙二醇重组人促红素（YPEG-EPO）已完成 2 期临床研究，正开展 3 期临床研究申请相关准备工作。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2024-2025 年归母净利润分别为 7、9.4 亿元。公司是治愈性乙肝药物龙头，在研管线包含 7 种高价值产品，业绩高速增长，建议投资者关注。
- **风险提示:** 行业政策风险，销售不及预期风险，研发失败风险。

| 指标/年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 1526.91 | 2120.70 | 2811.73 | 3696.89 |
| 增长率 | 34.86% | 38.89% | 32.58% | 31.48% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 287.02 | 497.11 | 696.02 | 944.86 |
| 增长率 | 58.40% | 73.20% | 40.01% | 35.75% |
| 每股收益 EPS (元) | 0.71 | 1.22 | 1.71 | 2.32 |
| 净资产收益率 ROE | 20.39% | 26.91% | 28.48% | 29.08% |
| PE | 83 | 48 | 34 | 25 |
| PB | 16.98 | 12.94 | 9.78 | 7.36 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

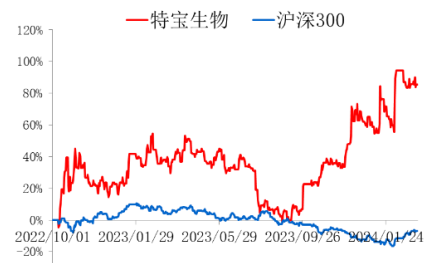
分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



基础数据

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 4.07 |
| 流通 A 股(亿股) | 4.07 |
| 52 周内股价区间(元) | 31.01-65.48 |
| 总市值(亿元) | 254 |
| 总资产(亿元) | 21.37 |
| 每股净资产(元) | 4.15 |

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

| | |
|---|-----------|
| 1 专注肝炎、肿瘤与免疫性疾病领域的创新蛋白质药企..... | 1 |
| 1.1 以临床需求为导向，研发能力国内第一梯队..... | 1 |
| 1.2 业绩表现亮眼，保持较高水平研发投入..... | 2 |
| 1.3 新药管线丰富，产品梯队稳步推进..... | 4 |
| 2 乙肝市场空间广阔，聚乙二醇干扰素-α 追求临床治愈..... | 5 |
| 2.1 2022 年全球估计有 2.6 亿人感染乙肝病毒，中国达八千万..... | 5 |
| 2.2 核苷经治人群考虑使用 Peg-IFN- α 追求临床治愈纳入指南推荐..... | 6 |
| 2.3 慢性乙肝适应症的干扰素产品仅有公司派宾格在售..... | 8 |
| 3 盈利预测与估值..... | 10 |
| 3.1 盈利预测..... | 10 |
| 3.2 相对估值..... | 11 |
| 4 风险提示..... | 12 |

图 目 录

| | |
|---|---|
| 图 1: 特宝生物发展历程..... | 1 |
| 图 2: 特宝生物股权结构..... | 2 |
| 图 3: 公司 2016 年-2023 年前三季度营业收入情况..... | 3 |
| 图 4: 公司 2016 年-2023 年前三季度归母净利润..... | 3 |
| 图 5: 公司 2016 年-2023 年前三季度毛利率情况..... | 3 |
| 图 6: 公司 2016 年-2023 年前三季度净利率情况..... | 3 |
| 图 7: 公司 2016 年-2023 年前三季度 Q3 管理、研发费用情况..... | 3 |
| 图 8: 公司 2016 年-2022 年产品收入占比情况 (亿元)..... | 3 |
| 图 9: 特宝生物上市产品情况..... | 4 |
| 图 10: 特宝生物研发管线..... | 5 |
| 图 11: 2022 年全球的乙肝病毒流行率..... | 5 |
| 图 12: 2022 年 17 个国家的乙肝病毒感染人数 (百万人)..... | 5 |
| 图 13: 乙肝病情发展过程..... | 6 |
| 图 14: 慢性 HBV 感染抗病毒治疗适应症的选择流程图..... | 7 |
| 图 15: 肝炎用药全国等级医院药品销售构成情况 (万元)..... | 9 |
| 图 16: 肝炎用药全国等级医院药品销售情况..... | 9 |

表 目 录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 表 1: 慢性乙型肝炎防治指南 (2022 年版) 推荐药物治疗..... | 8 |
| 表 2: 慢性乙肝适应症干扰素研发格局..... | 9 |
| 表 3: 分业务收入及毛利率..... | 11 |
| 表 4: 可比公司估值..... | 11 |
| 附表 1: 财务预测与估值..... | 13 |
| 附表 2: 特宝生物核心技术人员情况..... | 14 |

1 专注肝炎、肿瘤与免疫性疾病领域的创新蛋白质药企

1.1 以临床需求为导向，研发能力国内第一梯队

特宝生物是一家主要从事重组蛋白质及其长效修饰药物研发、生产及销售创新型生物医药企业、科创板上市企业。公司以免疫相关细胞因子药物为主要研发方向，致力于成为以细胞因子药物为基础的系统性免疫解决方案的引领者，为病毒性肝炎、恶性肿瘤等重大疾病治疗领域提供更优解决方案。在未来一段时间内，公司将重点聚焦慢性乙肝临床治愈领域，同时持续推进多个在研项目的临床研究进度。

特宝生物逐步发展成为中国领先的国际化生物技术企业。目前，公司建有国家级企业博士后科研工作站和国家联合地方工程研究中心，系国家创新型企业和国家知识产权优势企业。特宝生物秉持全球市场一体化的理念，立足国内市场，积极开拓国际市场，目前注射剂成品已进入东南亚、南美洲、独联体等十多个国家，通过技术创新化、管理科学化、产品规模化使企业逐步发展成为中国领先的国际化生物技术企业。

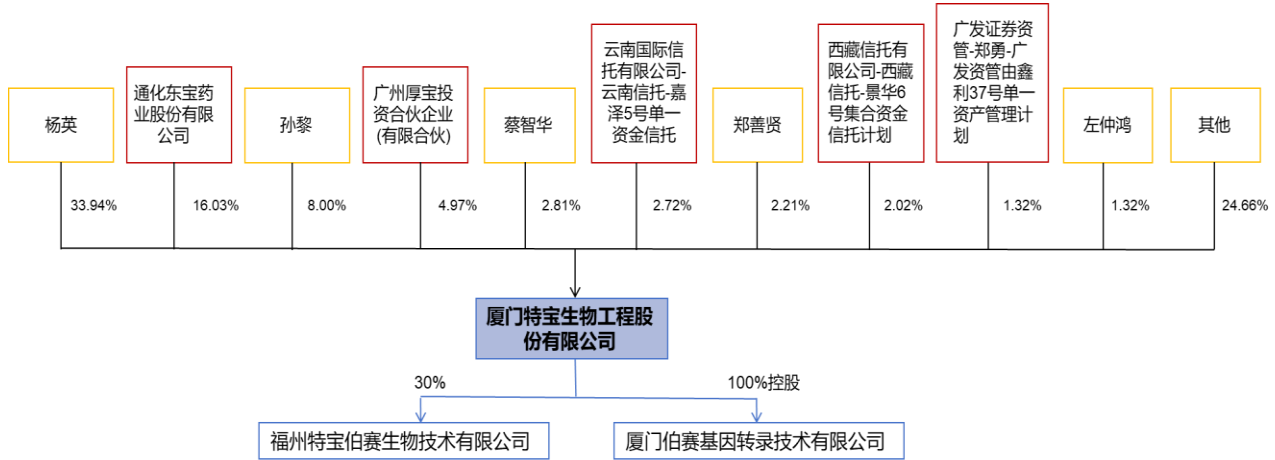
图 1：特宝生物发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司的实际控制人为杨英、兰春和孙黎，上述三人为一致行动人。杨英持有公司 33.94% 的股份，孙黎持有公司 8% 的股份。实际控制人之一孙黎的配偶蔡智华持有公司 2.81% 的股份。

公司建立了由孙黎先生带领的研发团队，核心研发成员稳定，已具备突破关键核心技术的人才基础。该团队入选国家科技部“重点领域创新团队”，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 个药物派格宾)获准上市。公司核心技术人员共有 5 人，教育背景覆盖了分子生物学、生物化学、微生物学等相关专业领域，从事专业研发工作均超过 15 年，具备多个生物制品品种的开发经验，均独立或牵头承担过国家级课题。截至 2023 年 9 月底，公司研发人员共有 127 人，占公司员工总数的比例为 17.4%。

图 2：特宝生物股权结构


数据来源：IFinD，西南证券整理

公司已拥有了成熟、高效的研发管理模式，有力地保障了公司的持续创新。自成立以来，公司一直专注于重组蛋白质药物和长效化修饰领域，持续进行研发体系、研发团队的建设不断完善，建成了包括研发中心、医学发展中心、生产中心、质量中心等在内的相关职能模块，全面覆盖创新药物研发的所有环节，包括科学发现、小试、成药性评估、中试、临床前、临床研究、直至产业化，各模块之间通过核心技术平台、项目化运作衔接，构成研发体系的完整闭环。

公司拥有核心平台技术，保障了在新药研发领域的可持续增长能力。公司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，拥有多个表达平台和多个克隆构建储备。高水平的研发投入，保障了公司在新药研发领域的可持续增长能力，使公司拥有了突破关键核心技术的基础和潜力。

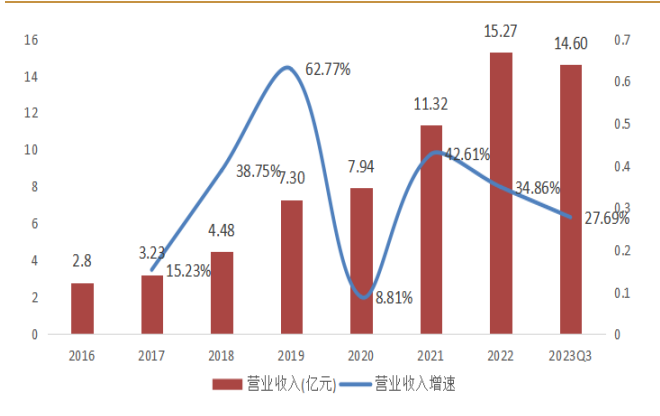
1.2 业绩表现亮眼，保持较高水平研发投入

公司业绩高增长，盈利能力持续提升。从 2016 年-2023 年前三季度公司营业收入逐年增长，归母净利润稳步上升。公司 2023 年前三季度营业收入 14.6 亿元 (+27.7%)，归母净利润 3.7 亿元 (+84.1%)，毛利率达到 93.6%，净利率达到 25.3%。主要原因是公司核心产品派格宾快速放量。公司收入和利润端均实现快速增长，业绩表现亮眼，盈利能力持续提升。

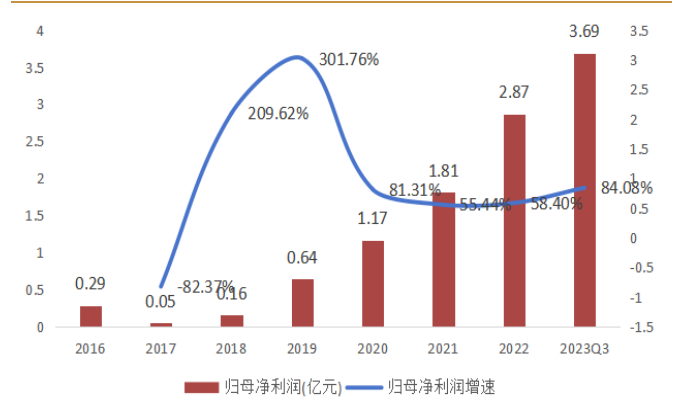
公司各研发项目有序开展，在新药研发领域始终保持较高研发投入。2023 年前三季度公司研发支出 1.4 亿元，同比增长 41.4%，2020 至 2022，公司研发费用分别为 0.77 亿元、0.82 亿元及 1.5 亿元，研发支出呈上升趋势。数项管线处于早期临床阶段产品管线中的部分产品进入关键性临床试验阶段，导致公司研发费用持续增大。研发费用用于产品管线的临床前研究、临床试验及上市申请。

公司头部产品派格宾上市后在乙肝临床治愈领域应用广泛，销量持续增长。2022 年实现营业收入 11.6 亿元，同比增长 50.7%，占公司整体营收比例 75.8%，产品毛利率 89.5%。派格宾作为全球第一个 40KD 聚乙二醇干扰素 $\alpha 2b$ 注射液，由于 2022 年底罗氏的同类竞品派罗欣退出中国市场，派格宾成为市场唯一长效干扰素产品，另外随着慢性乙型肝炎临床治愈观念的提出和普及，聚乙二醇干扰素 α 治疗慢性乙型肝炎实现临床治愈的价值被医生和患者认可，在慢性乙型肝炎治疗中的应用更加广泛，市场需求快速增加。

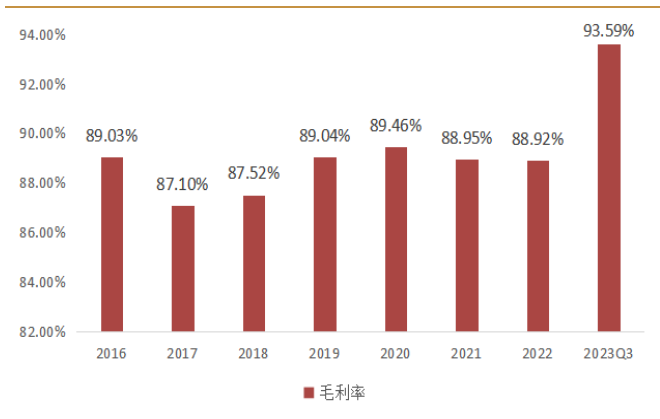
新产品 YPEG-G-CSF (珮金) 获批上市进一步丰富了公司的产品线结构, 未来有望成为公司新的业绩增长点。2023 年 6 月 30 日, 由公司自主研发的长效人粒细胞刺激因子产品拓培非格司亭注射液 (珮金) 获批上市。珮金的全新优化结构具有潜在提高疗效、降低不良反应的优势, 与特尔津形成了长短效产品组合, 提高产品核心竞争力。

图 3: 公司 2016 年-2023 年前三季度营业收入情况


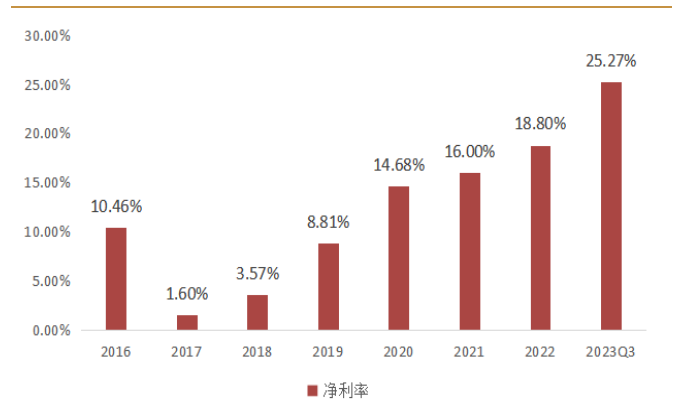
数据来源: IFinD, 西南证券整理

图 4: 公司 2016 年-2023 年前三季度归母净利润


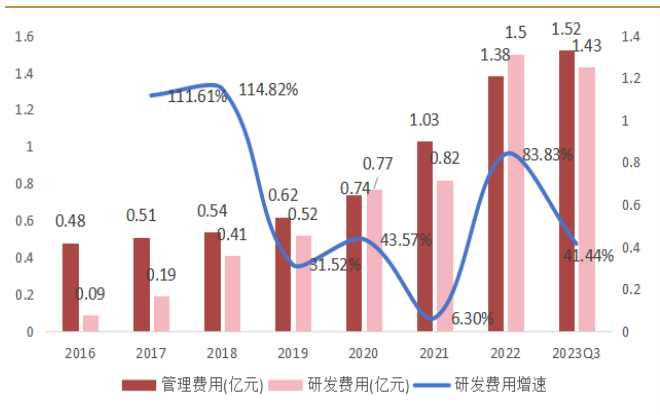
数据来源: IFinD, 西南证券整理

图 5: 公司 2016 年-2023 年前三季度毛利率情况


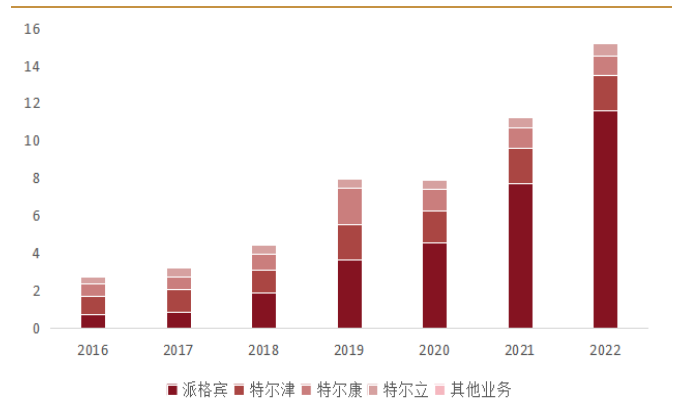
数据来源: IFinD, 西南证券整理

图 6: 公司 2016 年-2023 年前三季度净利率情况


数据来源: IFinD, 西南证券整理

图 7: 公司 2016 年-2023 年前三季度 Q3 管理、研发费用情况


数据来源: IFinD, 西南证券整理

图 8: 公司 2016 年-2022 年产品收入占比情况 (亿元)


数据来源: IFinD, 西南证券整理

1.3 新药管线丰富，产品梯队稳步推进

公司的产品线包含 5 种高价值产品，具有核心竞争力。现有产品分为感染线和血液肿瘤线，其中，感染线产品派格宾于 2016 年获批上市，是国内首个拥有完全自主知识产权的长效干扰素产品，主要应用于病毒性肝炎领域。派格宾的上市打破了国外医药企业对国内乙肝治疗药物的垄断局面，实现进口替代，降低了乙肝患者的用药成本。如今，派格宾在慢乙肝治疗领域应用继续保持领先优势，销售收入持续增长。血液肿瘤线产品珮金、特尔津、特尔立、特尔康。上市产品多年来深得终端客户的认可，市场占有率排名前列，近年来增长迅速。

2023 年 6 月 30 日，由公司自主研发的长效人粒细胞刺激因子产品拓培非格司亭注射液（珮金）获批上市。该药物的注册分类为治疗用生物制品 1 类，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。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。

图 9：特宝生物上市产品情况

| 产品线 | 商品名 | 通用名 | 适应症 | 上市时间 | 2022 年销售额 (亿元) |
|-------|-----|------------------|---|------|----------------|
| 感染线 | 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 | 2016 | 11.61 |
| 血液肿瘤线 | 特尔立 | 注射用人粒细胞巨噬细胞刺激因子 | 1) 治疗和预防肿瘤放疗或化疗后引起的白细胞减少症 2) 治疗骨髓造血机能障碍及骨髓增生异常综合征 3) 预防白细胞减少可能潜在的感染并发症 4) 使感染引起的中性粒细胞减少的恢复加快 | 1997 | 0.66 |
| | 特尔津 | 人粒细胞刺激因子注射液 | 主要用于治疗肿瘤化疗后中性粒细胞减少症 | 1999 | 1.91 |
| | 特尔康 | 注射用人白介素-11 | 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 | 2005 | 0.99 |
| | 珮金 | 拓培非格司亭注射液 | 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 | 2023 | / |

数据来源：公司官网、招股说明书，西南证券整理

特宝生物在研管线包含 7 种高价值产品，研发进度业内领先。其中有 1 个处于获批上市阶段的产品，6 个处于临床试验阶段的产品，临床开发的产品项目跨越临床前研究到获批上市等多个阶段。临床前研究管线布局丰富，公司拥有技术专业、经验丰富的生物医药研发团队，一直努力打造高效协同的研发体系，依托现有平台优势，持续加大研发投入，推进技术创新。

在研产品若顺利上市将持续丰富公司产品线，奠定业绩长期增长基础。公司主要在研产品包括聚乙二醇重组人生长激素 (YPEG-GH)、聚乙二醇重组人促红素 (YPEG-EPO)、人干扰素喷雾剂 α2b、全新结构的小分子化合物 AK0706、PEG 化的针对全新机制靶向 V3 的新型蛋白质药物 ACT50、糖皮质激素及 IL-2 类激动剂的联合药物组合 ACT60。Y 型聚乙二醇重组人生长激素 (YPEG-GH) 已完成 3 期临床研究，公司披露将争取在 2024 年 Q1 推进到 NDA 阶段；Y 型聚乙二醇重组人促红素 (YPEG-EPO) 已完成 2 期临床研究，正开展 3 期临床研究申请相关准备工作。

图 10：特宝生物研发管线

| 药物 | 适应症 | 临床前 | IND | I 期 | II 期 | III 期 | NDA | 上市 | 重要里程碑 |
|------------|---------------------------|-----|-----|-----|------|-------|-----|----|--------------------|
| YPEG-G-CSF | 用于癌症化疗中预防中性粒细胞减少性发热症 (FN) | | | | | | | | / |
| YPEG-EPO | 用于慢性肾功能不全导致的贫血 | | | | | | | | 正开展3期临床研究申请相关准备工作。 |
| YPEG-GH | 生长激素缺乏症 | | | | | | | | 争取在2024年Q1推进到NDA阶段 |
| 人干扰素喷雾剂α2b | 降低新型冠状病毒暴露后的感染风险 | | | | | | | | / |
| AK0706 | 慢性乙型肝炎 | | | | | | | | / |
| ACT50 | 肿瘤 | | | | | | | | / |
| ACT60 | 过敏等呼吸道疾病 | | | | | | | | / |

数据来源：公司官网、招股说明书，西南证券整理

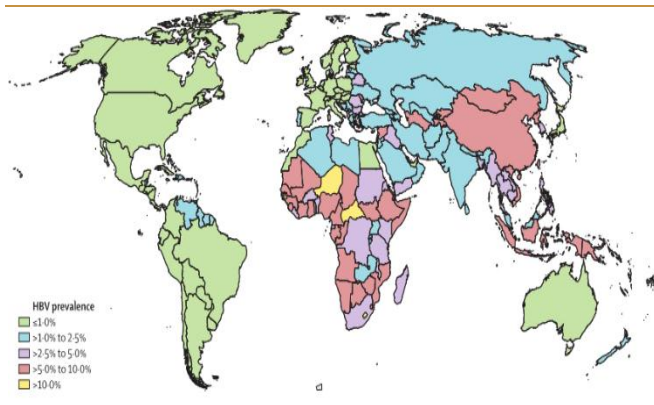
2 乙肝市场空间广阔，聚乙二醇干扰素-α 追求临床治愈

2.1 2022 年全球估计有 2.6 亿人感染乙肝病毒，中国达八千万

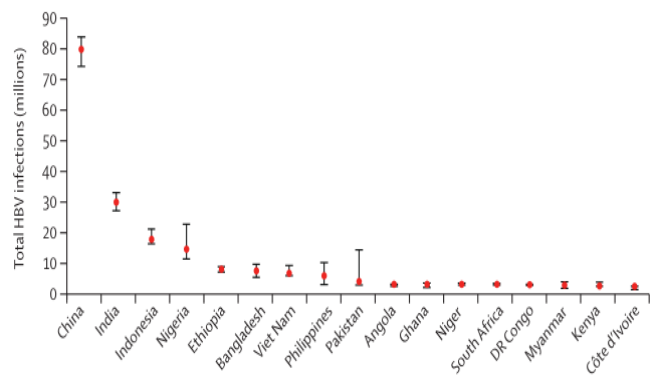
发表于 The Lancet Gastroenterology and Hepatology 的综述报道了全球 2022 年估计有 2.575 亿人感染乙肝病毒，全球 HBV 的流行率为 3.2%。全球乙肝的诊断率和治疗率分别为 14% 和 8%。

中国的 HBV 流行率为 5.6%，HBsAg 阳性人数达到 7974.7 万，乙肝诊断率和治疗率分别为 24% 和 15%。如果目前的乙肝诊疗现状保持不变，至 2030 年预计全球乙肝相关发病率和死亡率将不断增加，难以实现 2030 年消除乙肝的目标。另外，根据慢性乙型肝炎防治指南（2022 年版），WHO 报道 2019 年约有 150 万新发 HBV 感染者，82 万人死于 HBV 感染所致的肝衰竭、肝硬化或肝细胞癌（HCC）等相关疾病。

17 个国家的乙肝病毒感染人数占全球乙肝病毒感染总人数的 75% 以上，而中国、印度、印度尼西亚、尼日利亚和埃塞俄比亚感染人数占所有 HBsAg 阳性患者的 58%。

图 11：2022 年全球的乙肝病毒流行率


数据来源：Polaris Observatory Collaborators，西南证券整理

图 12：2022 年 17 个国家的乙肝病毒感染人数（百万人）


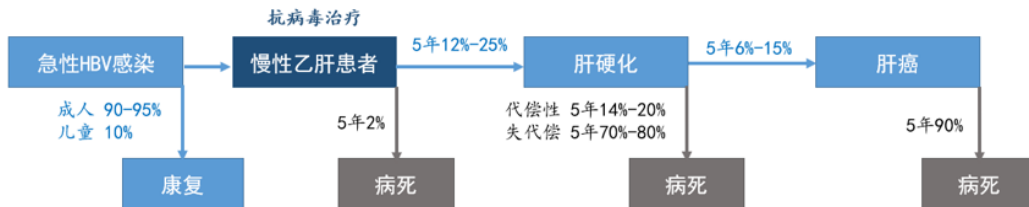
数据来源：Polaris Observatory Collaborators，西南证券整理

根据中华医学会肝病分会的慢性乙型肝炎防治指南（2022年版），我国以母婴传播为主，占新发感染的40%~50%。HBV经母婴、血液（包括皮肤和黏膜微小创伤）和性接触传播，在我国以母婴传播为主，占新发感染的40%~50%，多发生在围生期，通过HBV阳性母亲的血液和/或体液传播。母亲的HBV DNA水平与新生儿感染HBV风险密切相关，母亲HBeAg阳性、HBV DNA水平高者更易发生母婴传播。

成人主要经血液和性接触传播，包括输注未经严格筛查和检测的血液和血制品、不规范的血液净化、不规范的有创操作（如注射、手术及口腔科诊疗操作等）和无防护的性行为等。HBV也可经破损的皮肤或黏膜传播，如职业暴露、修足、文身、扎耳环孔、共用剃须刀和牙具等。

乙肝的临床特点是表现多样化，且易发展为慢性肝炎、肝纤维化和肝硬化，少数患者病情会进一步恶化成原发性肝癌。根据不同的病理阶段，可分为急性病毒性乙型肝炎和慢性乙型肝炎，如检测指标为HBsAg阳性和HBcAg的抗体免疫球蛋白M阳性即为急性乙肝，这类患者只要及时治疗，大部分可痊愈并终生具有免疫力，但如果是在儿童期感染乙肝病毒则很难痊愈，因此成为慢性乙肝患者的主要来源。慢性乙肝患者经抗病毒治疗后，可以在一定时间内维持病情稳定，但病毒无法被根除，未经抗病毒治疗CHB患者的肝硬化年发生率为2%~10%，5年后发展为肝硬化的概率为12-25%。肝硬化发展为肝癌的5年概率为6-15%，非肝硬化HBV感染者的HCC年发生率为0.2%~1.0%，肝硬化患者HCC年发生率为3%~6%，而HCC的5年死亡率则高达90%。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。

图 13：乙肝病情发展过程



数据来源：《健康中国：产业发展机遇与挑战》，西南证券整理

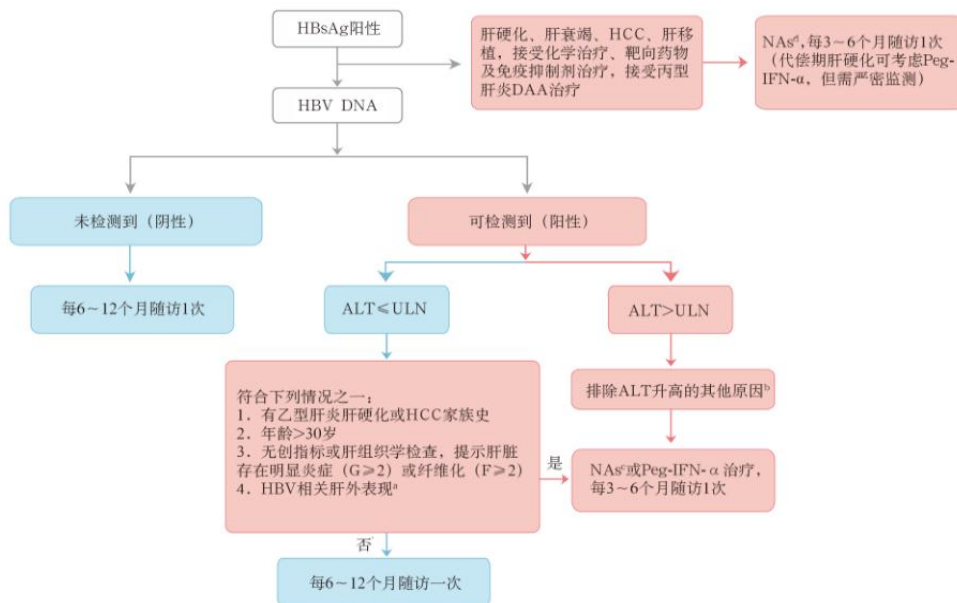
2.2 核苷经治人群考虑使用 Peg-IFN-α 追求临床治愈纳入指南推荐

既往多以 ALT ULN 的倍数作为启动抗病毒治疗的 ALT 治疗阈值，此外应强化对有疾病进展风险、肝硬化患者的抗病毒治疗。治疗流程上，依据血清 HBV DNA（推荐使用高灵敏度检测技术）、ALT 水平和肝脏疾病严重程度，同时结合年龄、家族史和伴随疾病等因素，综合评估患者疾病进展风险，决定是否需启动抗病毒治疗。

- 对于血清 HBV DNA 阳性，ALT 持续异常 (>ULN)，且排除其他原因所致者，建议抗病毒治疗 (B1)。

- 对于血清 HBV DNA 阳性者，无论 ALT 水平高低，只要符合下列情况之一，建议抗病毒治疗：（1）有乙型肝炎肝硬化家族史或 HCC 家族史（B1）；（2）年龄>30 岁（B1）；（3）无创指标或肝组织学检查，提示肝脏存在明显炎症（G≥2）或纤维化（F≥2）（B1）；（4）HBV 相关肝外表现（如 HBV 相关性肾小球肾炎等）（B1）。
- 临床确诊为代偿期和失代偿期乙型肝炎肝硬化患者，无论其 ALT 和 HBV DNA 水平及 HBeAg 阳性与否，均建议抗病毒治疗。

图 14：慢性 HBV 感染抗病毒治疗适应症的选择流程图



注: HBV: 乙型肝炎病毒, HBsAg: 乙型肝炎表面抗原, HCC: 肝细胞癌, DAA: 直接抗病毒药物, NAs: 核苷(酸)类似物, ALT: 丙氨酸转氨酶, ULN: 正常值上限, Peg-IFN-α: 聚乙二醇干扰素α; ^a: HBV 相关的肝外表现: 肾小球肾炎、血管炎等; ^b: 排除 ALT 升高的其他原因: 其他病原体感染、药物或毒物服用史、乙醇服用史、脂肪代谢紊乱、自身免疫紊乱、肝脏淤血或血管性疾病、遗传代谢性肝损伤、全身性系统性疾病等; ^c: NAs: 恩替卡韦、富马酸替诺福韦酯、富马酸丙酚替诺福韦或艾米替诺福韦; ^d: NAs: 恩替卡韦、富马酸替诺福韦酯或富马酸丙酚替诺福韦

数据来源: 慢性乙型肝炎防治指南 (2022 年版), 西南证券整理

《慢性乙型肝炎防治指南 (2022 年版)》将核苷经治人群考虑使用聚乙二醇干扰素 α 追求临床治愈纳入推荐意见。抗 HBV 治疗可降低 CHB 相关并发症的发生率，降低 HBV 相关 HCC 的发生率，提高患者生存率，是慢性 HBV 感染者最重要的治疗措施。此外，还有抗炎、抗氧化、保肝、抗纤维化、调节免疫等治疗。

- **HBeAg 阳性 CHB 患者：首选 NAs (ETV、TDF、TAF 或 TMF) 治疗 (A1)。**大多数患者需要长期用药，最好至 HBsAg 消失再停药。也可采用 Peg-IFN-α 治疗，治疗 24 周时，若 HBV DNA 下降 < 2 log₁₀ IU/ml 且 HBsAg 定量仍 > 2 × 10⁴ IU/ml，建议停用 Peg-IFN-α 治疗，改为 NAs 治疗 (A1)。Peg-IFN-α 有效患者疗程为 48 周，不宜超过 96 周 (B1)。
- **HBeAg 阴性 CHB 患者：首选 NAs (ETV、TDF、TAF 或 TMF) 治疗 (A1)。**建议 HBsAg 消失和/或出现抗-HBs，且 HBV DNA 检测不到，巩固治疗 6 个月仍检测不到者，可停药随访 (B1)。也可采用 Peg-IFN-α 治疗，治疗 12 周时，若 HBV DNA

下降 $<2 \log_{10}$ IU/ml, 或 HBsAg 定量下降 $<1 \log_{10}$ IU/ml, 建议停用 Peg-IFN- α 治疗, 改为 NAs 治疗 (B1)。Peg-IFN- α 有效者疗程为 48 周, 不宜超过 96 周 (B1)。

- 在一些符合条件的患者中 (如: NAs 治疗后 HBV DNA 定量 $<$ 检测下限、HBeAg 阴转, 且 HBsAg <1500 IU/ml 时): 结合患者意愿可考虑加用 Peg-IFN- α 治疗, 以追求临床治愈。治疗 24 周后, 若 HBsAg <200 IU/ml 或下降 $>1 \log_{10}$ IU/ml, 建议继续 NAs 联合 Peg-IFN- α 治疗至 48~96 周; 治疗 24 周后, 若 HBsAg 仍 ≥ 200 IU/ml, 可考虑停用 Peg-IFN- α , 继续 NAs 治疗 (B2)。

表 1: 慢性乙型肝炎防治指南 (2022 年版) 推荐药物治疗

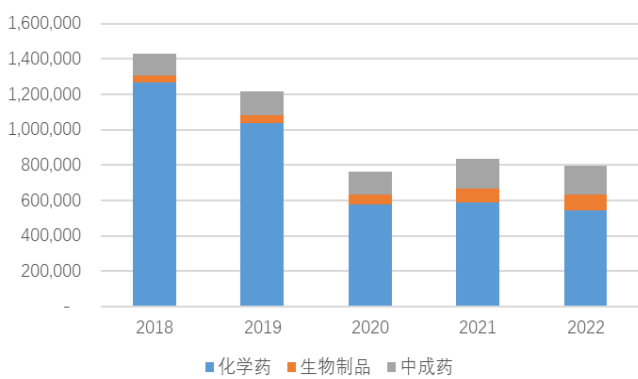
| 企业 | 药物名称 | 有效性和耐药发生率 | 安全性 |
|-----------------|------------------------------|--|---|
| NAs 治疗 | 恩替卡韦 (ETV) | 5 年累积耐药发生率为 1.2% | 在随访 10 年的全球多中心队列研究中, 仅 0.2% 应用 ETV 的患者出现严重不良反应 |
| | 富马酸替诺福韦酯 (TDF) | 8 年累积耐药发生率为 0 | 不良反应低, 但对高龄或绝经期患者, 有新发或加重肾功能损伤及骨质疏松的风险 |
| | 富马酸丙酚替诺福韦 (TAF) | 与 TDF 相比病毒学应答率相似, 生物化学应答率更优 | 在骨代谢和肾脏安全性方面优于 TDF, 但可能有影响脂质代谢的风险 |
| | 艾米替诺福韦 (TMF) | 病毒学应答率与 TDF 相似, ALT 复常率略优于 TDF | 治疗 96 周后脊柱、髌关节和股骨颈密度下降值明显低于 TDF, 肾小球滤过率下降幅度明显小于 TDF。治疗 48 周后血脂异常发生率高于 TDF (分别为 11.4% 与 3.0%), 但 96 周持续治疗显示血脂在 48 周已趋于稳定 |
| 干扰素 α 治疗 | Peg-IFN- α 单药治疗 | 对于初治 CHB 患者, Peg-IFN- α 治疗可使部分患者获得病毒学应答 (HBeAg 阳性、阴性患者均 $<50%$) 和 HBsAg 清除 (治疗 3 年后 HBsAg 清除率达 8.7%~11.0%)。 | 主要不良反应包括: 流感样症候群, 骨髓抑制, 自身免疫病等 |
| | Peg-IFN- α 与 NAs 联合治疗 | NAs 经治 CHB 患者中符合条件的优势人群, 联合 Peg-IFN- α 可使部分患者获得 临床治愈 。干扰素治疗前 HBsAg 低水平 (<1500 IU/ml) 且 HBeAg 阴性的优势患者接受序贯 Peg-IFN- α 治疗更有可能实现 临床治愈 。 | |
| 其他治疗 | 抗炎、抗氧化、保肝治疗 | 甘草酸制剂、水飞蓟素制剂、多不饱和卵磷脂制剂和双环醇等有望减轻肝脏炎症损伤。对肝组织炎症明显或 ALT 水平明显升高的患者, 可以酌情使用, 但不宜多种联合。 | |
| | 抗纤维化治疗 | 抗纤维化中药方剂如安络化纤丸、复方鳖甲软肝片、扶正化瘀片, 在动物实验和临床研究中均显示一定的抗纤维化作用, 对明显纤维化或肝硬化患者可以酌情选用。 | |

数据来源: 慢性乙型肝炎防治指南 (2022 年版), 西南证券整理

2.3 慢性乙肝适应症的干扰素产品仅有公司派宾格在售

自 2018 年至今, 肝炎化药占比逐步下降, 从 2018 年接近 90% 的占比下降至 2022 年的 68%, 中药则从 9% 上升至 20%, 生物制品也有所上升, 从 3% 提升至 12%。化药主要为核苷类药物, 生物制品主要为干扰素。

- 核苷类药物方面，丙酚替诺福韦的销售额从 2019 年的 3229 万元增长到了 2022 年的 131134 万元，增长迅速，而恩替卡韦的销售额从 2018 年的 625041 万元下降到了 2022 年的 102707 万元。
- 干扰素方面，特宝生物的派宾格（聚乙二醇干扰素 α-2b 注射液）销售额呈现逐年快速增长趋势。罗氏的派罗欣（聚乙二醇干扰素 α-2a 注射液）由于新型药物的影响和罗氏在中国大陆地区市场策略的调整，2022 年底罗氏与歌礼制药终止派罗欣在中国大陆地区市场的推广合作，同时罗氏也表明不会在中国大陆地区开展派罗欣的商业推广。
- 中药方面，扶正化痰和肝爽两种中成药的销售额也在保持逐年增长。

图 15：肝炎用药全国等级医院药品销售构成情况（万元）


数据来源：中康产业研究院，西南证券整理

图 16：肝炎用药全国等级医院药品销售情况

| 序号 | 药品类型 | 通用名 | 2018年销售额 (万元) | 2019年销售额 (万元) | 2020年销售额 (万元) | 2021年销售额 (万元) | 2022年销售额 (万元) |
|----|------|------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 1 | 化学药 | 丙酚替诺福韦 | - | 3,229 | 34,691 | 98,046 | 131,134 |
| 2 | 化学药 | 恩替卡韦 | 625,041 | 463,801 | 170,138 | 133,035 | 102,707 |
| 3 | 化学药 | 乙酰胺半胱氨酸 | 106,699 | 132,326 | 157,692 | 134,095 | 91,323 |
| 4 | 生物制品 | 聚乙二醇干扰素α2b | 9,402 | 18,448 | 25,529 | 50,782 | 71,066 |
| 5 | 化学药 | 甘草酸单铵半胱氨酸 | 18,534 | 45,933 | 30,832 | 60,166 | 65,683 |
| 6 | 中成药 | 扶正化痰 | 30,735 | 27,641 | 26,285 | 41,800 | 44,927 |
| 7 | 化学药 | 替诺福韦二吡呋酯 | 142,409 | 136,782 | 60,283 | 52,163 | 37,633 |
| 8 | 化学药 | 索磷布韦维帕他韦 | 25 | 2,014 | 23,068 | 33,291 | 32,941 |
| 9 | 中成药 | 肝爽 | 8,994 | 14,496 | 17,660 | 27,418 | 28,824 |
| 10 | 中成药 | 安络化纤 | 17,851 | 23,908 | 26,573 | 30,369 | 25,963 |
| 11 | 化学药 | 艾米替诺福韦 | - | - | - | 137 | 25,614 |
| 12 | 中成药 | 裸花紫珠 | 26,468 | 27,147 | 23,548 | 29,113 | 25,263 |
| 13 | 生物制品 | 聚乙二醇干扰素α2a | 32,322 | 26,449 | 24,524 | 29,324 | 20,911 |
| 14 | 化学药 | 复合辅酶 | 218,746 | 147,476 | 33,550 | 17,164 | 13,557 |
| 15 | 中成药 | 复方益肝灵 | 8,754 | 9,951 | 10,895 | 12,557 | 11,124 |
| 16 | 化学药 | 拉米夫定 | 42,862 | 27,823 | 18,062 | 17,187 | 9,626 |
| 17 | 化学药 | 替比夫定 | 39,688 | 27,090 | 17,411 | 10,936 | 6,622 |
| 18 | 化学药 | 亮菌 | 5,595 | 6,424 | 6,878 | 7,122 | 5,199 |
| 19 | 化学药 | 艾尔巴韦格拉瑞韦 | - | 102 | 3,671 | 6,669 | 4,747 |
| 20 | 化学药 | 复方牛胎肝提取物 | 6,757 | 6,058 | 5,288 | 5,358 | 4,365 |

数据来源：中康产业研究院，西南证券整理

目前，国内在慢性乙肝适应症上的干扰素产品仅有特宝生物的派宾格（聚乙二醇干扰素 α-2b 注射液）在售。聚乙二醇干扰素 α 由普通干扰素经聚乙二醇分子修饰而成，相较于普通干扰素分子量更大，肾脏清除率较低。此外，聚乙二醇是一种无活性的亲水性化合物，可保护干扰素，减少其被体内蛋白酶降解和被免疫细胞识别和清除的机会，降低干扰素的免疫原性。因此，长效干扰素血药浓度更稳定，用药间期可以从短效产品每周 3 次延长到每周 1 次，并保证稳定的血药浓度。

表 2：慢性乙肝适应症干扰素研发格局

| 药品名称 | 作用机制 | 研发机构 | 疾病 | 国外研发阶段 | 中国研发阶段 |
|-----------------------|--------------------|------------------------------|------|---------|---------|
| peginterferon alfa-2b | IFN α 2 类似物 | Schering-Plough(Merck & Co.) | 慢性乙肝 | 批准上市 | - |
| 干扰素 α-1b | 重组 IFN α 1 | -- | 慢性乙肝 | 批准上市 | - |
| 干扰素 α-2a | 重组 IFN α 2 | Roche | 慢性乙肝 | 批准上市 | - |
| 干扰素 α-2b | 重组 IFN α 2 | Schering-Plough(Merck & Co.) | 慢性乙肝 | 批准上市 | - |
| 派格宾 | IFN α 2 类似物 | 特宝生物 | 慢性乙肝 | - | 批准上市 |
| 聚乙二醇干扰素 α-2a | IFN α 2 类似物 | Roche | 慢性乙肝 | 批准上市 | - |
| 聚乙二醇干扰素 α-2a + 利巴韦林 | IFN α 2 类似物; 核苷类似物 | Roche | 慢性乙肝 | 批准上市 | - |
| 重组人干扰素 α-1b | 重组 IFN α 1 | 三元基因 | 慢性乙肝 | 批准上市 | - |
| 重组细胞因子基因衍生蛋白 | IFN α 类似物 | 杰华生物 | 慢性乙肝 | III 期临床 | 批准上市 |
| SFR9216 | IFN α 2-白蛋白 | 华通福源 | 慢性乙肝 | - | VII 期临床 |

| 药品名称 | 作用机制 | 研发机构 | 疾病 | 国外研发阶段 | 中国研发阶段 |
|----------------------------------|----------------------------|-----------------------------|------|--------|--------|
| | 融合蛋白 | | | | |
| ropeginterferon alfa-2b | IFN α 2 类似物 | AOP Orphan;药华医药;Pint Pharma | 慢性乙肝 | I 期临床 | 申报临床 |
| Y 型 PEG 化 重组人干扰素 α -2a | IFN α 2 类似物 | 特宝生物 | 慢性乙肝 | - | I 期临床 |
| rHSA-IFN α -2b | IFN α 2-白蛋白 融合蛋白 | 军科院军事医学研究院;康宝生物 | 慢性乙肝 | - | I 期临床 |
| 聚乙二醇干扰素 α -2b | IFN α 2 类似物 | 安科生物 | 慢性乙肝 | - | I 期临床 |
| Q101-聚乙二醇 重组人干扰素 α 2a | IFN α 2 类似物 | 石药集团 | 慢性乙肝 | - | 申报临床 |

数据来源：医药魔方，西南证券整理

派格宾（聚乙二醇干扰素 α -2b 注射液）是全球首个 40kD 聚乙二醇干扰素 α -2b 注射液，是治疗用生物制品国家 1 类新药。该药品拥有完全自主知识产权，获得中、欧、美、日等多国专利授权，药物研发及相关临床应用获国家“十一五”、“十二五”、“十三五”共计 4 项“重大新药创制”国家科技重大专项持续支持。

基于抑制病毒复制和增强免疫的双重作用，派格宾临床上主要用于病毒性肝炎的治疗，是慢性乙型肝炎抗病毒治疗一线用药，聚乙二醇干扰素 α -2b 为现行国家医保目录（乙类）品种。目前，派格宾在实现慢性乙型肝炎患者临床治愈和预防肝癌方面已开展了一系列研究工作，先后支持了中国肝炎防治基金会发起的“中国慢乙肝临床治愈（珠峰）工程项目”、“中国降低乙肝患者肝癌发生率研究（绿洲）工程项目”和“中国慢乙肝核苷经治低病毒血症患者治疗研究（未名）项目”等一系列真实世界研究项目，将为提高慢性乙型肝炎临床治愈率、进一步降低肝癌风险、实现更高的慢性乙型肝炎治疗目标贡献力量。

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：派格宾是全球第一个 40KD 聚乙二醇干扰素 α 2b 注射液，2022 年底罗氏的同类竞品派罗欣退出中国市场，派格宾成为市场唯一长效干扰素产品，另外随着慢性乙型肝炎临床治愈观念的提出和普及，聚乙二醇干扰素 α 治疗慢性乙型肝炎实现临床治愈的价值被医生和患者认可，假设派格宾 2023-2025 年销量增速分别为 50%、38%、35%，毛利率维持在 88%-90%。

假设 2：血液肿瘤线产品特尔津、特尔康销售基本达峰，特尔立保持较稳定增长，假设 2023-2025 年特尔津、特尔康销量增速为 0，特尔立销量增速分别为 20%、18%、15%，毛利率均维持稳定。

表 3：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------|-----|---------|--------|--------|--------|
| 派格宾 | 收入 | 1161 | 1742 | 2403 | 3244 |
| | 增速 | 50.78% | 50.00% | 38.00% | 35.00% |
| | 成本 | 122 | 192 | 276 | 389 |
| | 毛利率 | 89.49% | 89.00% | 88.50% | 88.00% |
| 特尔津 | 收入 | 191 | 191 | 191 | 191 |
| | 增速 | 0.53% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | 成本 | 26 | 26 | 26 | 26 |
| | 毛利率 | 86.36% | 86.36% | 86.36% | 86.36% |
| 特尔康 | 收入 | 99 | 99 | 99 | 99 |
| | 增速 | -10.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | 成本 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| | 毛利率 | 89.44% | 89.44% | 89.44% | 89.44% |
| 特尔立 | 收入 | 66 | 79 | 93 | 107 |
| | 增速 | 24.53% | 20.00% | 18.00% | 15.00% |
| | 成本 | 9 | 11 | 13 | 14 |
| | 毛利率 | 86.54% | 86.54% | 86.54% | 86.54% |
| 合计 | 收入 | 1526.9 | 2120.7 | 2811.7 | 3696.9 |
| | 增速 | 34.9% | 38.9% | 32.6% | 31.5% |
| | 成本 | 169.2 | 240.2 | 329.2 | 448.6 |
| | 毛利率 | 88.9% | 88.7% | 88.3% | 87.9% |

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2024-2025 年营业收入分别为 28.1 和 37 亿元，归母净利润分别为 7 和 9.4 亿元，EPS 分别为 1.71 和 2.32 元，对应 PE 分别为 34 和 25 倍。

3.2 相对估值

选取同样处于核心产品快速放量阶段的科创板药企作为可比公司，2024 年可比公司平均 PE 为 29 倍。预计公司 2024-2025 年归母净利润分别为 7、9.4 亿元。公司是治愈性乙肝药物龙头，在研管线包含 7 种高价值产品，业绩高速增长，建议投资者关注。

表 4：可比公司估值

| 证券代码 | 可比公司 | 股价（元） | EPS（元） | | | | PE（倍） | | | |
|-----------|------|-------|--------|------|------|------|-------|-----|-----|-----|
| | | | 22A | 23E | 24E | 25E | 22A | 23E | 24E | 25E |
| 688578.SH | 艾力斯 | 41.80 | 0.29 | 1.04 | 1.54 | 1.99 | 144 | 40 | 27 | 21 |
| 688687.SH | 凯因科技 | 26.22 | 0.49 | 0.74 | 1.04 | 1.37 | 54 | 35 | 25 | 19 |
| 300558.SZ | 贝达药业 | 40.79 | 0.35 | 0.82 | 1.14 | 1.48 | 117 | 50 | 36 | 28 |
| 平均值 | | | | | | | 105 | 42 | 29 | 23 |

数据来源：Wind, 西南证券整理

4 风险提示

行业政策风险，销售不及预期风险，研发失败风险。

附表 1：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 1526.91 | 2120.70 | 2811.73 | 3696.89 | 净利润 | 287.02 | 497.11 | 696.02 | 944.86 |
| 营业成本 | 169.24 | 240.23 | 329.21 | 448.55 | 折旧与摊销 | 45.47 | 46.52 | 46.52 | 46.52 |
| 营业税金及附加 | 7.84 | 10.89 | 14.44 | 18.98 | 财务费用 | -4.18 | 0.28 | 2.81 | 3.70 |
| 销售费用 | 703.15 | 954.32 | 1237.16 | 1608.15 | 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 138.38 | 192.98 | 255.87 | 336.42 | 经营营运资本变动 | 70.20 | -449.71 | -45.39 | -111.87 |
| 财务费用 | -4.18 | 0.28 | 2.81 | 3.70 | 其他 | -35.35 | 4.33 | 2.78 | 1.70 |
| 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 363.16 | 98.52 | 702.73 | 884.91 |
| 投资收益 | 3.52 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -258.99 | -613.00 | -611.00 | -632.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.40 | 1.46 | 1.16 | 1.13 | 其他 | -30.41 | 1.46 | 1.16 | 1.13 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -289.40 | -611.54 | -609.84 | -630.87 |
| 营业利润 | 406.92 | 643.46 | 890.40 | 1196.22 | 短期借款 | -10.00 | 485.71 | 78.45 | -22.62 |
| 其他非经营损益 | -51.00 | -39.78 | -42.44 | -42.97 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 355.93 | 603.68 | 847.96 | 1153.26 | 股权融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 68.91 | 106.57 | 151.94 | 208.40 | 支付股利 | -40.68 | -57.40 | -99.42 | -139.20 |
| 净利润 | 287.02 | 497.11 | 696.02 | 944.86 | 其他 | -7.69 | -4.45 | -2.81 | -3.70 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | -58.37 | 423.85 | -23.79 | -165.52 |
| 归属母公司股东净利润 | 287.02 | 497.11 | 696.02 | 944.86 | 现金流量净额 | 15.42 | -89.17 | 69.10 | 88.52 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 财务分析指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金 | 301.24 | 212.07 | 281.17 | 369.69 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 252.12 | 621.45 | 687.54 | 821.27 | 销售收入增长率 | 34.86% | 38.89% | 32.58% | 31.48% |
| 存货 | 129.73 | 240.23 | 195.53 | 178.42 | 营业利润增长率 | 63.73% | 58.13% | 38.38% | 34.35% |
| 其他流动资产 | 272.52 | 273.20 | 273.98 | 274.99 | 净利润增长率 | 58.40% | 73.20% | 40.01% | 35.75% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | 56.01% | 54.00% | 36.14% | 32.64% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 379.81 | 841.58 | 1306.36 | 1784.13 | 毛利率 | 88.92% | 88.67% | 88.29% | 87.87% |
| 无形资产和开发支出 | 342.08 | 447.68 | 548.27 | 656.87 | 三费率 | 54.84% | 54.11% | 53.20% | 52.70% |
| 其他非流动资产 | 91.06 | 90.17 | 89.29 | 88.40 | 净利率 | 18.80% | 23.44% | 24.75% | 25.56% |
| 资产总计 | 1768.56 | 2726.38 | 3382.14 | 4173.78 | ROE | 20.39% | 26.91% | 28.48% | 29.08% |
| 短期借款 | 0.00 | 485.71 | 564.16 | 541.54 | ROA | 16.23% | 18.23% | 20.58% | 22.64% |
| 应付和预收款项 | 246.84 | 300.30 | 281.02 | 289.62 | ROIC | 40.00% | 36.67% | 31.62% | 32.25% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 29.35% | 32.55% | 33.42% | 33.72% |
| 其他负债 | 114.11 | 93.07 | 93.07 | 93.07 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 360.96 | 879.08 | 938.24 | 924.22 | 总资产周转率 | 0.96 | 0.94 | 0.92 | 0.98 |
| 股本 | 406.80 | 406.80 | 406.80 | 406.80 | 固定资产周转率 | 10.01 | 9.03 | 12.98 | 18.63 |
| 资本公积 | 397.04 | 397.04 | 397.04 | 397.04 | 应收账款周转率 | 7.36 | 7.40 | 7.03 | 7.13 |
| 留存收益 | 603.76 | 1043.47 | 1640.06 | 2445.72 | 存货周转率 | 1.37 | 1.30 | 1.50 | 2.38 |
| 归属母公司股东权益 | 1407.60 | 1847.31 | 2443.90 | 3249.55 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 102.58% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 1407.60 | 1847.31 | 2443.90 | 3249.55 | 资产负债率 | 20.41% | 32.24% | 27.74% | 22.14% |
| 负债和股东权益合计 | 1768.56 | 2726.38 | 3382.14 | 4173.78 | 带息债务/总负债 | 0.00% | 55.25% | 60.13% | 58.59% |
| | | | | | 流动比率 | 3.57 | 1.71 | 1.70 | 1.98 |
| | | | | | 速动比率 | 3.08 | 1.41 | 1.47 | 1.76 |
| | | | | | 股利支付率 | 14.17% | 11.55% | 14.28% | 14.73% |
| 业绩和估值指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | 448.21 | 690.25 | 939.73 | 1246.44 | 每股收益 | 0.71 | 1.22 | 1.71 | 2.32 |
| PE | 83.30 | 48.09 | 34.35 | 25.30 | 每股净资产 | 3.46 | 4.54 | 6.01 | 7.99 |
| PB | 16.98 | 12.94 | 9.78 | 7.36 | 每股经营现金 | 0.89 | 0.24 | 1.73 | 2.18 |
| PS | 15.66 | 11.27 | 8.50 | 6.47 | 每股股利 | 0.10 | 0.14 | 0.24 | 0.34 |
| EV/EBITDA | 51.89 | 34.52 | 25.37 | 19.04 | | | | | |
| 股息率 | 0.17% | 0.24% | 0.42% | 0.58% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

附表 2：特宝生物核心技术人员情况

| 姓名 | 职位 | 学历 | 出生年份 | 个人简历 | 研发环节 |
|-----|-----------------------|----|---------|--|---|
| 孙黎 | 董事、总经理 | 硕士 | 1966.5 | 中国国籍，拥有新西兰永久居留权，中国科学院微生物研究所硕士，高级工程师，国务院特殊津贴专家。1991年6月起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月起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；现兼任中国生物工程学会医学生物技术专业委员会副主任委员、中国药学会生物药品与质量研究专业委员会委员、第11届国家药典委员会委员等，为国家科技部“创新人才推进计划重点领域创新团队”负责人，入选国家“万人计划”科技创新领军人才、福建省“双百计划”人才、福建省杰出科技人才，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。 | 作为公司负责人，带领公司创新研发团队负责新药的研发工作，同时主持多项具有重大市场潜力的候选药物的研究工作等。 |
| 周卫东 | 研发中心总监 | 博士 | 1971.10 | 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、福建省引才“百人计划”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月至今任公司研发中心总监。 | 主持新药的研发工作。作为课题组长承担并完成国家重大科技专项的研究工作。承担并完成国家高技术研究发展计划的研究工作。承担并完成国家科技支撑计划课题的研究工作。 |
| 王世媛 | 研发中心技术总监 | 硕士 | 1973.8 | 中国国籍，无境外永久居留权，厦门大学微生物学专业硕士，高级工程师。曾任厦门银城啤酒股份有限公司技术员；2000年9月加入公司，历任研发中心研究二部研究专员、研究二部部门经理，现任公司研发中心技术总监。 | 主持新药研发工作、作为课题组长承担并完成国家重大科技专项的研究工作。 |
| 张林志 | 生产总监 | 硕士 | 1969.1 | 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。现任公司生产总监。 | 作为课题组长承担并完成国家重大科技专项的研发工作，承担药物产业化基地建设的工作。参与闽台（厦门）生物医药技术创新服务平台的建设。 |
| 杨美花 | 公司质量总监、药品质量授权人、实验室负责人 | 本科 | 1972.12 | 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、质量总监，现任公司质量总监、药品质量授权人、CNAS 药物检测实验室负责人。 | 作为课题组长承担并完成国家重大科技专项的研发工作。作为公司质量授权人（QP）、质量负责人，负责全面建立和实施GMP体系、负责质量管理。参与新药研发并承担质量模块的研发工作。负责公司新药注册申报。 |

数据来源：招股说明书，西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售副总监 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 谭世泽 | 高级销售经理 | 13122900886 | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 高级销售经理 | 13127920536 | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 高级销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 卞黎旸 | 高级销售经理 | 13262983309 | 13262983309 | bly@swsc.com.cn |
| | 田婧雯 | 高级销售经理 | 18817337408 | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymyf@swsc.com.cn |
| | 龙思宇 | 销售经理 | 18062608256 | 18062608256 | lsyu@swsc.com.cn |
| | 阙钰 | 销售经理 | 17275202601 | 17275202601 | kyu@swsc.com.cn |
| 北京 | 魏晓阳 | 销售经理 | 15026480118 | 15026480118 | wxyang@swsc.com.cn |
| | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 杨薇 | 资深销售经理 | 15652285702 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 姚航 | 高级销售经理 | 15652026677 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn |
| | 胡青璇 | 高级销售经理 | 18800123955 | 18800123955 | hqx@swsc.com.cn |
| | 张鑫 | 高级销售经理 | 15981953220 | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |

| | | | | | |
|----|-----|-----------|-------------|-------------|----------------------|
| | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com |
| | 路漫天 | 销售经理 | 18610741553 | 18610741553 | lmtyf@swsc.com.cn |
| | 马冰竹 | 销售经理 | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn |
| | 郑龔 | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 广深销售联席负责人 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 高级销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| 广深 | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| | 丁凡 | 销售经理 | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn |
| | 陈紫琳 | 销售经理 | 13266723634 | 13266723634 | chzlyf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn |
