

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 医药联席首席分析师
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

RAY1225 成功授权，国内商业化前景可期

2026年01月19日

事件：公司控股子公司众生睿创与齐鲁制药签署《许可协议》，众生睿创授权齐鲁制药在中国地区（包括中国大陆、香港、澳门、台湾）内对 RAY1225 注射液进行生产与商业化销售，同时众生睿创仍然拥有 RAY1225 注射液国外的全部权利、权属和权益。

点评：

➤ **GLP-1/GIP 双靶点协同，多项临床 III 期研究已完成入组。**

RAY1225 注射液是众生睿创自主研发的 GLP-1/GIP 双靶点多肽药物，得益于优异的药代动力学特性，具备每两周注射一次的超长效药物潜力。RAY1225 注射液目前已经有 3 项临床研究进入 III 期阶段，分别是肥胖/超重适应症 III 期临床试验（REBUILDING-2 研究），联合口服降糖药物治疗 2 型糖尿病适应症 III 期临床试验（SHINING-3），单药治疗 2 型糖尿病 III 期临床试验（SHINING-2），以上研究均已顺利完成全部参与者入组工作。前期已经完成的两项 II 期临床研究中，RAY1225 注射液表现出积极的疗效和优秀的安全性，胃肠道相关不良反应和低血糖风险的发生率均低于替尔泊肽的报道数据。我们认为，RAY1225 注射液是公司在 GLP-1 代谢领域的重大突破，差异化定位双周制剂，同时具备良好的安全性优势，我们预计 2027-2028 年有望实现商业化。

➤ **深度绑定齐鲁制药，国内商业化前景可期。**

齐鲁制药是中国大型综合性现代制药企业，治疗领域覆盖肿瘤、心脑血管、抗感染、精神系统、神经系统、眼科疾病，产品结构科学完整，已上市产品达 300 余种，拥有遍布全国各大省市，远销北美、欧盟、日本、澳大利亚等地的全球销售网络。众生睿创将 RAY1225 国内权益授权给齐鲁制药，根据双方签署的《许可协议》，众生睿创将获得首付款及里程碑付款总金额为人民币 10 亿元，包括首付款人民币 2 亿元、开发和销售里程碑付款最高合计人民币 8 亿元，后续产品上市后有权获得许可产品净销售额双位数的销售提成。我们认为，齐鲁制药是国内大型制药企业（Big Pharma），具备行业领先的商业化推广能力，本次授权交易对于众生睿创来说意义重大，一方面可以通过首付款+里程碑补充现金流用于后续研发项目，另一方面通过深度绑定 Big Pharma 有助于未来国内商业化利益最大化。

➤ **盈利预测：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 26.01 亿元、29.78 亿元、34.49 亿元，归母净利润分别为 3.01 亿元、3.95 亿元、5.08 亿元，EPS（摊薄）分别为 0.35 元、0.47 元、0.60 元，对应 PE 估值分别为 61.17 倍、46.58 倍、36.29 倍。

➤ **风险因素：**创新药研发失败的风险；商业化推广不及预期的风险；医药行业政策变动风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2,611	2,467	2,601	2,978	3,449
增长率 YoY %	-2.5%	-5.5%	5.4%	14.5%	15.8%
归属母公司净利润 (百万元)	263	-299	301	395	508
增长率 YoY%	-18.3%	-213.6%	200.7%	31.3%	28.4%
毛利率%	58.6%	56.0%	57.6%	59.5%	61.1%
净资产收益率ROE%	6.0%	-7.6%	7.4%	9.3%	11.3%
EPS(摊薄)(元)	0.31	-0.35	0.35	0.47	0.60
市盈率 P/E(倍)	69.96	—	61.17	46.58	36.29
市净率 P/B(倍)	4.23	4.70	4.55	4.34	4.09

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 1 月 19 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	3,076	3,296	3,596	
货币资金	1,252	1,399	1,025	1,060	1,121	
应收票据	498	466	492	563	652	
应收账款	481	533	557	634	730	
预付账款	87	84	86	94	104	
存货	520	441	434	460	500	
其他	1,123	538	483	486	489	
非流动资产	2,498	2,091	2,063	2,048	2,021	
长期股权投资	2	2	2	2	2	
固定资产(合计)	569	658	678	686	681	
无形资产	447	327	531	514	495	
其他	1,480	1,103	851	846	842	
资产总计	6,459	5,553	5,139	5,344	5,618	
流动负债	1,015	1,203	816	853	902	
短期借款	621	303	303	303	303	
应付票据	9	22	22	24	27	
应付账款	85	72	73	80	88	
其他	300	807	418	446	483	
非流动负债	918	340	205	205	205	
长期借款	97	0	0	0	0	
其他	821	340	205	205	205	
负债合计	1,933	1,543	1,021	1,058	1,107	
少数股东权益	169	95	68	39	10	
归属母公司股东权益	4,356	3,915	4,049	4,247	4,501	
负债和股东权益	6,459	5,553	5,139	5,344	5,618	

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	2,601	2,978	3,449	
同比(%)	-2.5%	-5.5%	5.4%	14.5%	15.8%	
归属母公司净利润	263	-299	301	395	508	
同比(%)	-18.3%	-213.6%	200.7%	31.3%	28.4%	
毛利率(%)	58.6%	56.0%	57.6%	59.5%	61.1%	
ROE%	6.0%	-7.6%	7.4%	9.3%	11.3%	
EPS(摊薄)(元)	0.31	-0.35	0.35	0.47	0.60	
P/E	69.96	—	61.17	46.58	36.29	
P/B	4.23	4.70	4.55	4.34	4.09	
EV/EBITDA	27.68	28.27	39.34	30.91	24.64	

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	2,601	2,978	3,449	
营业成本	1,081	1,085	1,103	1,205	1,340	
营业税金及附加	25	21	23	26	30	
销售费用	890	850	910	1,042	1,207	
管理费用	156	152	151	167	186	
研发费用	127	111	104	119	138	
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	16	18	21	
其他	-23	3	21	22	23	
营业利润	299	-280	336	445	577	
营业外收支	-15	-56	-14	-14	-14	
利润总额	284	-336	322	431	563	
所得税	34	38	48	65	84	
净利润	250	-374	274	366	479	
少数股东损益	-13	-75	-27	-29	-29	
归属母公司净利润	263	-299	301	395	508	
EBITDA	476	346	453	576	719	
EPS(当年)(元)	0.32	-0.36	0.35	0.47	0.60	

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	389	369	448	
净利润	250	-374	274	366	479	
折旧摊销	124	127	136	146	158	
财务费用	35	24	9	9	9	
投资损失	-24	-25	-16	-18	-21	
营运资金变动	-251	6	-56	-168	-211	
其它	57	578	42	34	34	
投资活动现金流	-743	385	-59	-127	-124	
资本支出	-352	-227	-216	-145	-145	
长期投资	-411	566	0	0	0	
其他	19	46	157	18	21	
筹资活动现金流	842	-562	-705	-207	-263	
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	-160	-207	-263	
现金流净增加额	289	160	-375	36	61	

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，医药联席首席分析师，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，6年医药生物行业研究经验，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，2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，1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。

李春辰，医药研究员，中国药科大学本科，北京大学硕士，1年医药生物行业研究经历，2025年加入信达证券，主要覆盖创新药、新兴生物技术等领域。

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。