

2025年11月04日

## 买入（维持）

报告原因：业绩点评

## 证券分析师

杜永宏 S0630522040001

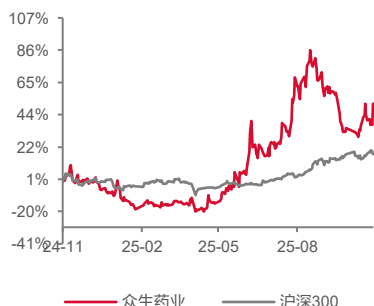
dyh@longone.com.cn

## 证券分析师

付婷 S0630525070003

futing@longone.com.cn

|             |            |
|-------------|------------|
| 数据日期        | 2025/11/03 |
| 收盘价         | 20.19      |
| 总股本(万股)     | 84,993     |
| 流通A股/B股(万股) | 76,162/0   |
| 资产负债率(%)    | 20.16%     |
| 市净率(倍)      | 4.16       |
| 净资产收益率(加权)  | 6.30       |
| 12个月内最高/最低价 | 24.92/9.85 |



## 相关研究

## 众生药业（002317）：业绩稳健增长，研发进展顺利

——公司简评报告

## 投资要点

- **业绩稳健增长，盈利能力不断提升。**公司2025年前三季度实现营业收入18.89亿元（同比-1.01%），归母净利润2.51亿元（同比+68.40%），扣非归母净利润2.46亿元（同比+30.36%）；其中Q3单季度实现营业收入5.89亿元（同比+8.35%），归母净利润0.63亿元（同比+2.10%），扣非归母净利润0.59亿元（同比+301.03%）。2025年前三季度公司销售毛利率为56.80%（同比+0.71pp），销售净利率为13.00%（同比+5.87pp）；从费用上看，销售费用率为33.95%（同比+0.10pp），管理费用率为5.25%（同比-0.44pp）；研发费用率为3.17%（同比-1.34pp）。Q3业绩增长良好主要由于中药主业在集采影响逐渐消化后稳健复苏，盈利能力显著修复。
- **研发管线步入收获期，三大核心品种进展顺利。**（1）昂拉地韦片作为全球首款PB2靶点流感创新药，能对奥司他韦和玛巴洛沙韦的耐药株表现出强大抑制能力，流感症状缓解时间比奥司他韦缩短了近10%。昂拉地韦片于2025年5月获批上市，商业化进程全面加速。公司已完成14个省份的挂网，定价为320元/疗程，并同步铺开线上及线下院内、零售渠道。公司计划参与年底的医保谈判，有望促进产品放量。此外，用于2-11岁儿童的昂拉地韦颗粒剂III期临床已正式启动，有望填补该年龄段的用药缺口，进一步扩大市场空间。（2）RAY1225（GLP-1/GIP双靶点）临床进度持续领先，减重适应症的III期临床（REBUILDING-2）已完成全部参与者入组，两项针对2型糖尿病的III期临床（SHINING-2/3）也已完成首例患者入组，研发进展符合预期。RAY1225的核心差异化优势在于其双周给药一次的长效特性和优异的安全性，II期临床数据显示其胃肠道不良反应发生率显著低于同靶点药物替尔泊肽。这些优势使其在激烈的GLP-1赛道中具备BIC潜力，公司正与多家MNC积极洽谈中，海外BD潜力巨大。（3）ZSP1601作为全球唯一进入临床阶段的泛PDE抑制剂，是FIC的潜力品种。其IIB期临床已于2024年底完成入组，预计2025年Q4有数据读出。MASH领域巨大的未满足临床需求和全球稀缺的上市药物，ZSP1601有望成为国内MASH领域首个商业化产品，值得期待。
- **投资建议：**我们预计公司2025-2027年实现营收28.41亿元、33.36亿元、39.17亿元，实现归母净利润3.07亿元、3.66亿元、4.81亿元，对应EPS分别为0.36/0.43/0.57，对应PE分别为55.94/46.95/35.64倍。公司中药基本盘稳固，创新管线进展顺利，维持“买入”评级。
- **风险提示：**销售不及预期风险；市场竞争加剧风险；创新药研发进展不及预期风险。

## 盈利预测与估值简表

|            | 2022A  | 2023A   | 2024A    | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|---------|----------|---------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元） | 2,676  | 2,611   | 2,467    | 2,841   | 3,336  | 3,917  |
| 增长率（%）     | 10.17% | -2.45%  | -5.48%   | 15.14%  | 17.43% | 17.41% |
| 归母净利润（百万元） | 322    | 263     | -299     | 307     | 366    | 481    |
| 增长率（%）     | 16.00% | -18.25% | -213.63% | 202.54% | 19.16% | 31.72% |
| EPS（元/股）   | 0.38   | 0.31    | -0.35    | 0.36    | 0.43   | 0.57   |
| 市盈率（P/E）   | 53.28  | 65.18   | —        | 55.94   | 46.95  | 35.64  |
| 市净率（P/B）   | 4.63   | 3.94    | 4.38     | 3.92    | 3.47   | 3.01   |

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至2025年11月3日收盘）

## 附录：三大报表预测值

利润表（百万元）

|           | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入     | 2,467 | 2,841 | 3,336 | 3,917 |
| %同比增速     | -5%   | 15%   | 17%   | 17%   |
| 营业成本      | 1,085 | 1,229 | 1,438 | 1,633 |
| 毛利        | 1,383 | 1,612 | 1,898 | 2,284 |
| %营业收入     | 56%   | 57%   | 57%   | 58%   |
| 税金及附加     | 21    | 26    | 30    | 35    |
| %营业收入     | 1%    | 1%    | 1%    | 1%    |
| 销售费用      | 850   | 966   | 1,142 | 1,351 |
| %营业收入     | 34%   | 34%   | 34%   | 35%   |
| 管理费用      | 152   | 173   | 202   | 235   |
| %营业收入     | 6%    | 6%    | 6%    | 6%    |
| 研发费用      | 111   | 139   | 160   | 184   |
| %营业收入     | 5%    | 5%    | 5%    | 5%    |
| 财务费用      | 9     | -13   | -11   | -15   |
| %营业收入     | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    |
| 资产减值损失    | -547  | -30   | -30   | -30   |
| 信用减值损失    | -6    | 0     | 0     | 0     |
| 其他收益      | 27    | 28    | 33    | 39    |
| 投资收益      | 25    | 28    | 33    | 39    |
| 净敞口套期收益   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益  | -18   | 0     | 0     | 0     |
| 资产处置收益    | 0     | 14    | 17    | 20    |
| 营业利润      | -280  | 361   | 428   | 561   |
| %营业收入     | -11%  | 13%   | 13%   | 14%   |
| 营业外收支     | -56   | -30   | -25   | -20   |
| 利润总额      | -336  | 332   | 403   | 542   |
| %营业收入     | -14%  | 12%   | 12%   | 14%   |
| 所得税费用     | 38    | 40    | 48    | 65    |
| 净利润       | -374  | 292   | 355   | 477   |
| %同比增速     | -250% | 178%  | 21%   | 34%   |
| 归属于母公司的净利 | -299  | 307   | 366   | 481   |
| %营业收入     | -12%  | 11%   | 11%   | 12%   |
| 少数股东损益    | -75   | -15   | -11   | -5    |
| EPS（元/股）  | -0.35 | 0.36  | 0.43  | 0.57  |

## 基本指标

|           | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EPS       | -0.35 | 0.36  | 0.43  | 0.57  |
| BVPS      | 4.61  | 5.15  | 5.82  | 6.71  |
| PE        | —     | 55.94 | 46.95 | 35.64 |
| PEG       | —     | 0.28  | 2.45  | 1.12  |
| PB        | 4.38  | 3.92  | 3.47  | 3.01  |
| EV/EBITDA | 28.27 | 35.21 | 29.47 | 22.50 |
| ROE       | -8%   | 7%    | 7%    | 8%    |
| ROIC      | 5%    | 6%    | 6%    | 7%    |

资产负债表（百万元）

|              | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金         | 1,399 | 1,537 | 1,985 | 2,590 |
| 交易性金融资产      | 306   | 336   | 366   | 416   |
| 应收账款及应收票据    | 1,000 | 1,121 | 1,270 | 1,447 |
| 存货           | 441   | 495   | 559   | 613   |
| 预付账款         | 84    | 98    | 112   | 126   |
| 其他流动资产       | 232   | 199   | 222   | 246   |
| 流动资产合计       | 3,463 | 3,785 | 4,515 | 5,437 |
| 长期股权投资       | 2     | 3     | 4     | 5     |
| 投资性房地产       | 14    | 26    | 38    | 50    |
| 固定资产合计       | 658   | 603   | 567   | 547   |
| 无形资产         | 327   | 273   | 219   | 164   |
| 商誉           | 7     | 107   | 157   | 167   |
| 递延所得税资产      | 30    | 21    | 21    | 21    |
| 其他非流动资产      | 1,052 | 868   | 894   | 909   |
| 资产总计         | 5,553 | 5,687 | 6,416 | 7,301 |
| 短期借款         | 303   | 353   | 413   | 483   |
| 应付票据及应付账款    | 93    | 96    | 112   | 127   |
| 预收账款         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付职工薪酬       | 49    | 59    | 72    | 85    |
| 应交税费         | 35    | 57    | 67    | 78    |
| 其他流动负债       | 723   | 362   | 378   | 400   |
| 流动负债合计       | 1,203 | 927   | 1,042 | 1,174 |
| 长期借款         | 0     | 100   | 150   | 150   |
| 应付债券         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 递延所得税负债      | 39    | 38    | 38    | 38    |
| 其他非流动负债      | 301   | 168   | 169   | 170   |
| 负债合计         | 1,543 | 1,232 | 1,398 | 1,532 |
| 归属于母公司的所有者权益 | 3,915 | 4,374 | 4,948 | 5,703 |
| 少数股东权益       | 95    | 81    | 70    | 65    |
| 股东权益         | 4,010 | 4,455 | 5,018 | 5,769 |
| 负债及股东权益      | 5,553 | 5,687 | 6,416 | 7,301 |

现金流量表（百万元）

|           | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流净额 | 338   | 323   | 322   | 431   |
| 投资        | 566   | -51   | -51   | -71   |
| 资本性支出     | -227  | -68   | -159  | -121  |
| 其他        | 46    | 167   | 29    | 34    |
| 投资活动现金流净额 | 385   | 49    | -180  | -158  |
| 债权融资      | -420  | -371  | 111   | 71    |
| 股权融资      | 37    | 0     | 0     | 0     |
| 支付股利及利息   | -171  | 166   | 196   | 260   |
| 其他        | -8    | -29   | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流净额 | -562  | -234  | 307   | 331   |
| 现金净流量     | 160   | 137   | 449   | 605   |

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至 2025 年 11 月 3 日）

## 一、评级说明

|        | 评级 | 说明                            |
|--------|----|-------------------------------|
| 市场指数评级 | 看多 | 未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%     |
|        | 看平 | 未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间   |
|        | 看空 | 未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%     |
| 行业指数评级 | 超配 | 未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% |
|        | 标配 | 未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
|        | 低配 | 未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |
| 公司股票评级 | 买入 | 未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%   |
|        | 增持 | 未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间  |
|        | 中性 | 未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间     |
|        | 减持 | 未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间   |
|        | 卖出 | 未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%   |

## 二、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并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：( 8621 ) 20333619  
 传真：( 8621 ) 50585608  
 邮编：200215

### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：( 8610 ) 59707105  
 传真：( 8610 ) 59707100  
 邮编：100089