

众生药业 (002317)

证券研究报告

2026年04月24日

锚定呼吸及代谢领域，坚定向创新型制药企业迈进

布局“中药+化学仿制药+创新药”，用创新引领企业发展

众生药业始创于1979年，于2009年深交所挂牌上市。公司以医药制造为核心主业，坚持研发创新是第一生产力，主营业务涵盖中成药、化学药、中药材、中药饮片、化学原料药的研发、生产和销售以及眼科相关产业投资，逐渐形成以创新药为发展龙头、中成药为业务基石、化学仿制药为有益支撑的可持续发展业务体系。2024年公司业绩承压触底，2025年经营恢复向好。

坚持以中药为基，化学仿制药为有益支撑

中成药是公司核心业务基础和重要增长来源，已形成覆盖眼科、心脑血管、内分泌、呼吸、清热祛湿等治疗领域的特色产品管线，主要产品包括复方血栓通系列产品（核心品种）、脑栓通胶囊（核心品种）、复方丹参片、众生丸系列产品、清热祛湿颗粒等。公司重点推动院内集采产品渠道下沉、构建零售业务培育核心品类、提升原有小份额产品市场贡献，在多产品运营策略下，稳固基本盘，提升公司经营业绩。化学仿制药是公司经营的有益支撑，产品主要覆盖呼吸、抗生素、抗病毒、抗结核、消化、眼科、抗过敏等主要治疗领域，通过专科化布局、一致性评价推进和成本优化在集采环境下保持经营韧性。

创新药管线聚焦减重、MASH、流感等多个热门治疗领域，已逐步迈入商业化兑现阶段

公司创新药布局专注于呼吸系统和代谢疾病领域，两款创新药来瑞特韦片、昂拉地韦片已进入商业化阶段，多个创新药项目处于临床试验阶段。主要在研创新药包括：1) RAY1225: GLP-1/GIP 双重受体激动剂，已启动 III 期临床试验，在国内 GLP-1 多靶点减肥药中研发进度相对靠前，具备长效、低剂量、安全性好的优势，具备海外 BD 潜力；2) ZSP1601: 国内首个获批临床用于治疗代谢功能障碍相关脂肪性肝炎 (MASH) 的一类创新药，处于 IIb 期临床试验阶段。

估值与评级

我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 27.66/30.85/34.06 亿元，归母净利润分别为 2.95/3.61/4.28 亿元。

考虑到公司中药、化学仿制药业务稳健增长；在呼吸领域多款创新药品上市，有望带动业绩加速增长；在代谢领域 RAY1225 兼具长效、安全性优势，有望在广阔减重市场中通过差异化优势取得明显市场份额，给予公司 2026 年 55 倍 PE，目标价 23.37 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业风险，研发风险，国内市场竞争风险，股价异动风险

投资评级

行业	医药生物/中药 II
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	18.36 元
目标价格	23.37 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	849.93
流通 A 股股本(百万股)	761.62
A 股总市值(百万元)	15,604.72
流通 A 股市值(百万元)	13,983.30
每股净资产(元)	4.74
资产负债率(%)	20.16
一年内最高/最低(元)	27.97/11.07

作者

杨松	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
刘一伯	分析师
SAC 执业证书编号: S1110525080001	
liuyibo@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《众生药业-季报点评: 季报净利润显著改善，流感新药预计即将步入 III 期临床》 2020-10-28
- 《众生药业-半年报点评: 上半年受疫情影响业绩同比下滑，研发稳步推进流感新药将步入三期》 2020-08-25
- 《众生药业-公司点评: 流感新药二期初步结果积极，看好公司未来创新兑现》 2020-06-29

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,610.55	2,467.42	2,766.10	3,085.25	3,406.36
增长率(%)	(2.45)	(5.48)	12.10	11.54	10.41
EBITDA(百万元)	553.09	1,034.72	461.76	548.84	635.12
归属母公司净利润(百万元)	263.27	(299.16)	295.49	361.20	427.82
增长率(%)	(18.25)	(213.63)	(198.77)	22.24	18.44
EPS(元/股)	0.31	(0.35)	0.35	0.42	0.50
市盈率(P/E)	59.51	(52.26)	52.81	43.20	36.48
市净率(P/B)	3.60	3.99	3.91	3.75	3.59
市销率(P/S)	6.00	6.34	5.64	5.06	4.58
EV/EBITDA	21.22	8.51	31.24	26.27	22.89

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 布局“中药+化学仿制药+创新药”，用创新引领企业发展.....	5
1.1. 覆盖领域丰富，以研发创新为第一生产力.....	5
1.2. 2024 年业绩相对触底，2025 年起经营恢复向好.....	6
1.3. 推出员工持股计划激励创新药研发.....	7
2. 坚持以中药为基，化学仿制药为有益支撑.....	8
2.1. 中成药是公司核心业务基础和重要增长来源.....	8
2.1.1. 复方血栓通系列产品：中成药集采承压，通过构建“量-本-费”协同增效模型以量补价.....	9
2.1.2. 脑栓通胶囊：加强循证医学研究，提升在心脑血管系统用药的核心竞争力.....	10
2.1.3. 公司布局中药管线研发工作，聚焦四大研发方向.....	12
2.2. 坚持化学仿制药为有益支撑.....	12
3. 坚持“创新引领”，布局呼吸系统及代谢疾病领域创新药.....	14
3.1. 公司首款获批的创新药来瑞特韦片：3CL 口服抗新冠单药，有效性安全性广受认可.....	14
3.2. 全球 First-in-Class 药物昂拉地韦 ZSP1273：具备快速、强效、低耐药的核心竞争优势.....	16
3.3. 减肥药 RAY1225：具备差异化竞争优势，看好海外授权潜力.....	20
3.3.1. GLP-1 市场持续增长，面临多个技术突破路线.....	20
3.3.2. 长效给药技术有望提高患者依从性和治疗效果.....	21
3.3.3. RAY1225：具备差异化竞争优势，已完成国内授权.....	22
3.4. First-in-Class 药物 ZSP1601：用于 MASH 治疗，处于 IIb 期临床试验阶段.....	27
4. 盈利预测与估值.....	29
4.1. 盈利预测.....	29
4.2. 估值与投资评级.....	30
5. 风险提示.....	30

图表目录

图 1：众生药业集团架构.....	5
图 2：2020-2025Q1-3 众生药业营业收入（百万元）及增速.....	6
图 3：2020-2025Q1-3 众生药业归母净利润（百万元）及增速.....	6
图 4：2020-2025H1 众生药业各主要业务板块营收（百万元）.....	6
图 5：2020-2025H1 众生药业各主要业务板块毛利率.....	6
图 6：2020-2025Q1-3 众生药业毛利率及净利率.....	7
图 7：2020-2025Q1-3 众生药业期间费用率情况.....	7
图 8：众生药业 2024 年员工持股计划.....	7
图 9：2021-2024 年公司复方血栓通胶囊样本医院销售额（百万元）及 yoy.....	10

图 10: 2021-2024 年公司复方血栓通胶囊样本医院销售量 (百万粒) 及 yoy.....	10
图 11: 2021-2024 年复方血栓通软胶囊样本医院销售额 (百万元) 及 yoy	10
图 12: 众生药业应对集采营销部署	10
图 13: 众生药业脑栓通胶囊产品示例图	11
图 14: 脑栓通胶囊产品介绍	11
图 15: 2021-2024 年公司脑栓通胶囊样本医院销售额 (百万元) 及 yoy.....	11
图 16: 2021-2024 年公司脑栓通胶囊样本医院销售量 (百万粒) 及 yoy.....	11
图 17: 众生睿创创新药研发平台	14
图 18: 来瑞特韦片示例图	14
图 19: 来瑞特韦片产品介绍	14
图 20: 新冠病毒感染抗病毒药物作用机制	15
图 21: 广药大药房沿江路分店完成昂拉地韦片全国首单结算	16
图 22: 昂拉地韦片产品介绍	16
图 23: 中国流感抗病毒主要药物市场规模 (亿元)	16
图 24: 流感病毒复制过程及药物作用靶点	17
图 25: 2022Q1-2025Q4 司美格鲁肽及替尔泊肽放量情况 (百万美金)	20
图 26: 未来各类型药物市场及潜力产品	20
图 27: MET-097i 减重效果	21
图 28: AMG133 抗体偶联机制	22
图 29: TransCon 技术机制	22
图 30: REBUILDING-1 研究设计	23
图 31: 体重较基线变化 (mFAS, LSmean)	24
图 32: 治疗 24 周减重达标率 (mFAS, LSmean)	24
图 33: SHINING-1 研究设计	24
图 34: 糖化血红蛋白较基线变化 (FAS)	26
图 35: 治疗 24 周降糖达标率 (FAS)	26
图 36: NASH 在不同阶段的发展情况	27
图 37: 2018-2032E MASH 患病率 (百万名患者)	28
图 38: 2018-2032E MASH 药物市场规模 (十亿美元)	28
表 1: 众生药业发展历程图	5
表 2: 众生药业中成药主要产品	8
表 3: 复方血栓通胶囊产品介绍	9
表 4: 复方血栓通胶囊广东联盟集采和全国中成药集采中选结果	10
表 5: 脑栓通胶囊两轮广东联盟集采中选结果	11
表 6: 中药管线研发工作	12
表 7: 公司化学仿制药及改良型新药主要产品	12
表 8: 常用抗流感病毒药物对比	18
表 9: 昂拉地韦片 III 期临床主要有效性结果	19

表 10: REBUILDING-1 基线人口统计学特征	23
表 11: REBUILDING-1 研究与 SURMOUNT-CN 安全性比较 (n, %)	24
表 12: SHINING-1 基线人口统计学特征	25
表 13: SHINING-1 研究与 SURPASS-AP-Combo 安全性比较(n,%).....	25
表 14: RAY1225 临床进度	26
表 15: ZSP1601 产品进展	27
表 16: 中国 II 期临床试验以上 MASH 在研药物	29
表 17: 众生药业主营业务收入预测	29
表 18: 可比公司估值	30

1. 布局“中药+化学仿制药+创新药”，用创新引领企业发展

1.1. 覆盖领域丰富，以研发创新为第一生产力

以医药制造为核心主业，坚持研发创新是第一生产力。众生药业始创于1979年，于2009年深交所挂牌上市，是一家集药品研发、生产和销售为一体的中国医药工业百强企业。公司主营业务涵盖中成药、化学药、中药材、中药饮片、化学原料药的研发、生产和销售以及眼科相关产业投资，产品覆盖心脑血管、呼吸、眼科、消化等疾病领域，以“中药为基、创新引领，聚焦特色的医药健康企业”为中期战略定位，逐渐形成以创新药为发展龙头、中成药为业务基石、化学仿制药为有益支撑的可持续发展业务体系。

表 1：众生药业发展历程图

时间	事件
1979 年	石龙制药厂成立
1984 年	华南制药厂成立
1997 年	经石龙政府决定两厂合并统一管理
2001 年	经广东省人民政府办公厅和广东省经济贸易委员会批准，由工业总公司为主发起人，联合张绍日等八人共同发起设立广东众生药业股份有限公司
2004 年	公司总部新址落成并顺利通过 GMP 认证
2008 年	华南药业成为众生药业的全资子公司
2009 年	公司在深圳证券交易所挂牌上市
2013 年	控股并购益康药业，拓展中药饮片及中药材种植方面的业务领域，完善产业链布局
2015 年	并购先强药业，拓宽化学药产品领域； 与药明康德签订战略合作协议，打造新药研发管线
2017 年	收购控股逸舒制药，夯实医药制造主业
2018 年	设立众生睿创，聚焦呼吸系统和代谢性疾病领域创新药物研发与商业化
2023 年	投资 3 亿元在逸舒制药打造中药提取全链条生产线； 公司自主开发的口服单药抗新冠病毒 3CL 蛋白酶抑制剂——来瑞特韦片获批上市
2025 年	公司原研的全球首个靶向甲型流感病毒 RNA 聚合酶 PB2 亚基的抗流感一类创新药昂拉地韦片获批上市； 公司一类创新药 RAY1225 注射液已获得 II 期临床试验顶线分析数据结果，目前处于 III 期临床试验阶段。

资料来源：公司公告，众生药业微信公众号，众生睿创微信公众号，企查查，Wind，天风证券研究所

公司旗下子公司业务覆盖医药制药、贸易、创新研发等板块。公司通过收并购和设立子公司拓展业务领域，从原料药到制剂生产、GAP 药材种植到中药饮片与中成药生产，到健康服务生态链、创新药平台建设，逐渐形成众生特色产业链体系。制药方向子公司包括华南药业、逸舒制药、先强药业，主要负责中成药、化学药及原料药、高端辅料生产；研发方向子公司为众生睿创，是创新药研发及商业化平台；贸易公司为众生医贸，为集团营销资源整合管理平台；另设益康药业作为中药材、中药饮片及中药大健康产业平台。

图 1：众生药业集团架构

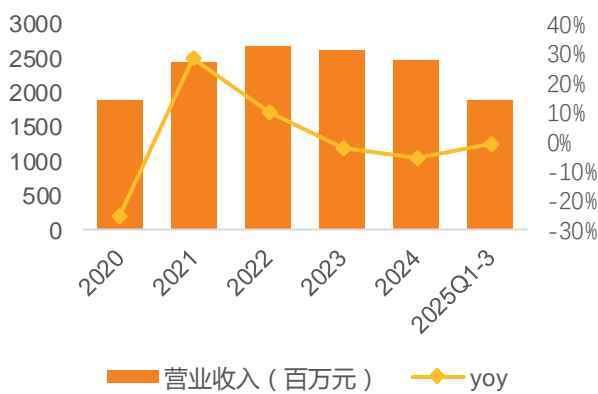


资料来源：众生药业微信公众号，天风证券研究所

1.2. 2024 年业绩相对触底，2025 年起经营恢复向好

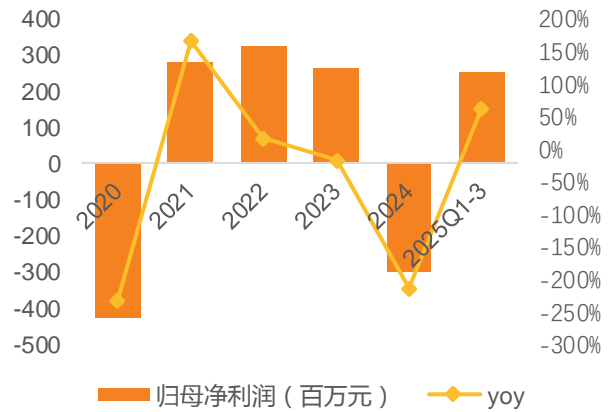
业绩受集采影响承压，2025 年起企稳修复。2020-2024 年公司营收和归母净利润均呈现先升后降的趋势。2024 年实现营收 24.67 亿元（同比下滑 5.48%），2024 年归母净利润端由于 2024 年资产减值损失 5.47 亿元影响导致亏损 2.99 亿元。2025Q1-3 公司营收企稳，利润回升，业绩有望持续修复。

图 2：2020-2025Q1-3 众生药业营业收入（百万元）及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2020-2025Q1-3 众生药业归母净利润（百万元）及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

营收主要来自中成药和化学药销售，高毛利中成药占比最高。按产品的营收结构看，公司收入主要来源于中成药和化学药板块。中成药毛利率水平相对最高，23-25H1 基本稳定在 70%左右；25H1 化学药毛利率为 50.29%。

图 4：2020-2025H1 众生药业各主要业务板块营收（百万元）

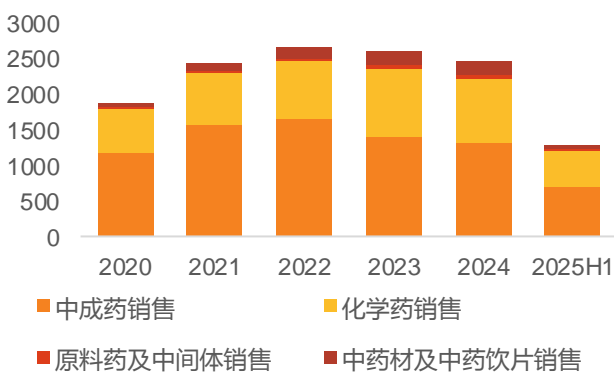
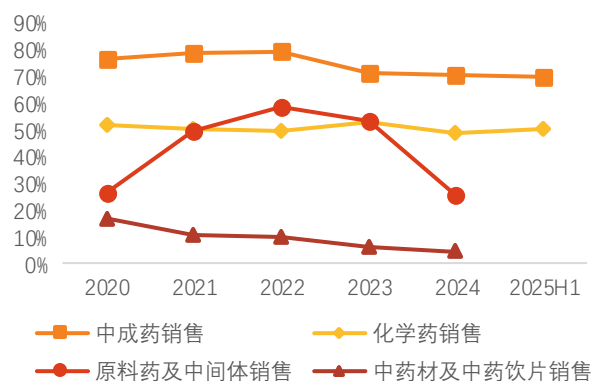


图 5：2020-2025H1 众生药业各主要业务板块毛利率

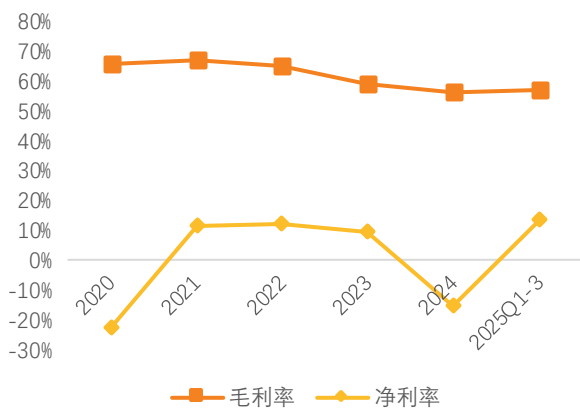


资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

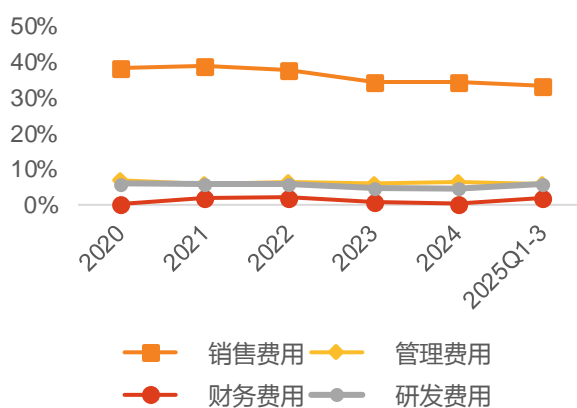
2025Q3 盈利能力转好,控费效果显著。毛利率从2020年的65.34%下滑至2024年的56.03%；净利率从2020年-22.92%恢复至2021年11.31%，2023年下滑至9.57%。2025年Q3毛利率及净利率均现企稳迹象。2020-2025Q3期间费用率整体呈下降趋势,从2020年的51.43%下降至2025Q3的46.82%，费用控制逐步优化，尤其是销售费用率下降明显，从2020年的38.10%下降至2025Q3的33.20%。

图 6：2020-2025Q1-3 众生药业毛利率及净利率



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 7：2020-2025Q1-3 众生药业期间费用率情况



资料来源：WIND，天风证券研究所

1.3. 推出员工持股计划激励创新药研发

推出 2024 年员工持股计划，重点考核营收和创新药研发进度，彰显公司发展信心。2024 年 7 月，公司为改善治理水平，调动骨干员工的积极性和创造性，吸纳高端人才，确保公司的核心竞争力的提升，确保公司发展战略目标与企业愿景的实现，发布了《2024 年员工持股计划》。

该计划存续期为 60 个月，参与人数不超过 46 人（不含预留授予人员）——包括公司董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术及业务骨干，认购的股票数量不超过 551.00 万股（含预留股份 61.10 万股），认购价格为 6.68 元/股。首次授予部分分三期解锁，解锁时点分别为自公司公告最后一笔标的股票过户至该员工持股计划名下之日起满 12 个月、24 个月、36 个月。

该员工持股计划首次授予部分考核年度为 2024-2026 年三个会计年度，每个会计年度考核一次，公司层面业绩考核目标选取营业收入（A）和创新药研发进度（B），解锁比例以营业收入（A）和创新药研发进度（B）的业绩完成度对应的解锁比例的孰高值为依据。2024-2026 考核年度，营业收入（A）的目标值分别为 32.40 亿元、36.00 亿元、40 亿元，触发值分别为 29.16 亿元、32.40 亿元、36.00 亿元，创新药研发进度（B）的目标值分别为 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；2024-2025 年创新药国内外 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；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。

图 8：众生药业 2024 年员工持股计划

发布时间	授予数量	授予人数		授予价格
2024年7月2日	不超过 555.10 万股	不超过46人（不含预留授予人员）		6.68元/股
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 (Am)	触发值 (An)	目标值(Bm)
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

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 坚持以中药为基，化学仿制药为有益支撑

2.1. 中成药是公司核心业务基础和重要增长来源

中成药是业务基石，管线丰富支撑公司稳步发展。公司持续拓展中成药销售市场，形成特色产品管线，主要治疗领域覆盖眼科、心脑血管、内分泌、呼吸、清热祛湿等，主要产品包括复方血栓通系列产品（核心品种）、脑栓通胶囊（核心品种）、复方丹参片、众生丸系列产品、清热祛湿颗粒等。

表 2：众生药业中成药主要产品

功能主治/治疗领域	药品名称	产品特点
眼科、心脑血管、内分泌	复方血栓通系列产品	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。公司是复方血栓通系列制剂的产品原创者、标准制定者、行业引领者和市场主导者。核心产品复方血栓通胶囊为原研独家剂型品种，临床价值大、科技内涵高、市场应用广。复方血栓通胶囊凭借其明确的保护血管、促进微循环的作用机制，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。其临床证据丰富、药物经济学优势突出，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。
	脑栓通胶囊	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。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，改善脑血循环、保护神经功能、减少卒中残障，全病程守护卒中患者健康，是安全、经济的缺血性脑卒中临床治疗药物。
	复方丹参片	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。复方丹参片组方经典，用于改善心绞痛症状，是冠心病治疗的常规用药。其药物经济学优势明显，实现慢病患者长期治疗获益。
呼吸	众生丸系列产品	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。众生丸具有抗菌消炎、清热解毒的功效，用于咽喉肿痛等咽喉疾病。三大古方精华十七味中药组方，其通过低温干燥、干粉压丸工艺等专利技术制造，保障产品疗效。40 年口碑传承，众生丸因其确切疗效，荣获“最受欢迎咽喉用药”、“最受欢迎家庭常用药”、“百姓最放心药品品牌”等多项美誉。
清热祛湿	清热祛湿颗粒	清热祛湿颗粒组方使用岭南道地药材，标本兼治，祛除体内湿热；其药性温和，

祛湿不寒凉、不伤脾胃，是适合全家人使用的岭南凉茶。40年口碑传承，清热祛湿颗粒作为祛湿类凉茶领导品牌，深受消费者喜爱。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

中成药是公司核心业务和重要收入来源，整体经营稳健，近两年受集采影响略微承压。若去除2020年外部环境影响，2018-2022年公司中成药销售规模稳健增长，从13.15亿元提升至16.34亿元，CAGR为5.58%；2022年起核心产品陆续进入联盟集采、全国中成药集采，集采产品占2022年收入比重达51.35%，受集采产品降价影响，2023年中成药销售收入下滑至13.91亿元（同比-14.86%），随着集采执行基本落地，2024年实现中成药销售收入13.18亿元，降幅收窄。随着集采影响逐步消解叠加公司销售策略调整与市场开拓，2025年中成药板块经营有望回暖，集采“以价换量”效应逐步显现。

中成药策略多管齐下，助力板块向好发展。公司重点推动院内集采产品渠道下沉、构建零售业务培育核心品类、提升原有小份额产品市场贡献。通过核心产品复方血栓通系列制剂、脑栓通胶囊、舒肝益脾系列制剂、固肾合剂等持续拓展形成公司慢病治疗领域特色，为长期增长奠基；众生丸、清热祛湿颗粒从两广市场逐步布局全国。在多产品运营策略下，稳固基本盘，提升公司经营业绩。

2.1.1. 复方血栓通系列产品：中成药集采承压，通过构建“量-本-费”协同增效模型以量补价

复方血栓通系列产品为公司核心品种，占据市场主导地位。复方血栓通系列产品属于国家基药目录、国家医保目录品种，主要剂型包括胶囊剂/软胶囊剂/颗粒剂/片剂。公司是复方血栓通系列制剂的产品原创者、标准制定者、行业引领者和市场主导者。复方血栓通胶囊是公司与中山医科大学眼科中心合作研制的中国第一个用于治疗眼底血管疾病的口服药物，是公司原研独家剂型品种，由三七、丹参、黄芪、玄参构成，具有活血化瘀、益气养阴功效，适用于眼底血管疾病、心脑血管疾病及糖尿病并发症的治疗，多年在国内眼科内服中成药领域位居市占率第一。

表 3：复方血栓通胶囊产品介绍

类别	内容
产品名称	复方血栓通胶囊
成分	三七、丹参、黄芪、玄参
适应症	活血化瘀，益气养阴。用于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；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、胸痛、心悸、心慌、气短、乏力、心烦、口干。
规格	每粒装 0.5g，每盒 30 粒 / 36 粒 / 60 粒
用法用量	口服，一次 3 粒，一日 3 次
国家资质	医保甲类，基药

资料来源：众生药业官网，摩熵医药，天风证券研究所

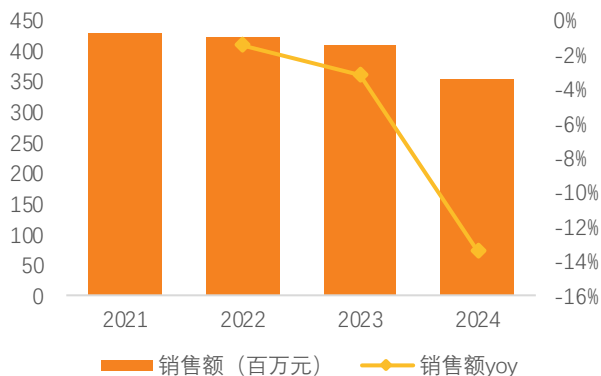
复方血栓通系列制剂集采降价导致销售规模下滑的影响主要体现在2023-2024年，2025年随着集采带动销量提升，有望实现恢复性增长：复方血栓通胶囊是公司销售TOP1的产品，根据医药魔方数据，复方血栓通胶囊2021年样本医院销售额实现4.28亿元。2022年，复方血栓通胶囊中选广东联盟牵头的六省中成药集采，中选价较2021年六省挂网均价降幅17.25%；2023年5月，复方血栓通胶囊中选全国30省/直辖市/自治区中成药集采，另复方血栓通软胶囊作为非代表品以同比例降价幅度随代表品中选，价格较前一年挂网价降幅38.59%。随着2023年-2024年广东联盟集采、全国中成药采购联盟集采的省份陆续执标最新价格，2023-2024年复方血栓通胶囊销售承压，样本医院销售额分别实现4.09亿元、3.54亿元，同比下滑3.22%、13.39%。而从销量端看，2023-2024年样本医院复方血栓通胶囊销量均实现同比提升，分别为6.36亿粒（yoy+8.21%）、6.60亿粒（yoy+3.80%）。分析销售规模下滑的原因，我们认为主要是因为量增幅度短期未能弥补价格降幅。

表 4：复方血栓通胶囊广东联盟集采和全国中成药集采中选结果

	中选结果 公布时间	采购周期	中选价格(元/ 粒)	价格较前一 年降幅
广东联盟清开灵等 中成药集采	2022 年	不超过 2 年, 采购协议每 年一签	0.6097	17.25%(六省 均价)
全国中成药采购联 盟集采	2023 年	2 年(视情况可延长 1 年), 采购协议每年一签	0.4207	38.58%

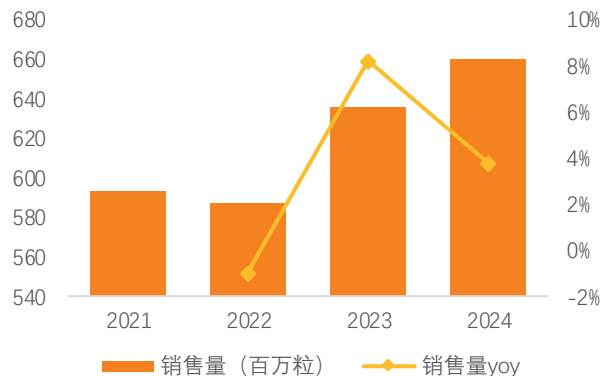
资料来源：广东省药品交易中心，湖北医保服务平台，摩熵医药，公司公告，天风证券研究所

图 9：2021-2024 年公司复方血栓通胶囊样本医院销售额(百万元) 及 yoy



资料来源：医药魔方，天风证券研究所

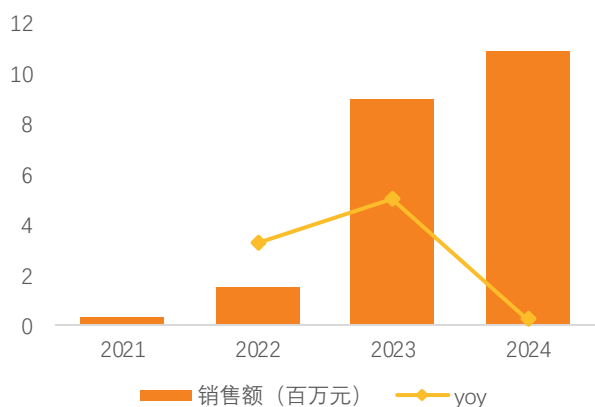
图 10：2021-2024 年公司复方血栓通胶囊样本医院销售量(百万粒) 及 yoy



资料来源：医药魔方，天风证券研究所

公司积极应对集采冲击，围绕核心产品构建“量-本-费”协同增效模型：销量增长扩大市场空间—通过工艺改进与供应链整合优化成本—以精细化费用管控体系，从而在集采价格下行背景下实现“以量补价”。具体方法包括：1) 推动复方血栓通外延式渠道下沉，覆盖更多县级、基层和零售终端，提升市场份额；2) 将复方血栓通系列产品作为整体进行营销布局，通过不同品规在各终端配合保持市场竞争优势，比如复方血栓通软胶囊在集采后实现销量快速增长，样本医院销售额从 2021 年 35 万元大幅提升至 2024 年 1082 万元；3) 推动内部制度改革，激发营销组织活力。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执标完成，集采降价影响基本出清，伴随着销量增长，2025 年起有望实现恢复性增长。

图 11：2021-2024 年复方血栓通软胶囊样本医院销售额(百万元) 及 yoy



资料来源：医药魔方，天风证券研究所

图 12：众生药业应对集采营销部署



资料来源：众生药业微信公众号，天风证券研究所

2.1.2. 脑栓通胶囊：加强循证医学研究，提升在心脑血管系统用药的核心竞争力

脑栓通胶囊是公司独家核心品种，脑血管用药市场拓展空间广阔。脑栓通胶囊是国家医保

乙类品种、首家中药二级保护品种，由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，由蒲黄、赤芍、郁金、天麻、漏芦组成，用于缺血性脑卒中临床治疗，帮助患者改善脑血循环、保护神经功能、减少卒中残障。脑栓通胶囊属于心脑血管与血液系统药物中脑血管疾病治疗药，根据米内网数据，2024 年心脑血管疾病中成药市场规模达 755.90 亿元，其中脑血管疾病用药占比近四成，随着高龄化加深，脑血管中成药需求呈增长态势，市场空间有望进一步扩大。

图 13：众生药业脑栓通胶囊产品示例图



图 14：脑栓通胶囊产品介绍

类别	内容
产品名称	脑栓通胶囊
成分	蒲黄、赤芍、郁金、天麻、漏芦
适应症	活血通络，祛风化痰。用于风痰瘀血痹阻络引起的缺血性中风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，舌质黯淡或暗红，苔薄白或白腻，脉沉细或弦细、弦滑。脑梗塞见上述证候者。
规格	每粒装 0.4g
用法用量	口服，一次 3 粒，一日 3 次，4 周为一个疗程
国家资质	医保乙类、中药二级保护品种

资料来源：众生药业微信公众号，天风证券研究所

资料来源：众生药业官网，摩嫡医药，天风证券研究所

脑栓通胶囊纳入联盟集采，带动市场扩大销售放量。脑栓通胶囊 2022 年中选广东联盟清开灵等中成药集，中选价为 0.869 元/粒，较 2021 年六省联盟的挂网均价降价约 25.49%，随集采落地执标脑栓通胶囊销售量增长显著，2023 年样本医院销售量为 2.29 亿粒，同比增长 13.07%；2024 年销售量增长带动销售额企稳回升，实现样本医院销售额 2.24 亿元，说明集采带量对脑栓通胶囊销售放量影响积极。2025 年脑栓通胶囊中选广东联盟金莲花等中成药集采，集采覆盖范围从 6 个省份扩大到 16 个省份，随着集采省份扩容和落地指标，2025 年有望扩展增量市场，实现销售提升。

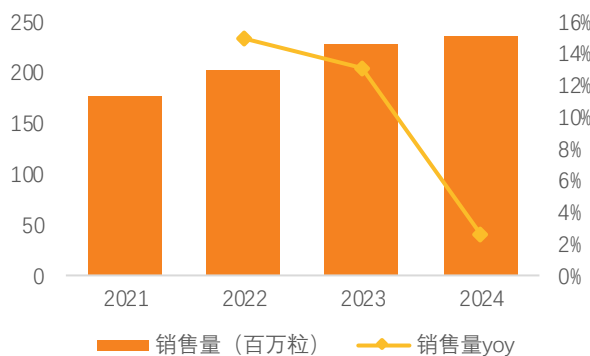
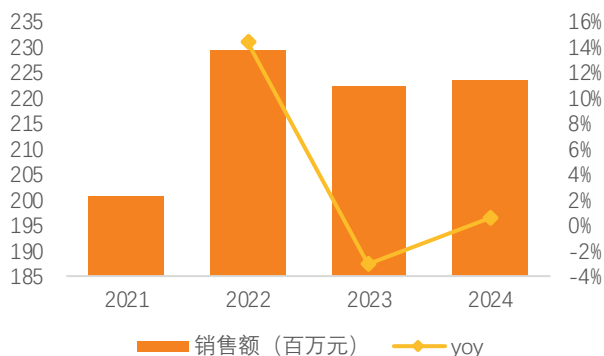
表 5：脑栓通胶囊两轮广东联盟集采中选结果

中选结果公布时间	覆盖省份	采购周期	中选价格 (元/粒)	价格较前一年降幅
广东联盟清开灵等中成药集采	2022 年 广东、山西、河南、海南、宁夏、青海	不超过 2 年，采购协议每年一签	0.869	25.49% (六省均价)
广东联盟金莲花胶囊等中成药集采	2025 年 广东、辽宁、吉林、黑龙江、安徽、江西、湖南、广西、海南、重庆、云南、陕西、青海、宁夏、新疆、新疆生产建设兵团	原则上到 2026 年 12 月 31 日	0.869	1) 新增集采省份中选价格降幅约 21%；2) 已纳入集采省份价格不变

资料来源：广东省药品交易中心，摩嫡医药，公司公告，天风证券研究所

图 15：2021-2024 年公司脑栓通胶囊样本医院销售额 (百万元) 及 yoy

图 16：2021-2024 年公司脑栓通胶囊样本医院销售量 (百万粒) 及 yoy



资料来源：医药魔方，天风证券研究所

资料来源：医药魔方，天风证券研究所

2.1.3. 公司布局中药管线研发工作，聚焦四大研发方向

公司积极开展中成药上市后再评价、推进中药休眠产品复产、探索布局中药经典名方及院内制剂开发以及拓展中药大健康领域。通过开展中成药上市后再评价，构建学术影响力和竞争优势，推动产品销量增长；通过推进中药休眠产品复产攻关，激活休眠品种市场价值，创造新的业绩增长点；通过积极探索布局中药经典名方及院内制剂开发，拓宽中药产品管线；通过积极拓展中药大健康系列产品设计与开发，实现中药健康类业务拓展。

表 6：中药管线研发工作

研发方向	具体内容
持续开展中成药上市后再评价	公司积极开展药效学研究、真实世界研究、随机对照研究和药物经济学研究，为中成药的临床应用提供物质基础证据、循证医学证据和药物经济学证据，助力核心产品丰富其学术内涵，构建学术影响力和竞争优势，在为医务工作者、患者提供更好的治疗手段和合理用药方案的同时，驱动产品销量增长。
持续推进中药休眠产品复产攻关	公司精心梳理库存产品批文资源，通过内部成本优化攻坚及外部市场机会梳理，充分发挥研产销协作与技术攻关能力，探索多元化合作模式，激活休眠品种市场价值。2023 年至今，公司陆续复产攻关山庄降脂颗粒、补脾益肾口服液、十三味解郁胶囊、蛇胆川贝口服液等项目，有望在未来成为公司中成药新的业绩增长点。
积极探索布局中药经典名方及院内制剂开发	公司根据国家鼓励中医药传承创新发展的政策导向，基于公司治疗领域定位及市场资源优势，积极借助外部研发资源合作开展中药经典名方及院内制剂开发，持续拓宽中药产品管线。2024 年，公司的 3.1 类按古代经典名方目录管理的一个中药复方制剂的研发工作正有序推进。
积极拓展中药大健康系列产品设计与开发。	积极拓展中药大健康系列产品设计与开发。全资子公司益康药业立足中药材种植、中药饮片加工、中药材大宗贸易三大业务板块，聚焦云南产地资源及运用可溯源道地药材资源优势开发高端精品饮片和药食同源大健康产品，实现中药健康类业务拓展。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 坚持化学仿制药为有益支撑

化学仿制药是公司经营的有益支撑，公司积极参与国家集采和省际联盟集采，通过集采中选获得产品增量的市场机会。在化学仿制药方面，公司的头孢克肟分散片、头孢拉定胶囊、异烟肼片、盐酸乙胺丁醇片、吡嗪酰胺片、地夸磷索钠滴眼液在全国药品集中采购中中选，多个产品在省级集采或省际联盟集采中中选。

表 7：公司化学仿制药及改良型新药主要产品

类别	功能主治 / 治疗领域	药品名称	产品特色
化学仿制药及改良型新药	呼吸	羧甲司坦口服溶液 (片)	口服溶液和片剂均为国家基药目录、国家医保目录品种，均已通过一致性评价。羧甲司坦能全面提升排痰系统功能、抗炎抗氧化、保护肺细胞，用于治疗呼吸道多种疾病引起的痰液黏稠、咳痰困难。公司拥有羧甲司坦原料、片剂和溶液

			剂的生产批文，具备原料制剂一体化优势，保障供应，使得口服溶液剂型市场占有率迅速提升。
化学仿制药及改良型新药	抗感染	头孢克肟分散片	国家医保目录品种，已通过一致性评价，国家集采中选产品。头孢克肟是第三代口服头孢菌素类药物，广谱抗菌、速效持久、安全经济，几乎没有肾毒性；分散片剂型，崩解速度快、生物利用度高、作用时间长；产品口味清甜，配合多种服药方式，特别适合老人、小孩和吞咽困难患者。
化学仿制药及改良型新药	抗感染	头孢拉定胶囊	国家基药目录、国家医保目录品种，已通过一致性评价，国家集采中选产品。头孢拉定是经典头孢菌素类广谱抗菌药物。
化学仿制药及改良型新药	抗感染	注射用单磷酸阿糖腺苷	广谱抗病毒药物。单磷酸阿糖腺苷能抑制 DNA 病毒及多种 RNA 病毒，可用于多种病毒感染性疾病；其水溶性高，静滴血药浓度达峰时间仅 0.5 小时；专利产品，企业生产标准高于国家标准，质量有保证。单磷酸阿糖腺苷适应症广，可用于多个科室。
化学仿制药及改良型新药	抗感染	利巴韦林片	国家基药目录、国家医保目录品种，已通过一致性评价，广东省际联盟集采中选产品。利巴韦林是应用广泛且可靠的抗病毒药物，能抑制病毒复制，影响病毒蛋白合成；调节机体免疫；作用于多靶点，不易产生耐药性；口服迅速且完全，疗效确切。
化学仿制药及改良型新药	抗感染	异烟肼片/吡嗪酰胺片/盐酸乙胺丁醇片/利福平胶囊	国家基药目录、国家医保目录品种，四款经典抗结核药物均已通过一致性评价，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。公司是国内抗结核药物市场的重要参与者，具有稳固的市场地位。
化学仿制药及改良型新药	消化	硫糖铝口服混悬液	国家医保目录品种。硫糖铝是经典的胃黏膜保护剂，该产品具有独特混悬液剂型优势，口服后迅速覆盖在溃疡表面形成长效保护膜，多环节增强胃黏膜保护防御功能，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，有效提高溃疡愈合质量，改善黏膜炎症，降低疾病复发率。硫糖铝口服混悬液近年市场拓展增速明显。
化学仿制药及改良型新药	消化	瑞巴派特片	国家医保目录品种，已通过一致性评价。瑞巴派特针对胃炎、胃溃疡，独具全面抗炎作用，是兼具上调内源性前列腺素和抗自由基作用的胃黏膜保护剂，为胃黏膜保护剂领域的第一大产品。
化学仿制药及改良型新药	眼科	盐酸氮草斯汀滴眼液	国家医保目录品种，子公司产品已通过一致性评价。盐酸氮草斯汀滴眼液双效抗过敏作用，《过敏性结膜炎诊断和治疗专家共识》推荐其作为急性过敏性结膜炎首选用药、慢性过敏性结膜炎基础用药。该产品具有起效迅速、疗效显著、刺激性小、安全性高等特点，市场销售持续增长，在医院终端眼科抗过敏药物领域排名前列，是通用名产品的市场领导品牌。
化学仿制药及改良型新药	眼科	普拉洛芬滴眼液	国家医保目录品种，子公司产品已通过一致性评价。普拉洛芬滴眼液获得国内指南和欧洲指南共同推荐，用于外眼及眼前节炎症的对症治疗，并列入多个眼科疾病诊疗路径。其应用广泛、安全舒适。
化学仿制药及改良型新药	眼科	地夸磷索钠滴眼液	国家集采中选产品，已通过一致性评价。地夸磷索钠滴眼液可通过促进黏蛋白和泪液分泌，从而稳定泪膜，是一种全新作用机制的干眼治疗药物，获得多部指南共识推荐用于治疗不同类型的干眼症。其应用广泛，是目前国内临床上用于促进泪液分泌的主要药物。
化学仿制药及改良型新药	眼科	环孢素滴眼液（Ⅲ）	国内首个通过豁免临床研究获批上市的眼用纳米乳剂，也是公司首个获批上市的复杂眼用制剂。环孢素滴眼液（Ⅲ）临床用于治疗 4 岁及以上儿童和青少年的严重性春季角结膜炎。该产品为一种阳离子型水包油纳米乳剂，可更长时间停留在眼表面，国外临床研究文献报道其在治疗结膜炎和干眼症方面表现出较好的有效性、耐受性和安全性。
化学仿制药及改良型新药	抗过敏	氯雷他定片	国家基药目录、国家医保目录品种，已通过一致性评价，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。氯雷他定片

型新药

是第二代非镇静抗组胺药物，起效快、作用时间长，无明显的抗胆碱和中枢抑制作用。国内外众多指南推荐其为抗过敏一线用药，临床应用广泛，医患认可度高。

化学仿制药及改良型新药	抗过敏	富马酸氯马斯汀口服溶液	富马酸氯马斯汀可以拮抗 H1 受体，抑制炎症因子释放、稳定肥大细胞膜，多效抗过敏，止痒效果显著；凭借其起效迅速、作用持久、低毒性等特点，可用于过敏性鼻炎、荨麻疹、湿疹及其他过敏性皮肤病。该产品为全国独家口服溶液剂型，有儿童用法用量证据，适用于儿童抗过敏治疗，具备明确的临床优势。
-------------	-----	-------------	---

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司关注具有高技术壁垒特征的改良型新药，建立聚合物胶束载药平台，以该技术平台为依托，公司在研品种包括注射用紫杉醇聚合物胶束和注射用多西他赛聚合物胶束。公司将继续深入开展聚合物胶束、乳剂、缓控释制剂、复方制剂等改良型新药研究，丰富公司的创新能力和创新产品。

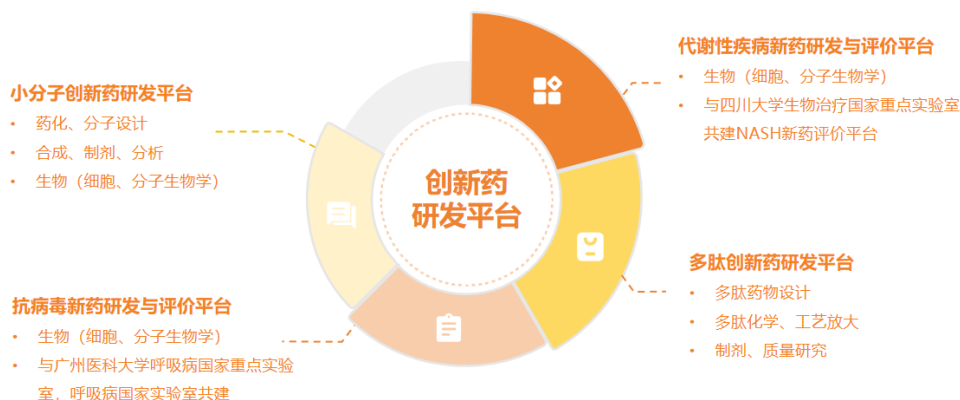
公司持续开展特色仿制药、高技术壁垒仿制药的研发，持续夯实现有滴眼液技术平台优势，稳步推进纳米乳剂、缓控释制剂、肠溶微单元制剂、儿童口服溶液制剂、多颗粒系统制剂、半固体制剂等技术平台打造。环孢素滴眼液（III）属于国内首家仿制获批上市，是国内首个通过豁免临床研究获批上市的仿制药眼用纳米乳剂。

3. 坚持“创新引领”，布局呼吸系统及代谢疾病领域创新药

众生睿创为创新药研发及商业化平台，聚焦呼吸系统及代谢疾病领域。公司自 2010 年以来坚定向创新型制药企业方向迈进，2018 年公司出资设立控股子公司广东众生睿创生物科技有限公司，专注于呼吸系统和代谢疾病领域创新药研发与商业化。

布局四大研发平台，创造良好的技术环境。公司持续加强研发平台建设，具有丰富的药品研发经验和高水平的专业技能。已形成小分子创新药研发平台、代谢性疾病新药研发与评价平台、抗病毒新药研发与评价平台、多肽创新药研发平台，为药物研发创造了良好的技术环境。

图 17：众生睿创创新药研发平台



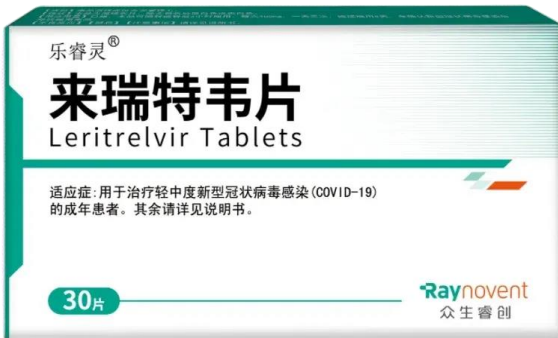
资料来源：众生药业微信公众号，天风证券研究所

3.1. 公司首款获批的创新药来瑞特韦片：3CL 口服抗新冠单药，有效性安全性广受认可

来瑞特韦片（商品名：乐睿灵®，研发代号：RAY1216）是公司首款上市的一类创新药，为公司自主研发的中国首款具有自主知识产权的 3CL 单药口服抗新冠病毒感染的一类创新药物，已于 2023 年 3 月附条件批准上市，用于治疗轻中度新型冠状病毒感染（COVID-19）的成年患者，已纳入 2023 年国家医保目录乙类范围。

图 18：来瑞特韦片示例图

图 19：来瑞特韦片产品介绍



类别	内容
产品名称	来瑞特韦片
成分	来瑞特韦
靶点	3CLpro
适应症	用于治疗轻中度新型冠状病毒感染(COVID-19)的成年患者
规格	0.2g
用法用量	口服，随餐服用。应在首次出现症状2天或以内尽快使用。推荐剂量为每次0.4g(2片)，每日三次，连续服用5天。
国家资质	医保乙类

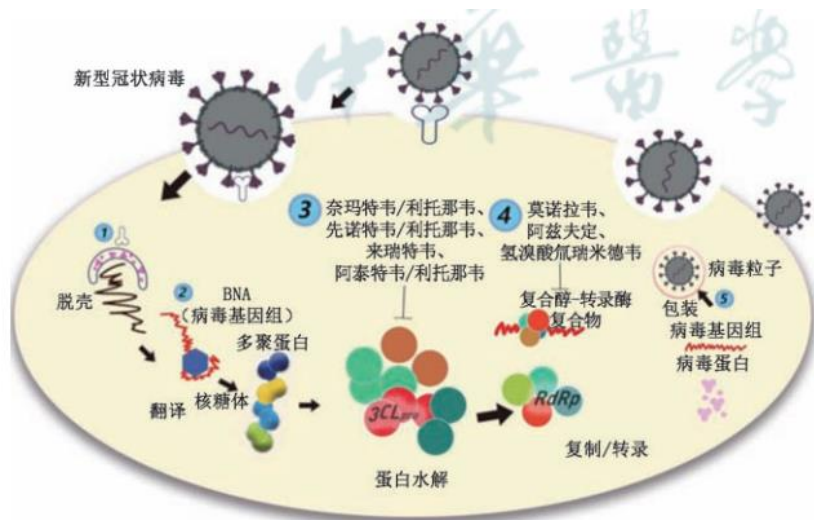
资料来源：众生睿创微信公众号，天风证券研究所

资料来源：摩嫡医药，天风证券研究所

抗新冠病毒小分子药物作用机制是通过阻止新冠病毒复制治疗新冠病毒感染，包括 3-胰凝乳蛋白酶样蛋白酶（又称主蛋白酶，3-chymotrypsin like protease, 3CLpro）抑制剂和 RNA 依赖性 RNA 聚合酶（RNA-dependent RNA polymerase, RdRp）抑制剂。

根据《抗新型冠状病毒小分子药物临床应用专家共识》，截至 2024 年 3 月 4 日，中国已获批上市 7 种口服抗新冠病毒小分子药物，其中 3CLpro 抑制剂 4 种药物（奈玛特韦/利托那韦、先诺特韦/利托那韦、来瑞特韦和阿泰特韦/利托那韦），RdRp 抑制剂 3 种药物（莫诺拉韦、阿兹夫定和氢溴酸胍瑞米德韦）。

图 20：新冠病毒感染抗病毒药物作用机制



资料来源：钟南山，《抗新型冠状病毒小分子药物临床应用专家共识》，天风证券研究所

来瑞特韦片有效性和安全性广受认可：来瑞特韦片从基础机制研究到临床研究的学术研究成果已发表在国际顶刊自然杂志子刊《Nature Microbiology》和国际权威期刊柳叶刀杂志子刊《eClinicalMedicine》，并已被列入《抗新型冠状病毒小分子药物临床应用专家共识》可用的国产小分子抗新冠病毒药物重点选择之一（证据质量 A，推荐强度 1）。

来瑞特韦片差异性竞争优势体现在其无需联用利托那韦作为增效剂，具备优秀的安全性及显著疗效，尤其适用于老年人及合并基础疾病的患者。

- 单药来瑞特韦是目前唯一一款无需联用利托那韦的 3CLpro 抑制剂。来瑞特韦不与利托那韦联合使用，药物相互作用相对较少且可控。而已上市的一些 3CLpro 抑制剂组合装存在利托那韦相关的药物相互作用风险。
- 《抗新型冠状病毒小分子药物临床应用专家共识》中推荐对有药物相互作用风险的老年患者在感染早期使用莫诺拉韦或来瑞特韦，建议对感染新冠病毒的肝、肾功能不全

患者在感染早期优先选择莫诺拉韦和来瑞特韦。

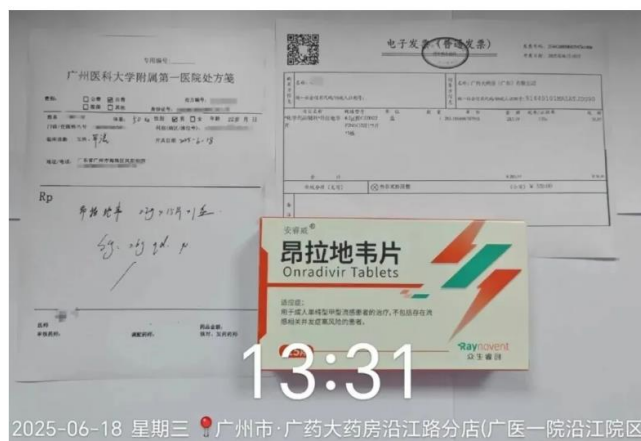
- 相对于奈玛特韦，来瑞特韦与靶点相互作用更为广泛，形成的抑制复合物更加稳定，使得其靶点停留时间更长；对轻、中度新冠病毒感染成年患者有显著疗效，可以显著缓解临床症状、快速降低病毒载量、缩短病程及转阴时间。

3.2. 全球 First-in-Class 药物昂拉地韦 ZSP1273：具备快速、强效、低耐药的核心竞争优势

公司自主研发的第二款创新药昂拉地韦片上市，进一步丰富了创新药产品线，提升核心竞争力。众生睿创研发的一类创新药昂拉地韦片（商品名：安睿威®，研发代号：ZSP1273）于 2025 年 5 月 22 日正式获批上市。昂拉地韦是全球首个靶向甲型流感病毒 RNA 聚合酶 PB2 亚基的抗流感药物，通过作用于甲型流感病毒 RNA 聚合酶的 PB2 亚基，抑制 RNA 聚合酶活性，从而抑制流感病毒复制，用于治疗成人单纯性甲型流感。

昂拉地韦片商业化方面，公司主要围绕“学术生态构建+数据化服务升级+关键项目实践”三大维度深化营销创新，目前已布局线下+线上销售渠道：1）线下：2025 年 6 月 18 日，昂拉地韦片在线下药店完成全国首单销售，启动药品供应，目前首批安睿威已进入广东省内多家核心医疗机构药房销售；2）线上：2025 年 6 月底，昂拉地韦片已在京东健康线上首发，利用其全渠道优势提升可及性，覆盖线上购药需求。

图 21：广药大药房沿江路分店完成昂拉地韦片全国首单结算



资料来源：众生睿创微信公众号，天风证券研究所

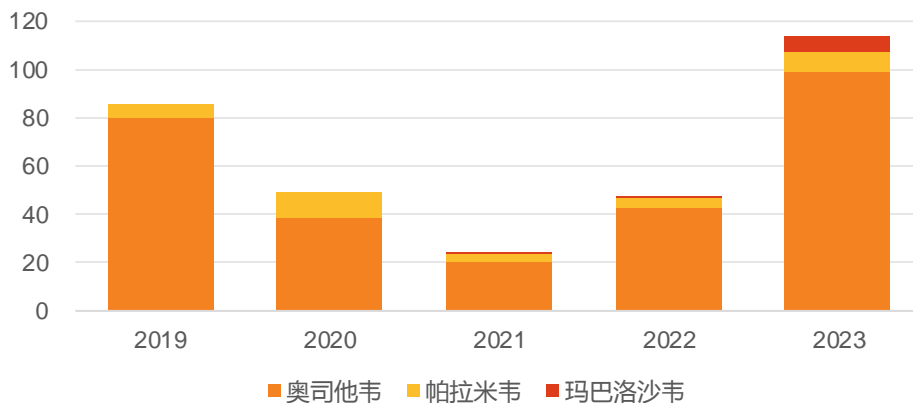
图 22：昂拉地韦片产品介绍

类别	内容
产品名称	昂拉地韦片
成分	昂拉地韦
靶点	PB2
作用机制	通过作用于甲型流感病毒 RNA 聚合酶的 PB2 亚基，抑制 RNA 聚合酶活性，从而抑制流感病毒复制
适应症	适用于成人单纯性甲型流感患者的治疗
规格	0.2g
用法用量	口服给药，在症状出现后 48 小时内服用本品，可与或不与食物同服。推荐剂量为每次 0.6 g，每日一次，连续服用 5 天。
挂网价	320元/疗程（盒15片）

资料来源：丁香园，摩瀚医药，天风证券研究所

中国抗流感用药市场空间广阔，2023 年仅奥司他韦一款药品销售近百亿。目前国内流感抗病毒药物市场奥司他韦占据主导地位，根据 PDB 数据，2023 年销售 98.63 亿元，占比达 86.48%。RNA 聚合酶抑制剂玛巴洛沙韦自 2021 年在中国上市以来，销售规模和市场占比逐渐提升，2021-2023 年销售额从 0.02 亿元提升到 6.27 亿元，占比从 0.07% 上升至 5.5%。根据头豹预测，中国抗流感药物市场规模有望到 2028 年提升至 269 亿，一方面在流感高发下推动抗流感市场快速扩容，一方面随着抗流感新药陆续上市或带来新的市场机会。

图 23：中国流感抗病毒主要药物市场规模（亿元）

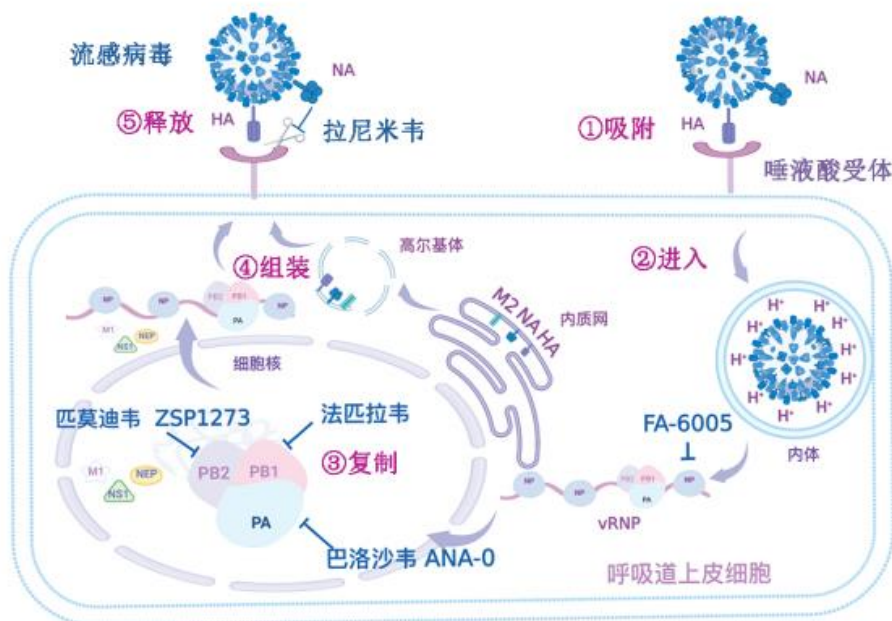


资料来源: PDB 数据库, 医药经济报公众号, 天风证券研究所

流感病毒是一种包膜病毒, 结构自内而外为核心、衣壳和包膜, 包膜分为内、外两层。内层为基质蛋白 (M1), 外层为脂质双层, 镶嵌有两种突出表面的重要糖蛋白, 分别是血凝素 (HA) 和神经氨酸酶 (NA), HA 在病毒进入宿主细胞过程中发挥作用, 而 NA 则通过切割细胞表面的唾液酸, 帮助子代病毒完成从宿主细胞的释放。流感病毒 RNA 聚合酶由 3 个亚单位组成, 分别为聚合酶碱性蛋白 1 (PB1)、聚合酶碱性蛋白 (PB2) 及聚合酶酸性蛋白 (PA), 在病毒复制中发挥关键作用。流感病毒生命周期需经历吸附、进入、复制、组装和释放过程, 抗流感病毒药物分别在各阶段发挥作用。

流感常用抗病毒药物根据作用制剂主要分为三大类: 1) 神经氨酸酶抑制剂 NAI (奥司他韦、帕拉米韦、扎那米韦), 通过抑制流感病毒 NA 活性起到抗流感病毒的作用; 2) 血凝素抑制剂 HAI(阿比多尔), 通过抑制流感病毒脂膜与宿主细胞的融合阻断病毒进入靶细胞, 进而抑制病毒的复制; 3) RNA 聚合酶抑制剂 (玛巴洛沙韦、法维拉韦、昂拉地韦), 主要通过抑制病毒核糖核蛋白的 PA 亚基、PB1 亚基或 PB2 亚基, 进而抑制 mRNA 合成。其中 RNA 聚合酶抑制剂基于疗效好、安全性高、可用于治疗重症患者和耐药流感病毒株等优势, 已逐渐成为抗流感新药研发重点。

图 24: 流感病毒复制过程及药物作用靶点



资料来源: 宋融融等《流感抗病毒药物治疗进展》, 天风证券研究所

流感治疗现有药物存在耐药率高、副作用大等不足:

- **奥司他韦:** 该药物在降低住院、肺炎或肺炎-中耳炎-鼻窦炎的复合症状发生的可能性

方面缺乏确切证据。2017 年 WHO 限制其仅适用于确诊或疑似流感重症住院患者引起的严重疾病的治疗，并不推荐预防性用药使用。在 2008-2009 年流感季期间，美国、日本等国报道甲型流感病毒（H1N1）对奥司他韦的耐药率已超过 90%。

- **法维拉韦**：仅用于其它抗流感病毒药物治疗无效或效果不佳时治疗成人新型或再次流行的流感，且有黑框警示具有生殖毒性(胚胎致死和致畸作用)。
- **玛巴洛沙韦**：口服一次玛巴洛沙韦后发生耐药性突变比例为 2.2%~23.4%，儿童患者发生耐药比例更高。由于流感病毒高突变率以及病毒之间重组现象的发生，已有的抗流感药物难以应对多变的流感病毒。

表 8：常用抗流感病毒药物对比

项目	奥司他韦	扎那米韦	帕拉米韦	阿比多尔	玛巴洛沙韦
靶点	流感病毒 RNA 聚合酶神经氨酸酶 (neuraminidase, NA)			流感病毒 RNA 聚合酶血凝素 (hemagglutinin, HA)	流感病毒 RNA 聚合酶复合物中的聚合酶酸性蛋白 (polymerase acid protein, PA) 亚基
作用机制	选择性抑制病毒包膜上神经氨酸酶的活性，进而阻断病毒颗粒从被感染的宿主细胞脱落，阻止病毒在宿主细胞间扩散和体内复制			通过靶向 HA，抑制流感病毒脂膜与宿主细胞的融合阻断病毒进入靶细胞，进而抑制病毒的复制	主要通过抑制病毒核糖核蛋白的 PA 亚基，进而抑制 mRNA 合成
适用人群	胶囊/颗粒剂适用于 1 岁及以上儿童及成人，干混悬剂适用于 2 周龄以上儿童及成人	成人及 7 岁以上儿童	成人及儿童	成人	片剂适用于 ≥5 岁儿童及成人，干混悬剂适用于 5~12 岁儿童
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	6~10h	3h	7.7~20.8h	10.5h	高加索受试者：79.1h 中国受试者：99.7h
代谢途径	通过肝酯酶快速转化为活性形式奥司他韦羧酸酯，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途径排泄
治疗剂量和方法	75mg/次, 2 次/d,疗程 5d, 重症病例治疗剂量和疗程需加倍	10mg/次, 2 次/d, 疗程 5d, 重症病例疗程可延长至 10d 以上	300-600 mg,静脉滴注, 1 次/d, 疗程 5d 以上。	200mg/次, 3 次/d, 疗程为 5d	体重 40-80 kg, 单次口服 40mg;体重 ≥80kg, 单次口服 80mg
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、头痛、失眠、疲劳等	恶心、腹泻、头晕和血清转氨酶升高	不良事件: 腹泻(3%)、恶心(2%)、支气管炎(3%)、鼻窦炎(2%)、头

痛(1%)

注意事项	可能会有突发呼吸困难加重 对于机械通气病例， 经胃管给药后可充分吸收	老年病例可能无法平稳吸入	特殊病例应用时应注意监测心电图指标	孕妇及哺乳期妇女、 严重肾功能不全者、 有窦房结病变或者不全的患者慎用	上市后用有超敏反应病例报导
------	--	--------------	-------------------	---	---------------

资料来源：徐军等 《成人流行性感冒诊疗规范急诊专家共识(2022 版)》，中华人民共和国国家卫生健康委员会，国家中医药管理局 《流行性感冒诊疗方案(2025 年版)》等，天风证券研究所

昂拉地韦片 III 期临床试验结果积极，显示出对奥司他韦的差异化优势。

III 期临床试验设计方案：采用多中心、随机、双盲、安慰剂或奥司他韦平行对照设计，设置昂拉地韦片 600 mg QD 组、奥司他韦胶囊（达菲®）75 mg BID 组和安慰剂组，治疗方案持续 5 日，后续观察周期为 21 日，实际入组 750 例受试者。

III 期临床顶线数据表明：以七项核心流感症状（咳嗽、咽痛、头痛、鼻塞、发热/寒颤、肌痛/关节痛及疲劳）缓解时间为主要有效性终点指标，昂拉地韦组较安慰剂组显著缩短 39%（ $P < 0.001$ ），较奥司他韦组亦缩短近 10%。对比既往巴洛沙韦 III 期临床试验结果，其较安慰剂仅缩短 33%（ $P < 0.001$ ），而较奥司他韦组缩短不足 1%。在重要的次要终点指标六项流感病毒学相关指标，昂拉地韦组相较安慰剂组/奥司他韦组均呈现统计学显著性差异。试验成功达成预期目标，证实该药物相较奥司他韦具备差异化优势。

昂拉地韦片具备快速、强效、低耐药的核心竞争优势：

快速：昂拉地韦可在给药后 18 小时内快速改善流感患者的全身临床症状。与安慰剂组相比，昂拉地韦可使七项流感症状缓解时间显著缩短 24.52 小时；

强效：昂拉地韦具备强大的抗流感病毒活性，其抗病毒效力显著优于奥司他韦和玛巴洛沙韦。昂拉地韦的 EC90（抑制病毒 90% 最低有效浓度）为 0.05 nM，其抗病毒活性达到玛巴洛沙韦的 50 倍以上，是奥司他韦的 1000 倍以上。

低耐药：昂拉地韦对多种耐药病毒株均表现出很强的抑制活性，包括奥司他韦耐药株、玛巴洛沙韦耐药株及高致病性禽流感病毒株。此外，针对普通流感病毒，其抑制活性亦显著优于玛巴洛沙韦和奥司他韦。

昂拉地韦片的获批上市为流感治疗提供了新的药物选择，尤其适用于治疗选择有限或耐药风险较高的患者群体。

表 9：昂拉地韦片 III 期临床主要有效性结果

指标	有效性结果
主要终点指标——七项流感症状缓解时间	昂拉地韦组和安慰剂组中位缓解时间分别为 38.83 小时和 63.35 小时，差异具有统计学显著性意义（ $P < 0.001$ ），中位缓解时间较安慰剂组缩短了 39%。
次要有效性指标——发热缓解时间	昂拉地韦组较安慰剂组发热缓解时间显著缩短，差异具有统计学显著性意义（ $P < 0.001$ ），发热缓解时间较安慰剂组缩短了 39%。 昂拉地韦组在中位七项流感症状缓解时间和发热缓解时间均短于奥司他韦组，二者病程均缩短了近 10%。
重要的次要病毒学指标	甲型流感病毒滴度（培养法检测）阳性的受试者比例、甲型流感病毒载量（RT-PCR 法检测）阳性的受试者比例、甲型流感病毒定量（病毒滴度）较基线的变化、甲型流感病毒定量（病毒 RNA 载量）较基线的变化、病毒滴度可测的持续时间以及病毒 RNA 载量可测的持续时间等 6 个指标中，可观察到昂拉地韦组均显著优于安慰剂组和奥司他韦组（ $P < 0.05$ 或 $P < 0.001$ ）。给药后 24 小时，甲型流感病毒滴度或病毒载量阳性的受试者比例，病毒滴度或病毒 RNA 载量较基线的变化，即可观察到昂拉地韦组与安慰剂组或奥司他韦组存在统计学显著性差异，说明昂拉地韦可更好更快地降低甲型流感病毒载量，显著缩短病毒转阴时间。

安全性评价

通过的不良反应事件评价标准 (CTVCAE) ≥ 3 级 TRAE, 昂拉地韦组低于安慰剂组, 与奥司他韦组近似。治疗期间, 昂拉地韦组未发生严重不良事件。试验中, 昂拉地韦组观察到的不良反应主要为消化系统症状 (如腹泻、恶心、呕吐)。可以初步认为, 昂拉地韦片安全性、耐受性良好。

资料来源: 众生睿创微信公众号, 天风证券研究所

3.3. 减肥药 RAY1225: 具备差异化竞争优势, 看好海外授权潜力

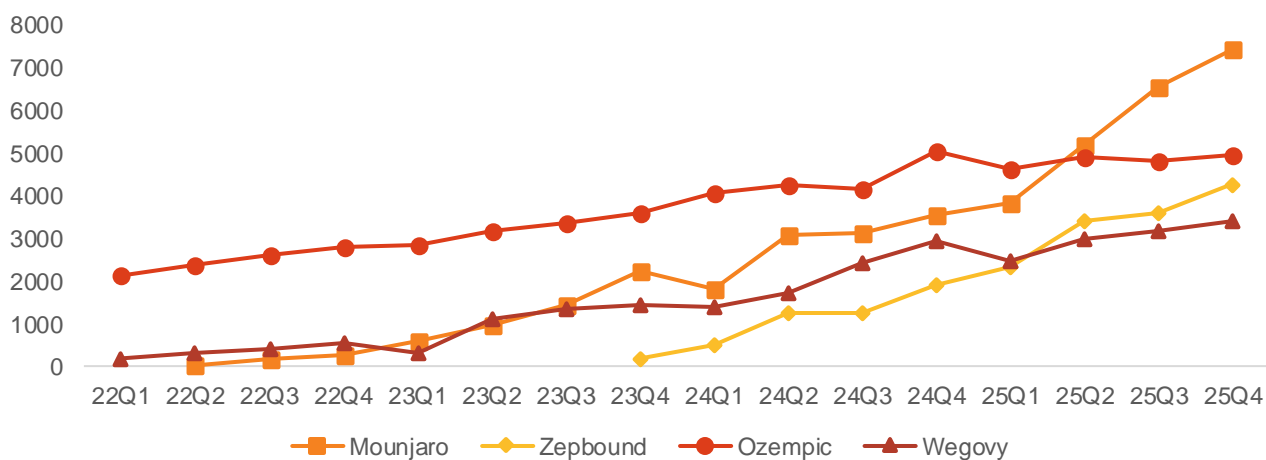
3.3.1. GLP-1 市场持续增长, 面临多个技术突破路线

GLP-1(R)类药物市场空间广阔, 随减肥适应症获批有望带动市场快速放量。2025 年全球 GLP-1 药物市场规模达 780 亿美元, 同比增长超 50%, 其中减重 GLP-1 市场规模达 260 亿美元, 同比翻倍增长。分产品看, 2025 年, 替尔泊肽、司美格鲁肽销售额分别高达 365.07 亿美元、346.08 亿美元。其中, 减重版替尔泊肽 Zepbound 销售额为 135.42 亿美元, 同比增长 175%; 减重版司美格鲁肽 Wegovy 销售额为 119.92 亿美元, 同比增长 41%。

司美格鲁肽作为单靶点 GLP-1 受体激动剂, 其减重效果已在 STEP1 研究中验证: 在无糖尿病的肥胖患者 (BMI ≥ 30kg/m²) 中, 司美格鲁肽 (2.4mg) 联合生活方式干预 68 周后, 平均体重较基线下降 14.9%, 显著优于安慰剂组的 2.4%。

而替尔泊肽作为全球首款 GIP/GLP-1 双靶点激动剂, 在头对头 SURMOUNT-5 试验中展现出碾压性优势: 72 周平均减重 20.2% (约 22.8 公斤), 显著优于司美格鲁肽的 13.7% (约 15.3 公斤)。临床试验的显著优势, 直接转化为市场竞争力, 截至 2025 年 Q1, 替尔泊肽在美国新处方量中的占比已达 74%。

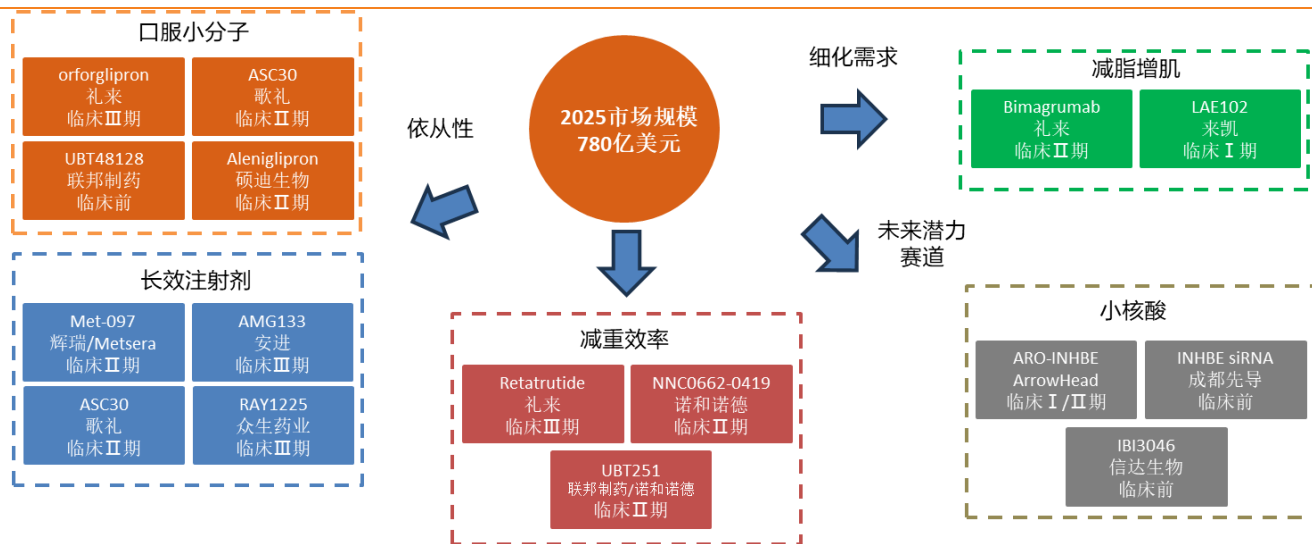
图 25: 2022Q1-2025Q4 司美格鲁肽及替尔泊肽放量情况 (百万美金)



资料来源: 礼来财报, 丁香园 Insight 数据库公众号, 天风证券研究所

GLP-1 类药物目前销售额持续突破, 但同时也面临着依从性、肌肉流失等问题, 因此未来发展主要有以下几个方向: (1) 口服小分子: 目前已上市减重适应症的 GLP-1 产品给药方式均为注射, 在依从性方面, 患者更倾向于注射以外的用药方式。目前技术路线主要分为礼来和辉瑞 2 类, 辉瑞因为安全性问题临床中止; (2) 长效注射剂: 此前辉瑞和诺和诺德就 Metsera (其核心管线为长效 amylin) 并购展开激烈竞争; (3) 减脂增肌: 目前礼来的 Bima、来凯的 LAE102 先后读出潜力数据; (4) 小核酸: 小核酸疗法直接干扰肥胖相关基因表达, 兼具长效便捷、精准减重、与代谢性疾病共治这三大核心优势, 有望成为未来的新 modality; (5) 减重效率: 多靶点注射剂的减重效率持续突破, 目前礼来的 Retatrutide、诺和诺德/联邦的 UBT251、诺和诺德的 NNC0662-0419 (GLP-1/GIP/AMYLN) 有望角逐大体重减重细分赛道。

图 26: 未来各类型药物市场及潜力产品



资料来源：Insight 数据库，药渡公众号，药融圈公众号，Laekna 来凯医药公众号，众生睿创公众号等，天风证券研究所

3.3.2. 长效给药技术有望提高患者依从性和治疗效果

超长效给药技术的核心目标是延长药物在体内的作用时间，减少给药频率，目前主流技术包括纳米技术、微球技术、脂质体技术、融合蛋白技术和多肽偶联技术。在 GLP-1 类药物研发方面，以 Metsera 为代表的脂肪酸端基修饰技术、Amgen 为代表的抗体偶联技术、以 Camurus 与歌礼药业为代表的皮下储库缓控释技术、以众生药业、通化东宝为代表的肽钉合技术走在前列。

2025 年 11 月 13 日，辉瑞以 92 亿美元完成了对 Metsera 的收购，此次收购帮助辉瑞拿下了一系列潜力候选药物，包括即将进入 III 期临床的长效注射型 GLP-1 受体激动剂 MET-097i，以及处于 I 期临床的长效胰淀素类似物 MET-233i 等。此外，礼来与诺和诺德也正积极布局，试图通过技术创新突破传统 GLP-1 类药物给药方式的局限，解决当前疗法的局限性，包括频繁注射、可扩展性限制、耐受性和疗效限制，实现药物的长效释放，从而提高患者的依从性和治疗效果。超长效给药技术的应用或将为减重赛道注入新的生命力。

1) 脂肪酸端基修饰技术：Metsera 的核心管线在于其超长效技术平台 HALO，该平台将一个脂肪酸链修饰到候选肽药物的端基部分，使其能够可逆但紧密地结合血浆中的白蛋白，使得药物无需从白蛋白上解离也可以与 GLP-1 受体结合发挥作用，大幅延长了药物在人体内的半衰期。MET-097i 在 HALO 平台上表现出约 380 小时的半衰期，支持每月一次给药。

2024 年 9 月，MET-097i 第 I/II 期试验的初步结果展现出极具竞争力且持久的减重效果，体重比基线下降 7.5%，体重下降效果持续了至少 8 周。2025 年 9 月，Metsera 宣布 MET-097i 在 IIb 阶段 VESPER-1 中 28 周实现了 14.1% 的双重激动剂样减重。

图 27：MET-097i 减重效果

Placebo-subtracted least-squares mean percent reduction in body weight from baseline after 28 weeks in VESPER-1, % (95% CI):

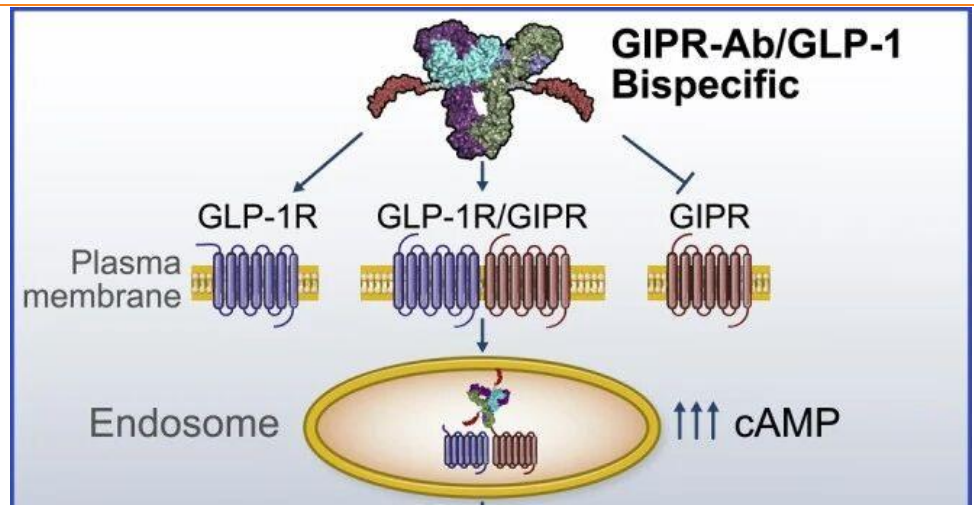
	MET-097i			
	0.4 mg N = 54	0.6 mg N = 54	0.9 mg N = 53	1.2 mg N = 54
Placebo-subtracted weight loss	8.1 (5.6, 10.6)	10.0 (7.6, 12.5)	13.0 (10.5, 15.5)	14.1 (11.6, 16.7)

资料来源：BiG 生物创新社公众号，天风证券研究所

2) 抗体偶联技术：安进的 GIPR 抗体融合 GLP-1 新药 AMG133 已进入 III 期临床阶段，其半衰期约为 21 天，约为食品药品监督管理局批准的每周一次治疗药物的最长效期药物的 3

倍，支持每月一次或更少频率的给药。II 期临床结果中，每月一次的 AMG133 显著减轻了肥胖参与者的体重，肥胖组参与者平均体重减轻高达 19.9%，肥胖糖尿病组参与者平均体重减轻最高达 17.0%，最后一次给药后最长可维持减重效果到 150 天，同时心脏代谢指标也随之改善。

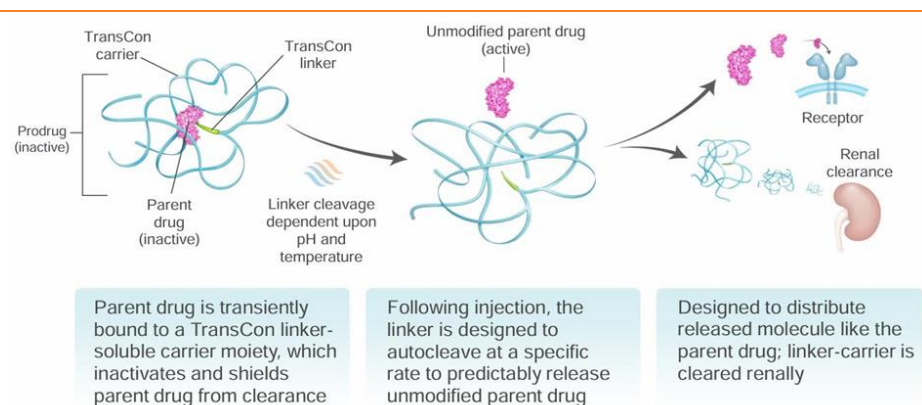
图 28：AMG133 抗体偶联机制



资料来源：BiG 生物创新社公众号，天风证券研究所

3) **皮下储库缓控释技术**：礼来与诺和诺德分别与 Camurus 与 Ascendis 达成战略合作，将利用它们的缓控释技术平台开发超长效管线。国内的歌礼制药也利用其皮下储库 ULAP 技术平台开发了多款超长效减肥药管线。Camurus 的 FluidCrystal 平台核心是利用特殊的液体晶体材料，在体内可以形成稳定的药物储存库，药物从储存库中缓慢释放，达到长效作用。Camurus 与诺和诺德合作，正开发基于此技术的司美格鲁肽月制剂改良新药 CAM2056，目前已进入 I 期临床。Ascendis 的 TransCon 技术利用前药系统，通过化学修饰将药物与惰性载体分子结合，形成稳定的前药复合物，在体内缓慢释放活性药物。2024 年 11 月诺和诺德获 Ascendis 独家授权使用 TransCon 开发长效 GLP-1 受体激动剂。

图 29：TransCon 技术机制



资料来源：BiG 生物创新社公众号，天风证券研究所

4) **肽钉合技术**：肽钉合技术的核心是通过化学修饰将多肽链中的特定氨基酸残基连接起来，形成稳定的“钉合”结构。这种结构可以显著增强多肽的稳定性和生物活性，同时减少其在体内的降解和失活。同时肽钉合技术还可以结合其他化学修饰方法，如添加亲水性或疏水性基团，进一步优化多肽的理化性质和生物活性。

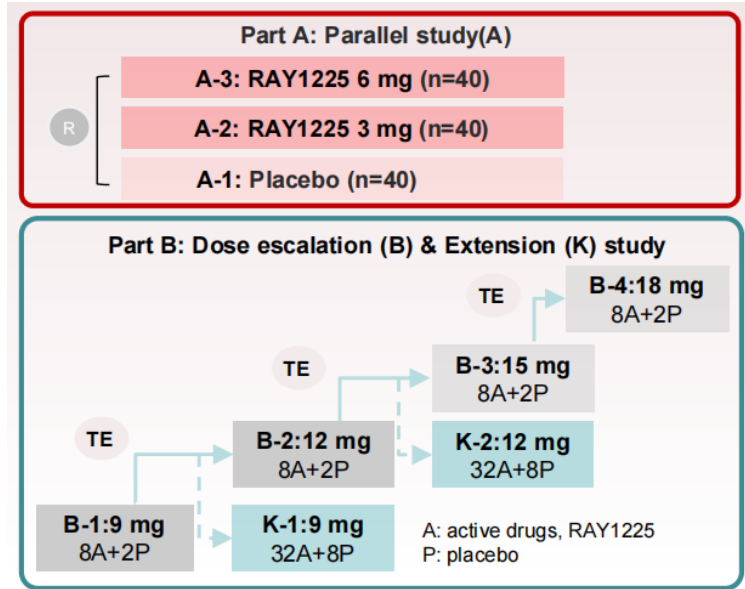
3.3.3. RAY1225：具备差异化竞争优势，已完成国内授权

公司在 2025ADA 大会上披露了 RAY1225 注射液两周一次治疗超重/肥胖参与者和 2 型糖尿病病参考者 II 期临床试验的最新结果：

(1) REBUILDING-1, 减重:

试验设计: REBUILDING-1 研究采用剂量递增试验与扩展试验联合, 交错启动剂量组的试验设计, 包括 RAY1225 注射液 3mg、6mg、安慰剂对照平行研究, 和 9mg 及以上的剂量递增及扩展的安慰剂组内对照研究两部分, 入组 18 岁及以上的超重或肥胖参与者。所有参与者均以滴定给药的方式接受 24 周皮下注射给药, 每两周给药 1 次, 共连续给药 12 次。此次大会中公布了 3~9mg 组有效性和安全性的阶段性结果, 更高剂量组试验仍在进行中。

图 30: REBUILDING-1 研究设计



资料来源: 众生睿创微信公众号, 天风证券研究所

表 10: REBUILDING-1 基线人口统计学特征

指标	安慰剂 (N=49)	RAY1225 注射液 3mg (N=41)	RAY1225 注射液 6mg (N=41)	RAY1225 注射液 9mg (N=41)
年龄, 岁	33.9 (6.27)	35.7 (8.51)	35.0 (7.88)	33.6 (8.29)
性别				
男	27 (55.1)	28 (68.3)	27 (65.9)	27 (65.9)
女	22 (44.9)	13 (31.7)	14 (34.1)	14 (34.1)
体重, kg	91.43 (15.34)	90.75 (14.75)	92.02 (15.38)	94.03 (15.24)
BMI, kg/m ²	32.68 (4.13)	32.47 (4.02)	32.22 (3.64)	32.77 (4.56)
BMI 分层				
超重 (≥24, <28)	4 (8.2)	4 (9.8)	5 (12.2)	3 (7.3)
肥胖 (≥28)	45 (91.8)	37 (90.2)	36 (87.8)	38 (92.7)
腰围, cm	103.65 (10.88)	104.12 (10.15)	104.16 (9.18)	105.41 (10.31)
收缩压, mmHg	119.2 (10.80)	121.6 (8.50)	123.4 (12.31)	121.4 (11.51)
舒张压, mmHg	79.4 (8.09)	83.2 (7.19)	83.6 (8.74)	80.2 (9.64)
HbA1c, %	5.47 (0.30)	5.66 (0.35)	5.76 (0.43)	5.67 (0.41)
空腹血糖, mmol/L	5.15 (0.52)	5.25 (0.52)	5.36 (0.55)	5.30 (0.47)
血清尿酸, μmol/L	416.34 (118.56)	441.28 (108.76)	424.68 (108.33)	452.95 (121.37)

资料来源: 众生睿创微信公众号, 天风证券研究所

耐受性良好: RAY1225 注射液在 3~9mg 剂量范围内, 所有剂量组均表现出良好的耐受性, 未发现新增安全性信号, 整体安全性特征与既往临床试验和 GLP-1 类药物类似, 相

对缓慢的滴定过程让患者在治疗过程中能够更加舒适地接受药物治疗。

胃肠道反应轻: 胃肠道不良反应是 GLP-1 类药物最常见的不良反应之一。在 REBUILDING-1 研究中, RAY1225 注射液引起的胃肠道不良反应严重程度大多较轻微, 多发生在剂量滴定阶段, 胃肠道不良反应的发生率低于同靶点药物替尔泊肽在中国超重或肥胖人群的 III 期研究 (SURMOUNT-CN) 中的报道数据。其中, 9mg 组的腹泻、恶心、呕吐的发生率较替尔泊肽 15mg 组分别低 11.5%、27.5%和 9.9%, 无患者因胃肠道不良反应停用药物。

表 11: REBUILDING-1 研究与 SURMOUNT-CN 安全性比较 (n, %)

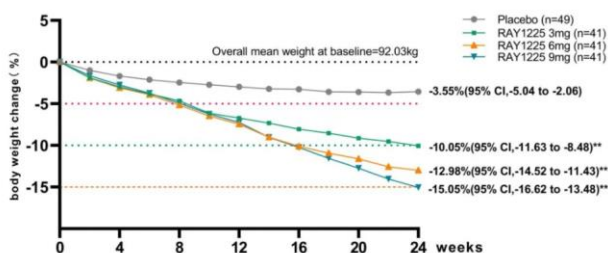
指标	RAY1225 (REBUILDING-1 研究)				替尔泊肽 (SURMOUNT-CN 研究)		
	安慰剂 (N=49)	3mg(N=41)	6mg(N=41)	9mg(N=41)	安慰剂 (N=69)	10mg(N=70)	15mg(N=71)
TEAE	38(77.6%)	36(87.8%)	37(90.2%)	36(87.8%)	57(82.6%)	67(95.7%)	64(90.1%)
导致停止用药	1(2.0%)	1(2.4%)	0	0	2(2.9%)	5(7.0%)	1(1.4%)
TEAE GIAE							
腹泻	5(10.2%)	10(24.4%)	14(34.1%)	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%)

资料来源: 众生睿创微信公众号, 天风证券研究所

减重效果: RAY1225 注射液 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%; 各组减重效应均优于安慰剂组。RAY1225 在更低剂量下就实现了与替尔泊肽相近甚至更优的减重效果, 展现了其在减重治疗方面的潜力和优势。

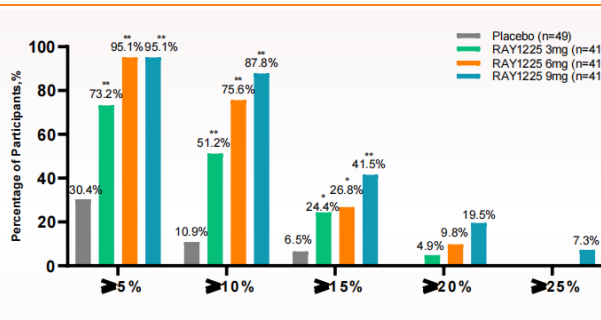
心血管代谢生物标记物: RBUILDING-1 研究设计 RAY1225 在心血管和代谢相关指标 (腰围、血压、血脂、血尿酸和肝酶、肝脏脂肪含量、空腹血糖和糖化血红蛋白等) 中均展现出显著综合优势。能够更全面地改善患者的代谢状况, 为患者带来更广泛的健康益处。

图 31: 体重较基线变化 (mFAS, LSmean)



资料来源: 众生睿创微信公众号, 天风证券研究所

图 32: 治疗 24 周减重达标率 (mFAS, LSmean)

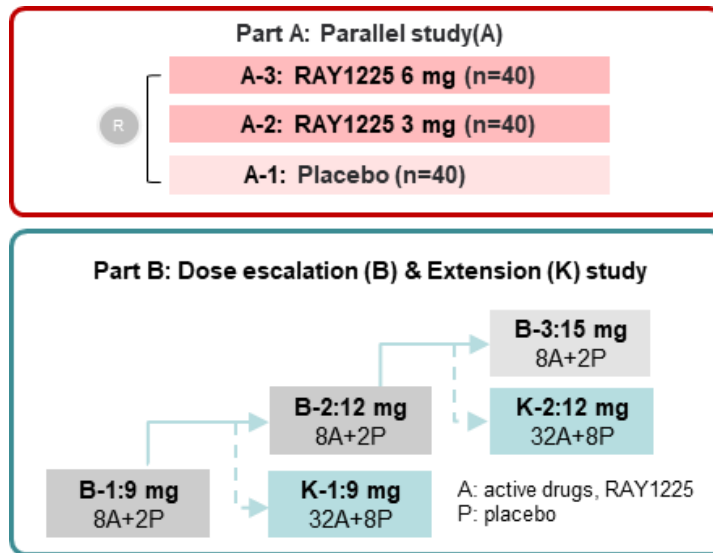


资料来源: 众生睿创微信公众号, 天风证券研究所

(2) SHINING-1 研究, 糖尿病:

研究概要: 研究采用剂量递增试验与扩展试验联合, 交错启动剂量组的试验设计, 包括 RAY1225 注射液 3mg、6mg、安慰剂对照平行研究, 和 9mg 及以上的剂量递增及扩展的安慰剂组内对照研究两部分, 入组 18 岁及以上的 2 型糖尿病患者。所有参与者均以滴定给药的方式接受 24 周皮下注射给药, 每两周给药 1 次, 共连续给药 12 次。

图 33: SHINING-1 研究设计



资料来源：众生睿创微信公众号，天风证券研究所

表 12：SHINING-1 基线人口统计学特征

指标	安慰剂 (N=52)	RAY1225 3mg (N=41)	RAY1225 6mg (N=39)	RAY1225 9mg (N=40)
年龄, 岁	47.4 (8.87)	48.3 (10.44)	47.6 (9.89)	48.7 (10.05)
性别				
男	33 (63.5%)	26 (63.4%)	18 (46.2%)	22 (55.0%)
女	19 (36.5%)	15 (36.6%)	21 (53.8%)	18 (45.0%)
体重, kg	77.36 (15.02)	79.74 (15.75)	75.91 (15.30)	81.97 (18.02)
BMI, kg/m ²	28.08 (4.11)	28.69 (3.82)	28.22 (4.55)	29.81 (5.17)
糖尿病病程, 年	4.44 (3.98)	5.48 (4.87)	4.12 (4.08)	5.37 (5.57)
糖尿病治疗状态				
初治	19 (36.5%)	16 (39.0%)	16 (41.0%)	14 (35.0%)
经治	33 (63.5%)	25 (61.0%)	23 (59.0%)	26 (65.0%)
空腹血糖, mmol/L	9.16 (1.94)	9.37 (2.36)	9.16 (2.20)	9.08 (1.89)
HbA1c, %	8.15 (1.16)	8.02 (0.89)	8.12 (1.14)	8.09 (0.81)
HbA1c 分层				
HbA1c <8.5%	35 (67.3%)	28 (68.3%)	25 (64.1%)	24 (60.0%)
HbA1c ≥8.5%	17 (32.7%)	13 (31.7%)	14 (35.9%)	16 (40.0%)

资料来源：众生睿创微信公众号，天风证券研究所

耐受性良好：RAY1225 注射液在 3~9mg 剂量范围内，所有剂量组均表现出良好的耐受性，未发现新增安全性信号，整体安全性特征与既往临床试验和 GLP-1 类药物类似，相对缓慢的滴定过程让患者在治疗过程中能够更加舒适地接受药物治疗。

胃肠道反应轻：在 SHINING-1 研究中，RAY1225 注射液引起的胃肠道不良反应严重程度大多较轻微，多发生在剂量滴定阶段。胃肠道不良反应的发生率低于同靶点药物替尔泊肽在以中国 2 型糖尿病人群为主的 SURPASS-AP-Combo III 期研究中的报道数据。其中，9mg 组的腹泻、恶心、呕吐的发生率较替尔泊肽 15mg 组分别低 9.1%、29.4%和 5.2%，无患者因胃肠道不良反应停用药物。

低血糖风险低：RAY1225 注射液的低血糖风险较低，未发生严重低血糖事件。患者在使用过程中不必过度担心低血糖的发生，能够更安心地进行降糖治疗。

表 13：SHINING-1 研究与 SURPASS-AP-Combo 安全性比较(n,%)

指标	RAY1225 (SHININ)	替尔泊肽 (SURPASS-AP-Combo)
----	---------------------	----------------------------

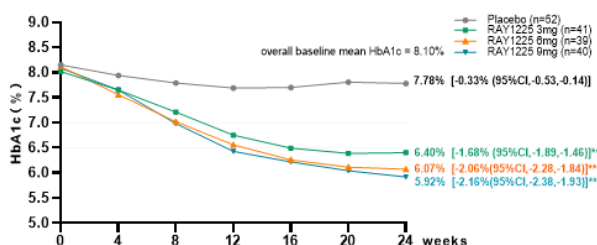
	G-1 研究)			研究)			
	安慰剂 (N=53)	3mg(N=41)	6mg(N=40)	9mg(N=40)	5mg(N=230)	10mg(N=228)	15mg(N=229)
TEAE	44(83.0%)	37(90.2%)	37(92.5%)	35(87.5%)	57(82.6%)	67(95.7%)	64(90.1%)
导致停止用药	0	0	0	1(2.5%)	10(4.3%)	30(13.2%)	28(12.2%)
TEAE							
GIAE							
腹泻	2(3.8%)	8(19.5%)	14(35.0%)	14(35.0%)	77(33.5%)	103(45.2%)	101(44.1%)
恶心	0	3(7.3%)	6(15.0%)	1(2.5%)	46(20.0%)	75(32.9%)	73(31.9%)
呕吐	1(1.9%)	1(2.4%)	4(10.0%)	3(7.5%)	21(9.1%)	34(14.9%)	29(12.7%)
低血糖	1(1.9%)	2(4.9%)	1(2.5%)	0	63(27.4%)	75(32.9%)	69(30.1%)

资料来源：众生睿创微信公众号，天风证券研究所

降糖效果：RAY1225 注射液 3~9mg 每两周 1 次给药，治疗 24 周后糖化血红蛋白(HbA1c)较基线变化的最小二乘均数可达 -1.68%~-2.16%，显著优于安慰剂组的 -0.33%。降糖达标率方面，RAY1225 各组 HbA1c < 7% 的达标率均 ≥ 80%；9mg 组 HbA1c < 7%、≤ 6.5% 和 < 5.7% 的比例分别可达 94.44%、88.89% 和 30.56%。与 SURMOUNT-CN 相比，RAY1225 在更低剂量下就实现了与替尔泊肽相近甚至更优的降糖效果，展现了其在降糖治疗方面的潜力和优势。

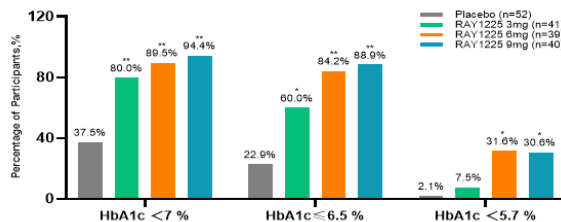
综合代谢改善：除了在降糖方面的显著效果外，RAY1225 注射液还对心血管代谢指标，如体重、腰围、血压、血脂和肝酶等方面有积极的影响，能够更全面地改善患者的代谢状况，为患者带来更广泛的健康益处。

图 34：糖化血红蛋白较基线变化 (FAS)



资料来源：众生睿创微信公众号，天风证券研究所

图 35：治疗 24 周降糖达标率 (FAS)



资料来源：众生睿创微信公众号，天风证券研究所

截至 2026 年 4 月，公司国内 2 型糖尿病及肥胖均处于临床 III 期，多个新适应症在申报过程中。2025 年 12 月及 2026 年 1 月，公司 2 型糖尿病（经治）及 2 型糖尿病（初治）均完成全部患者入组，临床高效推进。

表 14：RAY1225 临床进度

适应症	地区	临床阶段	进展时间
2 型糖尿病	国内	临床 III 期	2025/7/30
肥胖	国内	临床 III 期	2025/3/25
肥胖	境外	申报临床	2025/2/8
代谢功能障碍相关脂肪性肝炎	国内	申报临床	2025/12/3
阻塞型睡眠呼吸暂停	国内	申报临床	2026/1/22

资料来源：Insight 数据库，天风证券研究所

2026 年 1 月 16 日，公司与齐鲁制药举行战略合作签约仪式，宣布就创新药物 GLP-1/GIP 双靶点受体超长效激动剂 RAY1225 注射液签订许可协议，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，众生睿创保留许可知识产权的全部权利、权属和权益。在满足协议约定的条款下，众生睿创将获得首付款和里程碑付款总金额为人民币 100,000 万元，包括首付款人民币 20,000 万元、开发和销售里程碑最高合计人民币 80,000 万元，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。同时，众生睿创将继续负责推进相关适应症在合作区域的临床开发和注册等工作。

本次合作有助于发挥众生睿创 RAY1225 注射液领先的产品优势和齐鲁制药强大的商业化优势，进一步加速未来 RAY1225 注射液在中国地区的商业化进程，有效满足国内巨大的临床需求。

3.4. First-in-Class 药物 ZSP1601：用于 MASH 治疗，处于 IIb 期临床试验阶段

ZSP1601 片是众生睿创研发、国内首个获批临床用于治疗代谢功能障碍相关脂肪性肝炎（MASH）的一类创新药，是一种泛磷酸二酯酶（PDE）抑制剂，具有全新作用机制和全球自主知识产权的 First-in-Class 药物。目前正在开展 IIb 期临床试验，2024 年 12 月参与者入组已完成。

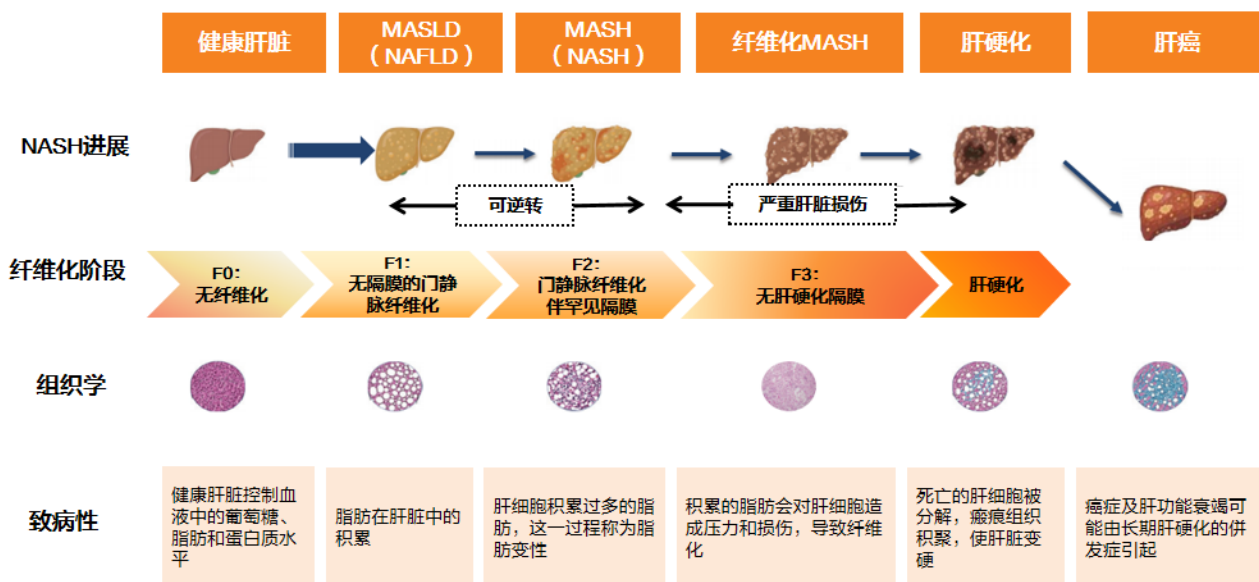
表 15：ZSP1601 产品进展

时间	产品进展
2018 年 9 月	“化药 1 类新药 ZSP1601 治疗非酒精性脂肪肝的 I/II 期临床研究”、“化药 1 类新药 ZSP1603 治疗特发性肺纤维化的 I/II 期临床研究”获得国家“重大新药创制”科技重大专项支持
2019 年 3 月	ZSP1601 完成 I 期临床
2021 年 10 月	ZSP1601 片 IIb/II a 期临床试验获得积极结果
2022 年 6 月	ZSP1601 入围 2022 年度欧洲肝病协会（EASL）肝病国际大会
2022 年 10 月	ZSP1601 IIb 期临床实验方案讨论会在公司总部举行
2023 年 6 月	ZSP1601 片 IIb 期临床试验全国研究者在广州召开，并于当日迎来首例受试者入组
2024 年 7 月	ZSP1601 片 IIb 期临床研究中期研究者在广州召开
2024 年 12 月	ZSP1601 片正处于临床快速推进中，已完成 IIb 期临床入组

资料来源：众生睿创官网，天风证券研究所

MASH 治疗市场前景广阔，对应治疗药品需求待满足：非酒精性脂肪性肝病（NAFLD）是遗传易感个体由于营养过剩和胰岛素抵抗引起的慢性进展性肝病，疾病谱包括非酒精性脂肪肝（NAFL）、非酒精性脂肪性肝炎（NASH）及其相关纤维化和肝硬化。NASH 属于坏死性发炎过程，肝细胞由于脂肪累积而受到损，可导致肝脏般痕，可能会发展为肝硬化及肝癌。在 2023 年 EASL 年会上，非酒精性脂肪性肝病（NAFLD）、非酒精性脂肪性肝炎(NASH) 分别更名为代谢功能障碍相关的脂肪性肝病（MASLD）、代谢功能障碍相关的脂肪性肝炎（MASH）。

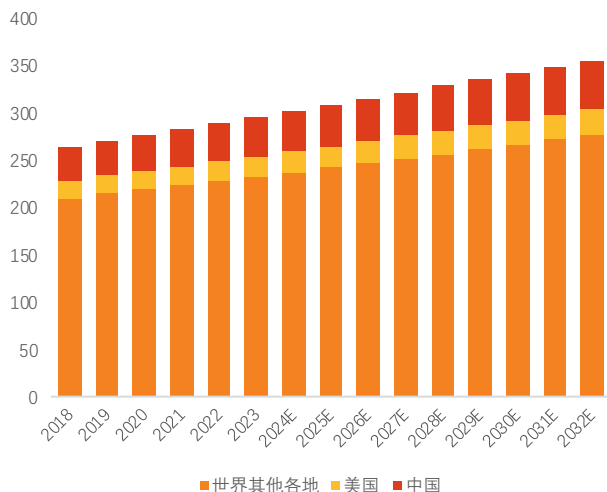
图 36：NASH 在不同阶段的发展情况



资料来源: ALF, NIHR, NIDDK, 灼识咨询, 派格生物医药招股书, 天风证券研究所

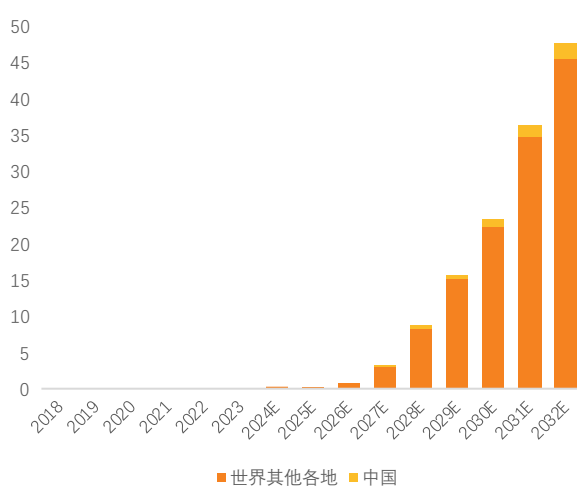
MASH 已成为全球性的健康问题，患病率逐年上升。2023 年全球/中国 MASH 患病人数分别达 2.96 亿人、4150 万人，预计到 2032 年全球将有 3.56 亿 MASH 患者，其中中国患病人数达 5080 万人。而 MASH 由于多通路治病机制、靶点验证难度高，药物研发难度较大，目前全球仅 2 款以 MASH 为适应症的药品上市，一款为 2020 年上市的全球首个治疗 MASH 的药物 Saroglitazar (PPAR α/γ 双重激动剂)，但仅在印度获批，未得到广泛使用；一款为 2024 年 3 月 FDA 获批上市的甲状腺激素受体 β -选择性激动剂 resmetirom (商品名: Rezdiffra)，用于治疗患有中度至晚期肝纤维化的 MASH 患者，被广泛认可为首款治疗 MASH 的药物，标志着 MASH 治疗进入新阶段。根据灼识咨询预测，2032 年 MASH 药物市场规模将达 476 亿美元，其中中国市场规模为 22 亿美元。

图 37: 2018-2032E MASH 患病率 (百万名患者)



资料来源: 派格生物医药招股说明书, 天风证券研究所

图 38: 2018-2032E MASH 药物市场规模 (十亿美元)



资料来源: 派格生物医药招股说明书, 天风证券研究所

公司已布局 2 款 MASH 治疗药物，其中 ZSP1601 在国产药物中进度靠前。中国 MASH 药物研发活跃，但大多数企业仍处于早期研发阶段，批准临床和临床 I 期数量最多。中国 MASH 药物研发靶点众多，较为集中在 THR β 、FXR、GLP-1R 靶点。公司在 MASH 治疗领域共布局 2 款药品，ZSP1601 (适应症为 MASH 治疗)、RAY1225 (适应症包括减重、降糖、MASH 治疗)，具备数量优势，且 ZSP1601 在国产在研 MASH 药物中进度靠前 (目前国内 23 款 MASH 治疗药品处 II、III 期临床试验阶段，其中国产研发进度靠前的有 12 家均处于 II 期临床试验阶段，ZSP1601 为其中之一)。

表 16：中国 II 期临床试验以上 MASH 在研药物

成分	靶点	企业名称	MASH 适应症国内状态	国产/进口
Survodutide	GCCR, GLP1R	勃林格殷格翰制药	临床 III 期	进口
拉尼兰诺	PPAR α , PPAR γ , PPAR δ	正大天晴	临床 III 期	进口
司美格鲁肽	GLP1R	诺和诺德制药	临床 III 期	进口
利莫那班	CNR1, GPR55	赛诺菲制药	临床 III 期	进口
玛仕度肽	GCCR, GLP1R	信达生物	临床 II 期	国产
DR10624	FGF21, GCCR, GLP1R	华东医药	临床 II 期	国产
小檗碱熊去氧胆酸盐	EIF2AK2	深圳君圣泰生物技术	临床 II 期	国产
Efinopegdutide	GCCR, GLP1R	默沙东制药	临床 II 期	进口
HSK31679	THRB	海思科	临床 II 期	国产
VSA006	HSD17B13	维亚臻生物	临床 II 期	国产
AP025	FGF21	正大天晴	临床 II 期	国产
AZD2693	PNPLA3	阿斯利康制药	临床 II 期	进口
ZSP1601	PDE	众生药业	临床 II 期	国产
西格列他钠	PPAR	微芯药业	临床 II 期	国产
HEC96719	FXR	东阳光药业	临床 II 期	国产
Ervogastat	DGAT2	辉瑞制药	临床 II 期	进口
MK 3655	FGFR1, KLB	默沙东制药	临床 II 期	进口
Tropifexor	FXR	诺华制药	临床 II 期	进口
地尼法司	FASN	歌礼生物科技	临床 II 期	国产
Clesacostat	ACCCase	辉瑞制药	临床 II 期	进口
Licogliflozin	SGLT1, SGLT2	诺华制药	临床 II 期	进口
UBT251	GCCR, GIPR, GLP1R	联邦制药	临床 II 期	国产
ASC41	THRB	歌礼药业	临床 II 期	国产

资料来源：Insight 数据库，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

基本假设：

- (1) 中成药：我们预计 2025-2027 年中成药板块销售收入增速有望达到 7.4%/7.7%/6.6%；
- (2) 化学药：我们预计 2025-2027 年化学药板块销售收入增速有望达到 22%/18%/16%；
- (3) 中药材及中药饮片：我们预计 2025-2027 年原料药及中间体板块销售收入有望实现 3%/3%/3%；
- (4) 原料药及中间体：我们预计 2025-2027 年中药材及中药饮片板块销售收入有望实现 15%/15%/15%；
- (5) 其他业务：我们预计 2025-2027 年公司其他业务销售收入增速有望实现 10%/10%/10%。

表 17：众生药业主营业务收入预测

合计	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（亿元）	26.11	24.67	27.66	30.85	34.06
YoY	-2.45%	-5.48%	12.10%	11.54%	10.41%
中成药销售收入（亿元）	13.91	13.00	13.96	15.03	16.02
YoY	-14.86%	-6.55%	7.38%	7.69%	6.55%
化学药销售收入（亿元）	9.62	9.00	10.98	12.95	15.02

YoY	17.17%	-6.44%	22.00%	18.00%	16.00%
中药材及中药饮片销售收入 (亿元)	2.06	1.96	2.12	2.18	2.25
YoY	18.14%	-4.80%	3.00%	3.00%	3.00%
原料药中间体销售收入 (亿元)	0.42	0.30	0.35	0.40	0.46
YoY	13.63%	-26.98%	15.00%	15.00%	15%
其他业务收入 (亿元)	0.10	0.23	0.26	0.28	0.31
YoY	-3.10%	124.68%	10.00%	10%	10%

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

4.2. 估值与投资评级

采用可比公司估值法对公司进行估值，公司主营业务包括中药、化学药及创新药，我们将泰恩康、信立泰、特一药业、奥赛康作为可比公司。

考虑到公司中药、化学仿制药业务稳健增长；在呼吸领域多款创新药品上市，有望带动业绩加速增长；在代谢领域 RAY1225 兼具长效、安全性优势，有望在广阔减重市场中通过差异化优势取得明显市场份额，给予公司 2026 年 55 倍 PE，目标价 23.37 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 18：可比公司估值

公司简称	收盘价	目前市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE(X)			
			2023A	2024A	2025E	2026E	2023A	2024A	2025E	2026E
泰恩康	28.5	121.4	1.6	1.1	0.9	2.1	75.8	112.2	130.5	59.2
信立泰	55.5	618.9	5.8	6.0	6.5	7.9	106.7	102.9	95.0	78.2
特一药业	10.2	52.5	2.5	0.2	0.8	1.7	20.7	256.2	64.3	30.2
奥赛康	15.6	144.8	-1.5	1.6	2.9	4.7	(97.5)	90.3	50.0	30.9
可比公司平均	27.5	234.4	2.1	2.2	2.8	4.1	26.4	140.4	85.0	49.6

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：预测数据来源为万得一致预期，收盘价及总市值为 2026 年 4 月 24 日收盘数据。

5. 风险提示

行业风险

医药行业受国家相关政策的影响很大，比如受到 DRG/DIP 医保支付改革、集采提质扩面、价格治理等行业政策影响药品价格承压。在药品招标采购价格联动和下降的普遍趋势下，如果公司产品未中标或中标价格大幅下降，市场准入难度加大等或对公司业绩造成不利影响。

研发风险

新药研发需要资金投入较大，存在研发不确定性及研发周期可能延长的风险。

国内市场竞争风险

国内药品市场竞争激烈，公司目前在研管线国内已有众多企业布局，存在后续市场竞争加剧影响上市后产品销售预期的风险。

股价异动风险

2025 年 6 月 10 日公司发布股价交易异动公告，2025 年 6 月 9 日及 6 月 10 日连续两个交易日内日收盘价格涨幅偏离值累计超过 20%，存在股价异动风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,252.04	1,399.45	936.33	892.30	735.48
应收票据及应收账款	978.29	999.60	1,197.60	1,303.21	1,429.27
预付账款	87.34	84.20	124.39	92.28	143.39
存货	520.39	441.48	689.11	519.12	784.50
其他	1,122.54	538.07	539.35	545.10	542.53
流动资产合计	3,960.61	3,462.80	3,486.79	3,352.00	3,635.17
长期股权投资	1.82	2.44	7.44	17.44	32.44
固定资产	569.10	658.11	576.04	492.99	409.03
在建工程	123.55	27.58	35.84	44.93	54.92
无形资产	985.05	807.41	953.44	1,184.47	1,258.01
其他	818.40	595.14	588.65	578.65	563.65
非流动资产合计	2,497.92	2,090.69	2,161.43	2,318.49	2,318.06
资产总计	6,458.52	5,553.49	5,648.22	5,670.49	5,953.23
短期借款	621.49	303.46	200.00	150.00	120.00
应付票据及应付账款	93.78	93.10	158.20	98.42	175.22
其他	300.04	806.92	862.99	836.40	888.35
流动负债合计	1,015.31	1,203.48	1,221.18	1,084.82	1,183.56
长期借款	97.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	820.53	339.90	339.90	339.90	339.90
非流动负债合计	917.53	339.90	339.90	339.90	339.90
负债合计	1,932.85	1,543.38	1,561.09	1,424.72	1,523.47
少数股东权益	169.37	95.34	91.87	87.63	82.60
股本	853.35	851.56	849.93	849.93	849.93
资本公积	1,807.10	1,779.54	1,779.54	1,779.54	1,779.54
留存收益	1,705.63	1,236.91	1,362.09	1,515.11	1,696.35
其他	(9.78)	46.76	3.69	13.56	21.33
股东权益合计	4,525.68	4,010.11	4,087.13	4,245.77	4,429.76
负债和股东权益总计	6,458.52	5,553.49	5,648.22	5,670.49	5,953.23

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	249.90	(373.96)	295.49	361.20	427.82
折旧摊销	121.39	125.03	132.77	147.94	155.44
财务费用	34.81	24.47	(1.80)	(2.01)	(2.58)
投资损失	(23.53)	(24.87)	(31.58)	(26.66)	(27.70)
营运资金变动	195.32	(440.86)	(364.44)	4.39	(311.25)
其它	(387.28)	1,028.04	(8.19)	(10.01)	(11.86)
经营活动现金流	190.61	337.84	22.25	474.84	229.86
资本支出	97.97	217.42	205.00	305.00	155.00
长期投资	(2.45)	0.63	5.00	10.00	15.00
其他	(838.75)	166.62	(383.42)	(593.34)	(297.30)
投资活动现金流	(743.24)	384.67	(173.42)	(278.34)	(127.30)
债权融资	(191.64)	93.90	(101.66)	(47.99)	(27.42)
股权融资	382.51	(143.13)	(210.28)	(192.54)	(231.96)
其他	650.85	(512.94)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	841.72	(562.17)	(311.95)	(240.53)	(259.39)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	289.09	160.34	(463.12)	(44.03)	(156.82)

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,610.55	2,467.42	2,766.10	3,085.25	3,406.36
营业成本	1,080.88	1,084.82	1,208.97	1,318.86	1,428.40
营业税金及附加	24.92	21.45	24.05	26.83	29.62
销售费用	889.90	850.43	950.61	1,051.04	1,153.62
管理费用	155.65	151.75	168.74	183.58	197.57
研发费用	127.37	111.20	124.66	139.05	153.52
财务费用	16.78	8.83	(1.80)	(2.01)	(2.58)
资产/信用减值损失	(16.35)	(552.34)	(11.33)	(11.09)	(12.14)
公允价值变动收益	(65.23)	(18.22)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	23.53	24.87	31.58	26.66	27.70
其他	41.73	26.81	31.55	33.37	30.58
营业利润	298.73	(279.95)	342.66	416.85	492.35
营业外收入	1.19	0.17	0.54	0.63	0.45
营业外支出	16.27	56.10	9.13	9.13	9.13
利润总额	283.66	(335.88)	334.07	408.35	483.67
所得税	33.76	38.08	46.77	57.17	67.71
净利润	249.90	(373.96)	287.30	351.18	415.95
少数股东损益	(13.37)	(74.81)	(8.19)	(10.01)	(11.86)
归属于母公司净利润	263.27	(299.16)	295.49	361.20	427.82
每股收益(元)	0.31	(0.35)	0.35	0.42	0.50

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-2.45%	-5.48%	12.10%	11.54%	10.41%
营业利润	-20.18%	-193.71%	-222.40%	21.65%	18.11%
归属于母公司净利润	-18.25%	-213.63%	-198.77%	22.24%	18.44%
获利能力					
毛利率	58.60%	56.03%	56.29%	57.25%	58.07%
净利率	10.08%	-12.12%	10.68%	11.71%	12.56%
ROE	6.04%	-7.64%	7.40%	8.69%	9.84%
ROIC	11.55%	-12.60%	12.32%	12.66%	14.18%
偿债能力					
资产负债率	29.93%	27.79%	27.64%	25.13%	25.59%
净负债率	-11.68%	-14.30%	-5.23%	-5.18%	-2.10%
流动比率	3.90	2.88	2.86	3.09	3.07
速动比率	3.39	2.51	2.29	2.61	2.41
营运能力					
应收账款周转率	2.39	2.49	2.52	2.47	2.49
存货周转率	5.21	5.13	4.89	5.11	5.23
总资产周转率	0.43	0.41	0.49	0.55	0.59
每股指标(元)					
每股收益	0.31	-0.35	0.35	0.42	0.50
每股经营现金流	0.22	0.40	0.03	0.56	0.27
每股净资产	5.10	4.60	4.70	4.89	5.11
估值比率					
市盈率	59.51	-52.26	52.81	43.20	36.48
市净率	3.60	3.99	3.91	3.75	3.59
EV/EBITDA	21.22	8.51	31.24	26.27	22.89
EV/EBIT	27.03	9.66	43.85	35.96	30.31

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com