

# 众生药业 (002317.SZ)

买入 (首次评级)

中药为基、创新引领，在研管线进入收获期

当前价格: 11.03 元

## 投资要点:

### ➤ 中药: 复方血栓通有望实现以价换量

公司核心中成药品种包括复方血栓通系列、脑栓通胶囊、众生丸等，其中复方血栓通胶囊在全国中成药采购联盟集采中成功中选，30粒装的中标价格为12.62元/盒，公司有望借助集采实现以价换量，提升市场份额，巩固市场主导地位，推动渠道下沉和基层医疗机构的准入。

### ➤ 化药: 挖掘潜力品种，增长稳健

公司化药板块产品覆盖呼吸、消化、眼科、抗过敏、抗病毒等治疗领域。羧甲司坦口服溶液和羧甲司坦片是国家基本药物和呼吸系统的基础用药，硫酸铝口服混悬液具有独特剂型优势。公司品种众多，未来将持续挖掘重点潜力品种，逐步增加过亿品种数量，实现稳健增长。

### ➤ 创新药陆续上市，公司长期成长动力充沛

公司注重创新药研发，现已实现：1个一类新药上市（来瑞特韦片，治疗新冠）、1个一类新药上市申请获受理（昂拉地韦片，治疗甲型流感），6个新药项目处于临床阶段，其中GLP-1/GIP双靶点创新药RAY1225处于II期临床；1）昂拉地韦：临床效果优于奥司他韦，获批在即。昂拉地韦组在III期临床中位TTAS和发热缓解时间均比奥司他韦组缩短了近10%，23年12月递交NDA获得受理；2）RAY1225减重效果明显，I期临床高剂量6周减重7.9%。目前糖尿病及减重适应症均处于II期临床阶段，在I期临床中，两个不同剂量的两周一次滴定给药后，6周时体重较基线平均降幅分别为5.33%和7.90%；3）NASH新药ZSP1601，属于First-in-class药物，已完成Ib/IIa期临床试验。在Ib/IIa期临床试验中，ZSP1601片治疗4周可改善NASH患者的肝脏炎症和损伤的相关生物标志物如丙氨酸氨基转移酶（ALT）、门冬氨酸氨基转移酶（AST），肝脏脂肪含量指标（PDFP）和纤维化指标等，且具有明显的量效关系，公司于2023年的6月份已启动IIb期的临床。

### ➤ 盈利预测与投资建议

众生药业主营业务稳健，中成药重点品种复方血栓通进入集采，有望借助集采实现以价换量。公司在研品种丰富，流感新药昂拉地韦已申报上市，GLP-1/GIP双靶点创新药RAY1225处于II期临床，公司成长性较强，预计24-26年实现归母净利润2.9/4.3/5.1亿，对应PE分别为33/22/18.5倍，选取GLP-1产业链及中药相关标的作为可比公司，24年调整后平均PE为26.1倍，考虑到公司后续管线将陆续上市，成长性凸显，首次覆盖给予”买入“评级。

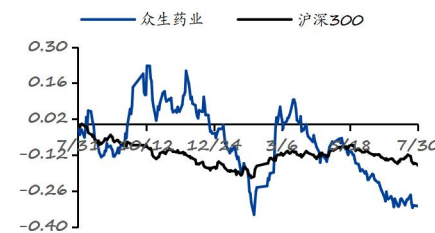
### ➤ 风险提示

中成药集采放量不及预期、研发进展不及预期、化学药集采风险

## 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	851.56/761.62
流通A股市值(百万元)	8,400.64
每股净资产(元)	5.17
资产负债率(%)	26.46
一年内最高/最低价(元)	21.35/10.22

## 一年内股价相对走势



## 团队成员

分析师: 盛丽华(S0210523020001)  
SLH30021@hfzq.com.cn

## 相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,676	2,611	2,998	3,455	3,987
增长率	10%	-2%	15%	15%	15%
净利润(百万元)	322	263	285	429	507
增长率	16%	-18%	8%	51%	18%
EPS(元/股)	0.38	0.31	0.33	0.50	0.59
市盈率(P/E)	29.1	35.6	32.9	21.9	18.5
市净率(P/B)	2.5	2.2	2.1	2.0	1.9

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



## 正文目录

1 众生药业：中药为基，创新引领	3
1.1 集采冲击业绩下滑，创新转型厚积薄发	4
1.2 复方血栓通中标集采、业绩短期承压	6
1.3 化药板块增长稳健，覆盖多领域	8
2 创新引领：公司在研管线丰富，即将迎来收获期	9
2.1 昂拉地韦片：流感新药获批在即，效果优于奥司他韦	10
2.2 GLP-1 海外销售火热，RAY1225 I 期减重效果显著	11
2.3 NASH 新药 ZSP1601 研究进展迅速，静待花开	12
3 盈利预测与估值	13
3.1 盈利预测与关键假设	13
3.1 投资建议	14
4 风险提示	14

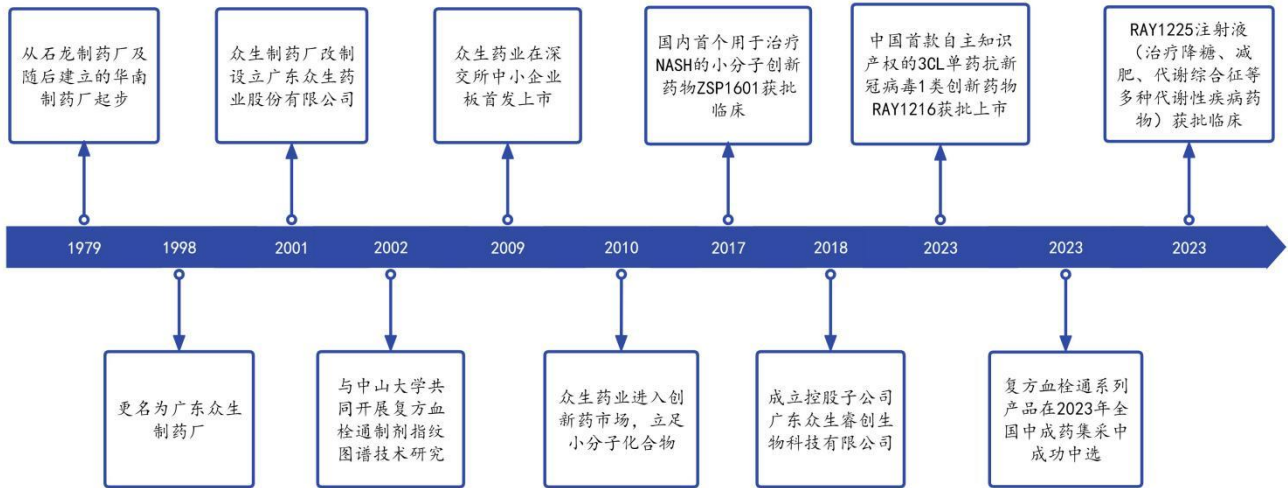
## 图表目录

图表 1: 众生药业发展历程	3
图表 2: 众生药业股权结构 (截至 24Q1)	3
图表 3: 众生药业员工持股计划考核目标	4
图表 4: 众生药业营收 (亿元) 及增速	4
图表 5: 众生药业归母净利润 (亿元) 及增速	4
图表 6: 众生药业历年毛利率及净利率 (%)	5
图表 7: 众生药业各项费用率水平 (百万元)	5
图表 8: 众生药业研发投入 (百万元) 及增速	5
图表 9: 众生药业各板块营收 (百万元)	5
图表 10: 众生药业各板块收入占比情况 (%)	5
图表 11: 众生药业各板块毛利 (百万元)	6
图表 12: 众生药业各板块毛利占比情况 (%)	6
图表 13: 众生药业中成药板块主要产品介绍	6
图表 14: 众生药业核心产品复方血栓通中标情况	7
图表 15: 中成药业务收入及增速 (百万元, %)	7
图表 16: 中成药毛利率 (%)	7
图表 17: 众生药业化学药板块主要产品介绍	8
图表 18: 化学药营收及增速 (百万元, %)	9
图表 19: 化药毛利率 (%)	9
图表 20: 公司旗下创新药平台众生睿创主要产品管线	10
图表 21: 近年来中国流感发病人数 (左) 及发病率 (右)	11
图表 22: 2021-2024 年度南方省份哨点医院报告的流感样病例 (%)	11
图表 23: 司美销售总额及增速 (亿美元, %)	12
图表 24: 礼来替尔泊肽销售总额 (亿美元)	12
图表 25: 非酒精性脂肪肝炎 (NASH) 致病机制	13
图表 26: 公司业绩拆分预测表 (百万元)	14
图表 27: 可比公司估值表 (截至 2024.7.30)	14
图表 28: 财务预测摘要	16

## 1 众生药业：中药为基，创新引领

**中药为基，创新引领。** 众生药业始创于1979年，于2009年在深圳证券交易所上市，公司主营业务为中成药的生产与销售，**产品包括：**众生丸、清热祛湿颗粒等岭南名药，在两广市场居于领导地位，并自主开发了复方血栓通胶囊、脑栓通胶囊等核心产品。公司在呼吸抗病毒领域与代谢性疾病领域的在研储备丰富，已建立起以特色中成药为基础、高端仿制药为依托、创新药为引领的多层次研发体系。

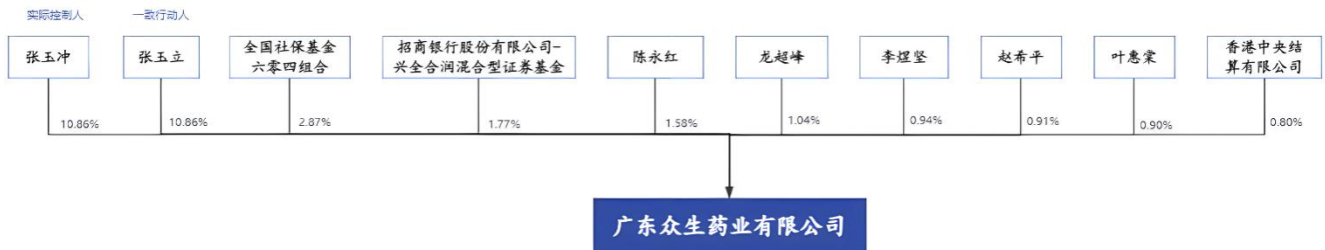
图表 1：众生药业发展历程



数据来源：公司官网、公司公告、百度百科、华福证券研究所

**公司管理决策权稳定。** 张玉立与张玉冲为一致行动人，张玉立的股东表决权全部由张玉冲享有，即张玉冲拥有 21.72%的表决权，为公司控股股东、实际控制人。目前公司前五大股东分别为张玉冲、张玉立、国社保基金六零四组合、招商银行股份有限公司-兴全合润混合型证券投资基金和陈永红，持股比例分别为 10.86%、10.86%、2.87%、1.77%和 1.58%。

图表 2：众生药业股权结构（截至 24Q1）



数据来源：iFinD、公司公告、华福证券研究所

**实施员工持股计划，彰显长期发展信心。** 2024年7月，公司发布《2024年员工持股计划》，涉及股票规模不超过 555.1 万股，占公司当前总股本的 0.65%。本次持股计划考核收入或创新药研发进展（公司层面解锁选取完成度高的一项）。**收入端**



**考核目标：**24-26 年收入触发值分别为 29.16/32.4/36 亿元，同比增长 11.7%/11.1%/11.1%，24-26 年收入的目标值分别为 32.4/36/40 亿元，同比增长 24.1%/11.1%/11.1%。

**图表 3：众生药业员工持股计划考核目标**

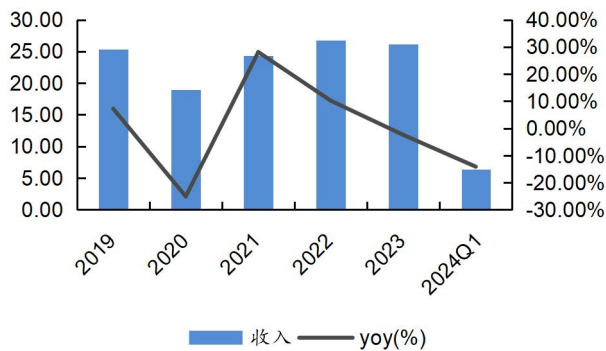
解锁期	对应考核年度	营业收入 (A)		创新药研发进度 (B)
		目标值 (Am)	触发值 (An)	目标值 (Bm)
第一个解锁期	2024 年	32.40 亿元	29.16 亿元	2024 年度，创新药国内外 IND 批准数量不少于 2 个，或启动 II 期/III 期临床试验不少于 3 个
第二个解锁期	2025 年	36.00 亿元	32.40 亿元	2024-2025 年度，创新药国内外 IND 批准数量累计不少于 4 个且累计完成 1 个 NDA 受理，或启动 II 期/III 期临床试验数量累计不少于 6 个
第三个解锁期	2026 年	40.00 亿元	36.00 亿元	2024-2026 年度，创新药国内外 IND 批准数量累计不少于 6 个且累计完成 2 个 NDA 受理，或启动 II 期/III 期临床试验数量累计不少于 8 个

数据来源：公司公告、华福证券研究所

### 1.1 集采冲击业绩下滑，创新转型厚积薄发

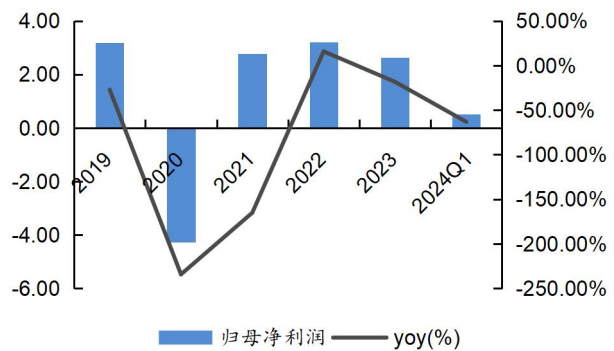
**核心中成药产品集采，公司业绩短期承压。**2021-2022 年，公司克服疫情影响营收稳定增长，2023 年受到复方血栓通集采降价影响，2023 年，公司实现营收 26.1 亿元，同比下降 2.4%；实现归母净利润 2.6 亿元，同比下降 18.3%。2024Q1 公司实现营收 6.41 亿元，同比下降 14.2%；实现归母净利润 0.5 亿元，同比下降 63.2%。

**图表 4：众生药业营收（亿元）及增速**



数据来源：iFinD，华福证券研究所

**图表 5：众生药业归母净利润（亿元）及增速**

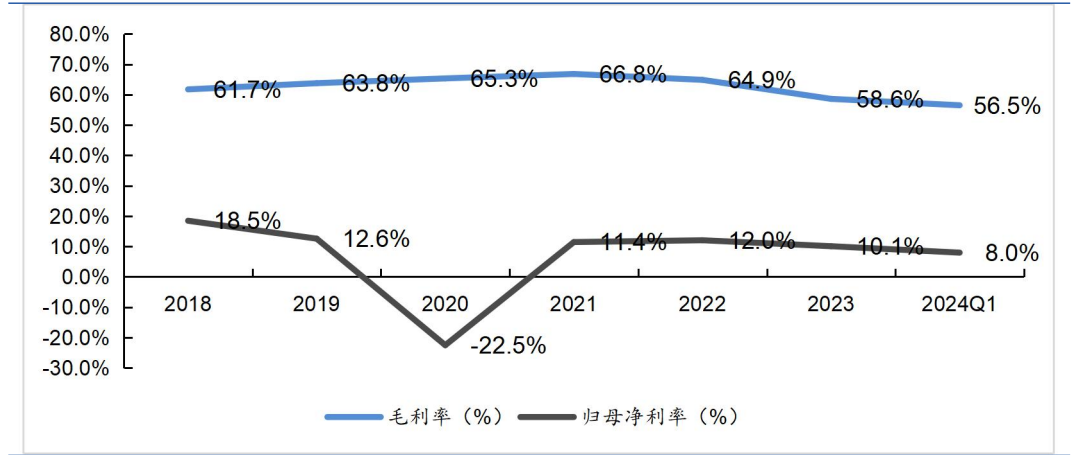


数据来源：iFinD，华福证券研究所

**公司盈利能力稳定，创新产品落地有望助力盈利能力进一步提升。**公司综合毛利率浮动较小，基本维持在 60%左右，处于高位。净利率整体呈现下滑趋势。



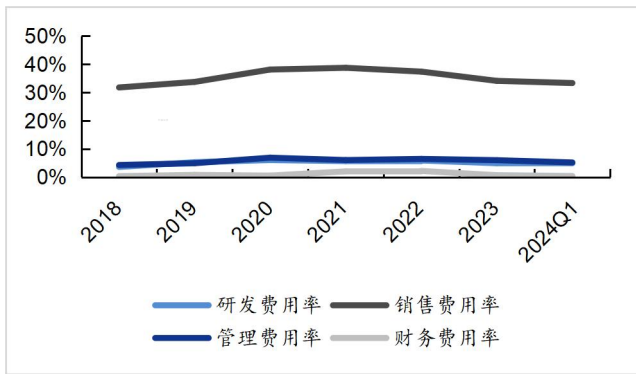
图表 6: 众生药业历年毛利率及净利率 (%)



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

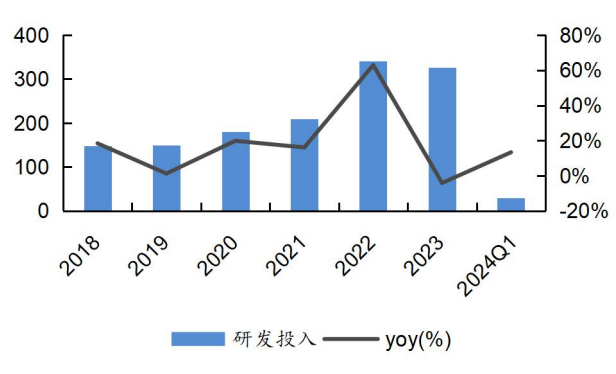
**保持高强度研发投入, 创新转型步伐坚定。**公司各项费用率近年来有所下降, 2023 年销售费用率为 34.1%, 管理费用率为 6%, 财务费用率为 0.6%, 研发费用率为 4.9%。整体来看, 公司对费用端进行了有效的控制以保障盈利能力。研发投入方面, 公司 2022 年及 2023 年的研发投入均超过了 3 亿元。2024 年第一季度研发投入为 2997 万元, 同比增长 13.34%, 保持高强度的研发投入, 以期创新药研发实现突破。

图表 7: 众生药业各项费用率水平 (百万元)



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

图表 8: 众生药业研发投入 (百万元) 及增速

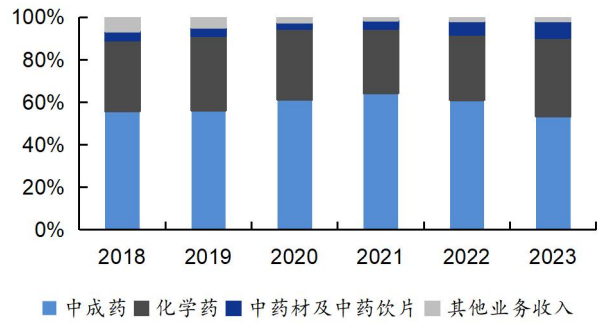
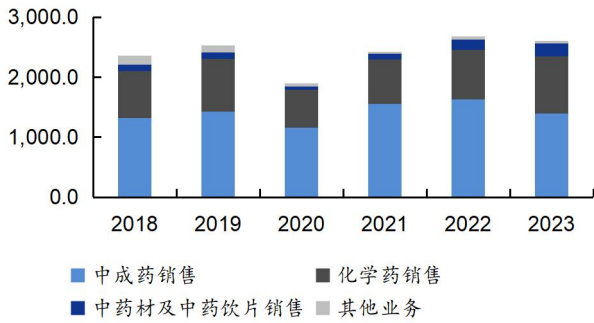


数据来源: iFinD, 华福证券研究所

**中成药、化学药齐发展。**近五年, 中成药营收占比均超过 50%, 毛利贡献超 60%; 化学药营收占比均超过 30%, 毛利贡献超 20%。随着公司业务的扩展, 从 21 年开始, 中成药的营收占比逐渐下降, 化学药的营收占比逐渐上升, 2023 年公司中成药营收达 13.9 亿, 占比为 53.3%, 毛利贡献为 64.4%; 化学药营收为 9.6 亿, 占比已提升至 36.8%, 毛利贡献为 33.1%。

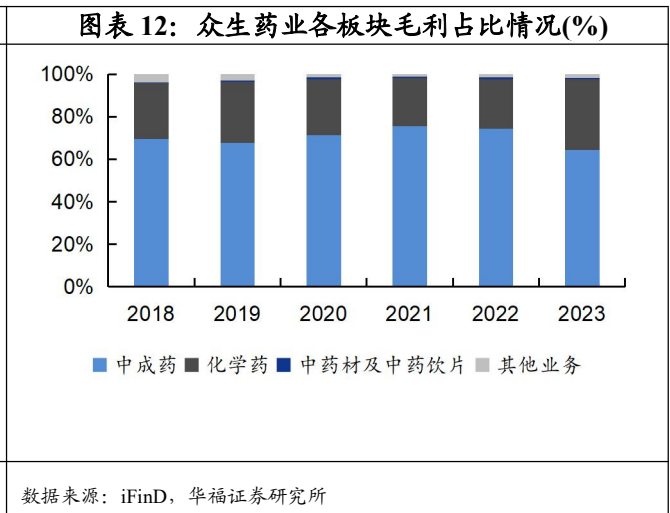
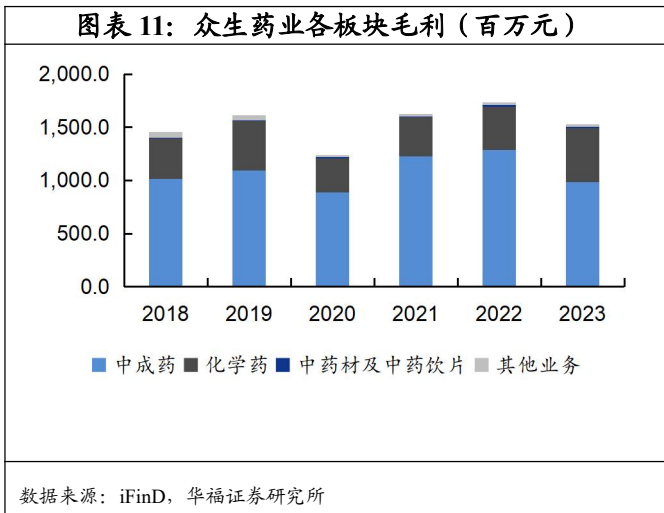
图表 9: 众生药业各板块营收 (百万元)

图表 10: 众生药业各板块收入占比情况 (%)



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

数据来源: iFinD, 华福证券研究所



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

数据来源: iFinD, 华福证券研究所

## 1.2 复方血栓通中标集采、业绩短期承压

中成药具备核心竞争力，核心产品中选集采。中成药是公司核心业务基础和重要的增长来源，现有中成药产品覆盖眼科、心脑血管、呼吸、清热祛湿等多个治疗领域。其中复方血栓通胶囊、脑栓通胶囊、复方丹参片等产品入选国家医保目录。

图表 13: 众生药业中成药板块主要产品介绍

功能主治/治疗领域	药品名称	产品特点
眼科、心脑血管	复方血栓通系列产品	国家基药目录、国家医保目录品种。公司是复方血栓通系列制剂的产品原创者、标准制定者、行业引领者和市场主导者。核心产品复方血栓通胶囊为原研独家剂型品种，临床价值大、科技内涵高、市场应用广。复方血栓通胶囊以其明确的血管保护作用，用于心血管疾病治疗，也被多项临床指南及共识推荐用于视网膜静脉阻塞等多种眼底疾病的治疗，临床证据丰富、药物经济学优势突出，连续多年在国内眼科内服中成药领域市场占有率排名第一位。2023年6月，复方血栓通系列产品在全国中成药采购联盟集采中成功中选。
	脑栓通胶囊	国家医保目录独家品种。脑栓通胶囊是中国工程院王永炎院士基于“毒损脑络”病机学说研制的现代中成药，改善脑血循环，保护神经功能，减少卒中残障，全病程守护卒中患者健康，是安全、经济的缺血性脑卒中临床治疗药物。



复方丹参片 国家基药目录、国家医保目录品种。经典组方，用于改善心绞痛症状，是冠心病治疗的常规用药。其药物经济学优势明显，实现慢病患者长期治疗获益。该产品在广东联盟中成药集采中中选。

呼吸 众生丸系列产品 岭南名药，独家原研剂型，具有抗菌消炎、清热解毒的功效，用于咽喉肿痛等咽喉疾病。三大古方精华十七味中药组方，及低温干燥、干粉压丸工艺等专利制造技术是其疗效的保障。30余年口碑传承，因其疗效确切，获得“最受欢迎咽喉用药”、“最受欢迎家庭常用药”、“百姓最放心药品品牌”等多项美誉。众生丸系列产品是广东省名牌产品、广东省自主创新产品。

清热祛湿 清热祛湿颗粒 组方使用岭南道地药材，标本兼治，祛除体内湿热，药性温和，祛湿不寒凉，不伤脾胃，是适合全家人使用的岭南凉茶。该产品作为祛湿类凉茶领导品牌，深受消费者喜爱。

数据来源：iFinD、公司年报、华福证券研究所

核心产品复方血栓通在全国中成药采购联盟集采中成功中选，规格为每粒 0.5g，每盒 30 粒的复方血栓通胶囊以 12.62 元/盒中选，核心产品降价对公司短期业绩造成冲击，同时也有助于公司巩固市场主导地位，推动渠道下沉和基层医疗机构的准入。

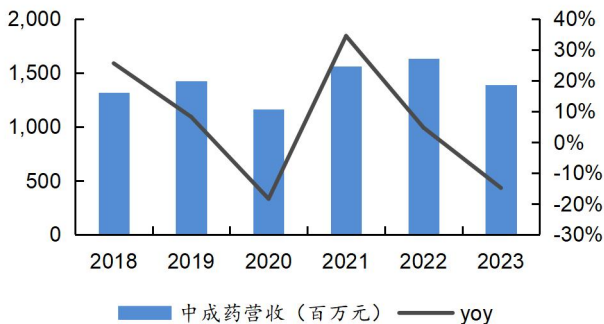
图表 14: 众生药业核心产品复方血栓通中标情况

药品名称	剂型	规格	包装材质	包装数量	中选价格(元)
复发血栓通胶囊	胶囊剂	每粒装 0.5g	铝塑包装	30	12.62
复发血栓通胶囊	胶囊剂	每粒装 0.5g	铝塑包装	36	15.14
复发血栓通胶囊	胶囊剂	每粒装 0.5g	铝塑包装	60	27.76
复方血栓通颗粒	颗粒剂	每袋装 3g(无蔗糖)	镀铝复合膜袋	9	36.57
复方血栓通软胶囊	胶囊剂	每粒装 0.66g	铝塑包装	18	33.16
复方血栓通软胶囊	胶囊剂	每粒装 0.66g	铝塑包装	27	49.74

数据来源：上海阳光医药采购网、华福证券研究所

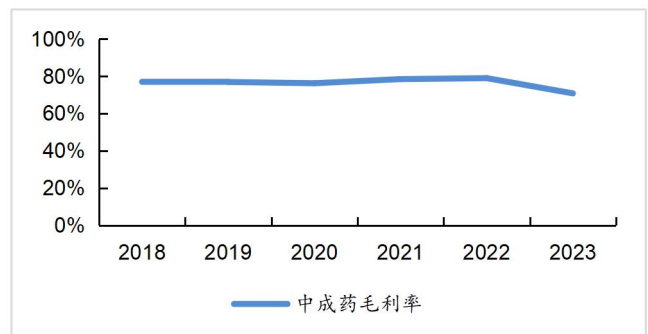
中成药业绩短期承压，盈利能力维持稳定。2023 年中成药由于集采降价、中药材上涨等原因，全年实现营收 13.9 亿元，同比下降 14.9%，毛利率长期保持在 70% 以上，2023 年毛利率为 70.8%，同比有所下降。

图表 15: 中成药业务收入及增速(百万元, %)



数据来源：iFinD，华福证券研究所

图表 16: 中成药毛利率 (%)



数据来源：iFinD，华福证券研究所



## 1.3 化药板块增长稳健，覆盖多领域

公司化药产品覆盖呼吸、消化、眼科、抗过敏、抗病毒等治疗领域。来瑞特韦片是中国首个 3CL 单药抗新冠病毒感染口服药，凭借良好的疗效以及优秀的安全性，为抗击新冠打下坚实基础以及提供重要保障。羧甲司坦口服溶液和羧甲司坦片是国家基本药物和呼吸系统的基础用药，硫酸铝口服混悬液具有独特剂型优势。

图表 17: 众生药业化学药板块主要产品介绍

功能主治/ 治疗领域	药品名称	产品特点
呼吸	来瑞特韦片	公司首款一类创新药。中国首个 3CL 单药抗新冠病毒感染口服药。能够快速降低病毒滴度、缩短转阴时间、缓解临床症状，疗效显著。与其他组合包装 3CL 口服抗新冠药物相比，来瑞特韦片单药应用，无需考虑基础疾病患者合并利托那韦用药的风险，安全性高。该产品经谈判成功进入 2023 版医保目录。
	羧甲司坦口服溶液（片）	口服溶液和片剂均为国家基药目录、国家医保目录品种。羧甲司坦双重祛痰、抗炎抗氧化，用于治疗呼吸道多种疾病引起的痰液黏稠、咳痰困难。公司拥有羧甲司坦原料、片剂和溶液剂的生产批文，具备原料制剂一体化优势，口服溶液剂型市场占有率提升迅速。羧甲司坦口服溶液及片剂均已通过一致性评价（含视同）。
抗生素、 抗病毒、 抗结核	头孢克肟分散片	第三代口服头孢菌素类药物，广谱抗菌，速效持久，安全经济，几乎没有肾毒性。分散片剂型，崩解速度快，药物溶出迅速，机体吸收快，生物利用度高，作用时间长，口味清甜，多种服药方式，特别适合老人、小孩和吞咽困难患者。该产品通过了一致性评价并在第七批国家集采中中选。
	头孢拉定胶囊	经典头孢菌素类广谱抗菌药物。该产品通过了一致性评价并在第二批国家集采中中选。
	注射用单磷酸阿糖腺苷	广谱抗病毒药物，能抑制 DNA 病毒及多种 RNA 病毒，可用于多种病毒性感染性疾病，水溶性高，静滴血药浓度达峰时间仅 0.5 小时。专利产品，企业生产标准高于国家标准，质量有保证。产品适应症广，可用于多个科室。
	异烟肼片	国家基药目录、国家医保目录品种，经典抗结核药物。公司是国内抗结核药物市场的重要参与者，具有稳固的市场地位，其中异烟肼片在第二批国家集采中中选，盐酸乙胺丁醇片在第三批国家集采中中选，吡嗪酰胺片在第四批国家集采中中选。传统抗结核药物在国家集采中获得了新的市场机遇。
	吡嗪酰胺片	
盐酸乙胺丁醇片		
	利福平胶囊	
	利巴韦林片	国家基药目录、国家医保目录品种，应用广泛且可靠的抗病毒药物。利巴韦林抑制病毒复制，影响病毒蛋白合成，调节机体免疫，作用于多靶点，不易产生耐药性，口服迅速且完全，疗效确切。公司是前三个通过利巴韦林仿制药一致性评价的企业之一，该产品在广东省际联盟集采中中选。
消化	硫酸铝口服混悬液	国家医保目录品种。经典的胃黏膜保护剂，具有独特剂型优势，口服后迅速覆盖在溃疡表面形成长效保护膜，多环节增强胃黏膜保护防御功能，与 PPI 联合应用治疗胃/十二指肠溃疡、慢性胃炎等消化道疾病，有效提高溃疡愈合质量，改善黏膜炎症，降低疾病复发率。该产品近年市场拓展增速明显。



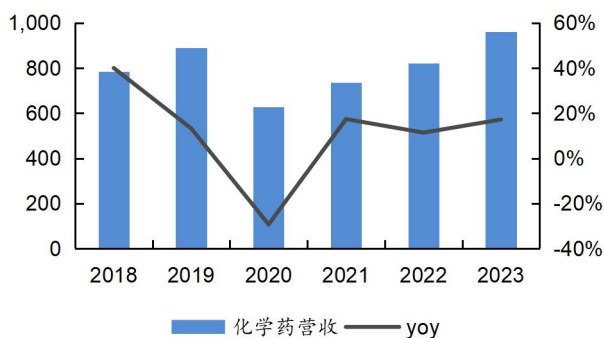


眼科	普拉洛芬滴 眼液	国家医保目录品种。普拉洛芬滴眼液获得国内指南和欧洲指南共同推荐，用于外眼及眼前节炎症的对症治疗，并列入多个眼科疾病诊疗路径，应用广泛、安全舒适。
	盐酸氮萘斯 汀滴眼液	国家医保目录品种。《过敏性结膜炎诊断和治疗专家共识》推荐，盐酸氮萘斯汀滴眼液双效抗过敏作用，推荐作为急性过敏性结膜炎首选用药、慢性过敏性结膜炎基础用药。该产品疗效显著、刺激性小、安全性高，市场销售持续增长，在医院终端眼科抗过敏药物领域排名前列。公司是同通用名产品的市场领导品牌。
	地夸磷索钠 滴眼液	可通过促进黏蛋白和泪液分泌从而稳定泪膜，是一种全新作用机制的干眼治疗药物，获得多部指南共识推荐用于治疗不同类型的干眼症，应用广泛，是目前国内临床促进泪液分泌的主要药物。该产品在第九批国家集采中中选。
	溴芬酸钠滴 眼液	国家医保目录品种。溴芬酸钠滴眼液通过抑制环氧合酶活性，从而阻断炎症介质前列腺素的合成，改善眼部炎症症状，强效镇痛、广泛抗炎，是新一代非甾体抗炎药。多项指南共识推荐其用于多种眼部疾病抗炎镇痛，包括轻中度干眼、过敏性结膜炎、白内障手术、屈光手术等，并被列入多个眼科疾病诊疗路径。
抗过敏	氯雷他定片	国家基药目录、国家医保目录品种。第二代非镇静抗组胺药物，起效快，作用时间长，无明显的抗胆碱和中枢抑制作用。国内外众多指南推荐氯雷他定为抗过敏一线用药，临床应用广泛，医患认可度高。该产品已通过一致性评价。
	富马酸氯马 斯汀口服溶 液	拮抗 H1 受体、抗炎、稳定肥大细胞膜，多效抗过敏，止痒效果显著。凭借其起效迅速、作用持久、低毒性等特点，可用于过敏性鼻炎、荨麻疹、湿疹及其他过敏性皮肤病。该产品为全国独家口服溶液剂型，有儿童用法用量证据，适用于儿童抗过敏治疗，具备明确的临床优势。

数据来源：iFinD，公司年报、华福证券研究所

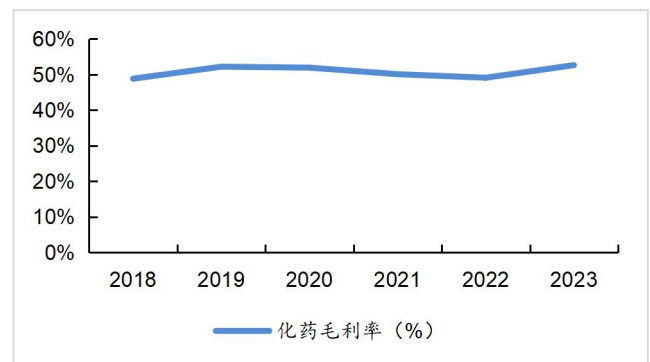
公司化药板块增长稳健，盈利能力稳定。2023 年化药板块表现亮眼，实现收入 9.6 亿元，同比增长 17.2%。近年来，化药板块的毛利率稳定在 50%左右，2023 年化药毛利率为 52.7%。

图表 18: 化学药营收及增速 (百万元, %)



数据来源：iFinD，华福证券研究所

图表 19: 化药毛利率 (%)



数据来源：iFinD，华福证券研究所

## 2 创新引领：公司在研管线丰富，即将迎来收获期

致力研发创新药物，研发管线成果丰富。广东众生睿创生物科技有限公司



(众生睿创) 成立于 2018 年 10 月, 是公司旗下创新药研究平台, 专注于呼吸系统和代谢性疾病领域创新药物研发与商业化, 聚焦研发流感、新冠、禽流感、特发性肺纤维化、非酒精性脂肪肝性肝炎 (NASH)、2 型糖尿病和体重管理等重大疾患全新疗法。

在研管线丰富, 流感新药获批在即, GLP-1&NASH 新药稳步推进。1) 来瑞特韦片 (新冠): 全球首个口服拟肽类单药 3CL 蛋白酶抑制剂, 用于治疗轻中度新冠病毒感染患者的来瑞特韦片已经获得药品注册证书, 实现产业化; 2) 昂拉地韦片 (流感): 全球首个流感病毒 RNA 聚合酶 PB2 抑制剂昂拉地韦片已经向 NMPA 递交 NDA 申请获得受理; 3) NASH 新药: 国内首个获批临床治疗 NASH 的创新药 ZSP1601 正在 IIb 期临床; 具有全球自主知识产权; 4) GLP-1 双靶点创新药: 用于治疗糖尿病、超重&肥胖的长效 GLP-1/GIP 单分子双重激动剂 RAY1225 注射液处于 II 期临床。

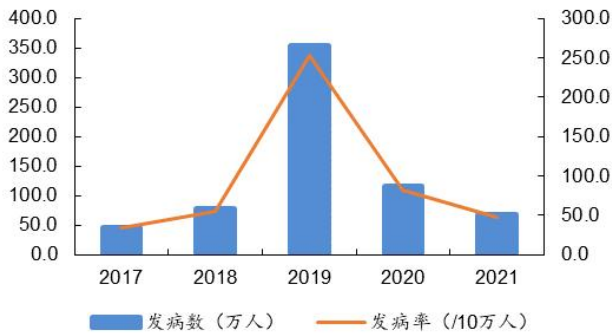
图表 20: 公司旗下创新药平台众生睿创主要产品管线

治疗领域	产品	商业权利	适应症	药物发现	临床前研究	IND	I 期临床	II 期临床	III 期临床	NDA	上市
代谢性疾病	ZSP1601	全球	非酒精性脂肪肝炎	→							
	RAY1225	全球	糖尿病、减肥及非酒精性脂肪肝炎	→							
	RAY0221	全球	糖尿病、减肥及非酒精性脂肪肝炎	→							
	ZSP0678	全球	原发性胆汁性胆管炎	→							
呼吸领域疾病	来瑞特韦片	全球	新冠病毒感染	→							
	来瑞特韦颗粒	全球	新冠病毒感染 (儿童)	→							
	昂拉地韦片	全球	甲型流感	→							
	昂拉地韦颗粒	全球	甲型流感 (儿童)	→							
	ZSP1603	全球	特发性肺纤维化	→							

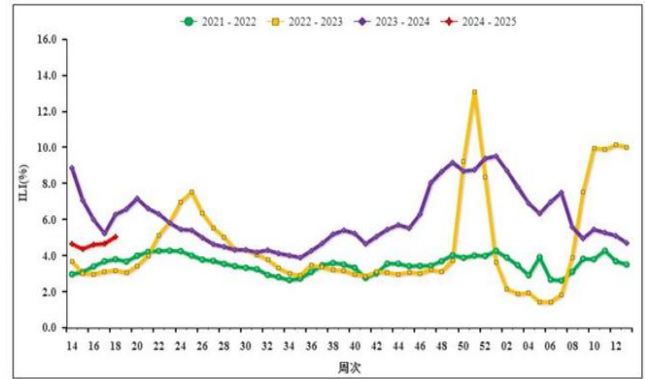
数据来源: 众生睿创官网、华福证券研究所

## 2.1 昂拉地韦片: 流感新药获批在即, 效果优于奥司他韦

流感具有严重的危害性, 患病人数众多。据世界卫生组织 (WHO) 估计, 每年全球约有 10 亿例病例, 其中 300 万至 500 万例为重症病例, 29 万至 65 万例流感相关呼吸道疾病死亡。2018-2021 年我国流感发病人数均超过 50 万人次, 2019 年发病率为 253/10 万人, 发病人数超过 350 万。


**图表 21: 近年来中国流感发病人数 (左) 及发病率 (右)**


数据来源: 国家疾病预防控制中心、华福证券研究所

**图表 22: 2021-2024 年度南方省份哨点医院报告的流感样病例 (%)**


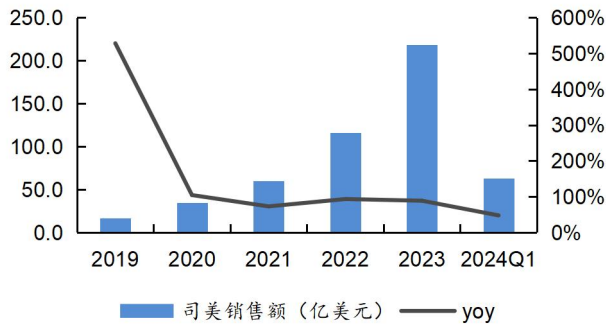
数据来源: 国疾病预防控制中心《流感检测周报》、华福证券研究所

**临床效果优于奥司他韦，病毒株抑制效果显著。**昂拉地韦 III 期临床试验设置了昂拉地韦片 600mgQD 组、奥司他韦胶囊 (达菲®) 75mgBID 组和安慰剂组，III 期临床试验实际入组 750 例，其中昂拉地韦组 373 例，奥司他韦组 188 例，安慰剂组 189 例，共给药 5 天，观察 21 天，在全国 80 余家中心开展。**III 期临床试验结果显示：**昂拉地韦组主要终点指标中位七项流感症状缓解时间 (TTAS) 较安慰剂组显著缩短 >24 小时 (39%)，其中 H1 亚型感染患者，较安慰剂组显著缩短 >32 小时 (44%)；**次要终点指标：**中位发热缓解时间较安慰剂组显著缩短 39%；**效果优于奥司他韦：**昂拉地韦组在中位 TTAS 和发热缓解时间均比奥司他韦组缩短了近 10%；未发生严重不良反应，安全性、耐受性良好、耐药性风险低。

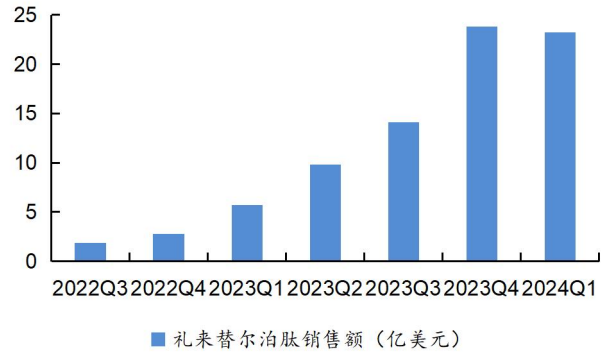
**昂拉地韦获批在即，儿童适应症正在路上。**昂拉地韦是公司研发的拟用于治疗成人单纯性甲型流感的一类创新药物，该药属于 PB2 靶点的甲型流感的 First-in-class 药物。目前，昂拉地韦已完成 III 期临床实验并在 2023 年 12 月份递交 NDA 获得受理，儿童适应症的研发稳步推进。

## 2.2 GLP-1 海外销售火热，RAY1225 I 期减重效果显著

**司美格鲁肽&替尔泊肽海外销售火爆。**诺和诺德司美格鲁肽 2023 年销售额达 218.7 亿美元，同比增长 88.8%，表现亮眼，24Q1 实现销售额 63.3 亿美元，同比增长 47.8%；替尔泊肽奋起直追，2023 年销售额为 53 亿美元，24Q1 实现 23 亿美元，同比增长 308.8%。


**图表 23: 司美销售额及增速 (亿美元, %)**


数据来源: 诺和诺德公司官网、华福证券研究所

**图表 24: 礼来替尔泊肽销售额 (亿美元)**


数据来源: 礼来公司官网、华福证券研究所

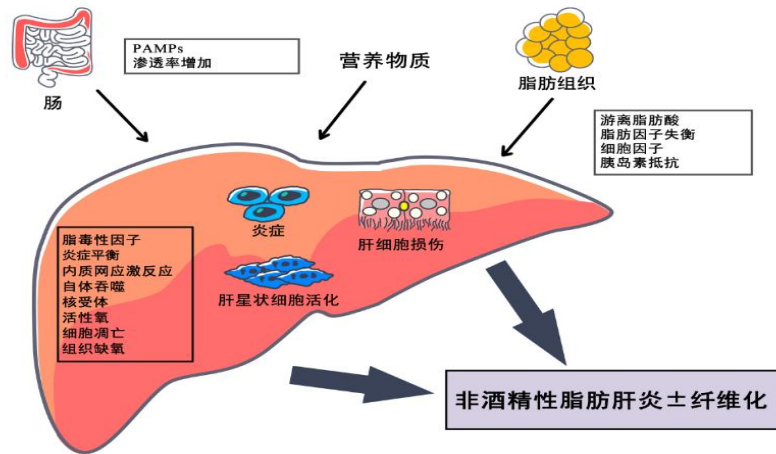
**双靶点 GLP-1/GIP 创新药 RAY1225 处于 II 期临床阶段, 有望实现两周给药一次。** RAY1225 注射液是公司研发的长效 GLP-1/GIP 双靶点创新药, 用于治疗 2 型糖尿病及超重/肥胖等患者, 目前 RAY1225 注射液 I 期临床试验已获得顶线分析数据结果, 治疗肥胖/超重患者与 2 型糖尿病患者的两项 II 期临床试验于 2024 年 2 月启动, 稳步推进。

**I 期 6 周实现减重 7.9%, 减重效果明显。** I 期试验中, 受试者接受 RAY1225 注射液两个不同剂量的两周一次滴定给药后, 6 周时体重较基线时明显下降, 平均降幅分别为 5.33% 和 7.90%; 此外, 多次给药研究组在给药后 6 周时, 受试者的腰围、BMI、甘油三酯、总胆固醇和低密度脂蛋白胆固醇较基线下降幅度均高于安慰剂组。

### 2.3 NASH 新药 ZSP1601 研究进展迅速, 静待花开

NASH 疾病预后不良。非酒精性脂肪肝病 (NAFLD) 是一种病变主体在肝小叶, 以脂肪在肝细胞内过度沉积、肝细胞脂肪变性为病理特征但无过量饮酒史的临床综合征。非酒精性脂肪肝炎 (NASH) 是其严重进展状态, 主要特征为肝脏脂肪变性、气球样变和炎症, 伴或不伴有纤维化。NASH 可导致慢性肝脏炎症和肝细胞损伤, 并可进展为肝纤维化、肝硬化, 最终导致肝功能衰竭或肝癌。

图表 25: 非酒精性脂肪肝炎 (NASH) 致病机制



数据来源: 众生睿创官网、华福证券研究所

NASH 全球患病率呈持续上升趋势, 目前尚无有效治疗药物上市。NAFLD 的发病率在西方国家已达到 20~40%, 在亚洲国家为 12~30%。NAFLD 病人中约有 10~20% 被诊断为 NASH, 而在世界范围内 NASH 的患病率为 3-5%, 且上升趋势明显。预测到 2025 年, NASH 将取代丙肝成为需要肝移植的主要疾病。NASH 已经成为严重威胁人类健康的疾病, 但目前仍然无有效治疗药物上市, 临床上急需治疗 NASH 的药物。

ZSP1601 属于 First-in-class 药物, 已完成 Ib/IIa 期临床试验。ZSP1601 是具有全新作用机制的 First-in-class 药物, 为境内首个进入临床试验用于治疗 NASH 的创新产品。目前公司已完成在健康受试者的 Ia 期和在 NASH 患者的 Ib/IIa 期临床试验, ZSP1601 片在这两项研究中表示出良好的安全性和耐受性。在 Ib/IIa 期临床试验中, ZSP1601 片治疗 4 周可改善 NASH 患者的肝脏炎症和损伤的相关生物标志物如丙氨酸氨基转移酶 (ALT)、门冬氨酸氨基转移酶 (AST), 肝脏脂肪含量指标 (PDFF) 和纤维化指标等, 且具有明显的量效关系, 与安慰剂组相比有显著统计学差异。公司于 2023 年的 6 月份已启动 IIb 期的临床。

### 3 盈利预测与估值

#### 3.1 盈利预测与关键假设

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设:

- (1) **中成药:** 公司复方血栓通进入集采, 有望借助集采放量, 且众生丸、脑栓通等品种有望持续放量, 预计 24-26 年分别增长 15%/15.2%/15.2%, 预计毛利率分别为 69%/69%/69%;
- (2) **化学药:** 公司持续推出新品, 抗新冠药物来瑞特韦片、以及后续流感新药昂拉地韦片获批在即, 预计 24-26 年分别增长 15%/15.7%/16.2%, 毛利率预计分别为 52%/53%/54%;



(3) 中药材及中药饮片：近几年增长较为稳健，预计 24-26 年维持 15% 增长，毛利率稳定在 5%；

图表 26: 公司业绩拆分预测表 (百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2429.1	2676.2	2610.6	2998.5	3454.8	3986.8
YOY (%)		10.2%	-2.5%	14.9%	15.2%	15.4%
中成药	1560.6	1634.0	1391.2	1599.9	1843.0	2123.2
YOY (%)		4.7%	-14.9%	15.0%	15.2%	15.2%
毛利率 (%)	78.4%	78.9%	70.8%	69.0%	69.0%	69.0%
化学药	737.0	820.7	961.7	1105.9	1279.7	1487.2
YOY (%)		11.4%	17.2%	15.0%	15.7%	16.2%
毛利率 (%)	50.1%	49.1%	52.6%	52.0%	53.0%	54.0%
中药材及中药饮片	95.4	174.0	205.5	236.4	271.8	312.6
YOY (%)		82.4%	18.1%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率 (%)	10.8%	9.9%	5.9%	5.0%	5.0%	5.0%
其他	36.2	47.5	52.2	56.3	60.3	63.9
YOY (%)		31.3%	9.9%	8.0%	7.0%	6.0%
毛利率 (%)	53.3%	54.3%	51.5%	50.0%	50.0%	50.0%

数据来源: ifind, 华福证券研究所

### 3.1 投资建议

众生药业主营业务稳健，中成药重点品种复方血栓通进入集采，有望借助集采实现以价换量。公司在研品种丰富，流感新药昂拉地韦已申报上市，GLP-1/GIP 双靶点创新药 RAY1225 处于 II 期临床，公司成长性较强，预计 24-26 年实现归母净利润 2.9/4.3/5.1 亿，对应 PE 分别为 33/22/18.5 倍，选取 GLP-1 产业链及中药相关标的作为可比公司，24 年调整后平均 PE 为 26.1 倍，考虑到公司后续管线将陆续上市，成长性凸显，首次覆盖给予”买入“评级。

图表 27: 可比公司估值表 (截至 2024.7.30)

	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PB (倍)		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
诺泰生物	143.8	2.8	3.9	5.3	51.2	36.4	26.9
博瑞医药	111.1	2.2	2.6	3.0	49.7	42.8	36.9
奥锐特	92.9	3.9	5.2	6.6	23.7	18.0	14.1
康弘药业	181.2	12.6	14.8	16.9	14.4	12.2	10.7
以岭药业	253.6	15.4	18.1	21.3	16.5	14.0	11.9
济川药业	282.5	30.3	34.2	38.0	9.3	8.3	7.4
调整后平均					26.1	20.2	15.9
众生药业	93.9	2.9	4.3	5.1	33.0	21.9	18.5

数据来源: ifind, 华福证券研究所

注: 众生药业预计数据来源于华福研究所, 其他标的预测数据来源于 ifind 一致预期

## 4 风险提示

### 1、中成药集采放量不及预期



公司重点中药品种复方血栓通进入全国中成药采购联盟集采，有望实现以价换量，销量提升存在不确定性，若公司销量增长未能抵消降价影响，业绩可能会受到影响；

## 2、研发进展不及预期

公司后续管线丰富，流感新药昂拉地韦、RAY1225 以及 NASH 新药，新药研发存在不确定性，若研发进展不及预期，可能对公司成长性造成影响；

## 3、化学药集采风险

公司化学药业务增长稳健，未来若存量品种进入集采，可能对业绩造成影响。



图表 28: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,252	1,456	1,678	1,936	营业收入	2,611	2,998	3,455	3,987
应收票据及账款	978	516	581	658	营业成本	1,081	1,280	1,461	1,671
预付账款	87	19	22	25	税金及附加	25	30	35	40
存货	520	630	696	780	销售费用	890	1,019	1,175	1,340
合同资产	0	0	0	0	管理费用	156	180	193	215
其他流动资产	1,123	906	980	1,078	研发费用	127	159	193	223
流动资产合计	3,961	3,527	3,956	4,477	财务费用	17	-11	-22	-7
长期股权投资	2	2	2	2	信用减值损失	0	0	0	0
固定资产	569	572	575	577	资产减值损失	-17	-50	0	0
在建工程	124	124	124	124	公允价值变动收益	-65	-30	0	0
无形资产	447	492	558	647	投资收益	24	30	30	30
商誉	209	209	209	209	其他收益	20	19	19	19
其他非流动资产	1,148	1,149	1,151	1,151	<b>营业利润</b>	<b>299</b>	<b>323</b>	<b>480</b>	<b>565</b>
非流动资产合计	2,498	2,548	2,618	2,709	营业外收入	1	1	2	1
<b>资产合计</b>	<b>6,459</b>	<b>6,075</b>	<b>6,574</b>	<b>7,187</b>	营业外支出	16	9	11	12
短期借款	621	82	329	668	<b>利润总额</b>	<b>284</b>	<b>315</b>	<b>471</b>	<b>554</b>
应付票据及账款	94	156	181	210	所得税	34	38	57	66
预收款项	0	1	2	2	<b>净利润</b>	<b>250</b>	<b>277</b>	<b>414</b>	<b>488</b>
合同负债	26	54	62	72	少数股东损益	-13	-8	-14	-19
其他应付款	123	123	123	123	<b>归属母公司净利润</b>	<b>263</b>	<b>285</b>	<b>428</b>	<b>507</b>
其他流动负债	151	167	179	195	EPS (按最新股本摊薄)	0.31	0.33	0.50	0.59
流动负债合计	1,015	583	875	1,270					
长期借款	97	97	97	97					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	821	821	821	821					
非流动负债合计	918	918	918	918					
<b>负债合计</b>	<b>1,933</b>	<b>1,501</b>	<b>1,793</b>	<b>2,188</b>					
归属母公司所有者权益	4,356	4,413	4,634	4,871					
少数股东权益	169	161	147	128					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,526</b>	<b>4,574</b>	<b>4,782</b>	<b>4,999</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,459</b>	<b>6,075</b>	<b>6,574</b>	<b>7,187</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>191</b>	<b>898</b>	<b>385</b>	<b>462</b>
现金收益	388	388	520	616
存货影响	-39	-109	-66	-84
经营性应收影响	243	580	-68	-80
经营性应付影响	-114	64	25	30
其他影响	-286	-25	-26	-20
<b>投资活动现金流</b>	<b>-743</b>	<b>5</b>	<b>-225</b>	<b>-280</b>
资本支出	-369	-171	-196	-226
股权投资	2	0	0	0
其他长期资产变化	-376	176	-29	-54
<b>融资活动现金流</b>	<b>842</b>	<b>-699</b>	<b>62</b>	<b>76</b>
借款增加	-175	-540	247	340
股利及利息支付	-172	-221	-275	-344
股东融资	590	0	0	0
其他影响	599	62	90	80

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-2.5%	14.9%	15.2%	15.4%
EBIT 增长率	-29.4%	1.0%	47.8%	22.0%
归母公司净利润增长率	-18.3%	8.1%	50.5%	18.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	58.6%	57.3%	57.7%	58.1%
净利率	9.6%	9.2%	12.0%	12.2%
ROE	5.8%	6.2%	9.0%	10.1%
ROIC	8.5%	9.1%	12.0%	13.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	29.9%	24.7%	27.3%	30.4%
流动比率	3.9	6.0	4.5	3.5
速动比率	3.4	5.0	3.7	2.9
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6
应收账款周转天数	68	60	57	56
存货周转天数	167	162	163	159
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.31	0.33	0.50	0.59
每股经营现金流	0.22	1.05	0.45	0.54
每股净资产	5.10	5.17	5.43	5.71
<b>估值比率</b>				
P/E	36	33	22	19
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	7	7	5	5

数据来源: 公司报告、华福证券研究所





## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn