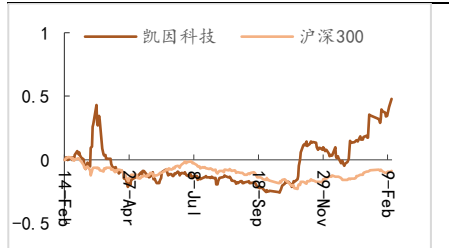


评级： 买入

核心观点

王斌  
首席分析师  
SAC 执证编号: S0110522030002  
wangbin3@sczq.com.cn  
电话: 86-10-81152644

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	29.74
一年内最高/最低价 (元)	29.95/14.76
市盈率 (当前)	83.84
市净率 (当前)	2.99
总股本 (亿股)	1.71
总市值 (亿元)	50.83

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 凯因科技 (688687.SZ) 点评: 3 季度业绩边际改善, 可洛派韦保持快速增长
- 凯因科技 (688687.SZ) 深度报告: 兼具盈利能力与自研能力的创新药企, 成熟生物药与丙肝创新药比翼双飞

- **派益生®治疗乙肝临床 III 期研究稳步推进, 市场前景广阔。**公司积极推进派益生®治疗乙肝临床 III 期研究, 在 2022 年上半年完成全部受试者入组, 根据临床试验方案推算, 预计整个临床研究有望在 2023 年内完成。派益生®具有活性高、不良反应发生率低等优势, 有望在乙肝治疗中占据重要临床地位。目前国内获批用于慢性乙肝治疗的长效干扰素主要有特宝生物的派格宾®等, 经测算后我们认为仍有大量乙肝临床治愈优势人群尚未接受过长效干扰素治疗, 未来公司的派益生®获批乙肝治疗适应症后, 仍有充足的发展空间, 市场前景广阔。
- **可洛派韦以较小降幅实现医保覆盖范围拓展, 有望迎来新一轮快速增长。**新版医保目录中, 可洛派韦医保支付价降幅仅为 5%, 但医保支付范围从“限经 HCV 基因分型检测确诊为基因 1b 型以外的丙肝患者”调整为“限基因 1、2、3、6 型丙肝患者”, 患者覆盖范围大幅扩大, 销量弹性远大于降价损失。随着 2023 年医疗机构诊疗量恢复和《消除丙型肝炎公共卫生危害行动工作方案 (2021-2030 年)》政策在各地陆续落地执行, 预计可洛派韦有望迎来新一轮快速增长。
- **盈利预测和估值。**我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 13.40、18.20 和 23.84 亿元, 同比增速分别为 17.1%、35.8%和 31.0%; 归母净利润分别为 1.09、1.49 和 2.02 亿元, 同比增速分别为 1.7%、36.6%和 35.9%, 以 2 月 13 日收盘价计算, 对应 PE 分别为 46.3、33.9 和 25.0 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 疫情反复影响药品销售; 可洛派韦放量速度低于预期; 可洛派韦后续医保续约谈判降价幅度超预期; 长效干扰素治疗乙肝临床研究失败。

盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
营收 (亿元)	11.44	13.40	18.20	23.84
营收增速 (%)	32.7%	17.1%	35.8%	31.0%
净利润 (亿元)	1.07	1.09	1.49	2.02
净利润增速 (%)	42.0%	1.7%	36.6%	35.6%
EPS (元/股)	0.63	0.64	0.88	1.19
PE	47.1	46.3	33.9	25.0

资料来源: Wind, 首創證券

## 1 派益生®治疗乙肝临床 III 期研究稳步推进，市场前景广阔

派益生®（培集成干扰素  $\alpha$ -2 注射液）是公司具有自主知识产权的慢性肝炎治疗药物，属于治疗用生物制品创新药。派益生®是新型聚乙二醇集成干扰素，WHO INN 批准其英文通用名为“Peginterferon alfacon-2”。派益生®具有明显临床价值且获得国家科技重大专项-重大新药创制专项支持，于 2018 年 6 月通过优先审评审批程序获得注册批件。

派益生®是一种单一定点修饰的聚乙二醇干扰素，由重组集成干扰素变异体蛋白 N 端氨基连接 1 个单甲氧基聚乙二醇丙醛（mPEG-ALD）分子（20KD）修饰得到的聚乙二醇化重组集成干扰素变异体。通过聚乙二醇化，达到延长用药间隔的目的后，同时选择使用高生物活性的  $\alpha$ -集成干扰素，避免了因 PEG 修饰后产物的活性下降而不得不加大药物剂量，导致不良反应增加的负面影响。培集成干扰素  $\alpha$ -2 注射液治疗低复制期慢性 HBV 感染的 III 期临床试验已于 2022 年上半年完成全部受试者入组，目前正按计划开展 III 期临床试验。根据药物临床试验登记与信息公示平台公示信息显示，临床试验周期为 72 周，预计整个临床研究有望在 2023 年内完成。

表 1 培集成干扰素  $\alpha$ -2 注射液治疗低复制期慢性 HBV 感染 III 期临床试验基本情况

项目	情况
目标入组人数	336
第一例受试者入组日期	2021 年 12 月 28 日
实验分组和方案	培集成干扰素 $\alpha$ -2 注射液+富马酸丙酚替诺福韦片 VS 培集成干扰素 $\alpha$ -2 注射液安慰剂+富马酸丙酚替诺福韦片。其中培集成干扰素 $\alpha$ -2 注射液用药时程为 48 周，富马酸丙酚替诺福韦片至少给药 48 周，不多于 72 周。
主要终点指标及评价时间	第 72 周血清 HBsAg 消失率（HBsAg 低于定量检测下限 LLOQ 0.05 IU/mL 定义为消失）
次要终点指标及评价时间	血清 HBsAg 消失率（第 24 周、48 周）、血清 HBsAg 血清学转换率、血清 HBsAg 较基线降低的程度等

资料来源：药物临床试验登记与信息公示平台，首创证券

目前国内获批用于慢性乙肝治疗的长效干扰素只有特宝生物的派格宾®（聚乙二醇干扰素  $\alpha$ -2b 注射液）、罗氏的派罗欣®（聚乙二醇干扰素  $\alpha$ -2a 注射液）和默沙东的佩乐能®三个产品（聚乙二醇干扰素  $\alpha$ -2b 注射液），其中佩乐能®已经逐步退出市场，罗氏的派罗欣®此前委托歌礼制药进行推广销售，2022 年 9 月歌礼制药公告，公司与罗氏制药中国已达成一致，自 2022 年 12 月 31 日起双方不再继续派罗欣®在中国大陆地区市场的推广合作关系。罗氏制药中国亦不会再寻求其他合作方，也不会在中国大陆地区开展派罗欣®的商业推广。我们认为未来派益生®治疗乙肝适应症获批后，将与特宝生物的派格宾®共享乙肝治愈市场份额，竞争格局良好。

近年来特宝生物的派格宾®销售金额逐年保持增长态势。我们按照以下假设：（1）参考说明书，每年每位患者使用派格宾®48 支（180  $\mu$ g/支规格）；（2）根据特宝生物公告，“我国现有抗病毒人群的数量约 300 万-500 万，从第三方组织医院开展的一些横断面调研统计数据可以看出，目前在口服抗病毒治疗的人群中表面抗原小于 1500 IU/ml 的约占三分之一”，则乙肝临床治愈优势人群数量预计为 120 万人（400 万人\*1/3）。计算出截至 2021 年派格宾®在乙肝临床治愈优势人群中累计渗透率为 5.90%，仍有大量乙肝治愈优势患者尚未接受长效干扰素治疗。此外随着口服核苷（酸）类似物价格的进一步降低、治疗指南范围的扩大，优势人群的数量也将不断增加。因此我们认为，未来公司的派益生®获批乙肝治疗适应症后，仍有充足的市场空间。

表 2 派格宾®近年来销售情况

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
收入 (单位: 百万元)	72	87	187	363	458	770
yoy		20.83%	114.94%	94.12%	26.17%	68.12%
销售量 (按 180μg/支折算, 单位: 万支)	9.95	15.04	34.13	68.07	76.84	135.68
当年治疗患者人数 (万人)	0.21	0.31	0.71	1.42	1.60	2.83
累计治疗患者人数 (万人)	0.21	0.52	1.23	2.65	4.25	7.08
累计渗透率	0.17%	0.43%	1.03%	2.21%	3.54%	5.90%

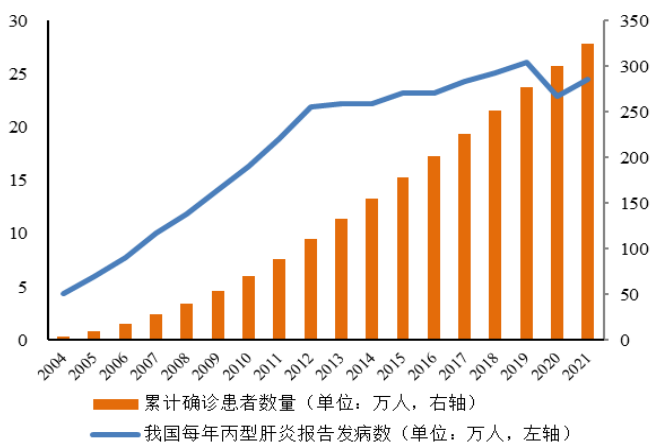
资料来源: 特宝生物公告, 首创证券

## 2 可洛派韦以较小降幅实现医保覆盖范围拓展, 有望迎来新一轮快速增长

2023 年 1 月 18 日, 国家医保局发布了《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录 (2022 年)》, 盐酸可洛派韦胶囊医保支付价为 113.53 元(60mg/粒), 协议期为 2023 年 3 月 1 日至 2024 年 12 月 31 日。与此前协议期相比, 本次盐酸可洛派韦胶囊医保支付价仅从 119.5 元调整至 113.53 元, 降幅仅为 5%, 但支付范围从“限经 HCV 基因分型检测确诊为基因 1b 型以外的慢性丙型肝炎患者”调整为“限基因 1、2、3、6 型成人慢性丙型肝炎。”

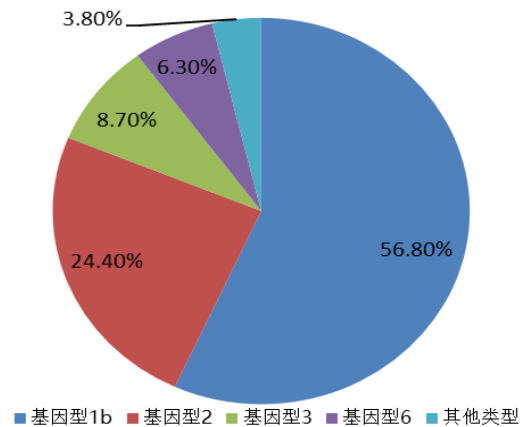
目前我国 1-59 岁人群抗 HCV 阳性率为 0.43%, 一般人群感染者约 560 万, 加上高危群体和高发地区人群, 预计我国丙肝患者总数约为 1000 万左右。根据国家疾病预防控制中心发布的数据, 近年来我国每年丙肝报告病例数约为 20 万左右, 2004-2021 年累计报告丙肝病例超过 300 万例, 但仍有近 70% 的患者未被发现。从基因分型看, 根据 2021 年发表于《临床药物治疗杂志》上的《中国丙型肝炎病毒性肝炎流行趋势及治疗获益》中的数据, 目前我国 HCV 基因型 1b 仍为主要基因型, 占比 56.8%, 基因 2、3 和 6 型分别为 24.4%、8.7%和 6.3%, 混合感染病例仅占 2.1%。本次医保谈判可洛派韦以较小的价格降幅实现了对患者占比最大的基因 1b 型患者的覆盖, 销量弹性远大于降价损失。此外随着 2023 年医疗机构诊疗量恢复和《消除丙型肝炎公共卫生危害行动工作方案 (2021-2030 年)》政策在各地陆续落地执行, 预计可洛派韦有望迎来新一轮快速增长。

图 1 我国丙型肝炎发病报告情况



资料来源: CDC, 首创证券

图 2 我国丙型肝炎基因型分布



资料来源:《中国丙型肝炎病毒性肝炎流行趋势及治疗获益》, 首创证券

### 3 盈利预测与投资评级

我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 13.40、18.20 和 23.84 亿元，同比增速分别为 17.1%、35.8%和 31.0%；归母净利润分别为 1.09、1.49 和 2.02 亿元，同比增速分别为 1.7%、36.6%和 35.9%，以 2 月 13 日收盘价计算，对应 PE 分别为 46.3、33.9 和 25.0 倍，维持“买入”评级。

### 4 风险提示

疫情反复影响药品销售；可洛派韦放量速度低于预期；可洛派韦后续医保续约谈判降价幅度超预期；长效干扰素治疗乙肝临床研究失败。

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021	2021E	2022E	2023E		2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,791	1,825	2,005	2,040	经营活动现金流	118	19	52	75
现金	1,158	1,415	1,583	1,572	净利润	107	109	149	202
应收账款	345	204	186	177	折旧摊销	36	47	44	41
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	-4	-23	-24	-25
预付账款	21	21	23	26	投资损失	-32	-10	-10	-10
存货	144	130	139	168	营运资金变动	20	-86	-127	-161
其他	115	42	56	73	其它	0	-18	15	18
非流动资产	387	395	412	637	投资活动现金流	-90	22	-60	-265
长期投资	5	5	5	5	资本支出	-24	-61	-61	-266
固定资产	162	181	188	199	长期投资	30	0	0	0
无形资产	127	102	81	65	其他	-96	83	1	1
其他	79	73	74	74	筹资活动现金流	706	216	176	179
资产总计	2,178	2,220	2,417	2,677	短期借款	0	0	0	0
流动负债	412	382	448	525	长期借款	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-7	243	214	232
应付账款	317	296	340	391	现金净增加额	734	257	168	-11
其他	14	14	14	14					
非流动负债	78	64	70	71	<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	78	64	70	71	营业收入	32.7%	17.1%	35.8%	31.0%
负债合计	490	446	518	596	营业利润	47.2%	10.4%	38.7%	37.0%
少数股东权益	9	9	14	24	归属母公司净利润	42.0%	1.7%	36.6%	35.6%
归属母公司股东权益	1,679	1,765	1,885	2,057	获利能力				
负债和股东权益	2,178	2,220	2,417	2,677	毛利率	87.7%	89.0%	90.2%	90.9%
					净利率	8.6%	8.1%	8.4%	8.9%
					ROE	6.4%	6.2%	7.9%	9.7%
					ROIC	6.6%	6.0%	7.6%	9.3%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	偿债能力				
营业收入	1,144	1,340	1,820	2,384	资产负债率	22.5%	19.8%	21.5%	22.6%
营业成本	141	148	179	217	净负债比率	4.6%	3.6%	3.7%	3.4%
营业税金及附加	7	11	15	18	流动比率	4.3	4.8	4.5	3.9
营业费用	709	788	1,055	1,366	速动比率	4.0	4.4	4.2	3.6
研发费用	77	134	191	262	营运能力				
管理费用	134	153	218	286	总资产周转率	0.5	0.6	0.8	0.9
财务费用	-22	-23	-24	-25	应收账款周转率	4.0	4.9	9.3	13.1
资产减值损失	-3	-3	-3	-3	应付账款周转率	0.6	0.5	0.6	0.6
公允价值变动收益	0	0	0	0	每股指标(元)				
投资净收益	32	10	10	10	每股收益	0.63	0.64	0.88	1.19
营业利润	131	144	200	274	每股经营现金	0.71	0.11	0.30	0.44
营业外收入	0	1	1	1	每股净资产	9.82	10.33	11.03	12.04
营业外支出	8	8	8	8	估值比率				
利润总额	123	137	193	267	P/E	47.08	46.27	33.87	24.98
所得税	25	28	39	54	P/B	3.01	2.86	2.68	2.46
净利润	98	109	154	213					
少数股东损益	-9	0	5	11					
归属母公司净利润	107	109	149	202					
EBITDA	138	161	213	283					
EPS (元)	0.63	0.64	0.88	1.19					

## 分析师简介

王斌，医药行业首席分析师，北京大学药物化学专业博士，曾就职于太平洋证券研究院、开源证券研究所等，具有多年卖方从业经历，对医药行业多个细分领域有跟踪和研究经验。作为团队核心成员，于 2019 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 5 名，公募榜单第 4 名；于 2020 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 3 名，公募榜单第 2 名。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级  以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上  增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间  中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间  减持 相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准  报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现  中性 行业与整体市场表现基本持平  看淡 行业弱于整体市场表现