

和 Aligos 达成合作，完善乙肝新药布局

特宝生物(688278)

医药/必需消费

姓名	电话	邮箱	登记编号
余文心(分析师)	021-38676666	yuwenxin@gtht.com	S0880525040111
郑琴(分析师)	021-23219808	zhengqin@gtht.com	S0880525040108
彭婷(分析师)	021-23185619	pengping@gtht.com	S0880525040080
廖博闻(分析师)	021-23187268	liaobowen@gtht.com	S0880526030005

本报告导读:

本篇报告为我们对特宝生物和 Aligos 合作的分析

投资要点:

- 维持“增持”评级。我们预测公司 2026-2028 年 EPS 为 3.22、4.09、5.10 元，参考可比公司，给予公司 2026 年估值 25X PE，对应目标价为 80.51 元，维持“增持”评级。
- 2026 年 4 月 16 日，特宝生物发布公告与 Aligos 签署《许可协议》，将从 Aligos 有偿获得一项独占、不可转让的知识产权许可，以在许可区域（中国大陆及港澳台）和许可领域（治疗、预防或缓解人类乙型肝炎病毒感染或者人类乙型肝炎病毒/丁型肝炎病毒合并感染）开发、生产和商业化许可产品（pevifoscorvir sodium/ALG-000184），并有权按协议规定进行分许可。公司将在协议生效后向 Aligos 支付首付款 2500 万美元，并按协议约定的临床和监管审批进展、销售达成情况支付监管里程碑费用（最高不超过 8500 万美元）、销售里程碑费用（最高不超过 33500 万美元）以及按净销售额的个位数比例计算的特许权使用费
- 完善乙肝领域布局，乙肝龙头地位继续夯实。除了本次合作的 0184 外，公司在乙肝治疗领域拥有全方位布局，包括：1）基石药物长效干扰素派格宾，其已于 2025 年获批用于慢乙肝临床治愈，是指南的核心首选推荐药物；2）HBsAg ASO 药物 ACT201，临床前展现出相比 GSK836 更优的潜力，公司预计于 2q26 IND；3）ALPK1 免疫激动剂 ACT560，有望通过和干扰素联用进一步增强免疫反应，改善干扰素应答不足患者的疗效。目前该药物已完成候选化合物筛选、非临床药效探索等临床前研究；4）mRNA 疫苗 ACT400，有望在较短时间内大幅降低 HBsAg，并防止复发。目前该药物处于临床前阶段。我们认为公司在乙肝领域有望以派格宾为基石，形成完整的产品矩阵，为患者提供多样化的治疗组合。
- 风险提示：税收优惠政策发生不利变化风险；产品销售不及预期的风险；研发进度不及预期的风险。

财务摘要(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	2,817	3,696	4,740	5,865	7,028
(+/-)%	34.1%	31.2%	28.3%	23.7%	19.8%
净利润(归母)	828	1,031	1,314	1,669	2,081
(+/-)%	49.0%	24.6%	27.5%	27.0%	24.7%
每股净收益(元)	2.03	2.53	3.22	4.09	5.10
净资产收益率(%)	32.4%	29.9%	29.6%	29.3%	28.6%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	32.18	25.82	20.26	15.95	12.79

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

评级:

增持

目标价格(元):

80.51

当前价格(元):

65.00

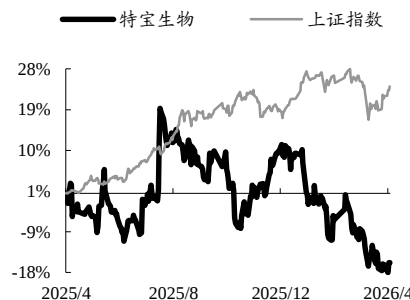
交易数据

52 周内股价区间(元)	63.30-91.33
总市值(百万元)	26,532
总股本/流通 A 股(百万股)	408/408
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0

资产负债表摘要(LF)

股东权益(百万元)	3,450
每股净资产(元)	8.45
市净率(现价)	7.7
净负债率	-24.14%

52周股价走势图



升幅(%)

1M

3M

12M

绝对升幅

-8%

-14%

-15%

相对指数

-7%

-13%

-39%

相关报告

业绩维持稳健增长，创新布局未来可期
2026.03.31

基石品种稳增长，新品放量添动能 2026.03.08

派格宾临床认可度提升，益佩生即将贡献增量
2025.09.15

财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	372	553	1,266	2,167	3,425	营业总收入	2,817	3,696	4,740	5,865	7,028
交易性金融资产	290	462	462	462	462	营业成本	184	260	386	460	526
应收账款及票据	809	1,244	1,479	1,840	2,200	税金及附加	14	20	24	29	35
存货	264	415	596	718	817	销售费用	1,113	1,451	1,848	2,276	2,713
其他流动资产	93	56	97	114	129	管理费用	278	364	462	569	678
流动资产合计	1,827	2,730	3,900	5,300	7,034	研发费用	295	388	545	674	773
长期投资	0	0	0	0	0	EBIT	964	1,239	1,489	1,885	2,344
固定资产	497	832	972	1,086	1,174	其他收益	34	27	47	59	70
在建工程	182	100	71	47	29	公允价值变动收益	1	3	0	0	0
无形资产及商誉	171	424	379	332	266	投资收益	4	7	7	9	11
其他非流动资产	374	288	288	288	288	财务费用	-2	-2	-5	-12	-21
非流动资产合计	1,223	1,643	1,710	1,754	1,757	减值损失	-4	0	0	0	0
总资产	3,050	4,374	5,610	7,054	8,791	资产处置损益	0	-1	0	0	0
短期借款	0	31	31	31	31	营业利润	971	1,251	1,533	1,936	2,405
应付账款及票据	60	106	123	146	167	营业外收支	-40	-75	-40	-40	-40
一年内到期的非流动负债	6	17	17	17	17	所得税	103	144	179	228	284
其他流动负债	355	553	781	943	1,088	净利润	828	1,031	1,314	1,669	2,081
流动负债合计	421	707	952	1,137	1,303	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	104	104	104	104	归属母公司净利润	828	1,031	1,314	1,669	2,081
应付债券	0	0	0	0	0	主要财务比率					
租赁负债	3	24	24	24	24	ROE(摊薄,%)	32.4%	29.9%	29.6%	29.3%	28.6%
其他非流动负债	73	88	88	88	88	ROA(%)	30.6%	27.8%	26.3%	26.4%	26.3%
非流动负债合计	76	217	217	217	217	ROIC(%)	33.4%	30.0%	28.4%	28.2%	27.7%
总负债	497	924	1,169	1,354	1,520	销售毛利率(%)	93.5%	93.0%	91.8%	92.2%	92.5%
实收资本(或股本)	407	408	408	408	408	EBIT Margin(%)	34.2%	33.5%	31.4%	32.1%	33.4%
其他归母股东权益	2,147	3,041	4,033	5,292	6,863	销售净利率(%)	29.4%	27.9%	27.7%	28.5%	29.6%
归属母公司股东权益	2,553	3,450	4,441	5,700	7,271	资产负债率(%)	16.3%	21.1%	20.8%	19.2%	17.3%
少数股东权益	0	0	0	0	0	存货周转率(次)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
股东权益合计	2,553	3,450	4,441	5,700	7,271	应收账款周转率(次)	4.7	4.0	3.9	3.9	3.8
总负债及总权益	3,050	4,374	5,610	7,054	8,791	总资产周转率(次)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
现金流量表(百万元)						净利润现金含量	0.5	0.7	1.0	0.9	1.0
经营活动现金流	431	729	1,289	1,562	1,999	资本支出/收入	8.9%	6.9%	5.5%	4.4%	3.4%
投资活动现金流	-309	-500	-252	-251	-229	EV/EBITDA	27.89	24.38	15.55	11.96	9.20
筹资活动现金流	-173	-67	-323	-410	-512	P/E(现价&最新股本摊薄)	32.18	25.82	20.26	15.95	12.79
汇率变动影响及其他	0	-1	-1	0	0	P/B(现价)	10.43	7.72	6.00	4.67	3.66
现金净增加额	-51	161	713	901	1,258	P/S(现价)	9.45	7.21	5.62	4.54	3.79
折旧与摊销	93	146	154	176	197	EPS-最新股本摊薄(元)	2.03	2.53	3.22	4.09	5.10
营运资本变动	-465	-419	-212	-314	-309	DPS-最新股本摊薄(元)	0.62	0.62	0.79	1.00	1.25
资本性支出	-251	-255	-260	-260	-240	股息率(现价,%)	0.9%	1.0%	1.2%	1.5%	1.9%

资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

目录

1. ALG-000184 作用机理明确，临床数据亮眼.....	4
2. 公司在乙肝治疗方向布局了完善的管线矩阵	4
3. 持续推进慢乙肝全人群治疗	6
4. 盈利预测与估值	7
5. 风险提示	8

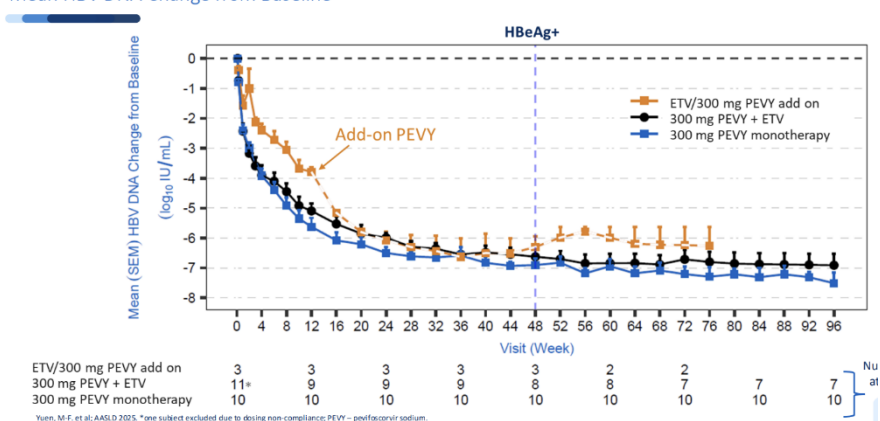
1. ALG-000184 作用机理明确，临床数据亮眼

Aligos 是一家美国生物科技公司，在肝脏和病毒疾病治疗领域享有较高知名度，公司于 2023 年与其首次签署了小核酸研究领域协议，共同开发反义寡核苷酸（ASO）类创新药物 ACT201，公司预计这款药物将在 2026 年二季度申报临床。

2026 年 4 月 16 日，公司公告从 Aligos 引入 ALG-000184，该药物系一款新型口服小分子衣壳组装调节剂（CAM-E），其通过双重作用机制，不仅有可能阻断乙肝病毒（HBV）复制并防止 HBV DNA 整合，还能减少共价闭环状 DNA（cccDNA）储存库。该药物单药治疗在 I 期临床试验中经 96 周给药后，在抑制 HBV DNA、HBV RNA 以及降低乙肝病毒相关抗原方面展现出良好效果，该药物有望成为在抑制病毒复制、控制再感染作用机制的同类最佳(BIC,Best-in-Class)药物。

图1: ALG-000184 可实现快速的 HBV DNA 降低效果

300 mg Pevifoscorvir Sodium ± ETV in HBeAg+ Subjects
Mean HBV DNA Change from Baseline



资料来源：Aligos 官网

I 期临床研究显示，受试者在每日单次和多次服用后，耐受良好，未观察到安全信号，且表现出线性 PK 和优异的抗病毒活性，在任何受试者中均未观察到病毒学突破，也未发现已知的 CAM 耐药突变。

HBeAg 阳性受试者中，每日口服 300mg ALG-000184 单药治疗 96 周后，9 例受试者 100%实现了 HBV DNA 持续抑制（<10 IU/mL）；在 HBeAg 阴性受试者中，第 24 周时 11 例受试者 100%实现 HBV DNA 抑制，并维持长达 96 周，在第 96 周时，9 例受试者中有 8 例（89%）的 HBV DNA 进一步下降至<LLOQ（10 IU/mL，TND）。

2. 公司在乙肝治疗方向布局了完善的管线矩阵

a 导致病毒难以从体内彻底被清除，单药难以实现较高水平的临床治愈率，现有及在研的治疗路线均围绕靶向病毒生命周期和激发宿主免疫系统两大领域开展。目前唯一获批的临床治愈方案（派格宾联合核苷（酸）类药物）也基于上述路径开发，核苷（酸）类药物用于抑制病毒复制，降低病毒负荷及对免疫系统抑制，派格宾用于持续激发宿主免疫系统清除受感染肝脏细胞，降低患者肝细胞内 cccDNA 以及 HBV 整合。但上述药物均存在一定局限性，核苷（酸）类药物抑制病毒能力并不理想，对于表面抗原（HBsAg）的抑制效果较差，难以安全停药，抗病毒效果仍存在较大局限，而长效干扰素用药期间存在一定副作用，且对于部分患者难以实现有效应答等。

因此，现有药物研发重点在于：1）靶向病毒生命周期，进一步优化病毒生

命周期的抑制水平，更高程度降低乙肝病毒负荷；2）强化宿主免疫系统，构建治疗和停药后有效、持久的免疫控制。目前，在慢乙肝临床治愈领域，开发进展较快的创新药物类别主要包括反义寡核苷酸（ASO）类药物和衣壳抑制剂（CAM-E），均有药物进入临床Ⅲ期。上述两类药物均靶向病毒生命周期，各自的主要机制如下：

图2：公司在 ASO 及 CAM-E 路线均实现创新管线布局

类型	主要机制	公司在研管线	其他同类产品
反义寡核苷酸（ASO）	通过碱基配对，靶向乙肝病毒 mRNA，诱导病毒基因沉默，从而抑制病毒蛋白产生	ACT201	GSK-836(Bepirovirsen)、AHB-137
衣壳抑制剂（CAM-E）	干扰病毒蛋白组装成衣壳过程，诱导其发生错误组装，形成不含HBV基因组的空衣壳，从而显著降低HBV DNA 与HBV RNA水平	ALG-000184	ZM-H1505R、GST-HG141

资料来源：insight 数据库，国泰海通证券研究

相较于现有上市药物，上述两类药物分别在快速降低病毒标志物表面抗原（HBsAg）和病毒 DNA（HBV DNA）方面具备一定优势，公司在上述两个领域有在研产品 ACT201 和此次引入的 ALG-000184，临床前数据和临床数据显示，在关键指标上，这两款药物均有可能成为该领域的同类最佳。

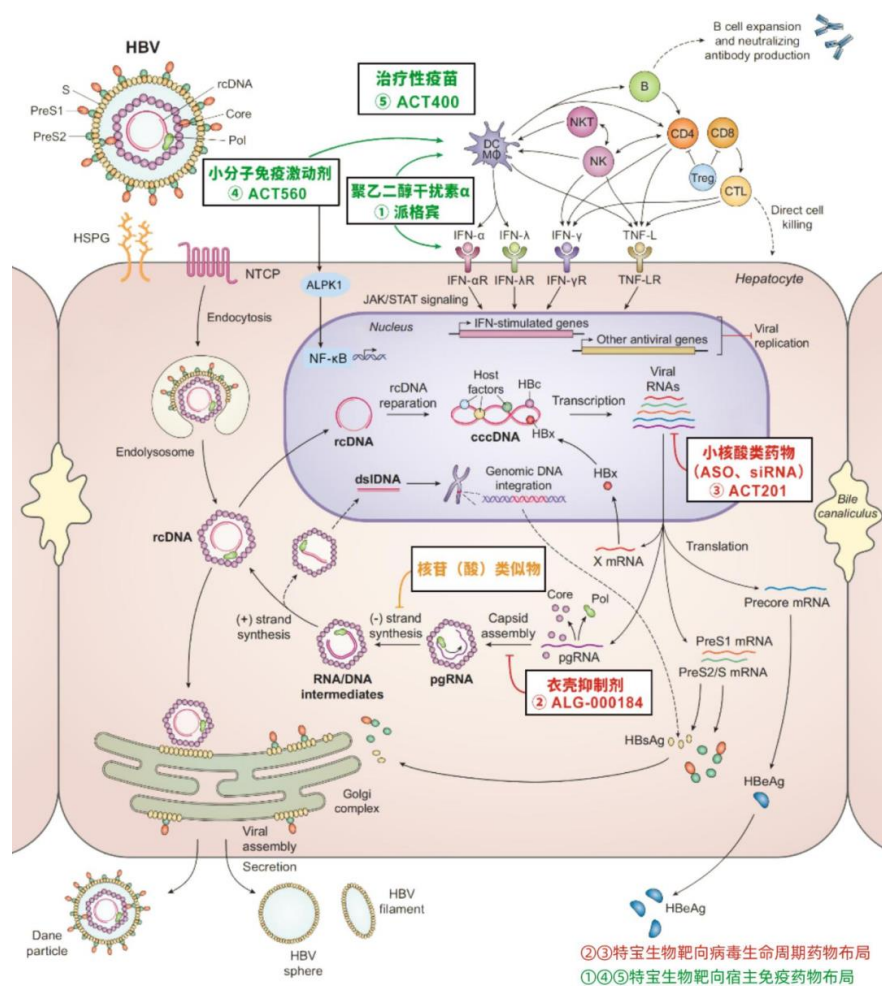
图3：公司在靶向宿主免疫领域布局包括 ACT560 和 ACT400

公司管线	类型	主要机制	主要特点和目标
ACT560	小分子免疫激动剂	一款靶向ALPK1靶点的全新免疫激动剂药物，其通过激活ALPK1激酶，可进一步激活下游信号通路，诱导趋化因子和细胞因子基因的转录，从而调节先天免疫反应	增强干扰素的抗乙肝病毒的效果，改善部分乙肝患者对干扰素治疗应答不足的状况
ACT400	mRNA疫苗	一款全新的mRNA 治疗性疫苗，通过体外合成编码目标抗原的mRNA序列，借助脂质纳米颗粒（LNP）进入宿主细胞并表达目标抗原，激发机体产生相应免疫反应	可实现多靶点协同机制，同时激发体液免疫与细胞免疫，并避免避免过度表达引发的免疫耐受

资料来源：特宝生物 2025 年报，国泰海通证券研究

除 ACT201 和 ALG-000184 外，公司在靶向宿主免疫领域，拥有派格宾和 2 款全新靶点、机制的创新药物 ACT400 和 ACT560，持续完善在靶向病毒周期和宿主免疫两大领域创新药物深度布局。

图4: 公司围绕乙肝病毒生命周期已实现多款药物布局



资料来源：特宝生物微信公众号

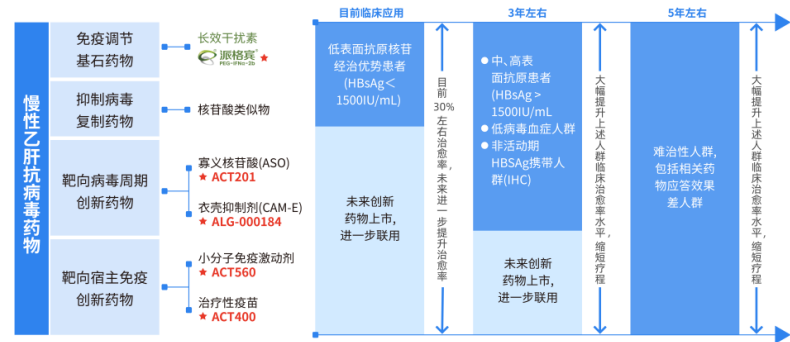
此外，针对表观遗传修饰（如 EPI-003, TUNE-401）、基因编辑（如 PBGENE-HBV）的药物已进入早期研究阶段。2025 年下半年，公司完成对基因治疗领域企业九天生物的收购，结合公司在慢性乙肝领域的积淀，有望打开慢性乙肝以及其他疾病的长期想象空间。

3. 持续推进慢乙肝全人群治疗

慢乙肝治疗市场目前正处于全面临床治愈的早期阶段。我们认为未来，临床治愈理念和治疗策略将进一步拓展至乙肝感染全人群，最大程度降低全人群的肝癌风险。现有大量研究数据和主要研究方向已充分说明，乙肝病毒独特复制模式导致病毒难以从体内彻底被清除，单药难以实现较高水平的临床治愈率。



图5: 公司在靶向宿主免疫领域布局包括 ACT560 和 ACT400



从优势患者出发,特宝生物将持续探索慢性乙肝不同人群更优治疗方案,最终实现感染全人群的治疗覆盖

资料来源: 特宝生物, 国泰海通证券研究

公司将持续加速创新药物研发, 积极推进面向全人群的多机制联合治疗策略的临床探索, 从优势患者出发, 最终实现对包括慢性乙肝患者以及非活动期 HBsAg 携带人群(IHC)、不确定期人群、免疫耐受期人群等在内的慢乙肝感染全人群的治疗覆盖, 最大程度降低全人群的肝癌风险。

4. 盈利预测与估值

我们维持对于公司 2026-2028 年的 EPS 预测不变, 参考以下可比公司, 考虑到公司的龙头地位, 我们给予公司 2026 年 25XPE, 对应股价 80.51 元。

表1: 可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
300573	兴齐眼药	67.81	3.26	4.14	5.04	20.81	16.37	13.47
688578	艾力斯	99.31	4.85	5.19	6.21	20.48	19.15	16.00
300357	我武生物	27.10	0.77	0.93	1.13	35.42	29.15	24.04
300558	贝达药业	45.09	1.27	1.70	2.09	35.63	26.54	21.61
平均值							22.80	18.78

资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

注: (1) 选取四家制药企业作为公司的可比公司; (2) 上市公司收盘价取 2026 年 4 月 16 日收盘价 EPS 预测取 Wind 一致预期, PE=收盘价/EPS, 收盘价及 EPS 均为表中对应数据

5. 风险提示

税收优惠政策发生不利变化风险：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。

产品销售不及预期的风险：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。

研发进度不及预期的风险：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。

本公司是本报告所述特宝生物(688278),艾力斯(688578)的做市券商。本报告系本公司分析师根据特宝生物(688278),艾力斯(688578)公开信息所做的独立判断。

本公司是本报告所述特宝生物(688278),艾力斯(688578)的做市券商。本报告系本公司分析师根据特宝生物(688278),艾力斯(688578)公开信息所做的独立判断。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 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 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
股票投资评级 行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号

邮编 200011

电话 (021) 38676666