



# 特宝生物 (688278.SH)

买入 (维持评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## PEG 长效药物领军企业，益佩生打造第二增长曲线

### 公司简介

PEG 长效药物领军企业，26 年业绩增长有望换挡提速。公司已上市管线包括派格宾（聚乙二醇干扰素 α-2b 注射液）、珮金（拓培非格司亭注射液）、益佩生（怡培生长激素注射液）3 款聚乙二醇化的生物制品国家 1 类新药，系国内获批聚乙二醇长效化药物数量最多的企业。25 年三季度公司业绩受益佩生上市推广销售费用增加影响短期承压，26 年随派格宾治愈适应症落地及益佩生正式纳入医保目录，业绩增长有望换挡提速。

**长效干扰素：疗效及维持率优势显著，基石地位稳固。**派格宾收入从 2016 年 0.7 亿快速增长至 2024 年的 24.5 亿，并仍呈持续放量增长。根据测算，截至 2024 年底派格宾累计完成完整疗程的治疗人次超 25 万人，产品安全性、有效性已经过广泛验证。3 期临床显示，派格宾联用 TDF 实现 30% 以上治愈率，且 2 年延长随访期间 90% 维持治愈状态，疗效及维持率优势显著。

**长效生长激素：剂型升级空间广阔，差异化特点拓展第二增长点。**PGHD 为我国儿童矮小症主要病因，存量患者超 300 万人，23 年估计治疗率仅 5.3%。生长激素存量市场仍以短效制剂为主，长效生长激素产品纳入新版医保目录后，凭借价格及依从性双重优势，生长激素市场有望加速剂型升级。益佩生是治疗用生物制品国家 1 类新药，采用全球独创的 Y 型 40kD 聚乙二醇（PEG）长效修饰技术，延长半衰期的同时提高了生物学活性，在疗效、安全性及给药依从性方面差异化特点显著，有望加速放量，打造公司第二增长曲线。

**聚焦免疫、代谢，转债有望加速创新研发。**公司在小核酸药物、抗体药物、mRNA 疫苗以及基因治疗等创新药物及治疗领域进行了深度布局，2026 年 1 月 26 日，公司发布了发行可转换债券预案，计划公开发行可转债融资 15.33 亿元，其中新药研发项目是本次可转债的主要项目，总计划投资 8.59 亿元，创新研发进程有望加速。

### 盈利预测、估值和评级

我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 10.36 亿、14.02 亿、17.69 亿元，同比增长 25.2%、35.3%、26.1%。给予公司 26 年 27 倍 PE 估值，目标市值 379 亿元，目标价 92.74 元，给予“买入”评级。

### 风险提示

产品销售不及预期风险，临床试验进度不及预期风险，市场竞争加剧风险，税收优惠政策变化风险。

### 医药组

分析师：甘坛煥（执业 S1130525060003）

gantanhuan@gjzq.com.cn

分析师：马居东（执业 S1130525070004）

majudong@gjzq.com.cn

市价（人民币）：69.11 元

### 相关报告：

- 《特宝生物公司点评：新品推广费用承压，治愈适应症催化有待体现》，2025.10.24
- 《特宝生物公司点评：派格宾新适应症获批，基石地位进一步巩固》，2025.10.12
- 《特宝生物公司点评：经营业绩稳健增长，加速布局创新技术》，2025.8.21



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,100	2,817	3,665	4,895	6,143
营业收入增长率	37.55%	34.13%	30.11%	33.54%	25.51%
归母净利润(百万元)	555	828	1,036	1,402	1,769
归母净利润增长率	93.52%	49.00%	25.21%	35.33%	26.14%
摊薄每股收益(元)	1.365	2.034	2.539	3.436	4.334
每股经营性现金流净额	1.26	1.06	2.76	3.83	4.82
ROE(归属母公司)(摊薄)	29.60%	32.41%	31.75%	32.92%	31.93%
P/E	38.34	36.06	27.22	20.12	15.95
P/B	11.35	11.69	8.64	6.62	5.09

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

深耕长效重组蛋白多年，业绩增长有望换挡提速.....	4
聚焦免疫和代谢领域的聚乙二醇蛋白质长效药物领军企业.....	4
新品上市推广利润短期承压，26 年增长有望换挡提速.....	5
长效干扰素：全球首个临床治愈相关适应症获批药物，在治愈率、疗效维持方面较新机制药物有明显优势，乙肝基石药物地位稳固.....	5
临床应用近 10 年，安全性、有效性已经过广泛验证.....	5
全球首个临床治愈相关适应症获批，治愈率及疗效维持具备显著优势.....	6
长效生长激素：剂型升级空间广阔，纳入医保目录加速放量，有望拓展公司第二增长曲线.....	9
儿童矮小症治疗率仍有较大提升空间，长效剂型升级空间广阔.....	9
益佩生差异化特点明显，有望贡献显著业绩增量.....	12
研发：聚焦免疫及代谢，肝病、自免等领域有望持续突破，可转债助力创新加速.....	15
小核酸：与 Aligos 联合开发同类最佳 ASO 药物，临床前数据亮眼.....	15
MASH：积极引进潜力早研管线，多通路协同推进.....	16
基因治疗：收购九天生物，探索多技术平台协同.....	18
自免：BDCA2 靶点竞争格局温和，ACT100 红斑狼疮 IND 获批.....	19
盈利预测与投资建议.....	21
风险提示.....	23

## 图表目录

图表 1：公司已商业化产品，包括 3 款聚乙二醇长效化药物.....	4
图表 2：公司收入/归母净利润（亿元）维持高增长.....	4
图表 1：25Q3 公司利润下滑系新产品上市推广费用增加.....	5
图表 2：公司 25Q3 销售费用率显著提升.....	5
图表 3：派格宾 HBeAg 血清学转换率与派罗欣相当.....	5
图表 4：派格宾组的中和抗体产生率显著低于派罗欣组.....	5
图表 5：公司核心产品派格宾上市以来持续快速放量.....	6
图表 6：派格宾 3 期临床采用间歇形式给药，持续至第 144 周.....	6
图表 7：派格宾联用 TDF 实现 31.4%HBsAg 清除.....	7
图表 8：接受派格宾联合治疗获得真正临床治愈的患者在 104 周延长随访时临床治愈的持久性约 90%.....	7
图表 9：bepirovirsen 2 期结果显示，24 周 bepirovirsen 治疗后停药随访 24 周表面抗原清除率约 12%.....	7
图表 10：AHB-137 300mg/24 周给药方案在停药随访 24 周后实现 27%表面抗原清除.....	8
图表 11：多款乙肝小核酸药物开展联用长效干扰素的临床试验.....	9



图表 12:	PGHD 约占我国 18 岁以下矮小症患者 41.5% .....	10
图表 13:	特宝生物、长春高新长效生长激素产品新版医保目录价格对应年费用较 25 年短效水针更普惠....	10
图表 14:	剂型升级将是后续生长激素市场规模增长主要驱动因素 .....	11
图表 15:	漏针次数显著影响生长速率 .....	11
图表 16:	我国短效生长激素使用患者约 22%每月漏针 4 次以上.....	11
图表 17:	已商业化长效生长激素品种工艺特性及免疫原性数据 .....	12
图表 18:	益佩生相较于重组人生长激素注射液诺泽不产生抗药抗体及中和抗体 .....	12
图表 19:	“次抛+隐针”的一体式药仓设计提升治疗依从性 .....	13
图表 20:	益佩生治疗 52 周年化市占率非劣于进口重组人生长激素注射液诺泽 .....	13
图表 21:	部分已商业化长效生长激素品种安全性数据 .....	14
图表 22:	益佩生配套电子注射笔 .....	14
图表 23:	注射笔可连接手机愈适达小程序，具备注射记录和提醒等多种功能 .....	14
图表 24:	公司可转债公告相关要点内容 .....	15
图表 25:	在 AAV-HBV 小鼠模型中，三种先导化合物对 HBsAg 的抑制活性均优于 GSK836 .....	16
图表 26:	炎症、肥胖、2 型糖尿病等多重因素均被认为在 MAFLD 的发展中起关键作用 .....	16
图表 27:	Resmetirom 实现 NASH 缓解且纤维化未恶化.....	17
图表 28:	Resmetirom25Q3 销售额接近 3 亿美元.....	17
图表 29:	公司在肝脂肪代谢领域持续推动对外合作 .....	18
图表 30:	九天生物在研管线进展 .....	19
图表 31:	抗体药物结合 BDCA2 可导致 I 型干扰素、细胞因子和趋化因子的产生下调.....	20
图表 32:	全球 BDCA2 靶点竞争相对温和 .....	20
图表 33:	2025-2027 年公司收入及毛利率预测.....	21
图表 34:	可比公司估值情况（截至 2026/2/6） .....	22



## 深耕长效重组蛋白多年，业绩增长有望换挡提速

### 聚焦免疫和代谢领域的聚乙二醇蛋白质长效药物领军企业

公司是一家聚焦免疫和代谢领域创新药物研发、生产和销售的创新型生物医药企业。始终以解决未被满足的临床需求为核心，基于长期构建的优势核心技术平台，依托对免疫系统和代谢调控的系统性深入科学研究，致力于为包含慢性乙肝、肿瘤、代谢性相关疾病等在内的重大疾病治疗领域提供真正具有临床价值的产品和服务。

公司系中国聚乙二醇蛋白质长效药物领域的领军企业，已上市管线包括派格宾（通用名：聚乙二醇干扰素  $\alpha$ -2b 注射液）、珮金（通用名： 拓培非格司亭注射液）、益佩生（通用名： 怡培生长激素注射液） 3 款聚乙二醇化的生物制品国家 1 类新药，系国内获批聚乙二醇长效化药物数量最多的企业。

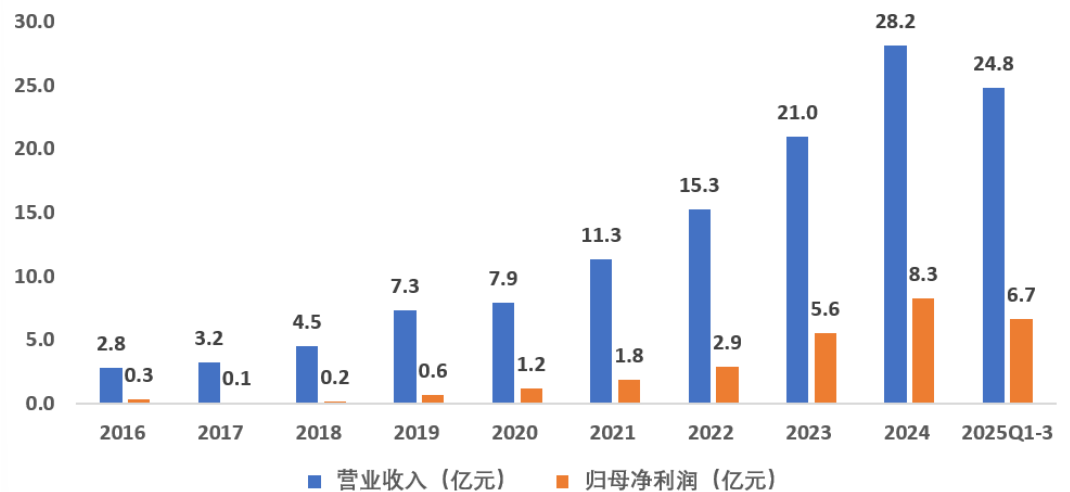
图表1：公司已商业化产品，包括 3 款聚乙二醇长效化药物



来源：特宝生物，国金证券研究所

公司研发团队系科技部认证的国家治疗性重组蛋白及其修饰长效创新药物研发创新团队，在聚乙二醇分子选择性修饰技术、修饰位点比例控制与鉴定、修饰工艺产业化放大技术等聚乙二醇修饰技术难点方面具备建立了一套领先的系统的技术手段和解决方案。

图表2：公司收入/归母净利润（亿元）维持高增长



来源：ifind，国金证券研究所

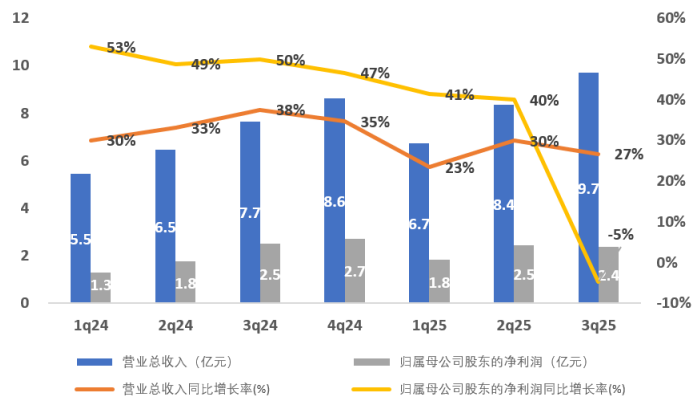
2016 年至今，公司营业收入大幅增长，净利润同步显著增加，2025 年 1-9 月，公司收入、净利润规模分别达到 24.80 亿、6.66 亿。



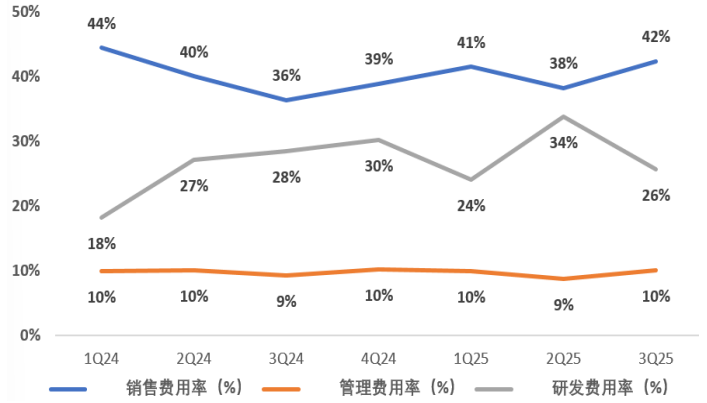
新品上市推广利润短期承压，26 年增长有望换挡提速

2025 年 5 月 29 日，国家药品监督管理局官方网站公示，公司申报的怡培生长激素注射液（商品名：益佩生）获批上市，适用于治疗 3 岁及以上儿童的生长激素缺乏症所致的生长缓慢。

图表1：25Q3 公司利润下滑系新产品上市推广费用增加



图表2：公司 25Q3 销售费用率显著提升



来源：ifind, 国金证券研究所

来源：ifind, 国金证券研究所

公司 2025 年前三季度实现收入 24.80 亿 (+26.9%)，实现归母净利润 6.66 亿 (+20.2%)，其中第三季度实现收入 9.69 亿 (+26.7%)，实现归母净利润 2.38 亿 (-4.6%)。2025 年第三季度收入增长但利润同比下滑，主要系益佩生上市后前期商业化推广对应销售费用增加所致：25Q3 公司销售费用为 4.10 亿元，同比增长 47%；销售费用率达 42%，为 24Q2 以来最高。

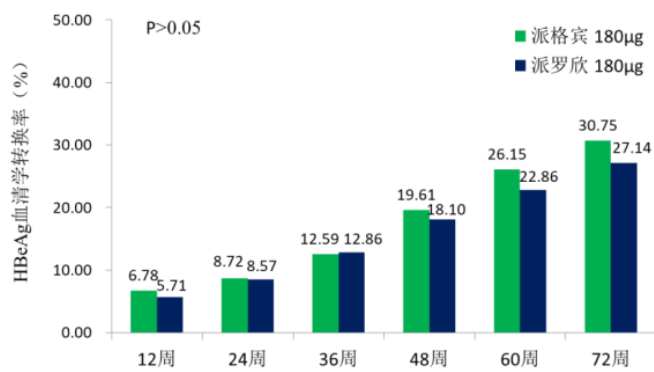
益佩生已被纳入《国家基本医疗保险、生育保险和工伤保险药品目录（2025 年）》，截至 2026 年 1 月 20 日，益佩生已在 54 家定点医药机构销售；随着益佩生顺利纳入国家医保目录以及进院工作的有序展开，商业化有望逐步推进并贡献业绩增量，26 年公司各季度业绩有望持续换挡提速。

长效干扰素：全球首个临床治愈相关适应症获批药物，在治愈率、疗效维持方面较新机制药物有明显优势，乙肝基石药物地位稳固

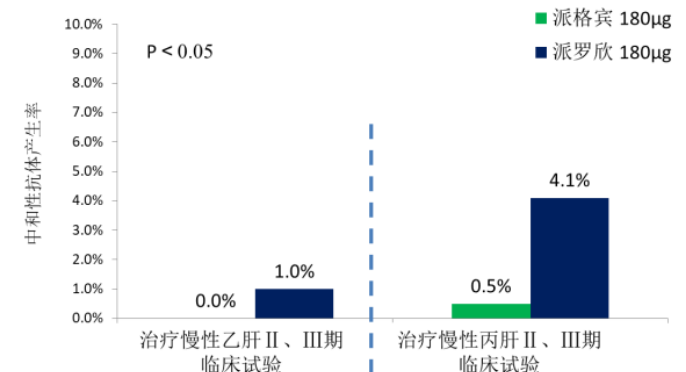
临床应用近 10 年，安全性、有效性已经过广泛验证

派格宾是全球首个 40kD 聚乙二醇干扰素 α-2b 注射液，于 2016 年获批上市（国药准字 S20160001），是经历过 2015 年“722 核查”后 2016 年获批的首个生物制品国家 1 类新药，研发获国家 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的一线用药。

图表3：派格宾 HBeAg 血清学转换率与派罗欣相当



图表4：派格宾组的中和抗体产生率显著低于派罗欣组



来源：特宝生物招股书, 国金证券研究所

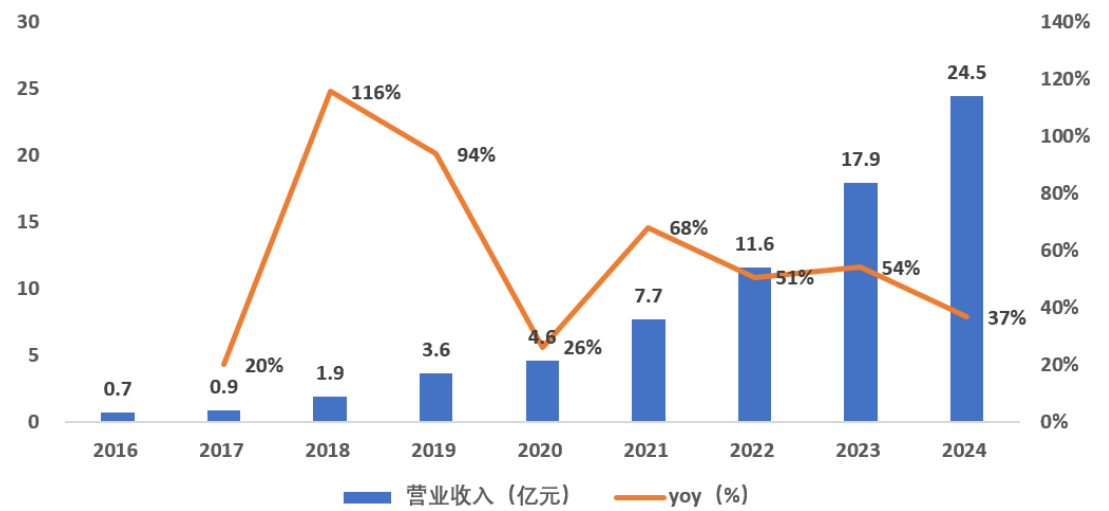
来源：特宝生物招股书, 国金证券研究所

派格宾的注册临床研究是与进口药品（PEG-IFN α-2a，派罗欣）头对头对照的临床试验，



注册临床试验结果表明派格宾的疗效、安全性方面与派罗欣相当，免疫原性显著低于国际一线药物派罗欣。此前在我国获批用于慢性乙型肝炎治疗的长效干扰素只有公司的派格宾、罗氏的派罗欣和默沙东的佩乐能三个品牌，基于多年的技术沉淀和科学探索，公司在以派格宾为基础的治疗方案在乙肝临床治愈领域拥有较大的竞争优势。

图表5：公司核心产品派格宾上市以来持续快速放量



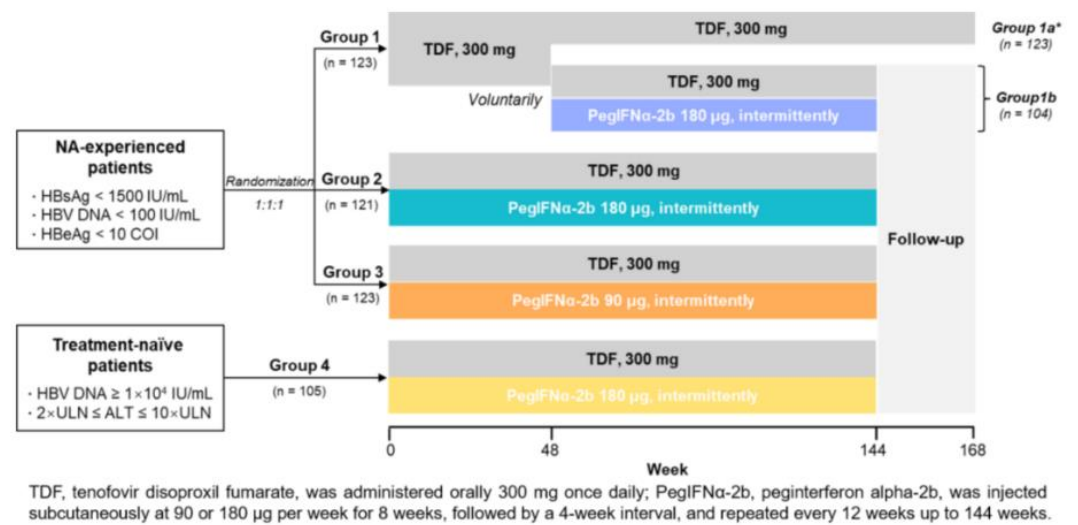
来源：ifind, 国金证券研究所

派格宾收入从 2016 年 0.7 亿快速增长至 2024 年的 24.5 亿，并仍呈持续放量增长。截至 2024 年底，派格宾累计销售收入超 70 亿，累计销量超 1219 万支（180μg 标准支），按照产品说明书治疗方案（48 周）测算，累计完成完整疗程的治疗人次超 25 万人，产品安全性、有效性已经过广泛验证。

全球首个临床治愈相关适应症获批，治愈率及疗效维持具备显著优势

2025 年 10 月，派格宾联合核苷（酸）类似物用于成人慢性乙型肝炎患者的 HBsAg 持续清除的增加适应症上市许可申请获得批准，具体为：“本品联合核苷（酸）类似物用于成人慢性乙型肝炎患者的 HBsAg 持续清除。适用于以下患者：核苷（酸）经治、HBsAg 1500 IU/mL 以下、持续病毒学抑制、HBeAg 阴性或 HBeAg 10 COI 以下的慢性乙型肝炎患者”。派格宾成为全球首个临床治愈相关适应症获批药物。

图表6：派格宾 3 期临床采用间歇形式给药，持续至第 144 周



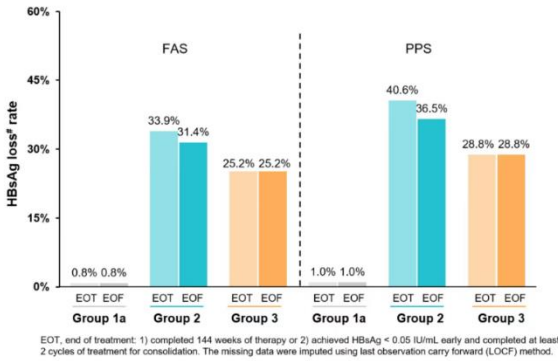
来源：AASLD 2024, 国金证券研究所

3 期临床显示派格宾联用 TDF 实现 30% 以上治愈率，显著优于 TDF 单药。派格宾 III 期临床研究结果，显示核苷（酸）类似物（NA）经治 CHB 患者接受 Peg IFN α -2b 联合 TDF 治疗后超过 30% 的患者实现 HBsAg 清除，显著优于 TDF 单药治疗，停止所有药物后 24 周的

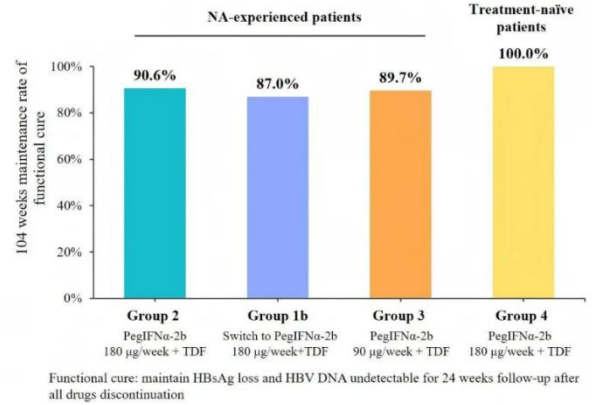


HBsAg 清除维持率达 90%以上。

图表7: 派格宾联用 TDF 实现 31.4% HBsAg 清除



图表8: 接受派格宾联合治疗获得真正临床治愈的患者在 104 周延长随访时临床治愈的持久性约 90%



来源: AASLD 2024, 国金证券研究所

来源: AASLD 2025, 国金证券研究所

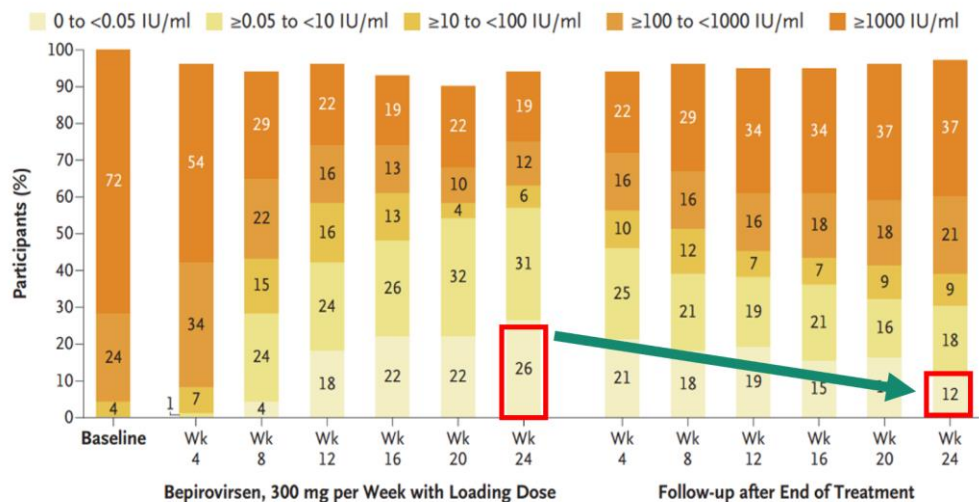
FAS 分析显示, PegIFNα-2b 180 µg/w 联合 TDF 治疗组 (组 2) 治疗结束时, 33.9% 获得 HBsAg 清除, 停止所有药物后 24 周 (EOF) 有 31.4% 的患者实现 HBsAg 清除, 而 TDF 单药治疗组 (组 1a) 仅 0.8%, 经 CMH 校正后的率差为 31.4%。PPS 分析得出了相似结果。这证实了 PegIFNα-2b 180 µg/w 联合 TDF 治疗疗效显著优于 TDF 单药治疗。

实现治愈患者在 2 年延长随访期间 90% 维持治愈状态。在 104 周延长随访 (即完成治疗后停药 128 周) 时, 组 2、1b、3 和 4 分别有 90.6% (29/32)、87.0% (20/23)、89.7% (26/29) 和 100% (4/4) 的患者维持临床治愈。所有复发的患者均为 HBsAg 复阳而 HBV DNA 仍保持阴性。仅组 3 有 1 例患者在延长随访 52 周时出现 HBV DNA 复阳 (≥ 20 IU/mL), 但到延长随访 104 周时又转为阴性。

近年来, 陆续有多款慢性乙肝领域创新药物处于临床阶段, 反义寡核苷酸 (ASO) 可能成为继核苷 (酸) 类似物和长效干扰素后的潜力品种, 但在治愈率和复发率方面与派格宾联合核苷 (酸) 治疗方案仍有一定差距。

- (1) **GSK 宣布 BPV 3 期临床成功, 2 期表面抗原清除率仅 12%。** 2026 年 1 月 7 日, GSK 宣布其两项关键性 III 期试验 B-Well 1 [NCT05630807] 和 B-Well 2 [NCT05630820] 取得了积极结果。这两项试验评估了研究性反义寡核苷酸 (ASO) bepirovirsen 治疗慢性乙型肝炎 (CHB) 的疗效, 共有来自 29 个国家的 1800 多名患者参与。B-Well 试验达到了主要终点, bepirovirsen 显示出具有统计学意义和临床意义的功能性治愈率, 并具有可接受的安全。

图表9: bepirovirsen 2 期结果显示, 24 周 bepirovirsen 治疗后停药随访 24 周表面抗原清除率约 12%





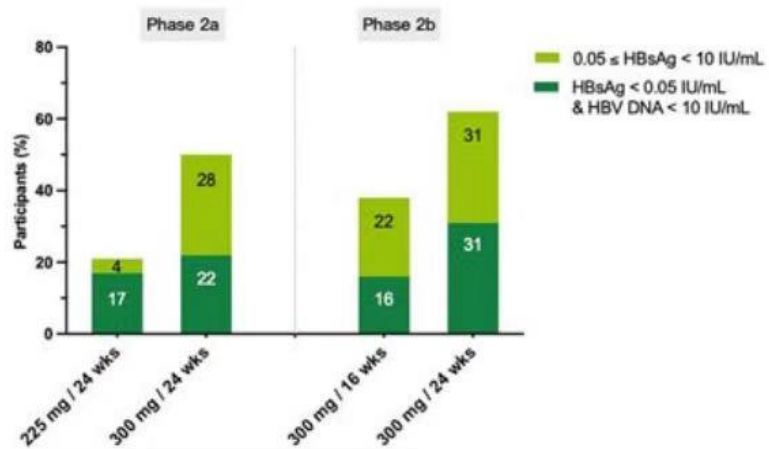
来源：NEJM，国金证券研究所

bepirovirsen 完整的研究结果将提交至即将召开的科学大会进行展示，此前公布的 2 期临床试验结果显示：接受 NA 治疗的患者，在使用 bepirovirsen 24 周后停药随访 24 周，HBsAg 清除率为 12%。

### (2) AHB-137 展现短期治疗优势，复发率仍值得关注，联用干扰素临床持续推进

AHB-137 是一款反义寡核苷酸 (ASO)，目前处于临床 III 期，NA 经治的 HBeAg 阴性慢乙肝患者接受 AHB-137 300mg 治疗 24 周结束时分别有 63%、75% 的患者实现完全应答 (HBsAg < 0.05 IU/mL 且 HBV DNA < 10 IU/mL)。AASLD2025 披露了这两项 II 期研究的第 48 周——即 24 周治疗结束后停止 AHB-137 随访 24 周 (仍维持 NA 治疗) 的整体疗效数据，显示这一比例分别大幅降至 22% 和 31%，第 24 周实现完全应答的受试者仅 39% 在第 48 周仍维持完全应答，复发率超过 60%。

图表 10: AHB-137 300mg/24 周给药方案在停药随访 24 周后实现 27% 表面抗原清除



来源：AASLD 2025，国金证券研究所

### (3) 多个在研小核酸药物已开展联用干扰素临床试验

2025 年 9 月 23 日，浩博医药宣布 AHB-137 已顺利完成联合干扰素 II 期临床试验的患者入组：

AB-10-8007 (NCT07069569) 是一项随机、开放标签、多中心的临床 II 期研究，公司收到 CDE 核准签发的《药物临床试验批准通知书》，同意公司开展旨在评估 AHB-137 注射液联合乙型肝炎疫苗或聚乙二醇干扰素 α-2b (Peg-IFN) 在正在接受核苷 (酸) 类似物 (NA) 治疗的 HBeAg 阴性慢性乙型肝炎 (CHB) 受试者中的有效性和安全性。

除浩博医药 AHB-137 外，此前已有多款小核酸药物联合干扰素用于治疗慢性乙肝的临床试验陆续展开。



图表11：多款乙肝小核酸药物开展联用长效干扰素的临床试验

公司	试验标题	药物	临床阶段	临床编号
GSK	一项 IIb 期多中心、随机、开放标签研究，旨在评估 GSK3228836 序贯聚乙二醇干扰素 α 2a 治疗慢性乙型肝炎病毒患者的疗效和安全性	GSK3228836、聚乙二醇干扰素、NA	II 期	NCT04676724
腾盛博药/VIR Biotechnology	一项多中心、随机、开放标签的 II 期临床试验，旨在评估 BR11-835 (VIR-2218) 联合聚乙二醇干扰素 α (PEG-IFNα) 治疗慢性乙型肝炎病毒 (HBV) 感染的疗效和安全性	聚乙二醇干扰素 α、BR11-835	II 期	NCT05970289
VIR Biotechnology	一项平台研究，旨在评估在研疗法对慢性乙型肝炎感染患者的疗效和安全性	VIR-3434、TDF、VIR-2218、聚乙二醇干扰素 α	I/II 期	NCT05612581
VIR Biotechnology	一项 II 期临床试验，旨在评估含 VIR-2218、VIR-3434 和/或 PEG-IFNα 方案对慢性乙型肝炎病毒感染者的安全性、耐受性和疗效	VIR-2218、VIR-3434、聚乙二醇干扰素 α	II 期	NCT04856085
腾盛博药/VIR Biotechnology	一项多中心、随机、开放标签的 II 期临床试验，旨在评估 BR11-835 (VIR-2218) 和 BR11-179 (VBI-2601) 的安全性和疗效慢性乙型肝炎病毒 (HBV) 感染的联合疗法	BR11-835 (VIR-2218)、BR11-179 (VBI-2601)、干扰素-α	II 期	NCT04749368
VIR Biotechnology/Alnylam Pharmaceuticals	一项 I/II 期临床试验，评估 VIR-2218 单独使用或与聚乙二醇干扰素 α-2a 联合使用的安全性、耐受性、药代动力学和抗病毒活性	VIR-2218、聚乙二醇干扰素-α 2a	II 期	NCT04412863
船望制药	BW-20507 注射液联合聚乙二醇干扰素 α 在慢性乙型肝炎病毒感染患者中的 II 期临床研究	BW-20507、Y 型聚乙二醇化重组干扰素 α-2b	II 期	CTR20253050

来源：insight，国金证券研究所

**长效干扰素仍将是未来乙肝临床治愈的基石药物。**实现慢乙肝临床治愈较难依靠单一途径，无论是通过清除感染细胞或整合细胞，还是在不清除细胞的前提下破坏病毒相关组件，均需在降低现有病毒负荷的同时控制再感染。现阶段，siRNA、ASO 等新药物已进入临床联合应用阶段，与干扰素或其他靶向病毒或免疫环节的药物协同探索，未来慢乙肝临床治愈的关键在于联合用药的策略优化，联合治疗将是解决乙肝问题的关键技术路径。更多新机制的药物联合长效干扰素和核苷(酸)类似物有望实现更高的临床治愈率和进一步缩短疗程，长效干扰素的临床应用将更加广泛。

我国曾是 HBV 感染高流行区，2006 年全国乙肝血清流行病学调查结果显示，中国 1~59 岁人群 HBsAg 流行率为 7.18%，由高流行区转为中流行区，儿童 HBV 感染率明显下降，而成人的 HBsAg 流行率仍然维持在较高水平。2020 年，我国 30 岁以上人群 HBsAg 阳性率 7.42%，存量 HBV 感染者约 7500 万。59.78% 的 HBsAg 阳性者在调查前已知晓自身感染，预估现存阳性者中有 3000 万人对此不知情；在已知自身感染的人群中，38.25% (1700 万人) 有抗病毒治疗的指征，其中 17.33% (300 万人) 正在接受抗病毒治疗，目前疾病知晓率及知晓后抗病毒治疗率仍较低。

2025 年我国乙肝共报告新发病仍高达 136 万例。随着抗病毒治疗远期获益证据的显现，新版官方指南推荐扩大抗病毒治疗人群、国家对诊疗率目标的提升，以及慢乙肝临床治愈循证医学和真实世界证据不断增加，有望进一步推动长效干扰素市场持续保持增长。

## 长效生长激素：剂型升级空间广阔，纳入医保目录加速放量，有望拓展公司第二增长曲线

**益佩生上市当年即被纳入医保，有望成为公司第二增长曲线。**2025 年 5 月 29 日，国家药品监督管理局官方网站公示，公司申报的怡培生长激素注射液(商品名：益佩生)获批上市，适用于治疗 3 岁及以上儿童的生长激素缺乏症所致的生长缓慢。公司已在生长激素领域已打造高度专业化的学术推广团队，上市 2 个月怡培生长激素已在全国 27 个省份，300 多家医院落地开出首批处方。

2025 年 12 月 7 日，国家医保局举行国家医保目录调整新闻发布会，公布 2025 年国谈结果，益佩生顺利被纳入国家医保药品目录。随着益佩生顺利纳入国家医保目录以及进院工作的有序展开，商业化有望逐步推进并贡献业绩增量，26 年公司各季度业绩有望持续换挡提速，有望成为公司第二增长曲线。

**儿童矮小症治疗率仍有较大提升空间，长效剂型升级空间广阔**

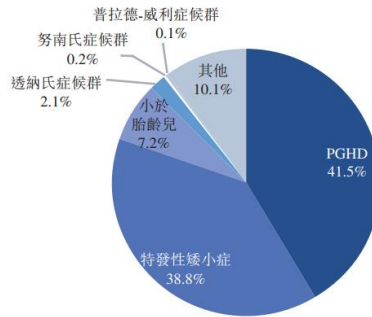
**PGHD 为我国儿童矮小症主要病因，存量患者超 300 万人。**矮小症是指同一种族、性别及年龄的个体，在相似的生活环境中，身高低于正常人群平均身高的两个标准差(-2SD)或低于第三百分位数(-1.88SD)。根据沙利文，2023 年中国 18 岁以下矮小症患者人数为 8.1 百万例。



其中 PGHD (儿童生长激素缺乏症) 是导致儿童发育不良的主要原因之一, 生长激素缺乏症主要是由于先天性基因变异、垂体前叶的某些疾病、损伤或手术切除等因素导致生长激素不足所致, 其中大部分无法预防。

图表12: PGHD 约占我国 18 岁以下矮小症患者 41.5%

中国18岁以下不同类型矮小症患者的患病率明细(2023年)



来源: 沙利文, 国金证券研究所

持续存在且未治疗的 GHD, 可以引起患儿成年期代谢紊乱、心血管疾病等症状, 影响其生活质量和寿命。通过补充生长激素, 可以治疗儿童身材矮小, 并改善过渡期及成年的代谢、体成分、心理及生活质量。PGHD、特发性矮小症及小于胎龄儿占中国 18 岁以下矮小症患者总数的 41.5%、38.8%及 7.2%。2023 年我国 PGHD 患者数量约 336 万人, 其中估计治疗率仅 5.3%。

长效制剂首次纳入医保目录, 价格普惠有望加速生长激素剂型升级。12 月 7 日, 国家医保局正式发布《国家基本医疗保险、生育保险和工伤保险药品目录(2025 年)》。目录显示, 两种长效生长激素产品被纳入, 并将于 2026 年 1 月 1 日起正式执行, 用于生长激素缺乏症所致的儿童生长缓慢。此次纳入医保的两种国产长效生长激素制剂分别为公司怡培生长激素注射液(益佩生)和金赛药业的金培生长激素注射液(金赛增)。

图表13: 特宝生物、长春高新长效生长激素产品新版医保目录价格对应年费用较 25 年短效水针更普惠

公司		特宝生物	长春高新		
产品		怡培生长激素	赛增粉剂	赛增水剂	金赛增
用法用量(儿童)		本品按体重给药, 一般推荐剂量为 0.14 mg/kg/次, 每周给药 1 次	推荐剂量为 0.1-0.15IU/kg 体重/日, 每日一次, 皮下注射。	推荐剂量为 0.1-0.15IU/kg 体重/日(0.033-0.050mg/kg 体重/日), 每日一次, 皮下注射	推荐剂量为 0.2mg/kg/次, 每周给药 1 次, 皮下注射
代表品规		5.0mg	10IU/3.7mg	30IU/10mg	54IU/9mg
28 天用量/mg (按体重 30kg 计)		16.8	46.62	42	24
2025 年中 标价	中标价/元	5.0mg: 1798	2.5IU/0.85mg: 20.72 4.0IU/1.33mg/: 29.69 4.5IU/1.7mg: 32.49 10IU/3.7mg: 59.89	15IU/5mg: 553.14 30IU/10mg: 1031	27IU/4.5mg: 2058.82 54IU/9.0mg: 3500
	年费用/元 (按最大品规折算)	78752	9837	56447	121667
26 年医保 目录价格	中标价/元	506.00元(预充式: 2.5mg(0.35ml)/支); 580.29元(预充式: 3.0mg(0.35ml)/支); 651.72元(预充式: 3.5mg(0.35ml)/支); 853.20元(预充式: 5.0mg(0.5ml)/支); 418.11元(西林瓶式: 2.0mg(0.5ml)/瓶)	-	-	27IU/4.5mg: 529.41 54IU/9.0mg: 900
	年费用/元 (按最大品规折算)	37370	-	-	31286

来源: insight, 益佩生说明书, 赛增、金赛增说明书, 国金证券研究所

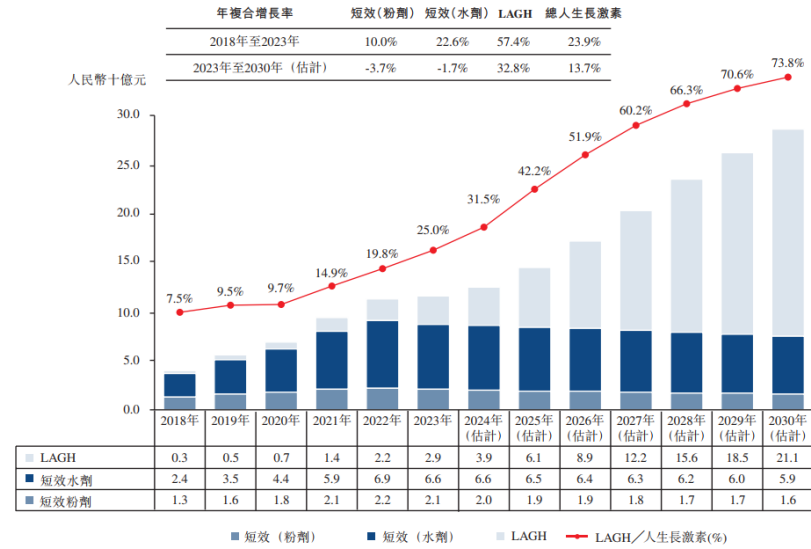
公司怡培生长激素注射液(益佩生)和金赛药业的金培生长激素注射液(金赛增)纳入医



保后，价格均较纳入医保前更加普惠，年化治疗费用已低于短效水针（参考 2025 年中标价）。

图表14：剂型升级将是后续生长激素市场规模增长主要驱动因素

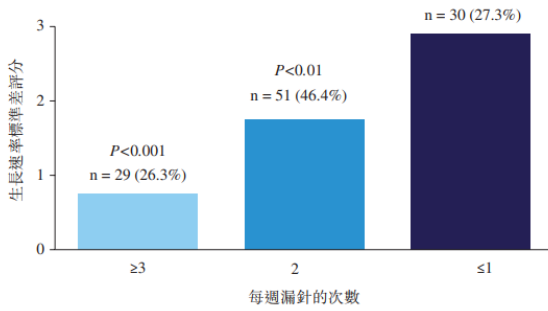
中國按劑型劃分的人生長激素市場規模明細（2018年至2030年（估計））\*



来源：沙利文，国金证券研究所

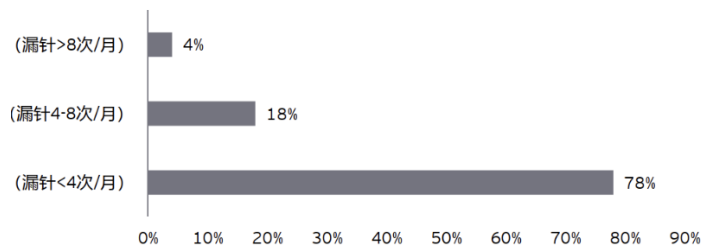
存量市场仍以短效制剂为主。根据沙利文，2024 年我国生长激素市场规模约 125 亿元，其中短效水剂/粉剂市场规模合计约 86 亿元，仍占多数份额。

图表15：漏针次数显著影响生长速率



来源：维昇药业招股书，国金证券研究所

图表16：我国短效生长激素使用患者约 22%每月漏针 4 次以上



来源：《中国儿童生长激素使用情况研究》白皮书，国金证券研究所

长效生长激素较短效制剂依从性优势显著。我国已上市生长激素疗法包括短效粉剂、短效水剂和长效水剂等不同剂型，其中短效制剂需每日注射，长效制剂需每周注射。短效日制剂注射次数高（365 次/年），患儿心理负担重，同时增加注射感染和断针风险及由此导致的额外费用。此外短效制剂漏针现象较普遍，漏针将直接影响疗效。

价格及依从性优势有望加速生长激素长效剂型占比提升。根据沙利文，此前我国长效生长激素的市场规模占比仅 30%左右（2024 年），考虑到此次医保谈判前长效生长激素年使用费用大幅高于短效制剂，按照使用患者人数口径测算，长效制剂的市占率仅 10%左右。本次金赛增与益佩生两款长效生长激素纳入医保后，未来长效制剂渗透率有望加速提升。

✚ 价格倒挂，长效性价比凸显：医保谈判价格落地后，长效制剂的治疗费用已低于短效制剂，生长激素市场的“长效替代”逻辑已从“消费升级”转变为“普惠选择”，生长激素市场结构有望加速重塑

✚ 依从性决定终局：生长激素一般治疗周期较长，儿童用药依从性是影响治疗效果的重要因素，长效制剂将注射频率从 365 次/年降至 52 次/年，显著减轻了注射负担。益佩生差异化特点明显，有望贡献显著业绩增量



**益佩生差异化特点明显，有望贡献显著业绩增量**

产品端上，益佩生差异化特点明显，主要差异化集中在：全球独创的 Y 型 PEG 修饰技术、真核毕赤酵母表达体系、去防腐剂纯净配方以及物联网数字化给药系统等方面，未来有望为公司贡献显著业绩增量

**(1) 创新长效化技术：起始剂量全球最低，降低不良反应风险**

益佩生是治疗用生物制品国家 1 类新药，采用全球独创的 Y 型 40kD 聚乙二醇 (PEG) 长效修饰技术，延长半衰期的同时提高了生物学活性。

药代动力学优化：Y 型分支结构在分子层面显著优化了流体力学体积，形成了较强的“空间位阻”效应，有效阻挡了肾小球的滤过和蛋白酶的降解，显著延长了药物在体内的循环半衰期（半衰期长达约 100 小时，高于其他长效生长激素）。

结构稳定性强：在分子稳定性上，相较于 U 型聚乙二醇结构支链链接所采用的酯键，Y 型聚乙二醇结构的支链通过酰胺键和 C-N 键与母链链接，支链不易水解脱落，有利于药品存储、运输以及使用过程中的稳定性。

优化修饰位点：在修饰位点的选择上，通过优化选择非 N-末端位点为主的修饰组分，提高了生物学比活性。

剂量优势：更高的生物活性意味着在达到同等疗效的前提下，益佩生可以使用更低的给药剂量 (0.14mg/kg/w，在长效生长激素中起始剂量最低)，降低了患者的代谢负担。

**(2) 工艺迭代升级：真核表达系统，不产生抗药及中和抗体**

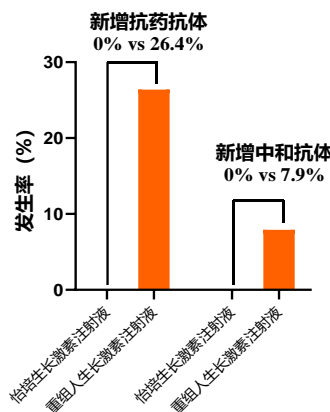
图表17：已商业化长效生长激素品种工艺特性及免疫原性数据

公司	特宝生物	长春高新	Ascendis Pharma	诺和诺德
产品	益佩生	金赛增	SKYTROFA	Sogroya
表达系统	真核	原核	原核	原核
宿主细胞	毕赤酵母	E coli	E coli	E coli
免疫原性	PGHD：儿童患者经52周治疗后，抗药抗体为0，中和抗体为0	PGHD：25周，抗药抗体为0，中和抗体未检测 ISS：5名受试者在第26周后出现抗药物抗体，1名受试者在第52周出现抗药物抗体	PGHD：52周，抗药抗体为6.7%，中和抗体为0	PGHD：56名（12.1%）在接受SOGROYA治疗后的主要治疗期内检测到了结合抗体；未检测到中和抗体

来源：益佩生说明书，European Journal of Endocrinology, SKYTROFA、Sogroya FDA label 文件，J Clin Endocrinol Metab, 国金证券研究所

益佩生是中国首款采用酵母细胞表达生产的长效生长激素。酵母蛋白表达系统兼具原核系统的遗传操作简便性与真核系统的翻译后修饰能力，以酿酒酵母和毕赤酵母为代表的宿主细胞，不仅能够实现蛋白的正确折叠、糖基化修饰及分泌表达，还在需要特定翻译后修饰的复杂蛋白生产中展现独特优势。与细菌表达系统相比，酵母系统在保持快速生长和低培养成本的同时，显著提升了目标蛋白的可溶性与功能活性。

图表18：益佩生相较于重组人生长激素注射液诺泽不产生抗药抗体及中和抗体





来源：益佩生医保申报材料，国金证券研究所

临床数据显示，益佩生治疗 52 周的抗药抗体 (ADA) 检出率为 0，对于需要长期注射的儿童而言，低免疫原性意味着更少的过敏反应风险和更稳定的长期疗效，为儿童的长期治疗提供更稳的有效性与安全性保障。

**(3) 不含防腐剂及枸橼酸盐，降低不良反应风险并提升治疗依从性**

无防腐剂：益佩生采用“单剂量”包装设计，不含防腐剂（苯酚），能降低不良反应发生风险。

剔除刺激疼痛成分：枸橼酸盐（柠檬酸盐）是常见的缓冲液成分，但其易引起注射部位的剧烈疼痛，益佩生不含枸橼酸盐，源头上降低了注射痛感，提升治疗依从性。

**(4) 采用“次抛+隐针”的一体式药仓设计，提升用药依从性**

图表19：“次抛+隐针”的一体式药仓设计提升治疗依从性

次抛型药仓



来源：益佩生配套注射器说明书，国金证券研究所

无菌保障：益佩生的“次抛”设计（单次剂量预充），未采用多次使用卡式瓶，避免存在反复穿刺带来的污染风险。

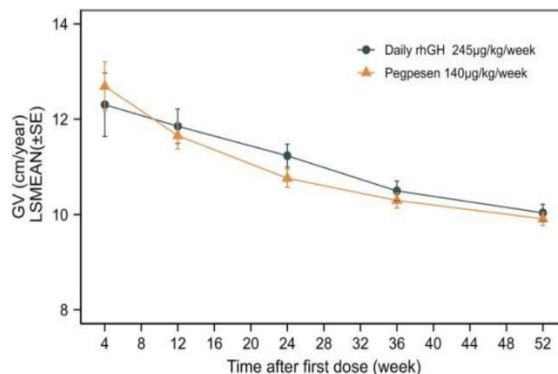
操作零门槛：无需配液、无需安装卡式瓶、无需安装针头、无需调节复杂刻度。可便捷操作的同时可避免因操作不规范导致的给药偏差。

“隐针”设计：儿童对针头的视觉恐惧是依从性差的重要原因。益佩生采用了“全程隐针”设计，注射全程针头不可见，缓解患儿和家长的紧张情绪，提高治疗过程的依从性。

**(5) 疗效和安全性的权威临床实证**

益佩生的 2 期和 3 期临床研究均与现在的国际金标准诺泽 (Norditropin/重组人生长激素注射液) 头对头对照，在治疗 52 周时的年化生长速率分别为 9.910 cm/年和 10.037 cm/年，疗效上非劣于重组人生长激素注射液“诺泽”。同时，安全性与重组人生长激素注射液“诺泽”相当，未报告常见不良反应。

图表20：益佩生治疗 52 周年化市占率非劣于进口重组人生长激素注射液诺泽





来源: The Journal of Clinical Endocrinology & Metabolism, 国金证券研究所

头对头临床研究证实, 益佩生具有良好安全性和耐受性, 已观察的不良反应发生率均低于10%。严重程度基本为轻度至中度, 且通常不需要治疗或者在药物干预后缓解, 不影响患者的治疗。

图表21: 部分已商业化长效生长激素品种安全性数据

公司	特宝生物	长春高新	Ascendis Pharma	诺和诺德
产品	怡培生长激素	金培生长激素注射液	SKYTROFA®	Sogroya®
安全性数据	<ul style="list-style-type: none"> <li>未报告十分常见(&gt;10%)的不良反应</li> <li>最常报告的不良反应包括: 注射部位各种反应(9.6%)、丙氨酸氨基转移酶升高(1.1%)、天门冬氨酸氨基转移酶升高(1.1%)、关节痛(1.1%)、血促甲状腺激素升高(0.8%)、皮疹(0.8%)和眼睑水肿(0.8%)等。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>十分常见(&gt;10%): 在用药初期, 少数患者或许会有一过性外周水肿现象发生, 如眼睑、手脚水肿</li> <li>在用药过程中, 部分患者或许会出现亚临床甲状腺功能低下, 表现为单纯性总 T4 降低, 有时伴有 TSH 增高。</li> <li>偶见(0.1%~1%, 含 0.1%): 极少数患者或许会有注射部位反应、一过性关节肿痛和一过性胰岛素升高。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>日制剂 vs 周制剂 SKYTROFA</li> <li>病毒感染 6 (11%) 16 (15%)</li> <li>发热 5 (9%) 16 (15%)</li> <li>咳嗽 4 (7%) 11 (11%)</li> <li>恶心和呕吐 4 (7%) 11 (11%)</li> <li>出血 1 (2%) 7 (7%)</li> <li>腹泻 3 (5%) 6 (6%)</li> <li>腹痛 2 (4%) 6 (6%)</li> <li>关节痛和关节炎 1 (2%) 6 (6%)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>日制剂 vs 周制剂 Sogroya®</li> <li>鼻咽炎 16.2% 16.7%</li> <li>头痛 8.8% 12.1%</li> <li>发热 11.8% 9.15%</li> <li>四肢疼痛 2.9% 9.8%</li> <li>注射部位反应 5.9% 6.1%</li> <li>腹泻 5.9% 4.5%</li> <li>恶心/呕吐 5.9% 4.5%</li> <li>支气管炎 7.4% 3%</li> </ul>

来源: 益佩生说明书, 金赛增说明书, SKYTROFA、Sogroya FDA Label 文件, 国金证券研究所

### (6) 构建数字化医疗生态系统, 显著提升质量管理准确性

配套注射笔可同步记录至微信小程序, 显著提升治疗管理准确性。

益佩生配套的“愈适达”: 物联网智能注射笔, 与预充式包装的益佩生药仓配合使用, 用于皮下注射药液。

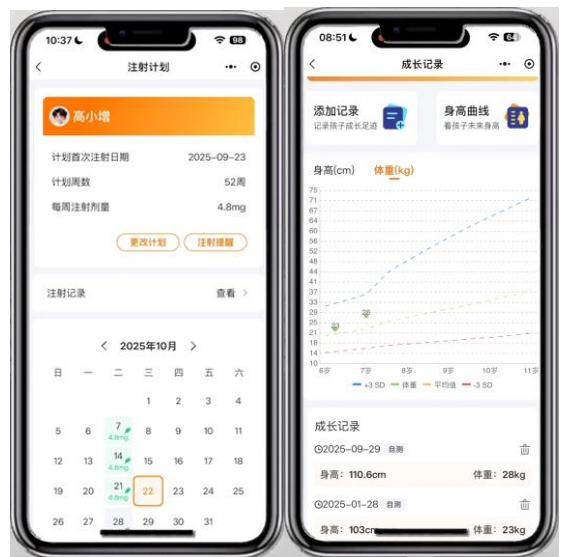
芯片植入与智能识别: 每支药品均内置芯片和唯一 ID 编码, 当药品装入“愈适达”注射笔时, 注射笔可智能识别药物规格、批次与剂量, 同时具有大屏显示和全程语音指导功能。

防错机制: 采用“触压式自动感应注射”, 系统会自动核对药品信息, 一旦发现过期或重复使用等异常, 立即通过语音预警, 保障注射安全规范。

数字化医疗生态系统: 注射过程将自动记录并可同步至微信小程序, 设置注射提醒与复查提醒, 避免漏打、重打, 便于精准的治疗管理。

图表22: 益佩生配套电子注射笔

图表23: 注射笔可连接手机愈适达小程序, 具备注射记录和提醒等多种功能



来源: 益佩生配套注射器说明书, 国金证券研究所

来源: 益佩生配套注射器操作指南, 国金证券研究所



## 研发：聚焦免疫及代谢，肝病、自免等领域有望持续突破，可转债助力创新加速

在现有产品外，针对慢性乙肝、肿瘤、代谢性相关疾病等重大疾病领域，公司积极探索多元创新机制、多产品组合协同解决疾病问题的综合方案，为客户提供更多元化、更有效的治疗选择。

公司在小核酸药物、抗体药物、mRNA 疫苗以及基因治疗等创新药物及治疗领域进行了深度布局，多款具备突破性潜力的差异化创新药物处于临床或临床前阶段。未来期间，公司将继续针对重大疾病领域，探索多元创新机制，多产品组合协同解决疾病问题的综合方案，为客户提供更多元化、更有效的治疗选择。

图表24：公司可转债公告相关要点内容

发行概况	<ul style="list-style-type: none"> <li>□ 募集资金金额：总额不超过人民币 153,326.69 万元（含本数）</li> <li>□ 债券期限：自发行之日起 6 年</li> <li>□ 初始转股价格确定依据：不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价</li> <li>□ 转股价格向下修正条款：在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东会表决</li> <li>□ 赎回条款：1) 转股期内，如果公司 A 股股票在连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%（含130%）；2) 当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时。</li> <li>□ 回售条款：在最后两个计息年度，如果公司A股股票在任何连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价的70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的全部或部分可转换公司债券按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。</li> </ul>
募集资金用途	<ul style="list-style-type: none"> <li>□ 新药研发项目：67,059.03万元</li> <li>□ 生物技术创新融合中心建设项目：46,191.96万元</li> <li>□ 特宝生物创新药物生产改扩建项目-产线建设：40,075.70万元</li> </ul>
新药研发项目	<ul style="list-style-type: none"> <li>□ 派格宾（干扰素）：拟继续推进原发性血小板增多症（ET）新增适应症临床研究</li> <li>□ 益佩生（生长激素）：拟进一步开展包括特发性身材矮小（ISS）、小于胎龄儿（SGA）、特纳综合征（TS）在内的儿童矮小症，以及成人生长激素缺乏症（AGHD）等新增适应症临床研究</li> <li>□ 乙肝联合药物治疗：公司研发管线包括了 ACT201、ACT400、ACT560等创新品种，并已在上述领域取得了显著进展。上述品种使用反义寡核苷酸（ASO）、mRNA 疫苗、全新机制免疫调节剂等创新机制或全新靶点，通过直接靶向病毒并干扰 HBV 病毒的复制过程或激发人体免疫系统反应，有望实现更好的抑制病毒复制或激活免疫的疗效</li> <li>□ 自免：拟推进创新药物 ACT100 的研发工作，该药物靶向 BDCA2 靶点，可精准靶向浆细胞样树突状细胞（pDC）这一 SLE 发病机制中的关键上游调控细胞</li> <li>□ MASH：拟推进创新药物 ACT500的研发工作。该药物通过选择性地结合 MASH 发病过程中异常升高的 pRXR α靶点并抑制其活性</li> </ul>
部分新药进度	<ul style="list-style-type: none"> <li>□ ACT201（ASO）、ACT560（新机制免疫调节剂）已完成候选化合物筛选、非临床药效探索等临床前研究</li> <li>□ ACT400（mRNA疫苗）目前处于药物和递送系统的进一步筛选阶段</li> <li>□ ACT100（BDCA2）已递交 IND 申请</li> <li>□ ACT500 已完成健康人群 I 期临床</li> </ul>

来源：特宝生物，国金证券研究所

2026 年 1 月 26 日，公司发布了发行可转换债券预案，募投项目总金额 17.50 亿元，其中计划公开发行人可转债融资 15.33 亿元，用于新药研发项目、生物技术创新融合中心建设项目和特宝生物创新药物生产改扩建项目-产线建设三个项目。新药研发项目是本次可转债的主要项目，总计划投资 8.59 亿元。

新药研发项目主要围绕现有核心产品适应症拓展与创新药物研发两大方向：

①在现有核心产品适应症拓展方面，公司拟推进已上市品种派格宾及益佩生新增适应症的临床试验，包括开展派格宾新增原发性血小板增多症（ET）适应症的临床试验以及益佩生新增特发性矮身材（ISS）、小于胎龄儿（SGA）、特纳综合征（TS）及成人生长激素缺乏症（AGHD）适应症的临床试验；

②在创新药物研发方面，公司拟将募集资金用于加速推进慢性乙型肝炎、自身免疫系统疾病、代谢功能障碍相关脂肪性肝炎（MASH）等免疫、代谢重大疾病领域创新药物的研发，包括围绕慢乙肝临床治愈的 ACT201、ACT400、ACT560 品种、针对自免的 ACT100 品种，针对 MASH 的 ACT500。

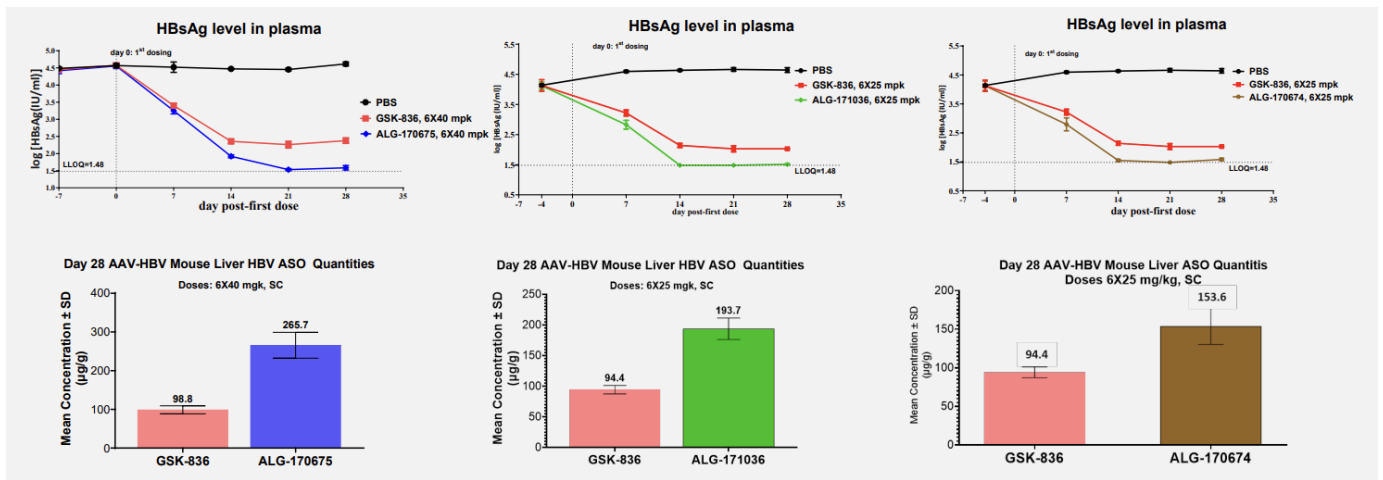
再融资的推出，将进一步加速公司创新品种研发进度，增厚公司在免疫和代谢领域的市场影响力，巩固慢性乙肝临床治愈领导地位。

### 小核酸：与 Aligos 联合开发同类最佳 ASO 药物，临床前数据亮眼

2023 年 5 月 11 日，公司与 Aligos Therapeutics, Inc. 签署了一项利用核酸技术治疗肝炎的研究合作与开发协议，公司从 Aligos 获得在中国区域（包括中国大陆、香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾地区）对该核酸技术进行开发和商业化的独家选择权。公司就协议项下的合作研发和技术许可向 Aligos 支付预付款和研究合作资金共计 700 万美元，并分阶段支付基于许可技术的产品开发、上市销售里程碑费用（最高不超过 1.09 亿美元）以及按净销售额的一定比例计算的特许权使用费。



图表25: 在 AAV-HBV 小鼠模型中, 三种先导化合物对 HBsAg 的抑制活性均优于 GSK836



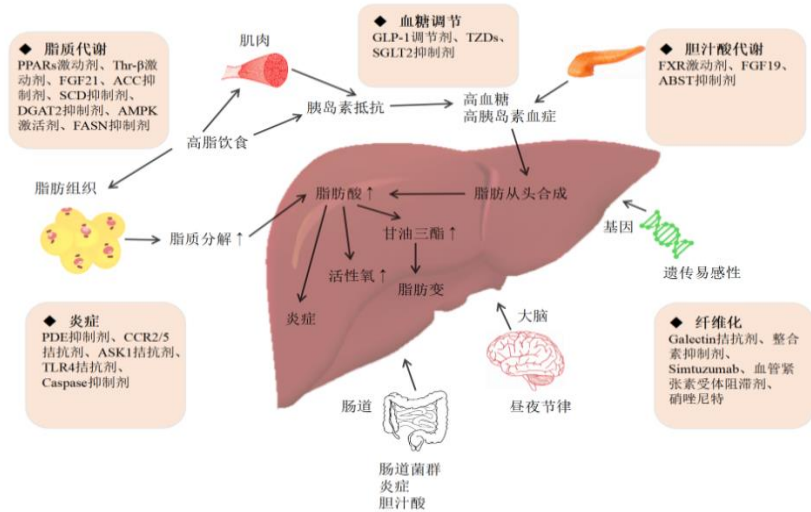
来源: aligos, 国金证券研究所

Aligos 在 AASLD2025 上披露了与特宝生物联合开发的同类最佳 ASO——ALG-170675 和 ALG-171036 的最新临床进展, 其中, 在 AAV-HBV 小鼠模型中, 三种先导化合物对 HBsAg 的抑制活性及肝脏药物暴露水平均高于 GSK836。此外, 临床前数据显示出相比 GSK836 具有相似的 TLR8 激动活性以及更低的脱靶毒性, 具有 BIC 潜力。

**MASH: 积极引进潜力早研管线, 多通路协同推进**

代谢功能障碍相关性脂肪性肝炎(MASH)是一种严重的进行性代谢性疾病, 主要累及肝脏, 若不及时治疗可能致命。全球超过 2.5 亿人患有 MASH, 预计到 2030 年, 处于疾病晚期的患者人数将翻一番。在目前超重或肥胖的人群中, 超过三分之一的人同时患有 MASH。MASH 患者在疾病早期通常几乎没有或完全没有特异性症状, 这往往导致诊断延迟。与普通人群相比, MASH 患者发展为晚期肝病(包括肝癌)的风险更高。

图表26: 炎症、肥胖、2型糖尿病等多重因素均被认为在 MAFLD 的发展中起关键作用

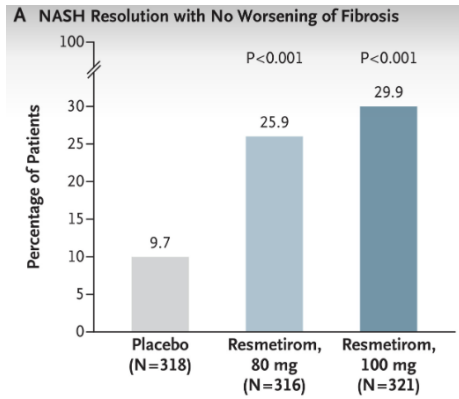


来源: 国际肝病, 国金证券研究所

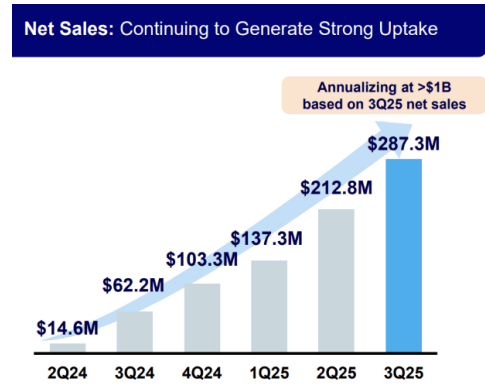
MASH 在研药物主要针对代谢、炎症及纤维化, 已上市药物有限且疗效仍有较大提升空间。胰岛素抵抗 (IR)、氧化应激、炎症、肥胖、代谢综合征、2 型糖尿病、脂肪组织分泌的激素、肠道微生物和表观遗传等在内的所有因素均被认为在 MAFLD 的发生和发展中起着关键作用; 在目前 MAFLD 的药物研发中, 通常针对脂质代谢、炎症或纤维化等途径选择相应的治疗靶点。FDA 已批准 Resmetirom 和司美格鲁肽用于治疗 MASH。



图表27: Resmetirom 实现 NASH 缓解且纤维化未恶化



图表28: Resmetirom 25Q3 销售额接近 3 亿美元

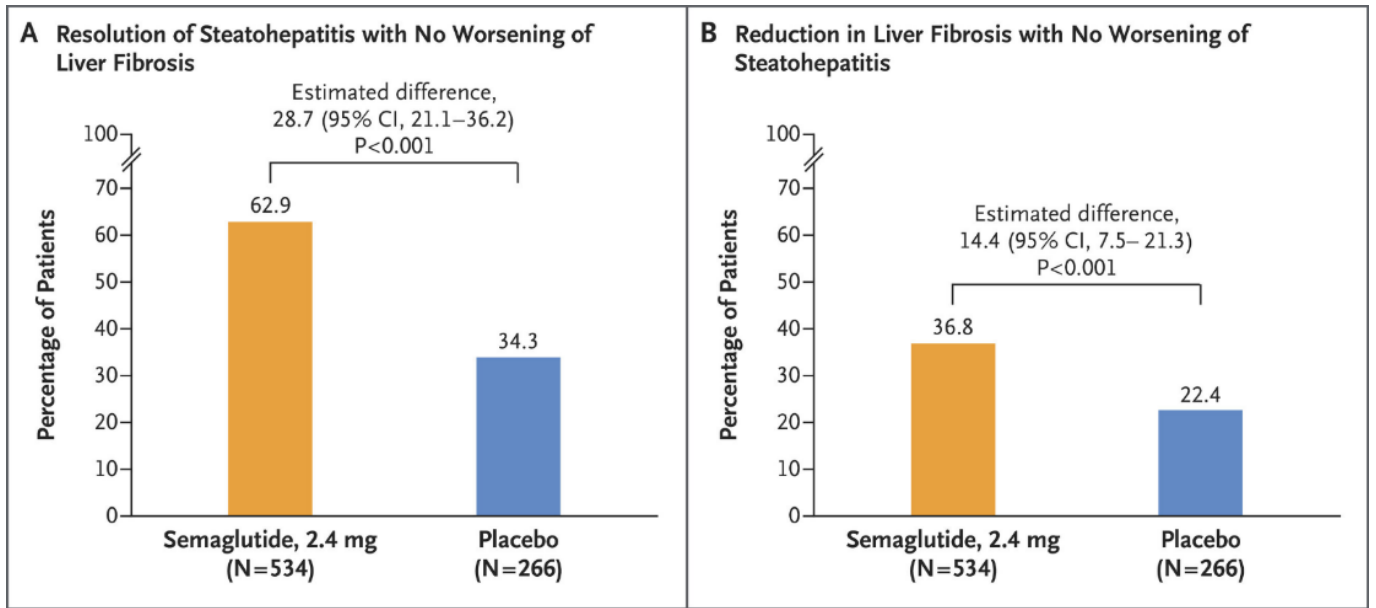


来源: Madrigal, 国金证券研究所

来源: Madrigal, 国金证券研究所

2024 年 3 月, FDA 加速批准 Rezdiffra (resmetirom) 联合饮食和运动疗法用于治疗非酒精性脂肪性肝炎患有中度至重度肝纤维化(符合 F2 至 F3 期纤维化)的成人患者。加速批准基于 MAESTRO-3 期临床试验的结果,非酒精性脂肪性肝炎经过 52 周的治疗,Rezdiffra 的 100 毫克剂量和 80 毫克剂量在两个主要终点上均显示出与安慰剂相比具有统计学意义的显著改善:非酒精性脂肪性肝炎缓解(包括非酒精性脂肪性肝病活动评分降低 $\geq 2$ 分),且纤维化未恶化;以及纤维化至少改善一个阶段,且 NAFLD 活动评分未恶化。

司美格鲁肽 (2.4mg) 72 周 36.8% 的肝纤维化得到改善,且未出现脂肪性肝炎恶化



来源: NEJM, 国金证券研究所

2025 年 8 月, FDA 批准 Wegovy® (司美格鲁肽/2.4 毫克) 新增适应症,用于治疗中度至重度肝纤维化(符合 F2-F3 期纤维化)成人患者的非肝硬化代谢功能障碍相关性脂肪性肝炎 (MASH), 并需配合减少热量的饮食和增加体育锻炼。

ESSENCE 研究的临床数据显示,在第 72 周,接受 Wegovy® 治疗的患者中有 36.8% 的肝纤维化得到改善,且未出现脂肪性肝炎恶化,而安慰剂组的这一比例为 22.4%。接受 Wegovy® 治疗的患者中有 62.9% 的脂肪性肝炎得到缓解,且未出现肝纤维化恶化,而安慰剂组的这一比例为 34.3%。



图表29：公司在肝脂肪代谢领域持续推动对外合作



来源：特宝生物，国金证券研究所

MASH 领域的相关药物研发相对缓慢，国内目前尚未有获批的 MASH 治疗药物，部分在研药物在长期获益、晚期肝纤维化改善等方面仍存在较大局限性，在 MASH 领域，存在较大未被满足的临床需求。

**公司就 MASH 适应症已引进 2 款早研管线。**2023 年 12 月 6 日，公司与苏州康宁杰瑞生物科技有限公司签署了《独占许可协议》。根据许可协议，公司获得苏州康宁杰瑞一款生物制剂产的永久独占许可权利，在区域内及领域内(非酒精性脂肪肝领域的预防和/或治疗)，使用授权产品的相关知识产权进行开发、注册、委托生产及商业化销售。公司将向苏州康宁杰瑞支付最高不超过 3000 万元人民币的首付款，在产品上市后按进程支付最高不超过 4.6 亿元人民币的里程碑款以及按年净销售额的一定比例支付销售提成。2024 年 7 月 25 日，公司决定根据协议行使选择权，将 KN069 作为第一授权产品。

2024 年 9 月 20 日，公司与藤济（厦门）生物医药科技有限公司签署了《技术许可与开发合作协议》。根据协议约定，公司有偿获得藤济医药 NM6606 及相关知识产权，在中国（包括中国大陆、香港、澳门和台湾地区）开发、注册、商业化含有许可化合物且用于治疗肝脂肪代谢及肝纤维化相关疾病的任何品规和剂型的单药产品的独占许可。公司将在协议生效按约定向藤济医药支付 1000 万元人民币首付款，最高不超过 1.35 亿元人民币的开发及销售里程碑款，以及按年净销售额一定比例支付特许权使用费。

本次募投项目 ACT500 项目通过选择性地结合 MASH 发病过程中异常升高的 pRXR $\alpha$  靶点并抑制其活性，可能有效改善 MASH 患者组织病理学特征，延缓疾病向肝硬化和肝癌的进展，为临床 MASH 患者提供新的治疗选择。

**基因治疗：收购九天生物，探索多技术平台协同**

2025 年 2 月，公司全资子公司厦门伯赛基因转录技术有限公司与 Skyline Therapeutics Limited 及其股东代表 Skyline Therapeutics (US) Inc. 签署了《伯赛基因收购九天开曼部分资产的协议》。



图表30：九天生物在研管线进展

药物	研发阶段	药物类型/机理	适应症/疾病领域
SKG0106	I/II期	<ul style="list-style-type: none"> <li>SKG0106是一种创新的一次性玻璃体内递送腺相关病毒(AAV)基因疗法,目前正在开发用于治疗包括新型年龄相关性黄斑变性(nAMD)在内的严重眼科疾病。强大的临床前概念验证研究已验证SKG0106是一种安全有效的抗血管生成疗法,低剂量单次玻璃体内注射即可持久抑制新生血管病变,从而预防脉络膜或视网膜新生血管形成,并缓解视网膜水肿和血管渗漏。</li> </ul>	湿性年龄相关性黄斑变性、糖尿病黄斑水肿
SKG0201	I期	<ul style="list-style-type: none"> <li>SKG0201的创新设计旨在完全修复靶细胞中的SMN,并在中枢神经系统(CNS)中实现最大治疗效果,同时提供人类SMN1基因的功能性拷贝,以解决SMA的根本原因。在全面而严格的临床前研究中,SKG0201展现出强大的药效、中枢神经系统(CNS)的转导效率、靶组织中SMN的长期持久表达以及安全性,一次性低剂量静脉注射无肝毒性。</li> <li>SKG0201已获得中国国家药品监督管理局(NMPA)针对1型SMA的I期临床试验申请批准。</li> </ul>	脊髓性肌萎缩症
SKG1108	临床前	<ul style="list-style-type: none"> <li>SKG1108是一种光遗传学腺相关病毒(AAV)基因治疗载体,旨在恢复患有光感受器变性的视网膜色素变性(RP)患者的视力。</li> <li>该疗法将编码光激活蛋白的单链DNA有效载荷递送至视网膜,无需靶向特定的基因突变。通过生成新的光敏细胞,SKG1108旨在恢复晚期RP患者的视觉功能,无论其是否存在潜在的基因缺陷。</li> <li>SKG1108于2024年9月获得美国FDA孤儿药资格(ODD)</li> </ul>	视网膜色素变性
SKG1201	临床前	<ul style="list-style-type: none"> <li>通过创新的肝脏去靶向衣壳和完全优化的SMN表达盒,SKG1201在临床前模型中表现出改善生存和2型脊髓性肌萎缩症、3型脊髓性肌萎缩症的卓越功效,为II/III型SMA患者的潜在基因治疗候选药物</li> </ul>	2型脊髓性肌萎缩症、3型脊髓性肌萎缩症
SKG0702	临床前	<ul style="list-style-type: none"> <li>SKG0702利用一种由肝脏选择性启动子驱动、表达密码子优化的mini-ATP7b转基因的AAV载体,在体外和体内研究中均表现出优异的肝细胞转导能力。</li> <li>在Atp7b<sup>-/-</sup>小鼠中,SKG0702显著降低肝脏铜离子蓄积并实现高水平的mini-ATP7b表达;在非人灵长类动物中,与使用AAV5衣壳的载体相比,该载体在肝脏中实现了更广泛的生物分布和更高的转导率,为威尔逊病的治疗提供了有前景的基因治疗方案,并具有优于传统疗法的潜在临床益处</li> </ul>	肝豆状核变性
SKG0301	临床前	-	II型糖原贮积病
SKG0402	临床前	-	法布雷病

来源: insight, 国金证券研究所

伯赛基因将以自有资金收购九天开曼部分资产,收购范围包括九天开曼及其下属公司的资产,不包含其下属公司 Skyline Therapeutics (US) Inc. 及其已取得的资产或权利。本次交易对价包含合并对价和附加合并对价,其中合并对价为 1500 万美元;附加合并对价为在协议约定条件满足时,由最高不超过 4300 万美元的开发和销售里程碑款,再许可提成和按年净销售额个位数百分比计算的销售提成构成,

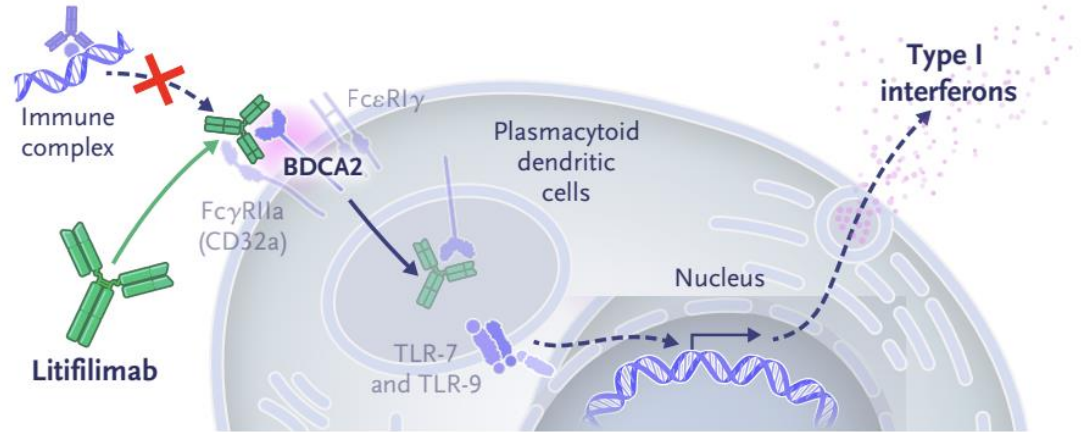
2025 年 7 月 29 日,本次交易完成交割,伯赛基因已根据协议约定在交割日当天支付首笔合并对价,九天开曼与伯赛基因在开曼设立的合并子公司已按照开曼群岛公司法的规定完成法定合并,九天开曼作为存续公司成为伯赛基因的全资子公司,纳入公司合并报表范围。公司将充分运用九天生物的技术平台和优势,结合公司自身技术积累,探索多技术平台协同解决疾病问题的综合方案,为患者提供更多治疗选择。

**自免: BDCA2 靶点竞争格局温和, ACT100 红斑狼疮 IND 获批**

2026 年 1 月 30 日,公司发布公告,公司于近日收到国家药品监督管理局核准签发的关于公司注射用 ACT100 系统性红斑狼疮适应症和皮肤型红斑狼疮适应症的《药物临床试验批准通知书》。



图表31: 抗体药物结合 BDCA2 可导致 I 型干扰素、细胞因子和趋化因子的产生下调



来源: NEJM, 国金证券研究所

注射用 ACT100 是一款人源化单克隆抗体,注册分类为治疗用生物制品 1 类,其靶向浆细胞样树突状细胞 (pDC) 表面的血液树突细胞抗原 2 (BDCA2),通过受体内化、抗体依赖的细胞毒性作用 (ADCC) 和补体依赖的细胞毒性作用 (CDC),抑制 I 型干扰素的产生和激活自身反应性免疫细胞。

红斑狼疮是一种慢性、反复迁延的自身免疫性疾病,根据病变部位可分为皮肤型红斑狼疮 (CLE) 和系统性红斑狼疮 (SLE),CLE 病变主要限于皮肤,SLE 病变可累及多脏器和多系统。公开文献显示,70%~80% 的 SLE 患者病程不同阶段会出现皮肤病变,而约 25% 的 CLE 可能发展为 SLE,出现皮肤外其他系统受累。2023 年我国 SLE 患者约为 70-100 万人,发病率逐年上升,传统治疗方案以激素、抗疟药及免疫抑制剂为主,存在临床缓解率低、长期用药副作用显著等痛点。

图表32: 全球 BDCA2 靶点竞争相对温和

研发机构	药品成分	全球最高状态	最高状态时间	靶点	适应症全球最高状态
渤健制药	Litifilimab	临床 III 期	2021-05-20	BDCA2	临床 III 期: 系统性红斑狼疮, 皮肤型红斑狼疮
映恩生物	DB-2304	临床 I/II 期	2024-10-03	BDCA2	临床 I/II 期: 系统性红斑狼疮, 皮肤型红斑狼疮
三生国健	SSGJ-626	临床 I/II 期	2025-09-01	BDCA2	临床 I/II 期: 系统性红斑狼疮 临床 I 期: 皮肤型红斑狼疮
倍特药业	HC022	临床 I 期	2024-10-22	BDCA2	临床 I 期: 系统性红斑狼疮, 皮肤型红斑狼疮 临床前: 肿瘤, 自身免疫性疾病
维立志博	LBL-047	临床 I 期	2025-12-04	APRIL   BAFF   BDCA2	临床 I 期: 系统性红斑狼疮 批准临床: 自身免疫性疾病
特宝生物	ACT100	批准临床	2026-01-30	BDCA2	批准临床: 皮肤型红斑狼疮, 系统性红斑狼疮
科兴生物	GB19	申请临床	2025-12-15	BDCA2	临床前: 红斑狼疮

来源: insight, 国金证券研究所

注射用 ACT100 药物靶向 BDCA2 靶点,通过“受体内化+ADCC/CDC”双重机制调控免疫反应,对比单一治疗机制药物,双重机制有望实现对异常免疫反应的“源头抑制+靶向清除”,从而提升疗效;同时,由于 BDCA2 是浆细胞样树突状细胞特异性标志物,相较于非特异性免疫抑制剂,注射用 ACT100 对正常免疫细胞的影响更小,能有效降低长期用药导致的感染风险,有望提升安全性。



## 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2025-2027 年年合计实现营业收入 36.65 亿、48.95 亿、61.43 亿元，同比增长 30.1%、33.5%、25.5%。

派格宾：公司长效干扰素目前仍处于市场独占期，竞争格局良好；乙肝表面抗原持续清除适应症已于 25 年 9 月获批，临床教育有望不断深入。预计 2025-2027 年实现营业收入 31.32 亿、39.15 亿、46.98 亿元，同比增长 28.0%、25.0%、20.0%。

血液肿瘤条线：公司已上市血液肿瘤条线药物包括特尔立、特尔津、特尔康及珮金等 4 款药物，其中除珮金外其余三款药物上市时间较早，收入体量整体稳定；珮金仍处于起量阶段，预计将带动血液肿瘤条线实现稳步增长。预计 2025-2027 年实现营业收入 4.07 亿、4.47 亿、4.83 亿元，同比增长 12.0%、10.0%、8.0%。

益佩生：公司长效生长激素产品差异化特点显著，上市后首年即纳入国家医保目录，商业化进展有望快速推进，预计 2025-2027 年分别实现收入 1.20 亿元、5.40 亿元、9.72 亿元。

图表 33：2025-2027 年公司收入及毛利率预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营收合计（百万元）	2100	2817.6	3665	4895	6143
YoY	37.5%	34.2%	30.1%	33.5%	25.5%
综合毛利率	93.3%	93.5%	93.2%	92.8%	92.5%
<b>派格宾</b>					
收入（百万元）	1790	2447	3132	3915	4698
YoY	54.2%	36.7%	28.0%	25.0%	20.0%
毛利率（%）	95.5%	96.2%	95.0%	95.0%	95.0%
收入占比（%）	85.2%	86.8%	85.4%	80.0%	76.5%
<b>血液肿瘤条线</b>					
收入（百万元）	303	363	407	447	483
YoY	-15.0%	19.9%	12.0%	10.0%	8.0%
毛利率（%）	81.0%	75.7%	74.0%	72.0%	70.0%
收入占比（%）	14.4%	12.9%	11.1%	9.1%	7.9%
<b>生长激素</b>					
收入（百万元）			120	540	972
YoY				350%	80%
毛利率（%）			85.0%	85.0%	85.0%
收入占比（%）	0.0%	0.0%	3.3%	11.0%	15.8%
<b>其他业务</b>					
收入（百万元）	8	8	8	8	8
YoY	-22.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	67.6%	75.8%	75.0%	75.0%	75.0%
收入占比（%）	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%

来源：ifind，国金证券研究所

研发费用率：2022-2024 年公司研发费用率分别为 9.8%、11.0%、10.5%，研发费用率整体呈稳定上升趋势；2025 年前三季度公司研发费用率为 11.27%，预计公司未来研发费用绝对金额将保持稳步提升，预计 25-27 年研发费用分别为 3.89 亿元、5.14 亿元、6.08 亿元；同时考虑到 25Q4 及后续生长激素商业化逐步起量，公司收入体量有望加速提升，预计研发费用率整体保持平稳，预计 25-27 年对应研发费用率分别为 10.6%、10.5%、9.9%。

销售费用率：2022-2024 年公司销售费用率分别为 46.1%、40.4%、39.5%，随收入体量上升而逐步下降。2025 年前三季度公司销售费用率为 40.7%，主要系新产品 6 月份开始商业化，三季度增量销售费用投放所致，未来随着公司持续推进市场推广工作，预计销售费用仍将逐步增加，预计 25-27 年公司销售费用分别为 14.5、19.3、24.0 亿元，销售费用率随收入体量增长维持稳步降低趋势，预计 25-27 年销售费用率为 39.5%、39.4%、39.0%。

管理费用率：2025 年前三季度公司管理费用率为 9.59%，综合考虑未来公司经营规模持续扩大、收入体量增加等因素，预计 2025-2027 年公司管理费用率分别为 9.4%、9.7%、9.5%。

选取同行业公司三生国健、甘李药业、长春高新作为可比公司，可比公司 2025-2027 年 PE 一致性预期均值分别为 22.2、36.7、31.9 倍，考虑到公司 2026 年为长效生长激素纳入医保目录后首个完整销售年度，存量核心品种长效干扰素仍处于快速增长期，预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 10.36、14.02、17.69 亿元，同比增速 25.21%、35.33%、26.14%。参考同行业可比公司估值水平，给予公司 26 年 27 倍 PE 估值，目标市值 379 亿元，目标价 92.74 元，给予“买入”评级。



图表34: 可比公司估值情况 (截至 2026/2/6)

代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					PE		
			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
603087.SH	甘李药业	392.73	3.40	6.15	11.34	14.55	17.56	34.64	26.99	22.36
000661.SZ	长春高新	368.25	45.32	25.83	21.19	22.96	25.17	17.38	16.04	14.63
688336.SH	三生国健	373.45	2.95	7.05	25.82	5.57	6.38	14.47	67.09	58.57
算术平均								22.16	36.71	31.86
中值								17.38	26.99	22.36
688278.SH	特宝生物	282.10	5.55	8.28	10.36	14.02	17.69	27.23	20.12	15.95

来源: Wind, 国金证券研究所



## 风险提示

**产品销售不及预期风险：**我国慢性乙肝诊疗率仍有较大提升空间，长效干扰素及未来创新疗法推广需要持续推动市场教育，存在产品销售不及预期风险。

**临床试验进度不及预期风险：**在研创新药物存在临床进度不及预期以及临床试验失败的风险。

**市场竞争加剧风险：**布局乙型肝炎治疗的企业较多，未来相关药物若顺利获批上市后可能加剧市场竞争。

**税收优惠政策变化风险：**公司作为增值税一般纳税人销售自产的生物制品增值税征收率为3%，若国家税收政策有所调整，将对未来经营业绩产生影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,527</b>	<b>2,100</b>	<b>2,817</b>	<b>3,665</b>	<b>4,895</b>	<b>6,143</b>
增长率		37.6%	34.1%	30.1%	33.5%	25.5%
主营业务成本	-169	-140	-184	-248	-334	-470
%销售收入	11.1%	6.7%	6.5%	6.8%	6.8%	7.7%
毛利	1,358	1,960	2,634	3,418	4,561	5,673
%销售收入	88.9%	93.3%	93.5%	93.2%	93.2%	92.3%
营业税金及附加	-8	-11	-14	-18	-24	-31
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-703	-849	-1,113	-1,448	-1,928	-2,396
%销售收入	46.1%	40.4%	39.5%	39.5%	39.4%	39.0%
管理费用	-138	-210	-278	-345	-475	-584
%销售收入	9.1%	10.0%	9.9%	9.4%	9.7%	9.5%
研发费用	-150	-230	-295	-389	-514	-608
%销售收入	9.8%	10.9%	10.5%	10.6%	10.5%	9.9%
息税前利润 (EBIT)	358	660	934	1,219	1,619	2,055
%销售收入	23.5%	31.4%	33.1%	33.2%	33.1%	33.4%
财务费用	4	5	2	5	12	23
%销售收入	-0.3%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	1	-13	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	3	1	0	0	0
投资收益	4	4	4	3	3	4
%税前利润	1.0%	0.6%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	407	681	971	1,262	1,671	2,120
营业利润率	26.7%	32.4%	34.5%	34.4%	34.1%	34.5%
营业外收支	-51	-40	-40	-31	-22	-34
税前利润	356	641	931	1,231	1,650	2,086
利润率	23.3%	30.5%	33.0%	33.6%	33.7%	34.0%
所得税	-69	-85	-103	-195	-247	-317
所得税率	19.4%	13.3%	11.1%	15.8%	15.0%	15.2%
净利润	287	555	828	1,036	1,402	1,769
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>287</b>	<b>555</b>	<b>828</b>	<b>1,036</b>	<b>1,402</b>	<b>1,769</b>
净利率	18.8%	26.4%	29.4%	28.3%	28.7%	28.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	287	555	828	1,036	1,402	1,769
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	49	81	97	144	174	215
非经营收益	-6	-15	-29	58	17	28
营运资金变动	33	-110	-465	-118	-35	-51
<b>经营活动现金净流</b>	<b>363</b>	<b>512</b>	<b>431</b>	<b>1,121</b>	<b>1,558</b>	<b>1,961</b>
资本开支	-219	-288	-251	-266	-272	-306
投资	-70	-17	-57	0	0	0
其他	0	0	0	3	3	4
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-289</b>	<b>-306</b>	<b>-309</b>	<b>-263</b>	<b>-269</b>	<b>-302</b>
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-10	0	0	13	0	0
其他	-48	-93	-173	-326	-407	-488
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-58</b>	<b>-93</b>	<b>-173</b>	<b>-313</b>	<b>-407</b>	<b>-489</b>
<b>现金净流量</b>	<b>15</b>	<b>112</b>	<b>-51</b>	<b>545</b>	<b>883</b>	<b>1,170</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	301	413	372	916	1,798	2,968
应收款项	243	459	831	933	1,045	1,143
存货	130	187	264	319	384	490
其他流动资产	281	281	361	331	341	357
流动资产	956	1,340	1,827	2,499	3,568	4,958
%总资产	54.0%	56.9%	59.9%	65.4%	71.8%	77.3%
长期投资	0	37	57	57	57	57
固定资产	380	482	678	716	748	767
%总资产	21.5%	20.5%	22.2%	18.7%	15.1%	12.0%
无形资产	351	368	392	437	481	520
非流动资产	814	1,016	1,223	1,321	1,400	1,459
%总资产	46.0%	43.1%	40.1%	34.6%	28.2%	22.7%
<b>资产总计</b>	<b>1,770</b>	<b>2,356</b>	<b>3,050</b>	<b>3,820</b>	<b>4,968</b>	<b>6,417</b>
短期借款	4	4	6	4	5	5
应付款项	107	77	103	139	196	274
其他流动负债	157	322	311	298	373	444
流动负债	268	404	421	441	574	722
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	94	76	76	116	135	154
负债	362	480	497	556	708	877
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,408</b>	<b>1,876</b>	<b>2,553</b>	<b>3,264</b>	<b>4,260</b>	<b>5,540</b>
其中：股本	407	407	407	407	407	407
未分配利润	531	955	1,550	2,261	3,257	4,538
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,770</b>	<b>2,356</b>	<b>3,050</b>	<b>3,820</b>	<b>4,968</b>	<b>6,417</b>

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.706	1.365	2.034	2.539	3.436	4.334
每股净资产	3.460	4.613	6.277	7.996	10.435	13.573
每股经营现金净流	0.893	1.259	1.059	2.755	3.831	4.821
每股股利	0.210	0.410	0.620	0.800	1.000	1.200
<b>回报率</b>						
净资产收益率	20.39%	29.60%	32.41%	31.75%	32.92%	31.93%
总资产收益率	16.22%	23.58%	27.13%	27.12%	28.23%	27.57%
投入资本收益率	20.26%	30.42%	32.42%	31.32%	32.22%	31.37%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	34.86%	37.55%	34.13%	30.11%	33.54%	25.51%
EBIT 增长率	63.58%	84.11%	41.47%	30.52%	32.90%	26.88%
净利润增长率	58.40%	93.52%	49.00%	25.21%	35.33%	26.14%
总资产增长率	24.27%	33.12%	29.47%	25.23%	30.04%	29.17%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	48.2	56.9	78.3	80.0	65.0	55.0
存货周转天数	265.5	412.7	448.1	470.0	420.0	380.0
应付账款周转天数	147.3	179.8	100.2	140.0	140.0	140.0
固定资产周转天数	58.3	51.9	64.3	49.3	36.7	28.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-40.34%	-35.49%	-25.70%	-36.82%	-48.91%	-58.72%
EBIT 利息保障倍数	-85.8	-137.2	-429.2	-224.3	-130.5	-90.9
资产负债率	20.47%	20.36%	16.30%	14.56%	14.25%	13.66%

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	1	3	6	10	32
增持	1	1	2	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.25	1.25	1.33	1.00

来源：聚源数据

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: 北京市东城区建国内大街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