

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

传统业务基本盘稳定, 创新药转型成果显著

2025年08月29日

事件: 2025年8月29日, 公司发布《2025年半年度报告》。2025H1 公司实现营业收入 13.00 亿元, 同比下滑 4.74%; 实现归母净利润 1.88 亿元, 同比增长 114.96%; 实现扣非净利润 1.87 亿元, 同比增长 7.42%。单季度来看, 2025Q2 公司实现营业收入 6.65 亿元, 同比下降 7.99%; 实现归母净利润 1.05 亿元, 同比增长 191.52%; 实现扣非净利润 1.08 亿元, 同比增长 6.58%。

点评:

➤ 坚持中药为基, 传统业务基本盘稳定。

中成药是公司的业务基石, 公司持续拓展中成药销售市场, 形成特色产品管线, 同时兼顾化学药销售、中药饮片、原料药等其他业务。2025年 H1 公司中成药销售实现营业收入 6.89 亿元, 同比下降 10.14%, 毛利率 69.57%, 同比提升 0.46pct; 化学药销售实现营业收入 4.95 亿元, 同比增长 6.10%, 毛利率 50.29%, 同比下降 0.35pct。公司核心品种复方血栓通系列 2023 年中选全国中成药采购联盟集中带量采购, 2024 年随着复方血栓通系列产品中选价格在全国中成药集采各省份陆续中标完成, 为有效对冲集采政策冲击, 公司以销量增长打开市场空间, 通过工艺改进与供应链整合实现成本优化, 辅以精细化费用管控体系, 最终在价格下行通道中形成“以量补价”的盈利韧性。

总结: 公司传统业务已经形成以中成药为主导的收入结构, 大品种复方血栓通已经完成集采并实现“以量补价”, 我们认为公司传统业务基本盘稳定, 有望贡献持续稳定现金流。

➤ 坚持创新引领, 研发管线成果显著。

公司坚定布局创新药转型, 聚焦代谢性疾病、呼吸系统疾病等领域, 截至中报已有 2 个创新药项目获批上市, 多个创新药项目处于临床试验阶段, 并探索布局具备差异化优势的早研管线。

1) 来瑞特韦片: 商品名乐睿灵®, 全球首个拟肽类 3CL 单抗抗新冠病毒一类创新药, 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, 并已在同年经谈判成功纳入 2023 年国家医保目录乙类范围。

2) 昂拉地韦片: 商品名安睿威®, 全球首款靶向甲型流感病毒 RNA 聚合酶 PB2 亚基的一类创新药, 具有快速、强效、低耐药等特点, 2025 年 5 月获 NMPA 批准上市。公司正在开发专门用于儿童适应症的昂拉地韦颗粒剂型, II 期临床试验已完成, 公司将继续推进 III 期临床。

3) RAY1225 注射液: GLP-1+GIP 双靶点激动剂, 具备每两周注射一次的超长效药物潜力, 针对 2 型糖尿病和肥胖/超重两个适应症的 II 期临床试验均已完成, 受邀参加第 84 届美国糖尿病学年会 (ADA), 获

得国内外专业人士的广泛关注。公司快速推进 III 期临床试验，肥胖/超重适应症 III 期临床试验已完成全部参与者入组工作；2 型糖尿病适应症 III 期临床试验和司美格鲁对照 III 期临床试验已获得组长单位伦理批件，进入全面启动和入组阶段。

4) ZSP1601 片：用于治疗代谢功能障碍相关脂肪性肝炎（MASH），已完成的 Ib/IIa 期临床试验结果表明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 期临床试验，参与者入组工作已于 2024 年内完成。

5) 其他早研管线：呼吸系统疾病领域，公司布局用于治疗呼吸道合胞病毒（RSV）感染的化学小分子创新药项目，截至中报已确定 PCC，正在开展临床前研究。代谢性疾病领域，公司布局 RAY0221 超长效 GLP-1/GIP/GCG 三受体激动剂，有望实现每两周及以上注射一次的用药潜力，截至中报已确定 PCC，正在开展临床前研究；公司积极探索 Amylin 类多肽皮下注射药物、多肽类口服药物、GLP-1RA 类小分子口服药物、Amylin 类小分子口服药物在内的各类潜力赛道，上述项目在分子优化、确定 PCC 以及动物试验等不同阶段。

总结：公司前瞻性布局创新药转型多年，目前已经进入收获期，其中昂拉地韦片作为 2025 年上半年获批的流感创新药，有望通过年底的医保谈判纳入国家医保目录，进而实现快速放量；RAY1225 注射液凭借亮眼的 II 期临床数据参加 ADA 大会，得到海外 MNC 广泛关注，我们认为存在 BD 出海的可能性。

- **盈利预测：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 26.46 亿元、30.37 亿元、35.25 亿元，归母净利润分别为 3.23 亿元、4.07 亿元、5.06 亿元，EPS（摊薄）分别为 0.38 元、0.48 元、0.59 元，对应 PE 估值分别为 56.03 倍、44.46 倍、35.79 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	2,646	3,037	3,525
增长率 YoY %	-2.5%	-5.5%	7.2%	14.8%	16.1%
归属母公司净利润 (百万元)	263	-299	323	407	506
增长率 YoY%	-18.3%	-213.6%	208.0%	26.0%	24.2%
毛利率%	58.6%	56.0%	58.2%	60.4%	62.1%
净资产收益率ROE (%)	6.0%	-7.6%	8.0%	9.5%	11.2%
EPS(摊薄)(元)	0.31	-0.35	0.38	0.48	0.59
市盈率 P/E(倍)	68.73	—	56.03	44.46	35.79
市净率 P/B(倍)	4.15	4.62	4.46	4.24	4.01

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 28 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	3,123	3,348	3,646
货币资金	1,252	1,399	1,020	1,056	1,110
应收票据	498	466	500	574	666
应收账款	481	533	567	646	747
预付账款	87	84	86	93	104
存货	520	441	435	460	498
其他	1,123	538	515	518	522
非流动资产	2,498	2,091	2,026	2,011	1,984
长期股权投资	2	2	2	2	2
固定资产	569	658	678	686	681
无形资产	447	327	531	514	495
其他	1,480	1,103	814	809	805
资产总计	6,459	5,553	5,149	5,358	5,630
流动负债	1,015	1,203	799	835	883
短期借款	621	303	303	303	303
应付票据	9	22	22	24	26
应付账款	85	72	73	79	88
其他	300	807	400	429	465
非流动负债	918	340	222	222	222
长期借款	97	0	0	0	0
其他	821	340	222	222	222
负债合计	1,933	1,543	1,021	1,058	1,105
少数股东权益	169	95	66	36	7
归属母公司股东权益	4,356	3,915	4,062	4,265	4,518
负债和股东权益	6,459	5,553	5,149	5,358	5,630

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	2,646	3,037	3,525
同比 (%)	-2.5%	-5.5%	7.2%	14.8%	16.1%
归属母公司净利润	263	-299	323	407	506
同比 (%)	-18.3%	-213.6%	208.0%	26.0%	24.2%
毛利率 (%)	58.6%	56.0%	58.2%	60.4%	62.1%
ROE%	6.0%	-7.6%	8.0%	9.5%	11.2%
EPS (摊薄)(元)	0.31	-0.35	0.38	0.48	0.59
P/E	68.73	—	56.03	44.46	35.79
P/B	4.15	4.62	4.46	4.24	4.01
EV/EBITDA	27.68	28.27	36.70	29.67	24.26

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	2,646	3,037	3,525
营业成本	1,081	1,085	1,105	1,204	1,335
营业税金及附加	25	21	23	26	31
销售费用	890	850	926	1,078	1,269
管理费用	156	152	159	182	211
研发费用	127	111	111	128	148
财务费用	17	9	-5	-1	-1
减值损失合计	-17	-547	-15	-15	-15
投资净收益	24	25	26	30	35
其他	-23	3	21	22	23
营业利润	299	-280	359	457	575
营业外收支	-15	-56	-14	-14	-14
利润总额	284	-336	345	443	561
所得税	34	38	52	67	84
净利润	250	-374	294	377	477
少数股东损益	-13	-75	-29	-30	-29
归属母公司净利润	263	-299	323	407	506
EBITDA	476	346	476	588	717
EPS (当年)(元)	0.32	-0.36	0.38	0.48	0.59

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	372	363	425
净利润	250	-374	294	377	477
折旧摊销	124	127	136	146	158
财务费用	35	24	9	9	9
投资损失	-44	-58	-24	-25	-26
营运资金变动	-251	6	-74	-172	-217
其它	57	578	33	34	34
投资活动现金流	-743	385	-39	-115	-110
资本支出	-352	-227	-194	-145	-145
长期投资	-411	566	0	0	0
其他	19	46	155	30	35
筹资活动现金流	842	-562	-712	-213	-262
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	-171	-213	-262
现金流净增加额	289	160	-379	36	54

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理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。