

利润高增，创新药进入收获期

——众生药业 25 年报&26 一季报点评

核心观点

- **减值压力消退，利润持续高增。**2025 年公司实现营收 25.23 亿元（同比+2.2%），归母净利润 2.76 亿元（同比+192.2%），扣非归母净利润 2.81 亿元（同比+208.0%）。利润大幅增长主要系 24 年计提大额资产减值，25 年减值压力消退，叠加费用端控制良好（销售/管理/研发费用率同比降低 1.4pct）。26Q1 公司实现营收 6.24 亿元（同比-1.6%），归母净利润 9982 万元（同比+20.8%），扣非归母净利润 1.03 亿元（同比+30.9%），费用控制效果持续显现（销售/管理/研发费用率同比降低 3.0pct），利润端高增。我们认为在集采出清的背景下，公司创新药（昂拉地韦等）加速放量，营收和利润将会快速增长。
- **集采出清，业务基本企稳回升。**分板块看，25 年中成药收入 13.22 亿元（同比+0.3%），化学药收入 9.20 亿元（同比+2.3%），中药材及中药饮片收入 2.07 亿元（同比+5.8%），原料药及中间体收入 5823 万元（同比+91.0%），主要系定制化订单增加。公司为有效对冲集采冲击，围绕核心产品以销量增长打开市场空间，通过工艺改进与供应链整合实现成本优化，精细化费用管控体系，最终实现“以量补价”，目前来看集采影响已逐步消退，主要业务板块均企稳回升。
- **创新药进入收获期，RAY1225 催化临近。**今年是昂拉地韦进入医保目录后的首个年度，商业化表现值得期待。此外，昂拉地韦青少年适应症及颗粒剂型的儿童适应症两项 III 期临床均已获得积极顶线结果，青少年适应症已递交 NDA，适应症持续拓展。RAY1225 迅速推进：1）减重和降糖：3 项 III 期临床均完成入组，今年有望读出数据；2）MASH 及肥胖合并 OSA：已批准临床；3）BD：减重和降糖适应症在中国地区的生产与商业化销售已与齐鲁制药达成许可授权合作。ZSP1601 治疗 MASH 的 IIb 期临床已完成临床观察，正进行数据清理。整体来看，今年是公司创新药商业化放量加速及重要临床数据读出的重要阶段，创新成色不断提升。

盈利预测与投资建议

- 根据 25 年报&26 年一季报，我们下调收入假设，预测公司 26-28 年每股收益分别为 0.35/0.38/0.43 元（原 26-27 年预测为 0.41/0.48 元），根据可比公司，给予公司 2026 年 57 倍市盈率，对应目标价为 19.95 元，维持“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

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,467	2,523	2,833	3,009	3,175
同比增长(%)	-5.5%	2.2%	12.3%	6.2%	5.5%
营业利润(百万元)	(280)	298	383	408	457
同比增长(%)	-193.7%	206.6%	28.3%	6.5%	12.2%
归属母公司净利润(百万元)	(299)	276	300	321	363
同比增长(%)	-213.6%	192.2%	9.0%	6.9%	12.9%
每股收益(元)	(0.35)	0.32	0.35	0.38	0.43
毛利率(%)	56.0%	56.1%	56.5%	56.2%	56.0%
净利率(%)	-12.1%	10.9%	10.6%	10.7%	11.4%
净资产收益率(%)	-7.2%	6.9%	7.2%	7.3%	7.9%
市盈率	(52.2)	56.7	52.0	48.6	43.1
市净率	4.0	3.9	3.6	3.5	3.3

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（维持）

股价（2026年04月30日）	18.39 元
目标价格	19.95 元
52 周最高价/最低价	27.97/10.95 元
总股本/流通 A 股（万股）	84,993/76,162
A 股市值（百万元）	15,630
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2026 年 05 月 06 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-0.33	-1.39	-3.97	67.9
相对表现%	-0.77	-8.41	-6.12	40.4
沪深 300%	0.44	7.02	2.15	27.5



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
胡俊涛	执业证书编号：S0860526040002 hujuntao@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告

中药基本盘稳健，创新管线步入收获期： 2026-01-31
众生药业首次覆盖报告

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)					市盈率			
		2026/4/30	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
特一药业	002728	9.93	0.16	0.34	0.50	0.58	62.41	29.29	19.80	17.05	
泰恩康	301263	28.85	0.07	0.44	0.98	1.73	428.68	66.00	29.58	16.63	
诚达药业	301201	41.24	-0.08	0.52	1.26	2.51	-534.89	79.88	32.81	16.45	
信立泰	002294	51.29	0.58	0.72	0.90	1.19	87.77	71.54	57.10	42.95	
奥赛康	002755	16.95	0.25	0.49	0.68	0.71	66.50	34.83	24.93	24.02	
	最大值						428.68	79.88	57.10	42.95	
	最小值						(534.89)	29.29	19.80	16.45	
	平均数						22.09	56.31	32.84	23.42	
	调整后 平均							57	29	19	

数据来源：wind，东方证券研究所

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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,399	985	1,417	1,505	1,587	营业收入	2,467	2,523	2,833	3,009	3,175
应收票据、账款及款项融资	1,000	1,222	1,133	1,204	1,270	营业成本	1,085	1,107	1,232	1,317	1,396
预付账款	84	76	85	90	95	销售费用	850	870	945	976	998
存货	441	365	554	593	628	管理费用	152	143	148	155	160
其他	538	395	517	518	519	研发费用	111	91	93	97	100
流动资产合计	3,463	3,044	3,706	3,910	4,100	财务费用	9	(5)	16	32	36
长期股权投资	2	2	2	2	2	资产、信用减值损失	552	31	18	24	24
固定资产	658	643	720	792	864	公允价值变动收益	(18)	(19)	(20)	(20)	(20)
在建工程	28	151	270	368	449	投资净收益	25	17	25	25	25
无形资产	327	504	476	447	417	其他	5	15	(4)	(6)	(8)
其他	1,075	785	1,114	1,114	1,114	营业利润	(280)	298	383	408	457
非流动资产合计	2,091	2,086	2,582	2,723	2,846	营业外收入	0	1	0	0	0
资产总计	5,553	5,130	6,288	6,632	6,946	营业外支出	56	3	22	22	22
短期借款	303	319	1,105	1,263	1,358	利润总额	(336)	297	361	386	436
应付票据及应付账款	93	118	111	119	126	所得税	38	30	54	58	65
其他	807	282	318	320	322	净利润	(374)	267	307	328	370
流动负债合计	1,203	718	1,535	1,702	1,806	少数股东损益	(75)	(9)	6	7	7
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	(299)	276	300	321	363
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	-0.35	0.32	0.35	0.38	0.43
其他	340	261	346	346	346						
非流动负债合计	340	261	346	346	346	主要财务比率					
负债合计	1,543	980	1,881	2,048	2,152		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	95	92	98	104	112	成长能力					
实收资本(或股本)	852	850	850	850	850	营业收入	-5.5%	2.2%	12.3%	6.2%	5.5%
资本公积	1,771	1,816	1,816	1,816	1,816	营业利润	-193.7%	206.6%	28.3%	6.5%	12.2%
留存收益	1,237	1,342	1,643	1,814	2,016	归属于母公司净利润	-213.6%	192.2%	9.0%	6.9%	12.9%
其他	55	50	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	4,010	4,150	4,407	4,585	4,794	毛利率	56.0%	56.1%	56.5%	56.2%	56.0%
负债和股东权益总计	5,553	5,130	6,288	6,632	6,946	净利率	-12.1%	10.9%	10.6%	10.7%	11.4%
						ROE	-7.2%	6.9%	7.2%	7.3%	7.9%
						ROIC	-6.0%	5.7%	6.8%	6.6%	7.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	27.8%	19.1%	29.9%	30.9%	31.0%
净利润	(374)	267	307	328	370	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	92	110	41	42	43	流动比率	2.88	4.24	2.41	2.30	2.27
财务费用	9	(5)	16	32	36	速动比率	2.51	3.73	2.05	1.95	1.92
投资损失	(25)	(17)	(25)	(25)	(25)	营运能力					
营运资金变动	113	(124)	(90)	(106)	(99)	应收账款周转率	4.9	4.6	5.0	5.2	5.1
其它	522	74	(326)	20	20	存货周转率	2.3	2.7	2.7	2.3	2.3
经营活动现金流	338	305	(78)	290	345	总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
资本支出	83	(341)	(204)	(183)	(167)	每股指标(元)					
长期投资	(11)	2	(2)	0	0	每股收益	-0.35	0.32	0.35	0.38	0.43
其他	313	385	(202)	5	5	每股经营现金流	0.40	0.36	-0.09	0.34	0.41
投资活动现金流	385	46	(408)	(178)	(162)	每股净资产	4.61	4.77	5.07	5.27	5.51
债权融资	(78)	(648)	146	0	0	估值比率					
股权融资	30	43	0	0	0	市盈率	-52.2	56.7	52.0	48.6	43.1
其他	(514)	(131)	771	(25)	(101)	市净率	4.0	3.9	3.6	3.5	3.3
筹资活动现金流	(562)	(736)	917	(25)	(101)	EV/EBITDA	-82.5	36.6	33.6	30.6	27.5
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	-54.4	50.3	37.0	33.5	29.9
现金净增加额	160	(384)	431	88	83						

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

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。