

## 中药基本盘稳健，创新管线步入收获期

### 众生药业首次覆盖报告

#### 核心观点

- 中药化药双轮驱动，加强业绩考核和创新药研发激励。**公司以特色中成药为基础、高端仿制药为依托、创新药为引领，具备多层次研发体系。近年来，营收保持稳健，2024 年受资产减值损失计提影响，利润端亏损。2025 年前三季度，公司归母净利润 2.5 亿元，同比增长 68.4%，已有所恢复。公司 2024 年推出员工持股计划，给予核心人员激励，加强业绩考核和创新药研发激励。
- 创新产品线数据优异，培育增长新动能。**近年来，公司多款重磅产品步入商业化或临床后期阶段。2025 年 5 月，治疗成人单纯性甲型流感的 PB2 靶点 RNA 聚合酶抑制剂昂拉地韦片获批上市，III 期临床数据中展现出较奥司他韦差异化的竞争优势；GLP-1/GIP 双靶点药物 RAY1225 注射液治疗超重/肥胖、糖尿病适应症已进入临床 III 期，II 期减重数据优于替尔泊肽，GLP-1/GIP/GCG 三靶点激动剂超长效药物，临床前研究展现出良好的药代特性，二者均具备出海 BD 潜力；治疗代谢功能障碍相关脂肪性肝炎的 ZSP1601 片正在开展 IIb 期临床试验，为国内首创 FIC 治疗 NASH 的 PDE 靶点产品，Ib/IIa 期临床试验结果积极。
- 中药核心品种集采出清，有望企稳回升。**公司中药核心品种复方血栓通胶囊为原研独家剂型品种，连续多年在国内眼科内服中成药领域市场占有率排名第一位，随着集采影响的逐步消化，后续销售有望企稳回升；脑栓通胶囊临床需求稳定，长期保持稳健增长。2024 年，全国样本医院销售为 2.62 亿元（同比 36.5%），集采后以价换量实现较快增长。2025 年 1 月，国家药监局批准公司脑栓通胶囊为首家中药二级保护品种，有望进一步提升产品竞争力和渗透率。

#### 盈利预测与投资建议

- 我们看好公司中药化药双轮驱动，中药业务基本盘集采影响逐渐出清，化药创新药临床管线步入后期，具备大品种和出海潜力，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.9/3.5/4.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.34、0.41、0.48 元。我们采用 PE 估值，参考行业平均市盈率，给予公司 2026 年 57 倍 PE，对应目标价 23.37 元，首次覆盖给予“买入”评级。

#### 风险提示

- 研发进展不及预期风险，市场竞争加剧风险，医药政策变化风险，中药材价格成本上升风险。

#### 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,611	2,467	2,803	3,126	3,447
同比增长(%)	-2.5%	-5.5%	13.6%	11.5%	10.3%
营业利润(百万元)	299	(280)	364	440	516
同比增长(%)	-20.2%	-193.7%	230.0%	20.9%	17.2%
归属母公司净利润(百万元)	263	(299)	285	348	411
同比增长(%)	-18.3%	-213.6%	195.2%	22.2%	18.1%
每股收益(元)	0.31	(0.35)	0.34	0.41	0.48
毛利率(%)	58.6%	56.0%	56.2%	56.0%	55.4%
净利率(%)	10.1%	-12.1%	10.2%	11.1%	11.9%
净资产收益率(%)	6.5%	-7.2%	7.2%	8.5%	9.5%
市盈率	61.3	(53.9)	56.6	46.3	39.2
市净率	3.7	4.1	4.1	3.9	3.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（首次）
股价（2026年01月30日）	19.15元
目标价格	23.37元
52周最高价/最低价	27.97/9.69元
总股本/流通A股（万股）	84,993/76,162
A股市值（百万元）	16,276
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2026年01月31日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-11.05	-0.83	9.05	83.24
相对表现%	-11.13	-2.01	9.13	59.94
沪深300%	0.08	1.18	-0.08	23.3



#### 证券分析师

伍云飞	执业证书编号：S0860524020001 香港证监会牌照：BRX199 wuyunfei1@orientsec.com.cn 021-63326320
赵博宇	执业证书编号：S0860524020003 zhaoboyu@orientsec.com.cn 021-63326320

#### 相关报告

标题	日期
----	----

## 目录

一、中药化药双轮驱动，创新开启新篇章.....	5
1.1 产品布局丰富，业绩保持稳健 .....	5
1.2 加强创新激励，费用管控良好 .....	7
二、创新产品数据优异，培育增长新动能.....	8
2.1 RAY1225：双靶双周减重制剂，BD 潜力大 .....	8
2.2 ZSP1601：国内 FIC NASH 新药，数据优异.....	11
2.3 昂拉地韦：甲流创新产品，新进国家医保.....	13
三、中药核心品种集采出清，企稳回升 .....	16
3.1 复方血栓通：市占领先，集采带来出清 .....	16
3.2 脑栓通：独家创新品种，长年稳健增长 .....	18
盈利预测与投资建议 .....	21
盈利预测 .....	21
投资建议 .....	21
风险提示.....	22

## 图表目录

图 1: 2021-2024 年公司营收整体平稳.....	5
图 2: 2024 年归母净利润受资产减值影响承压.....	5
图 3: 公司中成药收入占比逐年降低, 化药占比提升, 业务结构更加均衡 (单位: 亿元) .....	5
图 4: 近年来公司期间费用逐渐下行.....	7
图 5: RAY1225 临床 II 期中体重较基线变化优于安慰剂组.....	8
图 6: RAY1225 临床 II 期中减重达标率优于安慰剂组.....	8
图 7: RAY1225 临床 II 期胃肠道不良反应发生率低于替尔泊肽 III 期研究 (SURMOUNT-CN) 数据 .....	9
图 8: 礼来替尔泊肽上市以来销售额增长迅猛 .....	9
图 9: 公司早研管线具备差异化.....	10
图 10: NASH 可导致慢性肝脏炎症和肝细胞损伤.....	11
图 11: NASH 目前仍然无有效治疗药物上市 .....	11
图 12: 全球 NASH 患病人数预计以稳定速度增长 .....	12
图 13: 中国 NASH 患病人数预计以更快速度增长 .....	12
图 14: 公司 FIC 新药 ZSP1601 片治疗 NASH 患者的 Ib/IIa 期临床试验结果积极.....	12
图 15: 昂拉地韦治疗成人单纯性甲型流感的 III 期临床数据七项流感症状缓解时间 (TTAS) 表现优异.....	14
图 16: 2022 - 2025 年度我国南方省份哨点医院报告的流感样病例%总体回落.....	15
图 17: 我国抗流感药物市场疫情后有所回落但仍较大.....	16
图 18: 奥司他韦仍为抗流感主流用药 (2024 年) .....	16
图 19: 复方血栓通胶囊为公司的原研独家剂型品种 .....	16
图 20: 复方血栓通胶囊对冠心病作用机制 .....	16
图 21: 复方血栓通胶囊国内眼科内服中成药领域市占率第一 .....	17
图 22: 集采带来复方血栓通胶囊样本医院销售额短期承压 .....	17
图 23: 复方血栓通胶囊销量保持平稳增长 .....	18
图 24: 复方血栓通胶囊价格影响逐步出清 .....	18
图 25: 脑栓通联合常规治疗可改善脑梗死患者神经功能缺损.....	18
图 26: 公司脑栓通胶囊样本医院销售额 2016-2024 年间稳健增长.....	19
图 27: 脑栓通胶囊销量持续增长.....	20
图 28: 脑栓通胶囊销售单价变化逐步平稳 .....	20
表 1: 众生药业产品线布局丰富, 覆盖眼科、心脑血管、内分泌、呼吸等多个重大疾病领域.....	6
表 2: 2024 年发布员工持股计划, 重点考核业绩和创新药研发进度.....	7

表 3: 公司研发管线主要聚焦代谢性疾病、呼吸系统疾病等领域 (截至 2025H1) .....	8
表 4: GLP-1 相关靶点成为近年来减重领域重要 BD 交易中主流类型.....	10
表 5: 公司 ZSP1601 处于国内在研 NASH 领域领先梯队 (截至 2025H1) .....	12
表 6: 现有流感治疗药物存在耐药率高、副作用大等不足 .....	14
表 7: 复方血栓通胶囊治疗血管性疾病作用机制较为明确 .....	16
表 8: 公司复方血栓通系列产品降价相对温和 .....	18
表 9: 可比公司估值表 (2025 年 1 月 30 日收盘价) .....	22

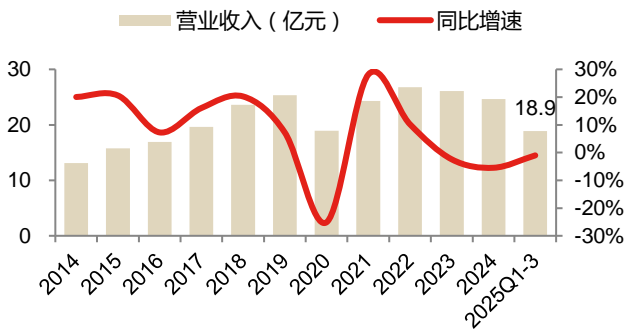
## 一、中药化药双轮驱动，创新开启新篇章

### 1.1 产品布局丰富，业绩保持稳健

众生药业始创于 1979 年，于 2009 年在深交所上市，是一家以特色中成药为基础、高端仿制药为依托、创新药为引领，具备多层次研发体系的医药企业。

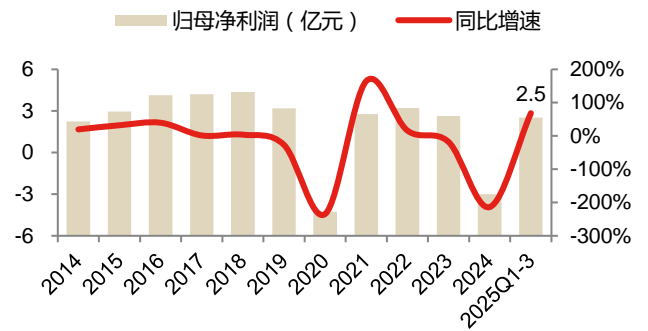
公司立足于眼科、心脑血管、呼吸、消化等治疗领域。近年来，公司总体收入稳健，2024 年受资产减值损失计提影响，公司利润端亏损。2025 年前三季度，公司实现营收 18.9 亿元，同比减少 1.0%，归母净利润 2.5 亿元，同比增长 68.4%，利润端有所恢复。

图 1：2021-2024 年公司营收整体平稳



数据来源：公司公告，东方证券研究所

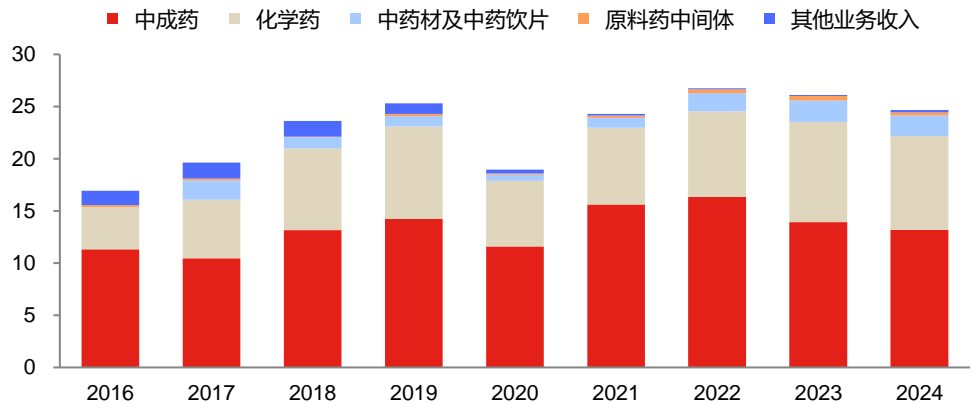
图 2：2024 年归母净利润受资产减值影响承压



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**基本盘由中药贡献，化药占比近年提升。**从业务结构看，中成药收入为公司主要收入来源，长期以来贡献公司收入 50% 以上。化药占比近年来总体呈提升趋势，由 2016 年收入结构的 24% 提升至 2024 年的 36%。中药材及中药饮片、原料药中间体等业务占比相对较低，且较为稳定。

图 3：公司中成药收入占比逐年降低，化药占比提升，业务结构更加均衡（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

产品布局方面，中成药复方血栓通胶囊是原研独家剂型品种；脑栓通胶囊是基于“毒损脑络”病机学说的心脑血管疾病防治的核心产品；众生丸为岭南名药的代表产品。此外，化药产品已有多款产品通过仿制药一致性评价，并中选国家集采，正逐渐形成良好的产品集群梯队。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**表 1：众生药业产品线布局丰富，覆盖眼科、心脑血管、内分泌、呼吸等多个重大疾病领域**

类别	治疗领域	药品名称	适应症	产品特点
中成药	眼科、心脑血管、内分泌	复方血栓通系列产品	视网膜静脉阻塞等多种眼底疾病、冠心病及脑卒中	国家基药目录，国家医保目录品种，全国中成药采购联盟集采中选产品
		脑栓通胶囊	缺血性脑卒中	独家品种，国家医保目录品种，首家中药二级保护品种，广东联盟金莲花等中成药集采中选产品，安徽省中成药集采中选产品
		复方丹参片	冠心病	国家基药目录，国家医保目录品种，广东联盟金莲花等中成药集采中选产品
	呼吸	众生丸系列产品	咽喉肿痛等咽喉疾病	岭南名药，独家原研剂型，广东省名牌产品，广东省自主创新产品
	清热祛湿	清热祛湿颗粒	体内湿热	祛湿类凉茶领导品牌
化学药	呼吸	来瑞特韦片	抗新冠病毒感染	公司首款上市的一类创新药，国家医保目录品种
		羧甲司坦口服溶液（片）	呼吸道多种疾病引起的痰液黏稠、咳痰困难	口服溶液和片剂均为国家基药目录，国家医保目录品种
	抗生素、抗病毒、抗结核	头孢克肟分散片	广谱抗菌	国家医保目录品种，国家集采中选产品
		头孢拉定胶囊	头孢菌素类广谱抗菌药物	国家基药目录，国家医保目录品种
		注射用单磷酸阿糖腺苷	用于多种病毒感染性疾病	广谱抗病毒药物
		异烟肼片	抗结核药物	国家基药目录，国家医保目录品种，异烟肼片，吡嗪酰胺片，盐酸乙胺丁醇片均为国家集采中选产品
		吡嗪酰胺片		
		盐酸乙胺丁醇片		
		利福平胶囊		
	利巴韦林片	抗病毒药物	国家基药目录，国家医保目录品种，广东省际联盟集采中选产品	
	消化	硫糖铝口服混悬液	胃黏膜保护剂，与 PPI 联合应用治疗胃/十二指肠溃疡、慢性胃炎等消化道疾病	国家医保目录品种
		瑞巴派特片	针对胃炎、胃溃疡，独具全面抗炎作用	国家医保目录品种
	眼科	盐酸氮革斯汀滴眼液	急性过敏性结膜炎首选用药、慢性过敏性结膜炎基础用药	国家医保目录品种
		普拉洛芬滴眼液	外眼及眼前节炎症的对症治疗	国家医保目录品种
		地夸磷索钠滴眼液	治疗不同类型的干眼症	国家集采中选产品
		溴芬酸钠滴眼液	多种眼部疾病抗炎镇痛	国家医保目录品种

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

	酒石酸溴莫尼定滴眼液	降低开角型青光眼及高眼压患者的眼压	国家医保目录品种
抗过敏	氯雷他定片	抗过敏一线用药	国家基药目录，国家医保目录品种，广东省阿比特龙等药品集中带量采购项目中选产品，云南省二四批接续项目中选产品
	富马酸氯马斯汀口服溶液	过敏性鼻炎、荨麻疹、湿疹及其他过敏性皮肤病	全国独家口服溶液剂型

数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 1.2 加强创新激励，费用管控良好

2024年7月，公司推出员工持股计划，为不超过46人的高管、核心技术及业务骨干给予激励。员工持股计划的解除限售条件主要包括营业收入和创新药研发进展两方面的考核。

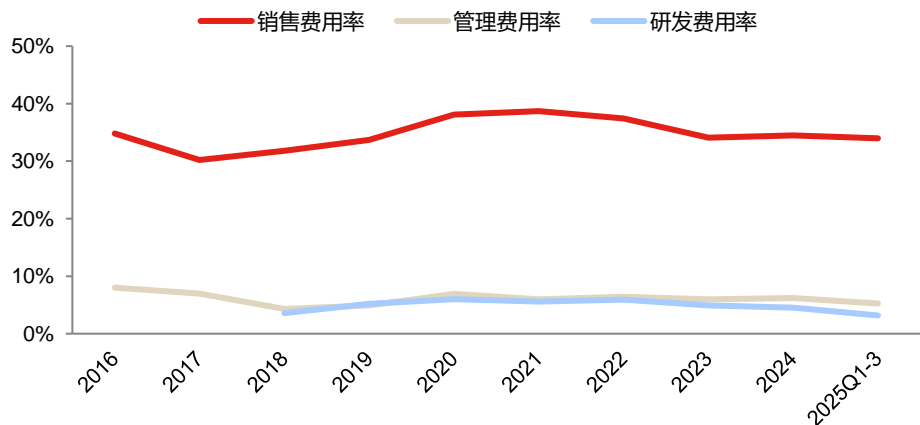
表 2：2024 年发布员工持股计划，重点考核业绩和创新药研发进度

考核年度	营业收入（亿元）		创新药研发进度
	目标值	触发值	目标值
2024	32.40	29.16	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
2025	36.00	32.40	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III期/III期临床试验数量累计不少于6个
2026	40.00	36.00	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

数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司费用管控良好。2021年以来，销售费用率逐渐下行，由38.7%下降至2025年上半年的33.7%，主要为公司积极参与集采，销售费用明显下降；管理费用率由6.0%下降至2025年上半年的5.1%；研发费用率由5.6%下降至2025年上半年的2.9%。未来，随着公司多款在研创新药上市，盈利能力有望持续提升。

图 4：近年来公司期间费用逐渐下行



数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 二、创新产品数据优异，培育增长新动能

公司创新药研发主要聚焦代谢性疾病、呼吸系统疾病等领域。目前，公司已有昂拉地韦片和来瑞特韦片 2 个呼吸系统创新药获批上市；在代谢疾病领域，GLP-1/GIP 双靶点药物 RAY1225 注射液治疗超重/肥胖、糖尿病适应症已进入临床 III 期。治疗代谢功能障碍相关脂肪性肝炎的 ZSP1601 片已进入临床 II 期。治疗代谢功能障碍相关脂肪性肝炎、糖尿病、肥胖的 GLP-1/GIP/GCG 三靶点 RAY0221 注射液处于临床申请阶段。

表 3：公司研发管线主要聚焦代谢性疾病、呼吸系统疾病等领域（截至 2025H1）

领域	产品名称	适应症	临床前	临床申请	临床I期	临床II期	临床III期	NDA	已上市
代谢性疾病	RAY1225	超重/肥胖 糖尿病							
	ZSP1601	代谢功能障碍相关脂肪性肝炎							
	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	昂拉地韦片	成人单纯性甲型流感的治疗							
	昂拉地韦片	12-17岁青少年甲型流感的治疗							
	昂拉地韦片	2-11岁儿童甲型流感的治疗							
	RAY1216	成人新冠病毒感染的治疗							

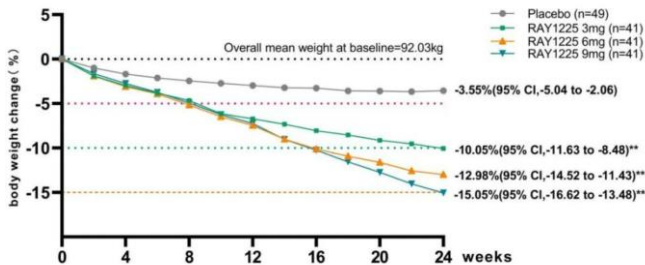
数据来源：公司公告，东方证券研究所

### 2.1 RAY1225：双靶双周减重制剂，BD 潜力大

RAY1225 是公司拥有全球自主知识产权的长效 GLP-1 创新结构多肽药物，具备 GLP-1 受体和 GIP 受体双重激动活性，在治疗中国超重/肥胖（REBUILDING-1 研究）与 2 型糖尿病（SHINING-1 研究）的两项 II 期临床试验已披露 PartA 子研究的顶线分析数据，都达到主要终点；在美国开展超重/肥胖参与者的 II 期临床试验申请获得 FDA 批准。

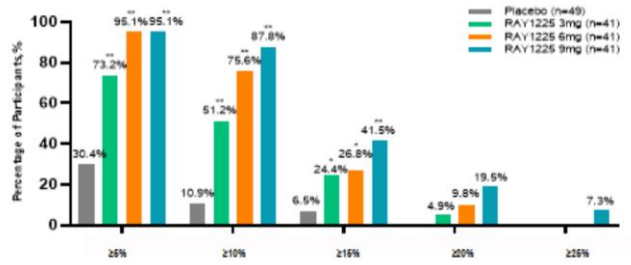
RAY1225 II 期临床结果有效性优于替尔泊肽。RAY1225 在治疗中国超重/肥胖参与者的临床 II 期结果显示：3mg~9mg 组每两周 1 次给药，治疗 24 周后体重降幅可达 10.05%~15.05%。在减重达标率方面，3mg、6mg 和 9mg 组体重较基线变化百分比 $\geq 5\%$ 的受试者比例分别为：73.2%、95.1%和 95.1%，并且 6mg 和 9mg 组体重较基线变化水平和减重达标率数值上均高于替尔泊肽。

图 5：RAY1225 临床 II 期中体重较基线变化优于安慰剂组



数据来源：医药魔方，东方证券研究所

图 6：RAY1225 临床 II 期中减重达标率优于安慰剂组



数据来源：医药魔方，东方证券研究所

RAY1225 II 期临床胃肠道不良反应发生率亦低于替尔泊肽。RAY1225 3~9mg 的 II 期临床也验证了良好的安全性与耐受性，最常见的为胃肠道相关不良反应，大多较轻微，且发生率均低于替尔泊肽在中国超重或肥胖人群的 III 期研究（SURMOUNT-CN）中的数据。

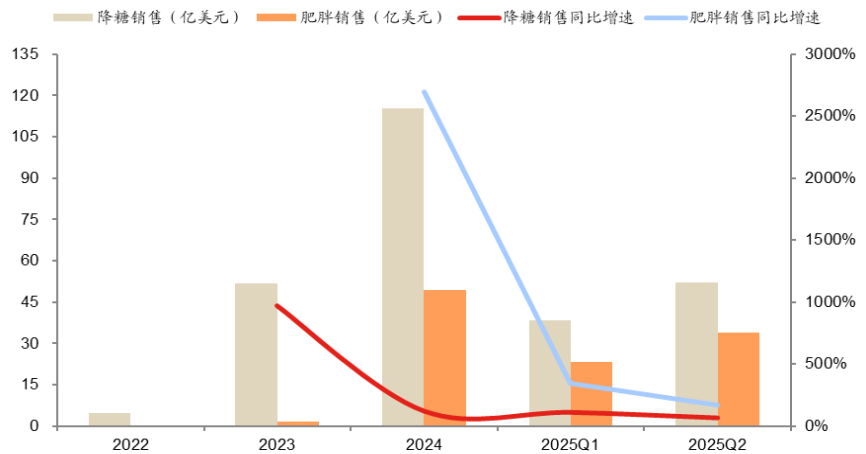
图 7：RAY1225 临床 II 期胃肠道不良反应发生率低于替尔泊肽 III 期研究（SURMOUNT-CN）数据

	RAY1225 (REBUILDING-1 研究)				替尔泊肽 (SURMOUNT-CN 研究)		
	安慰剂 (N=49)	3mg (N=41)	6mg (N=41)	9mg (N=41)	安慰剂 (N=69)	10mg (N=70)	15mg (N=71)
TEAE	38(77.6)	36(87.8)	37(90.2)	36(87.8)	57(82.6)	67(95.7)	64(90.1)
导致停止用药 TEAE	1(2.0)	1(2.4)	0	0	2(2.9)	5 (7.0)	1(1.4)
GIAE							
腹泻	5(10.2)	10(24.4)	14(34.1)	12(29.3)	6(8.7)	28 (40.0)	29 (40.8)
恶心	3(6.1)	3(7.3)	8(19.5)	2(4.9)	4 (5.8)	21 (30.0)	23 (32.4)
呕吐	0	3(7.3)	6(14.6)	4(9.8)	3 (4.3)	8(11.4)	14 (19.7)

数据来源：医药魔方，东方证券研究所

替尔泊肽上市以来商业化表现优异，RAY1225 未来市场空间可观。降糖适应症 Mounjaro 2024 年销售为 115.4 亿美元，同比增长 124%；肥胖适应症 Zepbound 2024 年销售为 49.3 亿美元，同比增长 2699%。2025 年二季度，Mounjaro 销售为 52 亿美元，同比增长 68%； Zepbound 销售为 33.8 亿美元，同比增长 172%。

图 8：礼来替尔泊肽上市以来销售额增长迅猛



数据来源：医药魔方，东方证券研究所

近年来，减重领域重磅交易频发，从交易标的类型看，各 MNC（跨国公司）正完善多靶点分子和口服小分子方向的布局。公司 RAY1225 的临床 II 期数据在双靶点领域表现优异，BD 潜力突出。此外，值得一提的是公司布局的 GLP-1/GIP/GCG 三靶点激动剂超长效药物 RAY0221，有望在临床中实现每两周及以上注射一次的用药潜力，目前处于 IND-enabling study 阶段。

表 4：GLP-1 相关靶点成为近年来减重领域重要 BD 交易中主流类型

交易日期	药物	靶点	临床最高阶段	授权方	引进方	总交易金额 (亿美元)	首付款 (亿美元)
2025/7/31	SYH2086	GLP-1R (口服小分子)	临床前	石药集团	Madrigal	20.75	1.2
2025/6/2	HS-20094	GLP-1R; GIPR	III 期 (CN)	翰森制药	Regeneron	20.1	0.8
2025/5/14	多个口服小分子药物	GLP-1R; GIPR; GCGR 等	临床前	Septerna	Novo Nordisk	22	2
2025/3/28	LX9851	ACSL5 (口服小分子)	临床前	Lexicon	Novo Nordisk	10	0.75
2025/3/24	UBT251	GLP-1R; GIPR; GCGR	II 期 (CN)	联邦制药	Novo Nordisk	20	2
2025/3/12	Petrelintide	AMYR	II 期 (US)	Zealand Pharma	Roche	52.5	16.5
2025/3/3	GUBamy	AMYR	I 期 (UK)	Gubra	AbbVie	22.25	3.5
2025/1/10	VRB101	GLP-1R	I 期 (AUS)	先为达生物	Verdiva Bio	24.7	0.7
2024/12/18	HS-10535	(口服多肽)	临床前	翰森制药	MSD	1.12	20.12
2024/12/18	HS-10535	GLP-1R (口服小分子)	临床前	翰森制药	MSD	20.12	1.12
2024/11/12	APL-18881 (HEC88473)	GLP-1R; FGF21	I 期 (CN)	东阳光药	Apollo Therapeutics	9.38	0.12
2024/10/10	未披露	CALCR; AMYR	/	KeyBioscience	Eli Lilly	14	未披露
2024/5/16	HRS9531	GLP-1R; GIPR	III 期 (CN)	恒瑞医药	Hercules (NewCo)	60.35	1.1 (含近期里程碑)
	HRS9531 片	GLP-1R; GIPR (口服多肽)	II 期 (CN)				
	HRS-7535	GLP-1R (口服小分子)	III 期 (CN)				
2024/5/7	HRS-4729	GLP-1R; GIPR; GCGR	I 期 (CN)	先为达生物	HK inno.N Corporation	/	0.56
2023/11/9	AZD5004 (ECC5004)	GLP-1R	II 期 (US)	诚益生物	AstraZeneca	20.1	1.85

数据来源：公司公告，公司官网，医药魔方，东方证券研究所

公司具备小分子、多肽药物等新药研发技术平台优势，在呼吸系统、代谢性疾病领域差异化布局，早研管线丰富，处于 IND 前不同阶段：包括治疗 RSV 感染的化学小分子创新药，以及 GLP-1RA 多肽、小分子口服药物、Amylin 多肽注射药物、Amylin 小分子口服药物等。

图 9：公司早研管线具备差异化



**呼吸**

- 用于治疗RSV感染的化学小分子创新药



**代谢**

- 超长效的GLP-1/GIP/GCG三受体激动剂
- GLP-1RA多肽、小分子口服药物
- Amylin多肽注射药物、Amylin小分子口服药物

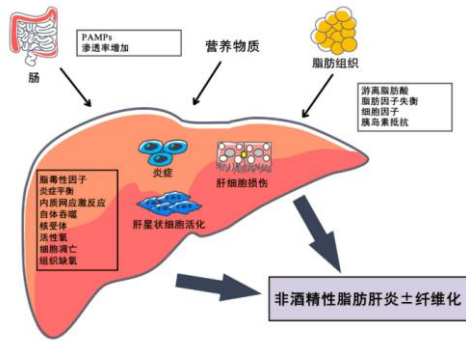
\*上述项目在分子优化、确定PCC以及动物试验等不同阶段

数据来源：公司官微，东方证券研究所

## 2.2 ZSP1601: 国内 FIC NASH 新药，数据优异

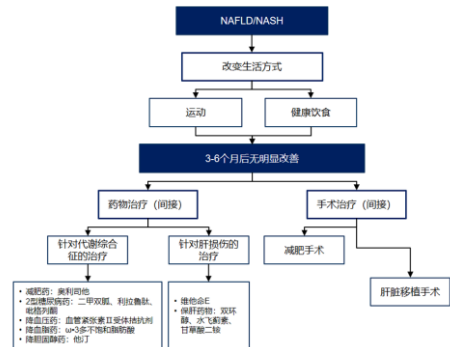
非酒精性脂肪肝（NASH）是非酒精性脂肪肝的严重进展状态，主要特征为：肝脏脂肪变性、气球样变和炎症，伴或不伴有纤维化。NASH 可导致慢性肝脏炎症和肝细胞损伤，并可进展为肝纤维化、肝硬化，最终导致肝功能衰竭或肝癌。NASH 无有效治疗药物，临床急需。

图 10: NASH 可导致慢性肝脏炎症和肝细胞损伤



数据来源：公司官网，东方证券研究所

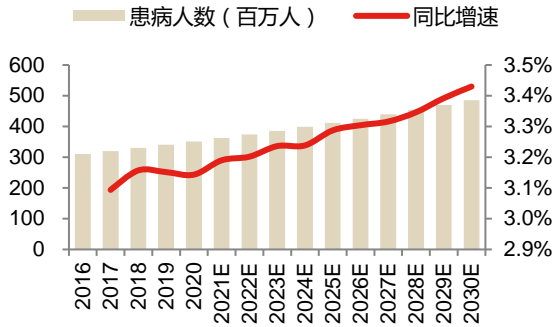
图 11: NASH 目前仍然无有效治疗药物上市



数据来源：派格生物招股书，东方证券研究所

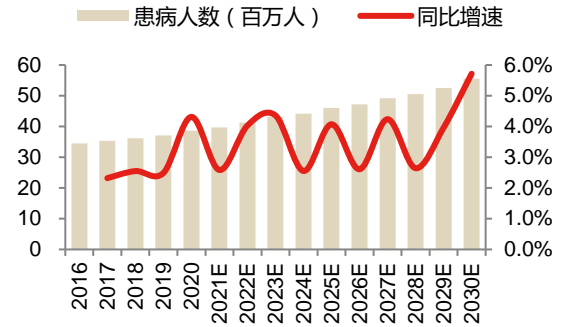
**全球 NASH 患病人数呈上升趋势，致肝癌比例也持续提升。**据弗若斯特沙利文报告，全球 NASH 患病人数预计 2030 年将达到 4.9 亿人，2021-2030 年复合增速预计为 3.3%，而中国 NASH 患病人数 2021-2030 年复合增速预计为 3.8%，2030 年将达到 5550 万人。

图 12: 全球 NASH 患病人数预计以稳定速度增长



数据来源: 弗若斯特沙利文, 派格生物招股书, 东方证券研究所

图 13: 中国 NASH 患病人数预计以更快速度增长

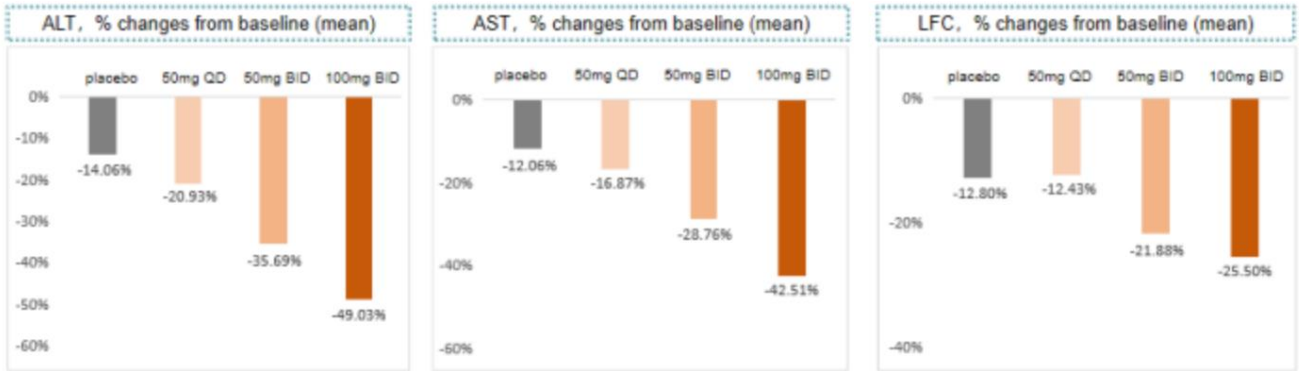


数据来源: 弗若斯特沙利文, 派格生物招股书, 东方证券研究所

ZSP1601 是治疗 NASH 的一类创新药, 具有全新作用机制, 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同类产品。目前, 该项目正在开展 IIb 期临床试验, 入组已完成。

**ZSP1601 Ib/IIa 临床结果展现出治疗 NASH 潜力。**2022 年, 公司发布了 ZSP1601 的 Ib/IIa 期临床试验的顶线 (Top Line) 分析数据, 结果表明: 4 周治疗后, 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。

图 14: 公司 FIC 新药 ZSP1601 片治疗 NASH 患者的 Ib/IIa 期临床试验结果积极



数据来源: 公司官网, 东方证券研究所

**国内 NASH 药物研发加速推进, 已有多家企业布局。**在研靶点覆盖 PPAR、THRB、GLP-1R 等热门方向, 正大天晴 PPAR 激动剂和勃林格殷格翰 GCGR/GLP-1R 均已进入临床 III 期, 公司 ZSP1601 为国内首款靶向 PDE 的药物, 进度领先。

表 5: 公司 ZSP1601 处于国内在研 NASH 领域领先梯队 (截至 2025H1)

公司	药物名称	药物类型	靶点	试验状态	试验分期
正大天晴	拉尼兰诺片	化药	PPAR-delta;PPAR-gamma;PPAR-alpha	进行中	3 期
勃林格殷格翰	survodutide 注射液	化药	GCGR;GLP-1R	进行中	3 期
阿斯利康	AZD2693 注射液	化药	PNPLA3	已完成	2 期

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

辉瑞	PF-06865571 片	化药	-	已完成	2 期
默沙东	MK-3655	生物制品	KLB	已完成	2 期
东阳光药业	HEC88473 注射液	生物制品	GLP-1R;FGF21	已完成	2 期
歌礼制药	TVB-2640	化药	-	已完成	2 期
微芯生物	西格列他钠片	化药	PPAR-delta;PPAR-gamma;PPAR-alpha	已完成	2 期
君圣泰生物	小檗碱熊去氧胆酸盐胶囊	化药	NLRP3;AMPK	已完成	2 期
默沙东	伊诺培度肽注射液	生物制品	OXM	进行中	2 期
海思科	HSK31679 片	化药	THRB	进行中	2 期
众生药业	ZSP1601 片	化药	PDE	进行中	2 期
安源医药	注射用重组人 FGF21-Fc 融合蛋白	生物制品	-	进行中	2 期
凯思凯迪	CS060380 片	化药	THRB	进行中	2 期
维亚臻生物	VSA006 注射液	化药	HSD17B13	进行中	2 期
天津泰普	胡黄连总苷胶囊	中药	-	进行中	2 期
甘莱制药	ASC41 片	化药	THRB	进行中	2 期
诺和诺德	NNC0194-0499	生物制品	-	已完成	1 期
石药集团	SYHA1805 片	化药	NR1H4	已完成	1 期
正大天晴	TQA3563 片	化药	Caspase	已完成	1 期
先为达	XW003 注射液	生物制品	-	已完成	1 期
甘宝利生物	Kylo-0603 胶囊	化药	THRB	已完成	1 期
广生堂	GST-HG151 片	化药	MAP3K5	进行中	1 期
东阳光药业	HEC169584 胶囊	化药	-	进行中	1 期
昆药集团	KPC000154 片	化药	-	进行中	1 期
海创药业	HP515 片	化药	THRB	进行中	1 期
藤济生物	CT500 片	化药	-	进行中	1 期
奥达生物	AOD113408 注射液	化药	-	进行中	1 期
慧宝源生物	Z018B 胶囊	中药	-	进行中	1 期
奥利墨斯医药	RJ4287 片	化药	THRB	进行中	1 期
强新生物	GH509	化药	-	进行中	1 期
轩竹生物	XZP-5610 片	化药	NR1H4	进行中	1 期
赫普化医药	HPN-01 肠溶胶囊	化药	CHUK;IKBKE;IKBKB	进行中	1 期

数据来源：药智，东方证券研究所

## 2.3 昂拉地韦：甲流创新产品，新进国家医保

国内上市的流感治疗药物主要有：神经氨酸酶抑制剂（奥司他韦、扎那米韦、帕拉米韦等）、RNA 聚合酶抑制剂（玛巴洛沙韦）和血凝素抑制剂（阿比多尔）三种。尽管有多款流感治疗药物上市，但现有药物仍存在耐药率高、副作用大等不足。

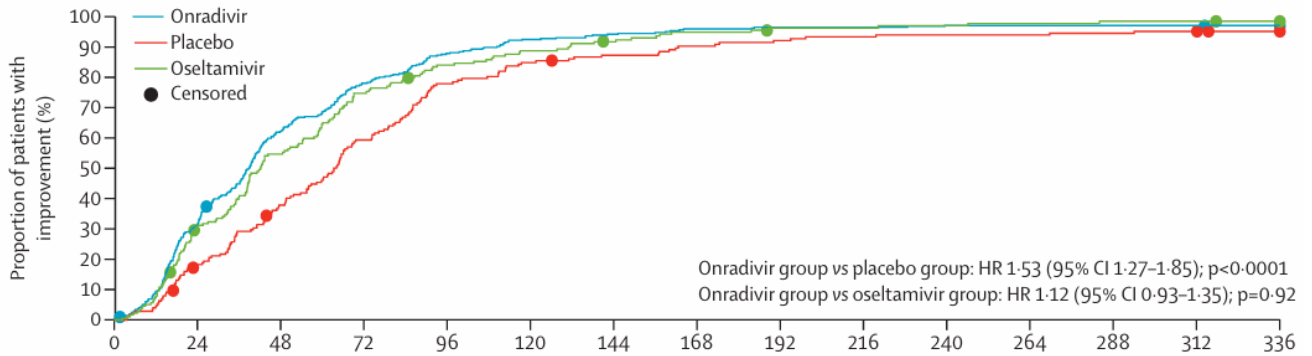
**表 6：现有流感治疗药物存在耐药率高、副作用大等不足**

项目	奥司他韦	扎那米韦	帕拉米韦	阿比多尔	玛巴洛沙韦
适应症	所有甲型流感病例、乙型流感	无奥司他韦时或肾功能不全、孕妇等特殊人群以及重症或疾病进展病例	重症病例、无法接受吸入或口服 NAI 的病例和对其他 NAI 疗效不佳或产生耐药的病例	甲型和乙型流感病例	12 周岁及以上普通型甲型和乙型流感病例
剂型	口服制剂	吸入剂	静脉制剂	口服制剂	口服制剂
半衰期	6-10 h	3 h	7.7-20.8 h	10.5 h	高加索受试者：79.1 h 中国受试者：99.7 h
代谢途径	通过肝酯酶快速转化为活性形式奥司他韦羧酸，经肾以羧酸原药的形式排泄	约 90%以原型药经肾脏排泄	以原型药从肾脏清除	经肝脏和小肠代谢，主要代谢酶是 CYP3A4，其与细胞色素 3A4 抑制剂和诱导剂存在相互作用，主要以原型从粪便排泄	胃肠道、肠上皮细胞和肝脏中转化为活性代谢物巴洛沙韦，主要通过胆汁途径经粪便排泄
治疗剂量和方法	75 mg/次，2 次/d，疗程 5 d，重症病例治疗剂量和疗程需加倍	10 mg/次，2 次/d，疗程 5 d，重症病例疗程可延长至 10 d 以上	300~600 mg，静脉滴注，1 次/d，疗程 5 d 以上	200 mg/次，3 次/d，疗程 5 d	体重 40~80 kg，单次口服 40 mg；体重≥80 kg，单次口服 80 mg
不良反应	恶心、呕吐、头痛，部分病例可能会出现精神障碍并发症	可能会诱发支气管痉挛	支气管炎、咳嗽、眩晕、恶心、腹泻、头晕和头痛、失眠、疲劳等	血清转氨酶升高	不良事件：腹泻（3%）、恶心（2%）、支气管炎（3%）、鼻窦炎（2%）、头痛（1%）

数据来源：成人流行性感冒诊疗规范急诊专家共识（2022 版），中国医师协会急诊医师分会等，东方证券研究所

2025 年 5 月，昂拉地韦国内获批上市，用于治疗成人单纯性甲型流感。昂拉地韦是具有明确作用机制的 PB2 靶点 RNA 聚合酶抑制剂，与奥司他韦胶囊头对头、安慰剂对照治疗成人甲型流感的 III 期临床试验结果表明：昂拉地韦主要终点、次要终点等指标均优于安慰剂组，达到统计学显著性差异。

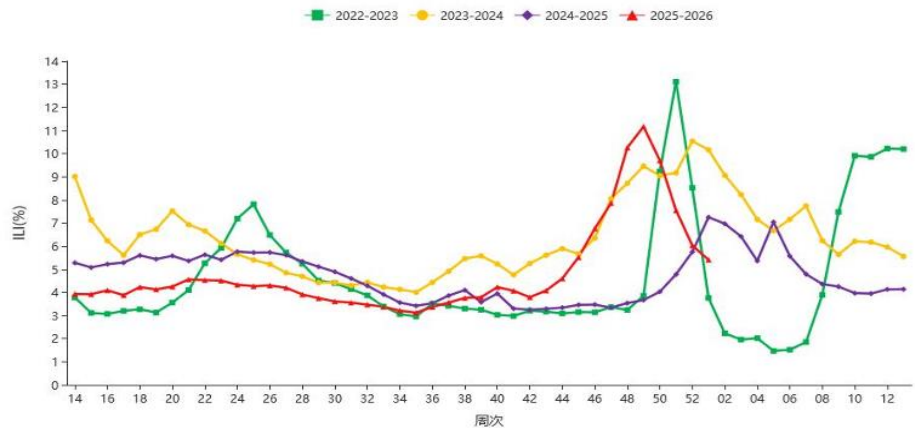
**图 15：昂拉地韦治疗成人单纯性甲型流感的 III 期临床数据七项流感症状缓解时间（TTAS）表现优异**



数据来源：柳叶刀，东方证券研究所

流感药物市场需求受流感发病人数影响较大。我国南北方地区一般均会在冬春季出现季节性流感高发。从国家流感中心的监测数据看，2025 年四季度，我国南方省份哨点医院报告的流感样病例发病率持续走高，并超过 2024 年和 2023 年同期水平，随着冬季流感高峰退潮，当前全国流感发病率整体呈下降趋势。

图 16：2022 - 2025 年度我国南方省份哨点医院报告的流感样病例%总体回落

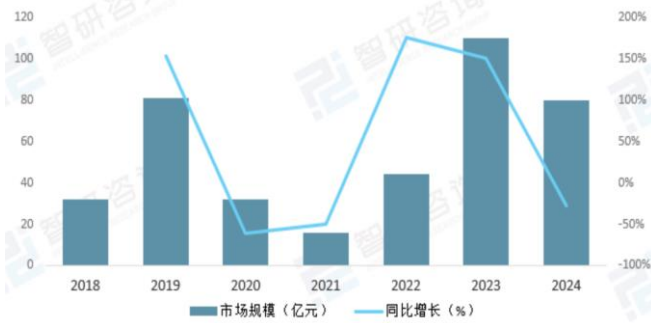


数据来源：中国国家流感中心，东方证券研究所

据智研咨询统计，2024 年我国抗流感药物行业市场规模降至 80 亿元，随着流感发病人数的减少，抗流感药物需求也明显缩减。目前，抗流感药物用药结构中：奥司他韦约占 78.0%，帕拉米韦约占 8.6%，阿比朵尔约占 2.8%，玛巴洛沙韦约占 5.3%。

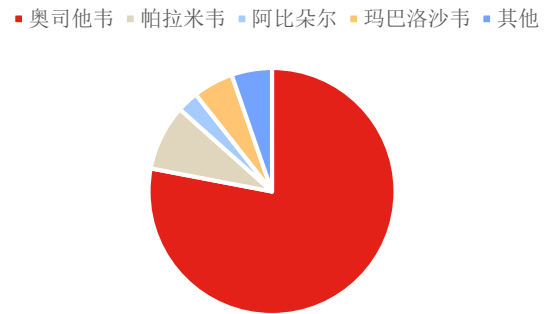
2025 年 12 月，昂拉地韦已通过国家医保谈判，考虑到其在 III 期临床数据中展现出较奥司他韦更强竞争优势，未来放量非常值得期待。

图 17：我国抗流感药物市场疫情后有所回落但仍较大



数据来源：智研咨询，东方证券研究所

图 18：奥司他韦仍为抗流感主流用药（2024 年）



数据来源：智研咨询，东方证券研究所

### 三、中药核心品种集采出清，企稳回升

#### 3.1 复方血栓通：市占领先，集采带来出清

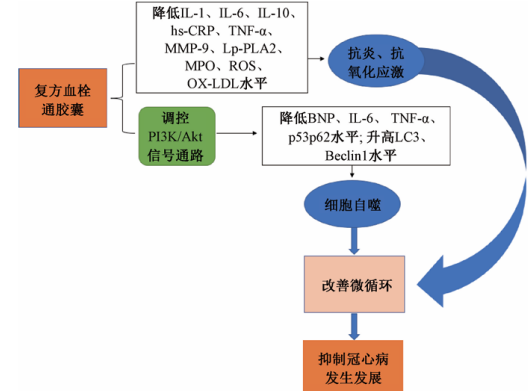
复方血栓通主要成分为：三七、黄芪、丹参、玄参，是原研独家剂型品种，广泛用于眼底血管疾病、心脑血管疾病及糖尿病慢性并发症的治疗。多项临床指南及共识强推荐其用于视网膜静脉阻塞等多种眼底疾病、冠心病及脑卒中的治疗。

图 19：复方血栓通胶囊为公司的原研独家剂型品种



数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 20：复方血栓通胶囊对冠心病作用机制



数据来源：中成药，东方证券研究所

复方血栓通胶囊单用或联合用药用于治疗：糖尿病微血管病变、视网膜静脉阻塞、冠心病、深静脉血栓形成等血管疾病，疗效显著。具体来看：1) 通过抗炎、抗氧化应激，抑制血管生成，抑制凋亡等机制治疗糖尿病视网膜病变；2) 通过抑制 NF-κB 信号通路的激活、抑制 RAAS 的激活对糖尿病肾病疗效确切；3) 通过 PI3K/Akt 信号通路调控细胞自噬，抗炎、抗氧化应激等机制治疗冠心病效果明显；4) 通过抗血栓形成等机制治疗深静脉血栓形成疗效确切。

表 7：复方血栓通胶囊治疗血管性疾病作用机制较为明确

疾病名称	研究对象	单用/联用	作用靶点	作用机制
糖尿病视网膜病变	患者	羟苯磺酸钙	hs-CRP、IGF-1、FIB、TGF-β 水平降低	调节血液流变性、抗炎、抗氧化应激、抗血管生成

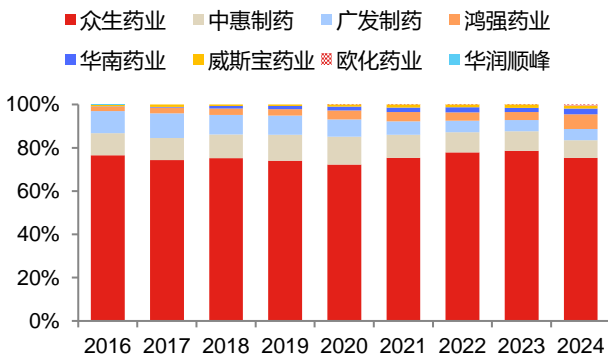
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

		芪明颗粒	VEGF、IGF-1 表达降低	—
		前列地尔	SOD、MDA、IL-2、IL-6、IL-10、TNF- $\alpha$ 水平降低	—
		卡铂金	IL-6、TGF- $\beta$ 水平降低；GSH-Px 活性升高	—
	C57BL/6 小鼠	单用	VEGF、IGF-1 表达降低；PEDF 表达升高	抗炎、抗氧化应激、抗血管生成
	SD 大鼠	单用	SOD、MDA、VEGF、iNOS、IL-1 $\beta$ 、PKC、caspase-3、Bax 表达降低；Bcl-2、Ang II、PEDF 表达升高	抗炎、抗氧化应激、抗血管生成、抗凋亡
糖尿病肾病	患者	单用	NF- $\kappa$ B、TNF- $\alpha$ 、hs-CRP、IL-6、IL-1 $\beta$ 水平，Th1/Th2 比值降低	抗炎、抗氧化应激、抗血管生成
		氯沙坦	TGF- $\beta$ 、UAER 表达降低	—
		依帕司他	TGF- $\beta$ 、UAER、Cys-C 表达降低	—
	SD 大鼠	单用	RAAS、Ang II、PEDF、TGF- $\beta$ 表达降低	抗炎、抗氧化应激
视网膜静脉阻塞	患者	单用	尚未见报道	—
冠心病	患者	单用	BNP、IL-1、IL-6、IL-10 水平降低	—
		单用	MPO、ROS、OX-LDL 水平降低	抗炎、抗氧化应激
		阿司匹林、氯吡格雷	hs-CRP、TNF- $\alpha$ 、MMP-9、Lp-PLA2 水平降低	—
	SD 大鼠	单用	PI3K/Akt、BNP、IL-6、TNF- $\alpha$ 、p53、p62 水平降低；LC3、Beclin1 水平升高	抗炎、抗氧化应激、调节细胞自噬
深静脉血栓形成	患者	单用	KLF2、serpine1、 $\alpha$ -serpine1 水平降低	—
	SD 大鼠	单用	PGI2、CGRP 水平升高；ET-1、TXA2、TXA2/PGI2、FIB 水平降低	抗血栓形成

数据来源：中成药，东方证券研究所

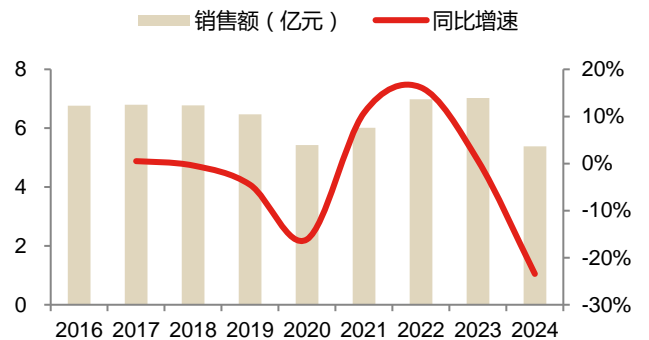
凭借临床证据丰富和药物经济学优势，复方血栓通连续多年在国内眼科内服中成药领域市占第一。根据药智数据，2024 年公司复方血栓通胶囊样本医院销售 5.4 亿元，同比下降 23.5%，主要为消化集采影响。2016-2024 年公司市占率均在 70%以上。

图 21：复方血栓通胶囊国内眼科内服中成药领域市占率第一



数据来源：药智，东方证券研究所

图 22：集采带来复方血栓通胶囊样本医院销售额短期承压



数据来源：药智，东方证券研究所

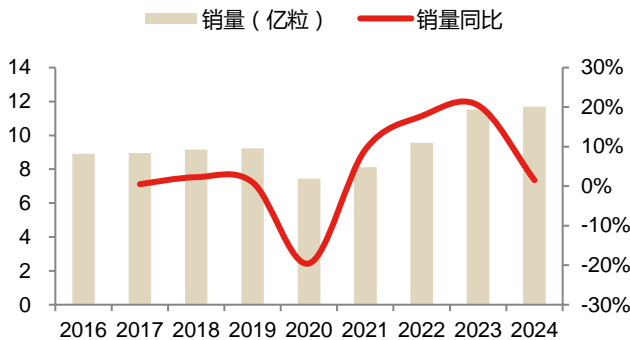
2023年6月，公司复方血栓通系列产品中选全国中成药采购联盟集中带量采购。根据药智数据，单价由2022年的每0.5g 0.73元降低至2024年的0.46元（同比下降37%），导致公司24年销售承压。但从样本医院销售来看，2024年复方血栓通胶囊销量仍保持了较为平稳的增长，随着集采影响逐步消化，后续销售有望企稳回升。

**表 8：公司复方血栓通系列产品降价相对温和**

商品名	规格	单位	包装规格	单价（元）
复方血栓通胶囊	每粒装 0.5g	盒	30 粒	12.62
复方血栓通胶囊	每粒装 0.5g	盒	36 粒	15.14
复方血栓通胶囊	每粒装 0.5g	盒	60 粒	27.76
复方血栓通颗粒	每袋装 3g(无蔗糖)	盒	9 袋	36.57
复方血栓通软胶囊	每粒装 0.66g	盒	18 粒	33.16
复方血栓通软胶囊	每粒装 0.66g	盒	27 粒	49.74

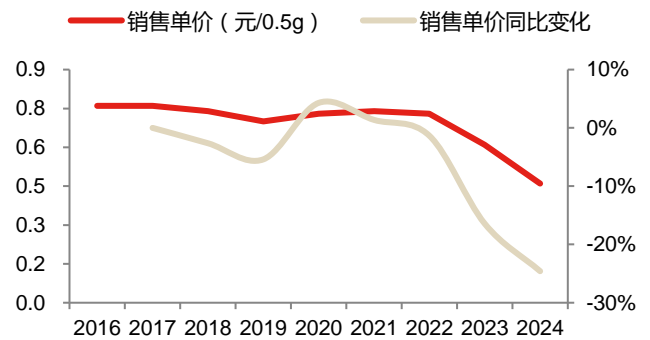
数据来源：全国中成药联合采购办公室，新康界，东方证券研究所

**图 23：复方血栓通胶囊销量保持平稳增长**



数据来源：药智，东方证券研究所

**图 24：复方血栓通胶囊价格影响逐步出清**



数据来源：药智，东方证券研究所

### 3.2 脑栓通：独家创新品种，长年稳健增长

脑栓通胶囊主要成分包括：蒲黄、赤芍、郁金、天麻、漏芦，可以改善脑血循环、保护神经功能、减少卒中残障。一项纳入 13 个脑栓通胶囊治疗急性脑梗死随机对照试验、涉及 1360 名患者的 Meta 分析结果显示，与常规西医治疗相比，联用脑栓通胶囊可降低 ESS 评分（MD=8.51），提高 BI 评分（MD=8.15）和功能独立性量表评分（MD=29.61）。

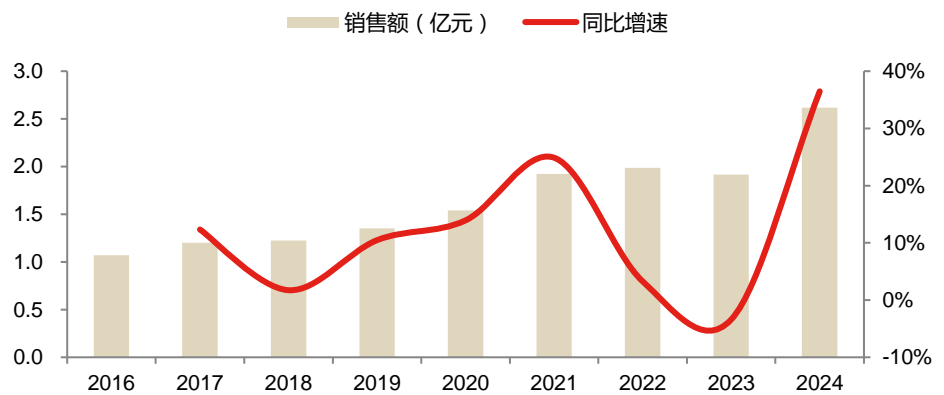
**图 25：脑栓通联合常规治疗可改善脑梗死患者神经功能缺损**

Certainty assessment							Na; 患者的		效果		Certainty	重要性
Na; 研究的	研究设计	偏倚风险	不一致性	间接性	精确性	其他考虑因素【注意事项】	[干预]	[对照]	相对 (95% CI)	绝对 (95% CI)		
<b>欧洲卒中量表评分</b>												
9	随机试验	严重 <sup>a</sup>	不严重	不严重	不严重	无	-	-	-	MD 8.51 更高 (7 更高到 10.01 更高)	⊕⊕⊕○ Moderate	重要
<b>有效率</b>												
4	随机试验	严重 <sup>a</sup>	不严重	不严重	严重 <sup>b</sup>	无	-	-	相对危险度 3.04 (1.76 到 5.26)	-	⊕⊕○○ 低	重要
<b>功能独立性量表评分</b>												
3	随机试验	严重 <sup>a</sup>	不严重	不严重	严重 <sup>b</sup>	无	-	-	-	MD 29.61 更高 (10.11 更高到 49.10 更高)	⊕⊕○○ 低	重要
<b>不良事件</b>												
3	随机试验	严重 <sup>a</sup>	不严重	不严重	严重 <sup>b</sup>	无	-	-	比值比 0.43 (0.06 到 3.05)	-	⊕⊕○○ 低	重要

数据来源：脑梗死中西医结合诊疗指南，东方证券研究所

脑栓通胶囊是中国工程院王永炎院士基于“毒损脑络”病机学说研制的现代中成药，也是公司独家产品，临床需求稳定，长年保持稳健增长。根据药智数据：2016-2024 年，公司脑栓通胶囊销售复合增长率为 11.8%，特别是 2024 年全国样本医院销售为 2.62 亿元（同比 36.5%），集采后以价换量，实现了较快增长。

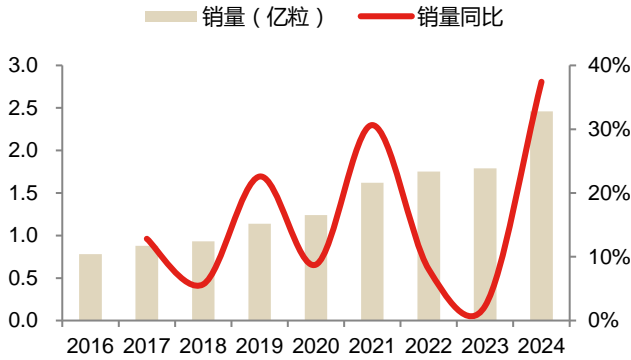
图 26：公司脑栓通胶囊样本医院销售额 2016-2024 年间稳健增长



数据来源：药智，东方证券研究所

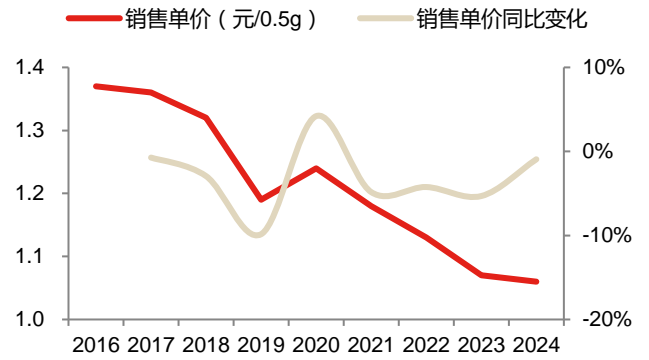
公司脑栓通胶囊中选广东联盟、安徽省等地中成药集采，2024 年广东联盟集采续约整体价格体系较为稳定。随着联盟省份扩展，集采中选带来医疗机构准入增加，公司脑栓通胶囊有望实现持续增长。2025 年 1 月，国家药监局批准公司脑栓通胶囊为首家中药二级保护品种，可能进一步提升产品竞争力和渗透率。

图 27：脑栓通胶囊销量持续增长



数据来源：药智，东方证券研究所

图 28：脑栓通胶囊销售单价变化逐步平稳



数据来源：药智，东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2025-2027 年盈利预测做如下假设：

- 1) 公司中药核心品种复方血栓通集采落地有望出清；同时脑栓通有望保持稳健增长，驱动中药业务基本盘有望企稳；化药近年来占比提升，随着昂拉地韦片等创新药品种上市放量，有望带动化药板块收入实现较快增长。
- 2) 公司 25-27 年毛利率分别为 56.2%、56.0%和 55.4%。考虑到集采影响，预计毛利率小幅下降。
- 3) 公司 25-27 年销售费用率为 33.0%、32.2%和 30.9%，主要考虑到公司新产品上市前期需要较多推广，管理费用率为 5.1%、4.8%和 4.5%，研发费用率为 3.4%、3.2%和 3.1%。考虑到随着公司营收增长，对期间费用均有一定的摊薄影响。

#### 盈利预测核心假设

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>中成药</b>					
销售收入（百万元）	1,391.2	1,318.2	1,451.3	1,564.7	1,670.7
增长率	-14.9%	-5.2%	10.1%	7.8%	6.8%
毛利率	70.8%	70.0%	69.0%	68.0%	66.0%
<b>化药</b>					
销售收入（百万元）	961.7	899.7	1,094.7	1,293.8	1,494.3
增长率	17.2%	-6.4%	21.7%	18.2%	15.5%
毛利率	52.6%	48.5%	50.0%	51.0%	52.0%
<b>中药材及中药饮片</b>					
销售收入（百万元）	205.5	195.7	199.6	205.6	215.8
增长率	18.1%	-4.8%	2.0%	3.0%	5.0%
毛利率	5.9%	4.2%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>原料药中间体</b>					
销售收入（百万元）	41.8	30.5	35.1	40.3	46.4
增长率	13.6%	-27.0%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	53.1%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>其他</b>					
销售收入（百万元）	10.4	23.3	22.2	21.1	20.0
增长率	-3.1%	124.7%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
毛利率	45.1%	28.3%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>合计</b>					
销售收入	2,610.6	2,467.4	2,802.8	3,125.5	3,447.3
增长率	-2.5%	-5.5%	13.6%	11.5%	10.3%
综合毛利率	58.6%	56.0%	56.2%	56.0%	55.4%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

### 投资建议

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.9/3.5/4.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.34、0.41、0.48 元。我们采用 PE 估值，选取核心产品与众生药业赛道相同或同样大力发展创新药业务的公司作为行业可比公司，参考行业平均市盈率，给予公司 2026 年 57 倍 PE，对应目标价 23.37 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值表（2025 年 1 月 30 日收盘价）

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
			2026/1/30	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E
特一药业	002728	11.87	0.04	0.21	0.41	0.58	296.75	55.86	29.04	20.53
泰恩康	301263	32.15	0.25	0.29	0.51	0.81	126.43	109.88	62.46	39.48
博瑞医药	688166	46.79	0.45	0.34	0.46	0.64	104.65	136.18	102.39	73.37
信立泰	002294	46.91	0.54	0.63	0.73	0.86	86.93	74.78	63.95	54.38
奥赛康	002755	16.60	0.17	0.26	0.37	0.51	96.12	63.99	44.85	32.37
	最大值						296.75	136.18	102.39	73.37
	最小值						86.93	55.86	29.04	20.53
	平均数						142.18	88.14	60.54	44.03
	调整后平均						109.07	82.88	57.09	42.08

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

### 1、研发进展不及预期风险。

新药开发存在不确定性，如果公司核心创新产品 RAY1225、ZSP1601 等产品未来临床研发进度或数据读出结果低于预期，可能对远期收益以及估值水平产生不利影响。

### 2、市场竞争加剧风险。

公司重点产品复方血栓通胶囊、脑栓通胶囊等竞争态势良好，如果未来产品竞争加剧，则会对公司相关产品市占率和盈利能力产生影响。

### 3、医药政策变化风险。

公司心脑血管及部分药物受集采政策影响，如果集采执行进度低预期或后续集采政策出现新的变化，可能对公司产品销售产生不利影响；此外，随着我国医改持续向深水区推进，医药政策若出现较大变化，也可能影响公司后续产品放量。

### 4、中药材价格成本上升风险。

中药为公司核心业务板块之一，如果中药原材料成本上涨，则可能会影响公司产品毛利率和盈利能力变化。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,252	1,399	1,401	1,563	1,724	营业收入	2,611	2,467	2,803	3,126	3,447
应收票据、账款及款项融资	978	1,000	1,121	1,250	1,379	营业成本	1,081	1,085	1,229	1,375	1,539
预付账款	87	84	84	94	103	销售费用	890	850	926	1,006	1,065
存货	520	441	553	619	693	管理费用	156	152	144	150	157
其他	1,123	538	517	519	521	研发费用	127	111	96	101	106
<b>流动资产合计</b>	<b>3,961</b>	<b>3,463</b>	<b>3,676</b>	<b>4,044</b>	<b>4,419</b>	财务费用	17	9	25	32	39
长期股权投资	2	2	2	2	2	资产、信用减值损失	16	552	20	20	20
固定资产	569	658	735	807	880	公允价值变动收益	(65)	(18)	(20)	(20)	(20)
在建工程	124	28	69	124	190	投资净收益	24	25	25	25	25
无形资产	447	327	316	304	291	其他	17	5	(4)	(7)	(10)
其他	1,357	1,075	1,108	1,108	1,108	<b>营业利润</b>	<b>299</b>	<b>(280)</b>	<b>364</b>	<b>440</b>	<b>516</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,498</b>	<b>2,091</b>	<b>2,230</b>	<b>2,346</b>	<b>2,471</b>	营业外收入	1	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>6,459</b>	<b>5,553</b>	<b>5,906</b>	<b>6,390</b>	<b>6,890</b>	营业外支出	16	56	22	22	22
短期借款	621	303	1,053	1,308	1,545	<b>利润总额</b>	<b>284</b>	<b>(336)</b>	<b>342</b>	<b>418</b>	<b>494</b>
应付票据及应付账款	94	93	111	124	139	所得税	34	38	51	63	74
其他	300	807	318	321	324	<b>净利润</b>	<b>250</b>	<b>(374)</b>	<b>291</b>	<b>355</b>	<b>420</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,015</b>	<b>1,203</b>	<b>1,482</b>	<b>1,753</b>	<b>2,008</b>	少数股东损益	(13)	(75)	6	7	8
长期借款	97	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>263</b>	<b>(299)</b>	<b>285</b>	<b>348</b>	<b>411</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.31	-0.35	0.34	0.41	0.48
其他	821	340	340	340	340						
<b>非流动负债合计</b>	<b>918</b>	<b>340</b>	<b>340</b>	<b>340</b>	<b>340</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>1,933</b>	<b>1,543</b>	<b>1,822</b>	<b>2,093</b>	<b>2,348</b>		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	169	95	101	108	117	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	853	852	852	852	852	营业收入	-2.5%	-5.5%	13.6%	11.5%	10.3%
资本公积	1,740	1,771	1,780	1,780	1,780	营业利润	-20.2%	-193.7%	230.0%	20.9%	17.2%
留存收益	1,706	1,237	1,351	1,557	1,794	归属于母公司净利润	-18.3%	-213.6%	195.2%	22.2%	18.1%
其他	57	55	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>4,526</b>	<b>4,010</b>	<b>4,084</b>	<b>4,296</b>	<b>4,542</b>	毛利率	58.6%	56.0%	56.2%	56.0%	55.4%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,459</b>	<b>5,553</b>	<b>5,906</b>	<b>6,390</b>	<b>6,890</b>	净利率	10.1%	-12.1%	10.2%	11.1%	11.9%
						ROE	6.5%	-7.2%	7.2%	8.5%	9.5%
						ROIC	5.6%	-6.0%	6.6%	7.4%	8.0%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	29.9%	27.8%	30.9%	32.8%	34.1%
净利润	250	(374)	291	355	420	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	85	92	25	24	26	流动比率	3.90	2.88	2.48	2.31	2.20
财务费用	17	9	25	32	39	速动比率	3.39	2.51	2.11	1.95	1.86
投资损失	(24)	(25)	(25)	(25)	(25)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(7)	113	(200)	(190)	(196)	应收账款周转率	5.3	4.9	5.1	5.3	5.2
其它	(130)	522	(54)	20	20	存货周转率	2.1	2.3	2.5	2.3	2.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>191</b>	<b>338</b>	<b>61</b>	<b>216</b>	<b>283</b>	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
资本支出	(284)	83	(126)	(140)	(151)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	44	(11)	(0)	0	0	每股收益	0.31	-0.35	0.34	0.41	0.48
其他	(503)	313	6	5	5	每股经营现金流	0.22	0.40	0.07	0.25	0.33
<b>投资活动现金流</b>	<b>(743)</b>	<b>385</b>	<b>(121)</b>	<b>(135)</b>	<b>(146)</b>	每股净资产	5.13	4.61	4.69	4.93	5.21
债权融资	(6)	(78)	(501)	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	549	30	8	0	0	市盈率	61.3	-53.9	56.6	46.3	39.2
其他	298	(514)	555	81	23	市净率	3.7	4.1	4.1	3.9	3.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>842</b>	<b>(562)</b>	<b>62</b>	<b>81</b>	<b>23</b>	EV/EBITDA	38.3	-85.8	37.1	30.9	26.4
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	48.6	-56.6	39.5	32.5	27.6
<b>现金净增加额</b>	<b>289</b>	<b>160</b>	<b>2</b>	<b>161</b>	<b>161</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究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。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。