

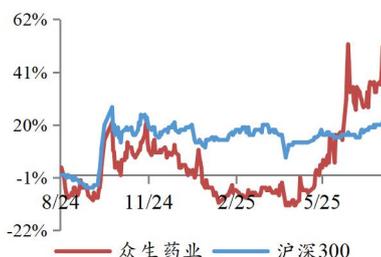
创新药产品布局丰富，甲流产品蓄势待发

投资评级：买入（首次）

报告日期：2025-08-14

收盘价（元）	20.75
近 12 个月最高/最低（元）	22.80/9.85
总股本（百万股）	850
流通股本（百万股）	762
流通股比例（%）	89.60
总市值（亿元）	176
流通市值（亿元）	158

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

主要观点：

● 中药为基，中成药业务的稳定开展为公司发展提供坚实基础

众生药业是一家以中成药和化学药研发、生产、销售为主要业务的医药健康产业集团。中成药是公司核心业务，公司具有多款知名中成药产品，例如复方血栓通胶囊、脑栓通胶囊和众生丸，中成药品种的良好发展为公司长久的发展与增长提供了坚实的基础。截至 2024 年底，公司中成药产品收入 13.2 亿元，占总收入比例的 53%。2024 年，公司按照会计政策等有关规定执行，并基于谨慎性原则，将研发项目开发支出与子公司商誉减值计提，出清潜在风险，2025 年轻装上阵。

● 创新引领，甲流创新药昂拉地韦片上市，未来市场空间可期

公司创新药陆续获批，创新转型初见成效，逐步引领公司长久发展，2023 年 3 月，全球首款拟肽类 3CL 单药抗新冠药，来瑞特韦片（商品名：乐睿灵®）应运而生，开启公司创新产品发展的大门。2025 年 5 月，流感创新药昂拉地韦片（商品名：安睿威®）获批上市，它是一款 PB2 靶点小分子 RNA 聚合酶抑制剂，临床上用于成人单纯性甲型流感的治疗。昂拉地韦片属于一类创新药，具有明确的作用机制和全球自主知识产权。流感是一种季节性疫情，具有较高的发病率，市场空间大。昂拉地韦片作为新一代流感创新药，具有快速、强效、低耐药的特点。昂拉地韦片与当前主流流感药奥司他韦相比，疗效更明确，症状缓解更快，甲流病毒载量更快更好的下降，病毒转阴时间显著缩短，与同类型产品，玛巴洛沙韦相比，具有不同的作用机制，在临床试验中昂拉地韦片表现出了更低的耐药性风险。作为新一代流感药物，昂拉地韦片有望打破当前流感市场格局，产品持续放量。

● 在研产品，长效 GLP-1 类药物 RAY1225 注射液数据亮眼，持续关注海外权益授权

RAY1225 注射液是一款由众生药业控股子公司众生睿研发的、具有全球自主知识产权的创新结构多肽药物，属于长效 GLP-1 类药物，具有 GLP-1 受体和 GIP 受体双重激动活性，该产品每两周注射一次。2025 年 5 月公司披露 RAY1225 注射液在减重和降糖两项 II 期临床试验的顶线分析数据。减重方面，RAY1225 注射液减重达标率较好，具有更好的耐受性。与同靶点药物替尔泊肽相比，RAY1225 注射液 6mg 组（总剂量 50mg）、9mg 组（总剂量 68mg）24 周结果，较替尔泊肽高剂量组 15mg（总剂量 630mg）52 周治疗，参与者体重较基线变化百分比 $\geq 5\%$ 和 $\geq 10\%$ 的减重达标率更优。二型糖尿病方面，RAY1225 注射液具有较好的降糖达标率，与同靶点药物替尔泊肽相比，RAY1225 注射液 6mg 组（总剂量 50mg）、9mg 组（总剂量 68mg）24 周结果，较替尔泊肽高剂量组 15mg（总剂量 450mg）40 周治疗，对于 $HbA1c < 7\%$ 、 $\leq 6.5\%$

和<5.7%的参与者比例，RAY1225注射液均展示出了更优的效果。RAY1225注射液Ⅱ期临床试验数据，在同类产品中，展示出了更好的疗效与安全性，国内Ⅲ期临床试验同步推进，产品海外权益授权值得关注。

● 投资建议

我们看好公司创新药领域布局，流感创新药昂拉地韦片获批上市后有望持续放量，同时，在研产品长效GLP-1 RAY1225注射液在临床Ⅱ期试验的结果，展现出了较好的疗效和安全性，建议持续关注其海外权益授权，同时公司中成药和化学仿制药业务维持稳定，我们预计公司2025~2027年收入分别28.08/31.23/35.01亿元，同比增长13.8%/11.2%/12.1%；归母净利润3.05/3.39/3.87亿元，同比增长201.9%/11.3%/14.1%，PE为47X/43X/37X。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

● 风险提示

医药行业政策变化风险：医药行业受国家相关政策的影响较大，随着国家医改进程持续深化，相关改革措施的出台和政策不断完善，国家在促进医药行业有序健康发展的同时，也促使行业运行模式、产品竞争格局可能会发生较大变化。

产品放量不及预期或产品降价幅度较大：公司产品进入市场后如果放量不及预期或参与药品采购中标价格大幅下降，可能会对公司营业收入造成不利影响。

研发风险：新药开发本身起点高、成功率低，目前国家监管法规、注册法规日益严格，新药研发存在不确定性以及研发周期可能延长的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2467	2808	3123	3501
收入同比 (%)	-5.5%	13.8%	11.2%	12.1%
归属母公司净利润	-299	305	339	387
净利润同比 (%)	-213.6%	201.9%	11.3%	14.1%
毛利率 (%)	56.0%	56.6%	56.8%	56.9%
ROE (%)	-7.6%	6.9%	6.9%	7.0%
每股收益 (元)	-0.36	0.36	0.40	0.45
P/E	—	47.37	42.57	37.29
P/B	2.64	3.29	2.93	2.61
EV/EBITDA	28.27	32.16	28.39	25.01

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 众生药业：中药为基，创新引领.....	5
2 创新引领：聚焦呼吸疾病领域和代谢疾病领域.....	11
2.1 来瑞特韦片：全球首款拟肽类 3CL 单药抗新冠药获批在前.....	11
2.2 昂拉地韦片：PB2 靶点 RNA 聚合酶抑制剂甲流治疗药物获批上市，期待放量；.....	11
2.3 RAY1225 注射液：长效 GLP-1 类药物，临床 II 期数据亮眼，海外权益授权可期.....	16
3 中药为基：慢性用药需求持续增长，公司心脑血管产品逐步趋稳.....	22
4 盈利预测与投资建议.....	25
4.1 盈利预测与估值分析.....	25
4.2 投资逻辑与建议.....	26
风险提示：.....	26
财务报表与盈利预测.....	28

图表目录

图表 1 公司发展历程.....	5
图表 2 公司股权架构.....	6
图表 3 众生药业高级管理人员情况.....	6
图表 4 员工持股计划考核方式.....	7
图表 5 员工持股计划对象.....	7
图表 6 众生药业 2014-2025Q1 营业总收入情况 (亿元, %)	8
图表 7 众生药业 2014-2025Q1 归母净利润情况 (亿元, %)	8
图表 8 众生药业 2014-2025Q1 毛利率和净利率 (%)	9
图表 9 众生药业 2014-2025Q1 费用结构 (%)	9
图表 10 众生药业 2014-2024 营业收入按产品拆分 (亿元)	9
图表 11 众生药业 2014-2024 各产品在营业收入中占比 (%)	9
图表 12 来瑞特韦片产品示意图.....	11
图表 13 流感病毒分类及特点.....	11
图表 14 2018-2025 年 1-6 月中国流行性感冒发病病例及发病率.....	12
图表 15 2022-2024 年 1-10 月 中国流行性感冒发病病例 (每月次, 万例)	12
图表 16 2018-2024 中国哨岗医院流感样病例 (每周次, 例)	13
图表 17 2019-2028E 中国抗流感药物市场规模 (亿元)	13
图表 18 中国主要已上市的抗流感药物梳理.....	14
图表 19 2019-2023 年国内药品终端市场各抗流感药物销售额占比.....	15
图表 20 2023 年国内药品终端市场奥司他韦销售额.....	15
图表 21 昂拉地韦片产品示意图.....	15
图表 22 昂拉地韦片 III 期临床试验结果提示.....	16
图表 23 2018-2032E 中国代谢疾病药物市场规模 (亿元)	16
图表 24 2018-2032E 中国 2 型糖尿病患者人数 (亿人)	17
图表 25 2018-2032E 中国 2 型糖尿病药物市场规模 (亿元)	18
图表 26 2018-2032E 中国 GLP-1RA 2 型糖尿病药物市场规模 (亿元)	18
图表 27 2018-2032E 中国超重/肥胖症患者人数 (亿人)	18
图表 28 2018-2032E 中国超重/肥胖症药物市场规模 (亿元)	19
图表 29 2018-2032E 中国 GLP-1RA 超重/肥胖症药物市场规模 (亿元)	19
图表 30 RAY1225 注射液各适应症研究进度.....	19
图表 31 RAY1225 减重 II 期试验结果.....	20
图表 32 RAY1225 注射液减重 II 期试验中体重较基线变化.....	20
图表 33 RAY1225 2 型糖尿病 II 期试验结果.....	21
图表 34 2015-2024E 中国主要慢病患者人数.....	22
图表 35 中国城市实体药店终端慢病用药销售规模与增长率.....	22
图表 36 2021 年城市居民主要疾病死亡率及构成.....	23
图表 37 中国零售药店端心脑血管疾病中成药市场规模.....	23
图表 38 复方血栓通胶囊产品介绍.....	23
图表 39 其他中成药产品介绍.....	24
图表 40 业绩拆分 (百万元).....	25

1 众生药业：中药为基，创新引领

广东众生药业股份有限公司是一家以中成药和化学药研发、生产、销售为主要业务的医药健康产业集团，中成药是公司核心业务基础和重要的增长来源。公司旗下拥有十家子公司、四大生产基地，产品涉及心脑血管、呼吸、眼科、消化等治疗领域。公司拥有复方血栓通系列制剂、脑栓通胶囊、众生丸等多个知名中成药产品以及来瑞特韦片、昂拉地韦片、羧甲司坦口服溶液（片）、头孢克肟分散片、盐酸氮革斯汀滴眼液等具备优势的多个化药产品，正逐渐形成良好的产品集群梯队。公司已建立起以创新药为引领、特色中成药为基础、高端仿制药为依托的多层次研发体系。

公司持续强化中成药管线，战略布局创新药业务。公司从 1979 年的石龙制药厂及随后建立的华南制药厂起步，后于 2001 年完成更名改制，成立广东众生药业股份有限公司。公司主要产品复方血栓通胶囊、脑栓通胶囊分别于 1996 年、2004 年获国药准字批文。2005 年，公司被认定为国家火炬计划重点高新技术企业。2009 年，众生药业 (002317.SZ) 于深交所中小板挂牌上市。2015 年，公司与药明康德达成战略合作，开展关于小分子化学创新药的研发项目。2018 年，公司成立专注于创新药研发的子公司——广东众生睿创生物科技有限公司。2023 年，众生睿创旗下产品来瑞特韦片（口服单药抗新冠病毒 3CL 蛋白酶抑制剂）获批上市。2025 年 5 月昂拉地韦片（口服抗流感 PB2 靶点 RNA 聚合酶抑制剂）获批上市。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司公告，公司年报，华安证券研究所

公司股权结构稳定。张玉冲女士持股 10.88%，张玉立女士持股 10.88%，二人一致行动人，表决权全部由张玉冲女士享有。张玉冲女士合计拥有 21.76% 的表决权，为公司实际控制人、控股股东。公司现任董事长陈永红先生持股 1.61%。

处方药市场部高级经理、处方药市场部总监；现任广东众生药业股份有限公司董事会秘书。

资料来源：公司官网，公司年报，华安证券研究所

公司推出员工持股计划，进一步绑定核心员工。2024年7月2日，经公司股东大会审议通过，公司披露了《2024年员工持股计划》，2024年7月16日披露了《关于2024年员工持股计划非交易过户完成暨回购股份处理完成的公告》，公司以授予价格6.68元/股，向46名参与人授予共计494.00万股股票，授予对象涉及在公司任职的公司董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员、中层管理人员和核心技术（业务）骨干。本次员工持股计划分三年度进行考核，前两个年度分别解锁30%，第三年度解锁剩余的40%。员工持股计划同步对创新药研发进度做出要求，进一步突出公司创新引领的发展策略。

图表4 员工持股计划考核方式

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(A _m)	触发值(A _n)	目标值(B _m)
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

考核指标	业绩完成度	解锁比例
营业收入(A)	A ≥ A _m	X1=100%
	A _n ≤ A < A _m	X1=90%
	A < A _n	X1=0%
创新药研发进度(B)	B ≥ B _m	X2=100%
	B < B _m	X2=0%
公司层面解锁比例(X)		X=X1、X2的孰高值

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表5 员工持股计划对象

姓名	职务	拟认购份额上限(万份)	占本员工持股计划总份额的比例	拟认购份额对应股份数量上限(万股)
陈永红	董事长、总裁	133.6000	3.60%	20.00
张玉冲	副董事长、高级副总裁	133.6000	3.60%	20.00
龙春华	董事、副总裁、财务总监	133.6000	3.60%	20.00
刘霜	副总裁	133.6000	3.60%	20.00
罗日康	副总裁	133.6000	3.60%	20.00

杨威	董事会秘书	66.8000	1.80%	10.00
谭珍友	监事会主席	66.8000	1.80%	10.00
中层管理人员、核心技术及业务骨干 (不超过 39 人)		2,498.3200	67.38%	374.00
首次授予部分合计		3,299.9200	88.99%	494.00
预留份额		408.1480	11.01%	61.10
合计		3,708.0680	100%	555.10

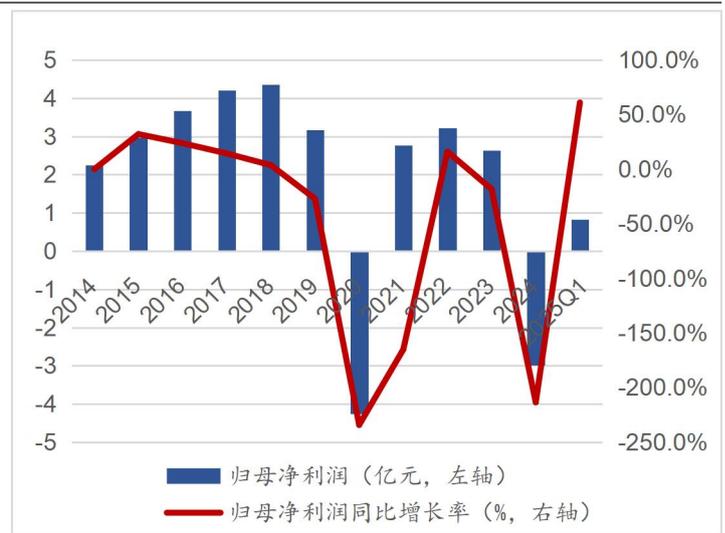
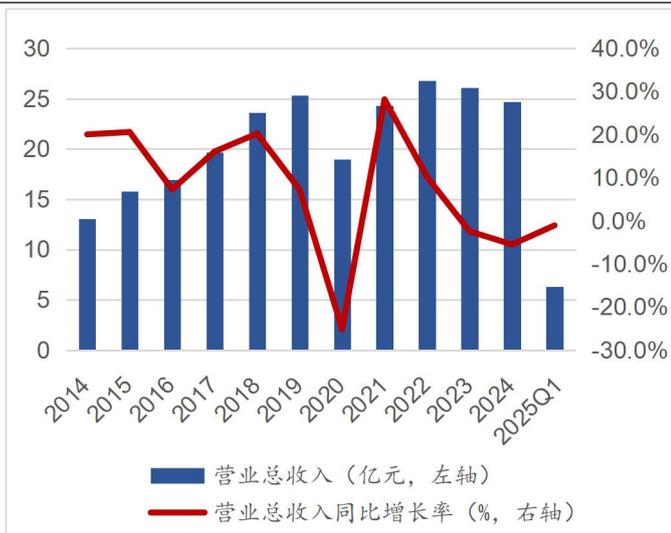
资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司营业收入总体呈上升趋势，2022年后出现回落。2014年至2023年，公司营业收入从13.09亿元增长至26.11亿元。2020年受疫情冲击，收入下滑至18.96亿元，同比下降25.1%，但2021至2022年迅速恢复增长，收入分别为24.29亿元和26.76亿元。2022年后，收入规模受中成药集采影响开始回落，2024年收入为24.67亿元，同比下降5.48%，主要受复方血栓通系列制剂全国中成药集采降价影响，集采影响出清后，公司主业收入有望逐步恢复。

公司盈利能力稳定，2024年公司将研发项目开发支出与子公司商誉减值计提，出清潜在风险。2014至2018年，公司净利润保持稳定增长，从2.25亿元增长至4.36亿元。2019年，公司净利润下降至3.18亿元，同比下降27.07%，主要受应收账款坏账损失增加和商誉减值损失影响。2020年利润波动，主要是由于公司商誉减值、处置股权获得收益、金融资产公允价值变动所致。2021年扭亏为盈，利润水平恢复至2.78亿元盈利水平，同比增长165.08%。2024年净利润为-2.99亿元，主要是公司受核心产品复方血栓通系列制剂集采降价影响，业绩短期承压，同时公司计提资产减值损失5.47亿元，出清潜在风险，轻装上阵。

图表 6 众生药业 2014-2025Q1 营业总收入情况(亿元,%)

图表 7 众生药业 2014-2025Q1 归母净利润情况(亿元,%)



资料来源：iFinD，华安证券研究所

资料来源：iFinD，华安证券研究所

公司毛利率维持较高水平，净利率整体呈下降趋势。2014至2022年，公司毛利率维持在60%以上。2024年毛利率下降至56.0%，主要因为中药材价格持续升高，且复方血栓通系列制剂集采降价，近期盈利能力承压。净利率从2014年的

16.51%下降至 2023 年的 9.57%。

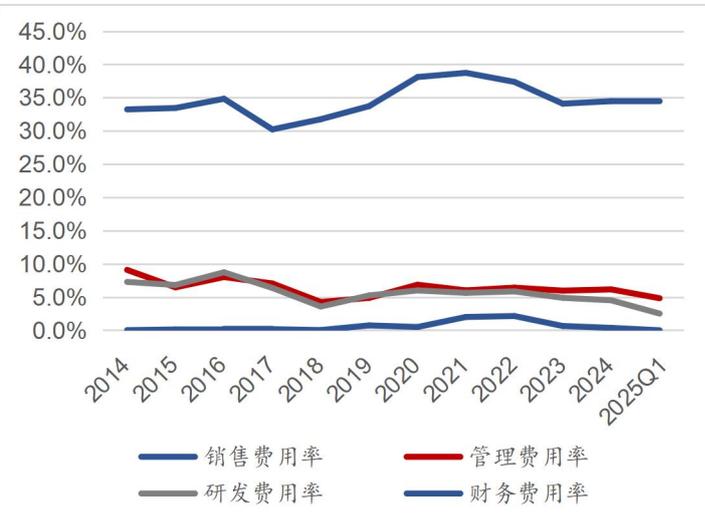
公司费用率总体保持稳定。销售费用率在 30%至 40%之间波动,近年稳步下降,2024 年为 34.5%。管理费用率和研发费用率相对稳定,整体呈下降趋势,2024 年分别为 6.2%和 4.5%。

图表 8 众生药业 2014-2025Q1 毛利率和净利率 (%)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

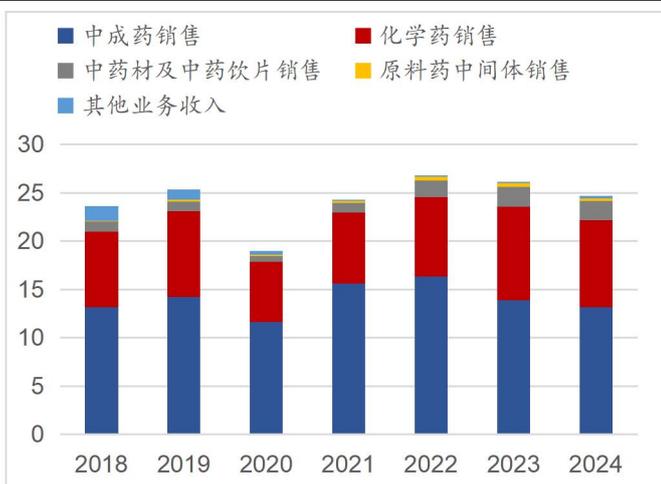
图表 9 众生药业 2014-2025Q1 费用结构 (%)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

公司收入结构趋于稳定,中成药为主要收入来源,化学药收入次之。中成药业务占比维持稳定,2024 年占比为 53%。化学药 2024 年占比为 36%。中药材及中药饮片占比维持在 10%以内,2024 年占比为 8%。

图表 10 众生药业 2014-2024 营业收入按产品拆分 (亿元)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 11 众生药业 2014-2024 各产品在营业收入中占比 (%)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

2024 年历经子公司众生睿创赎回以及减值计提后,2025 年有望轻装上阵。根据众生药业 2024 年 12 月 23 日公告,由于众生睿创未能在 2024 年 12 月 31 日前实现合格上市,公司拟使用自有资金人民币 3.8 亿元赎回湖州景鑫、向康倚锋、广州宜创达、深圳倚锋、武汉倚锋、万联广生、广州生物岛合计所持有的众生睿创 9.86% 股权,公司对众生睿创的持股比例由 61.11% 变为 70.97%。在 2025 年上半年,公司逐步增加对创新药研发平台众生睿创子公司的持股比例至 74.26%,彰显创新研发的决心。2024 年公司计提资产减值计提 5.47 亿元,潜在风险出清,2025 年轻装

上阵。2024 年资产减值计提主要包括：1) 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 2.02 亿元；2) 计提 ZSP1602、ZSP1241、ZSP0678、ZSP1603 等研发项目资产减值损失 2.07 亿元；3) 计提来瑞特韦片无形资产等相关资产减值损失 7,916.7 万元。

2 创新引领：聚焦呼吸疾病领域和代谢疾病领域

2.1 来瑞特韦片：全球首款拟肽类 3CL 单药抗新冠药获批在前

来瑞特韦片应时而生，推动公司呼吸系统用药布局发展。来瑞特韦片（商品名：乐睿灵®）是众生药业自主研发的拥有全球自主知识产权的全球首款拟肽类 3CL 单药抗新冠病毒一类新药，2023 年 3 月由国家药品监督管理局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。2023 年经谈判成功纳入 2023 年国家医保目录乙类范围。该产品 2024 年 8 月 10 日获批在澳门上市销售。

图表 12 来瑞特韦片产品示意图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

2.2 昂拉地韦片：PB2 靶点 RNA 聚合酶抑制剂甲流治疗药物获批上市，期待放量；

流行性感爆发具有周期性，发病率高，市场规模大。流行性感冒（influenza，简称流感）是一种由流感病毒引起的、具有高度传染性的急性呼吸道疾病。

流感病毒依据核蛋白和基质蛋白 M1 抗原性的不同，分为甲（A）、乙（B）、丙（C）和丁（D）四型。季节性流感主要是由甲型 H1N1、H3N2 和乙型流感病毒感染引起。无并发症的流感患者病程多呈自限性，潜伏期 1-3d、发病后 3-4d 体温逐渐消退、1-2 周后咳嗽和疲倦感逐步恢复。重症患者发病迅速，症状严重，慢性病患者死亡风险提升大。重症患者通常发展迅速，主要表现为肺炎、急性呼吸窘迫综合征、急性肾损伤、脓毒性休克和多器官功能障碍综合征，同时流感可导致慢性基础疾病，如心力衰竭、心肌梗死、脑卒中等急性加重，与健康同龄人群相比，有慢性基础疾病的患者感染流感后病情更重。

图表 13 流感病毒分类及特点

分型	特点
甲 (A) HA 亚型 H1-H18 NA 亚型 N1-N11	H1N1 和 H3N2 是目前人类主要的季节性流感毒株 禽流感病毒属于甲型流感病毒, 对人类健康的主要威胁是 H5N1 和 H7N9
乙 (B)	在人群中可造成季节性流行
丙 (C)	在人类中只引起轻微的呼吸道疾病
丁 (D)	尚未发现对人类具有致病性

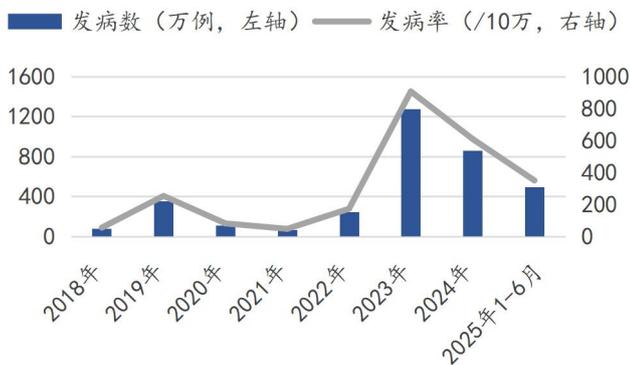
资料来源: 成人流行性感冒诊疗规范急诊专家共识 (2022 版), 华安证券研究所

流感具有较高的发病率, 通常每年都会有季节性疫情, 同时可能爆发不可预测的大流行。在全球每年有数亿例病例, 但绝大多数并不严重, 根据世界卫生组织估计每年有 300 万至 500 万例重症病例, 29 万至 65 万例呼吸道疾病死亡病例。

在中国, 流感每年的发病病例较多, 23 年后显著增长。根据国家疾控预防局的数据, 2024 年中国流行性感冒的发病病例为 858.9 万例 (发病率 496.6/10 万) 较 2022 年的 244 万例 (发病率 173.0/10 万), 同比增长 265.6%, 增长明显。

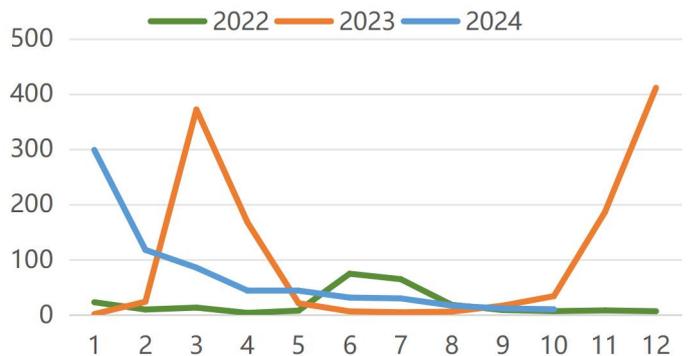
流感发病具有明显季节性, 多发于春季和冬季。根据国家疾控预防局的数据显示, 每年的 11 月左右至次年 4 月左右是流感的高发季节, 2023 年流感病例较多的时间为 3 月和 12 月, 发病病例分别为 372 万例和 411 万例。根据中国国家流感中心发布的《流感监测周报》显示, 每年的第 45 周左右 (约 11 月中) 至次年第 13 周左右 (约 4 月中) 为流感高发季节。

图表 14 2018-2025 年 1-6 月中国流行性感冒发病病例及发病率



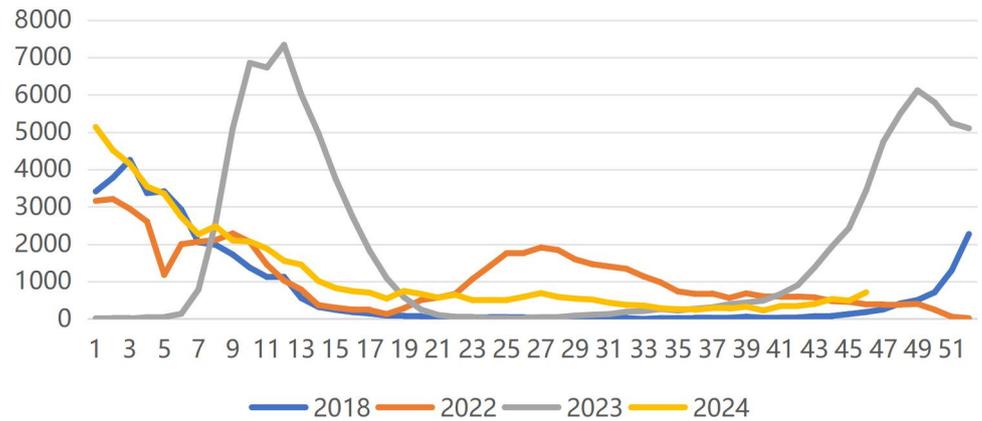
资料来源: 国家疾控预防局, 华安证券研究所

图表 15 2022-2024 年 1-10 月中国流行性感冒发病病例 (每月次, 万例)



资料来源: 国家疾控预防局, 华安证券研究所

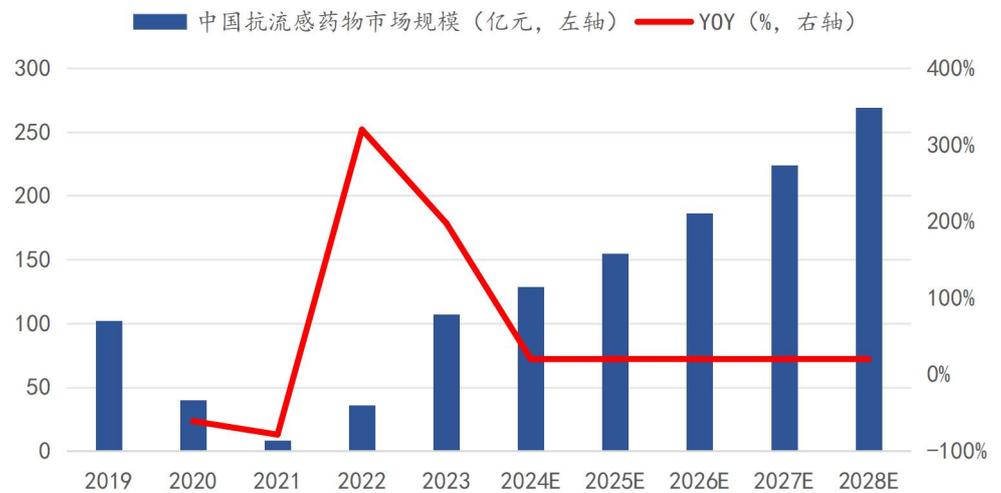
图表 16 2018-2024 中国哨岗医院流感样病例 (每周次, 例)



资料来源：中国流感中心，华安证券研究所

中国流感人群较多，基数大，抗流感药物市场规模有望逐年提升。新冠疫情后，流感用药市场规模逐步回升至 2019 年水平。2023 年中国抗流感用药市场规模为 107.4 亿元，同比增长 197.51%，已回升至 2019 年（102.2 亿元）水平，根据头豹研究院预测 2024-2028 年中国抗流感用药市场规模有望以年复合增长率 20.2% 持续增长，预计 2028 年，市场规模有望达到 269 亿元。

图表 17 2019-2028E 中国抗流感药物市场规模 (亿元)



资料来源：头豹研究院，华安证券研究所

我国目前获批的抗流感病毒药物主要分为四类：神经氨酸酶抑制剂、血凝素抑制剂、RNA 聚合酶抑制剂和 M2 离子通道阻滞剂。神经氨酸酶抑制剂主要有三种不同的药物，奥司他韦（口服制剂）、扎那米韦（吸入剂）和帕拉米韦（注射剂）。目前神经氨酸酶抑制剂、血凝素抑制剂和 RNA 聚合酶抑制剂均对目前流行的甲型和乙型流感有较高的敏感性，安全性良好。根据流行性感冒诊疗方案（2020 年版）显示，M2 离子通道阻滞剂（金刚烷胺和金刚乙胺）对目前流行的流感病毒株耐药，不建议使用。

图表 18 中国主要已上市的抗流感药物梳理

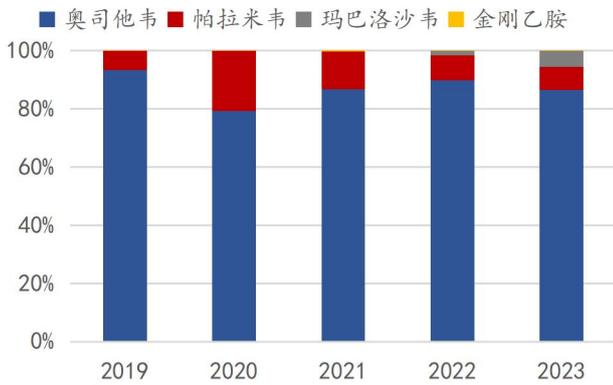
作用机制	国内主要已上市药物	剂型	治疗剂量	治疗方法	不良反应
神经氨酸酶抑制剂	奥司他韦	口服制剂	75mg/次	2次/d, 疗程5d, 重症病例治疗剂量和疗程需加倍	恶心、呕吐、头痛, 部分病例可能会出现精神障碍并发症
	扎那米韦	吸入剂	10mg/次	10 mg/次, 2次/d, 疗程5d, 重症病例疗程可延长至10d以上	可能会诱发支气管痉挛
	帕拉米韦	注射剂	300-600mg	静脉滴注1次/d, 疗程5d以上。	支气管炎、咳嗽、眩晕、头痛、失眠、疲劳等
血凝素抑制剂	阿比多尔	口服制剂	200 mg/次	3次/d, 疗程为5d	恶心、腹泻、头晕和血清转氨酶升高
RNA 聚合酶抑制剂	玛巴洛沙韦	口服制剂	体重 40-80 kg, 单次口服 40 mg; 体重 ≥80kg, 单次口服 80mg		不良事件: 腹泻 (3%)、恶心 (2%)、支气管炎 (3%)、鼻窦炎 (2%)、头痛 (1%)
M2 离子通道阻滞剂	对目前流行的流感病毒株耐药, 不建议使用				

资料来源: 流行性感冒诊疗方案 (2020 年版), 成人流行性感冒诊疗规范急诊专家共识 (2022 版), 华安证券研究所

奥司他韦占据主要抗流感药物使用市场。除 2020 年以外奥司他韦销售额在抗流感药物中的销售额占比均在 85% 以上, 2023 年销售额为 98.63 亿元, 同比增长 129.30%, 在抗流感药物中的销售额占比为 86.48%。

少数病例出现奥司他韦耐药情况, 新机制流感药物研发需求逐步显露。根据成人流行性感冒诊疗规范急诊专家共识 (2022 版) 介绍, 现有的临床介绍显示, 约 1%-1.5% 的 A(H1N1)pdm09 分离株对奥司他韦具有耐药性。同时, 根据国家流感中心发布的《流感监测周报》披露, 2024 年第 47 周 (2024 年 11 月 18 日-2024 年 11 月 24 日), 国家流感中心对 35 株 A(H1N1)pdm09 亚型流感毒株进行神经氨酸酶抑制剂耐药性分析, 其中有 1 株 (2.9%) 对神经氨酸酶抑制剂敏感性高度降低。2024 年 4 月 1 日-2024 年 11 月 24 日, CNIC 耐药监测数据显示, 共发现 31 株 A(H1N1)pdm09 亚型流感毒株对神经氨酸酶抑制剂敏感性高度降低。

图表 19 2019-2023 年国内药品终端市场各抗流感药物销售额占比



资料来源：医药经济报，PDB，华安证券研究所

图表 20 2023 年国内药品终端市场奥司他韦销售额



资料来源：医药经济报，PDB，华安证券研究所

昂拉地韦片 (商品名: 安睿威®) 是一款具有明确作用机制和全球自主知识产权的一类创新药物, 是一种小分子 RNA 聚合酶抑制剂, 临床上用于成人单纯性甲型流感的治疗。

图表 21 昂拉地韦片产品示意图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

昂拉地韦片治疗效果较好、安全性良好、耐药性风险低。根据公司公告披露的昂拉地韦片 III 期临床试验结果提示中显示, 昂拉地韦片的主要终点指标: 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%), 较奥司他韦组缩短近 10%; 重要的次要病毒学指标, 昂拉地韦组与奥司他韦组及安慰剂组均存在统计学显著性差异, 说明甲流病毒载体更快更好的下降, 病毒转阴时间显著缩短; 昂拉地韦片症状缓解更快, 疗效明确, 甲流病毒载量更快更好的下降, 病毒转阴时间显著缩短; 安全性评价方面: 未发现严重不良反应, 观察到的不良反应仅少数患者出现消化系统症状, 安全性良好; 耐药性风险方面: 在 2 项临床试验中与昂拉地韦敏感性下降相关的给药后氨基酸替换的总发生率分别为 0(0/76) 和 1.6%(3/189),

昂拉地韦片发生耐药性风险低。

图表 22 昂拉地韦片 III 期临床试验结果提示

指标类型	较安慰剂组	较奥司他韦组
主要终点指标		
中位七项流感症状缓解时间 (TTAS) 缩短	>24 小时 (39%)	缩短约 10%
其中: H1 亚型患者中位 TTAS 缩短	>32 小时 (44%)	
次要终点指标		
中位发热缓解时间	缩短 39%	缩短约 10%
重要的次要病毒学指标		
病毒载量	更快更好的下降	更快更好的下降
病毒转阴时间	显著缩短	显著缩短
安全性评价	未发现严重不良反应, 观察到的不良反应仅少数患者出现消化系统症状	
耐药性风险	昂拉地韦发生耐药性风险低, 在 2 项临床试验中与昂拉地韦敏感性下降相关的给药后氨基酸替换的总发生率分别为 0 (0/76) 和 1.6% (3/189)	

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

昂拉地韦颗粒研发同步推进, 聚焦儿童患者。为方便特殊人群, 包括儿童患者以及吞咽困难患者的用药, 众生睿创开发了昂拉地韦颗粒。昂拉地韦颗粒治疗 2~17 岁单纯性甲型流感患者的 II 期临床试验已获得顶线分析数据, 初步结果表明, 昂拉地韦颗粒在 2~17 岁单纯性甲型流感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。

2.3 RAY1225 注射液: 长效 GLP-1 类药物, 临床 II 期数据亮眼, 海外权益授权可期

代谢疾病治疗需求逐年提升, 相关药物市场规模持续扩大。代谢性疾病是人体内的化学反应改变了人体正常的新陈代谢, 通常包括糖尿病、超重和肥胖症等。随着人口老龄化不断加剧, 肥胖患者人数不断增长, 2018-2032E 我国代谢疾病药物市场规模逐年提升, 2018 年中国代谢疾病药物市场规模为 823 亿元, 2023 年已增长到 1086 亿元, 年复合增长率 5.7%, 预计 2023 年后, 有望以年复合增长率 8.5% 的速度持续增长, 2032 年有望达到 2270 亿元。根据 JAMA 杂志 “Prevalence and Treatment of Diabetes in China” 一文中研究数据表示, 2018 年中国人糖尿病总患病率为 12.4%, 超过全球预计患病率 (2019 年, 8.3%)。

图表 23 2018-2032E 中国代谢疾病药物市场规模 (亿元)

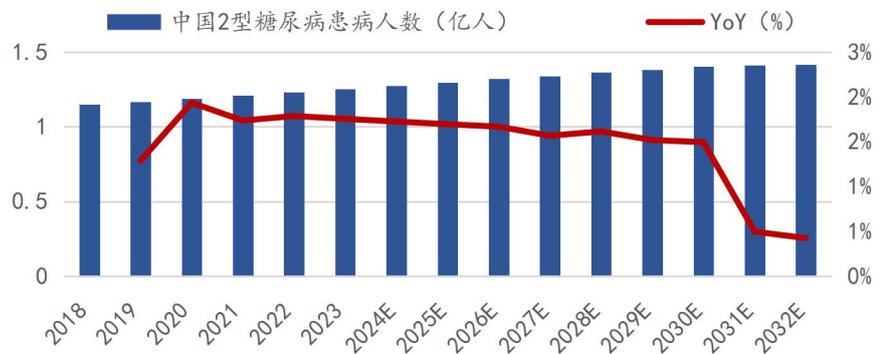


资料来源: 米内网, 灼识咨询, 九源基因招股书, 华安证券研究所

中国 2 型糖尿病患者基数大，患者数持续增长。2 型糖尿病是一种常见的代谢性疾病，主要是身体对胰岛素的反应不足，随之导致胰岛素分泌减少，从而导致高血糖。中国 2 型糖尿病患者人数受到人口老龄化、肥胖率上升等因素影响持续增长。2018 年中国 2 型糖尿病患者人数为 1.15 亿人，2023 年已增长至 1.25 亿人，年复合增长率 1.7%，2024-2032 年预计将以 1.4% 的年复合增长率持续上升，2032 年将达到 1.42 亿人。

2 型糖尿病规模持续扩大，GLP-1 类药物有望快速占据市场。目前 2 型糖尿病主流的治疗方式包括三种：生活方式干预、药物干预和代谢手术。其中药物干预是在生活方式干预无效的情况下主要的治疗方式。2018-2023 年中国 2 型糖尿病药物市场规模整体呈现增长，2018 年中国 2 型糖尿病药物市场规模为 546 亿元，2023 年为 607 亿元，年复合增长率为 2.1%，2022 年受到疫情因素影响，市场规模有所下降，为 53.4 亿元；根据九源基因招股书中预测，2032 年，中国 2 型糖尿病药物市场有望达到 1166 亿元，年复合增长率为 7.5%。**在 2 型糖尿病治疗药物中，GLP-1 类药物逐步成为主流**，在国内外各大指南中均有将 GLP-1 类药物推荐用于治疗 2 型糖尿病，在国际市场 GLP-1 类药物逐步得到市场认可，2023 年成为全球应用最广泛的 2 型糖尿病治疗药物。在中国市场，GLP-1 药物规模逐步提升，快速占据 2 型糖尿病市场，2018 年 GLP-1 类药物市场规模为 7 亿元，2023 年已增长至 87 亿元，年复合增长率为 64.1%，2023 年占 2 型糖尿病药物市场规模的 14.33%，根据九源基因招股书中预测，2024-2032 年，GLP-1 类药物市场规模有望以 25.9% 的年复合增长率持续提升，2032 年增长至 688 亿元，占 2 型糖尿病市场规模的 59.01%，占比逐步提升。

图表 24 2018-2032E 中国 2 型糖尿病患病人数 (亿人)

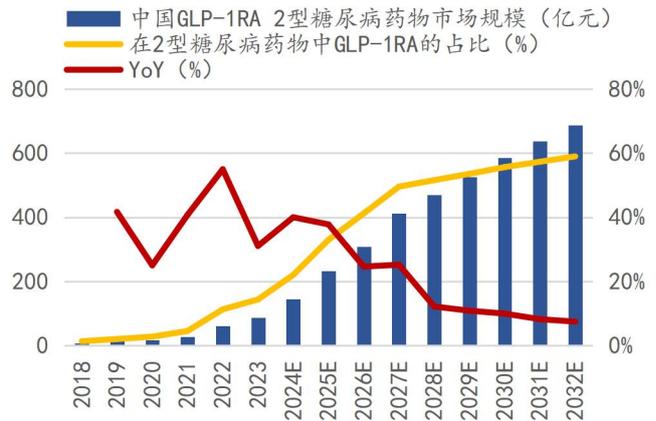


资料来源：米内网，灼识咨询，九源基因招股书，华安证券研究所

图表 25 2018-2032E 中国 2 型糖尿病药物市场规模(亿元)



图表 26 2018-2032E 中国 GLP-1RA 2 型糖尿病药物市场规模 (亿元)



资料来源：米内网，灼识咨询，九源基因招股书，华安证券研究所

资料来源：米内网，灼识咨询，九源基因招股书，华安证券研究所

中国超重/肥胖症患者数持续增长，相关药物逐步受到关注，市场规模有望快速增长。2018-2023 年中国超重/肥胖患者数逐步增长，由 2018 年的 2.13 亿人，增长至 2023 年的 2.68 亿人，年复合增长率为 4.7%，预计 2032 年将增长至 3.30 亿人，年复合增长率为 2.3%。2018-2023 年，中国超重/肥胖症药物市场规模较小，2023 年为 21 亿元，同时，在中国，2023 年 GLP-1 类药物开始在超重/肥胖症治疗中使用，市场规模为 1 亿元，根据灼识咨询基于诺和诺德开发的 Saxenda®及 Wegovy®等类似 GLP-1RA 药物在获批用于治疗肥胖症后，基于 GLP-1RA 药物美国市场的渗透率及增长情况预测，2024-2032 年超重/肥胖症药物的市场规模有望从 21 亿元增长至 453 亿元，年复合增长率为 40.7%，其中主要的增长贡献为 GLP-1 类药物(预计 2032 年将达到 94.48%)。

图表 27 2018-2032E 中国超重/肥胖症患者人数 (亿人)



资料来源：灼识咨询，九源基因招股书，华安证券研究所

图表 28 2018-2032E 中国超重/肥胖症药物市场规模 (亿元)



图表 29 2018-2032E 中国 GLP-1RA 超重/肥胖症药物市场规模 (亿元)



资料来源：米内网，灼识咨询，九源基因招股书，华安证券研究所

资料来源：米内网，灼识咨询，九源基因招股书，华安证券研究所

一类创新药 RAY1225 注射液聚焦代谢市场，相关适应症持续拓展。 RAY1225 注射液是一款由众生药业子公司众生睿创研发的、具有全球自主知识产权的创新结构多肽药物，属于长效 GLP-1 类药物，具有 GLP-1 受体和 GIP 受体双重激动活性；目前超重/肥胖和糖尿病适应症均已推进至临床 III 期，2025 年 2 月，RAY1225 注射液收到了美国 FDA 药物临床试验批准通知书，同意众生睿创按其提交的临床研究方案开展肥胖和超重患者 II 期临床试验。

图表 30 RAY1225 注射液各适应症研究进度

适应症	研究进度	最新进展公告
2 型糖尿病	II 期	发布用于超重/肥胖患者及 2 型糖尿病患者的两项 II 期临床试验完成首例受试者入组的公告
减重/肥胖	II 期	2024 年 11 月，发布减重 II 期临床试验获得子研究顶线分析数据结果的公告
MASH	新增适应症	2024 年 9 月，发布公告新增适应症治疗“代谢相关脂肪性肝炎 (MASH)”的药物临床试验申请获得国家药品监督管理局受理，并收到《受理通知书》
2 型糖尿病	II 期	2024 年 12 月，发布 RAY1225 注射液降糖 II 期临床试验获得子研究顶线分析数据结果的公告
减重/肥胖	II 期 (FDA)	2025 年，2 月收到一类创新药 RAY1225 注射液美国 FDA 药物临床试验批准通知书的公告
2 型糖尿病	II 期	2025 年 5 月关于控股子公司一类创新药 RAY1225 注射液 II 期临床试验获得顶线分析数据结果的公告
减重/肥胖	II 期	2025 年 6 月，发布关于控股子公司一类创新药 RAY1225 注射液用于肥胖/超重的 III 期临床试验完成首例参与者入组的公告

资料来源：公司公告，华安证券研究所

减重 II 期数据公布，耐受性良好，减重达标率较好。 RAY1225 II 期临床试验中，共入组 172 例肥胖/超重参与者，分别接受 RAY1225 注射液 3mg、6mg、9mg 或安慰剂，每两周给药一次 (Q2W)，3mg 组 (1mg 起始，第 8 周滴定到目标剂量，24 周共给药 30mg)、6mg 组 (1mg 起始，第 12 周滴定到目标剂量，24 周共给药 50mg) 和 9mg 组 (1mg 起始，第 16 周滴定到目标剂量，24 周共给药 68mg)，体重较基线相对变化的最小二乘均数分别为 -10.05%、-12.98% 和 -15.05%，安慰剂组为 -3.55%，体重较基线变化百分比 $\geq 5\%$ 的参与者比例分别为 73.2%、95.1% 和

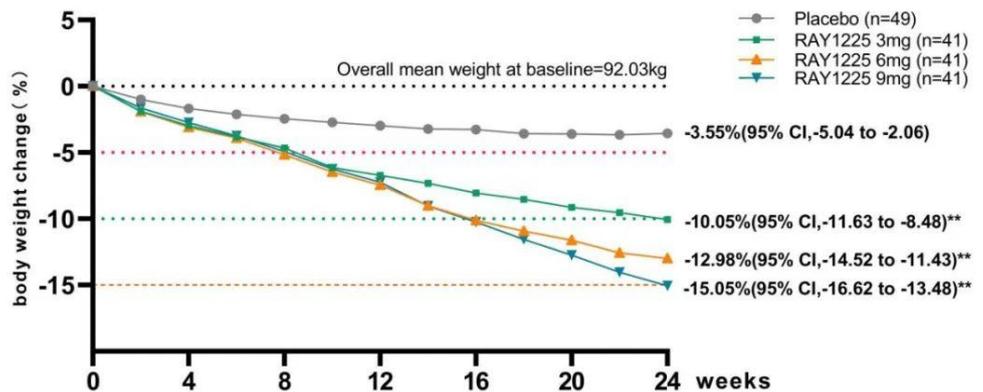
95.1%；体重较基线下降 $\geq 10\%$ 的参与者比例分别为 51.2%、75.6%和 87.8%。与同靶点药物替尔泊肽在中国超重或肥胖人群的 III 期研究高剂量组结果相比，减重达标率更高，替尔泊肽高剂量 15mg 组（每周给药 1 次，52 周共给药 630mg），52 周体重较基线变化百分比 $\geq 5\%$ 和 $\geq 10\%$ 的参与者比例分别为 85.8%和 71.9%，低于 RAY1225 6mg 组的 95.1%和 75.6%，以及 9mg 组的 95.1%和 87.8%。

图表 31 RAY1225 减重 II 期试验结果

给药剂量	给药频次	给药方式	总剂量	安全性	体重较基线变化百分比超过 5%的参与者比例	体重较基线变化百分比超过 10%的参与者比例
3mg		1mg 起始，第 8 周滴定到目标剂量并维持 16 周	30mg	耐受性良好	73.20%	51.20%
6mg	两周一次	1mg 起始，第 12 周滴定到目标剂量并维持 12 周	50mg	耐受性良好	95.10%	75.60%
9mg		1mg 起始，第 16 周滴定到目标剂量并维持 8 周	68mg	耐受性良好	95.10%	87.80%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 32 RAY1225 注射液减重 II 期试验中体重较基线变化



资料来源：众生睿创公众号，华安证券研究所

降糖 II 期数据公布，耐受性良好，降糖达标率较好。RAY1225 II 期临床试验中，174 例 2 型糖尿病患者参与者，分别接受 RAY1225 注射液 3mg、6mg、9mg 或安慰剂，每两周给药一次 (Q2W)，3mg 组（1mg 起始，第 8 周滴定到目标剂量，24 周共给药 30mg）、6mg 组（1mg 起始，第 12 周滴定到目标剂量，24 周共给药 50mg）和 9mg 组（1mg 起始，第 16 周滴定到目标剂量，24 周共给药 68mg），治疗 24 周 HbA1c 较基线变化的最小二乘均数分别为 -1.68%、-2.06%和 -2.16%，安慰剂组为 -0.33%，RAY1225 注射液 3mg 组、6mg 组和 9mg 组 Q2W 连续治疗 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。体重较基线下降 $\geq 5\%$ 且糖化血红蛋白 $< 7\%$ 的减重降糖双达标受试者比例分别为 32.50%、60.53%和 58.33%，安慰剂组为 12.50%。与同靶点药物替尔泊肽在中国 2 型糖尿病人群为主的 III 期研究高剂量组结果相比，降糖达标率更优，替尔泊肽高

剂量组 15mg 每周给药一次，连续治疗 40 周（总剂量 450mg），HbA1c<7%、≤6.5%和<5.7%的参与者比例分别为 84.4%、75.0%和 27.7%，低于 RAY1225 6mg 组的 89.21%、84.21%和 31.58%，以及 9mg 组的 94.44%、88.89%和 30.56%。

图表 33 RAY1225 2 型糖尿病 II 期试验结果

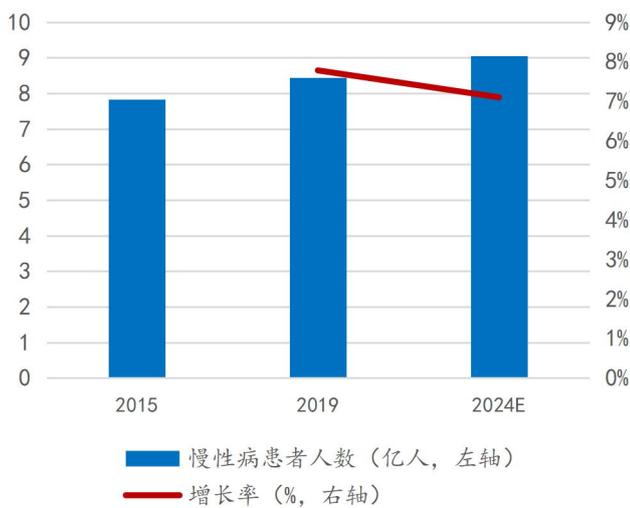
给药剂量	给药频次	给药方式	总剂量	安全性	糖化血红蛋白<7%的受试者比例	糖化血红蛋白≤6.5%的受试者比例	糖化血红蛋白<5.7%的受试者比例	体重较基线下降≥5%且糖化血红蛋白<7%的减重降糖双达标受试者比例
3mg		1mg 起始，第 8 周滴定到目标剂量并维持 16 周	30mg	耐受性良好	80.00%	60.00%	7.50%	32.50%
6mg	两周一次	1mg 起始，第 12 周滴定到目标剂量并维持 12 周	50mg	耐受性良好	89.47%	84.21%	31.58%	60.53%
9mg		1mg 起始，第 16 周滴定到目标剂量并维持 8 周	68mg	耐受性良好	94.44%	88.89%	30.56%	58.33%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3 中药为基：慢性用药需求持续增长，公司心脑血管产品逐步趋稳

慢病人数不断上升，慢病用药需求有望扩容。慢性病全称慢性非传染性疾病，根据《中国防治慢性病中长期规划（2017—2025年）》，慢性病主要包括：心脑血管疾病（如“三高”、脑卒中）、癌症（各种慢性肿瘤）、内分泌代谢性疾病（糖尿病）、慢性呼吸系统疾病（慢阻肺）、骨骼（类风湿关节炎、骨质疏松）等疾病。近年来，慢性非传染性疾病已成为危害人们健康的首要问题，并呈现出发病率越来越高的迹象。我国慢病人数也在不断上升，2015年，我国慢病人数为7.84亿，2019年上升为8.45亿。根据前瞻产业研究院预测，2024年慢病人群将高达9.05亿人，同比上升7.1%。此外，我国慢性病致死人数已占到我国因病死亡人数的80%。在需求推动下，慢病检测、慢病用药等细分市场持续保持增长。2017年，我国慢病用药销售规模超过400亿元，并不断上升。尽管受新冠疫情影响，2020年中国城市实体药店终端慢病用药销售额增速放缓，但依然保持有2.4%的同比增幅，销售规模超过450亿元；到了疫情趋稳的2021年，慢病药销售收入整体回暖，同比增幅达到5.9%，市场规模增长至约500亿。

图表 34 2015-2024E 中国主要慢病患病人数



图表 35 中国城市实体药店终端慢病用药销售规模与增长率



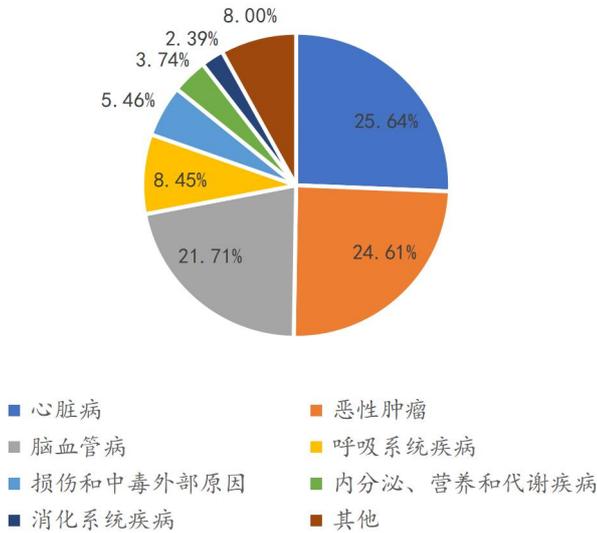
资料来源：前瞻产业研究院、华安证券研究所

资料来源：米内网、华安证券研究所

心脑血管疾病为主要慢病之一，心脑血管相关药品需求持续上升。中国心脑血管患病率处于持续上升阶段。根据国家心血管病中心发布的《中国心血管健康与疾病报告 2022》，2022年我国心血管疾病患病人数3.3亿。国家卫健委年鉴数据显示，2021年，在我国城镇居民的死亡原因分类中，心脏病、脑血管病死亡人数占比分别为25.64%、21.71%，其总和远超恶性肿瘤（24.61%）。同时，与2019年相比，2021年心脏病、脑血管病死亡人数增幅为19.8%、16.4%。由于日常民众对于中药副作用小、侧重调理、对于慢性病效果更优的认知较为统一，中成药在心脑血管领域接受度高。我国零售药店终端心脑血管疾病中成药市场规模呈现稳步攀升的态势，2016-2021年复合增速5.3%。2021年我国零售药店终端心脑血管疾病中成药市场规模为128亿，增速超10%。公立医疗终端心脑血管疾病中成药市场规模自2018

年以来呈下降趋势，2021 年我国公立医疗终端心脑血管疾病中成药市场规模为 837 亿元。

图表 36 2021 年城市居民主要疾病死亡率及构成



图表 37 中国零售药店端心脑血管疾病中成药市场规模



资料来源：《2022 中国卫生健康统计年鉴》、华安证券研究所

资料来源：华经产业研究院、华安证券研究所

慢性疾病用药需求逐步提升，基石产品复方血栓通系列市场空间逐步向好。 复方血栓通是由三七、黄芪、丹参、玄参四味中药组成，用于血瘀兼气阴两虚的稳定性劳累型心绞痛以及血瘀兼气阴两虚证的视网膜静脉阻塞。公司持续推进复方血栓通胶囊上市后再评价。2023 年，公司先后完成了复方血栓通胶囊《基于电子病历的视网膜病变患者的治疗模式和临床预后的回顾性真实世界研究》和《基于病证结合干预急性心肌梗死 PCI 术后心衰的多中心、随机、双盲、安慰剂对照试验》，强化复方血栓通胶囊在眼底血管疾病和心血管疾病的的治疗学证据，并探索临床应用优势人群。

图表 38 复方血栓通胶囊产品介绍

	示意图	适应症	是否为处方药	是否纳入国家基药目录	是否纳入国家医保目录
复方血栓通胶囊		活血化瘀，益气养阴。用于治疗血瘀兼气阴两虚证的视网膜静脉阻塞，症见视力下降或视觉异常，眼底瘀血征象，神疲乏力，咽干，口干等；以及用于血瘀兼气阴两虚的稳定性劳累型心绞痛，症见胸闷痛、心悸、心慌、气短乏力、心烦口干者。	是	是	是

资料来源：公司公告、华安证券研究所

中成药为基，多产品运营提升公司业绩。 在公司现有产品管线中，中成药是公司的核心业务基础和重要的增长来源，2023 年中成药营业收入占比达 53.3%。公司

核心产品复方血栓通系列和脑栓通胶囊，在慢病治疗领域持续拓展。同时，众生丸和清热祛湿颗粒作为岭南名药的代表产品，在两广市场处于领导地位，逐步实现全国布局。在多产品运营的总体策略下，核心产品在慢病治疗领域的扩展和特色产品在用户端的持续渗透，小份额产品的市场销售也取得长足进步，整体销售贡献有效提升了公司的业绩。

图表 39 其他中成药产品介绍

主要治疗领域	药品名称	示意图	适应症	是否纳入国家基药目录	是否纳入国家医保目录
心脑血管	脑栓通胶囊		活血通络,祛风化痰。用于风痰瘀血痹阻脉络引起的缺血性中风病中经络急性期和恢复期。症见半身不遂,口舌歪斜,语言不利或失语,偏身麻木,气短乏力或眩晕耳鸣,舌质暗淡或暗红,苔薄白或白腻,脉沉细或弦细、弦滑。脑梗塞见上述表现者。	否	是
眼科、心脑血管	复方丹参片		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
呼吸	众生丸系列产品		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,疮毒等症。	否	否
清热祛湿	清热祛湿颗粒		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

资料来源:公司公告、公司官网、华安证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测与估值分析

图表 40 业绩拆分 (百万元)

			2024A	2025E	2026E	2027E
百万元		营业收入	2,467	2,808	3,123	3,501
		(+/-%)	-5.5%	7.6%	11.2%	12.1%
		营业成本	1,085	1,195	1,343	1,521
		毛利率	56.0%	56.6%	56.8%	56.9%
	一、	中成药	1,318	1,445	1,535	1,632
		YOY	-5.2%	9.6%	6.2%	6.3%
		占公司收入百分比	53.4%	51.5%	49.1%	46.6%
		毛利率	70.1%	71.0%	71.0%	71.0%
	二、	化学药	900	1,090	1,289	1,541
		YOY	-6.4%	21.1%	18.3%	19.5%
		占公司收入百分比	36.5%	38.8%	41.3%	44.0%
		毛利率	48.6%	49.0%	50.0%	51.0%
	三、	原料药及中间体销售	30	34	37	41
		YOY	-27.0%	10.0%	10.0%	10.0%
		占公司收入百分比	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
		毛利率	25.3%	40.0%	50.0%	55.0%
	四、	中药材及中药饮片销售	196	215	237	260
		YOY	-4.8%	10.0%	10.0%	10.0%
		占公司收入百分比	7.9%	7.7%	7.6%	7.4%
		毛利率	4.2%	5.0%	6.0%	7.0%
	五、	其他业务收入	23	25	26	27
		YOY	124.7%	5.0%	5.0%	5.0%
		占公司收入百分比	0.95%	0.87%	0.82%	0.77%
		毛利率	28.3%	25.0%	25.0%	25.0%

资料来源: ifind, 华安证券研究所

4.2 投资逻辑与建议

中药为基，中成药业务的稳定开展为公司发展提供坚实基础

众生药业是一家以中成药和化学药研发、生产、销售为主要业务的医药健康产业集团。中成药是公司核心业务，公司具有多款知名中成药产品，例如复方血栓通胶囊、脑栓通胶囊和众生丸，中成药品种的良好发展为公司长久的发展与增长提供了坚实的基础。截至 2024 年底，公司中成药产品收入 13.2 亿元，占总收入比例的 53%。2024 年，公司按照会计政策等有关规定执行，并基于谨慎性原则，将研发项目开发支出与子公司商誉减值计提，出清潜在风险，2025 年轻装上阵。

创新引领，甲流创新药昂拉地韦片上市，未来市场空间可期

公司创新药陆续获批，创新转型初见成效，逐步引领公司长久发展，2023 年 3 月，全球首款拟肽类 3CL 单药抗新冠药，来瑞特韦片（商品名：乐睿灵®）应运而生，开启公司创新产品发展的大门。2025 年 5 月，流感创新药昂拉地韦片（商品名：安睿威®）获批上市，它是一款 PB2 靶点小分子 RNA 聚合酶抑制剂，临床上用于成人单纯性甲型流感的治疗。昂拉地韦片属于一类创新药，具有明确的作用机制和全球自主知识产权。流感是一种季节性疫情，具有较高的发病率，市场空间大。昂拉地韦片作为新一代流感创新药，具有快速、强效、低耐药的特点。昂拉地韦片与当前主流流感药奥司他韦相比，疗效更明确，症状缓解更快，甲流病毒载量更快更好的下降，病毒转阴时间显著缩短，与同类型产品，玛巴洛沙韦相比，具有不同的作用机制，在临床试验中昂拉地韦片表现出了更低的耐药性风险。作为新一代流感药物，昂拉地韦片有望打破当前流感市场格局，产品持续放量。

在研产品，长效 GLP-1 类药物 RAY1225 注射液数据亮眼，持续关注海外权益授权

RAY1225 注射液是一款由众生药业控股子公司众生睿创研发的、具有全球自主知识产权的创新结构多肽药物，属于长效 GLP-1 类药物，具有 GLP-1 受体和 GIP 受体双重激动活性，该产品每两周注射一次。2025 年 5 月公司披露 RAY1225 注射液在减重和降糖两项 II 期临床试验的顶线分析数据。减重方面，RAY1225 注射液减重达标率较好，具有更好的耐受性。与同靶点药物替尔泊肽相比，RAY1225 注射液 6mg 组（总剂量 50mg）、9mg 组（总剂量 68mg）24 周结果，较替尔泊肽高剂量组 15mg（总剂量 630mg）52 周治疗，参与者体重较基线变化百分比 $\geq 5\%$ 和 $\geq 10\%$ 的减重达标率更优。二型糖尿病方面，RAY1225 注射液具有较好的降糖达标率，与同靶点药物替尔泊肽相比，RAY1225 注射液 6mg 组（总剂量 50mg）、9mg 组（总剂量 68mg）24 周结果，较替尔泊肽高剂量组 15mg（总剂量 450mg）40 周治疗，对于 HbA1c $< 7\%$ 、 $\leq 6.5\%$ 和 $< 5.7\%$ 的参与者比例，RAY1225 注射液均展示出了更优的效果。RAY1225 注射液 II 期临床试验数据，在同类产品中，展示出了更好的疗效与安全性，国内 III 期临床试验同步推进，产品海外权益授权值得关注。

风险提示：

医药行业政策变化风险：

医药行业受国家相关政策的影响较大，随着国家医改进程持续深化，相关改革措施的出台和政策不断完善，国家在促进医药行业有序健康发展的同时，也促使行业运行模式、产品竞争格局可能会发生较大变化。

产品放量不及预期或产品降价幅度较大：

公司产品进入市场后如果放量不及预期或参与药品采购中标价格大幅下降，可能会对公司营业收入造成不利影响。

研发风险：

新药开发本身起点高、成功率低，目前国家监管法规、注册法规日益严格，新药研发存在不确定性以及研发周期可能延长的风险。

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。