

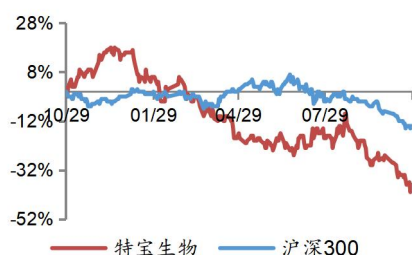
持续看好公司在肝炎治愈领域的商业化和创新布局

投资评级：买入（维持）

报告日期：2026-10-28

收盘价（元） **44.22**
近 12 个月最高/最低（元） **85.57/41.11**
总股本（百万股） **408**
流通股本（百万股） **408**
流通股比例（%） **100.00**
总市值（亿元） **181**
流通市值（亿元） **181**

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：王班

执业证书号：S0010526100001

邮箱：wangban@hazq.com

主要观点：

● 主要事件：

公司发布 2026 年三季报，前三季度实现营业收入 27.32 亿元，同比增长 10.20%；归母净利润 4.77 亿元，同比下降 28.34%；扣非归母净利润 5.11 亿元，同比下降 24.13%。单季度看，2026Q3 实现营业收入 8.96 亿元，同比下降 7.55%；归母净利润 83.60 万元，同比下降 99.65%；扣非归母净利润 2254.71 万元，同比下降 90.67%。

● 点评：

研发合作费用增加，三季度利润承压

根据三季报，公司当季支付 ACT580、ACT201 相关一次性 BD 费用，导致研发费用大幅增加；普通生物制品增值税由 3% 简易征收调整为 13% 一般计税，对营业收入亦有所影响。2026Q3 公司研发投入 3.08 亿元，同比增长 194.9%。前三季度，公司销售、管理、研发费用率分别为 36.46%、10.23%、18.48%，同比分别变化 -4.24、+0.64、+7.22 个百分点。

派格宾治愈适应症获批，长期随访证据持续积累

2025 年 10 月，派格宾获批慢性乙肝表面抗原（HBsAg）持续清除新适应症，成为全球首个以临床治愈为治疗目标的获批药物。2026 年进一步披露的 III 期研究延长随访结果显示，已实现临床治愈的核苷经治患者经 130 周延长随访，治愈维持率超过 85%，为疗效持久性提供进一步支持。益佩生自 2026 年 1 月起纳入医保支付，公司同步推进新增适应症 III 期临床研究。

乙肝创新管线推进，ACT201 完成 I 期临床首例给药

公司持续推进 ACT580、ACT201 等慢性乙肝创新药物研发。ACT580 为口服衣壳组装调节剂，公司于 2026 年 4 月与 Aligos 签署许可协议，取得其在中华区的开发、生产和商业化权益，约定首付款 2500 万美元，目前正在开展 II 期临床研究，并已被国家药监局药审中心纳入突破性治疗品种名单。ASO 药物 ACT201 于 2026 年 7 月获得慢性乙型肝炎临床试验批准，并于 8 月完成 I 期临床首例受试者给药

● 投资建议

根据公司经营情况及研发投入变化，我们下调 2026-2027 年收入及盈利预测，并新增 2028 年预测。预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 45.8/55.9/66.0 亿元（2026-2027 年前值为 47.8/60.6 亿元），分别同比增长 24.0%/22.0%/18.0%；归母净利润分别为 12.6/15.5/18.5 亿元，分别同比增长 22.5%/22.5%/19.6%，对应 PE 分别为 14X/12X/10X。我们看好公司在慢乙肝治疗领域的产品积累及创新管线布局，维持“买入”评级。

● 风险提示

核心产品销售不及预期风险，医保及行业政策不确定性，新药研发及审批进度不及预期风险，市场竞争加剧风险，费用投入超预期风险。

相关报告

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3696	4583	5591	6597
收入同比 (%)	31.2%	24.0%	22.0%	18.0%
归属母公司净利润	1031	1264	1548	1851
净利润同比 (%)	24.6%	22.5%	22.5%	19.6%
毛利率 (%)	93.0%	91.8%	91.8%	91.8%
ROE (%)	29.9%	32.4%	30.5%	28.6%
每股收益 (元)	2.53	3.10	3.79	4.53
P/E	33.08	14.28	11.66	9.75
P/B	9.90	4.63	3.56	2.79
EV/EBITDA	24.38	10.97	8.70	6.73

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E					
流动资产	2730	3404	4758	6496					
现金	553	1121	2006	3382					
应收账款	1069	1105	1358	1584					
其他应收款	22	39	48	57					
预付账款	31	69	84	98					
存货	415	506	616	722					
其他流动资产	640	565	646	653					
非流动资产	1643	1672	1660	1513					
长期投资	0	0	0	0					
固定资产	832	753	671	586					
无形资产	359	392	451	411					
其他非流动资产	452	528	538	516					
资产总计	4374	5076	6418	8009					
流动负债	707	932	1102	1292					
短期借款	31	31	31	31					
应付账款	106	126	156	185					
其他流动负债	570	775	914	1077					
非流动负债	217	246	246	246					
长期借款	104	104	104	104					
其他非流动负债	113	142	142	142					
负债合计	924	1177	1347	1538					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	408	408	408	408					
资本公积	529	529	529	529					
留存收益	2512	2962	4133	5534					
归属母公司股东权益	3450	3899	5070	6471					
负债和股东权益	4374	5076	6418	8009					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E					
经营活动现金流	729	1591	1506	1859					
净利润	1031	1264	1548	1851					
折旧摊销	146	144	151	147					
财务费用	2	4	4	3					
投资损失	-7	-7	-9	-11					
营运资金变动	-419	177	-228	-172					
其他经营现金流	1426	1096	1816	2062					
投资活动现金流	-500	-237	-239	-29					
资本支出	-255	-134	-140	-40					
长期投资	-245	-82	-95	0					
其他投资现金流	0	-21	-4	11					
筹资活动现金流	-67	-766	-381	-453					
短期借款	31	0	0	0					
长期借款	104	0	0	0					
普通股增加	1	0	0	0					
资本公积增加	116	0	0	0					
其他筹资现金流	-319	-766	-381	-453					
现金净增加额	161	588	886	1376					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表					单位:百万元				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E					
营业收入	3696	4583	5591	6597					
营业成本	260	376	458	541					
营业税金及附加	20	23	28	33					
销售费用	1451	1833	2236	2639					
管理费用	364	412	503	594					
财务费用	-2	-5	-7	-17					
资产减值损失	0	0	0	0					
公允价值变动收益	3	0	0	0					
投资净收益	7	7	9	11					
营业利润	1251	1460	1760	2116					
营业外收入	1	0	0	0					
营业外支出	76	40	40	40					
利润总额	1175	1420	1720	2076					
所得税	144	156	172	226					
净利润	1031	1264	1548	1851					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	1031	1264	1548	1851					
EBITDA	1385.36	1559.40	1863.71	2206.57					
EPS (元)	2.53	3.10	3.79	4.53					

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	31.2%	24.0%	22.0%	18.0%
营业利润	28.8%	16.7%	20.6%	20.3%
归属于母公司净利润	24.6%	22.5%	22.5%	19.6%
获利能力				
毛利率 (%)	93.0%	91.8%	91.8%	91.8%
净利率 (%)	27.9%	27.6%	27.7%	28.1%
ROE (%)	29.9%	32.4%	30.5%	28.6%
ROIC (%)	30.0%	30.9%	29.4%	27.6%
偿债能力				
资产负债率 (%)	21.1%	23.2%	21.0%	19.2%
净负债比率 (%)	26.8%	30.2%	26.6%	23.8%
流动比率	3.86	3.65	4.32	5.03
速动比率	3.23	3.03	3.68	4.39
营运能力				
总资产周转率	1.00	0.97	0.97	0.91
应收账款周转率	4.02	4.22	4.54	4.48
应付账款周转率	3.12	3.23	3.24	3.17
每股指标 (元)				
每股收益	2.53	3.10	3.79	4.53
每股经营现金流(摊薄)	1.79	3.90	3.69	4.55
每股净资产	8.45	9.55	12.42	15.85
估值比率				
P/E	33.08	14.28	11.66	9.75
P/B	9.90	4.63	3.56	2.79
EV/EBITDA	24.38	10.97	8.70	6.73

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

分析师：王班，联席药品首席分析师。上海交通大学生物学博士，8 年产业研究经验，曾先后在国金证券、民生证券、浙商证券担任首席医药分析师。重点聚焦创新药、创新产业链（CXO 及上游、科研试剂）。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法

给出明确的投资评级。