

特宝生物（688278）深度报告——

乙肝临床治愈独家龙头，长效生长激素开启第二增长曲线

证券分析师：程晓东

分析师登记编号：S1190511050002

证券分析师：李忠华

一般证券业务登记编号：S1190524090001

报告摘要

核心结论：特宝生物凭借独家PEG长效化技术，坐拥乙肝临床治愈赛道独家垄断的派格宾与医保加持的长效生长激素益佩生，成功打造双增长引擎，业绩高增确定性强，是少有的“**垄断基本盘稳固、第二增长曲线清晰、技术平台持续赋能**”的高成长优质标的。

一、核心单品派格宾：乙肝临床治愈独家基石，增长空间广阔且确定性极强。派格宾是国内目前唯一在售的长效干扰素，为国家I类新药，也是全球首个获批乙肝HBsAg持续清除适应症的药物，在乙肝临床治愈路径中具备不可替代的基石地位。随着乙肝新药的不断上市，更多的乙肝患者会变为派格宾治疗的优势群体，集采落地后价格体系高度稳定，渗透率持续提升。

二、第二增长曲线益佩生：长效生长激素医保落地，开启放量周期。公司自主研发的长效生长激素益佩生于2025年5月获批上市，同年顺利纳入国家医保目录，是国内第二款获批的国产长效生长激素。益佩生在产物均一性、安全性、用药便利性、储存条件、医保价格等方面具备显著差异化优势，有望迅速成为公司的第二增长曲线。

三、管线矩阵完善，技术平台持续赋能长期发展：公司血液肿瘤板块形成稳定现金牛基本盘，长效升白药珮金上市后快速放量，市占率跻身行业前列；特尔立、特尔津、特尔康三款经典产品收入稳定，为公司提供持续现金流。同时，公司依托PEG长效化核心技术平台，布局了长效促红素、脂肪肝治疗、乙肝创新药、抗肿瘤等多个在研项目，管线梯队完善，为长期成长持续赋能。

四、盈利预测：我们看好派格宾作为乙肝临床治愈基石药物的长期增长空间，公司新品益佩生作为新一代的长效生长激素，在医保加持下有望迅速成为公司第二增长曲线，**我们预计公司2025-2027年的营收分别为36.96亿、49.89亿、64.86亿，归母净利润分别为10.67亿、14.65亿、19.22亿，首次覆盖给予“买入”评级。**

风险提示：研发创新不及预期、产品集采降价、市场推广不及预期等。

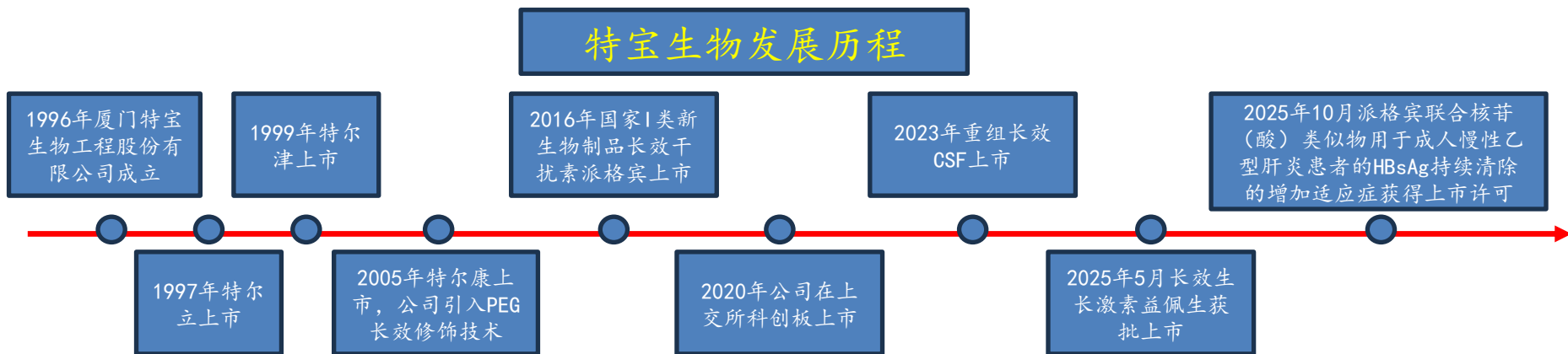
目录

- 1、特宝生物简介
- 2、产品管线分析
- 3、盈利预测及估值

1、特宝生物简介

1.1 公司发展历程

图表1：公司发展过程中的重大事件



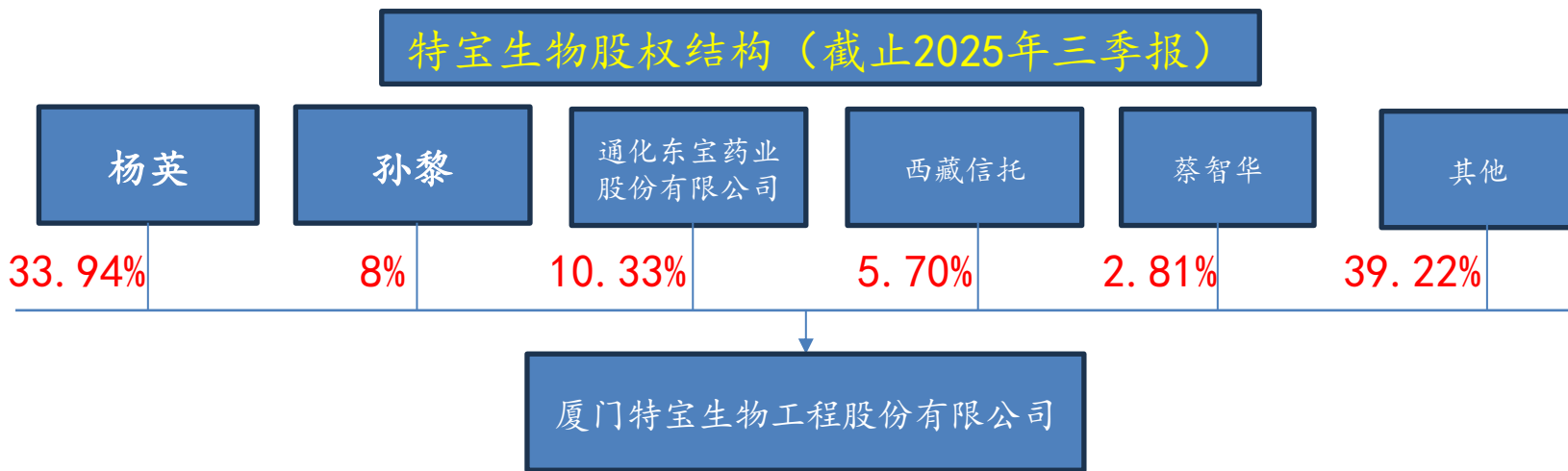
资料来源：公司网站，太平洋证券

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(股票代码：688278)。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，为肝病、肿瘤、代谢性相关疾病等治疗领域提供更优解决方案。

1、特宝生物简介

1.2 公司股权结构

图表2：公司股权结构



资料来源：公司年报，太平洋证券

公司股权集中：公司的实控人为孙黎先生和杨英女士，两人系亲家关系且已签署一致行动人协议，利益高度绑定，目前合计持股**41.94%**。孙黎先生为特宝生物的共同创始人之一，现任公司董事长，是特宝生物技术带头人，也是公司日常经营管理的核心。除董事会秘书以外的高级管理人员均由孙黎先生提名，由董事会任命。

1、特宝生物简介

1.3 公司已上市产品

图表3：公司已上市销售的产品

产品名称	有效成分	适应症
派格宾	聚乙二醇干扰素 α -2b注射液	主要用于病毒性肝炎的治疗，具有抑制病毒复制和增强免疫的双重作用，是首个获批联合核苷（酸）类似物用于成人慢性乙型肝炎患者的HBsAg持续清除适应症的药品
益佩生	怡培生长激素注射液	本品适用于治疗3岁及以上儿童的生长激素缺乏症所致的生长缓慢
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。本品不用于造血干细胞移植的外周血祖细胞的动员
特尔立	注射用人粒细胞巨噬细胞刺激因子	主要用于：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以及④使感染引起的中性粒细胞减少的恢复加快。
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
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

资料来源：公司网站，太平洋证券

1、特宝生物简介

1.4 PEG修饰长效化

图表4：派格宾、益佩生及珮金产品图片



资料来源：公司网站，太平洋证券

PEG修饰：特宝生物专注于重组蛋白质药物及其长效化修饰领域，重组蛋白经PEG化后一方面不容易被人体代谢，提高药物半衰期，延长给药时间；另一方面能够减弱机体对药物的免疫反应，提高药物安全性。特宝生物的PEG修饰技术能够：1) 选择合适修饰位点；2) 提高修饰产物均一性；3) 利用独特的检测技术保持产物的批件一致性。

1、特宝生物简介

1.4 PEG修饰长效化

图表5：特宝生物部分专利归属

专利所属	对应产品	专利名称	中国到期时间
北京键凯	派格宾	具有Y形分支的亲水性聚合物衍生物、其制备方法、与药物分子的结合物以及包含该结合物的药物组合物 (即PEG产品和修饰剂的独家使用权)	2023/3/11
	珮金		
	益佩生		
	rhEPO rhIFN-α2b		
伯赛基因	派格宾	聚乙二醇修饰的干扰素α 2a及其制备方法和应用	2027/9/3
	珮金	Y型聚乙二醇修饰的G-CSF及其制备方法和应用	2027/12/28
	益佩生	双链聚乙二醇修饰的生长激素及其制备方法和应用	2028/4/2
特宝生物	特尔立	一种重组人粒细胞巨噬细胞刺激因子的纯化方法	2030/5/6
	特尔津	一种重组人粒细胞刺激因子的纯化方法	2030/5/6
普达公司	ACT50	抗血管生成剂的使用和使用该试剂的方法	2030/7/12
		整合素靶向的抗新生血管生成剂和使用该试剂的方法	-

资料来源：公司网站，太平洋证券

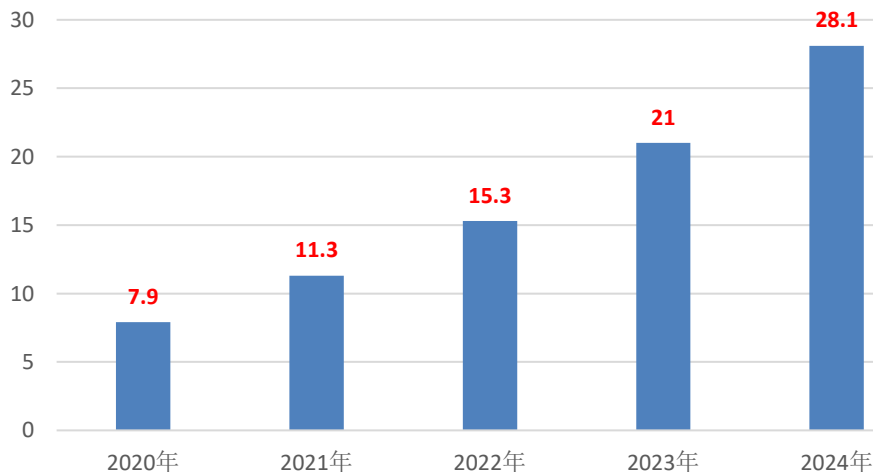
PEG修饰：公司PEG修饰技术开发利用键凯科技供应的原材料和修饰剂，但后续自行研发的长效重组蛋白产品及其专利权独属于公司。**2023.3.11特宝和键凯的供货协议到期，特宝不再支付相关专利费。**

1、特宝生物简介

1.5 公司营收

图表6：公司营业收入变化

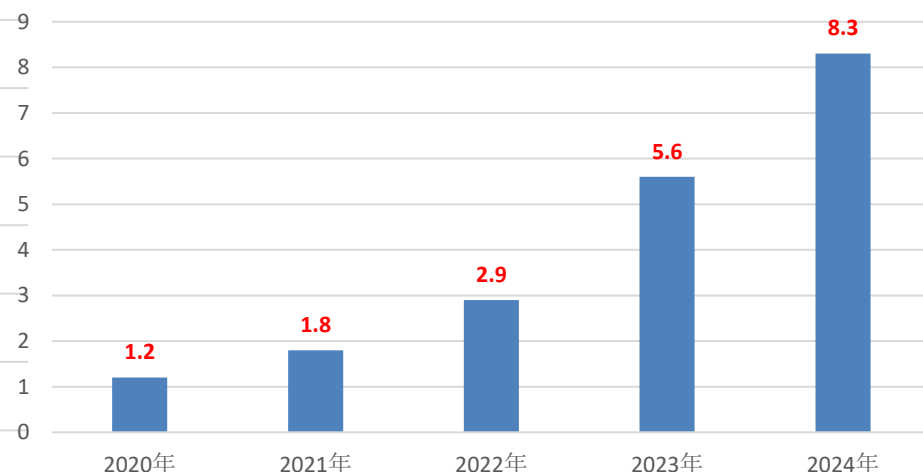
总营收（亿）



资料来源：iFind, 太平洋证券

图表7：公司净利润变化

净利润（亿）



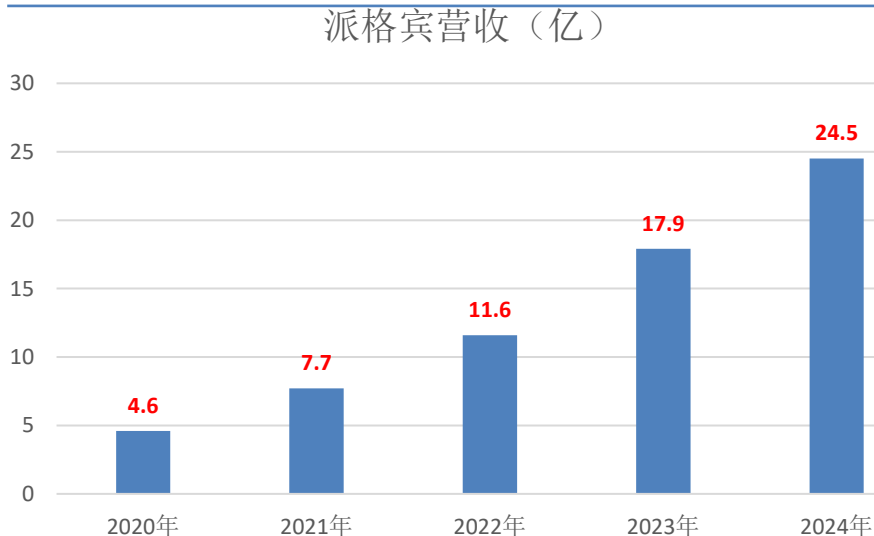
资料来源：iFind, 太平洋证券

营业收入和净利润快速增长：2020-2024年，公司营收从7.9亿元快速增长至28.1亿元，**年复合增速为37.33%**，归母净利润从1.2亿元快速增至8.3亿元，**年复合增速达62.17%**，利润端持续向好。

1、特宝生物简介

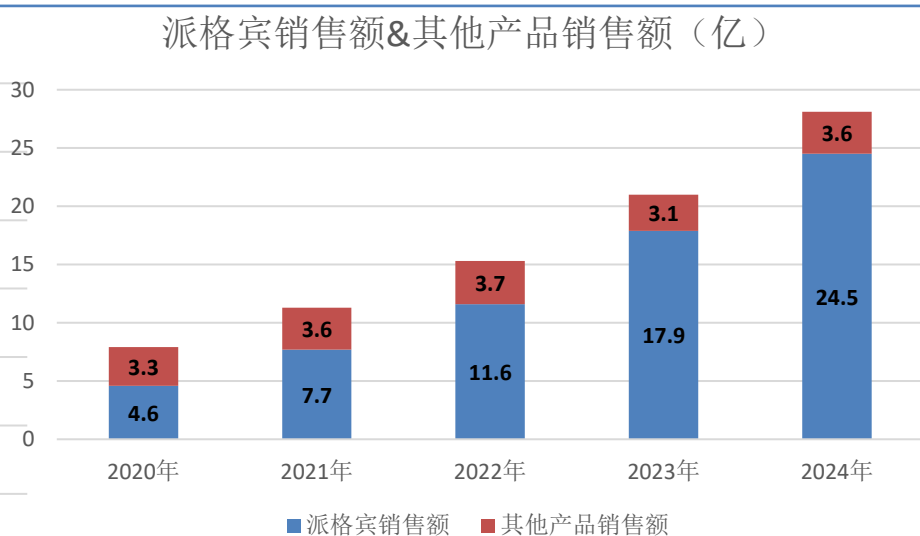
1.6 派格宾营收变化

图表8：派格宾销售额



资料来源：iFind, 太平洋证券

图表9：派格宾与其他产品销售额比较



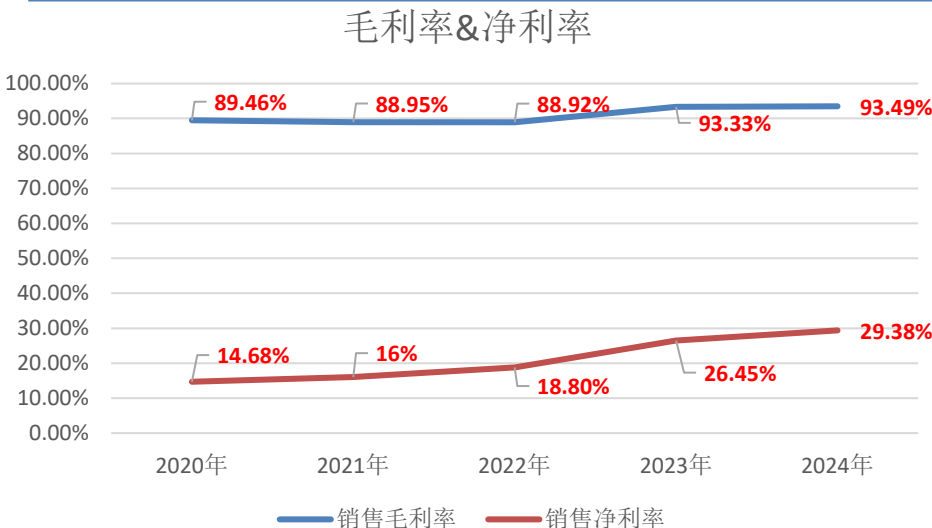
资料来源：iFind, 太平洋证券

派格宾：公司重磅产品派格宾作为乙肝临床治愈的基石药物，上市以来快速放量，已成为公司第一大单品。该产品销售额从2020年的4.6亿增长至2024年的24.5亿元，期间CAGR为51.92%，2024年派格宾的销售额占总营收87.2%。

1、特宝生物简介

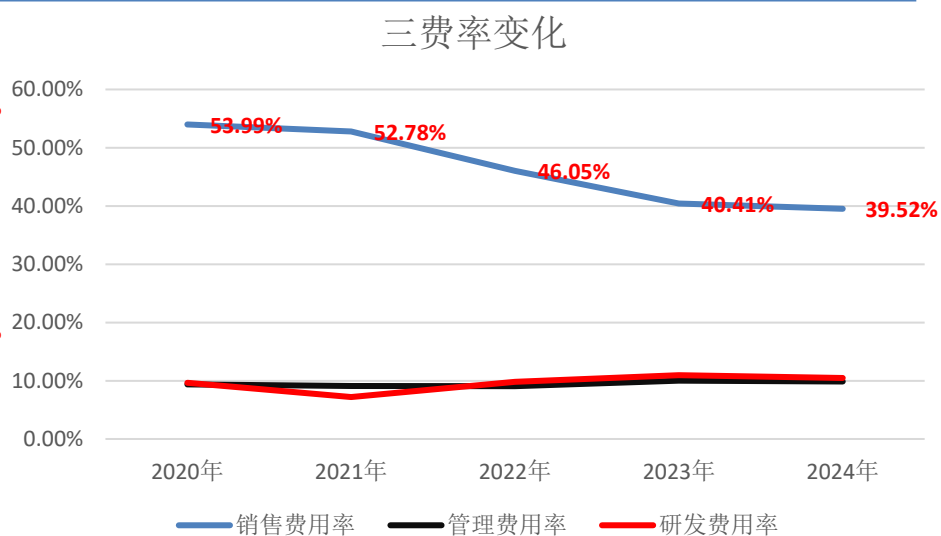
1.7 公司毛利率、净利率及费用变化

图表10：公司毛利率及净利率的变化



资料来源：iFind, 太平洋证券

图表11：公司销售、研发及管理费用变化



资料来源：iFind, 太平洋证券

毛利率和净利率：2020-2024年公司净利率从14.68%提升至29.38%，净利率的提升得益于收入规模扩大带动销售和管理费用率的摊薄，以及2023年公司和键凯科技的PEG协议到期，公司不再支付相关的专利费用，期间公司整体的毛利率维持在89%-93%的水平上，但销售费用率从53.99%下降至39.52%。

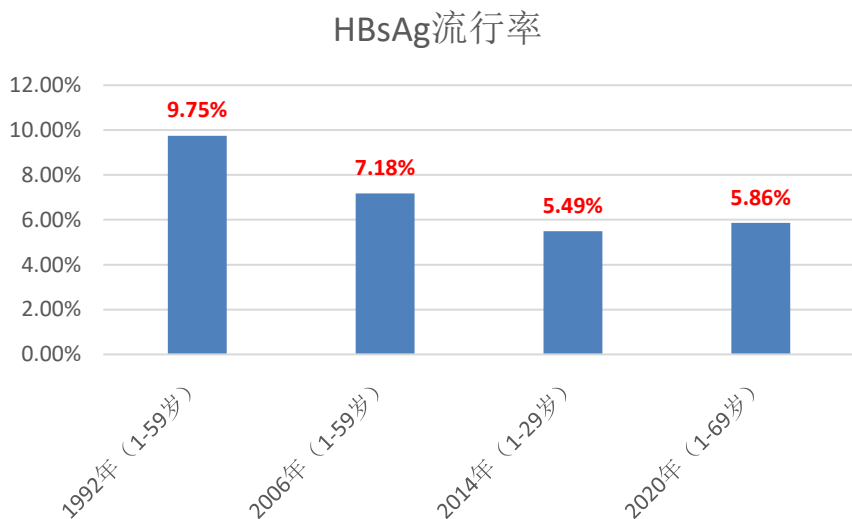
目录

- 1、特宝生物简介
- 2、产品管线分析**
- 3、盈利预测及估值

2.1、我国乙肝治疗现状

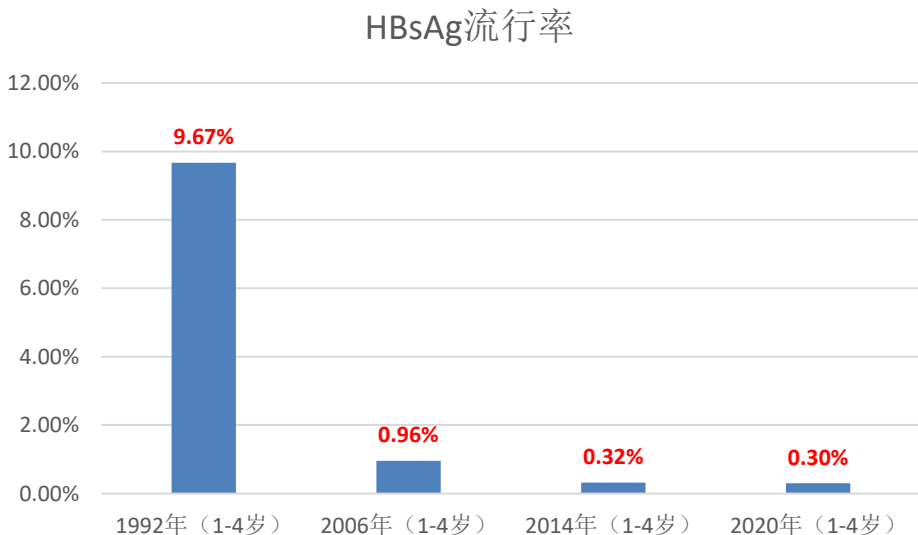
2.1.1 我国乙肝的流行病学

图表12：我国四次血清调查HBsAg流行率



资料来源：卫健委，太平洋证券

图表13：我国四次血清调查1-4岁HBsAg流行率



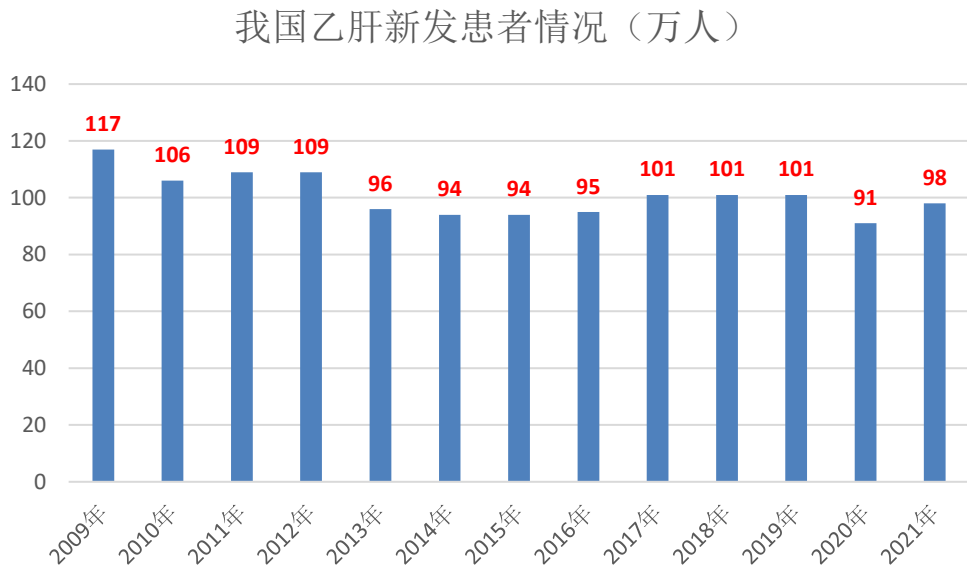
资料来源：卫健委，太平洋证券

乙肝存量病人巨大：第四次全国乙肝血清流行病学调查结果显示，我国一般人群乙肝病毒表面抗原阳性率下降至5.86%，较上次调查下降了近20%。特别是5岁以下儿童乙肝病毒表面抗原阳性率降至0.3%，但据此估算全国现有慢性HBV感染者约7500万人，全球乙肝患者接近1/3在中国。

2.1、我国乙肝治疗现状

2.1.2 我国乙肝的流行病学

图表14：我国乙肝患者新增患者情况



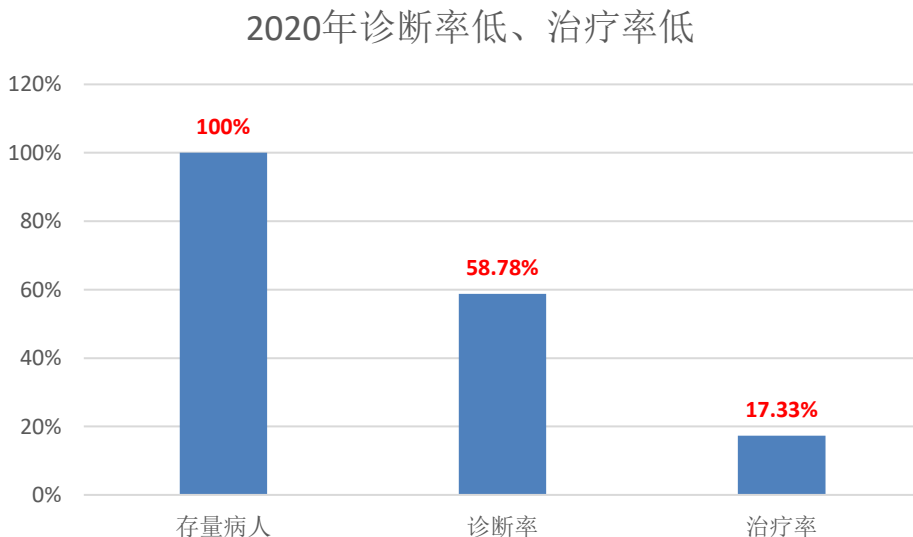
资料来源：卫健委，太平洋证券

新增患者：我国自1980年代开始进行乙肝防治以来，通过对新生儿、儿童及青少年进行乙肝疫苗接种，对孕妇进行乙肝筛查与治疗，已大大降低了每年乙肝新增患者，**但据统计我国每年仍然有接近100万的新发感染者。**

2.1、我国乙肝治疗现状

2.1.3 我国乙肝的流行病学

图表15：我国乙肝患者目前存在诊断率低、治疗率低的情况



资料来源：卫健委，太平洋证券

诊断率和治疗率低：根据第四次全国乙肝血清流行病学调查数据，我国HBV感染者的诊断率为58.78%，即约有3000万人仍不知晓自己的感染状态；在符合抗病毒治疗指征的患者中，仅17.33%接受了治疗，剩余1500-2500万患者未接收抗病毒治疗。

2.1、我国乙肝治疗现状

2.1.4 我国乙肝治疗目标的变化：从“病毒控制”到“临床治愈”

图表16：我国关于乙肝治疗指南的变化

时间	文件版本	核心治疗目标	关键变化
2005年	慢性乙肝防治指南	最大限度长期抑制 HBV 复制，延缓疾病进展	首次确立抗病毒治疗核心地位，替代多元治疗理念
2010年	慢性乙肝防治指南	强化病毒抑制，减少耐药，降低肝硬化肝癌风险	新增强效低耐药 NAs，明确干扰素适用人群
2015年	慢性乙肝防治指南	基础目标：病毒抑制； 理想目标：临床治愈（HBsAg 清除）	首次正式将临床治愈列为治疗目标，开启“治愈时代”
2017年	病毒性肝炎防治规划	规范治疗率达 80% 以上，降低肝硬化肝癌发生率	治疗率纳入国家公共卫生考核，推动“应治尽治”中国政府网
2019年	慢性乙肝防治指南	阶梯式目标：基础 - 进阶 - 理想（临床治愈）	细化临床治愈定义，明确优势人群特征
2022年	慢性乙肝防治指南	应治尽治， 扩大临床治愈探索范围	降低治疗阈值，强化干扰素在临床治愈中的核心地位
2025年	慢性乙肝防治指南 + 防治行动计划	以临床治愈为核心目标，分层精准治疗	临床治愈纳入国家战略，建立精准分层体系，创新治疗策略

资料来源：中华流行病学杂志，太平洋证券

2.1、我国乙肝治疗现状

2.1.5 乙肝的“临床治愈”：金牌

图表17：乙肝临床治疗状态定义

序号	治疗状态	主要目标
1	病毒抑制 (Viral suppression)	有效抑制病毒复制
2	部分治愈 (Partial cure)	停药后，持续的病毒控制
3	临床治愈 (Functional cure)	停药后，乙肝表面抗原 (HBsAg) 消失，HBV DNA 持续检测不到，伴或不伴血清学转化
4	完全治愈 (Complete cure)	cccDNA 彻底清除，但肝细胞中仍存在整合 DNA
5	根治性治愈 (Sterilizing cure)	cccDNA 彻底清除，且清除肝细胞中的整合 DNA

资料来源：公司年报，太平洋证券

2.1、我国乙肝治疗现状

2.1.6 长效干扰素的定位：从“可选推荐”到“基石支撑”

图表18：干扰素在不同版本指南中的推荐使用情况

指南版本	推荐使用情况	推荐级别（循证依据）
《慢性乙型肝炎防治指南（2010年版）》	作为 抗病毒治疗可选药物 ，明确推荐用于符合指征的HBeAg阳性及HBeAg阴性慢性乙肝患者，为 一线可选方案之一	I级推荐（中等质量证据），以罗马数字I标注，明确其疗程及适用人群的核心推荐地位
《慢性乙型肝炎防治指南（2015年版）》	维持推荐地位，进一步明确其在血清学转换中的优势，细化适用人群筛选，提升其在个体化治疗中的价值	I级推荐（中等质量证据），结合国际循证证据，强化其有限疗程优势推荐
《慢性乙型肝炎防治指南（2019年版）》	强化其在临床治愈中的潜在价值，将HBsAg定量检测纳入治疗指导，进一步规范治疗方案调整原则	I级推荐（高质量证据A类），强推荐用于有临床治愈意愿的合适患者
《慢性乙型肝炎防治指南（2022年版）》	确立为乙肝临床治愈优势人群的基石药物 ，明确联合治疗方案，精准界定适用人群及治疗终点	I级推荐（高质量证据A类）， 核心强推荐用于临床治愈优势人群联合治疗

资料来源：中华流行病学杂志，太平洋证券

长效干扰素的定位：长效干扰素在我国乙肝治疗指南中的作用逐步提升，从2010年版作为可选抗病毒治疗药物被明确推荐，逐步细化适用人群、明确治疗优势，至2022年版指南中，其被确立为乙肝临床治愈优势人群的核心治疗药物，成为追求临床治愈的基石药物，实现了从“可选推荐”到“基石支撑”的重要演变。

2.1、我国乙肝治疗现状

2.1.7 长效干扰素在临床治愈中的效果

图表19：不同药物临床治疗效果

乙肝治疗药物临床疗效汇总

临床终点	NA单药	长效干扰素单药	联合治疗
HBV DNA转阴率	67-94%	7-19%	NA单药类似
HBeAg血清学转换率	10-21%	29-35%	14.9%-55%
HBsAg清除率	0-3%	3-11%	整体患者： 8.5-30% 优势患者： 20-80%
安全性	不良反应较少	不良反应较多，部分需减量或停药	不良反应较多，部分需减量或停药

资料来源：慢性乙型肝炎防治指南（2022），太平洋证券

2.1、我国乙肝治疗现状

2.1.8 派格宾的“生逢其时”

图表20：派格宾上市不同时间的销售情况

销售阶段	时间范围	依托指南	核心关键点
上市初期	2016-2018年	2015年版指南	国产破冰，打破进口垄断；以价格优势打开市场， 2016年销售额0.72亿元，逐步替代进口，奠定市场基础
快速增长期	2019-2021年	2019年版指南	指南推荐升级（高质量证据A类），叠加医保支撑；销售额快速攀升， 2016-2021年CAGR超60%，2021年达7.7亿元，样本医院市占率68%
垄断领跑期	2022年至今	2022年版指南	指南确立基石地位，进口竞品退出； 2024年销售额24.47亿元，市占率接近95%，营收占比超85%，新适应症获批，临床治愈率超30%

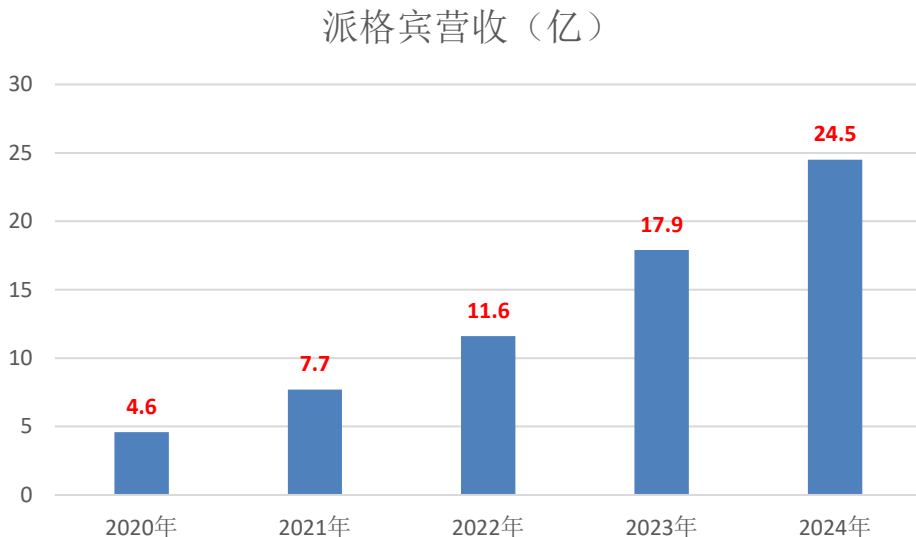
资料来源：中华流行病学杂志，太平洋证券

派格宾的生逢其时：特宝生物派格宾自2016年上市后，随着我国2015年、2019年、2022年版乙肝治疗指南对长效干扰素推荐级别逐步提升、临床地位不断强化，其销售从打破进口垄断起步，**逐步实现快速增长并达成垄断领跑**，全程与指南更新同频共振。

2.1、我国乙肝治疗现状

2.1.9 派格宾的“生逢其时”

图表21：派格宾上市不同时间的销售情况



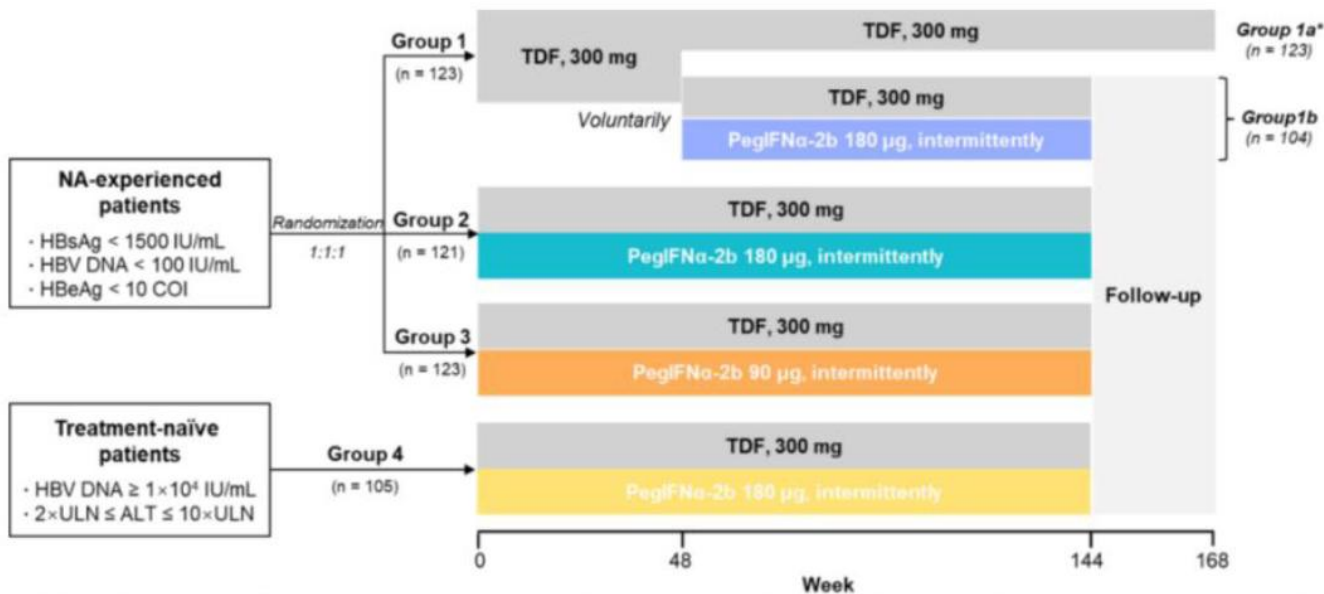
资料来源：公司年年报，太平洋证券

派格宾：派格宾（通用名：聚乙二醇干扰素a-2b注射液）是全球首个40KD聚乙二醇干扰素a-2b注射液，系治疗用生物制品国家I类新药。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，2025年10月，派格宾联合核苷（酸）类类似物用于成人慢性乙型肝炎患者HBsAg持续清除的增加适应症上市许可申请获得批准，成为全球首个乙肝临床治愈相关适应症获批药物。

2.1、我国乙肝治疗现状

2.1.10 派格宾的“生逢其时”

图表22：派格宾临床治愈III期试验设计



TDF, tenofovir disoproxil fumarate, was administered orally 300 mg once daily; PegIFNα-2b, peginterferon alpha-2b, was injected subcutaneously at 90 or 180 µg per week for 8 weeks, followed by a 4-week interval, and repeated every 12 weeks up to 144 weeks.

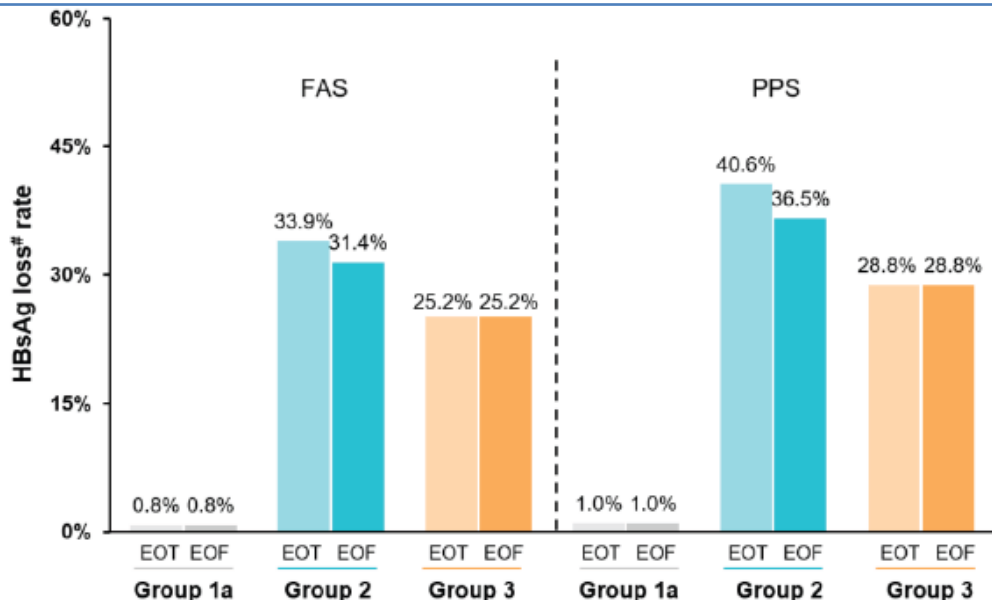
资料来源：AASLD2024，太平洋证券

派格宾新增适应症：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以下的慢性乙肝患者

2.1、我国乙肝治疗现状

2.1.11 派格宾“生逢其时”

图表23：派格宾临床治愈111期临床结果



EOT, end of treatment: 1) completed 144 weeks of therapy or 2) achieved HBsAg < 0.05 IU/mL early and completed at least 2 cycles of treatment for consolidation. The missing data were imputed using last observation carry forward (LOCF) method.

资料来源：AASLD2024，太平洋证券

派格宾新增适应症：针对NA经治的优势人群，派格宾联用TDF治疗144周后可达到33.9%的HBsAg清除率，停药24周后依然保持31.4%的清除率，远优于TDF单药。

2.1、派格宾的唯一性

2.1.12 派格宾目前几乎处于垄断地位

图表24：凯因科技撤回长效干扰素的申请

北京凯因科技股份有限公司 关于自愿披露撤回药品注册申请的公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性依法承担法律责任。

北京凯因科技股份有限公司（以下简称“公司”）于近日收到国家药品监督管理局（以下简称“国家药监局”）核准签发的《药品注册申请终止通知书》，同意公司撤回培集成干扰素 α -2注射液（新增乙肝适应症）的药品注册申请，现将相关情况公告如下：

资料来源：公司公告，太平洋证券

派格宾的唯一性：我国长效干扰素共上市三款药物：佩乐能（默沙东，2004）、派罗欣（罗氏，2003），派格宾（特宝生物，2016）。两款外资产品近年来均退出中国市场，目前国内仅有派格宾一款长效干扰素药物可用，国内凯因科技已经撤回长效干扰素的申请，短期内国内没有竞品上市。

2.1、乙肝新药

2.1.13 以小核酸药物为代表的乙肝新药

图表25：乙肝新药临床进展

排名	药品名称	研发机构	全球最高研发阶段	适应症	全球研发状态
1	贝普若韦生	GSK Top20 MNC ; Ionis Pharma...	申请上市	慢性乙肝; HIV-1感染...	● Active
2	AHB-137	浩博医药 原研	III期临床	慢性乙肝	● Active
3	GSK4388067A	GSK Top20 MNC 原研	II期临床	慢性乙肝	● Active
4	ALG-171036	特宝生物 (通化东宝) ; Aligos T...	临床前	乙型肝炎	● Active
4	ALG-170675	特宝生物 (通化东宝) ; Aligos T...	临床前	乙型肝炎	● Active
4	YKYY012	悦康药业 原研	临床前	慢性乙肝	● Active
4	CN'598A	瑞孚医药 原研	临床前	慢性乙肝; 丁型肝炎	● Active
4	ALG-020576	Aligos Therapeutics 原研	临床前	慢性乙肝	● Active
4	chronic HBV ASO pr...	特宝生物 (通化东宝) ; Aligos T...	临床前	慢性乙肝	● Active
4	ALG-171191	特宝生物 (通化东宝) ; Aligos T...	临床前	乙型肝炎	● Active

资料来源：肝胆相照，太平洋证券

2.1、乙肝新药

2.1.14 GSK的乙肝新药bepirovirsen 已完成3期临床

Bepirovirsen (GSK3228836/GSK836) 是葛兰素史克 (GSK) 与 Ionis 合作开发的全球首创**靶向HBV的反义寡核苷酸 (ASO) 药物**，核心作用机制为：

- 1、精准靶向并降解HBV所有RNA转录本 (mRNA、pgRNA)，从源头抑制病毒蛋白 (HBsAg) 合成与病毒复制；
- 2、同时可通过TLR8通路激活固有免疫，实现抗病毒与免疫调节双重作用，是目前全球乙肝功能性治愈赛道进展最快的药物之一。

全球申报计划：GSK已于2026年第一季度启动向美国FDA、欧洲EMA、中国NMPA等全球主要监管机构的上市申请递交工作。**2026年2月26日，日本厚生劳动省已正式受理 bepirovirsen 的新药上市申请 (NDA)，并启动基于“SENKU (先驱) 指定”的快速审评程序。**

2.1、乙肝新药

2.1.15 以小核酸为代表的乙肝新药

当前处于临床后期的乙肝新药主要有三类：**ASO、siRNA、衣壳抑制剂**，但是目前乙肝新药存在以下缺陷：

- 1、**ASO（如Bepirovirsen）、siRNA（如Xalnesiran）**等小核酸药物虽能快速降低HBsAg水平（降幅可达90%），但无法清除cccDNA，单药治疗后24周复发率超60%，且缺乏免疫激活能力，难以维持持久疗效；
- 2、衣壳抑制剂仅能干扰病毒组装，无法调控cccDNA和免疫状态，**单药HBsAg清除率不足5%**；
- 3、**表面抗原抑制剂（如GST-HG131）停药后抗原反弹明显**，单药无法实现持续治愈。

2.1、乙肝治疗的未来

2.1.16 乙肝治疗的未来趋势：“多药物+多靶点联用”

联合用药是目前乙肝临床治愈的唯一路径：目前临床主流用药均通过多靶点协同解决单药短板，且已积累大量高级别临床证据，形成“机制-数据-疗效”的闭环支撑。

新药+长效干扰素协同：ASO/siRNA类新药通过快速降解病毒RNA，大幅降低HBsAg水平，长效干扰素则通过免疫调节恢复HBV特异性免疫功能，清除被感染肝细胞，实现“降抗原+激活免疫”的双重目标。

NAs+长效干扰素协同：NAs先通过长期治疗实现病毒学抑制，控制肝脏炎症，长效干扰素则在病毒负荷较低的前提下，激活免疫应答，促进HBsAg清除，相比单药可使HBsAg清除率提升2-3倍，同时降低肝癌发生风险约90%。

2.1、乙肝治疗的未来

2.1.17 乙肝药物的联用：“病毒抑制”+“免疫调节”

图表26: Bepirovirsen 与长效干扰素联合或贯序使用的效果

核心评价指标	不联用长效干扰素 (bepirovirsen+NA 背景治疗)	联合 / 序贯长效干扰素 (bepirovirsen+NA+PEG-IFN α)	联合治疗核心获益提升
治疗结束时 HBsAg 阴转率	全人群 28%；基线 HBsAg \leq 3000IU/mL 人群 35%	全人群 45%-55%；基线 HBsAg \leq 3000IU/mL 人群 60% 以上	全人群阴转率提升近 2 倍，优势 人群提升超 70%
停药 24 周持续功能性治愈率（核 心注册终点）	全人群 9%-10%；基线 HBsAg \leq 3000IU/mL 优势人群 16%- 25%	全人群 25%-30%；基线 HBsAg \leq 1000IU/mL 优势人群 40%- 50%	全人群治愈率提升 2-3 倍，优势人 群治愈率翻倍
停药 24 周应答丢失率（HBsAg 复 阳率）	治疗结束时 HBsAg 阴转患者，复 阳率接近 60%	治疗结束时 HBsAg 阴转患者，复 阳率仅 10%-15%	停药反弹风险降低 75% 以上
停药 12 个月功能性治愈维持率	仅 50% 左右	达 87.5%	持久应答率提升超 70%
非优势人群治愈率（基线 HBsAg 1000-3000IU/mL）	不足 10%	20% 以上	获益比例翻倍，非优势人群转为 可获益人群
高抗原人群治愈率（基线 HBsAg 3000-10000IU/mL）	不足 3%	10% 左右	获益率提升超 3 倍，拓宽治愈人 群边界

资料来源：GSK，太平洋证券

2.1、派格宾的未来

2.1.18 派格宾在乙肝临床治愈中的核心作用-基石药物

1、**长效干扰素是慢性乙型肝炎临床治愈的核心基石药物**，与核苷酸类似物共同构成乙肝临床治愈的两大核心支柱，这一地位有扎实的临床证据和免疫学理论支撑；

2、未来乙肝新机制新药（如siRNA、衣壳组装调节剂等）上市后，均需与干扰素联合使用才能突破现有治疗局限、提升临床治愈率、降低停药反弹风险，**不会替代干扰素，反而会进一步巩固其基石地位**；

3、**公司核心产品派格宾（聚乙二醇干扰素 α -2b）作为国内长效干扰素市场绝对龙头（2024年市占率超90%），是乙肝临床治愈路径中基石药物的核心载体，其独创结构与丰富临床数据，进一步强化了干扰素的基石价值，且将长期主导该赛道。**

2.1、派格宾的风险

2.1.19 短期内派格宾无被集采后大幅降价的风险

图表27：两大联盟对派格宾集采执行的核心总结与差异对比

维度	江西牵头 29 省干扰素联盟集采	广东联盟集采
覆盖范围	29 省 + 新疆生产建设兵团，全国覆盖最广	从 11 省扩围至 22 省，以华南、西南为核心
采购周期	4 年超长锁价，至 2028 年 5 月	2 年一续，接续周期至 2027 年 12 月
核心中标价	180 μ g 规格 667.38 元 / 支，降幅 18.7%	180 μ g 规格 697.408 元 / 支，降幅 15%
2025 年核心动作	第二年度全量续约执行，全联盟常态化采购	完成接续采购与扩围，新增 11 个省份覆盖
采购完成率	持续超额完成，江西本省年均完成率超 120%	首轮超额完成，2025 年广东本省完成率超 100%
价格稳定性	4 年锁价，2025 年无任何价格调整	连续 3 年维持原价，扩围未降价

资料来源：江西、广东医疗保障局，太平洋证券

2.1、派格宾的风险

2.1.19 短期内派格宾无被集采后大幅降价的风险，渗透率反而进一步提升

- 1、短期（2026-2027年）：**价格体系高度稳定，无大幅集采降价风险**，协议期锁价形成刚性支撑：江西联盟采购周期至2028年，广东联盟接续采购周期至2026年底，协议期内中标价格固定，无重新竞价降价的规则空间；
- 2、中期（2028-2030年）：集采扩围或国采纳入概率低，**仅存在温和小幅降价可能**，派格宾核心专利仍在保护期内，乙肝临床治愈适应症为全球独家，常规情况下不会被纳入全国集采，3-5年内国内无竞品上市；
- 3、长期趋势：**集采从“唯低价是取”转向“质价双优”**，与临床价值深度绑定，针对派格宾乙肝治愈的独家核心适应症，大概率会出台差异化的定价和采购政策，在保障临床可及性的同时，维护企业创新动力；
- 4、**渗透率持续提升**：集采推动乙肝临床治愈理念下沉，派格宾在慢乙肝治疗中的渗透率从集采前的不足5%，提升至2025年末的6.4%，为长期增长打开了空间。

2.1、我国乙肝治疗存在巨大的蓝海

2.1.20 派格宾的销售收入预测

图表28：派格宾销售收入预测

销售年度	年度销售额	年度同比增速	对应年规范治疗人数	慢乙肝优势患者人群渗透率
2025 E	30.58亿元	+25%	10.69 万人	6.29%
2026E	39.15亿元	+28%	14.53 万人	8.55%
2027E	48.93亿元	+25%	18.89 万人	11.11%

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券

核心假设：1、核心公式：当年收入（亿元）= 当年覆盖患者人数（万人） × 人均年治疗费用（万元），累计覆盖人数为历年当年覆盖人数累加；2、患者基数：假设我国乙肝优势患者中位值170万人，作为支付意愿与渗透率测算的基准；3、参数更新依据：江西29省联盟集采4年锁价（2024.6-2028.5）、广东联盟扩围落地，2025年派格宾实际经营业绩，以及乙肝临床治愈渗透率提升的行业趋势。

2.2、我国生长激素的市场现状

2.2.1 益佩生有望成为公司第二增长曲线

图表29：益佩生获批上市

国家药监局批准怡培生长激素注射液上市



发布时间：2025-05-29

近日，国家药品监督管理局批准厦门特宝生物工程股份有限公司申报的怡培生长激素注射液（商品名：益佩生）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。该品种的上市为相关患者提供了新的治疗选择。

资料来源：国家药监局，太平洋证券

益佩生：2025年5月29日，国家药监局官方网站公示，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。上市2个月益佩生已在全国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，益佩生有望成为公司的第二增长曲线。

2.2、我国生长激素的市场现状

2.2.2 益佩生有望成为公司第二增长曲线

图表30：益佩生产品图片



资料来源：公司网站，太平洋证券

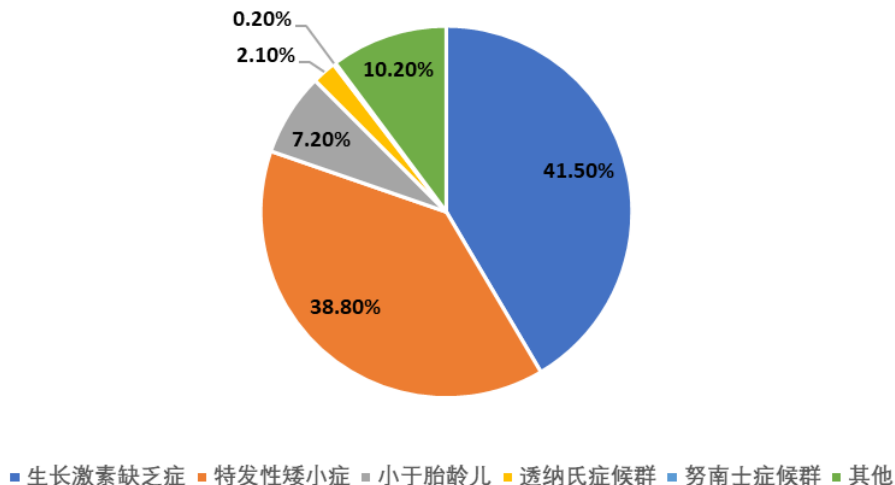
益佩生：怡培生长激素注射液（商品名：益佩生®），是公司自主研发的一款采用40kD Y型分支聚乙二醇进行单分子修饰的全新一代长效生长激素，通过优化选择非N-末端位点为主的修饰组分，提高生物学比活性，延长半衰期，从而在保证疗效的同时，降低给药剂量，获得更佳的长期药物安全性。与短效剂型每日给药相比，益佩生®可实现每周给药一次，降低了患者接受治疗时的用药频次，有效缓解身心负担，提高用药依从性，为生长激素缺乏症等相关疾病患者提供更加便捷有效的治疗选择。

2.2、我国生长激素的市场现状

2.2.3 我国儿童矮小症治疗率仍有较大空间

图表31：我国18岁以下不同类型矮小症患者患病率明细

我国18岁以下不同类型矮小症患者的患病率明细



资料来源：沙利文，太平洋证券

矮小症：我国18岁以下儿童青少年约2.4亿人，矮小症整体患病率为3.2%，对应总患病人数约768万人；其中城市地区患病率2.8%，农村地区4.7%，男女患病率无显著统计学差异。儿童生长激素缺乏症（PGHD）是导致儿童发育不良的主要原因之一，占比超过40%。

2.2、我国生长激素的市场现状

2.2.4 我国儿童矮小症治疗率仍有较大空间

图表32：我国矮小症患者呈现极低的治疗率

统计维度	最新权威数据	数据来源与说明
全人群规范治疗率	不足 5%	2026年1月行业研报、中华医学会内分泌学组数据：我国儿童GHD患者的规范治疗率不足5%，而欧美发达国家GHD规范诊疗率达20%-30%，差距显著
医保落地前治疗率	不足 3%	2025年医保谈判前，长效生长激素年治疗费用超10万元，短效制剂年费用也超4万元，高额自费压力下，GHD患儿整体治疗率不足3%，仅高收入家庭可负担
确诊患者治疗率	不足 15%	已完成规范确诊的GHD患儿中，最终启动并坚持规范生长激素治疗的占比不足15%，85%以上的确诊患者因费用、认知、用药负担等原因放弃治疗

资料来源：中华医学会，太平洋证券

矮小症患者的治疗率：2025年5月发表于PubMed的全国41942例儿童生长激素治疗多中心真实世界研究显示，国内接受生长激素规范治疗的患儿中，GHD患者占比仅38.08%，对应每年不足30万的总治疗人群，每年接受治疗的GHD患儿仅11.4万人，对应70-100万的总人群，治疗率仅11%-16%，进一步验证了极低的治疗渗透率。

2.2、我国生长激素的市场现状

2.2.5 四大核心催化生长激素市场长期增长

- 1、现有适应症未被满足的需求极其庞大，当前治疗率不足5%，若未来治疗率提升至欧美国家20%的水平，对应市场规模增量超100亿元；
- 2、医保落地彻底打破支付门槛，治疗率将迎来拐点，两款国产长效生长激素首次纳入国家医保目录，医保报销后，年自费仅1.8万元起，普通工薪家庭可负担；
- 3、患者用药依从性大幅提升：益佩生长长效生长激素从每日1针降至每周1针，全年减少313次注射，停药率下降超40%，进一步放大市场规模；
- 4、儿童非活动期乙肝、慢性肾病等适应症处于临床试验阶段，未来将持续拓展生长激素的适用人群，打开更广阔的长期市场空间。

2.2、我国生长激素的市场现状

2.2.6 益佩生的优势

图表33：金赛增与益佩生的差异对比

具体对比维度	金赛增（聚乙二醇重组人生长激素注射液）	益佩生（聚乙二醇重组人生长激素注射液）	益佩生核心优势总结
核心技术与分子修饰	随机 PEG 化修饰，产物均一性约 90%	40kD Y 型 PEG 定点修饰，产物均一性 > 99%	分子结构更稳定，药效均一性更强，批次间差异极小
核心剂型与基础配方	多剂量卡式瓶，含苯酚防腐剂、柠檬酸缓冲液、增溶剂	单剂量预充式次抛注射液，无防腐剂、无柠檬酸、无增溶剂	配方更温和，无反复穿刺污染风险，长期使用安全性更高
获批核心适应症	3 岁及以上儿童生长激素缺乏症（GHD）	3 岁及以上儿童生长激素缺乏症（GHD）	核心适应症一致，均为医保报销限定范围
体内药代特征	体内半衰期约 68 小时，血药浓度波动相对明显	体内半衰期约 83 小时，血药浓度更平稳	药效覆盖更完整，一周一次给药无药效空窗
医保落地情况	2025 年医保续约，限儿童 GHD 报销，医保支付价约 183 元 /mg	2025 年首次纳入医保，2026 年 1 月全国执行，限儿童 GHD 报销，医保支付价约 170.6 元 /mg	单位剂量医保价格更低，同等疗效下治疗成本更优

资料来源：公司官网，太平洋证券

长效生长激素的市场格局：2025年长效生长激素市场CR3合计市占率超95%，市场集中度处于极高水平，但格局已出现明确的动态变化趋势：金赛药业龙头地位稳固，但独家份额小幅回落；特宝生物益佩生凭借医保 + 产品力双轮驱动，市占率快速提升，有望成为第二梯队核心玩家；

2.2、我国生长激素的市场现状

2.2.7 益佩生的优势

图表34：金赛增与益佩生的用药便利性对比

具体对比维度	金赛药业 金赛增	特宝生物 益佩生	益佩生核心优势总结
注射全流程操作	需手动调剂量、排气、反复穿刺瓶塞，完整操作需 3-5 分钟	预充固定剂量，无需调量、无需排气，3 步完成注射，全程仅需 30 秒 - 1 分钟	操作步骤减少 70%，新手家长零学习成本，完全避免剂量调错的操作失误
配套注射工具	常规机械注射笔，针头全程可见，无隐针设计	隐针智能注射笔，注射全程针头不可见	从根源解决儿童恐针问题，大幅降低注射抗拒
储存与携带要求	未开封需全程 2-8°C 冷藏，不可常温放置；外出需搭配冷链包，便携性差	25°C 以下常温避光可保存 12 个月，无需全程冷链；单支独立包装，口袋即可携带	彻底打破冷链限制，完美适配长途出行、孩子住校、农村无冷藏条件等场景
开封后使用要求	开封后需 2-8°C 冷藏，4 周内必须用完，需反复穿刺瓶塞	单支一次性用完，无开封后储存、效期管理要求	无药液浪费，无细菌污染风险，无需额外管理开封后效期
用药记录与管理	完全依赖家长人工手写记录，无追溯能力，无用药提醒	单支药品内置唯一识别芯片，自动记录注射时间 / 剂量，数据同步小程序，漏针智能提醒	无需人工记录，零记录误差，漏针风险降低 45% 以上，支持医生远程用药管理
耗材与配套要求	需单独购买针头、消毒用品，每次注射需更换针头，耗材成本高	注射笔配套一体化耗材，无需额外单独采购，操作更省心	耗材管理更简单，长期使用额外成本更低

资料来源：公司官网，太平洋证券

用药便利性：从药品运输到注射过程，包括儿童使用等方面，益佩生都显著优于金赛增，大大的提升了患者用药的依从性以及使用的方便性。

2.2、我国生长激素的市场现状

2.2.8 益佩生有望成为公司的第二增长曲线

图表35：益佩生市占率及销售额测算

年份	益佩生年销售额	同比增速	对应年治疗人数	益佩生在 GHD 患者中的渗透率
2025E	2.56 亿元	+541.7%	2.08 万人	2.45%
2026E	6.8亿元	+165.6%	3.57 万人	4.20%
2027E	11亿元	+61.76%	5.33 万人	6.27%

资料来源：iFind，太平洋证券

前提假设：次测算核心基准为国内4-15岁GHD目标人群85万。整体治疗率：接受规范生长激素治疗的GHD患者数÷85万总目标人群，为行业整体水平。

2.3、其他已上市产品

2.3.1 珮金-长效升白药

图表36：珮金产品图片



资料来源：公司官网，太平洋证券

珮金：是特宝生物自主研发的I类创新型长效升白药，2023年6月30日获国家药监局批准上市，2023年12月纳入国家医保乙类目录，是全球首款采用40kD双链Y型PEG修饰的长效rhG-CSF产品，核心适应症为非髓性恶性肿瘤化疗后发热性中性粒细胞减少症的预防。2025年末，珮金在国内长效rhG-CSF市场的市占率约8.5%，位列行业第四，是近三年国内长效升白市场增速最快的新品，打破了石药百克、齐鲁制药、恒瑞医药的市场垄断格局。

2.3、其他已上市产品

2.3.2 公司早期的其他产品

图表37：早起上市的产品

公司早期上市产品情况

药物名称	MOA	获批适应症	获批时间
特尔立	rhGM-CSF	白细胞减少、骨质增生综合征、中性粒细胞减少	1997
特尔津	rhG-CSF	中性粒细胞减少	1999
特尔康	IL11	血小板减少症	2005

资料来源：公司官网，太平洋证券

血液肿瘤板块：特尔立、特尔津、特尔康三款产品合计2024年销售额为3.6亿元，占公司总营收的12.8%，构成公司血液肿瘤用药板块的核心基本盘。

2.4、公司在研产品

2.4.1 公司其他在研产品

图表38：在研产品临床进展

领域	项目名称	适应症/应用领域	临床前	IND申请	I期临床	II期临床	III期临床
免疫	聚乙二醇干扰素α-2b注射液	用于治疗原发性血小板增多症				II期临床中	
	人干扰素α2b喷雾剂	用于降低新型冠状病毒暴露后的感染风险			完成I期临床		
	ACT100	用于治疗红斑狼疮等自身免疫性疾病			I期临床中		
	AK0706	用于治疗慢性乙型肝炎			I期临床中		
	拓培非格司亭注射液	用于降低子痫前期发生率			I期临床中		
	ACT201	用于治疗慢性乙型肝炎	临床前				
	ACT400	用于治疗慢性乙型肝炎	临床前				
	ACT560	用于治疗慢性乙型肝炎	临床前				
	ACT60	用于治疗过敏等相关呼吸道疾病	临床前				
代谢	怡培生长激素注射液	用于治疗特发性身材矮小（ISS）					III期临床中
		用于治疗小于胎龄儿（SGA）					III期临床中
		用于治疗特纳综合征（TS）				完成II期临床	
		用于治疗成人生长激素缺乏症（AGHD）				II期临床中	
	ACT300	用于治疗代谢功能障碍相关脂肪性肝炎			完成I期临床		
ACT500	用于治疗代谢功能障碍相关脂肪性肝炎			I期临床中			
肿瘤	Y型聚乙二醇重组人促红素（YPEG-EPO）	用于慢性肾功能不全导致的贫血				完成II期临床	
	ACT50	用于治疗肿瘤等相关疾病	临床前				
基因相关疾病	SKG0201	用于I型脊髓性肌萎缩症患者的临床一次性治愈		I期临床研究准备			
	SKG1120	用于遗传性视网膜疾病患者的临床一次性治愈	临床前				
	SKG1302	用于地图样萎缩患者的临床一次性治愈	临床前				
	SKG0977	用于遗传性扩张型心肌病患者的临床一次性治愈	临床前				

资料来源：公司官网，太平洋证券

请务必阅读正文之后的免责条款部分

守正 出奇 宁静 致远

目录

- 1、特宝生物简介
- 2、产品管线分析
- 3、**盈利预测及估值**

3、盈利预测及估值

3.1 关键假设

- 1、派格宾：**我们认为派格宾未来的增长空间仍然巨大，随着乙肝新药的上市，会有越来越多的乙肝慢性患者转变为优势群体（HBsAg<1500IU），会进一步提升派格宾的渗透率。我们预计2025-2027年派格宾的销售额分别为30.58亿、39.14亿、48.93亿元；
- 2、益佩生：**我们认为益佩生相比传统的生长激素，大幅减少了注射频率，显著提高了患者用药的依从性，我们预计2025-2027年益佩生的销售额分别为2.56亿、6.8亿、11亿；
- 3. 血液肿瘤板块：**公司已上市的血液肿瘤板块药物包括：珮金、特尔立、特尔康、特尔津等四款药物，除珮金外，其余三款药物上市时间较早，收入体量稳定，我们预计2025-2027年四款产品的销售额分别为3.8亿、3.93亿、4.91亿。

3、盈利预测及估值

3.1 盈利预测

图表39：盈利预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,817	3,696	4,989	6,486
营业收入增长率(%)	34.13%	31.18%	35.00%	30.00%
归母净利润（百万元）	828	1,067	1,465	1,922
净利润增长率(%)	49.00%	28.97%	37.24%	31.19%
摊薄每股收益（元）	2.03	2.61	3.59	4.71
市盈率（PE）	34.15	26.48	19.29	14.71

资料来源：iFind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

盈利预测及估值：我们看好派格宾作为乙肝临床治愈基石药物的长期增长空间，公司新品益佩生作为新一代的长效生长激素，在医保加持下有望迅速成为公司第二增长曲线，我们预计公司2025-2027年的营收分别为36.96亿、49.89亿、64.86亿，归母净利润分别为10.67亿、14.65亿、19.22亿，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 新产品研发上市不及预期；
- 产品大幅降价；
- 市场推广不及预期；

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。