



叶海燕, CFA, CESGA
电话: +852 2533 3723
电邮: evayip@sbichinacapital.com

派格生物 (2565.HK)

深耕慢病代谢领域的生物医药明日之星

建议	强烈买入
目标价(港元)	101.80
现价(港元)	65.50
52 周最高价/最低价(港元)	72.75/8.68
市值(亿港元)	252.80

资料来源：彭博及软库中华

长效化平台助推代谢领域创新药厚积薄发

派格生物医药深耕代谢紊乱相关疾病领域，依托自主研发的 HECTOR 高效靶点筛选与分子修饰核心技术平台，精准设计并筛选聚乙二醇（PEG）衍生物修饰药物，可有效延长药物体内半衰期、增强生物稳定性、降低免疫原性，为创新药研发提供关键技术支撑。公司是国内少数实现药用聚乙二醇原料自主生产，并将其整合应用于慢性疾病药物全流程开发的企业，通过定向研发具有“新靶标、新作用位点、新作用机制”的创新分子实体，构建了机制互补、兼具临床价值与获益优势的多元化产品管线。

无需滴定快速起效的长效 GLP-1 受体激动剂

与当前 GLP-1 市场的大部分产品不同，派格生物研发的 PB-119 具有独特的单一固定剂量给药优势，无需剂量滴定即可用于临床治疗。PB119-301 临床试验数据显示，150μg 剂量组患者经 PB-119 治疗 4 周后，HbA1c 较基线平均降幅达-1.37%，呈现明确的快速降糖效应。延长治疗周期内，PB-119 可持续驱动 HbA1c 水平下降，有效规避了现有部分同类竞品在治疗 24 周后出现的 HbA1c 反弹现象，展现出更优的血糖控制持久性与临床获益稳定性。

安全性试验助力瞄准老年糖尿病市场

基于 PB-119 临床试验结果与市场竞品已公布临床试验结果的平行比较（非头对头比较），PB-119 具有优异的临床耐受性，核心胃肠道不良反应发生率显著低于同类上市产品，安全性特征更优。此外 PB-119 可有效改善血压控制（收缩压、舒张压），调节血脂谱（降低总胆固醇、LDL-C 和甘油三酯），优化胰岛素分泌功能、C-肽水平及糖代谢稳态相关指标，呈现多维度综合临床获益，是潜在的同类最优的长效 GLP-1 RA 产品。更优的安全性和综合收益或将使 PB-119 在耐受性相对较弱的老年的 2 型糖尿病和（T2DM）患者群体中具备更显著的临床应用优势及治疗选择竞争力。

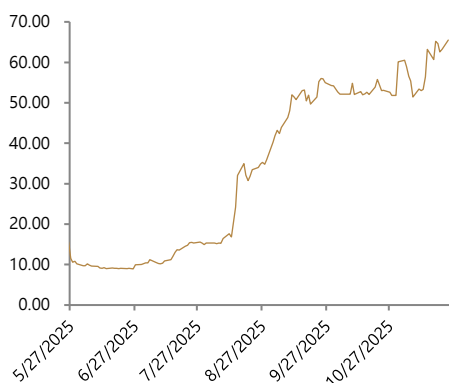
盈利预测及投资建议

我们预计 PB-119 上市后于首年产生 2 亿元人民币收入，并快速增长，于中国仅 T2DM 适应症的销售峰值将达到 25 亿元人民币。公司目前所披露非头对头临床数据上，在副作用反应，长效降血糖等多方面领先于当前市场主要竞品，在耐受性相对较差的老年 T2DM 患者群体当中或将展现出更强临床应用优势及治疗选择竞争力。而在减重适应症上，我们预计 PB-119 将于 28 年获批上市，并凭借更低副作用和更长效的持续效果在减重市场占得一席之地，预期在减重适应症上可取得 17 亿元人民币的年销售额峰值。

此外，公司的 PB-718 有望于 28 年上市，面对国内 NASH 和肥胖症市场重大未满足医疗需求，预期可取得 17 亿元人民币的年销售额峰值。我们预测公司 26-29 年营业收入为 2 亿元人民币、3.6 亿元人民币、6.7 亿元人民币和 10.7 亿元人民币。公司丰富的研发管线和其他潜力品种或可能在后续开发过程中对外授权，从而获得首付款、不同的开发阶段的里程碑付款，以及商业化的一定比例的销售分成。我们对 29 年前能上市的产品作估值。通过 DCF 模型测算出公司，目标价 101.80 港元。给予公司强烈买入评级。

股价表现

(港元)



	1 个月	3 个月	12 个月
股价变动	23.5%	96.0%	不适用
相对恒指	25.2%	94.5%	不适用

资料来源：彭博及软库中华

目录

1. 公司概况和主要产品	4
1.1. 公司简介	4
1.2. 公司明星股东阵容及管理层	5
1.3. 公司的主要业务概况	6
2. 行业主要概况	7
2.1. GLP-1 代谢调控的超级新星	7
2.2. T2DM 市场	9
2.3. 肥胖症市场	13
3. 公司核心产品	18
3.1 PB-119 (GLP-1 受体激动剂)	18
3.2 PB-718 (GLP-1/GCG 双受体激动剂)	20
3.3 PB-1902 (μ -阿片受体拮抗剂)	21
3.4 其他产品管线	22
4. 盈利预测和估值	22

图表目录

图表 1：公司发展历程	4
图表 2：公司股权结构	5
图表 3：公司研发管线	6
图表 4：GLP-1 药物作用机制	7
图表 5：全球已上市 GLP-1 创新药	8
图表 6：2012-1H2025 代表性 GLP-1 药物销售额	8
图表 7：2 型糖尿病管理中降糖药物的使用	9
图表 8：《中国 2 型糖尿病防治指南（2020 年版）》的治疗方案	10
图表 9：2024 年各国 20-79 岁糖尿病成人患者人数估计	10
图表 10：2024 年及 2050 年各年龄层（20-79 岁）糖尿病患者人数估计值（上图）及估计值世界标准化糖尿病盛行率（下图）	11
图表 11：2024 年及 2050 年糖尿病患者人数（20-79 岁）排名前 10 的国家或地区	11
图表 12：主要的 T2DM 药品类别	12
图表 13：全球 T2DM 药物的市场规模	12
图表 14：GLP-1 受体激动剂治疗 T2DM 的全球市场规模	13
图表 15：GLP-1 受体激动剂治疗 T2DM 的中国市场规模	13
图表 16：有关肥胖症的若干关键资料	14
图表 17：与肥胖相关的多种并发症	14
图表 18：2020-2035 年，全球超重和肥胖的人数（年龄 > 5 岁）	15
图表 19：中国超重和肥胖率亦明显增加	15
图表 20：根据 AACE/ACE 治疗框架的治疗方案	15
图表 21：中国肥胖症的治疗方案	16
图表 22：体重管理药物治疗的发展历程	16
图表 23：全球肥胖症药物市场规模	17
图表 24：中国肥胖症药物市场规模	17
图表 25：PB-119 的作用机制	18
图表 26：PB-119 与市售长效 GLP-1 产品之间的比较	18
图表 27：PB-119 临床试验结果比较（注：非头对头比较）	19
图表 28：GCG 受体激动剂如何激活 GCG 信号通路的作用机制	20
图表 29：PB-1902 的作用机制	21
图表 30：风险调整后销售预测	22
图表 31：DCF 模型主要假设及结果	23
图表 32：DCF 敏感性分析	23

1. 公司概况和主要产品

1.1. 公司简介

派格生物医药成立于 2008 年，是一家专注于自主研究及开发慢性病创新疗法的生物技术公司，深挖 2 型糖尿病 (T2DM)、肥胖症、非酒精性脂肪性肝炎 (NASH) 等常见慢病及代谢疾病领域未被满足的临床治疗需求，公司利用自主开发的 HECTOR 技术体系，设计和筛选具有“新靶标、新位点、新机制”的创新分子实体，形成优势互补、多重获益的产品管线。

核心产品 PB-119 是一款自主研发的长效葡萄糖素样肽-1 (GLP-1) 受体激动剂 (GLP-1 RA)，主要用于 2 型糖尿病和肥胖症的一线治疗，中国国家药品监督管理局 (NDA) 已批准 PB-119 的新药上市申请，是中国首批商业化的国内研发的长效 GLP-1 受体激动剂，它已展现出在血糖控制、心血管健康维护等方面的多重益处，同时在体重管理上也取得了良好效果。

图表 1：公司发展历程

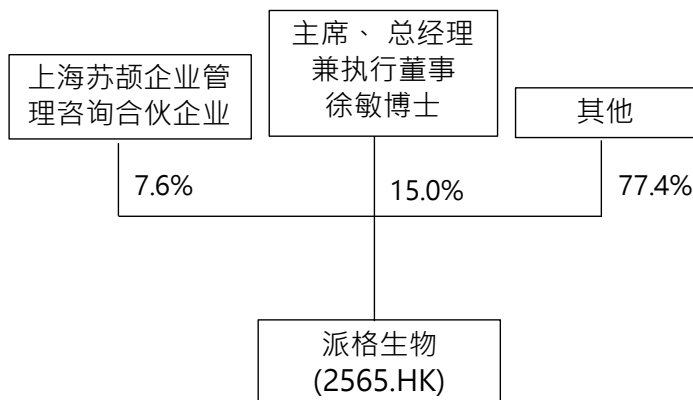
时间	里程碑
2010	- 于 2010 年 4 月在多个司法权区就核心产品 PB119 提交了新型毒肽外泌体及其结合物的专利申请，这是公司在 PB-119 研发方面取得的首次重大进展 - 成立苏州市药用聚乙二醇工程技术研究中心
2012	在国家十二五规划「重大新药创制」科技重大专项的政府支持下启动了主要产品 PB-718 的研发项目
2013	国家药监局于 2013 年 9 月就公司的核心产品 PB-119 发出 I 期临床试验的 IND 批准
2015	- 被评为「中国最具价值投资企业 50 强」之一 - 在美国启动了核心产品 PB-119 的 I 期临床试验
2016	- 在国家十三五规划「重大新药创制」科技重大专项的政府支持下启动了核心产品 PB-119 的研发项目 - 在美国完成核心产品 PB-119 的 I 期临床试验
2017	国家药监局于 2017 年 9 月就公司的核心产品 PB-119 发出 II 期及 III 期临床试验的 IND 批准
2018	- 获苏州工业园区管理委员会认定为独角兽培育企业 - 在美国启动了核心产品 PB-119 的 II 期临床试验
2019	- 入选动脉网「2019 未来医疗 100 强 - 中国创新医药榜 TOP100」 - 在美国完成核心产品 PB-119 的 II 期临床试验
2020	- 在美国启动 PB-718 的 I 期临床试验 - 公司的核心产品 PB-119 获得国家药监局的 III 期临床试验批准，并在中国启动该试验
2021	- 在中国启动了 PB-1902 的 I 期、随机、双盲、安慰剂对照、单剂量递增临床研究并完成了试验 - 核心产品 PB-119 获得 IND 批准，用于治疗肥胖症 - 在中国启动了 PB-1902 的 I 期、随机、双盲、安慰剂对照、多次递增剂量临床研究
2022	- 在中国完成 PB1902-M-02-Ia-02 试验 - 在美国完成 PB-718 的 I 期临床试验 - 在中国完成核心产品 PB-119 的 III 期临床试验 PB119-301
2023	- 公司的核心产品 PB-119 在中国用于治疗 T2DM 的新药上市申请(NDA)获国家药监局受理 - 在中国启动 PB-718 的 Ib/Ila 期临床试验
2025	- 公司上市 - 已与阿拉伯联合酋长国的 PDC FZ-LLC 订立一份不具约束力的条款清单，内容有关公司产品 Visepegenatide (PB-119) 的独家许可 - 国家药监局已批准公司核心产品 PB-119 的新药上市申请

资料来源：公司、公司官网及软库中华

1.2. 公司明星股东阵容及管理层

创始人、董事长兼总经理兼执行董事徐敏博士为公司第一大股东，股份占比 15.0%。第二大股东上海苏颀企业管理咨询合伙企业为公司股权激励平台，股份占比为 7.6%。上市之前，公司经历多轮融资，明星股东阵容包括：元生创投、泰格医药、盈科资本、前海基金、北京敏捷、联想控股、天士力（香港）、苏州工业园区产业投资基金等。

图表 2：公司股权结构



资料来源：公司、港交所及软库中华

公司的管理管理团队经验丰富，在医疗行业内具有深度的影响力。

徐博士毕业于湘雅医学院医疗系，哥伦比亚大学生理和生物物理系博士，蛋白结构专家，国家千人计划专家，拥有 30 多年临床和科研经验。于创立公司前，徐博士于 1986 年 9 月至 1988 年 5 月担任湘雅医学院第二附属医院眼科医生。于 1992 年至 1996 年，彼担任哥伦比亚大学医学院生理学与细胞生物物理学系分子识别中心研究员。徐博士在《科学》等期刊上发表合共六篇文章。成立本集团后，徐博士参与研发药物/生物制剂转化，包括但不限于自 2002 年至 2004 年主导制药公司的聚乙二醇干扰素 α -2b 产品、聚乙二醇干扰素 tau 产品及聚乙二醇白细胞介素-2 产品的研发项目。

非执行董事 Xiangjun ZHOU 博士，主要负责就公司的营运及管理提供策略性意见及建议。加入公司前，ZHOU 博士曾于上世纪九十年代末在美国斯坦福大学从事细胞生物学领域的研究工作。ZHOU 博士于 2003 年 1 月至 2005 年 8 月担任上海交通大学药学院分子药理学教授。ZHOU 博士于 1997 年 5 月获得美国夏威夷大学马诺阿分校生物医学博士学位。

非执行董事徐宇虹博士主要负责就公司的营运及管理提供策略性意见及建议。徐博士在医疗产品研发方面拥有逾 25 年经验。于 2000 年 1 月至 2019 年 12 月，彼担任上海交通大学药学院教授。彼自 2019 年 9 月起担任大理大学药学院教授。徐博士于 1990 年 7 月获得中国北京大学电子信息系统学士学位，并于 1997 年 9 月获得美国纽约州立大学布法罗分校生物物理学博士学位。

1.3. 公司的主要业务概况

目前公司建立了包括一款核心产品在内的六款候选药物组成的多元化研发管线，旨在针对 2 型糖尿病 (T2DM)、肥胖症、非酒精性脂肪性肝炎 (NASH)、阿片类药物引起的便秘 (OIC，属于阿片类药物相关胃肠道疾病范畴) 以及先天性高胰岛素血症 (一种罕见的内分泌疾病，患者会持续出现低血糖症状) 等常见慢性疾病的广阔市场。公司的主要候选药物包括：长效 GLP-1 受体激动剂 PB-119、长效 GLP-1/GCG 双受体激动剂 PB-718、阿片受体拮抗剂 PB-1902、GCG 受体激动剂 PB-722、GLP-1/GIP 双受体激动剂 PB-2301、GLP-1/GIP/GCG 三受体激动剂 PB-2309。

图表 3：公司研发管线

候选药物	MoA/靶点	发展起源	适应症	临床前研究	I期	II期	III期	商业化区域	NDA日期	当前状态/未来里程碑
核心产品 PB-119	长效GLP-1 受体激动剂	自主	T2DM (单药疗法) 一线	中国(国家药监局)				中国	于2023年9月提交并获接纳	2025年11月14日中国获批上市
			T2DM (二甲双胍) 一线	中国(国家药监局)				中国		
				美国(FDA)				美国		I期及II期临床试验在美国分别于2016年7月及2019年7月完成，待落实III期临床试验计划
			超重或肥胖症 一线	中国(国家药监局)				中国		Ib/IIa期临床试验正在中国启动，受试者招募工作于2024年6月完成
			T2DM (心血管方面的益处)	中国(国家药监局)				中国		IND于2021年8月获国家药监局批准及将于2026年在中国启动III期临床试验
			T2DM (+基础胰岛素) 一线	中国(国家药监局)						于2026年在中国准备IND并开启III期临床试验
主要产品 PB-718	长效 GLP-1/GCG 双受体激动剂	自主		中国(国家药监局)				中国		在中国完成Ib/IIa期临床试验的受试者随访，而IIb期临床试验预计将于2025年与国家药监局沟通后在中国开始
			超重或肥胖症	美国(FDA)/欧盟(EMA)				美国、欧盟		III期跨地区临床试验预计将于2026年与FDA及EMA沟通后开始
			NASH	中国(国家药监局)/美国(FDA)				中国、美国		I期临床试验在美国于2022年5月完成，在中国的II期临床试验的IND预计将于2025年下半年提交
PB-1902	阿片受体拮抗剂	自主	OIC	中国(国家药监局)				中国		I期临床试验于2022年1月在中国完成，II期临床试验预计将于2025年在中国开始
PB-722	GCG 受体激动剂	自主	先天性高胰岛素血症	中国(国家药监局)				中国		IND于2023年5月获国家药监局批准及将于2026年在中国启动I期临床试验
PB-2301	GLP-1/GIP 双受体激动剂	自主	T2DM/ 超重或肥胖症 /NASH					中国		预计于2026年在中国提交IND申请
PB-2309	GLP-1/GIP/GCG 三受体激动剂	自主	T2DM/ 超重或肥胖症 /NASH					中国		预计于2025年在中国提交IND申请

资料来源：公司及软库中华

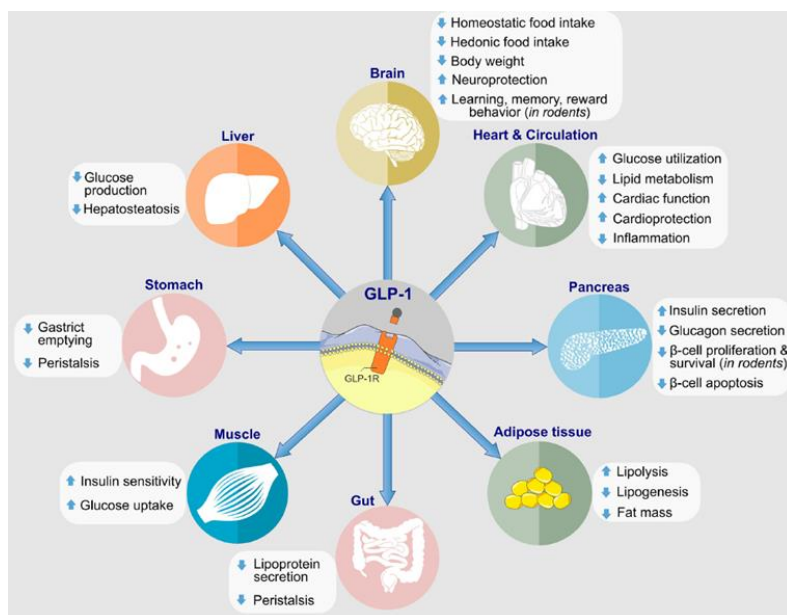
2. 行业主要概况

2.1. GLP-1 代谢调控的超级新星

GLP-1 一种由肠道 L 细胞分泌的是由胰高血糖素原衍生而成的多肽。GLP-1 通过结合在多种组织中表达的 GLP-1 受体(GLP-1R)发挥作用，包括胰腺、肾脏、心脏、肺、脂肪组织和平滑肌，以及中枢神经系统。当胰岛素 β 细胞中的 GLP-1R 激活时会刺激葡萄糖依赖性胰岛素分泌，而同时抑制胰岛 α 细胞分泌胰高血糖素。在消化系统中，GLP-1 可以减弱胃肠动力，延缓胃排空。胃排空的延迟会带来饱腹感、抑制食欲，而 GLP-1 本身也可激活下丘脑和脑干中的 GLP-1R 来促进饱腹感，从而调节进食、能量/葡萄糖代谢和心血管系统。

人体天然激素 GLP-1 由肠道 L 细胞分泌，主要位于远端回肠及结肠。当 GLP-1 释放到门静脉循环后，被二肽基肽酶 (DPP) -4 降解，经肾脏消除，活性 GLP-1 在循环中的半衰期仅为 2 分钟。最初分泌的 GLP-1 中只有 25% 到达肝脏，并在肝脏中发生进一步降解。只有 10%–15% 的 GLP-1 到达外周靶器官，包括胰腺、大脑、胃肠道 (GI)、肺和心脏。由于人体内产生的 GLP-1 易被 DPP-4 迅速裂解而失去活性，人们开始追求研发出性质更加稳定的 GLP-1 受体激动剂，即 GLP-1 RA，其能模拟人体天然激素 GLP-1，从而帮助调节血糖水平。

图表 4：GLP-1 药物作用机制



资料来源:Recent Advances in Incretin-Based Pharmacotherapies for the Treatment of Obesity and Diabetes 及软库中华

GLP-1 除了在降血糖方面的功效外，同时亦展示出在减轻体重方面的显著功效。GLP-1 快速填补减重领域的药物缺位、塑造控糖和减肥的超级赛道。随着 GLP-1 类药物在减重，以及相关的代谢疾病方面的保护功能被逐步挖掘并陆续获得监管批准，驱动了 GLP-1 药物市场快速增长。

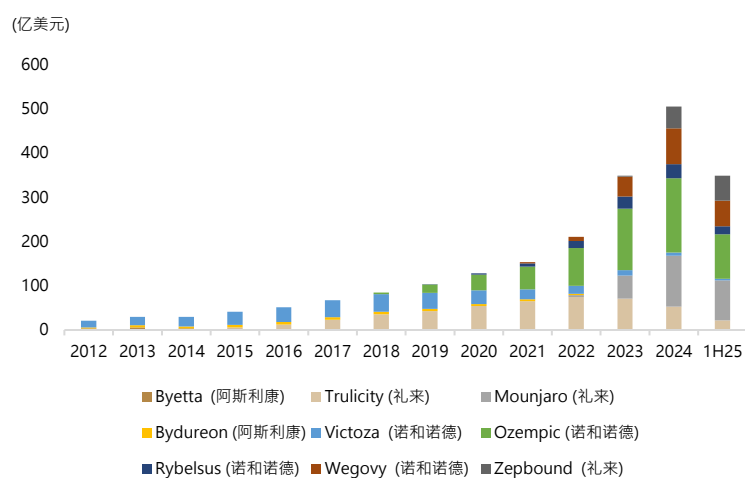
从全球 GLP-1 药物合计销售额看，2012 年规模为 21.4 亿美元，之后呈现逐年加速增长态势，到 2024 年突破 500 亿美元；从适应症方面来看，减重累计市场销售额达到 140 亿美元，成为增长的核心引擎。其中，司美格鲁肽和替尔泊肽在全球的销量增长表现尤为突出。2024 年 Ozempic（司美降糖）/Wegovy（司美减重）全球销售额达 167.5 亿/81 亿美元，同比增速分别为 20.6%/77.7%，Mounjaro（替尔泊肽降糖）/Zepbound（替尔泊肽减重）的销售额达 115.4 亿/49.3 亿美元，同比增速分别为 123.5%/2,698.9%。2025 上半年，两款减重剂型药物占比进一步提升，当前减重已经成为驱动 GLP-1 市场扩容的核心力量。与此同时，给药频率更优的周制剂正逐步替代每日一次的传统药物。利拉鲁肽（Victoza）等每日一次的 GLP-1 药物销售额呈明显下滑趋势，2012 年 Victoza 销售额为 15.7 亿美元，历经 2018 年峰值 40.3 亿美元后 2024 年已降至 7.6 亿美元。给药间隔的延长带来的便利性使得每日一次的传统 GLP-1 药物正逐步被周制剂替代，行业产品迭代趋势明显。

图表 5：全球已上市 GLP-1 创新药

药物名称	商品名	研发公司	给药方式	剂型	批准上市 (FDA/EMA/NMPA)	适应症
艾塞那肽	Byetta	Amylin	皮下注射、每日两次	注射剂型	2005 FDA, 2006 EMA, 2009 NMPA	2 型糖尿病
利拉鲁肽	Victoza	诺和诺德	皮下注射、每日一次	注射剂型	2010 FDA, 2009 EMA, 2011 NMPA	2 型糖尿病
艾塞那肽微球	Bydureon	Amylin	皮下注射、每周一次	注射剂型	2012 FDA, 2011 EMA, 2018 NMPA	2 型糖尿病
利司那肽	Lyxumia	赛诺菲	皮下注射、每日一次	注射剂型	2013 EMA, 2016 FDA, 2018 NMPA	糖尿病
度拉糖肽	Trulicity	礼来	皮下注射、每周一次	注射剂型	2014 FDA, 2014 EMA, 2019 NMPA	2 型糖尿病
利拉鲁肽	Saxenda	诺和诺德	皮下注射、每日一次	注射剂型	2014 FDA, 2015 EMA	肥胖或超重适应症
阿必鲁肽	Tanzeum	葛兰素史克	皮下注射、每周一次	注射剂型	2014 FDA, 2014 EMA	2 型糖尿病
司美格鲁肽注射液	Ozempic	诺和诺德	皮下注射、每周一次	注射剂型	2017 FDA, 2018 EMA, 2021 NMPA	2 型糖尿病
司美格鲁肽口服药	Rybelsus	诺和诺德	口服给药、每日一次	口服剂型	2019 FDA, 2020 EMA, 2024 NMPA	2 型糖尿病
司美格鲁肽减肥针	Wegovy	诺和诺德	皮下注射、每周一次	注射剂型	2021 FDA, 2022 EMA, 2024 NMPA	肥胖症
替尔泊肽	Mounjaro	礼来	皮下注射、每周一次	注射剂型	2022 FDA, 2022 EMA, 2024 NMPA	2 型糖尿病
替尔泊肽	Zepbound	礼来	皮下注射、每周一次	注射剂型	2023 FDA, 2024 NMPA	肥胖症

资料来源：医药魔方、各公司网站、软库中华

图表 6：2012-1H2025 代表性 GLP-1 药物销售额

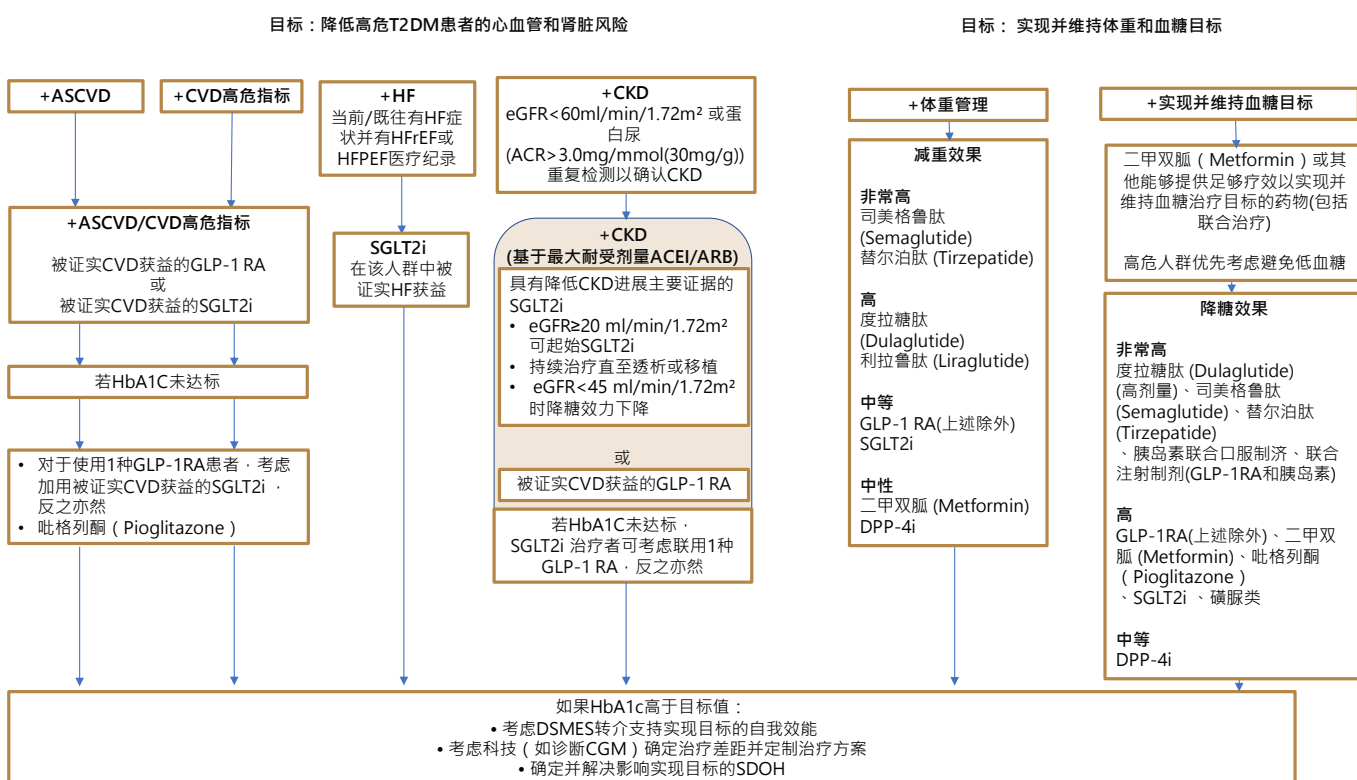


资料来源：医药魔方、各公司网站、软库中华

2.2. T2DM 市场

T2DM 的传统治疗以胰岛素疗法和糖尿病药物为核心。其他常用治疗药物包括胰高血糖素样肽-1 (GLP-1) 受体激动剂、噻唑烷二酮类 (TZD)、口服磺脲类、二肽基肽酶-4 (DPP-4) 抑制剂、钠-葡萄糖共转运蛋白-2 (SGLT-2) 抑制剂及葡萄糖激酶激活剂 (GKA)。中药在临床上也被用于治疗 T2DM 及其相关综合征，病情严重时可考虑采用减重手术。

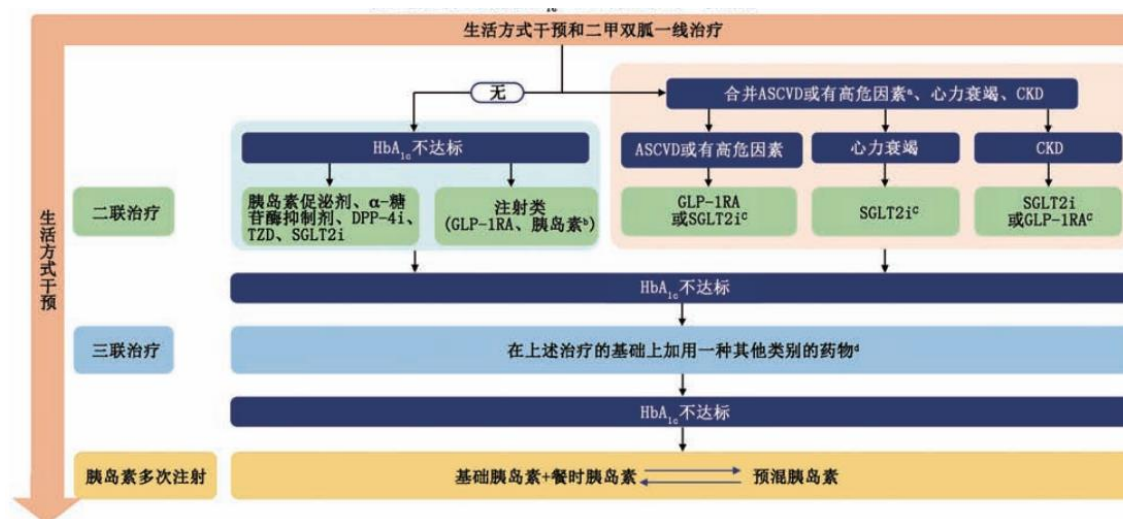
图表 7：2 型糖尿病管理中降糖药物的使用



资料来源：美国糖尿病协会 (ADA) 《糖尿病诊疗标准 2025》及软库中华

依据中国 2 型糖尿病 (T2DM) 诊疗指南，GLP-1 受体激动剂被纳入二联治疗推荐用药范畴，专门适配糖化血红蛋白 (HbA1c) 水平偏高、且合并其他疾病的患者群体。近年来该类药物在临床中应用愈发广泛，核心源于其治疗效果已得到临床研究数据与真实世界应用实践的双重验证，为临床用药决策提供了可靠依据。

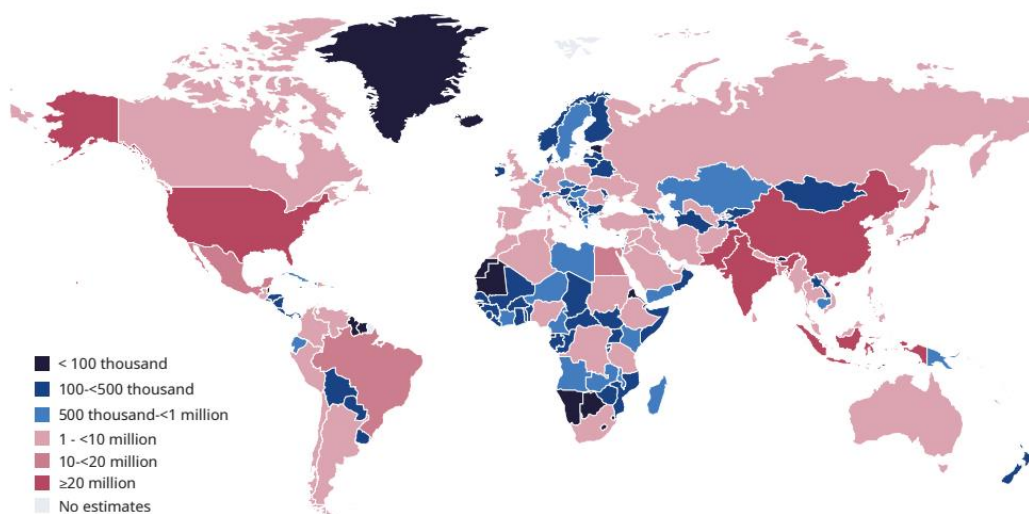
图表 8：《中国 2 型糖尿病防治指南（2020 年版）》的治疗方案



资料来源：国家卫生健康委员会办公厅、软库中华

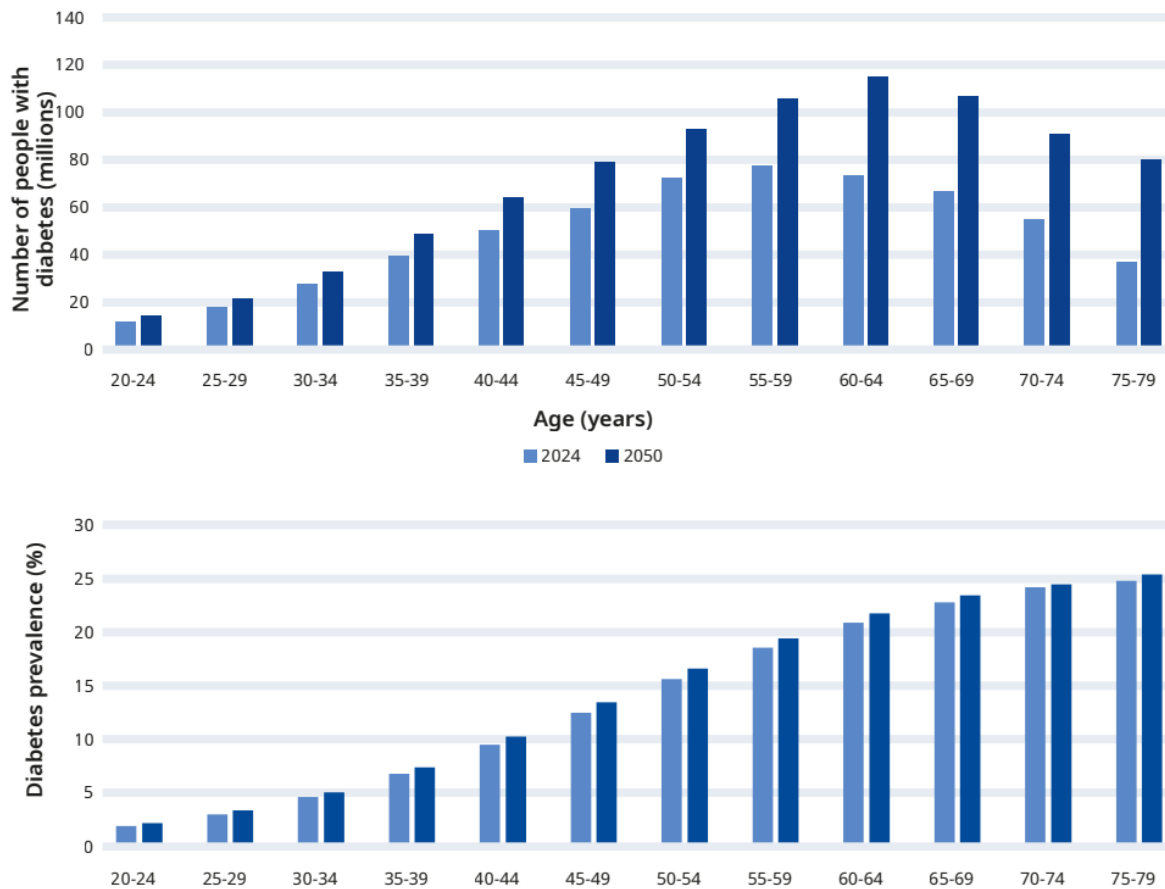
中国庞大的人口基数催生了全球规模最大的 2 型糖尿病 (T2DM) 患者群体，背后蕴藏着极具吸引力的市场空间。但当前国内 T2DM 治疗领域仍存在明显痛点：传统治疗方案受限于不良反应，患者实际获益有限；而 T2DM 作为慢性疾病，对药物的可及性、依从性、安全性及综合效益有着更高要求，可负担能力、长期治疗数据与整体有效性更是影响市场接受度的核心因素。多项临床研究数据显示，GLP-1 受体激动剂凭借更优的安全性、显著的疗效、更少的不良反应及持久的临床益处，精准匹配了国内 T2DM 治疗的核心需求，在解决临床痛点中凸显核心价值，展现出广阔的商业化潜力。

图表 9：2024 年各国 20-79 岁糖尿病成人患者人数估计



资料来源：国际糖尿病联盟 (IDF) 最新公布的《Diabetes Atlas 2025》第 11 版及软库中华

图表 10：2024 年及 2050 年各年龄层（20-79 岁）糖尿病患者人数估计值（上图）及估计值世界标准化糖尿病盛行率（下图）



资料来源：国际糖尿病联盟（IDF）最新公布的《Diabetes Atlas 2025》第 11 版及软库中华

图表 11：2024 年及 2050 年糖尿病患者人数（20-79 岁）排名前 10 的国家或地区

2024			2050		
Rank	Country or territory	Number of people with diabetes (millions)	Rank	Country or territory	Number of people with diabetes (millions)
1	China	148.0	1	China	168.3
2	India	89.8	2	India	156.7
3	United States of America	38.5	3	Pakistan	70.2
4	Pakistan	34.5	4	United States of America	43.0
5	Indonesia	20.4	5	Indonesia	28.6
6	Brazil	16.6	6	Egypt	24.7
7	Bangladesh	13.9	7	Brazil	24.0
8	Mexico	13.6	8	Bangladesh	23.1
9	Egypt	13.2	9	Mexico	19.9
10	Japan	10.8	10	Turkey	14.1

资料来源：国际糖尿病联盟（IDF）最新公布的《Diabetes Atlas 2025》第 11 版及软库中华

T2DM 的降糖治疗药物共分为 8 大类，具体包括二甲双胍、SGLT-2 抑制剂、GLP-1R 激动剂、DPP-4 抑制剂、噻唑烷二酮类、磺脲类及胰岛素等。在核心降糖效果上，GLP-1R 激动剂与胰岛素并列处于高效梯队，且前者相比胰岛素，规避了潜在的致低血糖风险，安全性更具优势。在体重管理维度，GLP-1R 激动剂的减重作用表现突出，区别于部分降糖药可能导致的体重增加问题。此外，临床证据已明确，该类药物还能为患者带来心血管保护、肾脏功能改善等额外获益，契合慢病综合管理需求。

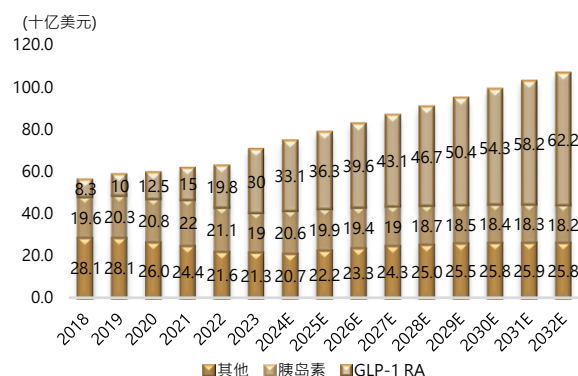
图表 12：主要的 T2DM 药品类别

药物类别	作用机制	血糖控制	低血糖风险	体重减轻	心血管(CV)影响		肾功能影响		优点	局限性
					主要不良心血管事件 (MACE)	心力衰竭 (HF)	糖尿病肾病变 (DKD)	常见不良反应		
GLP-1 RA	激活 GLP-1 受体，增加胰岛素分泌、减少胰高血糖素分泌有时与靶向 GCGR 及/或 GIPR 的激动剂联合使用	高到极高	×	高	有益	中性	对以蛋白尿测定的 CVOT 效益	GI 影响	有效控制血糖，减轻体重，对心血管有益	GI 影响及费用高昂
二甲双胍	肝脏葡萄糖生成减少；通过激活 AMPK 提高肌肉胰岛素敏感性	高	×	中性	潜在效益	中性	中性	GI 影响	低血糖风险低，经济实惠	有限的血糖控制
TZD	结合 PPAR- γ ，减轻胰岛素抵抗及增加葡萄糖利用率	高	×	增加	潜在效益：吡格列酮	风险增加	中性	水肿	增加高密度脂蛋白胆固醇并减少甘油三酯	心力衰竭、剂量依赖性不良事件和体重增加的风险增加
磺脲类药物	刺激 β 细胞分泌胰岛素	高	√1	增加	中性	中性	中性	低血糖症	经济实惠	低血糖和体重增加
DPP-4i	防止 GLP-1 降解	中	×	中性	中性	中性（潜在风险；沙格列汀）	中性	不适用	低血糖风险极低	适度的血糖控制
SGLT2i	通过抑制 SGLT-2，防止葡萄糖的重吸收并促进葡萄糖从尿液中排泄	中到高	×	中	所选 SGLT2i 显示的效益	所选 SGLT2i 显示的效益	所选 SGLT2i 显示的效益	泌尿道感染	心肾保护	尿路感染
胰岛素	刺激糖原合成，增加糖酵解和葡萄糖转运，抑制糖原分解、糖异生和胰高血糖素分泌	高到极高	√1	增加	中性	中性	中性	低血糖症	有效控制血糖	需要自我管理，低血糖症
GKA	作为血糖传感器，在血糖水平变化后触发反调节反应，帮助恢复正常血糖	高	×	中性	不适用	不适用	中性	不适用	口服，血糖控制良好	关于 MACE 和 HF 的临床证据有限

资料来源：美国糖尿病协会、灼识咨询、软库中华，1. 代表不利结果

根据灼识咨询，2018-2023 年，全球 T2DM 药物从 560 亿美元增长至 703 亿美元，复合增长率为 4.9%，其中 GLP-1 受体激动剂从 2018 年的 83 亿美元增长到 2023 年的 300 亿美元。

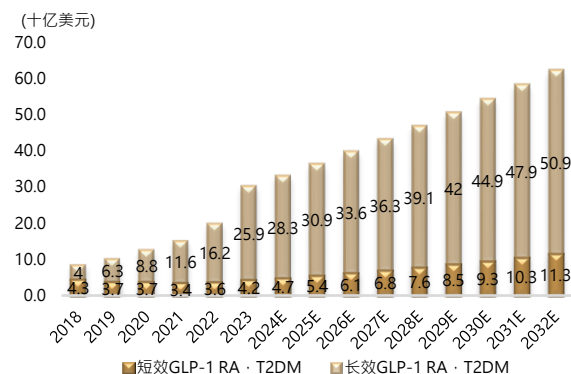
图表 13：全球 T2DM 药物的市场规模



资料来源：世界卫生组织、FDA、国际糖尿病联合会、灼识咨询

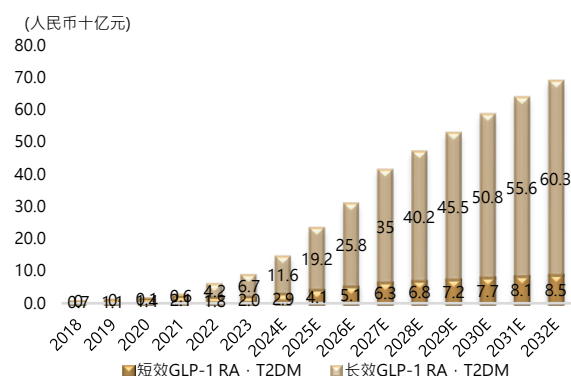
具体至中国，2023 年 T2DM 药物市场规模从 2018 年的 546 亿元人民币增长至 659 亿元人民币，其中 GLP-1 受体激动剂从 2018 年的 7 亿元人民币增长到 2023 年的 87 亿元人民币。据灼识咨询预测，2032 年 GLP-1 受体激动剂的 T2DM 治疗的全球市场规模将达到 622 亿美元，中国市场规模将达到 688 亿元人民币，其中长效 GLP-1 受体激动剂将在中国用于治疗 T2DM 的 GLP-1 受体激动剂中占据 80% 以上的市场份额。

图表 14：GLP-1 受体激动剂治疗 T2DM 的全球市场规模



资料来源：FDA、ClinicalTrials.gov、上市公司发布的定期报告、灼识咨询

图表 15：GLP-1 受体激动剂治疗 T2DM 的中国市场规模



资料来源：灼识咨询

2.3. 肥胖症市场

超重和肥胖均属于慢性疾病，临床存在长期且广泛的治疗需求。依据 WHO 诊断标准，超重定义为体质指数（BMI） $\geq 25 \text{ kg/m}^2$ ，肥胖定义为 BMI $\geq 30 \text{ kg/m}^2$ ，核心病理特征为脂肪组织过量沉积并可能引发健康损害。该类疾病可显著增加 2 型糖尿病、心血管疾病、恶性肿瘤的发病风险，同时对骨骼健康、生殖系统功能产生不良影响；此外，还会通过干扰睡眠质量、降低活动能力等途径，进一步影响患者生活质量。过往减重治疗领域缺乏高效便捷的药物选择，导致临床治疗需求未得到充分满足，相关治疗潜力尚未完全释放。

图表 16：有关肥胖症的若干关键资料

肥胖症简介

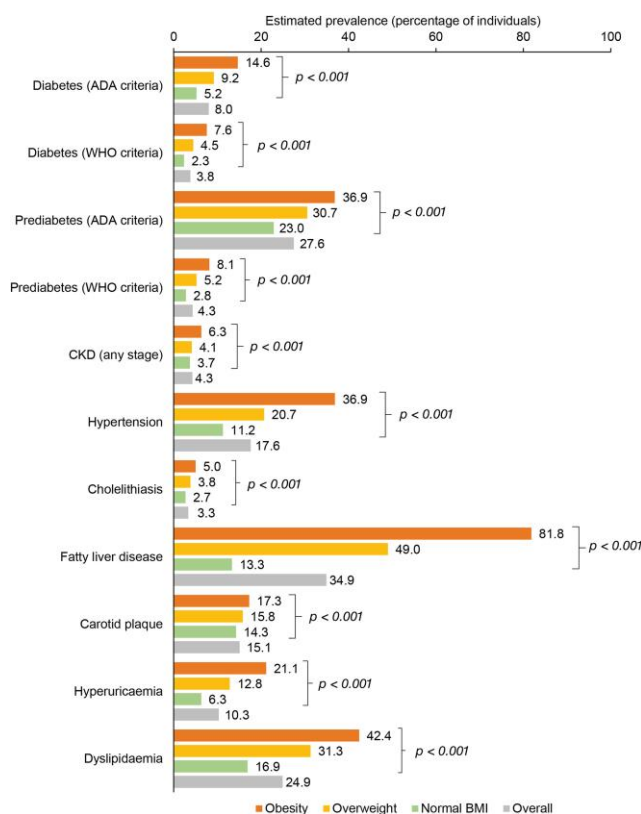
- 肥胖症定义为对健康产生不良影响的异常或者过度脂肪蓄积。在中国，身体质量指数 (BMI) 超过24为超重，超过28为肥胖
- 肥胖症可单独与其他疾病共同导致或加剧许多健康问题。尤其是，它与心血管疾病、糖尿病、肌肉骨骼失调及部分癌症的发展有关

超重/肥胖症诊断标准

类别	身体质量指数 (BMI) (kg/m ²)		腰围 (cm)	
	世界卫生组织	中国	IDF	CDS
超重	25.0~29.9	24.0~27.9	-	-
肥胖	≥ 30.0	≥ 28.0	-	-
中心型肥胖	-	-	男性：≥90.0 女性：≥80.0	男性：≥90.0 女性：≥85.0

资料来源：世界卫生组织、美国国立卫生研究院、国际糖尿病联合会、中华医学会糖尿病学分会

图表 17：与肥胖相关的多种并发症



资料来源：Diabetes Obesity Metabolism, Volume: 25, Issue: 11, Chen K, Shen Z, Gu W, Lyu Z, Qi X, Mu Y, Ning Y; Meinian Investigator Group. Prevalence of obesity and associated complications in China: A cross-sectional, real-world study in 15.8 million adults. Diabetes Obes Metab. 2023 Aug 17

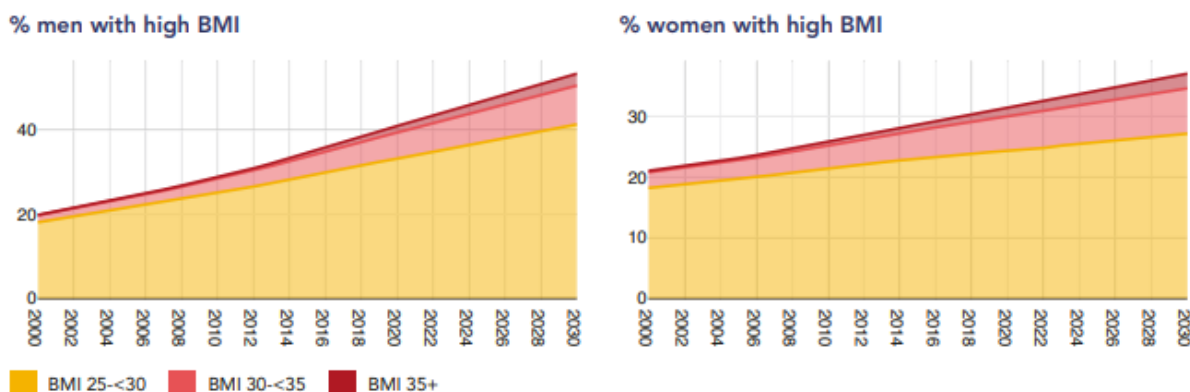
2025 年 3 月，世界肥胖联盟 (World Obesity Federation) 发布最新版的《世界肥胖地图》。报告显示，在全球年龄 > 5 岁的人群中，超重/肥胖率将从 2020 年的 38% 迅速增加到 2035 年的 51%，人数将由 2020 年的 26 亿人，攀升到 2035 年的超过 40 亿人；肥胖率将由 2020 年的 14% 上升至 2035 年的 24%。报告亦预计中国超重和肥胖率亦明显增加。全球肥胖者群体不断扩大，未被满足的临床需求显著。

图表 18：2020-2035 年，全球超重和肥胖的人数（年龄 > 5 岁）不断增加

	2020	2025	2030	2035
全球超重或肥胖 (BMI≥25 kg/m ²) 人数百万	2,603	3,041	3,507	4,005
肥胖 (BMI≥30 kg/m ²) 人数百万	988	1,249	1,556	1,914
全球超重或肥胖 (BMI≥25 kg/m ²) 的患病率 %	38	42	46	51
肥胖 (BMI≥30 kg/m ²) 的患病率 %	14	17	20	24

资料来源：2025《世界肥胖地图》世界肥胖联盟

图表 19：中国超重和肥胖率亦明显增加



资料来源：2025《世界肥胖地图》世界肥胖联盟

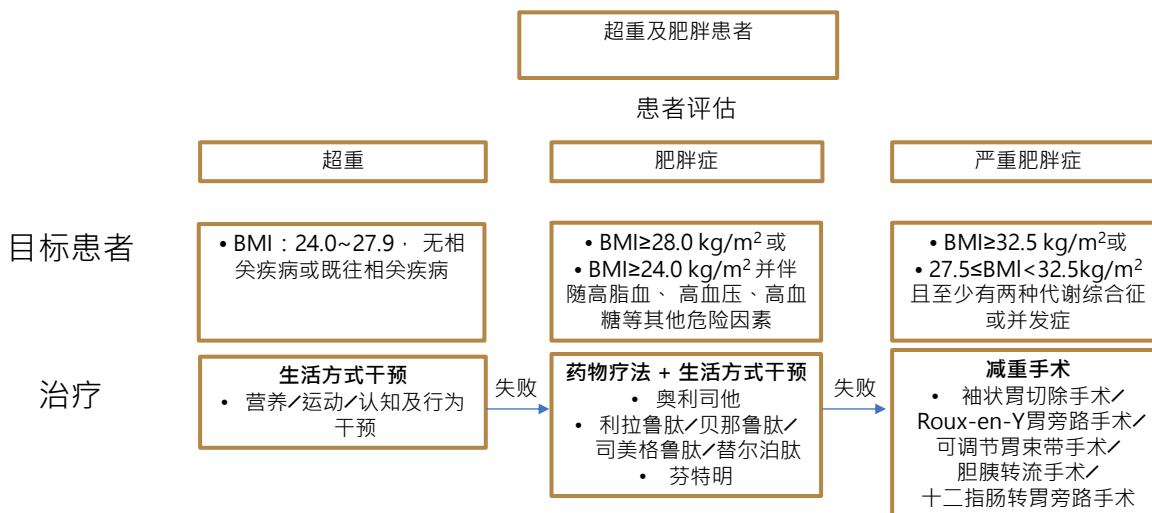
美国临床内分泌医师学会 (AACE) 与美国内分泌学院 (ACE) 推荐的治疗框架是以生活方式干预、药物维持治疗及手术干预为核心构成部分。中国也采用类似的治疗方案。

图表 20：根据 AACE/ACE 治疗框架的治疗方案

诊断	临床组成部分	疾病阶段	推荐疗法 (基于临床判断)
BMI · kg/m ² 人体测量组成部分	评估是否存在与肥胖相关的并发症及并发的严重程度	正常体重 (无肥胖症)	• 健康的生活方式：健康的膳食计划/体育锻炼
25 以下 若干族群中 23 以下的患者； 低于地区/种族腰围界限值		超重阶段 0 (无并发症)	• 生活方式疗法：低热量健康膳食计划/体育锻炼/行为干预
25 至 29.9 若干族群中 23 至 24.9 的患者	• 代谢综合征 • 糖尿病前期 • 2 型糖尿病 • 血脂异常 • 高血压 • 心血管疾病	肥胖症阶段 0 (无并发症)	• 生活方式疗法：低热量健康膳食计划/体育锻炼/行为干预 • 减肥药：考虑生活方式疗法是否无法阻止渐进性体重增加 (BMI≥27)
30 及以上 若干族群中 25 及以上的患者	• 非酒精性脂肪性肝病 • 多囊卵巢综合征 • 不孕症 (女性) • 性功能减退 (男性) • 阻塞性睡眠呼吸暂停 • 哮喘/反应性气道病	肥胖症阶段 1 (一种或多种轻度至中度并发症)	• 生活方式疗法：低热量健康膳食计划/体育锻炼/行为干预 • 减肥药：考虑生活方式疗法是否未能达到治疗目标或同时启动生活方式疗法 (BMI≥27)
25 及以上 若干族群中 23 及以上的患者	• 骨关节炎 • 张力性尿失禁 • 胃食管反流病 • 精神性抑郁	肥胖症阶段 2 (至少两种严重并发症)	• 生活方式疗法：低热量健康膳食计划/体育锻炼/行为干预 • 减肥药：同时启动生活方式疗法 (BMI≥27)；考虑减重手术 (BMI≥35)

资料来源：AACE、ACE、灼识咨询

图表 21：中国肥胖症的治疗方案



资料来源：中华医学会糖尿病学分会、《中华流行病学杂志》、灼识咨询

GLP-1 受体激动剂凭借其显著的减重效果，成为治疗超重/肥胖症及相关疾病的主要治疗药物，从根本上改变了超重/肥胖症、2 型糖尿病及其相关并发症的治疗模式，彻底重塑肥胖治疗格局。这些创新疗法与传统体重管理方法相比，已展现出卓越的疗效，已有临床证据支持其显著且持续的减重效果、改善血糖控制并保护心血管。GLP-1 受体激动剂成为当代代谢医学的前沿地位，成为全球超重/肥胖症治疗市场中成长最快的细分领域。

国家卫生健康委发布的《肥胖症诊疗指南（2024 年版）》明确目前中国获得国家药监局批准用于成年原发性肥胖症患者减重治疗的五种药物，包括奥利司他、利拉鲁肽、贝那鲁肽、司美格鲁肽及替尔泊肽。除奥利司他外，其他四种药物均为 GLP-1 类药物。

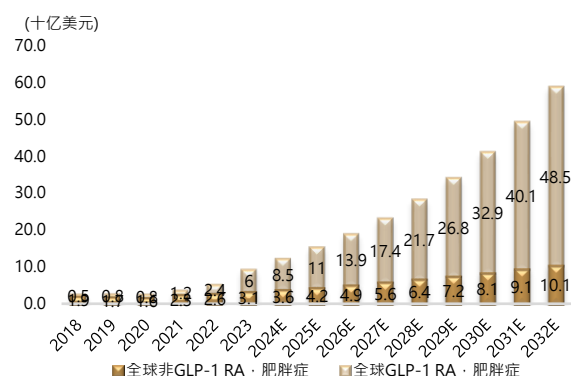
图表 22：体重管理药物治疗的发展历程

	早期阶段 (1990 年至 2010 年代)	单靶点肠促胰岛素时代 (2010 年代至 2020 年)	肠促胰岛素加强剂 (偏向型机制或多靶点作用) (2021 年至今)	未来方向 (正在开发中)
作用机制	外周 (抑制脂肪吸收) + 单一中枢靶点 (抑制食欲)	GLP-1 受体激动剂	通过偏向型机制或多靶点优化单靶点疗法的效果	口服肠促胰岛素和多靶点 (GLP-1/Amylin/胰高血糖素)
基线体重百分比	~5-10%	~8-15%	~15-20%+	≥20% (潜在)
给药方式	主要口服	注射剂 (日制剂 > 周制剂)	长效注射剂 (周制剂)	口服 + 新剂型
组合/多靶点潜力	疗效有限、耐受性问题、长期依从性差	为代谢调控奠定坚实基础，并日益重视给药方式，转向每周同步用药一次	通过偏向型和多靶点方法提高疗效并减少安全问题	联合制剂治疗和精准靶向治疗 (例如，Amylin 联合激动剂)

资料来源：文献研究、弗若斯特沙利文分析

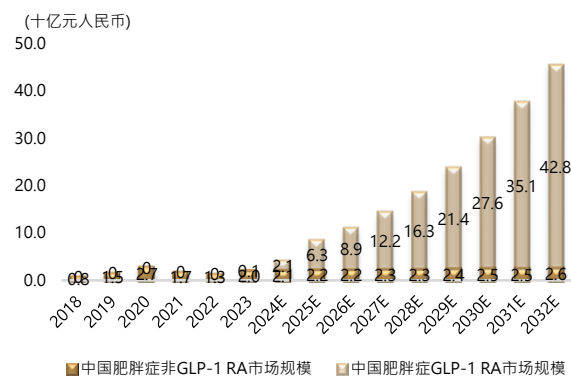
根据灼识咨询统计，全球肥胖和超重药物市场随着 GLP-1 类药物的应用而呈现快速攀升态势，全球减重药物市场从 2018 年的 24 亿美元快速攀升至 2023 年的 91 亿美元，具体至中国，2023 年中国肥胖症市场规模仅为 21 亿元人民币，其中 GLP-1 受体激动剂仅为 1 亿元人民币。随着 GLP-1 类药物的更多获益被发现，市场将迎来井喷式发展，据灼识咨询预测，2032 年 GLP-1 受体激动剂治疗肥胖症的全球市场规模将达到 585 亿美元，其中 GLP-1 类药物占比 83%，达 485 亿美元。中国市场规模将达到 453 亿元人民币，其中长效 GLP-1 受体激动剂将在中国用于治疗肥胖症的 GLP-1 受体激动剂中占据接近 95% 的市场份额。

图表 23：全球肥胖症药物市场规模



资料来源：FDA、上市公司发布的定期报告、灼识咨询

图表 24：中国肥胖症药物市场规模



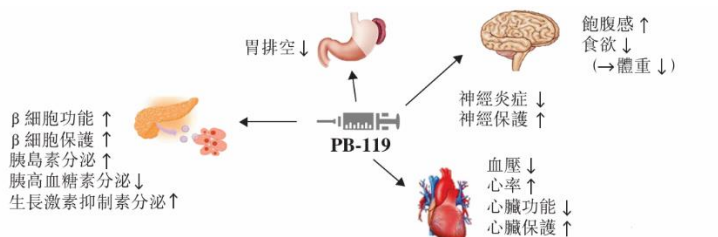
资料来源：国家药监局、上市公司发布的定期报告、灼识咨询

3. 公司核心产品

3.1 PB-119 (GLP-1 受体激动剂)

公司的 PB-119 主要用于 T2DM 及肥胖症的一线治疗，是中国最早的临床阶段长效 GLP-1 受体激动剂之一。公司利用 PEG 技术延长了 PB-119 的半衰期，实现了一周一次给药。

图表 25：PB-119 的作用机制



资料来源：公司及软库中华

图表 26：PB-119 与市售长效 GLP-1 产品之间的比较

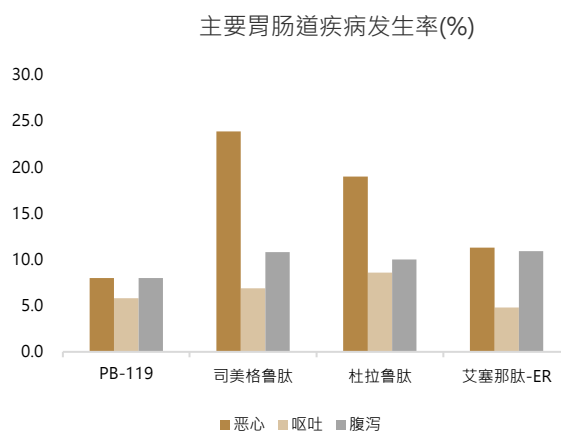
药品名称 (通用名)	PB-119	司美格鲁肽	聚乙二醇洛塞那肽	杜拉鲁肽	艾塞那肽-ER
药效时长	长效型	长效型	长效型	长效型	长效型
用药频率	每周一次	每周一次	每周一次	每周一次	每周一次
半衰期	2~3 日	~7 日	4~5 日	~5 日	一周缓释
剂量滴定	否	是	否	是	否
T2DM	中国定价	人民币 478.8 元 (2 毫克: 1.5 毫升)	人民币 187 元 (0.2 毫克: 0.5 毫升)	人民币 149 元 (1.5 毫克: 0.5 毫升)	人民币 496.25 元 (2 毫克: 0.65 毫升)
	每月支出	不适用	~人民币 957 元	~人民币 596 元	~人民币 1,985 元
	国家药监局批准日期	2025 年 11 月 14 日	诺和泰/Ozempic 2021 年 4 月 27 日	度易达/Trulicity 2019 年 2 月 22 日	百达扬/Bydureon 2017 年 12 月 28 日
超重/肥胖症	中国的预期定价	不适用	尚无无法获得	无意义	无意义
	国家药监局批准日期	不适用	诺和盈/Wegovy 2024 年 6 月 25 日	无意义	无意义

资料来源：ClinicalTrials.gov、灼识咨询

无需滴定，快速起效，疗效持续时间长。当前 GLP-1 市场，大部分产品都需要梯度剂量适应，在人体达到剂量适应的情况下，逐步加大剂量以达到治疗目标剂量，这使得治疗初期的治疗效果并不理想，起效较慢，如司美格鲁肽在初始剂量 1mg 的情况下，用药 4 周的 HbA1c 较基线下降 0.5%。公司的 PB-119 为市场少有的单一剂量品种，根据公司披露的 PB119-301 临床试验（一项旨在评估 PB-119 在中国用于未接受过药物治疗的 T2DM 患者的疗效及安全性的多中心、随机、双盲、平行、安慰剂对照的 III 期研究）研究结果，150ug PB-119 用药 4 周后，PB-119 治疗组的 HbA1c 较基线快速降低 0.82% ($p < 0.001$)，起效明显更为快速。在 24 周双盲治疗期结束时，PB-119 治疗组的 HbA1c 较基线的平均变化为 -1.37%，且 HbA1c 于延长治疗期间持续降低，第 52 周达到 -1.39%。而在非头对头实验中，无论是司美格鲁肽还是度拉糖肽，其治疗效果都在 24 周达到顶峰，并在维持治疗到 52 周的过程中出现 HbA1c 的反弹。

安全性更优。在 PB-119-301 试验中，PB-119 耐受性良好，总体安全性与安慰剂相当，不良事件以轻度至中度为主。最常见不良反应为胃肠道反应，其发生率较低，多出现于治疗前 4 周，治疗 8 周后发生率显著下降或消退，且该类反应具有暂时性、耐受性良好的特点。双盲治疗期间，PB-119 组不良事件发生率最高的为胃肠道系统疾病（24.1%，33/137），其中恶心发生率 8.0%、呕吐发生率 5.8%、腹泻发生率 8.0%。根据公开可得的临床试验结果，在可比较的上市周剂型 GLP-1 受体激动剂中，恶心、呕吐及腹泻的发生率在 1.0 毫克司美格鲁肽单药疗法研究中分别为 23.9%、6.9%及 10.8%，在 1.5 毫克杜拉鲁肽单药疗法研究中分别为 19.0%、8.6%及 10.0%，及在 2.0 毫克艾塞那肽微球单药疗法研究中分别为 11.3%、4.8%及 10.9%。相比之下，PB-119 的胃肠道不良事件较其他 GLP-1 受体激动剂更少。公司考虑未来对 PB-119 与当时市场上的主要竞争产品进行头对头临床研究，以展示 PB-119 的比较优势。此外，试验组低血糖症发生率低，未出现血糖 < 3.0 mmol/L 的低血糖事件及严重低血糖症，无患者因低血糖症终止治疗或退出研究。注射部位反应发生率亦较低，且多发生于治疗前 4 周，同样无患者因该类反应终止治疗或退出研究。因不良事件导致治疗终止及研究退出的患者比例，与安慰剂组无显著差异。基于更优的安全性数据，PB-119 在耐受性相对较弱的老年 2 型糖尿病患者群体中，有望具备更显著的临床应用优势及治疗选择竞争力。

图表 27：PB-119 临床试验结果比较（注：非头对头比较）



资料来源：公司及软库中华

综合收益明显。GLP-1 因通过结合在多种组织中表达的 GLP-1R 发挥作用，在代谢调控领域起到全面的综合收益，根据公开可得的临床试验结果，在可比较的上市周剂型 GLP-1 受体激动剂中，公司的 PB-119 在控制收缩压、舒张压，下降胆固醇、LDL-C 和甘油三酯，改善胰岛素、C-肽、HOMA-B、HOMA-IR 等多方面呈现全面的综合疗效，是潜在的同类最优的长效 GLP-1 RA 产品。

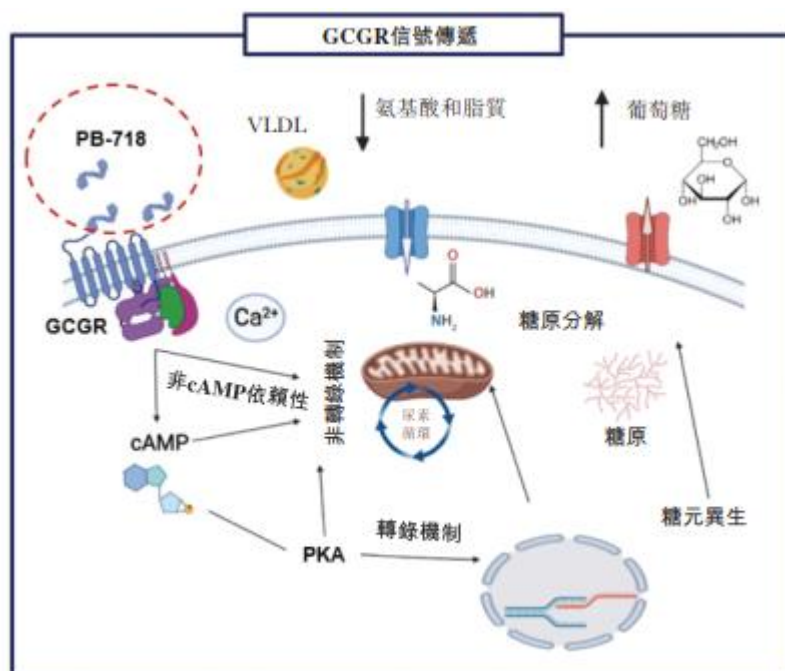
公司已在中国完成 PB-119 用于治疗 T2DM 的 II 期及 III 期临床试验，并在 23 年 9 月新药上市申请（NDA）获得国家药监局受理，已于 2025 年 11 月获 NDA 批准上市。PB-119 针对肥胖症的 I b/IIa 期临床试验已启动，且于 2024 年 6 月完成了受试者招募工作，后续将进一步验证其在肥胖症治疗中的疗效与安全性，为该适应症的后续临床推进奠定基础。

出海方面，PB-119 已在美国完成治疗 T2DM 的 II 期临床试验。后续拟在美国敲定进一步的临床研发计划，并联合当地合作伙伴开展 PB-119 治疗 T2DM 的 III 期临床试验，试验完成后将制定详细的海外商业化计划。此外，2025 年 11 月派格生物与阿联酋 PDC FZ-LLC 达成协议，后者获得 PB-119 在中东及非洲地区的独家开发、分销、本地化生产等权利，这也将推动 PB-119 在相关区域的临床与商业化落地。

3.2 PB-718 (GLP-1/GCG 双受体激动剂)

PB-718 是一款新型长效 GLP-1/GCG 双受体激动剂，可同时激活 GLP-1 受体和 GCG 受体。激活下丘脑中的 GLP-1 受体可抑制饱腹感，减少胃蠕动，从而减轻体重，而激活胰腺β细胞中的 GLP-1 受体可促进葡萄糖依赖性胰岛素分泌，从而降低血浆葡萄糖。同时，胰高血糖素 (GCG) 是一种肽类激素，可提高血糖水平，并激活肝脏和脂肪组织中的 GCG 受体从而增加脂肪分解和能量消耗，同时促进肝脏中的糖原水解，从而增加肝糖输出。通过平衡两种受体的激活，可以实现协同或相加的药理效应，包括减轻体重、改善血脂状况，最终改善 NASH，同时不影响 GLP-1 激活带来的血糖控制益处。与单分子方法相比，PB-718 可通过调整 GLP-1 受体和 GCG 受体的摩尔比，灵活地平衡它们的激活，以达到最佳的疗效和安全性。PB-718 已在美国完成 I 期临床试验，根据初步结果，已证明其在减重和降低肝脏脂肪含量方面的疗效令人鼓舞，目前正在中国进行用于肥胖症的 I b/IIa 期临床试验。

图表 28：GCG 受体激动剂如何激活 GCG 信号通路的作用机制



资料来源：公司及软库中华

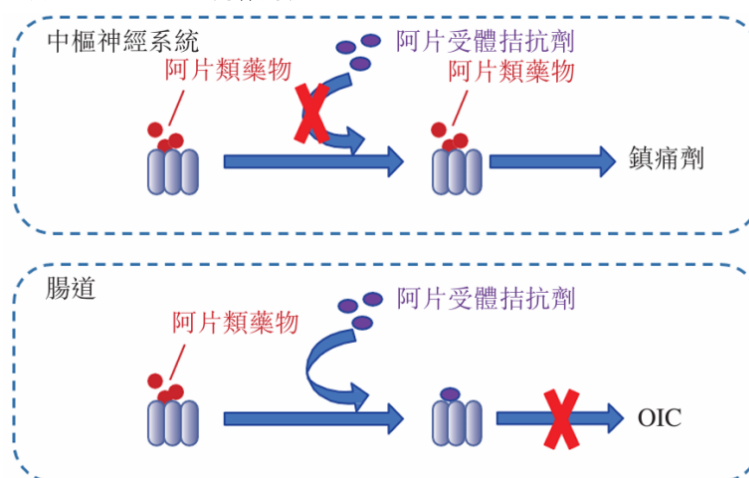
公司于 2024 年 4 月在中国完成 PB-718 治疗肥胖症的 Ib/IIa 期临床试验的受试者随访，最终临床研究报告预期于 2025 年下半年完成。此外，公司计划于 2025 年下半年向国家药监局提交 NASH 适应症的 IND 申请，并在 2026 年开展 PB-718 治疗肥胖症的 III 期跨地区临床试验计划与 FDA 及 EMA 进行沟通。

3.3 PB-1902 (μ -阿片受体拮抗剂)

PB-1902 用于治疗阿片类药物引起的便秘 (OIC)，是中国首款和仅有的两款在研口服型 μ -阿片受体拮抗剂候选药物之一。OIC 可导致严重的胃肠道并发症，并对患者的生活质量产生不利影响。治疗慢性便秘的传统药物在解决 OIC 问题上效果有限，阿片受体拮抗剂被证明是改善 OIC 的有效治疗方法。然而，阿片受体拮抗剂，比如纳曲酮和纳洛酮，因为能穿过血脑屏障，可能会在中枢神经系统中拮抗阿片类药物的镇痛作用。此外，中国核准的阿片受体拮抗剂均需每日皮下注射，对患者造成不便。

PB-1902 是纳曲酮的 PEG 修饰衍生物，能有效地与肠道 μ 受体结合，竞争性地减少阿片类药物与肠道受体的结合，缓解长期使用此类药物引起的便秘。由于聚乙二醇 (PEG) 化导致分子量增加，PB-1902 很难穿过血脑屏障，从而抵销阿片类药物的中枢镇痛作用。此外，根据灼识咨询的资料，截至 2025 年 2 月 28 日，PB-1902 是中国首款和仅有的两款用于治疗 OIC 的国产临床阶段口服型 μ -阿片受体拮抗剂候选药物之一，凭借其兼具临床益处和口服便利性，PB-1902 成为潜在的同类首创口服型选择性阿片受体拮抗剂，未来可能成为治疗 OIC 的理想方案。公司目前已经完成了两项 I 期临床研究，结果显示 PB-1902 在中国的健康受试者中具有良好的安全性、耐受性、PK 和 PD 特性。公司计划于 2025 年在中国开始 II 期临床试验。

图表 29：PB-1902 的作用机制



资料来源：公司及软库中华

3.4 其他产品管线

公司的研发管线还包括：

PB-722，长效 GCG 受体激动剂，用于治疗先天性高胰岛素血症，通过对人胰高血糖素进行单个氨基酸修饰并在修饰位点上进行聚乙二醇（PEG）化而制成。公司计划于 2026 年启动一项随机、双盲、安慰剂对照、剂量递增的 I 期临床试验。

PB-2301，GLP-1/GIP 双受体激动剂，用于治疗 T2DM、NASH 和肥胖症，公司计划于 2026 年向国家药监局提交 IND 申请及于取得 IND 后启动 I 期临床试验。

PB-2300，GLP-1/GIP/GCG 三受体激动剂，用于治疗 T2DM、NASH 和肥胖症，公司计划于 2025 年向国家药监局提交 IND 申请及最早于 2026 年启动 I 期临床试验。

4. 盈利预测和估值

公司核心产品均处于全球临床进度领先的候选药物之列。**PB-119** 临床数据在安全性、疗效数据和综合收益多方面展现 BIC 潜质。我们预计 **PB-119** 上市后于首年产生 2 亿元人民币收入，并快速增长，于中国仅 T2DM 适应症的销售峰值将达到 25 亿元人民币。公司目前所披露非头对头临床数据上，在副作用反应，长效降血糖等多方面领先于当前市场主要竞品，在耐受性相对较差的老年 T2DM 患者群体当中或将展现出更强临床应用优势及治疗选择竞争力。而在减重适应症上，我们预计 **PB-119** 将于 28 年获批上市，并凭借更低副作用和更长效的持续效果在减重市场占得一席之地，预期在减重适应症上可取得 17 亿元人民币的年销售额峰值。

此外，公司的 **PB-718** 有望于 28 年上市，面对国内 NASH 和肥胖症市场重大未满足医疗需求，预期可取得 17 亿元人民币的年销售额峰值。我们预测公司 26-29 年营业收入为 2 亿元人民币、3.6 亿元人民币、6.7 亿元人民币和 10.7 亿元人民币。**PB-119** 将在 26 年产生收入，26-28 年分别贡献 2 亿元人民币、3.6 亿元人民币、6.7 亿元人民币的营收。公司丰富的研发管线和其他潜力品种或可能在后续开发过程中对外授权，从而获得首付款、不同的开发阶段的里程碑付款，以及商业化的一定比例的销售分成。我们对 29 年前能上市的产品作估值。通过 DCF 模型测算出公司，目标价 101.80 港元。给予公司强烈买入评级。

图表 30：风险调整后销售预测

(百万人民币)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
PB-119	-	201	365	671	995	1,359	1,988	2,726	3,526	4,376
PB-718	-	-	-	-	78	209	402	621	910	1,215

资料来源：软库中华

图表 31：DCF 模型主要假设及结果

贝塔系数	1.1
税率	15.0%
WACC	9.2%
永续增长率	3.5%
无风险利率	1.0%
企业价值(百万人民币)	35,560
净负债(百万人民币)	(167)
权益价值(百万人民币)	35,721
内在价值(每股港元)	101.8

资料来源：软库中华

图表 32：DCF 敏感性分析

WACC/永续增长率	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%
7.00%	131.0	143.9	160.1	181.0	208.8
8.00%	106.5	115.1	125.5	138.2	154.3
9.00%	88.7	94.8	101.8	110.2	120.4
9.50%	81.6	86.7	92.6	99.6	107.9
10.00%	75.3	79.6	84.6	90.5	97.4

资料来源：软库中华

公司简介

派格生物是一家专注于自主研究及开发慢性病创新疗法（主要为肽和小分子药物）的生物技术公司，重点关注代谢紊乱领域。

风险

- 行业监管风险：制药行业受到政府高度的监管，政府继续加强合规监督并引入新规则和要求。
- 研发失败风险：药品研发具有高投入和高风险的特点，任何研发的失败会对公司的持续性经验产生不利的影响。
- 药品获批的不确定性和延误：监管机构审批时间长，耗时难以精确预估。
- 行业竞争风险：公司可能面临来自新进入者日益激烈的竞争，从而对产品价格施加下行压力或者影响公司产品的市场份额。
- 财务风险：短期仍将难以实现盈亏平衡。

财务报表及主要财务比率

损益表					资产负债表				
年结日：12 月 31 日 (百万人民币)	2024 (A)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)	年结日：12 月 31 日 (百万人民币)	2024 (A)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)
收入	-	-	200.6	361.0	固定资产	3.6	3.6	3.7	3.8
同比变动	不适用	不适用	不适用	80.0%	无形资产	1.5	0.8	0.0	0.0
销售成本	-	-	(101.3)	(176.8)	其他非流动资产	23.0	22.7	22.4	22.2
毛利	-	-	99.3	184.1	非流动资产	28.1	27.2	26.1	26.0
其他收入	7.0	0.4	-	-	存货	-	-	4.2	7.3
经营开支	(287.9)	(182.6)	(250.7)	(247.9)	贸易应收款项	8.2	8.2	8.2	8.2
经营利润	(280.9)	(182.2)	(151.4)	(63.8)	现金或现金等物	28.4	246.6	88.0	119.0
融资成本	(2.5)	(2.7)	(2.2)	(2.2)	其他	153.7	68.2	150.6	186.9
合营及联营企业损益	-	-	-	-	流动资产	190.3	323.0	251.1	321.3
税前利润	(283.4)	(184.9)	(153.7)	(66.0)	总资产	218.4	350.2	277.2	347.3
所得税开支	-	-	-	-	长期借贷	-	-	-	-
净利润	(283.4)	(184.9)	(153.7)	(66.0)	其他非流动负债	3.2	3.2	3.2	3.2
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	非流动负债	3.2	3.2	3.2	3.2
归属母公司净利润	(283.2)	(184.7)	(153.5)	(66.0)	应付款项	56.4	50.8	55.5	96.9
同比变动		不适用	不适用	不适用	短期贷款	100.0	80.0	70.8	80.4
每股盈利(人民币)	-	(0.49)	(0.40)	(0.17)	其他流动负债	1.3	1.3	1.3	1.3
同比变动	不适用	不适用	不适用	不适用	流动负债	157.7	132.0	127.5	178.5
每股股利(人民币)	-	-	-	-	总负债	160.9	135.2	130.8	181.7
EBITDA	(278.4)	(180.5)	(149.5)	(62.7)	股东权益	52.2	209.9	141.5	160.7
					非控股权益	5.3	5.1	4.9	4.9
					总负债及总权益	218.4	350.2	277.2	347.3

资料来源：彭博、公司及软库中华

现金流量表

年结日：12月31日
(百万人民币)

	2024 (A)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)
税前利润	(283.4)	(184.9)	(153.7)	(66.0)
折旧与摊销	2.5	1.7	2.0	1.1
营运资金变动	(44.6)	79.8	4.7	41.4
其他	142.0	87.8	0.8	48.0
经营活动现金流	(183.4)	(15.5)	(146.2)	24.4
资本开支	(1.1)	(0.9)	(0.9)	(0.9)
其他	115.4	-	-	-
投资活动现金流	114.4	(0.9)	(0.9)	(0.9)
权益变动	-	257.3	-	-
净借贷	25.6	(20.0)	(9.2)	9.6
股息支出	-	-	-	-
其他	(5.2)	(2.7)	(2.2)	(2.2)
融资活动现金流	20.3	234.6	(11.5)	7.4
净现金变动	(48.8)	218.2	(158.5)	30.9
公司自由现金流	(184.5)	(16.4)	(147.1)	23.5

财务指标

年结日：12月31日	2024 (A)	2025 (E)	2026 (E)	2027 (E)
收入同比变动	不适用	不适用	不适用	80.0%
每股盈利同比变动	不适用	不适用	不适用	不适用
毛利率	不适用	不适用	49.5%	51.0%
经营利润率	不适用	不适用	-75.5%	-17.7%
净利润率	不适用	不适用	-76.5%	-18.3%
EBITDA 利润率	不适用	不适用	-74.5%	-17.4%
股本回报率	不适用	不适用	不适用	不适用
资产回报率	不适用	不适用	不适用	不适用
流动比率	120.7%	244.7%	196.9%	180.0%
速动比率	120.7%	244.7%	193.6%	175.9%
现金比率	18.0%	186.8%	69.0%	66.6%
负债权益比率	191.6%	38.1%	50.0%	50.0%
库存周转天数	不适用	不适用	15.0	15.0
应收款项周转天数	不适用	不适用	150.0	120.0
应付款项周转天数	不适用	不适用	200.0	200.0
营运资金周转天数	不适用	不适用	(35.0)	(65.0)
股息支付率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：彭博、公司及软库中华

软库中华是香港一家主要服务香港上市公司的投资银行，如要获取更多研究报告，请参考以下联系方式：
research@sbichinacapital.com, thomsononeanalytics.com, factset.com, S&P Capital IQ and multex.com.

SBI研究评级

软库中华金融的股票评级：

建议强烈买入：未来 12 个月绝对增长超过 50%

建议买入：未来 12 个月绝对增长超过 10%

建议持有：未来 12 个月绝对回报在 -10%至+10%

建议沽售：未来 12 个月绝对下降超过 10%

建议强烈沽售：未来 12 个月绝对下降超过 50%

披露：投资者应在阅读本报告时假设软库中华金融服务有限公司或其同系附属/关联公司正在或将要和本报告中提到的公司建立投资银行或其它主要的业务关系。

分析员声明：本报告中给出之观点准确反映了分析员对于该证券的个人见解。分析员就其在本报告中给出的特定建议或者见解，并没有直接或间接地为之收受任何的经济补偿。

免责声明：

本研究报告不得被视为任何股票售出之要约或股票购买或认购之要求。本报告中提到之股票可能在某些地区不具备公开出售资格。本报告中信息已经由软库中华金融服务有限公司(简称为“软库中华金融”)的研究部门根据其认为可靠之来源加以整理，但是软库中华金融或其他任何人都没有就本报告的正确性或者完整性给出声明、保证或担保。所有本报告中的观点和预测都是（除非特别注明）报告发布日时软库中华金融所发布，且可在不通知前提下予以变更。软库中华金融或任何其他人都不得为使用本报告或其内容或其它和本报告相关原因而发生的损失承担任何责任。本报告之读者应独立负责考察本报告中所提到公司的业务、财务状况和发展远景。软库中华金融和其高级职员、董事和雇员，包括本报告准备和发布过程中涉及人员，可以在任何时候(1)在适用法律许可情况下，在本报告中提到公司（或其投资）中任职，或购买或售出其股票；(2)和本报告中提到的公司存在咨询、投行或其它经纪业务关系；和(3)在适用法律许可情况下，在本报告发布之前或紧接之后，在其自己的针对本报告中某个公司的投资帐户中使用本报告信息或者依据此信息行动（包括进行交易）。本报告可能无法在同样时间被分发到每一位接受方手中。本报告仅可被分发给特定客户、专业投资者或经纪商，供其参考。任何获得本报告者无论出于什么原因，都不得复制、出版、重新生成、或者转发（全文或部分）给任何其他方。本报告在香港由软库中华金融发布。获得本报告者如需本报告中提到股票之更多信息，请联系软库中华金融在其当地所设立之分支机构。

软库中华金融服务有限公司版权所有©。保留所有权利。