

减重达标率优于替尔泊肽，高剂量减重效果未来可期

2024年11月21日

➤ **事件。**2024年11月20日，公司发布关于控股子公司一类创新药 RAY1225 注射液减重 II 期临床试验获得子研究顶线分析数据结果的公告。

➤ **RAY1225 具备 GLP-1 受体和 GIP 受体双重激动活性，中高剂量组数据值得期待。**RAY1225 注射液用于肥胖/超重患者与 2 型糖尿病患者的两项 II 期临床研究仍在进行中。用于肥胖/超重患者的 II 期临床试验 (REBUILDING-1) 于近日完成 PartA 子研究的数据库清理和锁定，获得顶线分析结果，达到主要终点，并在减重达标率和多种心血管和代谢危险因素改善方面均显著优于安慰剂。REBUILDING-1 研究包括 PartA 较低剂量平行研究和 PartB 较高剂量递增和扩展研究两部分。在 PartB 部分，9mg 和 12mg 耐受性良好，目前正在进行更高剂量 15mg 的安全性耐受性探索，9mg 和 12mg 的扩展研究也正在进行中。

➤ **有效性：减重达标率数值上高于替尔泊肽。**PartA 较低剂量平行研究部分中，超重/肥胖参与者接受 RAY1225 注射液 3mg、6mg 和安慰剂共入组 122 例，每两周给药一次，连续治疗 24 周。结果显示，RAY1225 注射液 3mg 组 (1mg 起始，第 8 周滴定到目标剂量并维持 16 周，总剂量为 30mg) 和 6mg 组 (1mg 起始，第 12 周滴定到目标剂量并维持 12 周，总剂量为 50mg)，两组体重呈剂量依赖性下降，体重相对变化的最小二乘均值分别为-10.06%和-12.97%，安慰剂组为-3.62%，两组体重下降均显著优于安慰剂组 ($P < 0.001$)。两组减重达标率方面，3mg 组和 6mg 组体重较基线变化百分比 $\geq 5\%$ 的参与者比例分别为 73.2%和 95.1%；体重较基线下降 $\geq 10\%$ 的参与者比例分别为 51.2%和 75.6%。RAY1225 注射液 6mg 组每两周给药一次，连续治疗 24 周，总剂量为 50mg，24 周体重较基线变化百分比 $\geq 5\%$ 和 $\geq 10\%$ 的参与者比例分别为 95.1%和 75.6%。减重达标率数值上高于替尔泊肽。

➤ **安全性：整体安全性、耐受性良好，未发现新增安全性信号。**最常见的为胃肠道相关不良事件，严重程度大多较轻微，多为一过性，主要发生在滴定给药期。RAY1225 注射液 6mg 组在腹泻、恶心、腹胀、食欲减退等胃肠道不良事件发生率，均低于替尔泊肽 SURMOUNT-CN 报道的 10mg 和 15mg 两个剂量组对应的不良事件发生率。

➤ **投资建议：**RAY1225 公布的低剂量组数据中减重达标率上高于替尔泊肽，安全性和耐受性均良好，后续期待中、高剂量组数据读出。我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 27.32/31.21/36.08 亿元，归母净利润 2.44/3.62/4.31 亿元，对应 PE 为 47/32/27 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**销量释放不能与集采降价对冲风险；市场竞争加剧风险；产品研发不及预期风险；医保政策、准入政策变化的风险；中药材价格上涨导致企业成本上升风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,611	2,732	3,121	3,608
增长率 (%)	-2.5	4.7	14.2	15.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	263	244	362	431
增长率 (%)	-18.3	-7.5	48.8	19.0
每股收益 (元)	0.31	0.29	0.43	0.51
PE	44	47	32	27
PB	2.6	2.6	2.5	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 11 月 20 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

13.50 元



分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

研究助理 张梦鸽

执业证书：S0100123070092

邮箱：zhangmengge@mszq.com

相关研究

1. 众生药业 (002317.SZ) 2024 年半年报点评：短期内集采导致业绩承压，创新药布局厚积薄发-2024/08/30

2. 众生药业 (002317.SZ) 深度研究：中药为基稳健增长，创新产品打开成长第二曲线-2024/08/14

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,611	2,732	3,121	3,608
营业成本	1,081	1,179	1,315	1,513
营业税金及附加	25	27	31	36
销售费用	890	929	1,055	1,212
管理费用	156	158	178	202
研发费用	127	148	172	202
EBIT	352	307	389	463
财务费用	17	12	14	17
资产减值损失	-17	-10	-11	-13
投资收益	24	25	28	32
营业利润	299	321	404	481
营业外收支	-15	-57	-9	-8
利润总额	284	264	395	473
所得税	34	29	43	52
净利润	250	235	352	421
归属于母公司净利润	263	244	362	431
EBITDA	476	449	564	672

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,252	1,053	837	577
应收账款及票据	978	1,032	1,179	1,362
预付款项	87	31	34	39
存货	520	580	647	744
其他流动资产	1,123	1,170	1,200	1,236
流动资产合计	3,961	3,865	3,896	3,959
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	569	610	651	693
无形资产	447	594	742	880
非流动资产合计	2,498	2,683	2,863	3,013
资产合计	6,459	6,548	6,759	6,972
短期借款	621	621	621	621
应付账款及票据	94	105	117	134
其他流动负债	300	286	289	298
流动负债合计	1,015	1,012	1,028	1,054
长期借款	97	97	97	97
其他长期负债	821	860	860	860
非流动负债合计	918	957	957	957
负债合计	1,933	1,968	1,984	2,010
股本	853	852	852	852
少数股东权益	169	160	150	139
股东权益合计	4,526	4,580	4,774	4,962
负债和股东权益合计	6,459	6,548	6,759	6,972

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-2.45	4.67	14.23	15.59
EBIT 增长率	-9.74	-12.79	26.63	19.23
净利润增长率	-18.25	-7.50	48.82	19.01
盈利能力 (%)				
毛利率	58.60	56.85	57.87	58.06
净利润率	10.08	8.91	11.61	11.95
总资产收益率 ROA	4.08	3.72	5.36	6.19
净资产收益率 ROE	6.04	5.51	7.84	8.94
偿债能力				
流动比率	3.90	3.82	3.79	3.76
速动比率	2.89	2.76	2.65	2.52
现金比率	1.23	1.04	0.81	0.55
资产负债率 (%)	29.93	30.06	29.36	28.83
经营效率				
应收账款周转天数	67.72	64.62	61.83	61.49
存货周转天数	166.77	167.95	167.84	165.41
总资产周转率	0.43	0.42	0.47	0.53
每股指标 (元)				
每股收益	0.31	0.29	0.43	0.51
每股净资产	5.12	5.19	5.43	5.66
每股经营现金流	0.22	0.19	0.34	0.38
每股股利	0.20	0.18	0.27	0.33
估值分析				
PE	44	47	32	27
PB	2.6	2.6	2.5	2.4
EV/EBITDA	22.56	23.91	19.02	15.98
股息收益率 (%)	1.48	1.36	2.03	2.42

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	250	235	352	421
折旧和摊销	124	142	176	208
营运资金变动	-251	-260	-242	-310
经营活动现金流	191	158	292	320
资本开支	-352	-374	-350	-350
投资	-411	0	0	0
投资活动现金流	-743	-194	-322	-317
股权募资	590	0	0	0
债务募资	246	17	0	0
筹资活动现金流	842	-163	-186	-263
现金净流量	289	-199	-216	-260

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026