

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

众生药业(002317)

唐爱金 医药首席分析师
执业编号: S1500523080002
邮箱: tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药行业分析师
执业编号: S1500524120003
邮箱: hexin1@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编: 100031

昂拉地韦获批上市，创新药布局进入兑现期

2025 年 05 月 23 日

事件：2025 年 5 月 22 日，国家药品监督管理局网站发布《国家药监局批准昂拉地韦片上市》的通知，上市公司控股子公司众生睿创自主研发的一类创新药物昂拉地韦片（商品名：安睿威®）获得国家药监局批准上市。

点评：

➤ **昂拉地韦获批上市，进军百亿级别流感市场。**

昂拉地韦片是具有明确作用机制和全球自主知识产权的 PB2 靶点 RNA 聚合酶抑制剂，用于治疗成人单纯性甲型流感，III 期临床试验结果表明，安睿威®在主要终点指标七项流感症状缓解时间（TTAS）、次要终点指标包括单系统或单症状指标缓解时间、病毒学指标（如病毒载量下降、病毒转阴时间、病毒转阴参与者比例）等均优于安慰剂组，达到统计学显著性差异。II 期临床试验结果已经发表在柳叶刀杂志子刊《The Lancet Infectious Diseases》，III 期临床试验结果的 SCI 文章在审稿阶段。为了方便儿童、青少年及吞咽困难的流感患者用药，公司进一步开发昂拉地韦颗粒剂型，用于治疗 2~17 岁单纯性甲型流感患者，II 期临床试验结果表明，昂拉地韦颗粒在中位流感症状缓解时间、中位发热缓解时间数值上均短于成人患者 III 期对应时间数据；在降低病毒 RNA 载量，缩短病毒转阴时间，与成人患者 III 期对应病毒学数据相当，后续公司将积极推进 III 期临床试验。

流感属于季节性传染病，发病率相对较高，根据华经产业研究院，2023 年我国抗流感药物市场规模超过百亿元，预计 2027 年市场规模将达到 223.9 亿元。目前国内抗病毒流感一线用药主要包括奥司他韦和玛巴洛沙韦等，其中奥司他韦作为上市多年的成熟品种，靶点为神经氨酸酶抑制剂，根据米内网统计，2023 年销售额已经超过 80 亿元；玛巴洛沙韦作为全球第一个 RNA 聚合酶抑制剂药物，国内上市短短几年以来销售额连续高增长，根据米内网统计，2024 年销售额已经超过 7 亿元。和玛巴洛沙韦相比，昂拉地韦虽然也属于 RNA 聚合酶抑制剂，但是差异化针对 PB2 靶点，体外病毒学研究表明，昂拉地韦对多种甲型流感病毒的抑制能力显著优于神经氨酸酶抑制剂奥司他韦以及核酸内切酶抑制剂玛巴洛沙韦，并且对于奥司他韦耐药的病毒株、玛巴洛沙韦耐药的病毒株和高致病性禽流感病毒株均具有很强的抑制作用。

我们认为，昂拉地韦的上市是公司在创新药领域的重大突破，作为全球首款 PB2 靶点 RNA 聚合酶抑制剂，昂拉地韦临床数据亮眼，上市有望实现快速放量，分享流感药物百亿级别市场。

➤ **GLP-1/GIP 双靶点 II 期临床数据亮眼，即将进入 III 期临床。**

RAY1225 注射液是公司研发、具有全球自主知识产权的创新结构多肽药物，具有 GLP-1 受体和 GIP 受体双重激动活性，得益于优异的药代动力学特性，具备每两周注射一次的长效药物潜力。2025 年 5 月公司

宣布 RAY1225 注射液治疗肥胖/超重患者的 II 期临床试验与 2 型糖尿病患者的 II 期临床试验两项研究均达到主要终点，同时 III 期临床试验已陆续完成筹备工作并先后启动。

1) 肥胖/超重适应症：RAY1225 注射液 3mg 组、6mg 组、9mg 组治疗 24 周体重较基线相对变化为 -10.05%、-12.98% 和 -15.05%，安慰剂组为 -3.55%，各组体重下降均显著优于安慰剂组；减重达标率方面，RAY1225 注射液 3mg、6mg 和 9mg 组治疗 24 周体重较基线变化百分比 $\geq 5\%$ 的受试者比例分别为 73.2%、95.1% 和 95.1%；体重较基线下降 $\geq 10\%$ 的受试者比例分别为 51.2%、75.6% 和 87.8%，各组减重达标率均优于安慰剂组；对比来看，RAY1225 注射液 6mg 和 9mg 体重较基线变化百分比 $\geq 5\%$ 和 $\geq 10\%$ 的减重达标率高于替尔泊肽高剂量组。

2) 2 型糖尿病适应症：RAY1225 注射液 3mg 组、6mg 组和 9mg 组治疗 24 周糖化血红蛋白 (HbA1c) 较基线变化为 -1.68%、-2.06% 和 -2.16%，安慰剂组为 -0.33%，各剂量组均显著优于安慰剂组；降糖达标率方面，RAY1225 注射液 3mg 组、6mg 组和 9mg 组治疗 24 周，糖化血红蛋白 $< 7\%$ 的受试者比例分别为 80.00%、89.47% 和 94.44%；糖化血红蛋白 $\leq 6.5\%$ 的受试者比例分别为 60.00%、84.21% 和 88.89%；糖化血红蛋白 $< 5.7\%$ 的受试者比例分别为 7.50%、31.58% 和 30.56%，各组降糖达标率均优于安慰剂组；对比来看，RAY1225 注射液 6mg 和 9mg 治疗 24 周的降糖达标率优于替尔泊肽高剂量组。

3) 安全性：RAY1225 注射液 3~9mg 参与者中安全性、耐受性良好，整体安全性特征与 RAY1225 注射液既往临床试验和 GLP-1 类药物类似，低血糖风险低，未发现新增安全性信号；最常见的为胃肠道相关不良反应，严重程度大多较轻微，且发生率均低于替尔泊肽。

我们认为，RAY1225 注射液在 II 期临床中展现出积极的疗效和良好的安全性，差异化定位双周制剂（每两周注射一次），有望提高患者依从性，具备全球自主知识产权，存在 BD 出海潜力。

➤ **全新机制 MASH 项目进展顺利，有潜力成为 First-in-class。**

ZSP1601 片是公司自主研发的具有全新作用机制的治疗代谢功能障碍相关脂肪性肝炎 (MASH) 的 1 类创新药，是一种泛磷酸二酯酶 (PDE) 抑制剂，属于 First-in-class 药物。已完成的 Ib/IIa 期临床试验结果表明，ZSP1601 片具有改善肝脏炎症、坏死的潜力及抗纤维化的作用，研究结果已在自然杂志子刊《Nature Communications》发表。该项目正在开展 IIb 期临床试验，2024 年参与者入组工作已完成。根据中华全科医师杂志发布的《代谢相关脂肪性肝病基层诊疗与管理指南（2025 年）》，全球 MASH 患病率约为 3%~5%，中国 MASH 患病率约为 2.4%~6.1%。根据医药魔方报道，2024 年 3 月全球第一款针对 MASH 的靶向药物 Resmetirom 获得 FDA 批准上市，中国尚无针对性疗法。

我们认为，ZSP1601 片针对全球创新靶点，早期临床数据已经展现积极疗效，目前 IIb 期临床进展顺利，考虑到 2024 年底已经完成入组，观察期 48 周，我们预计 2025 年底有望读出关键临床数据。

- **盈利预测：**我们认为公司原主营业务为相对传统的中成药和仿制药业务，2018 年转型创新药研发以来，已经取得一系列阶段性成果，昂拉地韦的上市标志着创新药陆续进入商业化兑现阶段，公司业绩有望边际加速。预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 27.65 亿元、32.16 亿元、37.74 亿元，归母净利润分别为 3.00 亿元、3.91 亿元、5.17 亿元，EPS（摊薄）分别为 0.35 元、0.46 元、0.61 元，对应 PE 估值分别为 35.73 倍、27.41 倍、20.72 倍。
- **风险因素：**创新药研发失败的风险；流感发病率季节性波动的风险；销售推广不及预期的风险；集采降价超预期的风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2,611	2,467	2,765	3,216	3,774
增长率 YoY %	-2.5%	-5.5%	12.1%	16.3%	17.3%
归属母公司净利润 (百万元)	263	-299	300	391	517
增长率 YoY%	-18.3%	-213.6%	200.2%	30.4%	32.2%
毛利率%	58.6%	56.0%	56.5%	58.3%	60.6%
净资产收益率ROE (%)	6.0%	-7.6%	7.4%	9.2%	11.4%
EPS(摊薄)(元)	0.31	-0.35	0.35	0.46	0.61
市盈率 P/E(倍)	40.69	—	35.73	27.41	20.72
市净率 P/B(倍)	2.46	2.74	2.64	2.52	2.37

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 5 月 22 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	3,961	3,463	3,188	3,448	3,782	
货币资金	1,252	1,399	963	990	1,044	
应收票据	498	466	523	608	713	
应收账款	481	533	593	685	801	
预付账款	87	84	93	104	116	
存货	520	441	475	516	561	
其他	1,123	538	541	545	548	
非流动资产	2,498	2,091	2,077	2,033	1,981	
长期股权投资	2	2	2	2	2	
固定资产	569	658	633	600	560	
无形资产	447	327	322	316	308	
其他	1,480	1,103	1,119	1,114	1,111	
资产总计	6,459	5,553	5,265	5,480	5,763	
流动负债	1,015	1,203	797	846	900	
短期借款	621	303	303	303	303	
应付票据	9	22	24	27	30	
应付账款	85	72	79	88	98	
其他	300	807	391	428	469	
非流动负债	918	340	338	338	338	
长期借款	97	0	0	0	0	
其他	821	340	338	338	338	
负债合计	1,933	1,543	1,135	1,184	1,238	
少数股东权益	169	95	68	39	10	
归属母公司 股东权益	4,356	3,915	4,062	4,257	4,516	
负债和股东 权益	6,459	5,553	5,265	5,480	5,763	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	2,611	2,467	2,765	3,216	3,774	
同比 (%)	-2.5%	-5.5%	12.1%	16.3%	17.3%	
归属母公司净利润	263	-299	300	391	517	
同比 (%)	-18.3%	-213.6%	200.2%	30.4%	32.2%	
毛利率 (%)	58.6%	56.0%	56.5%	58.3%	60.6%	
ROE%	6.0%	-7.6%	7.4%	9.2%	11.4%	
EPS (摊薄)(元)	0.31	-0.35	0.35	0.46	0.61	
P/E	40.69	—	35.73	27.41	20.72	
P/B	2.46	2.74	2.64	2.52	2.37	
EV/EBITDA	27.68	28.27	23.67	19.01	14.76	

利润表	单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,611	2,467	2,765	3,216	3,774
营业成本	1,081	1,085	1,203	1,341	1,489
营业税金及附加	25	21	24	28	33
销售费用	890	850	968	1,142	1,359
管理费用	156	152	170	198	232
研发费用	127	111	116	135	159
财务费用	17	9	-2	-5	-6
减值损失合计	-17	-547	-15	-15	-15
投资净收益	24	25	28	32	38
其他	-23	3	25	30	36
营业利润	299	-280	324	425	568
营业外收支	-15	-56	-14	-14	-14
利润总额	284	-336	310	411	554
所得税	34	38	37	49	66
净利润	250	-374	273	362	488
少数股东损益	-13	-75	-27	-29	-29
归属母公司净利润	263	-299	300	391	517
EBITDA	476	346	428	531	681
EPS (当年)(元)	0.32	-0.36	0.35	0.46	0.61

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	191	338	283	294	378
净利润	250	-374	273	362	488
折旧摊销	124	127	120	125	132
财务费用	35	24	19	9	9
投资损失	-44	-58	-24	-25	-28
营运资金变动	-251	6	-140	-204	-247
其它	57	578	40	34	34
投资活动现金流	-743	385	-100	-63	-57
资本支出	-352	-227	-110	-95	-95
长期投资	-411	566	0	0	0
其他	19	46	10	32	38
筹资活动现金流	842	-562	-619	-205	-268
吸收投资	590	37	0	0	0
借款	-155	-415	0	0	0
支付利息或股息	-172	-171	-169	-205	-268
现金流净增加额	289	160	-436	27	53

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5 年医药行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超 2 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。