

众生药业（002317.SZ） 夯实中药根基，创新转型乘风破浪未来可期

2025 年 06 月 22 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

余汝意（分析师）

巢舒然（联系人）

yuruyi@kysec.cn

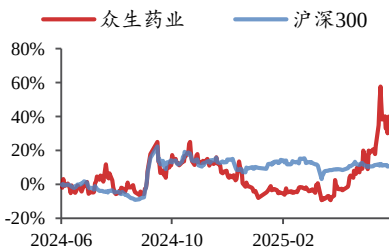
chaoshuran@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790123110015

日期	2025/6/20
当前股价(元)	15.89
一年最高最低(元)	18.45/9.85
总市值(亿元)	135.31
流通市值(亿元)	121.02
总股本(亿股)	8.52
流通股本(亿股)	7.62
近 3 个月换手率(%)	372.25

股价走势图



数据来源：聚源

● 夯实中药根基，创新引领发展

众生药业从 1979 年的石龙制药厂起步，于 2001 年正式改制，2009 年在深交所成功上市，是一家集药品研发、生产和销售为一体的中国医药工业百强企业，立足于心脑血管、呼吸、眼科、消化等治疗领域，主要产品有复方血栓通系列、脑栓通胶囊、众生丸等。同时，公司已建立起“中药为基，创新引领，聚焦特色”的发展战略，子公司众生睿创布局多领域创新管线，伴随产品陆续成功上市步入收获期，公司整体产品集群梯队日益丰富，核心竞争力不断提升。我们看好公司未来中药板块稳健增长，创新药管线大力推进带来的潜在成长性，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 3.08/3.45/3.92 亿元，EPS 为 0.36/0.41/0.46 元，当前股价对应 PE 为 43.9/39.2/34.6 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● “中药+化药”产品管线丰富，多元协同赋能业绩提升

在国家政策鼓励医药产业全链条发展、中医药创新传承发展也备受重视的大背景下，公司提出并逐渐形成以“创新药为发展龙头、中成药为业务基石、化学仿制药为有益支撑”的可持续发展业务体系的核心产业结构。中药是公司业务的基本盘，核心产品复方血栓通制剂集采风险基本出清，受益于临床实证丰富，再配合专业化学术推广，有望以“价降量增”赋能销售提升。化学仿制药多元布局，尤其是眼科，公司的盐酸氮䓬斯汀滴眼液、普拉洛芬滴眼液、地夸磷索钠滴眼液等产品有望与中药产品形成有效协同，进一步增厚公司在眼科领域的竞争壁垒。

● 聚力创新转型，前瞻布局热门管线，打开成长天花板

公司创新药管线聚焦大适应症，重点布局新冠、甲型流感、减重/降糖及 MASH 等治疗领域。截至 2025 年 5 月，来瑞特韦片作为全球首个拟肽类 3CL 单药抗新冠病毒一类新药，已于 2023 年 3 月附条件批准上市；治疗成人单纯型甲型流感的昂拉地韦片已于 2025 年 5 月获批上市；RAY1225 注射液的“减重+降糖”双适应症临床 III 期，治疗 MASH 的 ZSP1601 口服小分子临床 IIb 期试验稳步推进。

● 风险提示：市场竞争加剧，产品销售不及预期，新品研发速度不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,611	2,467	2,802	3,154	3,540
YOY(%)	-2.5	-5.5	13.5	12.6	12.2
归母净利润(百万元)	263	-299	308	345	392
YOY(%)	-18.3	-213.6	202.9	12.1	13.4
毛利率(%)	58.6	56.0	56.1	56.0	55.7
净利率(%)	10.1	-12.1	11.0	10.9	11.1
ROE(%)	5.5	-9.3	7.6	8.3	9.0
EPS(摊薄/元)	0.31	-0.35	0.36	0.41	0.46
P/E(倍)	51.4	-45.2	43.9	39.2	34.6
P/B(倍)	3.1	3.5	3.3	3.2	3.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 众生药业：夯实中药根基，创新引领发展.....	4
1.1、 股权结构稳定，激励机制完善	4
1.2、 营业收入稳健，费用管控良好	6
2、 中药基本盘稳中向好，创新药研发点燃增长新动能.....	7
2.1、 中药：核心品种集采落地，未来有望持续稳健发展.....	8
2.1.1、 复方血栓通系列制剂：多剂型核心品种，集采风险基本出清	8
2.1.2、 脑栓通胶囊：广东省集采落地，销售有望稳中向好	10
2.1.3、 众生丸系列：独家丸剂，市场主导	12
2.2、 化药：多元布局，协同中药扩大眼科用药矩阵	12
2.3、 创新药：聚焦多类适应症，创新引领长期发展	16
2.3.1、 来瑞特韦片：全球首个拟肽类 3CL 单药抗新冠病毒一类新药，已纳入多项临床指南与专家共识	16
2.3.2、 昂拉地韦片：临床结果优秀，发展空间大	17
2.3.3、 RAY1225 注射液：超长效制剂，聚焦“降糖+减重”赛道	20
2.3.4、 ZSP1601 口服小分子：MASH 市场前景广阔，创新潜力品种把握发展机遇	23
3、 盈利预测与投资建议	27
3.1、 基本业务估值及盈利预测	27
3.2、 创新管线估值及 DCF 模型	28
4、 风险提示	29
附：财务预测摘要	30

图表目录

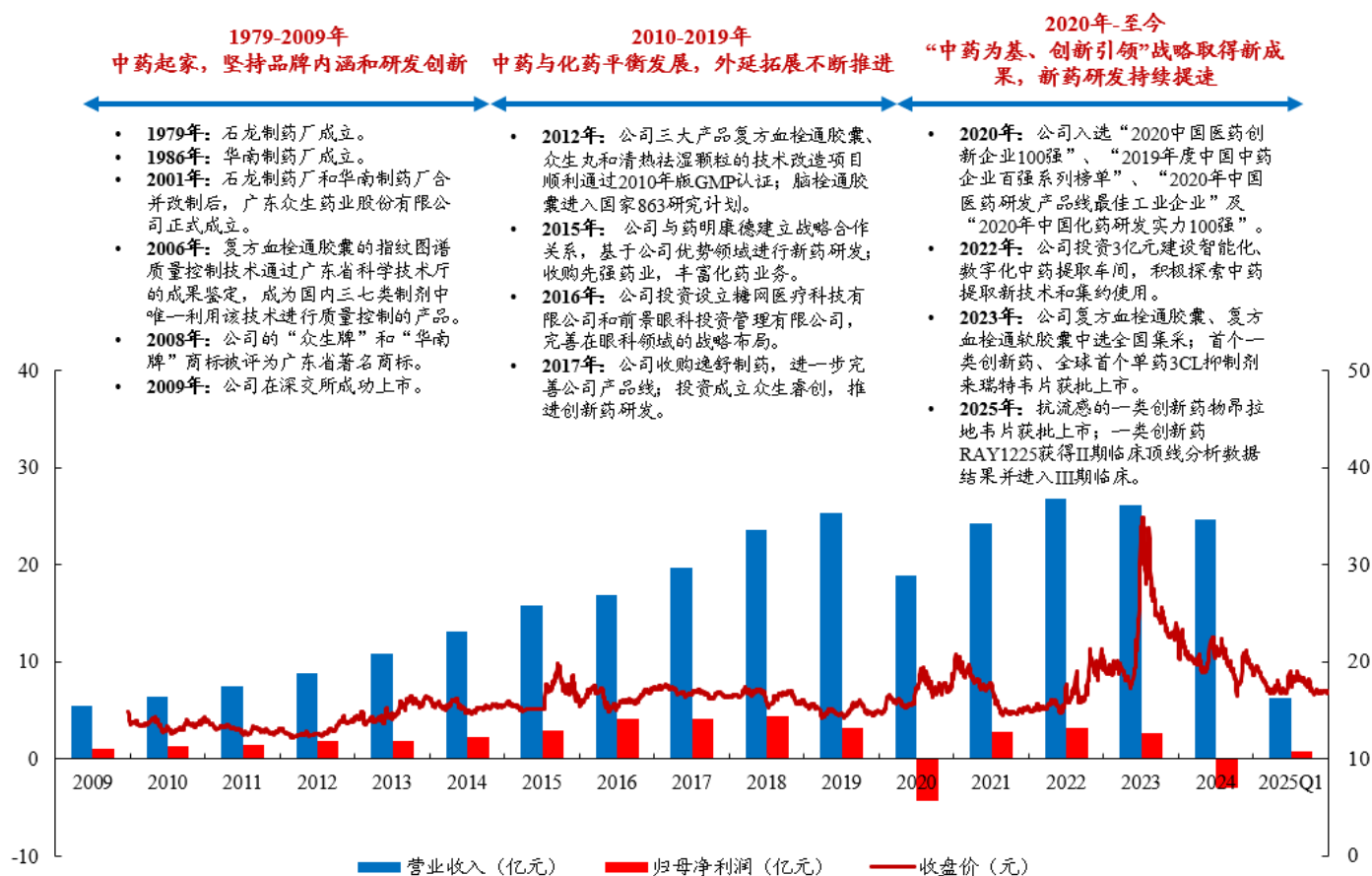
图 1： 公司重视研发创新，坚持推进中药、化药、创新药齐发展.....	4
图 2： 公司股权结构清晰，子公司职能分工明确.....	5
图 3： 2021-2024 年公司营业收入相对稳健	6
图 4： 2024 年受资产减值影响利润端相对承压.....	6
图 5： 2018-2024 年中成药为主要营收来源（单位：亿元）	6
图 6： 2018-2024 年中成药、化学药毛利率保持较高水平	6
图 7： 2021-2023 年公司毛利率、净利率呈下滑趋势	7
图 8： 2022-2023 年公司费用率得到有效控制	7
图 9： 2023-2024 年复方血栓通胶囊集采影响逐步消化，销售额有望企稳回升	9
图 10： 2024 年复方血栓通胶囊销售额位列 ROV 推荐用中药第二名（单位：亿元）	10
图 11： 2023-2024 年脑栓通胶囊销售额持续增长	11
图 12： 2023 年眼科用药市场规模超 260 亿元.....	13
图 13： 2023 年眼科抗炎制剂化学药为第一大亚类.....	13
图 14： 2023 年眼科化学药剂型以滴眼剂为主.....	13
图 15： 公司创新管线聚焦代谢性疾病、呼吸系统疾病以及肿瘤治疗领域.....	16
图 16： 2024 年流感用药市场规模超 70 亿元（单位：亿元）	18
图 17： 2017-2022 年中国肥胖人数逐年增加	21
图 18： 预计中国 NASH 患病人数逐年增加.....	24
图 19： 全球在研治疗 MASH 化药以 FXR 靶点为主	25
图 20： 全球在研治疗 MASH 生物药以 GLP-1R 靶点为主.....	25

表 1: 2024 年发布员工持股计划, 充分调动员工积极性.....	5
表 2: 公司产品管线丰富, 覆盖多类疾病领域并促进科室协同发展.....	7
表 3: 公司的复方血栓通系列产品中标全国中成药采购联盟集中带量采购.....	9
表 4: 复方血栓通胶囊是《国际中医临床实践指南-视网膜静脉阻塞 (2021-12-14)》的推荐用药.....	10
表 5: 公司的脑栓通胶囊中标广东联盟集中带量采购.....	11
表 6: 脑栓通胶囊临床研究充足, 联用治疗脑梗死病患者疗效受认可.....	11
表 7: 2020-2024 年众生药业独家丸剂销售额占众生系列药品总销售额的 90%以上.....	12
表 8: 公司多款药品入选 2023 年中国公立医疗机构终端眼科用药 TOP20.....	14
表 10: 来瑞特韦片 2023 年起被纳入国家医保目录协议期内谈判药品部分.....	16
表 12: 昂拉地韦片 III 期临床顶线数据呈现优秀的实验结果.....	17
表 13: 截至 2025 年 6 月 3 日, 中国获批上市治疗流感病毒性感染的新药主要有 10 款.....	18
表 14: 多管线在以流感症状缓解时间为主要终点的临床试验中, 昂拉地韦症状缓解时间数据优秀.....	20
表 15: RAY1225 注射液临床 II 期顶线分析数据显示有效性显著.....	20
表 16: 多家药企在中国积极开展减重/降糖临床实验, 布局 GLP-1R 相关双靶点/三靶点新药管线.....	21
表 17: FDA 批准的首款用于治疗 NASH 的新药 Resmetirom 年治疗费用超 4 万美元.....	24
表 18: 已有多家企业在中国开展 MASH 新药管线临床试验.....	25
表 19: 基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健.....	27
表 20: 考虑到公司当前估值涵盖创新药管线, 因此公司 PE 估值高于可比公司平均估值具备一定合理性.....	28
表 21: 公司核心创新管线上市后有望持续贡献业绩增量.....	29
表 22: FCFE 估值敏感性测试, 昂拉地韦及 RAY1225 远期合理估值约 140 亿元.....	29

1、众生药业：夯实中药根基，创新引领发展

夯实中药根基，创新引领发展。众生药业前身是 1979 年成立的石龙制药厂和 1986 年成立的华南制药厂，于 2001 年正式改制成立众生药业，2009 年成功在深交所上市，是一家集药品研发、生产和销售为一体的中国医药工业百强企业，立足于心脑血管、呼吸、眼科、消化等治疗领域，主要产品有复方血栓通系列、脑栓通胶囊、众生丸等。同时，公司已建立起“中药为基，创新引领，聚焦特色”的发展战略。创新药方面，公司管线已逐步迈入收获期，子公司众生睿创研发的抗新冠病毒一类创新药物来瑞特韦片于 2023 年 3 月 23 日获批上市、抗流感的一类创新药物昂拉地韦片于 2025 年 5 月 22 日获批上市，产品集群梯队日益丰富，核心竞争力不断提升。

图1：公司重视研发创新，坚持推进中药、化药、创新药齐发展

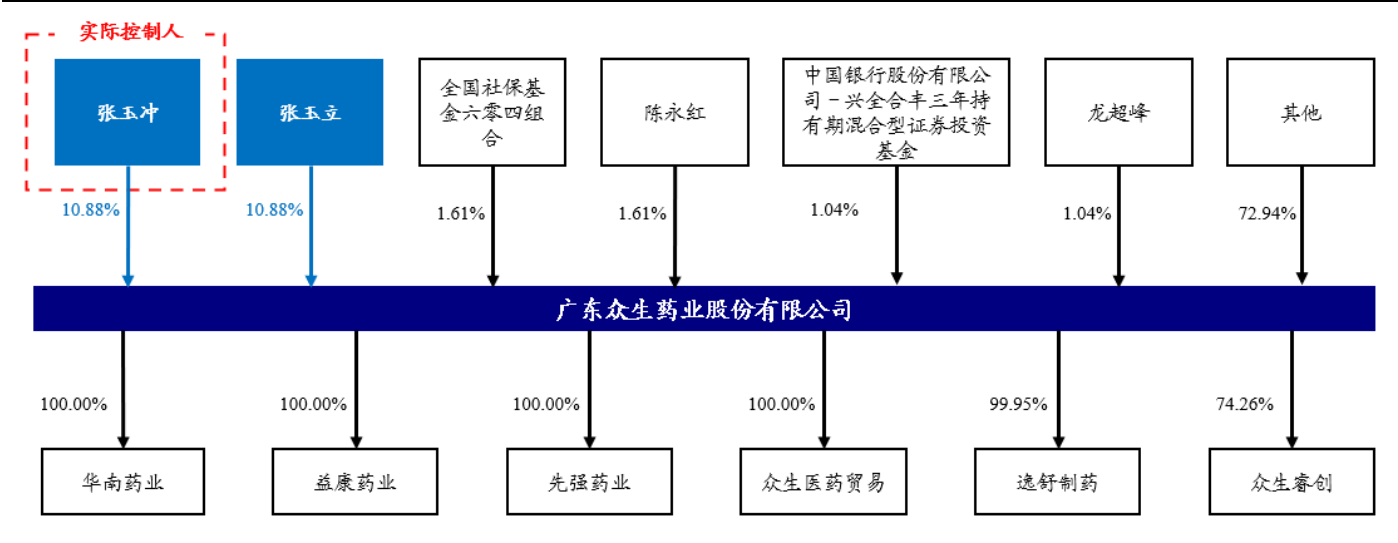


资料来源：公司官网、公司公告、Wind、开源证券研究所（注：左轴为财务数据，右轴为收盘价）

1.1、股权结构稳定，激励机制完善

公司股权结构稳定，子公司分工明确。截至 2025Q1，张玉冲女士与张玉立女士为一致行动人，各持有公司 10.88%股份，张玉冲女士为公司的实际控制人。公司旗下拥有多家子公司，职能分工明确，其中母公司、华南药业主要负责中成药和化学药的研发、生产及销售，逸舒制药主要定位在中药提取的产能和保供，先强药业主要负责原料药业务，众生睿创主要进行创新药研发，益康药业主要负责中药饮片及大健康产品相关业务。

图2：公司股权结构清晰，子公司职能分工明确



资料来源：公司公告、开源证券研究所

员工持股计划落地,提振中长期发展信心。2024 年 7 月公司推出员工持股计划,以 6.68 元/股的价格授予不超过 46 人(不含预留授予人员)共计 494 万股的首次授予股票(预留份额 61.1 万股)。同时解除限售条件分为营业收入和创新药研发进展两项指标,(1) 2024/2025/2026 年营业收入触发值分别为 29.16 亿元/32.40 亿元/36.00 亿元,营业收入目标值分别为 32.40 亿元/36.00 亿元/40.00 亿元;(2) 创新药研发进展方面则对 IND、NDA 以及启动 II/III 期临床的数量进行了细致规划。员工持股计划的实施有助于建立和完善劳动者与所有者的利益共享机制,改善公司治理水平,调动骨干员工的积极性和创造性,吸纳高端人才,提升公司的核心竞争力,确保公司长期发展战略目标与企业愿景的实现。

表1：2024 年发布员工持股计划，充分调动员工积极性

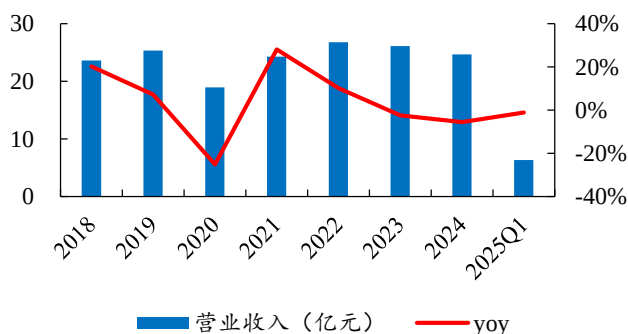
解锁期	对应考核年度	营业收入 (A)		创新药研发进展 (B)
		目标值 (Am)	触发值 (An)	
第一个解锁期	2024 年	32.40 亿元	29.16 亿元	2024 年度,创新药国内外 IND 批准数量不少于 2 个,或启动 II 期/III 期临床试验不少于 3 个
第二个解锁期	2025 年	36.00 亿元	32.40 亿元	2024-2025 年度,创新药国内外 IND 批准数量累计不少于 4 个且累计完成 1 个 NDA 受理,或启动 II 期/III 期临床试验数量累计不少于 6 个
第三个解锁期	2026 年	40.00 亿元	36.00 亿元	2024-2026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

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、营业收入稳健，费用管控良好

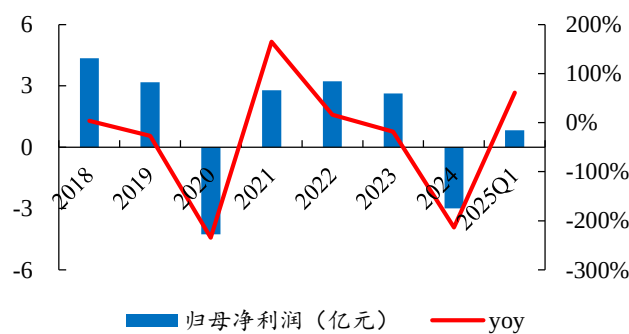
营业收入稳健，利润端有望企稳增长。2018-2024 年，公司营业收入由 23.62 亿元增长至 24.67 亿元；归母净利润呈现一定下滑。其中，2020 年营收下滑，利润端出现亏损，主要是新冠病毒感染导致发热门诊线下就诊人数大幅下降，而公司核心品种以慢性病用药为主，终端需求受到明显影响。随后公司积极应对环境变化，拓展线上销售渠道，加之新冠病毒感染逐渐得到控制，2021 年开始公司业绩逐渐恢复。2024 年公司营业收入同比下滑，主要是核心产品复方血栓通系列制剂在 2023 年 6 月进入国家集采，短期受集采降价影响较大，长期来看有望通过强化学术推广能力、优化商业渠道、下沉营销网络等措施，实现“价降量升”催化业绩增长；2024 年利润端则是由于计提资产减值损失约 5.47 亿元，主要包括全额计提全资子公司先强药业、控股子公司逸舒制药商誉减值损失约 2.02 亿元，以及暂缓 ZSP1602、ZSP1241 等研发项目，计提来瑞特韦片无形资产等相关资产减值损失。

图3：2021-2024 年公司营业收入相对稳健



数据来源：Wind、开源证券研究所

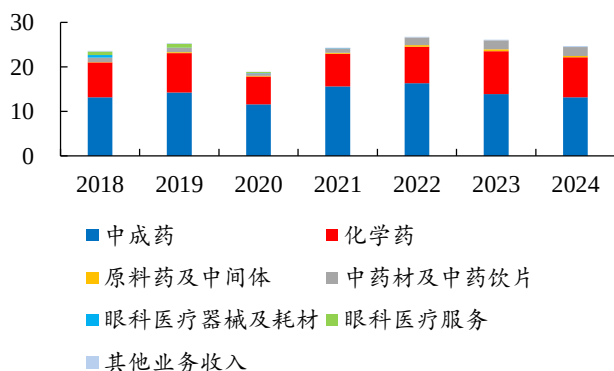
图4：2024 年受资产减值影响利润端相对承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

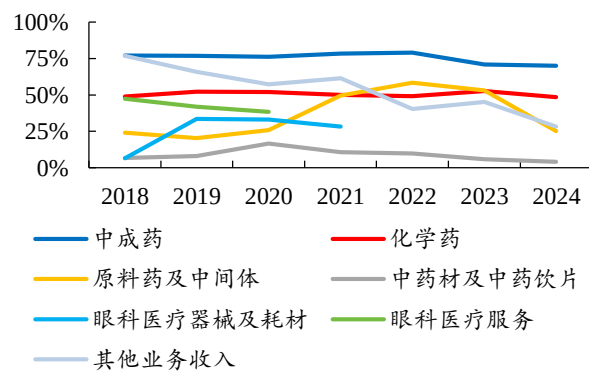
分产品来看，中药为主要营收来源，化药呈增长态势。2018-2024 年中成药营收占比均在 50% 以上，为公司的核心业务；化学药营收占比保持在 30% 以上，且从 2021 年起基本逐渐提升。2024 年公司中成药营收 13.18 亿元，同比下降 5.25%，占总营收的 53.42%；化学药营收 9.00 亿元，占总营收的 36.46%；原料药及中间体营收 0.30 亿元，占总营收的 1.24%；中药材及中药饮片营收 1.96 亿元，占总营收的 7.93%。从毛利率来看，中成药和化学药的毛利率基本稳定在较高水平，2024 年中成药和化药毛利率分别为 70.05% 和 48.55%。

图5：2018-2024 年中成药为主要营收来源（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

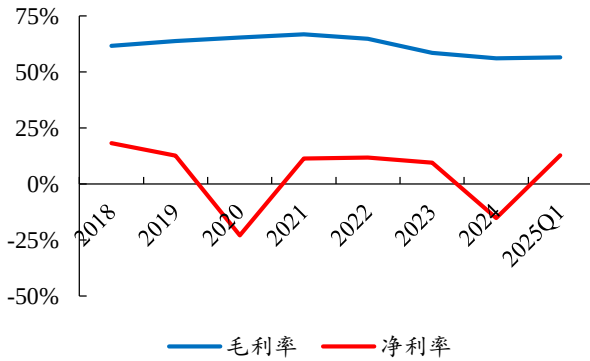
图6：2018-2024 年中成药、化学药毛利率保持较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

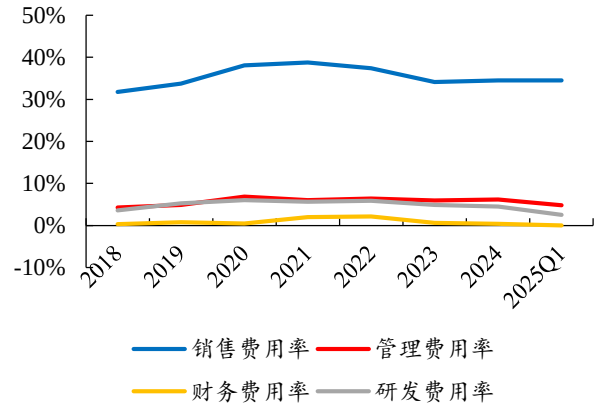
盈利能力见改善，费用管控良好。从盈利能力来看，2018-2024 年综合毛利率呈现一定的下降，但 2025Q1 盈利能力略有回升，综合毛利率为 56.58%，净利率为 12.84%。从费用端来看，2022-2024 年公司期间费用率均得到有效控制，销售费用率由 37.37%下降至 34.47%，管理费用率由 6.41%下降至 6.15%，财务费用率由 2.14%下降至 0.36%；2025Q1 销售、管理、研发费用率分别为 34.46%、4.82%、2.51%。我们认为未来随着公司对费用把控能力的提高，费用率有望进一步下降，同时伴随创新管线布局逐步迈入收获期，利润率有望持续回升。

图7：2021-2023 年公司毛利率、净利率呈下滑趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2022-2023 年公司费用率得到有效控制



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、中药基本盘稳中向好，创新药研发点燃增长新动能

“中药+化药”产品管线丰富，多元协同赋能业绩提升。在国家政策鼓励医药产业全链条发展的大背景下，中医药创新传承发展也备受重视，同时伴随药品集中采购的常态化开展、优先审评审批等政策的出台实施，公司提出并逐渐形成以“创新药为发展龙头、中成药为业务基石、化学仿制药为有益支撑”的可持续发展业务体系的核心产业结构。公司现有产品管线十分丰富，覆盖心脑血管、呼吸、眼科、消化等多个重大疾病领域，未来有望通过持续优化产品结构，协同助力经营业绩稳健提升。

表2：公司产品管线丰富，覆盖多类疾病领域并促进科室协同发展

分类	主治领域	药品名称	注册分类	适应症或功能主治	处方药	纳入国家 基药目录	纳入国家 医保目录
中药	眼科 心脑血管 内分泌	复方血栓通胶囊	中药	活血化瘀，益气养阴。用于血瘀兼气阴两虚证的视网膜静脉阻塞，以及用于血瘀兼气阴两虚的稳定性劳累型心绞痛	是	是	是
	心脑血管	脑栓通胶囊	中药	活血通络，祛风化痰。用于风痰瘀血痹阻经络引起的缺血性中风中经络急性期和恢复期	是	否	是
	心脑血管	复方丹参片	中药	活血化瘀，理气止痛。用于气滞血瘀所致的胸痹，症见胸闷、心前区刺痛；冠心病心绞痛见上述证候者	是	是	是

呼吸系统	众生丸		中药	清热解毒，活血凉血，消炎止痛。 用于上呼吸道感染，急、慢性咽喉炎，急性扁桃腺炎等症	否	否	否
清热祛湿	清热祛湿颗粒		中药	清热祛湿，益气生津。用于暑湿病邪引起的四肢疲倦，食欲不振，身热口干	否	否	否
化药	普拉洛芬滴眼液		化药 4 类	外眼及眼前节炎症的对症治疗（眼睑炎、结膜炎、角膜炎、巩膜炎、浅层巩膜炎、虹膜睫状体炎、术后炎症）	是	否	是
	盐酸氮䓬斯汀滴眼液		化药 4 类	季节性过敏性结膜炎症状的治疗和预防	是	否	是
	地夸磷索钠滴眼液		化药 4 类	伴随泪液异常的角结膜上皮损伤的干眼患者	是	否	否
	溴芬酸钠滴眼液		化药 4 类	治疗外眼和前眼部炎症（眼睑炎，结膜炎，巩膜炎，术后炎症）	是	否	是
	来瑞特韦片		化药 1 类	用于治疗轻中度新型冠状病毒感染（COVID-19）的成年患者	是	否	协议期内 谈判药品
呼吸系统	昂拉地韦片		化药 1 类	用于成人单纯性甲型流感的治疗	是	否	否
	羧甲司坦口服溶液/ 片		化药 3 类	用于治疗慢性支气管炎、支气管哮喘等疾病引起的痰液粘稠、咳嗽困难患者	否	是	是

资料来源：公司公告、公司官网、公司微信公众号、医药魔方、《国家基本药物目录（2018 年版）》、《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2024 年）》、开源证券研究所

2.1、 中药：核心品种集采落地，未来有望持续稳健发展

中药为基，稳健发展。中药是公司业务的基本盘，通过持续强化团队专业化学术推广能力，推动核心品种终端覆盖、商业渠道优化和营销网络下沉，充分发挥前瞻性布局的心脑血管、眼科、呼吸系统等治疗领域特色管线优势，加强核心竞争力。

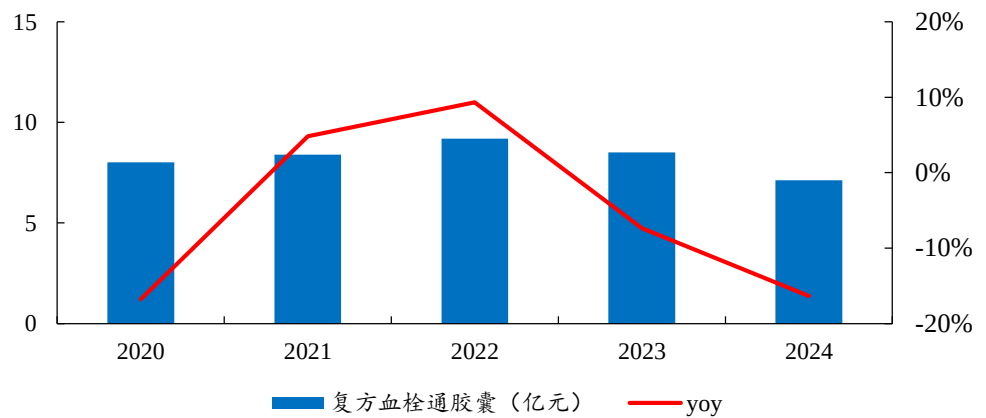
2.1.1、 复方血栓通系列制剂：多剂型核心品种，集采风险基本出清

复方血栓通胶囊是公司的原研独家剂型品种，由三七、丹参、玄参、黄芪组成的中成药制剂，其中三七化瘀止血、丹参活血通经、玄参滋阴凉血、黄芪益气养血，四味药合用具有活血化瘀、益气养阴之功效，可有效扩张血管，增加血容量，改善血液循环及微循环，从而治疗视网膜静脉阻塞（RVO）等眼底血管病变以及冠心病心绞痛相关病症。除胶囊剂型以外，公司还进一步布局滴丸、片剂、软胶囊和颗粒剂。

集采风险基本出清，销售额有望稳健增长。据米内网统计，2020-2024 年核心大品种复方血栓通胶囊销售额自 8.02 亿元降至 7.12 亿元。其中 2023-2024 年销售额同比下降，我们认为这主要系公司复方血栓通系列产品于 2023 年 6 月中选全国中成药

采购联盟集中带量采购影响。(1) 中标价格方面：2023 年《全国中成药采购联盟集中带量采购中选品种供应清单》文件中，公司的复方血栓通胶囊 30 粒/盒、36 粒/盒和 60 粒/盒分别以 12.62 元/盒、15.14 元/盒和 27.76 元/盒的价格入选；软胶囊剂型的 18 粒/盒和 27 粒/盒两规格产品分别以 33.16 元/盒和 49.74 元/盒的价格入选；（无蔗糖）颗粒剂 9 袋/盒规格以 36.57 元/盒价格入选。(2) 降价幅度：胶囊剂方面，参考 Insight 数据库汇总的复方血栓通胶囊 30 粒/盒和 36 粒/盒两规格于 2022 年 11 月在湖南省 0.69 元/粒的挂网价格，计算得此次两规格胶囊剂降价幅度约为 39%。软胶囊剂方面，参考 2022 年 12 月广东省医保局公告的《关于做好双氯芬酸等药品省级带量采购和使用工作的通知》中 18 粒/盒的软胶囊产品 2.67 元/粒的中选价，得此剂型降价幅度约为 31.0%。颗粒剂方面，参考 2021 年 11 月四川省《关于公示 2021 年药品（第四批）分类采购申报信息的通知》公告的 6.64 元/袋采购价，算得降价幅度约为 38.8%。总体来讲，产品集采降价事宜已在 2023 年落定并在 2024 年消化，伴随人口老龄化等因素带来的需求增长，未来销售额有望稳增。

图9：2023-2024 年复方血栓通胶囊集采影响逐步消化，销售额有望企稳回升



数据来源：米内网、开源证券研究所

表3：公司的复方血栓通系列产品中标全国中成药采购联盟集中带量采购

药品通用名	注册分类	规格	中选价（元/盒）	单价（元/最小换算单位）	降价幅度（%）
复方血栓通胶囊	中药 5 类	每粒装 0.5g*10 粒/板*3 板/盒	12.62	0.42	39.0%
		每粒装 0.5g*12 粒/板*3 板/盒	15.14	0.42	39.0%
		每粒装 0.5g*12 粒/板*5 板/盒	27.76	0.46	32.5%
复方血栓通软胶囊	中药 9 类	每粒装 0.66g*9 粒/板*2 板/盒	33.16	1.84	31.0%
		每粒装 0.66g*9 粒/板*3 板/盒	49.74	1.84	31.0%
复方血栓通颗粒	中药 8 类	每袋装 3g（无蔗糖）*9 袋/盒	36.57	4.06	38.8%

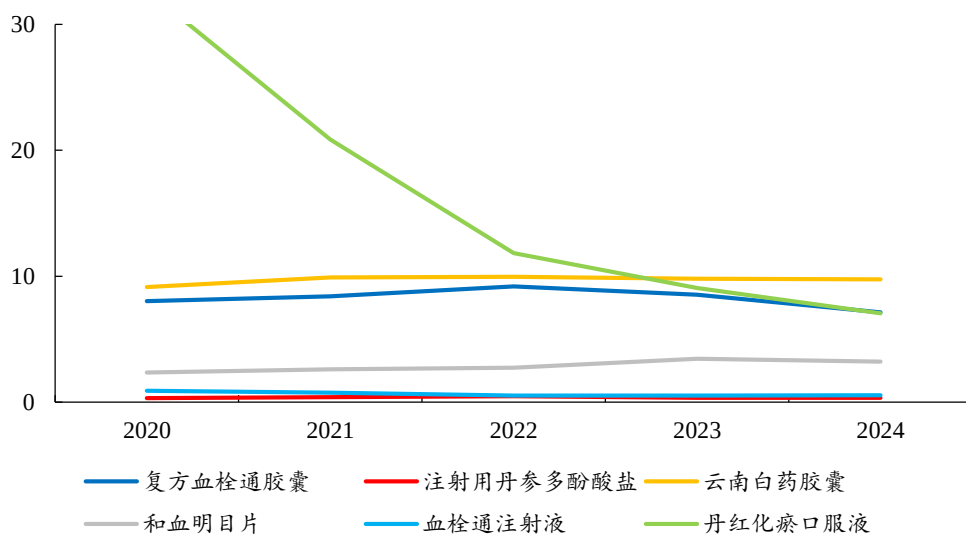
资料来源：《全国中成药采购联盟集中带量采购拟中选结果公示》、Insight、CDE、四川省《关于公示 2021 年药品（第四批）分类采购申报信息的通知》、开源证券研究所

临床实证丰富，配合专业化学术推广，赋能销售提升。公司的复方血栓通系列产品临床证据十分丰富，胶囊剂入选《国际中医临床实践指南-视网膜静脉阻塞（2021-12-14）》中成药选用部分，与其他 6 款推荐用药相比具有更高的证据级别。同时据米内网统计，2020-2024 年间，复方血栓通胶囊销售占比由 15.0% 提升至 25.4%，我们认为在一定程度得益于公司持续性的学术研究，强化团队的学术推广能力，推进商业渠道优化和营销网络下沉，促使市场地位持续上升。

表4：复方血栓通胶囊是《国际中医临床实践指南-视网膜静脉阻塞（2021-12-14）》的推荐用药

药品名称	推荐适用症状	证据级别	生产企业
复方血栓通胶囊	血瘀兼气阴两虚证	Ia 强推荐	众生药业
丹红化瘀口服液	气滞血瘀证	Ib 强推荐	白云山和黄
云南白药胶囊	血瘀证	Ib 弱推荐	云南白药
和血明目片	阴虚肝旺，血热伤络证	IV 弱推荐	西安碑林药业
血栓通注射液	血瘀证	Ib 强推荐	丽珠集团、广西梧州制药等
注射用丹参多酚酸盐	血瘀证	IV 弱推荐	绿谷制药

资料来源：《国际中医临床实践指南-视网膜静脉阻塞（2021-12-14）》、开源证券研究所

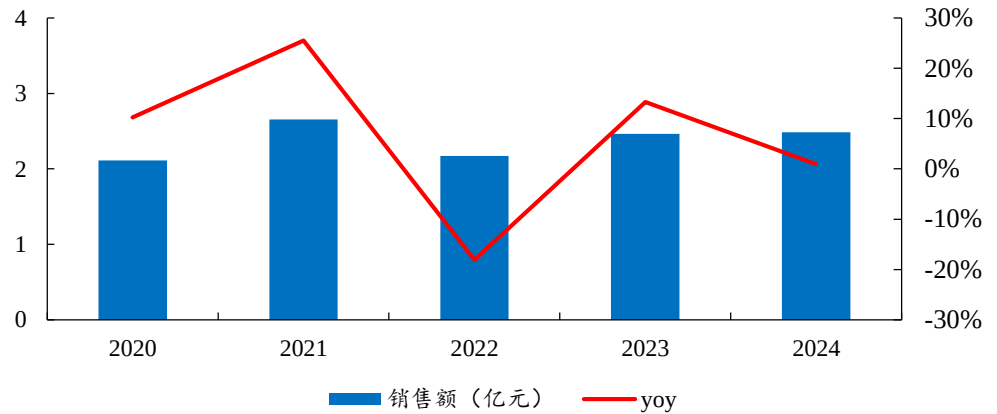
图10：2024 年复方血栓通胶囊销售额位列 ROV 推荐用中药第二名（单位：亿元）


数据来源：米内网、开源证券研究所

2.1.2、脑栓通胶囊：广东省集采落地，销售有望稳中向好

脑栓通胶囊由蒲黄、赤芍、郁金、天麻和漏芦 5 味中药组合而成，具有活血通络、祛风化痰之效，临床常被用于治疗风痰瘀血痹阻脉络引起的中风一病。

广东省集采落地，销售有望稳中向好。脑栓通胶囊于 2004 年上市，是公司的独家产品。据米内网统计，2020-2024 年脑栓通胶囊的销售额实现增长，由 2.11 亿元增至 2.49 亿元；2023 年销售额则同比提升约 13.3%，我们认为这在一定程度上是由于公司的脑栓通胶囊于 2022 年 8 月中选广东联盟清开灵等中成药集中带量采购（广东六省联盟集采），随后公告 27 粒/盒、36 粒/盒和 45 粒/盒的中选价格均为 0.869 元/粒，实现了“价减量增”。参考 Insight 统计此前脑栓通胶囊约 1.1 元/粒的挂网价格，算得降价幅度约 21.0%。2024 年，广东六省联盟集采续约，脑栓通胶囊中选广东联盟金莲花等中成药集中带量，联盟省份从原来 6 个省拓展到 15 个省，脑栓通胶囊续约不降价，有助于产品在集采区域稳健增长。

图11：2023-2024 年脑栓通胶囊销售额持续增长


数据来源：米内网、开源证券研究所

表5：公司的脑栓通胶囊中标广东联盟集中带量采购

药品通用名	注册分类	规格	中选价 (元/粒)	降价幅度 (%)	首年预采购量 (百万粒)		
					公立医疗机构	民营医疗机构	药店
脑栓通胶囊	中药 3 类	27 粒/盒	0.869	21.0%	41.36	0.22	0.86
		36 粒/盒					
		45 粒/盒					

资料来源：《广东联盟清开灵等中成药集中带量采购文件》、《广东联盟金莲花等中成药集中带量采购文件》、Insight、开源证券研究所

临床研究充足，联用打开增长空间。脑栓通胶囊作为公司的重点大品种之一，已有多篇文献研究其与其他药品联用对于脑梗死患者的治疗效果，呈现较优秀的临床疗效。此外，公司积极推进循证医学研究，2023 年脑栓通胶囊获批“十四五”国家重点研发计划“中医药现代化专项”中脑卒中早期中西医结合精准防治关键技术与全链条诊疗方案研究子课题，全国纳入 100 余个中心开展《脑栓通胶囊降低急性缺血性卒中中高复发风险人群复发率的多中心、随机、双盲、对照试验 (RESPACE 研究)》，目的是评估脑栓通胶囊对发病 72 小时内具有高复发风险的急性缺血性卒中患者在降低 90 天内新发卒中事件、改善患者生存质量的临床效果。此研究将进一步夯实脑栓通胶囊在缺血性卒中的疗效证据，并探索其在卒中二级预防的临床价值，提升其临床推广应用前景。同时，基于脑栓通胶囊丰富的二次开发成果，2023 年公司申报脑栓通胶囊中药保护品种，2025 年 1 月脑栓通胶囊获批为首家国家中药二级保护品种。

表6：脑栓通胶囊临床研究充足，联用治疗脑梗死病症患者疗效受认可

时间	文献名称	主要内容/结论
2021 年 11 月	《脑栓通胶囊联合依达拉奉对脑梗死急性期患者血清 MMP-10、NSE、S100β、细胞因子及氧化应激的影响》	脑栓通胶囊联合依达拉奉对脑梗死急性期患者疗效明显，可降低 MMP-10、NSE 和 S100β 水平，减轻炎症反应及改善氧化应激状态。
2023 年 4 月	《化痰清络脑安汤结合脑栓通胶囊对急性期脑梗死患者肢体痉挛状态的影响》	化痰清络脑安汤结合脑栓通胶囊能缓解急性期脑梗死患者肢体痉挛状态，改善血液流变学、运动功能和日常生活能力。
2023 年 4 月	《脑栓通胶囊联合依达拉奉治疗急性脑梗死患者疗效观察》	脑栓通胶囊联合依达拉奉对急性脑梗死患者疗效显著，且可减轻患者炎症反应，改善患者凝血功能及氧化应激。
2024 年 3 月	《丁苯酞氯化钠注射液联合脑栓通胶囊治疗急性缺血性脑卒中合并 2 型糖尿病的效果》	丁苯酞氯化钠注射液联合脑栓通胶囊可改善 AIS 合并 T2DM 患者的神经功能和日常生活能力，抑制炎症因子表达，且安全性较高。

资料来源：《中国老年学杂志》、《河南中医》、《临床医学工程》等、开源证券研究所

2.1.3、众生丸系列：独家丸剂，市场主导

众生丸属于岭南名药，由蒲公英、紫花地丁、黄芩、岗梅、赤芍等中药材组合而成，能够清热解毒，活血凉血，消炎止痛。常用于上呼吸道感染，急、慢性咽喉炎，急性扁桃腺炎等症。此外，丸剂为公司独家剂型产品，于 1985 年上市；随后 2006 年胶囊剂和片剂成功上市。

丸剂为众生系列产品市场主导，销售占比超 90%。据米内网统计，2024 年众生系列药品中销售额约 0.8 亿元，其中公司独家丸剂产品销售额占比在 2020-2024 年均高于 90%，稳坐市场主导地位；此外，截至 2025 年 6 月 11 日，胶囊剂共有 3 家生产企业，片剂有 4 家生产企业，竞争格局相对良好。我们认为，在独家剂型及较优秀的市占率等利好因素作用下，众生丸系列产品销售额未来在零售市场有望实现稳健增长。

表7：2020-2024 年众生药业独家丸剂销售额占众生系列药品总销售额的 90%以上

药品名称	生产企业	2020	2021	2022	2023	2024
众生丸	众生药业	94.1%	91.5%	91.6%	94.3%	91.2%
众生胶囊	众生药业、汇中制药、广发制药	4.8%	5.3%	6.8%	4.9%	6.7%
众生片	众生药业、江西青春康源制药、湖北诺得胜制药、广东奇灵制药	1.1%	3.2%	1.6%	0.8%	2.1%
合计		100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

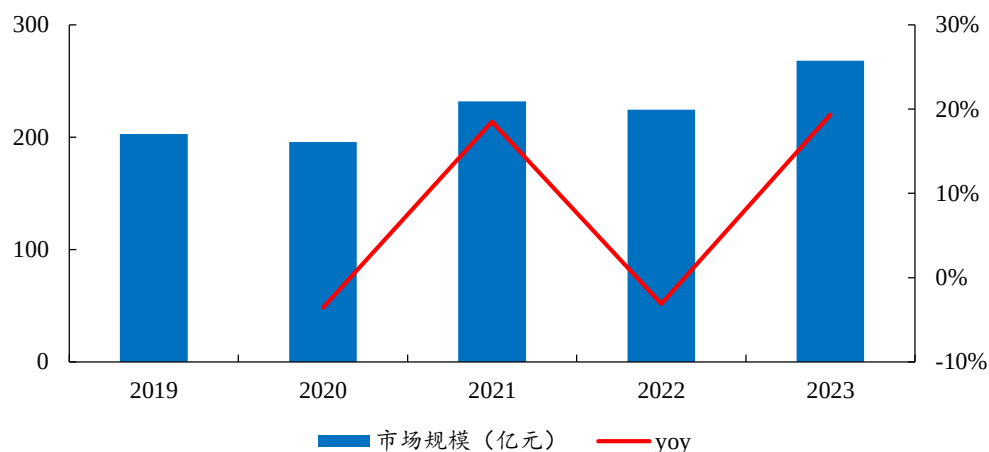
数据来源：米内网、开源证券研究所

2.2、化药：多元布局，协同中药扩大眼科用药矩阵

仿制化药稳步推进，眼科优势逐步加深。在化学仿制药成果上，公司取得了地夸磷索钠滴眼液、溴芬酸钠滴眼液、盐酸莫西沙星滴眼液、盐酸氮䓬斯汀滴眼液、酒石酸溴莫尼定滴眼液、羧甲司坦口服溶液(无糖)、奥美拉唑肠溶胶囊等多项批文，并不断丰富眼科、呼吸系统、消化、抗过敏等领域的产品管线。其中，特别是眼科化药的多品类布局，与复方血栓通系列中药产品形成有效协同，进一步增厚了公司在眼科领域的竞争壁垒。

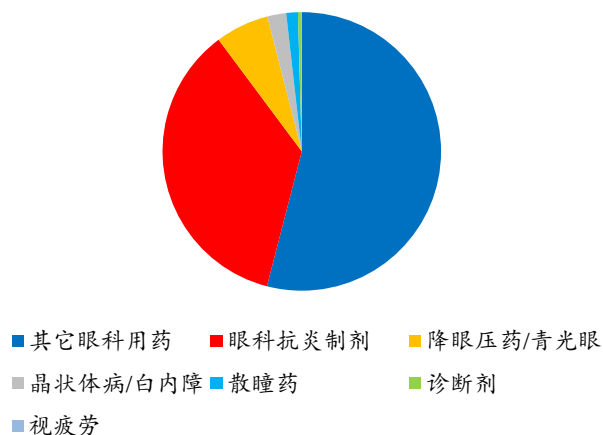
眼科药物市场规模扩容，化学药中以眼科抗炎制剂为主，多为滴眼剂。我国眼科药物治疗市场规模由 2019 年的 202.82 亿元增加至 2023 年的 268.02 亿元，CAGR 为 7.22%，整体在波动中增长。**从治疗领域来看**，眼科抗炎制剂是第一大亚类，2023 年销售额占眼科化学药总销售额的 35.78%，降眼压药/青光眼、晶状体病/白内障和散瞳药占比分别为 6.21%、2.19%和 1.35%。**从剂型来看**，眼科疾病药物剂型有滴眼剂、眼膏剂、冻干粉针剂、眼用凝胶剂、片剂等，其中滴眼剂为主要剂型，2023 年销售额占眼科化学药总市场份额的 79.98%。

图12：2023 年眼科用药市场规模超 260 亿元



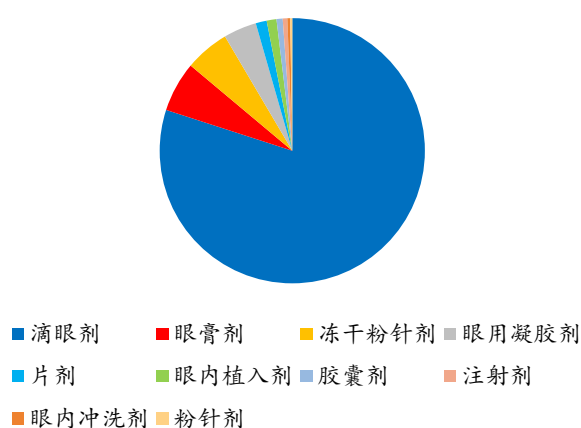
数据来源：弗若斯特沙利文、中商产业研究院、开源证券研究所

图13：2023 年眼科抗炎制剂化学药为第一大亚类



数据来源：PDB、开源证券研究所

图14：2023 年眼科化学药剂型以滴眼剂为主



数据来源：PDB、开源证券研究所

公司布局的眼科用药品类具有良好的市场前景。截至 2025 年 6 月，公司拥有普拉洛芬滴眼液、盐酸氮䓬斯汀滴眼液、地夸磷索钠滴眼液、溴芬酸钠滴眼液和酒石酸溴莫尼定滴眼液等产品，重点覆盖抗过敏、抗炎用药领域，且均为 4 类仿制药。据米内网统计，普拉洛芬滴眼液、溴芬酸钠滴眼液和地夸磷索钠滴眼液均进入 2023 年公立医疗机构终端眼科用药前 20，排名分别为第 6 位、第 15 位和第 16 位，具有较好的市场发展前景。

表8：公司多款药品入选 2023 年中国公立医疗机构终端眼科用药 TOP20

排名	药品名称	增长率	排位变化	医保分类
1	康柏西普眼用注射液	30.33%	↑1	国家医保（乙）
2	雷珠单抗注射液	12.18%	↓1	国家医保（乙）
3	阿柏西普眼内注射溶液	30.21%	↑1	国家医保（乙）
4	玻璃酸钠滴眼液	15.99%	↓1	国家医保（乙）
5	注射用糜蛋白酶	32.54%	-	国家医保（乙）
6	普拉洛芬滴眼液	21.25%	↑1	国家医保（乙）
7	左氧氟沙星滴眼液	5.93%	↑1	国家医保（甲）
8	氯溴酸樟柳碱注射液	-20.06%	↓2	非医保
9	妥布霉素地塞米松滴眼液	24.06%	↑2	国家医保（乙）
10	环孢素滴眼液（II）	124.54%	↑5	国家医保（乙）
11	七叶洋地黄双苷滴眼液	11.01%	↑1	非医保
12	妥布霉素地塞米松眼膏	20.20%	-	国家医保（乙）
13	重组牛碱性成纤维细胞生长因子眼用凝胶	14.31%	-	国家医保（乙）
14	聚乙烯醇滴眼液	-44.55%	↓5	非医保
15	溴芬酸钠滴眼液	21.18%	↑1	国家医保（乙）
16	地夸磷索钠滴眼液	31.80%	↑2	非医保
17	妥布霉素滴眼液	9.96%	↓3	国家医保（乙）
18	牛碱性成纤维细胞生长因子滴眼液	130.17%	新上榜	国家医保（乙）
19	地塞米松玻璃体内植入剂	44.62%	新上榜	国家医保（乙）
20	氟米龙滴眼液	27.76%	新上榜	国家医保（乙）

资料来源：米内网、开源证券研究所

临床证据充足，联合用药疗效显著。（1）**普拉洛芬滴眼液**：主要用于外眼及眼前节炎症的对症治疗，获得国内指南和欧洲指南共同推荐，并列入多个眼科疾病诊疗路径；（2）**盐酸氮卓斯汀滴眼液**：主要用于缓解由过敏引起的眼部症状，获得《过敏性结膜炎诊断和治疗专家共识》推荐；2020 年国际眼科杂志发表的《盐酸氮卓斯汀联合普拉洛芬治疗儿童变态反应性结膜炎》证明，以上两种药物联用能够改善炎症因子指标水平，促进泪膜稳定性的恢复，有效治疗儿童变态反应性结膜炎。（3）**地夸磷索钠滴眼液**：获得多部指南共识推荐用于治疗不同类型的干眼症，是目前国内临床促进泪液分泌的主要药物；（4）**溴芬酸钠滴眼液**：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、白内障手术等，并被列入多个眼科疾病诊疗路径；（5）**酒石酸溴莫尼定滴眼液**：既能减少房水的生成，又增加葡萄膜巩膜途径房水的外流，临床上用于降低开角型青光眼及高眼压症患者的眼压。

表9：公司四大眼科用药临床研究充分，获多个指南推荐

药品名称	时间	文献名称	主要内容/结论
普拉洛芬滴眼液	2000 年 12 月	《普拉洛芬滴眼液治疗白内障术后炎症和非感染性眼前段炎症的临床评价》	普拉洛芬滴眼液是控制白内障术后和非感染性眼前段炎症的有效和安全的药物。
	2010 年 3 月	《普拉洛芬滴眼液治疗干眼症眼表炎症的临床评价》	普拉洛芬可以有效控制干眼症患者眼表炎症，是辅助治疗干眼症的有效药物。
	2018 年 4 月	《普拉洛芬滴眼液联合小牛血去蛋白提取物滴眼液治疗中重度干眼》	普拉洛芬滴眼液联合小牛血去蛋白提取物滴眼液治疗中重度干眼的临床效果较好，且安全性有保证。
	2023 年 1 月	《奥洛他定滴眼液联合普拉洛芬滴眼液治疗过敏性结膜炎患者的临床研究》	奥洛他定滴眼液联合普拉洛芬滴眼液可有效缓解过敏性结膜炎患者的眼部症状及体征，并有利于稳定泪膜，降低泪液 ECP、HA 及 LTB4 水平，疗效显著。
盐酸氮卓斯汀滴眼液	2012 年 12 月	《眼科临床指南》	推荐盐酸氮卓斯汀用于季节性过敏性结膜炎的眼局部治疗。
	2013 年 1 月	《氮卓斯汀滴眼液治疗变应性结膜炎的临床观察》	结论氮卓斯汀滴眼液治疗变应性结膜炎效果显著，安全性高。
	2018 年 6 月	《过敏性结膜炎诊断和治疗专家共识》	药物治疗过敏性结膜炎首选抗组胺药及肥大细胞稳定剂双效药物，如氮卓斯汀滴眼液。
	2020 年 6 月	《盐酸氮卓斯汀联合普拉洛芬治疗儿童变态反应性结膜炎》	盐酸氮卓斯汀联合普拉洛芬治疗儿童变态反应性结膜炎的效果明显，能有效改善炎症因子指标水平，促进泪膜稳定性的恢复，安全性好。
地夸磷索钠滴眼液	2020 年 10 月	《亚洲干眼协会干眼共识解读》	地夸磷索钠滴眼液是一种新型的黏蛋白和水促分泌素，可稳定泪膜层，同时改善功能性视力，从而治疗干眼。
	2021 年 11 月	《3%地夸磷索钠滴眼液治疗干眼的效果和安全性评价》	3%DQS 滴眼液可延长 BUT，促进干眼患者的泪液分泌，增强泪膜的稳定性，可应用于干眼患者的治疗。
	2023 年 8 月	《地夸磷索钠联合清润养目口服液治疗白内障术后干眼》	地夸磷索钠滴眼液联合清润养目口服液可改善白内障术后干眼的主观症状及客观临床指标，为白内障围手术期干眼的眼表管理提供了新的治疗方案。
	2023 年 9 月	《地夸磷索钠联合强脉冲光治疗睑板腺功能障碍》	地夸磷索钠联合强脉冲光在睑板腺功能障碍治疗中相互协同，疗效显著且能促进睑板腺修复。
溴芬酸钠滴眼液	2016 年 3 月	《溴芬酸钠滴眼液应用于高度近视散光眼 SBK 术后的临床疗效观察》	高度近视散光眼患者 SBK 术后应用溴芬酸钠安全、有效、耐受性好,能有效减少激素性高眼压的发生。
	2016 年 10 月	《溴芬酸钠滴眼液治疗干眼症的临床观察》	溴芬酸钠滴眼液治疗干眼症疗效显著,能够有效缓解患者干眼症状,且安全性较好。
	2017 年 5 月	《溴芬酸钠滴眼液治疗白内障术后炎症的临床研究》	国产溴芬酸钠滴眼液用于白内障术后炎症的治疗疗效确切,药物不良反应发生率低,与进口溴芬酸钠滴眼液作用相似。

资料来源：《盐酸氮卓斯汀联合普拉洛芬治疗儿童变态反应性结膜炎》、《过敏性结膜炎诊断和治疗专家共识》等、开源证券研究所

2.3、创新药：聚焦多类适应症，创新引领长期发展

集中资源促创新。在研发创新方面，公司整合内外部资源，以满足未被满足的临床需求为目标，前瞻性地开展相关创新药的研究，主要聚焦代谢性疾病、呼吸系统疾病等治疗领域创新药研发工作。截至 2025 年 6 月 11 日，已有 2 个创新药获批上市，多个创新药项目处于临床试验阶段。

图15：公司创新管线聚焦代谢性疾病、呼吸系统疾病以及肿瘤治疗领域

研发管线	项目代码	药品注册代码	适应症	临床前研究	临床注册申请	I期临床	II期临床	III期临床	上市申请/已上市
代谢性疾病	RAY002	RAY1225	超重/肥胖					2025/02/28获得III期临床试验伦理批件	
			糖尿病					2025/05/26获得两项III期临床试验伦理批件	
	ZSYM009	ZSP1601	代谢功能障碍相关脂肪性肝炎					截至2024年底已完成Ib/IIa期临床试验	
	RAY0221	-	代谢功能障碍相关脂肪性肝炎、糖尿病、肥胖						
呼吸系统疾病	ZSYM005	ZSP1273	成人单纯性甲型流感的治疗						2025/05/22获批上市
			儿童甲型流感的治疗和预防					2025/05/14获得II期临床试验顶线分析数据结果	
	RAY003	RAY1216	成人新冠病毒感染的治疗						2023/03/23获批上市

资料来源：公司公告、Insight、开源证券研究所

2.3.1、来瑞特韦片：全球首个拟肽类 3CL 单药抗新冠病毒一类新药，已纳入多项临床指南与专家共识

来瑞特韦片（商品名：乐睿灵）是公司自主研发的拥有全球自主知识产权的 3CL 单药抗新冠病毒一类新药，2023 年 3 月由 NMPA 按照药品特别审批程序附条件批准上市，用于治疗轻中度新型冠状病毒感染（COVID-19）的成年患者，并已在同年轻谈判成功纳入 2023 年国家医保目录乙类范围，有望惠及更多患者，为患者提供经济、安全、可及的用药选择。

表10：来瑞特韦片 2023 年起被纳入国家医保目录协议期内谈判药品部分

药品分类	药品名称	医保分类	备注	协议有效期
其他抗病毒药	来瑞特韦片	乙	限轻中度新型冠状病毒感染（COVID19）的成年患者。	2024.1.1-2025.12.31

资料来源：《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2023 年）》、开源证券研究所

获多个指南推荐，对老年患者等特殊人群更加安全有效。目前已有多部指南将来瑞特韦片纳入新冠用药推荐，2024 年 5 月发表的《抗新型冠状病毒小分子药物临床应用专家共识》阐述了目前已获批的 7 种抗新冠病毒小分子药物在特殊人群中的适用范围，来瑞特韦作为单药 3CLpro 抑制剂，能够有效避免联用利托那韦带来的药物相互作用风险，对因基础疾病而使用多种药物的老年患者更为安全有效。

表11：来瑞特韦片入选多部指南新冠推荐用药，对老年患者、肝肾功能不全患者安全性更高

时间	文献名称	主要内容/结论
2023 年 5 月	《抗呼吸道 RNA 病毒的小分子药物应用专家意见》	针对 SARS-Co V-2，推荐的 SMAD 药物有来瑞特韦等。
2023 年 8 月	《老年新型冠状病毒感染患者的合理用药建议》	推荐老年新冠感染患者选用来瑞特韦片，肾功能不全和重度肝损伤者除外。
2023 年 12 月	《免疫缺陷人群新型冠状病毒感染诊治策略中国专家共识（2023.V2 版）》	来瑞特韦是全球首款无须联用利托那韦的拟肽类 3CL 靶向抗病毒，可减少联用药物带来的不良反应；推测临床中来瑞特韦对 CYP3A 酶的抑制/诱导作用较弱。
2024 年 5 月	《抗新型冠状病毒小分子药物临床应用专家共识》	推荐来瑞特韦用于使用多种药物的早期新冠病毒感染老年患者以及早期新冠病毒感染肝、肾功能不全患者。

资料来源：《抗新型冠状病毒小分子药物临床应用专家共识》、《老年新型冠状病毒感染患者的合理用药建议》等、开源证券研究所

2.3.2、昂拉地韦片：临床结果优秀，发展空间大

昂拉地韦片（商品名：安睿威）是具有明确作用机制和全球自主知识产权的小分子 RNA 聚合酶抑制剂，临床上用于成人单纯性甲型流感的治疗。

化药 1 类新药，临床实验结果积极，为全球流感防控提供“中国方案”。昂拉地韦片治疗成人单纯性甲型流感的随机、双盲、安慰剂或奥司他韦对照的 III 期临床试验中，试验设置昂拉地韦片 600 mg QD 组、奥司他韦胶囊（达菲）75 mg BID 组和安慰剂组，共给药 5 天，观察 21 天，在全国 80 余家中心开展。2023 年 7 月，公司公告 III 期临床试验顶线数据的初步结果，与安慰剂组相比，昂拉地韦组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、病毒转阴受试者比例）等均优于安慰剂组，达到统计学显著性差异。其研究成果于 2025 年 6 月 6 日发表在柳叶刀子刊-呼吸医学。此外昂拉地韦在临床前呈现出针对奥司他韦耐药的病毒株、玛巴洛沙韦耐药的病毒株有强效的抑制作用，有望成为流感耐药程度加深后的首选用药。另外，用于儿童及吞咽困难甲流患者的昂拉地韦颗粒已完成 II 期临床试验，即将进入 III 期临床试验。

表12：昂拉地韦片 III 期临床顶线数据呈现优秀的实验结果

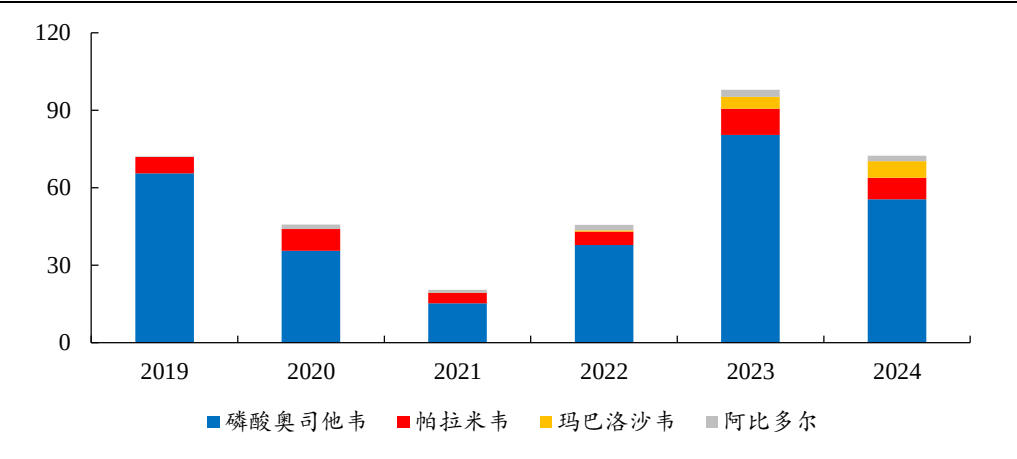
指标	与安慰剂对照结果	与奥司他韦对照结果
主要终点指标（TTAS）	中位 TTAS 38.83h 较安慰剂组 63.63h 显著缩短>24 小时（39%）	昂拉地韦组在中位 TTAS 和发热缓解时间均比奥司他韦组缩短了近 10%（奥司他韦组中位 TTAS 为 42.17h，中位发热缓解时间为 28.53h）
次要终点指标（发热缓解时间）	中位发热缓解时间 26.22h 较安慰剂组 43.27h 显著缩短	
重要的次要病毒学指标	6 个指标中，可观察到昂拉地韦组均显著优于安慰剂组和奥司他韦组（P<0.05 或 P<0.001），说明昂拉地韦可更好更快地降低甲型流感病毒载量，显著缩短病毒转阴时间，降低传染性风险	
安全性评价	3 级及以上治疗相关不良事件（TRAE）的发生率上，昂拉地韦组低于安慰剂组，与奥司他韦组近似。治疗期间，昂拉地韦组未发生严重不良事件。试验中，昂拉地韦组观察到的不良反应主要为消化系统症状（如腹泻、恶心、呕吐）	

资料来源：公司公告、Insight、开源证券研究所

流感市场规模庞大，奥司他韦为主要用药。据米内网统计，除 2020-2022 年国内流感用药市场受到一定的新冠疫情影响以外，2019 年和 2024 年治疗流感的药物销售规模基本持平，2024 年整体销售规模超 70 亿元，市场需求庞大。具体来看，奥司

他韦为主要治疗用药,2024年销售额占核心四款流感用药的市场销售比例约为 76.7%;其次是帕拉米韦和玛巴洛沙韦,销售占比分别约为 11.5%和 8.8%。而公司的昂拉地韦相比奥司他韦呈现较优秀的 III 期临床结果,也进一步彰显其良好的市场竞争力。

图16：2024 年流感用药市场规模超 70 亿元（单位：亿元）



数据来源：米内网、开源证券研究所

在研管线丰富，昂拉地韦占据先发优势。据 Insight 统计，自 2021 年起国内已有多款流感化药新药步入 NDA 及临床试验阶段，截至 2025 年 6 月 3 日，已有 4 款产品申报 NDA、3 款产品进入临床 II 期和 III 期、2 款产品进入临床 I 期。在以流感症状缓解时间为主要终点的临床试验中，昂拉地韦症状缓解时间约 38.83 小时，相比玛巴洛沙韦、玛巴西沙韦和玛巴诺沙韦片拥有更短的症状缓解时间。

表13：截至 2025 年 6 月 3 日，中国获批上市治疗流感病毒性感染的新药主要有 10 款

药品成分	药品成分英文名	靶点	研发机构	中国内地最高状态	中国内地最高状态时间	中国内地最高状态适应症
昂拉地韦	Onradivir	PB2	众生药业（Orig.）， 众生睿创（Orig.）	批准上市	2025-05-20	甲型流感病毒感染
玛舒拉沙韦	Suraxavir marboxil	PA	银杏树药业（Orig.），青峰药业（Orig.）	批准上市	2025-03-25	甲型流感病毒感染,乙型流感病毒感染
玛巴洛沙韦	Baloxavir marboxil	PA	盐野义制药株式会社（Orig.），罗氏制药（Lic.），基因泰克（Lic.）	批准上市	2021-04-27	流感病毒感染,甲型流感病毒感染,乙型流感病毒感染
法维拉韦（原名法匹拉韦）	Favipiravir	RdRp	富士胶片（Orig.），海正药业（Lic.）	批准上市	2020-02-15	流感病毒感染
帕拉米韦	Peramivir	Neuraminidase	广州南新制药有限公司（Orig.）	批准上市	2013-04-05	甲型流感病毒感染,乙型流感病毒感染,流感病毒感染
奥司他韦	Oseltamivir	Neuraminidase	东阳光药业，中国人民解放军军事医学科学院毒物药物研究所	批准上市	2006-01-01	流感病毒感染
奥司他韦	Oseltamivir	Neuraminidase	吉利德制药（Orig.），罗氏制	批准上市	2001-01-01	甲型流感病毒感染,乙型流感病毒感染

			药 (Lic.), 中外制 药株式会社 (Lic.)			
扎那米韦	Zanamivir	Neuraminidase	Vaxart (Orig.), 葛 兰素史克制药 (Lic.), Medivir (Lic.), 先声药业 (Lic.)	批准上市	2009-07-01	流感病毒感染
胸腺法新	Thymosin α 1	-	赛生药业 (Orig.)	批准上市	1996-09-11	乙型病毒性肝炎,流感病毒 感染
对乙酰氨基 酚+伪麻黄碱 +右美沙芬	Paracetamol+ Pseudoephedrine+ Dextromethorphan	ADR COX GRIN SIGMAR1 SLC6A2 SLC6A3 SLC6A4	拜耳医药 (Orig.)	批准上市	1996-01-01	发热,咳嗽,头痛,咽喉疼痛, 鼻塞,普通感冒,流感病毒 感染,四肢酸痛
玛氟诺沙韦	-	PA	安帝康生物科技 (Orig.), 先声药 业 (BD)	申请上市	2025-03-15	甲型流感病毒感染,乙型流 感病毒感染
玛帕西沙韦	Mapixavir	RdRp	太景生物科技 (Orig.), 健康元 (Lic.)	申请上市	2024-08-12	甲型流感病毒感染,乙型流 感病毒感染
玛硒洛沙韦	-	PA	征祥医药 (Orig.), 济川药业 (BD)	申请上市	2024-02-08	流感病毒感染 (推测)
磷酸奥司他 韦口崩片	Oseltamivir Phosphate Orally Disintegrating Tablets	Neuraminidase	北京星昊医药, 北 京星昊盈盛药业, 中国人民解放军 军事医学科学院 毒物药物研究所	申请上市	2020-09-27	甲型流感病毒感染 (推测), 乙型流感病毒感染 (推测)
帕拉米韦吸 入溶液	Peramivir Inhalation Solution	Neuraminidase	湖南南新制药 (Orig.), 广州南 鑫药业 (Orig.)	临床 III 期	2024-12-19	甲型流感病毒感染,乙型流 感病毒感染
LN020	-		山东鲁宁药业 (Orig.)	临床 II 期	2025-04-23	甲型流感病毒感染,乙型流 感病毒感染
WXSH0208	-	PA	辰欣药业 (Orig.)	临床 II 期	2023-10-19	甲型流感病毒感染,乙型流 感病毒感染
HY-100209	-	Neuraminidase	合肥医工医药 (Orig.)	临床 I 期	2024-07-23	甲型流感病毒感染,乙型流 感病毒感染
帕拉米韦吸 入溶液	Peramivir Inhalation Solution	Neuraminidase	朗天医药 (Orig.)	临床 I 期	2024-06-14	甲型流感病毒感染,乙型流 感病毒感染
依尼碘铵	Enisamium iodide	-	Farmak (Orig.)	批准临床	2025-01-07	流感病毒感染

资料来源: Insight、开源证券研究所 (注: 数据更新截至 2025/06/03)

表14：多管线在以流感症状缓解时间为主要终点的临床试验中，昂拉地韦症状缓解时间数据优秀

药品名称	属性	临床阶段	实验组 vs 安慰剂组中位数缓解时间
昂拉地韦片	RNA 聚合酶 PB2 蛋白抑制剂	III 期	38.83h vs 63.35h, 中位缓解时间缩短了 39% (P<0.001)
玛洛洛沙韦	聚合酶酸性蛋白 (PA) 核酸内切酶抑制剂	II 期/III 期	III 期: 40mg、80mg、安慰剂主要终点时间为 48.4h vs 39.4h vs 62.9h (P=0.003 and P<0.001)
玛帕西沙韦	cap 依赖型核酸内切酶抑制剂	III 期	60.9h vs 87.9h (P<0.0001)
玛氟诺沙韦片	cap 依赖型核酸内切酶抑制剂	III 期	50.0h vs 68.1h (P<0.0001)

资料来源：Insight、各公司公告、各公司微信公众号、开源证券研究所

2.3.3、RAY1225 注射液：超长效制剂，聚焦“降糖+减重”赛道

RAY1225 注射液是由公司控股子公司众生睿创研发的、拥有全球自主知识产权的长效 GLP-1 类创新结构多肽药物，具备 GLP-1 受体和 GIP 受体双重激活活性，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，临床上拟用于 2 型糖尿病及超重/肥胖等患者的治疗，目前正在开展 III 期临床试验。

双适应症临床研究同步推进，未来可期。2025 年 5 月公司公告披露，RAY1225 注射液 II 期临床试验的顶线分析数据研究结果初步表明，RAY1225 注射液两周注射一次，剂量 3-9mg 在中国成人肥胖/超重参与者和 2 型糖尿病参与者中表现出积极的疗效和良好的安全性，试验结果理想，达到预期目的。与此同时，RAY1225 注射液 3-9mg 在减重 II 期临床试验 (REBUILDING-1) 和降糖 II 期临床试验 (SHINING-1) 的参与者中安全性、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 SURMOUNT-CN 和 SURPASS-AP-Combo 的报道数据。

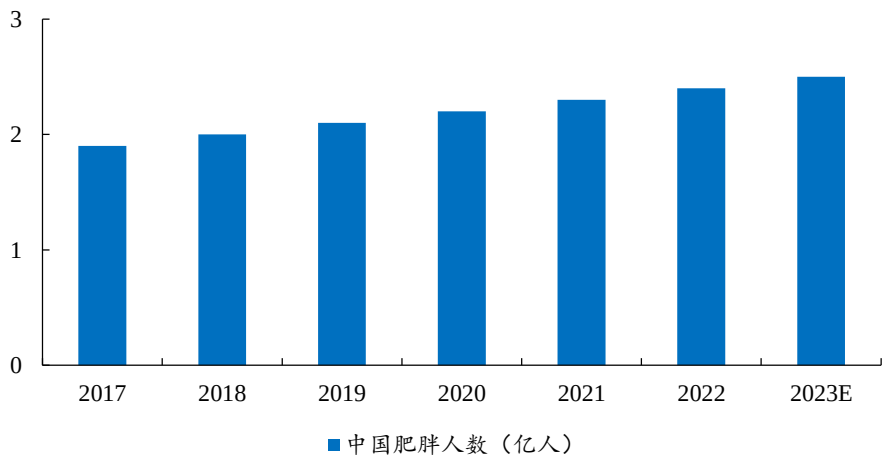
表15：RAY1225 注射液临床 II 期顶线分析数据显示有效性显著

临床试验及指标	3mg	6mg	9mg	安慰剂
REBUILDING-1 (Q2W)，连续治疗 24 周				
体重较基线相对变化	-10.05%	-12.98%	-15.05%	-3.55%
P 值	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001
体重减少≥5%患者比例	73.2%	95.1%	95.1%	
体重减少≥10%患者比例	51.2%	75.6%	87.8%	
血尿酸较基线降低: μmol/L (%)	47.32 (-10.7%)	49.00 (-11.5%)	98.83 (-21.8%)	8.93 (-0.2%)
SHINING-1 (Q2W)，连续治疗 24 周				
HbA1c 较基线相对变化	-1.68%	-2.06%	-2.16%	-0.33%
P 值	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001
HbA1c<7%患者比例	80.00%	89.47%	94.44%	
HbA1c≤6.5%患者比例	60.00%	84.21%	88.89%	
HbA1c<5.7%患者比例	7.50%	31.58%	30.56%	
HbA1c<7%&体重降低≥5%患者比例	32.50%	60.53%	58.33%	12.50%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

国内肥胖人群增长，药企发力布局。据弗若斯特沙利文统计，2017-2021 年间中国的肥胖人群不断增加，由 2017 年的 1.9 亿人增至 2022 年的 2.4 亿人，CAGR 约为 4.8%。考虑到肥胖相关的并发症有很多，如 2 型糖尿病、心脏病等，以及患者由于体型不美，易出现焦虑、抑郁等心理障碍。目前国内减重市场正处于培育期，发展潜力可观。弗若斯特沙利文测算，到 2030 年，中国减重行业规模将超 200 亿元，2026-2030 年 CAGR 约为 12.4%。截至 2025 年 6 月 3 日，国内已有多家企业布局减重及 2 型糖尿病适应症管线，同时公司的 RAY1225 在双靶点管线中临床进度靠前。

图17： 2017-2022 年中国肥胖人数逐年增加



数据来源：弗若斯特沙利文、中商产业研究院、开源证券研究所

表16： 多家药企在中国积极开展减重/降糖临床实验，布局 GLP-1R 相关双靶点/三靶点新药管线

适应症	药品成分	靶点	研发机构	内地最高状态	内地最高状态时间	适应症	剂型
双靶点	替尔泊肽	GIPR GLP1R	礼来制药 (Orig.), 田边三菱制药 (Lic.)	批准上市	2024-05-15	2 型糖尿病、肥胖	注射
	玛仕度肽	GCGR GLP1R	礼来制药 (Orig.), 信达生物 (Lic.)	申请上市	2024-02-07	2 型糖尿病、肥胖	注射
	RAY1225	GIPR GLP1R	众生药业 (Orig.), 众生睿创 (Orig.)	临床 III 期	2025-03-18	2 型糖尿病、肥胖	注射
	BGM0504	GIPR GLP1R	博瑞生物医药 (Orig.), 博瑞新创生物医药 (Orig.)	临床 III 期	2024-10-31	2 型糖尿病、肥胖	注射
	HS-20094	GIPR GLP1R	豪森药业 (Orig.), 再生元制药 (Lic.)	临床 III 期	2024-10-31	肥胖、2 型糖尿病 (临床 II 期)	注射
	HRS9531	GIPR GLP1R	恒瑞医药 (Orig.), 盛迪医药 (Orig.), Kailera Therapeutics (Lic.)	临床 III 期	2024-05-02	2 型糖尿病、肥胖	注射
	Survodutide	GCGR GLP1R	Zealand Pharma (Orig.), 勃林格殷格翰制药 (Lic.)	临床 III 期	2023-09-27	肥胖	注射

适应症	药品成分	靶点	研发机构	内地最高状态	内地最高状态时间	适应症	剂型
	Cagrilintide+司美格鲁肽-CagriSema	AMYR GLP1R	诺和诺德 (Orig.)	临床 III 期	2023-07-05	2 型糖尿病、肥胖	注射
	Cotadutide	GCGR GLP1R	阿斯利康 (Orig.), MedImmune Pharma (Orig.)	临床 II/III 期	2022-03-30	代谢功能障碍相关脂肪性肝炎 (临床 II/III 期)、 2 型糖尿病、肥胖 (临床 I 期)	注射
	HRS9531 片	GIPR GLP1R	恒瑞医药 (Orig.), 盛迪医药 (Orig.), Kailera Therapeutics (Lic.)	临床 II 期	2025-02-18	肥胖、2 型糖尿病 (临床 I 期)	口服
	Poterepatide	GIPR GLP1R	华东医药 (Orig.), 中美华东制药 (Orig.)	临床 II 期	2025-01-16	2 型糖尿病、肥胖	注射
	THDBH120	GIPR GLP1R	药明康德 (Orig.), 通化东宝 (Lic.)	临床 II 期	2024-12-05	肥胖、2 型糖尿病 (临床 I 期)	注射
	HEC88473	FGF21 GLP1R	东阳光生物药研发 (Orig.), Apollo Therapeutics (Lic.)	临床 II 期	2023-08-17	2 型糖尿病、肥胖 (临床 I 期)	注射
	Efinopegdutide	GCGR GLP1R	韩美制药 (Orig.), 默沙东制药 (Lic.), 强生制药 (Lic.)	临床 II 期	2023-05-26	临床 II 期: 代谢功能障碍相关脂肪性肝炎	注射
	PB-718	GCGR GLP1R	派格生物医药 (Orig.)	临床 I/II 期	2023-05-31	肥胖、2 型糖尿病 (临床前)	注射
	XTL6001	GCG GLP1R	陕西麦科奥特 (Orig.), 上海西泰利生物医药 (Orig.)	临床 I 期	2025-05-26	肥胖	注射
	GZR102	GLP1R INSR	甘李药业 (Orig.)	临床 I 期	2025-04-23	肥胖、2 型糖尿病 (批准临床)	注射
	NN9541	GIPR GLP1R	诺和诺德 (Orig.)	临床 I 期	2025-04-17	临床 I 期: 肥胖, 2 型糖尿病	注射
	Amycretin-NN9487	AMYR GLP1R	诺和诺德 (Orig.)	临床 I 期	2025-01-20	肥胖	注射/口服
	CMS-D005	GCGR GLP1R	康哲药业 (Orig.)	临床 I 期	2024-12-26	肥胖	注射
	GMA106	GIPR GLP1R	鸿运华宁 (杭州) 生物医药 (Orig.), 中国生物制药 (Lic.)	临床 I 期	2024-08-09	肥胖	注射
	KN069	GIPR GLP1R	康宁杰瑞 (Orig.), 特宝生物 (Lic.)	临床 I 期	2024-07-25	肥胖	注射
	ZX2010	GIPR GLP1R	江苏中新医药 (Orig.)	临床 I 期	2024-04-16	2 型糖尿病、肥胖	注射
	HZ012	GIPR GLP1R	华东医药, 浙江道尔生物, 浙江和泽医药	临床 I 期	2023-10-25	2 型糖尿病、肥胖	注射
	AP026	FGF21 GLP1R	安源生物 (Orig.), 正大天晴 (Lic.)	临床 I 期	2023-03-13	2 型糖尿病、肥胖 (批准临床)	注射

适应症	药品成分	靶点	研发机构	内地最高状态	内地最高状态时间	适应症	剂型
三靶点	SHR-1816	GCGR GLP1R	恒瑞医药 (Orig.), 北京盛迪医药 (Orig.)	临床 I 期	2022-04-02	1 型糖尿病(批准临床)、2 型糖尿病 (批准临床)、肥胖 (临床前)	注射
	ZX2021	GCGR GIPR GLP1R	江苏中新医药 (Orig.)	临床 II 期	2025-04-11	肥胖、2 型糖尿病 (临床 I 期)	注射
	UBT251	GCGR GIPR GLP1R	联邦制药 (Orig.), 诺和诺德 (Lic.)	临床 II 期	2025-01-13	2 型糖尿病、肥胖	注射
	DR10624	FGF21 GCGR GLP1R	华东医药 (Orig.), 江道尔生物 (Orig.)	临床 II 期	2024-07-11	肥胖/糖尿病 (临床 I 期)、2 型糖尿病 (批准临床)	注射
	MWN101	GCGR GIPR GLP1R	上海民为生物 (Orig.)	临床 II 期	2024-03-07	2 型糖尿病、肥胖	注射
	HRS-4729	GCGR GIPR GLP1R	恒瑞医药 (Orig.), Kailera Therapeutics (Lic.)	临床 I 期	2024-12-31	肥胖	注射
	MWN105	FGF21 GIPR GLP1R	上海民为生物 (Orig.)	临床 I 期	2024-12-13	2 型糖尿病、肥胖	注射
	MWN109	GCGR GIPR GLP1R	上海民为生物 (Orig.)	临床 I 期	2024-12-12	2 型糖尿病、肥胖	注射
	DR10627	GCGR GIPR GLP1R	华东医药 (Orig.), 江道尔生物 (Orig.), 浙江和泽医药 (Orig.)	临床 I 期	2022-10-31	2 型糖尿病、肥胖 (临床前)	注射
	瑞他鲁肽	GCGR GIPR GLP1R	礼来制药 (Orig.)	临床 I 期	2022-09-21	肥胖、2 型糖尿病 (批准临床)	注射

资料来源：Insight、开源证券研究所（注：数据更新截至 2025/06/03）

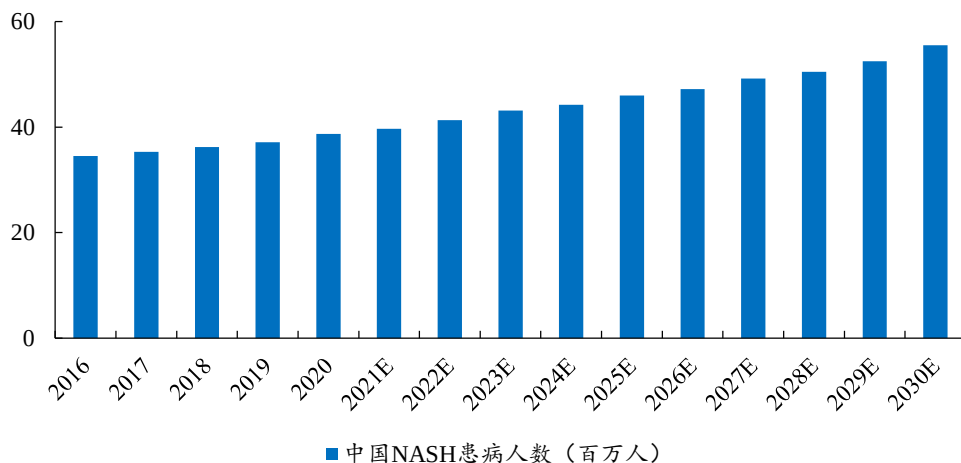
2.3.4、ZSP1601 口服小分子：MASH 市场前景广阔，创新潜力品种把握发展机遇

ZSP1601 是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）的一类创新药，作用靶点为 pan-PDE 抑制剂，为国家重大新药创制项目，也是首个完成健康人药代及安全性临床试验的用于治疗 MASH 的国内创新药项目。据公司 2024 年报披露，已完成的 Ib/IIa 期临床研究表明，在 4 周的治疗下，ZSP1601 明显地降低了 ALT、AST 等肝脏炎症损伤标志物，同时多个纤维化相关生物标志物也有降低趋势，提示其具有改善肝脏炎症、坏死的潜力及抗纤维化的作用，目前正在开展 IIb 期临床研究，参与者入组工作已完成。

患病人数逐年增加，市场需求大。代谢功能障碍相关脂肪性肝病（MASLD）此前被称为非酒精性脂肪性肝病（NAFLD），是一类由于机体代谢功能紊乱造成脂质在肝脏内过度沉积的疾病。MASLD 疾病谱包括代谢功能障碍相关性脂肪肝，代谢功能障碍相关脂肪性肝炎（MASH，既往被称为 NASH）以及由此进展而导致的肝纤维化、肝硬化，甚至肝癌。随着肥胖和 2 型糖尿病（type 2 diabetes mellitus, T2DM）的流行，全球 MASLD 患病率和发病率不断增高，尤以我国较为严重。据弗若斯特沙利文报

告，全球非酒精性脂肪性肝病患者数量呈上升趋势，2020 年达 17.6 亿人，而全球 NASH 患病人数从 2016 年的 3.1 亿人已上升到 2020 年的 3.5 亿，预计 2030 年将达到 4.9 亿人。中国方面，非酒精性脂肪性肝病患病人数 2020 年已接近 2 亿人，在人口老龄化及肥胖、糖尿病等疾病因素的作用下，预计 2030 年达到 2.8 亿人。2020 年中国 NASH 患病人数达到 3870 万人，预计 2030 年将达到 5550 万人。

图18：预计中国 NASH 患病人数逐年增加



数据来源：弗若斯特沙利文、派格生物招股书、开源证券研究所

市场前景好，但上市产品少。针对 MASLD 的新药研发一直是肝病领域的研究热点，但目前已上市的产品较少。2020 年 3 月，印度药物监管局批准了 ZydusCadila 公司的过氧化物酶体增殖物激活受体 (PPAR) α/γ 双重激动剂 Saroglitazar Magnesium 上市，成为了世界范围内最早正式获批上市的 MASLD 药物，但是目前仍无其他国家批准该药上市。2024 年 3 月，美国 FDA 加速批准了甲状腺激素受体 β (THR- β) 激动剂 Resmetirom (商品名 Rezdiffra) 的口服小分子药物上市，用于治疗中重度肝纤维化 (F2-F3 期) 的 MASH 患者，成为 FDA 首个批准用于治疗 MASLD 患者的创新药。

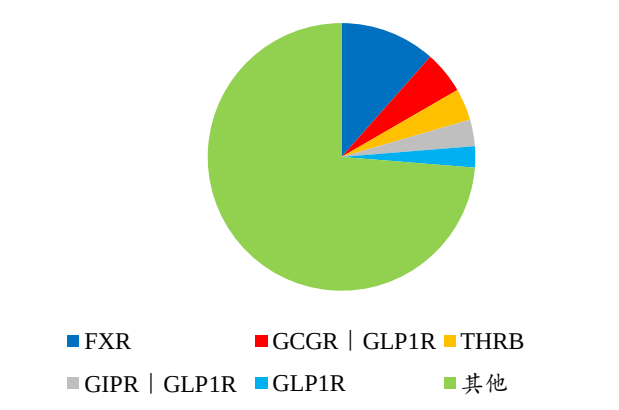
表17：FDA 批准的首款用于治疗 NASH 的新药 Resmetirom 年治疗费用超 4 万美元

药品名称	商品名	企业	上市时间	用法用量	年治疗费用 (美元)
Resmetirom (瑞司美替罗)	Rezdiffra	Madrigal Pharmaceuticals	2024-03-14	推荐剂量调整基于实际体重。 对于患者体重： $<100\text{kg}$ ，推荐剂量为 80mg，每日口服一次。 $\geq 100\text{kg}$ ，推荐剂量为 100mg，每日口服一次。	47,400

资料来源：Insight、Resmetirom 说明书、开源证券研究所

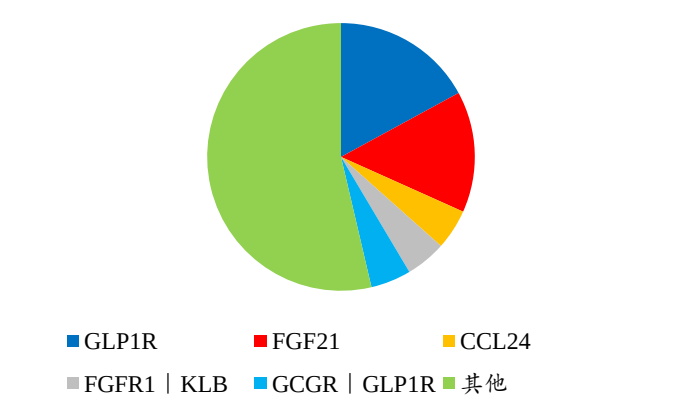
药企争先布局，在研管线丰富。截至 2025 年 6 月 3 日，全球已有超百款在研管线布局 MASH 适应症并在临床阶段处于 II 期及以后状态，从化药和生物药布局靶点来看，化药以 FXR、CLP-1R 系列、THR- β 以及 PPAR 系列等为主，生物药以 GLP-1R 系列和 FGFR 系列等为主。鉴于全球目前上市药物较少，市场需求仍面临较大的供给缺口，因此国内企业也在积极进行研发布局。据 Insight 统计，海内外已有多家企业在中国开展 MASH 适应症临床试验，其中多数处于临床 II 期研究阶段。

图19：全球在研治疗 MASH 化药以 FXR 靶点为主



数据来源：Insight、开源证券研究所

图20：全球在研治疗 MASH 生物药以 GLP-1R 靶点为主



数据来源：Insight、开源证券研究所

表18：已有多家企业在中国开展 MASH 新药管线临床试验

药品成分	药物类型	靶点	研发机构	中国阶段	首次公示时间
Survodutide	化药	GCGR GLP1R	Zealand Pharma (Orig.), 勃林格殷格翰制药 (Lic.), 勃林格殷格翰 (中国) 投资 (Lic.)	III 期	2024-12-27
拉尼兰诺	化药	PPAR α PPAR γ PPAR δ	Inventiva (Orig.), 正大天晴 (Lic.), Hepalys Pharma (Lic.)	III 期	2023-09-11
司美格鲁肽	生物药	GLP1R	诺和诺德制药 (Orig.)	III 期	2021-07-27
利莫那班	化药	CNR1 GPR55	赛诺菲制药 (Orig.), 阿斯泰来制药 (Lic.)	III 期	2007-08-17
玛仕度肽	化药	GCGR GLP1R	礼来制药 (Orig.), 信达生物 (Lic.)	II 期	2025-04-08
DR10624	生物药	FGF21 GCGR GLP1R	华东医药 (Orig.), 道尔生物 (Orig.)	II 期	2025-02-14
小檗碱熊去氧胆酸盐	化药	FXR	深圳君圣泰生物技术 (Orig.)	II 期	2023-12-21
Efinopegdutide	生物药	GCGR GLP1R	韩美制药 (Orig.), 默沙东制药 (Lic.), 强生制药 (Lic.)	II 期	2023-10-19
HSK31679	化药	THR B	海思科 (Orig.)	II 期	2023-11-09
VSA006	化药	HSD17B13	Arrowhead Pharmaceuticals (Orig.), 维亚臻生物 (Lic.)	II 期	2023-10-13
AP025	生物药	FGF21	安源医药 (Orig.), 正大天晴 (Lic.)	II 期	2023-08-11
AZD2693	化药	PNPLA3	Ionis Pharmaceuticals (Orig.), 阿斯利康制药 (Lic.)	II 期	2023-07-11
ZSP1601	化药	PDE	众生药业 (Orig.), 众生睿创 (Orig.), 药明康德 (Orig.)	II 期	2022-12-30
西格列他钠	化药	PPAR	微芯生物 (Orig.)	II 期	2021-12-07
HEC96719	化药	FXR	东阳光药业 (Orig.)	II 期	2021-07-27
Ervogastat	化药	DGAT2	辉瑞制药 (Orig.)	II 期	2021-03-15
MK 3655	生物药	FGFR1 KLB	NGM Biopharmaceuticals (Orig.), 默沙东制药 (Lic.)	II 期	2021-01-21
Tropifexor	化药	FXR	诺华制药 (Orig.)	II 期	2020-12-17
地尼法司	化药	FASN	Sagimet Biosciences (Orig.), 歌礼制药 (Lic.),	II 期	2020-04-30

药品成分	药物类型	靶点	研发机构	中国阶段	首次公示时间
歌礼生物科技 (Lic.)，甘莱制药 (Lic.)					
Clesacostat	化药	ACCase	辉瑞制药 (Orig.)	II 期	2020-03-23
Licogliflozin	化药	SGLT1 SGLT2	诺华制药 (Orig.)	II 期	2019-08-20
IMM-H014	化药	NRF2	中国医学科学院药物研究所 (Orig.)，长春 钴智制药 (Orig.)	I/II 期	2025-05-28
BGT-002	化药	ACLY	博骥源 (上海) 生物医药 (Orig.)，中国科学 院上海药物研究所 (Orig.)	I/II 期	2023-02-20
GH509	化药	-	强新科技集团 (Orig.)，成都强新生物科技 (Orig.)	I 期	2023-03-10

资料来源：Insight、开源证券研究所（注：数据更新截至 2025/06/03）

3、盈利预测与投资建议

3.1、基本业务估值及盈利预测

随着公司中成药、化学药、原料药等业务的持续推广，有望带来销售额的稳健提升，我们假设：

（1）中成药销售：以复方血栓通系列制剂、脑栓通胶囊、众生丸等为主。基于行业规模、产品优势等方面分析，我们预计 2025-2027 年公司中成药销售收入增速分别为 8.86%/11.97%/11.37%，毛利率分别为 71.00%/71.20%/71.20%。

（2）化学药销售：以盐酸氮革斯汀滴眼液等滴眼液、羧甲司坦系列制剂等化学仿制药以及创新药来瑞特韦片、昂拉地韦片为主。基于行业规模、产业布局等方面分析，我们预计 2025-2027 年化学药销售收入增速分别为 18.00%/12.00%/12.00%，毛利率维持在 49.00%左右。

（3）原料药及中间体销售：我们预计 2025-2027 年公司原料药及中间体销售收入增速分别为 15.00%/12.00%/12.00%，毛利率维持在 25.00%左右。

（4）中药材及中药饮片销售：我们预计 2025-2027 年公司中药材及中药饮片收入增速分别为 20.00%/18.00%/18.00%，毛利率维持在 6.00%左右。

（5）其他业务：我们预计 2025-2027 年公司其他业务收入增速分别为 50.00%/20.00%/15.00%，毛利率维持在 30.00%左右。

表19：基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健

众生药业 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,467	2,802	3,154	3,540
yoy	-5.5%	13.5%	12.6%	12.2%
毛利率 (%)	56.0%	56.1%	56.0%	55.7%
归属母公司股东的净利润	-299	308	345	392
yoy	-213.6%	202.9%	12.1%	13.4%
主营业务收入拆分				
1. 中成药销售				
收入	1318.20	1435.00	1606.73	1789.35
Yoy	-5.25%	8.86%	11.97%	11.37%
毛利率 (%)	70.05%	71.00%	71.20%	71.20%
业务收入比例 (%)	53.42%	51.22%	50.94%	50.54%
2. 化学药销售				
收入	899.71	1061.66	1189.06	1331.74
yoy	-6.44%	18.00%	12.00%	12.00%
毛利率 (%)	48.55%	49.00%	49.00%	49.00%
业务收入比例 (%)	36.46%	37.90%	37.70%	37.62%
3. 原料药及中间体销售				
收入	30.49	35.07	39.28	43.99
yoy	-26.98%	15.00%	12.00%	12.00%

众生药业 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率 (%)	-	25.00%	25.00%	25.00%
业务收入比例 (%)	1.24%	1.25%	1.25%	1.24%
4. 中药材及中药饮片销售				
收入	195.67	234.80	277.06	326.93
yoy	-4.80%	20.00%	18.00%	18.00%
毛利率 (%)	-	6.00%	6.00%	6.00%
业务收入比例 (%)	7.93%	8.38%	8.78%	9.23%
5. 其他业务				
收入	23.35	35.02	42.02	48.33
yoy	124.70%	50.00%	20.00%	15.00%
毛利率 (%)	-	30.00%	30.00%	30.00%
业务收入比例 (%)	0.95%	1.25%	1.33%	1.37%

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.08/3.45/3.92 亿元，同比扭亏随后增长 12.1%/13.4%，EPS 为 0.36/0.41/0.46 元，当前股价对应 PE 为 43.9/39.2/34.6 倍。基于公司中药主业及创新药属性，选取天士力、康缘药业和以岭药业作为可比公司。我们看好公司未来中药板块稳健增长，创新药管线大力推进带来的潜在成长空间，考虑到公司当前估值涵盖创新药管线，因此公司 PE 估值高于可比公司平均估值具备一定合理性。

表20：考虑到公司当前估值涵盖创新药管线，因此公司 PE 估值高于可比公司平均估值具备一定合理性

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE(倍)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600535.SH	天士力	15.50	0.64	0.79	0.87	0.97	24.2	19.6	17.8	16.0
600557.SH	康缘药业	14.73	0.67	0.82	0.96	1.12	21.9	18.0	15.3	13.2
002603.SZ	以岭药业	13.91	-0.43	0.73	0.87	1.00	-32.1	18.9	16.0	13.9
	平均值		0.29	0.78	0.90	1.03	4.7	18.8	16.4	14.3
002317.SZ	众生药业	15.89	-0.35	0.36	0.41	0.46	-45.2	43.9	39.2	34.6

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2025.6.20，众生药业、天士力为开源证券研究所预测数据，其他使用 Wind 一致预期预测数据）

3.2、创新管线估值及 DCF 模型

公司持续推进创新管线上市及临床研发进度，有望在未来持续贡献业绩新增量：

(1) 具有明确作用机制和全球自主知识产权的小分子 RNA 聚合酶抑制剂-昂拉地韦片已于 2025 年 5 月获批上市，临床上用于成人单纯性甲型流感的治疗，同时其颗粒剂型用于儿童甲型流感的治疗和预防适应症已取得 II 期临床顶线分析数据结果，有望协同成人适应症持续贡献业绩。

(2) RAY1225 拥有全球自主知识产权的长效 GLP-1 类创新结构多肽药物，具备 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，具备每周注射一次的长效药物潜力，临床上拟用于 2 型糖尿病及超重/肥胖等患者的治疗，2025 年将陆续推进肥胖和 2 型糖尿病两个适应症的 III 期临床试验，未来若成功上市

则有望进一步打开公司的成长空间。

(3) 公司持续推进 ZSP1601 用于 MASH 适应症的 IIb 临床试验，鉴于全球获批 MASH 适应症的新药有限，因此若研发成功则同样具备较大的成长空间。

表21：公司核心创新管线上市后有望持续贡献业绩增量

创新管线销售额（亿元）	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
昂拉地韦	0.7	2.1	6.0	8.9	11.9	14.9	17.1	19.0	20.1	21.1
RAY1225	-	-	0.5	3.1	7.1	11.7	17.4	23.5	29.9	30.7

数据来源：公司公告、Insight、开源证券研究所

我们采用 DCF 估值方法预测昂拉地韦及 RAY1225 未来有望为公司带来的成长空间。通过 Wind BETA 计算器计算得公司调整后 beta 为 0.96，无风险收益率取五年期国债收益率 1.54%，有效税率假设为 15%，经计算加权平均资本成本 WACC 为 6.8%。假设永续增长率 0.5%，根据 FCFF 估值敏感性测试，两个创新药管线昂拉地韦及 RAY1225 远期合理估值约 140 亿元。

截至 2025 年 6 月 20 日，众生药业现值 135 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

表22：FCFF 估值敏感性测试，昂拉地韦及 RAY1225 远期合理估值约 140 亿元

单位（亿元）	WACC								
	4.8%	5.3%	5.8%	6.3%	6.8%	7.3%	7.8%	8.3%	8.8%
永续增长率	0.0%	209	184	163	146	132	119	109	99
	0.3%	219	192	170	151	136	123	111	102
	0.5%	230	200	176	157	140	126	114	104
	0.8%	243	210	184	163	145	130	118	107
	1.0%	257	221	192	169	150	135	121	110

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

市场竞争加剧：公司优势科室涉及心脑血管、眼科、呼吸系统等，可能会面临市场上较多同类产品的竞争，可能面临市场竞争加剧的风险。

产品销售不及预期：公司重点产品如复方血栓通胶囊、脑栓通胶囊、众生丸等面临销售不及预期的风险。

新品研发速度不及预期：公司新产品在研管线丰富，但由于研发具有不确定性，因此可能面临新品研发速度不及预期的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3961	3463	4136	4306	5056
现金	1252	1399	1589	1789	2008
应收票据及应收账款	978	1000	1246	1282	1556
其他应收款	17	17	21	22	26
预付账款	87	84	111	109	137
存货	520	441	648	583	808
其他流动资产	1106	521	521	521	521
非流动资产	2498	2091	2110	2132	2150
长期投资	2	2	3	5	6
固定资产	569	658	668	671	672
无形资产	985	807	815	832	845
其他非流动资产	942	623	623	625	627
资产总计	6459	5553	6246	6438	7206
流动负债	1015	1203	1748	1750	2275
短期借款	621	303	1346	1302	1794
应付票据及应付账款	94	93	119	121	150
其他流动负债	300	807	283	327	331
非流动负债	918	340	341	342	343
长期借款	97	0	1	2	3
其他非流动负债	821	340	340	340	340
负债合计	1933	1543	2089	2092	2617
少数股东权益	169	95	104	118	140
股本	853	852	852	852	852
资本公积	1807	1780	1780	1780	1780
留存收益	1706	1237	1461	1741	2094
归属母公司股东权益	4356	3915	4052	4227	4449
负债和股东权益	6459	5553	6246	6438	7206

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	191	338	13	626	132
净利润	250	-374	317	359	414
折旧摊销	121	125	112	124	136
财务费用	17	9	40	73	79
投资损失	-24	-25	-29	-31	-27
营运资金变动	-225	-9	-455	79	-500
其他经营现金流	51	612	28	22	31
投资活动现金流	-743	385	-136	-140	-156
资本支出	363	228	130	144	152
长期投资	-411	566	-1	-1	-2
其他投资现金流	31	47	-5	6	-3
筹资活动现金流	842	-562	-731	-242	-249
短期借款	34	-318	1043	-44	492
长期借款	-189	-97	1	1	0
普通股增加	39	-2	0	0	0
资本公积增加	497	-28	0	0	0
其他筹资现金流	461	-118	-1775	-198	-741
现金净增加额	289	160	-854	244	-273

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2611	2467	2802	3154	3540
营业成本	1081	1085	1229	1388	1569
营业税金及附加	25	21	26	29	32
营业费用	890	850	868	946	1027
管理费用	156	152	140	158	177
研发费用	127	111	126	142	159
财务费用	17	9	40	73	79
资产减值损失	-17	-547	0	0	0
其他收益	20	27	21	20	22
公允价值变动收益	-65	-18	-42	-36	-41
投资净收益	24	25	29	31	27
资产处置收益	22	0	9	11	10
营业利润	299	-280	393	447	515
营业外收入	1	0	1	1	1
营业外支出	16	56	21	25	30
利润总额	284	-336	373	422	487
所得税	34	38	56	63	73
净利润	250	-374	317	359	414
少数股东损益	-13	-75	9	14	22
归属母公司净利润	263	-299	308	345	392
EBITDA	412	-234	496	582	666
EPS(元)	0.31	-0.35	0.36	0.41	0.46

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-2.5	-5.5	13.5	12.6	12.2
营业利润(%)	-20.2	-193.7	240.4	13.6	15.4
归属于母公司净利润(%)	-18.3	-213.6	202.9	12.1	13.4
获利能力					
毛利率(%)	58.6	56.0	56.1	56.0	55.7
净利率(%)	10.1	-12.1	11.0	10.9	11.1
ROE(%)	5.5	-9.3	7.6	8.3	9.0
ROIC(%)	4.4	-7.9	5.7	6.7	6.9
偿债能力					
资产负债率(%)	29.9	27.8	33.4	32.5	36.3
净负债比率(%)	5.3	-6.8	1.4	-4.2	2.0
流动比率	3.9	2.9	2.4	2.5	2.2
速动比率	2.9	2.3	1.8	1.9	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	5.3	4.9	4.9	4.9	4.9
应付账款周转率	11.1	13.9	13.9	13.9	13.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.31	-0.35	0.36	0.41	0.46
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.40	0.02	0.73	0.15
每股净资产(最新摊薄)	5.12	4.60	4.76	4.96	5.22
估值比率					
P/E	51.4	-45.2	43.9	39.2	34.6
P/B	3.1	3.5	3.3	3.2	3.0
EV/EBITDA	32.2	-55.7	27.0	22.6	20.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn