

众生药业 (002317.SZ)

创新成果密集落地, ZSP1601 数据表现亮眼

我们认为在经历核心产品集采后公司以中药+化药为核心的主业迎来企稳回升, 为公司创新转型奠定基础, 提供资金来源。公司转型创新成果显著, 过去 3 年间取得 2 项 1 类创新药上市批文, 处于行业前列, 验证了公司创新实力, 聚焦代谢和呼吸疾病的差异化布局也使得公司免于红海竞争而更能发挥自身优势, RAY1225、ZSP1601 等在研创新药均显示出 BIC 潜力, 是后续增长重要来源。

- 主业企稳回升, 中药和化药协同发展为公司创新转型奠定坚实基础。
2022-2023 年核心产品复方血栓通系列和脑栓通胶囊陆续纳入集采使得公司短期业绩承压, 但随着降价等因素得到消化, 以及中药产品渠道拓展, 化学药新品种的上市, 从 2025 年起公司收入和利润企稳回升。
- 创新药: 聚焦呼吸和代谢两大领域。公司创新药业务以子公司众生睿创为核心平台, 以代谢性疾病和呼吸系统疾病为核心开发方向, 避开肿瘤市场红海竞争。1) 呼吸系统, 已推进 2 款 1 类创新药上市, 验证研发实力, 来瑞特韦片是中国首个获批上市的 3CL 单药抗新冠病毒创新药, 昂拉地韦片则是全球首个上市的 PB2 靶点的 RNA 聚合酶抑制剂, 于 2025 年 5 月上市, 是中国第二个上市的国产抗流感创新药, 青少年和儿童适应症也均处于 NDA 阶段; 2) 代谢疾病: 在减重领域, 公司拥有丰富产品矩阵, 包括靶向 GLP1/GIP 受体的超长效多肽 RAY1225, 同时积极探索 Amylin 类长效多肽药物、Amylin 类小分子口服药物、GLP-1RA 类长效多肽类药物等前沿技术和潜在靶点, RAY1225 在安全性和给药频次方面具备差异化优势, 国内商业化和生产权益授权齐鲁制药, 将是公司未来业绩的重要驱动力。
- ZSP1601: 治疗 MASH 的 FIC 药物, II b 数据惊艳。ZSP1601 是众生睿创自主开发的目前全球唯一用于治疗 MASH 的 Pan-PDE 抑制剂, MASH 市场存在巨大未满足临床需求, ZSP1601 II b 临床数据显示, ZSP1601 实现抗纤维化、降低肝脏脂肪含量和改善肝酶三重获益, 且安全性和耐受性良好, 市场潜力巨大。
- 盈利预测与投资建议。我们看好公司聚焦代谢和呼吸两大领域的创新能力, RAY1225、ZSP1601 等重点品种将为公司未来增长助力。预计 2026-2028 年将实现归母净利润 3.0/3.4/3.9 亿元, 同比增长 8.1%/14.7%/13.4%, 首次覆盖, 给予“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示: 政策风险, 研发失败, 竞争加剧, 市场推广不及预期风险等。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	2467	2523	2758	2966	3181
同比增长	-5%	2%	9%	8%	7%
营业利润(百万元)	(280)	298	325	372	422
同比增长	-194%	207%	9%	14%	13%
归母净利润(百万元)	(299)	276	298	342	388
同比增长	-214%	192%	8%	15%	13%
每股收益(元)	-0.35	0.32	0.35	0.40	0.46
PE	-66.9	72.6	67.1	58.5	51.6
PB	5.1	4.9	4.8	4.6	4.3

资料来源: 公司数据、招商证券

强烈推荐 (首次)

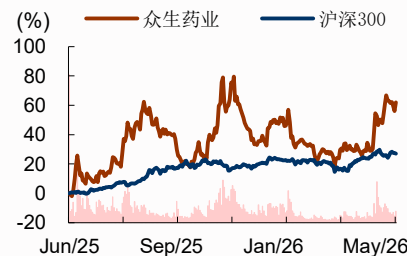
消费品/生物医药
目标估值: NA
当前股价: 23.54 元

基础数据

总股本 (百万股)	850
已上市流通股 (百万股)	762
总市值 (十亿元)	20.0
流通市值 (十亿元)	17.9
每股净资产 (MRQ)	4.9
ROE (TTM)	7.0
资产负债率	20.4%
主要股东	张玉冲
主要股东持股比例	10.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	26	-11	92
相对表现	24	-19	65



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 梁广楷 S1090524010001
lianguanguangkai@cmschina.com.cn
许菲菲 S1090520040003
xufeifei@cmschina.com.cn
欧阳京 S1090524070012
ouyangjing@cmschina.com.cn

正文目录

一、主业企稳回升，中药和化药协同发展.....4

1.1 中成药：集采影响已过，渠道拓展助力放量5

1.2 化学药：推进高壁垒产品研发，品种不断丰富7

二、创新成果显著，聚焦代谢和呼吸两大领域.....9

2.1 呼吸：2 款创新药上市，昂拉地韦具备差异化优势9

2.1 代谢：减重管线齐全，双靶 GLP-1 授权齐鲁12

三、ZSP1601: II b 数据惊艳，差异化的 MASH 治疗 FIC 药物15

四、盈利预测与投资建议.....18

五、风险提示18

图表目录

图 1：公司营业收入及增速（百万元）4

图 2：公司归母净利润及增速（百万元）4

图 3：公司毛利率及净利率.....4

图 4：公司三费费率.....4

图 5：2025 年公司销售收入结构.....5

图 6：2017-2024 年公司毛利额结构5

图 7：2017-2025 年中成药销售收入及增速（百万元）5

图 8：2017-2025 年中成药毛利率.....5

图 9：2022-2024 年城市公立医院和实体药店眼科中成药 TOP10（万元）6

图 10：2020-2024 年众生复方血栓通制剂院内销售额（亿元）6

图 11：2024 年复方血栓通制剂院内竞争格局6

图 12：2016-2025 年化学药销售收入与增速（百万元）8

图 13：2016-2025 年化学药毛利率.....8

图 14：众生睿创产品管线9

图 15：来瑞特韦片研发历程.....10

图 16：2016-2024 年中国抗流感药物市场规模（亿元）10

图 17：2019-2023 年中国抗流感药物竞争格局10

图 18：2021-2024 年速福达在三大终端销售额（万元）11

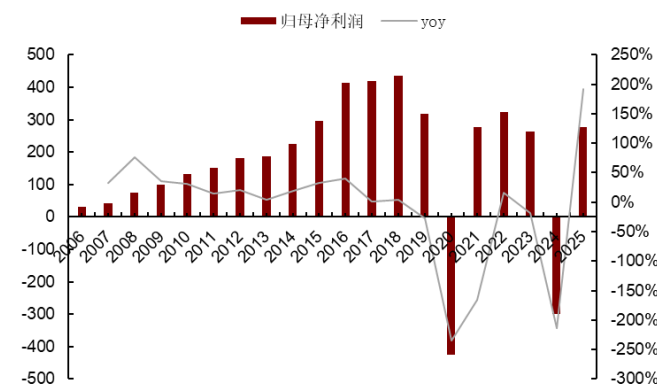
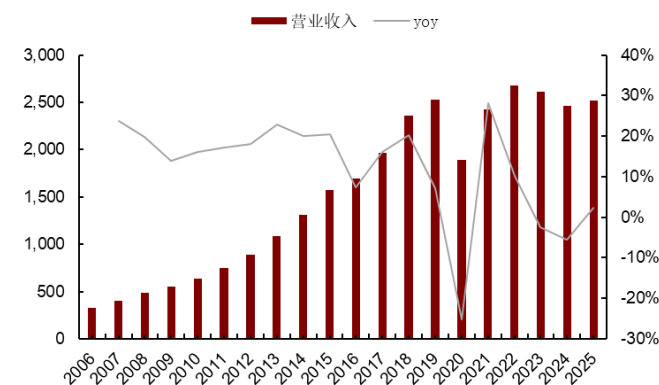
图 19: 昂拉地韦片作用机制.....	12
图 20: III期临床试验中病毒载量下降幅度和速度.....	12
图 21: 昂拉地韦片III期临床试验结果.....	12
图 22: 2020-2034 年全球超重/肥胖症药物市场规模（亿美元）.....	13
图 23: 2020-2034 年中国超重/肥胖症药物市场规模（亿美元）.....	13
图 24: 2025 年替尔泊肽成长为全球最畅销药物（亿美元）.....	13
图 25: RAY1225 减重适应症II期临床实验有效性.....	14
图 26: RAY1225 临床II期显示出更好安全性.....	14
图 27: 中国进入III期临床双激动剂减重药物对比.....	14
图 28: ZSP1601 治疗 MASH 作用机制.....	15
图 29: ZSP1601 治疗 NAFLD 的 I b/II a 临床结果.....	15
图 30: MASH 是一类慢性进展性肝脏疾病.....	16
图 31: 全球 MASH 患者人数（亿人）.....	16
图 32: 全球 MASH 药物市场规模（亿美元）.....	16
图 33: 2Q24-1Q26Rezdiffra 销售额（百万美元）.....	17
表 1: 复方血塞通系列制剂集采结果.....	6
表 2: 脑栓通胶囊集采结果.....	7
表 3: 中国抗流感创新药在研管线.....	11
表 4: 部分跨国药企在 MASH 领域达成的合作和并购交易.....	17
表 5: 公司主营业务收入拆分（百万元）.....	18
附：财务预测表.....	19

一、主业企稳回升，中药和化药协同发展

2019 年以前，在公司核心产品复方血栓通系列和脑栓通胶囊等品种带领下公司收入和利润均实现稳定增长，2020 年以后受疫情以及复方血栓通系列产品和脑栓通胶囊陆续纳入集采影响，公司收入有所波动。大额的资产减值也使得 2020 和 2024 年公司净利润出现亏损。而随着核心产品集采的落地以及昂拉地韦片等创新产品上市销售，2025 年公司业绩开始企稳回升，2025 年实现收入 25.2 亿元，同比增长 2.2%，归母净利润 2.8 亿元，净利率也恢复至正常水平。

图 1：公司营业收入及增速（百万元）

图 2：公司归母净利润及增速（百万元）

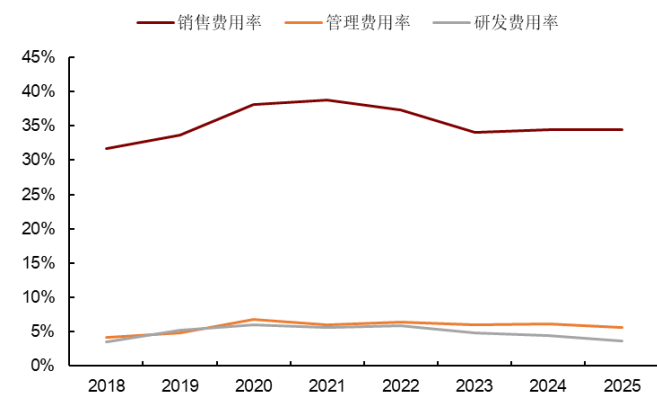
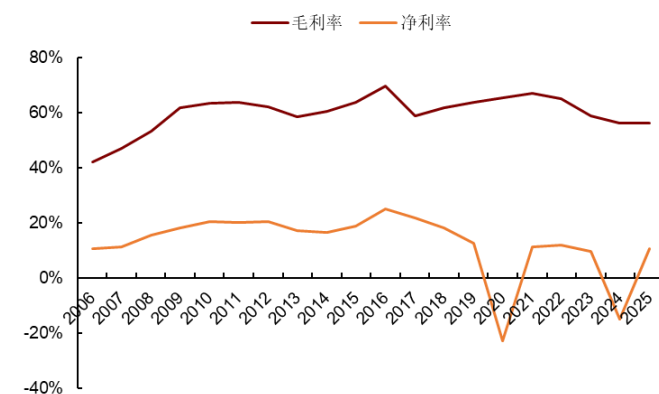


资料来源：Wind、招商证券

资料来源：Wind、招商证券

图 3：公司毛利率及净利率

图 4：公司三费费率

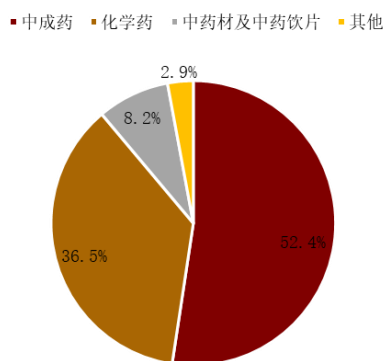


资料来源：Wind、招商证券

资料来源：Wind、招商证券

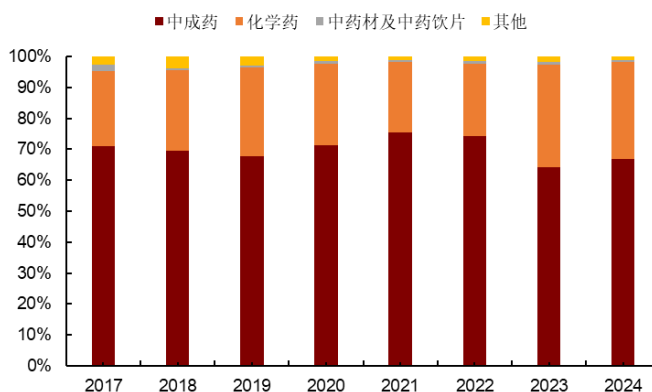
制定“中药为基、创新引领，质效并举的医药健康企业”战略规划。公司产品包括创新药、中成药和化学仿制药等，覆盖心脑血管、呼吸、眼科和消化等多个重要领域。其中中成药是公司业务基础和重要增长来源，2025 年收入占比为 52.4%，核心产品包括复方血栓通系列制剂、脑栓通胶囊、复方丹参片和众生丸系列产品等；创新药是公司重点布局领域，分别于 2023 和 2025 年成功上市 1 类创新药来瑞特韦片和昂拉地韦片，创新药的商业化和既有化学药产品市场拓展则是公司未来业绩增长的重要来源。

图 5：2025 年公司销售收入结构



资料来源：公司公告，招商证券

图 6：2017-2024 年公司毛利额结构

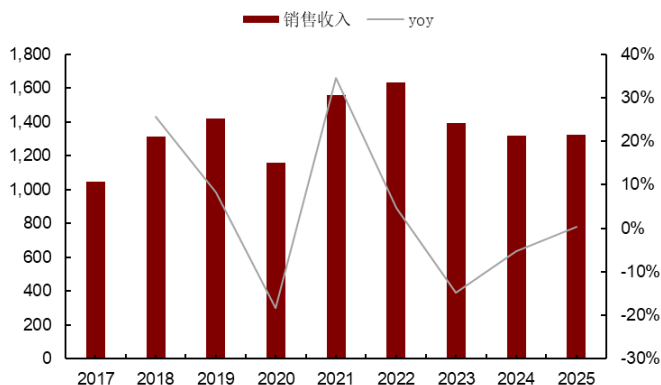


资料来源：公司公告，招商证券

1.1 中成药：集采影响已过，渠道拓展助力放量

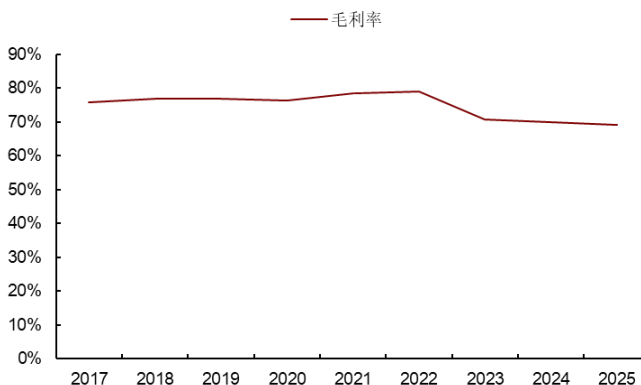
中成药是公司基石业务，贡献了大部分收入和利润，近几年受疫情和集采等因素影响收入和毛利率均有所波动，目前两大核心产品复方血栓通系列和脑栓通胶囊均已在国家和省级联盟集采中中标，短期内扰动因素逐渐出清。未来，一方面公司继续拓展中成药渠道建设和覆盖面，尤其是院内集采品种的渠道下沉，构筑零售业务体系，实现产品多渠道销售；另一方面通过研发增强产品竞争力，包括开展重点产品的上市后再评价、推进中药休眠产品复产攻关、探索布局中药经典名方、院内制剂和中药大健康系列产品，有望实现中药板块业绩稳中有升。

图 7：2017-2025 年中成药销售收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告，招商证券

图 8：2017-2025 年中成药毛利率



资料来源：公司公告，招商证券

- **复方血栓通系列：**众生是复方血栓通系列制剂（包括胶囊、滴丸、片、软胶囊和颗粒等不同剂型产品）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是公司原研独家剂型品种，具有保护血管、促进微循环作用机制，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治疗，被多项临床指南及共识推荐，连续多年在国内眼科内服中成药领域市占率排名第一。根据摩熵医药数据，众生药业在复方血栓通系列制剂领域市占率超过 80%，处于龙头地位。

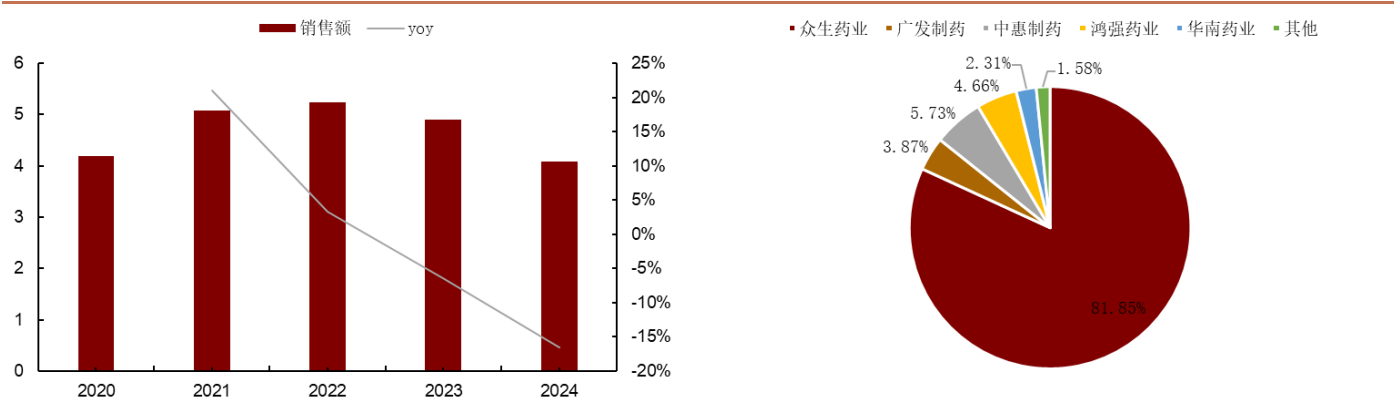
图 9：2022-2024 年城市公立医院和实体药店眼科中成药 TOP10(万元)

排名	产品名称	销售额		
		2022	2023	2024
1	复方血栓通胶囊	49074	41700	30952
2	和血明目片	18992	23994	22478
3	珍珠明目滴眼液	21967	23726	24508
4	熊胆滴眼液	8308	8543	8267
5	明目地黄丸	6462	8292	8940
6	石斛夜光丸	3727	5952	10310
7	拨云锭	7098	2516	6430
8	四味珍层冰硼滴眼液	10544	9580	7302
9	麝珠明目滴眼液	5738	6096	5593
10	复方熊胆滴眼液	6898	6495	6110

资料来源：米内网，招商证券

受集采影响，复方血栓通系列产品收入有所波动，但公司借助集采身份实现渠道下沉。复方血栓通制剂是国家医保和基药双目录品种，2023 年公司复方血栓通胶囊/软胶囊/颗粒中标由湖北医保局牵头的第二批全国中成药联盟集采，虽然对公司短期收入造成扰动，但公司实现“以量补价”通过集采拓展下沉市场，巩固公司在同通用名产品中的市场份额，并在 2025 年实现不降价续约。短期内，我们认为复方血栓通系列产品价格有望维持稳定，随着集采渠道拓展，未来销售收入预计将保持稳健增长。

图 10：2020-2024 年众生复方血栓通制剂院内销售额(亿元)图 11：2024 年复方血栓通制剂院内竞争格局



资料来源：药融云，招商证券

资料来源：药融云，招商证券

表 1：复方血栓通系列制剂集采结果（元）

药品名称	企业名称	规格	中选价格	基准价格	降幅	日均费用
复方血栓通软胶囊	广发制药	0.74g×18 粒	23.45	45.36	48.3%	3.91
	广发制药	0.74g×9 粒	13.49	26.10	48.3%	4.50
	广发制药	0.74g×48 粒	71.97	139.2	48.3%	4.50
	众生药业	0.66g×27 粒	49.74	81.00	38.6%	5.53
	众生药业	0.66g×18 粒	33.16	54.00	38.6%	5.53
复方血栓通胶囊	众生药业	0.5g×30 粒	12.62	20.55	38.6%	3.79
	众生药业	0.5g×36 粒	15.14	24.66	38.6%	3.79
	众生药业	0.5g×60 粒	27.76	45.21	38.6%	4.16
复方血栓通颗粒	众生药业	3g×9 袋	36.57	59.8	38.8%	12.19

资料来源：湖北医保局、招商证券

- **脑栓通胶囊：**公司独家核心品种，2025 年获批为首家中药二级保护品种，能改善脑血循环、保护神经功能，减少卒中残障，维护神经血管单元稳态，有效降低卒中复发风险。公司持续拓展脑栓通胶囊临床循证研究和临床应用，由北京中医药大学东直门医院和河南中医药大学第一附属医院牵头，全国纳入 100 余个中心，开展“脑栓通胶囊降低急性缺血性卒中高复发风险人群复发率的多中心、随机、双盲、对照试验（RESPACE 研究）”，评估脑栓通胶囊对发病 72 小时内具有高复发风险的急性缺血性卒中患者在降低 90 天内新发卒中事件、改善患者生存质量的临床效果，目前 RESPACE 研究已经完成临床试验数据统计相关工作。2022 年脑栓通胶囊中标广东联盟金莲花等中成药集采，中标价为 0.87 元/粒，降价约 21%，并在 2024 年实现不降价续约，中标安徽省中成药集采，拓宽集采覆盖省份。

表 2：脑栓通胶囊集采结果

集采批次	覆盖区域	中标价格	降幅	中选时间
广东牵头六省清开灵等中成	6 省	0.87 元/粒	21%	2022
广东牵头六省清开灵等中成	15 省	0.87 元/粒	-	2024
安徽省带量采购	安徽省	0.87 元/粒	19.50%	2024

资料来源：广东省医保局，安徽省医保局，招商证券

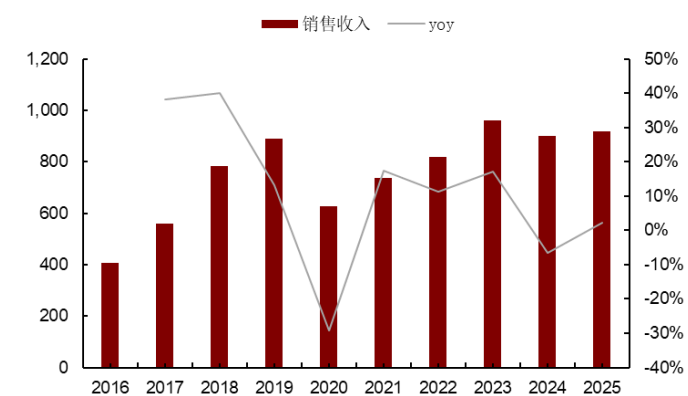
1.2 化学药：推进高壁垒产品研发，品种不断丰富

公司化学药业务覆盖呼吸、眼科、消化等疾病领域，核心产品包括盐酸氮䇇斯汀滴眼液、普拉洛芬滴眼液等具备独特优势的眼科抗过敏、抗炎药物；以及羧甲司坦口服溶液和羧甲司坦片等呼吸系统用药，化药与中药形成协同共同开拓市场。截至 2025 年底，公司累计有 33 个品规通过仿制药一致性评价，13 个品种在全国药品集中采购中中选。

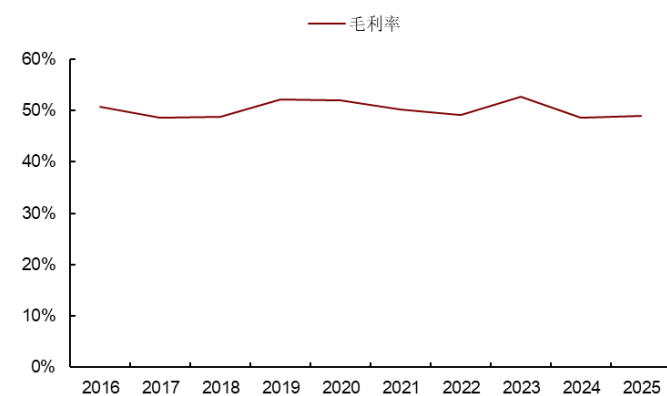
在化药新产品研发方面，一方面公司重点关注具有高技术壁垒的改良型新药，建立聚合物胶束载药平台，以此研发的注射用紫杉醇聚合物胶束和注射用多西他赛聚合物胶束处于 II 期临床阶段；另一方面公司持续开展特色仿制药、高技术壁垒仿制药研发，基于现有滴眼液技术平台优势，推进纳米乳剂、缓控释制剂、肠溶微单元制剂、儿童口服溶液制剂、多颗粒系统制剂、半固体制剂等技术平台打造，拥有多个特色产品在研。

图 12: 2016-2025 年化学药销售收入与增速 (百万元)

图 13: 2016-2025 年化学药毛利率



资料来源: Wind, 招商证券



资料来源: Wind, 招商证券

二、创新成果显著，聚焦代谢和呼吸两大领域

公司创新药平台以控股子公司众生睿创为核心，众生药业持股 78.0%。成立以来，众生睿创以代谢性疾病和呼吸系统疾病创新药开发为核心，已经成功推进 2 款 1 类创新药的获批上市，目前管线中还有多款创新药处于临床阶段，包含减重、MASH、糖尿病等多个大适应症领域。

图 14：众生睿创产品管线

研发管线	项目代码/药品注册代码/药品通用名	适应症	临床前研究	临床注册申请	I期临床	II期临床	III期临床	上市申请/已上市
代谢性疾病研发管线	RAY002	RAY1225 (GLP-1/GIP 双靶点)	超重/肥胖					
		糖尿病						
	ZSYM009	ZSP1601	代谢相关脂肪性肝炎					
	RAY001	RAY0221 (GLP-1/GIP/GCG 三靶点)	代谢相关脂肪性肝炎、糖尿病、肥胖					
呼吸系统疾病研发管线	ZSYM005 (ZSP1273)	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					
		昂拉地韦颗粒	2-11岁儿童甲型流感的治疗					
	RAY003 (RAY1216)	来瑞特韦片	成人新冠病毒感染的治疗					

资料来源：公司公告，招商证券

2.1 呼吸：2 款创新药上市，昂拉地韦具备差异化优势

在呼吸疾病领域，公司分别于 2023 年和 2025 年获批 2 款 1 类创新药来瑞特韦片和昂拉地韦片，并推进昂拉地韦片/颗粒在青少年及儿童适应症上市申报。

- **来瑞特韦片**：公司自主研发的拥有全球知识产权的拟肽类 3CL 单药抗新冠病毒创新药，2023 年 3 月获得 NMPA 按照药品特别审批程序附条件上市，用于治疗轻中度新冠病毒感染的成年患者，并于同年经过国谈纳入国家医保目录。来瑞特韦片是公司首个完全自主推进上市并实现商业化的 1 类创新药，从立项到获批上市时间不到 2 年，体现了公司高效的决策力和执行力。

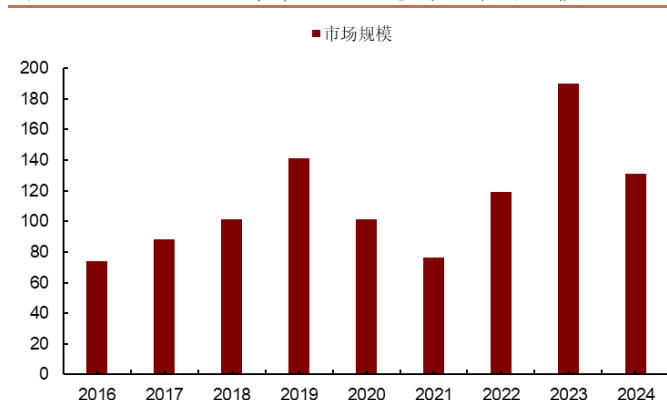
图 15：来瑞特韦片研发历程



资料来源：医药魔方，公司公告，招商证券

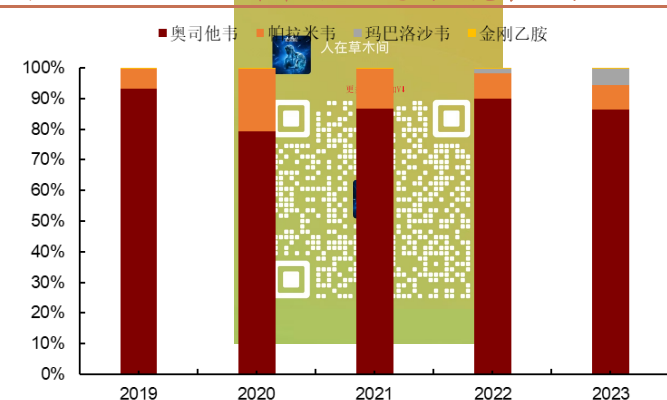
- **昂拉地韦片**：全球首个获批上市的 PB2 靶点 RNA 聚合酶抑制剂，2025 年 5 月获批上市用于成人单纯性甲型流感治疗，具有快速、强效、低耐药特点。流行性感是一种常见的急性呼吸道疾病，WHO 估计全球范围内每年流感病例达到 10 亿次，导致 300-500 万重症和 29-65 万的呼吸系统疾病相关死亡，暴露后的抗病毒治疗是主要治疗方式。目前临床常用的抗流感用药可以分为三类：神经氨酸酶抑制剂，如奥司他韦、扎那米韦、帕拉米韦等；血凝素抑制剂，如阿比多尔等；RNA 聚合酶抑制剂，如玛巴洛沙韦为代表的 PA 抑制剂，和昂拉地韦为代表的 PB2 抑制剂。根据药智数据统计，2023 年中国抗流感药物市场规模达到近 200 亿元，2024 年有所回调至 130 亿元，其中以奥司他韦为核心的神经氨酸酶抑制剂占比近 90%，奥司他韦制剂成为全球范围内最畅销的抗流感药物；2021 年首个“沙韦”类药物玛巴洛沙韦在中国获批上市，2022 年通过国谈纳入医保，实现快速放量，2023 年在中国抗流感药物市场销售额占比一增长至 5.5%，随着 2025 年众多国产 RNA 聚合酶抑制剂上市，“沙韦”类药物有望重新塑造中国抗流感药物市场竞争格局。

图 16：2016-2024 年中国抗流感药物市场规模（亿元）



资料来源：药智数据、招商证券

图 17：2019-2023 年中国抗流感药物竞争格局



资料来源：《医药经济报》、招商证券

以速福达为代表 RNA 聚合酶抑制剂药物是近 20 年全球范围内首个获批上市的具备全新作用机制的抗流感药物，与传统药物奥司他韦等抑制病毒释放机制不同，RNA 聚合酶抑制剂直接作用于病毒复制更早期环节（抑制病毒 mRNA 生成），从源头上阻断病毒复制，因此不仅能有效解决奥司他韦耐药问题，同时药物半衰期更长，用药周期更短，具备更好的患者依从性，适应症人群覆盖 5 岁及以上儿童、青少年和成人，在院内和零售端均实现了销售快速增长。速福达之后，国产抗流感创新药也在 2025 年迎来爆发，截至 2026M3，中国共有 4 款国产抗流感创新药获批上市，众生药业昂拉地韦片是第二个上市国产抗流感 RNA 聚合酶抑制剂，也是全球首个上市的作用于 PB2 亚基的抗流感创新药，儿童颗粒剂型完成 3 期试验，2026 年 5 月上市申请获得 NMPA 受理。

表 3：中国抗流感创新药在研管线

药品名称	靶点	研发公司	适应症	研发进度	进度时间
玛巴洛沙韦片	PA 抑制剂	罗氏	12 周岁及以上单纯性甲型和乙型流感患者	获批上市	2021 年 1 月
			既往健康的 5 至 12 岁以下儿童单纯性甲型和乙型流感患者	获批上市	2023 年 3 月
玛舒拉沙韦片	PA 抑制剂	青峰药业, 科睿药业	成人与 12 岁及以上青少年流感患者的治疗	获批上市	2025 年 3 月
玛舒拉沙韦干混悬剂			2-12 岁儿童单纯性甲型和乙型流感患者	申请上市	2025 年 11 月
昂拉地韦片	PB2 抑制剂	众生药业	成人单纯型甲型流感患者的治疗	获批上市	2025 年 5 月
			12~17 岁青少年单纯性甲型流感患者治疗	申请上市	2026 年 4 月
			2~11 岁单纯性甲型流感患者治疗	申请上市	2026 年 5 月
昂拉地韦颗粒	PA 抑制剂	征祥药业, 济川药业	治疗成人无并发症的单纯性流感	获批上市	2025 年 7 月
			青少年无并发症的单纯性流感	申请上市	2025 年 3 月
			5~11 岁儿童无并发症单纯性流感	临床 III 期	2025 年 8 月
玛氛诺沙韦片	PA 抑制剂	安帝康生物, 先声药业	治疗青少年及成人无并发症的急性流行性感冒	申请上市	2025 年 3 月
玛氛诺沙韦颗粒			针对 2-11 周岁的流感儿童患者	申请上市	2025 年 9 月
玛帕西沙韦胶囊	PA 抑制剂	太景生物, 健康元	用于成人和 12 周岁及以上青少年的甲型和乙型流感治疗	获批上市	2025 年 12 月
			针对 2-12 岁儿童	临床 III 期	2025 年 11 月
玛帕西沙韦干混悬剂					
WXSH-0208	PA 抑制剂	辰欣药业	治疗成人无并发症的单纯性流感	临床 III 期	2025 年 7 月

资料来源：药融云，公司公告，招商证券

图 18：2021-2024 年速福达在三大终端销售额（万元）

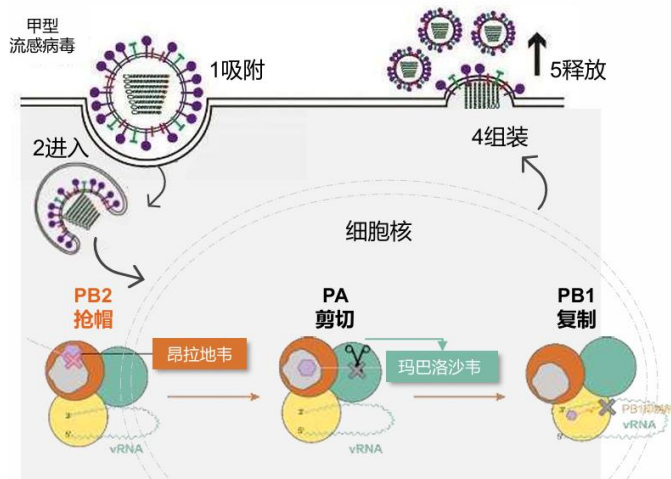


资料来源：米内网、招商证券

作为首个流感病毒 RNA 聚合酶 PB2 蛋白抑制剂，昂拉地韦片从源头抑制病毒核内复制，具备快速、强效、低耐药的优势，并可有效解决奥司他韦耐药问题。昂

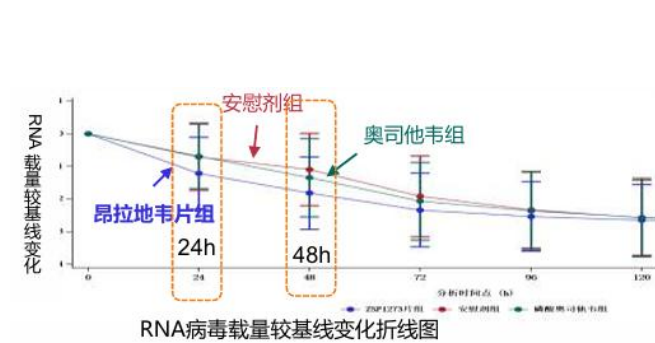
拉地韦片与奥司他韦胶囊头对头、安慰剂对照治疗成人甲型流感的III期临床试验结果于2025年6月发表在《The Lancet Infectious Diseases》，临床实验结果显示昂拉地韦在主要重点指标七项流感症状环节时间（TTAS）、次要终点指标包括单系统或单症状指标缓解时间、病毒学指标（如病毒载量下降、病毒转阴时间、病毒转阴参与者比例）等均显著优于安慰剂组，同时相比于奥司他韦，昂拉地韦片缩短中位 TTAS 和发热缓解时间近 10%（中位 TTAS，昂拉地韦片：安慰剂：奥司他韦=38.83: 63.35: 42.17 小时），并且具有可接受的安全性。

图 19：昂拉地韦片作用机制



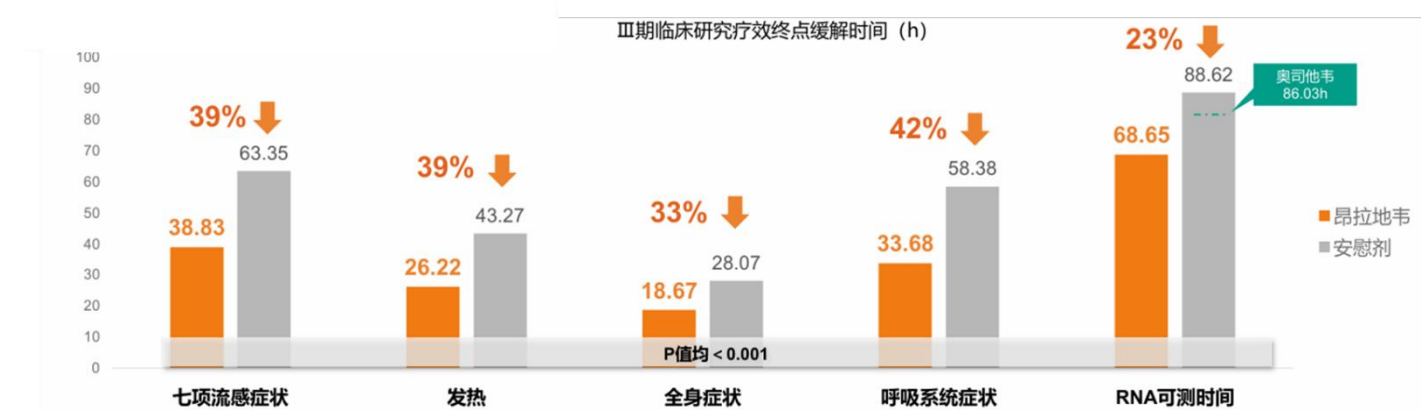
资料来源：昂拉地韦片医保申报资料，招商证券

图 20：III期临床试验中病毒载量下降幅度和速度



资料来源：昂拉地韦片医保申报资料，招商证券

图 21：昂拉地韦片III期临床试验结果



资料来源：昂拉地韦片医保申报资料，招商证券

2.1 代谢：减重管线齐全，双靶 GLP-1 授权齐鲁

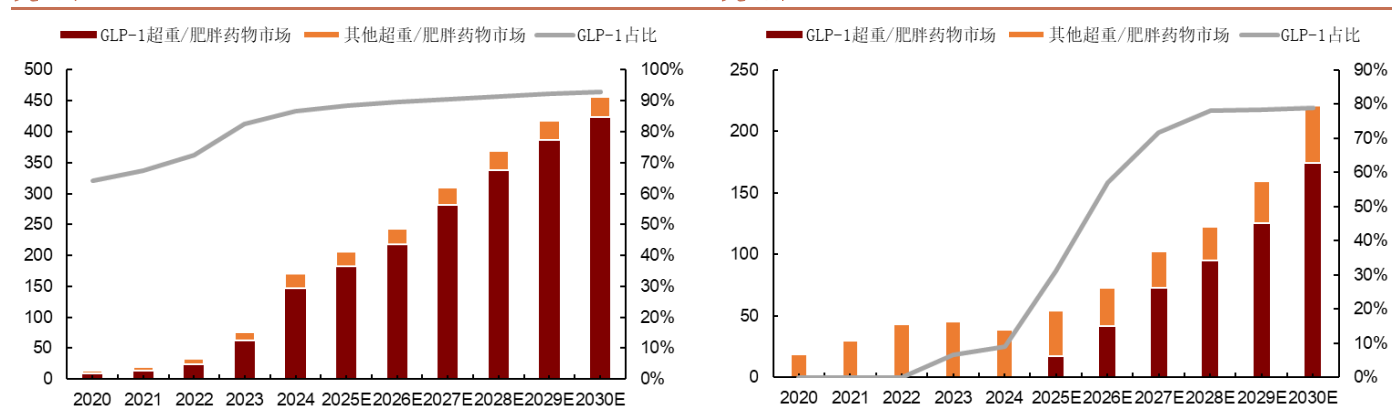
在减重领域，公司拥有丰富产品矩阵，包括靶向 GLP-1/GIP 受体的 RAY1225 以及同时靶向 GLP-1/GIP/GCG 三靶点的 RAY001，同时积极探索 Amylin 类长效多肽药物、Amylin 类小分子口服药物、GLP-1RA 类长效多肽类药物等前沿技术和潜在靶点。

随着全球各年龄段超重/肥胖症患病率提升，根据弗若斯特沙利文数据，2024 年全球超重/肥胖药物市场规模达 169 亿美元，并预计将以 19.8% 的复合增速增长

至 2029 年 417 亿美元。GLP-1 受体激动剂的出现和临床成功成为带动该市场快速增长的核心驱动力，弗若斯特沙利文数据显示 2020 年到 2024 年，全球 GLP-1 类超重/肥胖药物市场规模从 9 亿美元增长至 147 亿美元，CAGR 高达 103.4%，伴随更高疗效、更好患者依从性以及更多心血管代谢获益的 GLP-1 产品上市，预计 2029 年全球 GLP-1 类超重/肥胖药物市场规模将增长至 386 亿美元。

图 22: 2020-2034 年全球超重/肥胖症药物市场规模 (亿美元)

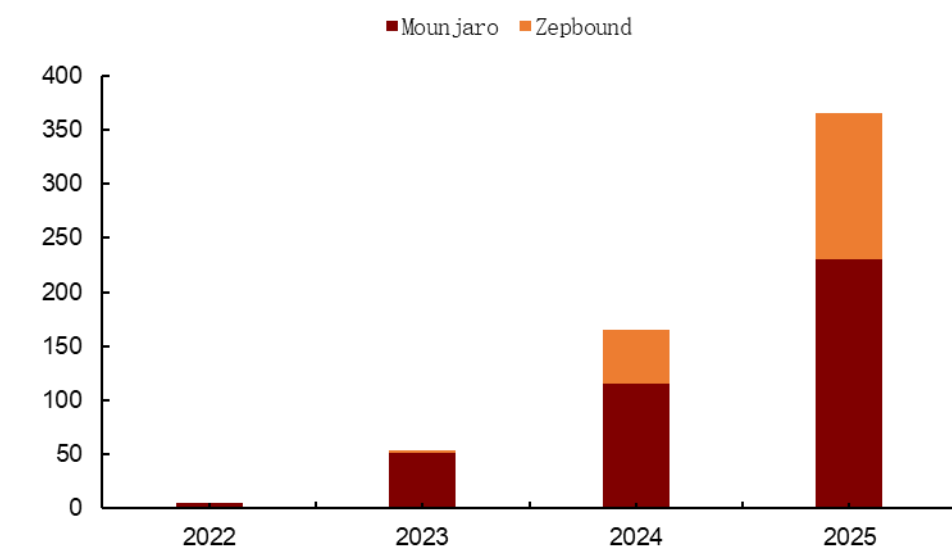
图 23: 2020-2034 年中国超重/肥胖症药物市场规模 (亿美元)



资料来源：弗若斯特沙利文，招商证券

资料来源：弗若斯特沙利文，招商证券

图 24: 2025 年替尔泊肽成长为全球最畅销药物 (亿美元)

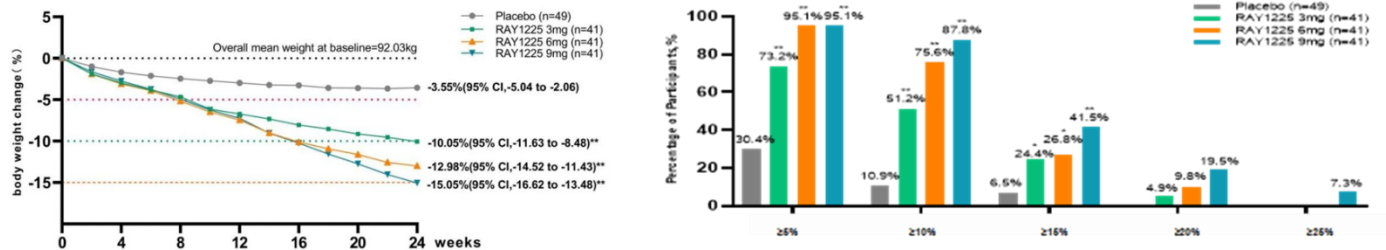


资料来源：礼来官网、招商证券

RAY1225 是公司自主开发的同时靶向 GLP-1 和 GIP 受体的创新多肽药物，相较于已经上市的双靶点 GLP-1 制剂，具备安全性更佳以及每两周注射一次的长效潜力。目前 RAY1225 已经完成治疗中国肥胖/超重患者 (REBUILDING-1 研究) 与 2 型糖尿病患者 (SHINING-1) 的两项 II 期临床试验，数据显示 RAY1225 在减重、降糖及改善心血管代谢方面展现出积极的疗效和优秀的安全性，同时胃肠道不良反应发生率低于同类对照药物。同时 RAY1225 中国治疗肥胖/超重患者的 III 期临床试验，与口服降糖药联合对照司美格鲁肽治疗 2 型糖尿病的 III 期临床试验，以及单药治疗 2 型糖尿病的 III 期临床试验均完成患者临床入组。

2026 年 1 月，公司公告与齐鲁制药达成授权合作，齐鲁制药获得 RAY1225 在中国地区的生产和商业化权益，控股子公司众生睿创获得首付款及里程碑付款金额 10 亿元，并有权获得产品上市后净销售额双位数销售提成，同时保留 RAY1225 所有知识产权以及国外全部权益。

图 25: RAY1225 减重适应症 II 期临床试验有效性



资料来源：ADA2025，招商证券

图 26: RAY1225 临床 II 期显示出更好安全性

	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)
GI AE							
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：ADA2025，招商证券

图 27: 中国进入 III 期临床双激动剂减重药物对比

药品名称	企业名称	靶点	给药频次	给药周期	基线体重	有效性	安全性			进度	数据来源
						减重疗效	恶心	呕吐	腹泻		
替尔泊肽	Lilly	GLP-1/GIP	Q1W	52w	91.8	10mg: 13.6%, 15mg: 17.5%	32.4%	19.7%	40.8%	获批上市	中国P3
玛仕度肽	信达生物	GLP-1/GCG	Q1W	48w	87.2	4mg: 11.0%, 6mg: 14.0%	50.5%	43.1%	38.6%	获批上市	中国P3
HRS-9531	恒瑞医药	GLP-1/GIP	Q1W	48w	93	6mg: 19.2% (安慰剂调整17.7)	-	-	-	NDA	中国P3
BGM0504	博瑞医药	GLP-1/GIP	Q1W	52w	96.2	5mg: 14.3%, 10mg: 17.3%, 15mg: 19.2	-	-	-	III 期	中国P3
奥莱泊肽	翰森制药	GLP-1/GIP	Q1W	48w	-	平均降幅最高19.3%	平均不到10%	平均不到5%	-	III 期	中国P3
RAY1225	众生药业	GLP-1/GIP	Q2W	24w	3mg: 90.75, 6mg: 92.02	3mg: 10.06%, 6mg: 12.97%	4.9%	9.8%	29.3%	III 期	中国P2
HDM1005	华东医药	GLP-1/GIP	Q1W	22w	-	0.5mg: 7.47%, 1.0mg: 9.73%, 2.0mg: 13.31%, 4.0mg: 13.28%	18.8%	12.5%	-	III 期	中国P2

资料来源：医药魔方，公司公告，招商证券（安全性为最高剂量组数据，奥莱泊肽为平均数据）

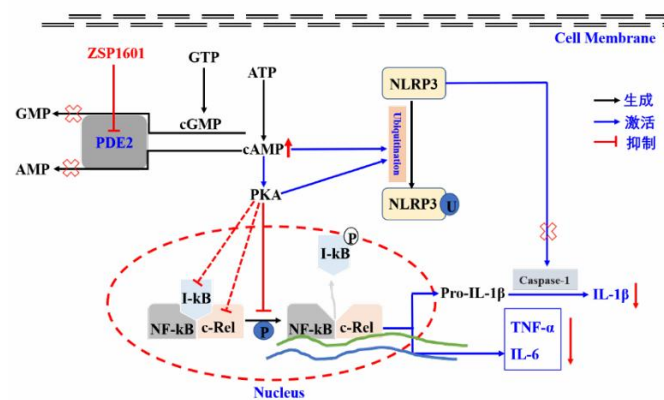
三、ZSP1601: II b 数据惊艳，差异化的 MASH 治疗 FIC 药物

ZSP1601 是子公司众生睿创自主开发的 Pan-PDE 抑制剂，是目前全球唯一用于治疗 MASH 的 Pan-PDE，也是国内首个完成健康人药代及安全性临床实验的 MASH 创新药。不同于靶向 THR- β 、GLP-1/GIP、FGF21 等靶点的针对脂质代谢、胰岛素信号传导或 MASH 相关肝病的发病机制，ZSP1601 主要功能在于通过抑制多种 PDE 亚型，能够显著改善炎症和纤维化。体内外研究表明，ZSP1601 能够同时抑制 PDE2、PDE1A、PDE4B 和 PDE5A 等不同 PDE 亚型，并且对 PDE2 抑制作用最强，通过抑制 PDE2 提高细胞内 cAMP 水平，抑制 TNF- α 等炎症因子合成，从而减少炎症以及肝细胞损伤，临床前研究显示，ZSP1601 IC₅₀ 为 2.82uM，远远低于己酮可可碱（PTX，34.0 uM），具备更强的抗炎活性。

发表于《nature communications》的 ZSP1601 治疗 NAFLD 的 I b/II a 临床结果显示 ZSP1601 可降低 NASH 患者 ALT、AST、GGT 水平，中、高剂量组 ALT 下降较安慰剂有统计学意义，能够显著降低肝功能指标和肝脏脂肪含量，并在连续治疗 28 天后改善 NAFLD 患者的肝纤维化程度，并且耐受性良好。

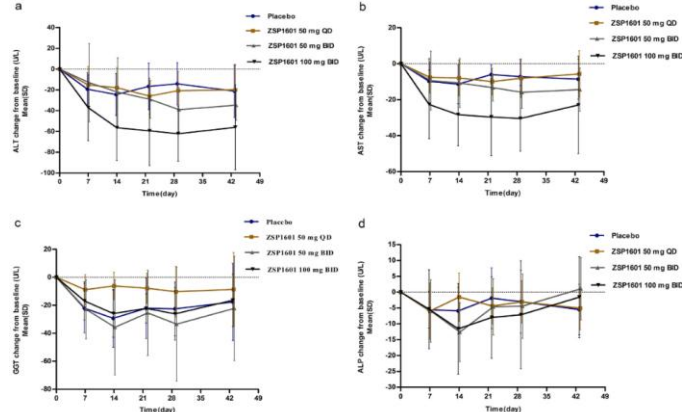
2026 年 5 月，公司公告 ZSP1601 治疗 MASH 的 II b 初步临床实验结果。显示出 BIC 潜力。II b 期临床实验显示 ZSP1601 达到主要临床终点，治疗 48 周后，100mg 和 50mg 组应答率分别为 64.9% 和 57.6%，相比安慰剂差率达到 31.85% 和 27.37%，在关键的病理学纤维化改善指标方面，100mg 组与安慰剂组相比，肝活检组织学显示达到纤维化改善 ≥ 1 分且 MASH 无恶化、纤维化改善 ≥ 2 分且 MASH 无恶化参与者比例扣除安慰剂后的率差分别为 29.50% 和 10.60%，均取得了具有统计学意义的获益，实现抗纤维化、降低肝脏脂肪含量和改善肝酶三重获益，且安全性和耐受性良好。

图 28: ZSP1601 治疗 MASH 作用机制



资料来源：公司官网，招商证券

图 29: ZSP1601 治疗 NAFLD 的 I b/II a 临床结果



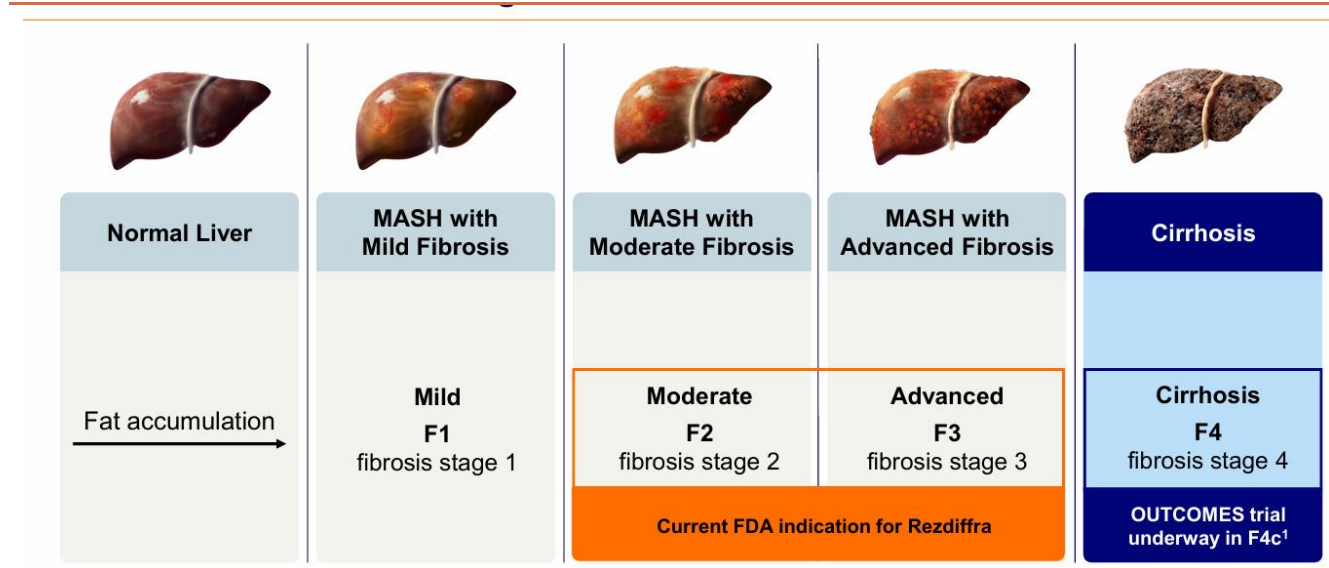
资料来源：《nature communications》，招商证券

MASH 领域存在巨大未满足临床需求，市场空间广阔。代谢相关脂肪性肝病（MASLD）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，疾病谱包括代谢相关单纯性脂肪肝（MAFL）、代谢相关脂肪性肝炎（MASH）以及 MASH 进展相关的肝纤维化和肝硬化，甚至进展为肝细胞癌（HCC）。MASLD 已经成为全球最常见的慢性肝病和健康体检人群血清转氨酶增高的主要原因，根

据统计全球 MASLD 患病率约 32.4%，并且有逐年增加趋势，2016 年以后高达 37.8%；中国成人 MASLD 患病率约为 29.6%，MASLD 已经取代病毒性肝炎成为我国第一大慢性肝病。

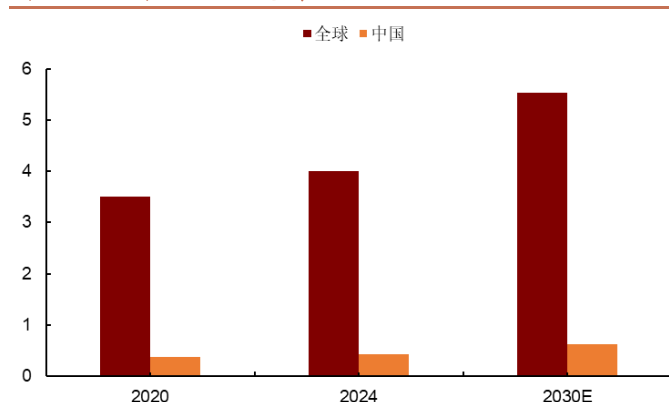
MASH 是 MASLD 中更为严重的类型，通常伴有肝脏脂肪堆积引发的炎症及损伤，全球 MASH 患病率约为 3%-5%，中国 MASH 患病率约为 2.4%-6.1%，超重、肥胖、T2D、血脂异常均会提升 MASH 疾病发病率。根据弗若斯特沙利文统计，全球 MASH 患者人数由 2020 年的 3.5 亿增长至 2024 年的 4.0 亿，复合年增长率为 3.3%，预计到 2035 年将达到 5.5 亿；中国 MASH 患者人数则由 2020 年的 3,870 万增长至 2024 年的 4,400 万，并预计于 2035 年达到 6,310 万。与此同时，MASH 药物市场亦处于快速扩容阶段：全球 MASH 药物市场预计到 2035 年将达到 573 亿美元，而中国 MASH 药物市场预计到 2035 年将达到 56 亿美元。

图 30：MASH 是一类慢性进展性肝脏疾病



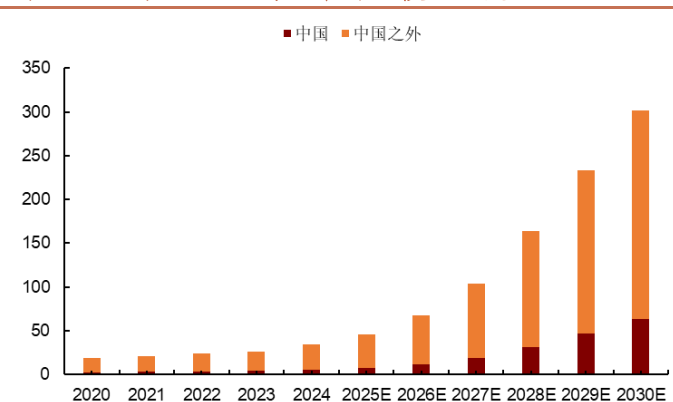
资料来源：Madrigal，招商证券

图 31：全球 MASH 患者人数（亿人）



资料来源：Frost&Sullivan，招商证券

图 32：全球 MASH 药物市场规模（亿美元）



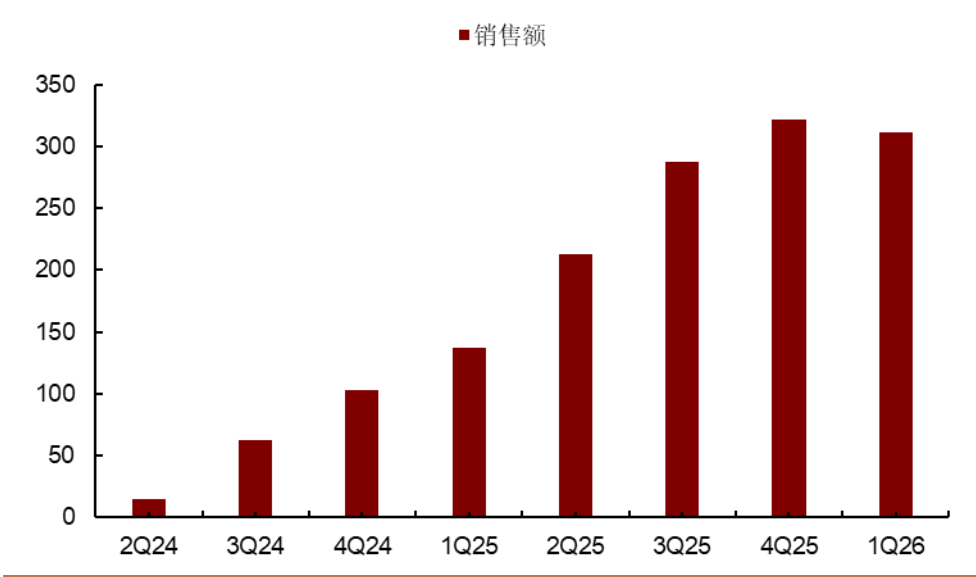
资料来源：Frost&Sullivan，招商证券

MASH 是一类慢性进展性肝脏疾病，根据统计有 1/5 MASH 患者在 2 年内进展为肝硬化，1/8 MASH 和肝硬化患者会在 4 年内进展为肝癌，因此早期诊断与药物干预成为提升 MASH 生存率重要手段。MASH 发病机制复杂，治疗涉及脂质代谢紊乱、胰岛素抵抗、炎症级联反应和纤维化多因素叠加，因此很长一段时期

敬请阅读末页的重要说明

均未有 MASH 治疗药物获批上市。直到 2024 年，FDA 批准首款 MASH 治疗药物 Madrigal 公司的 THR-β 激动剂 Rezdiffra 获批上市，Rezdiffra 上市后迅速放量，2025 年销售额已经增长至 9.6 亿美金，截至 2025 年底，全球仅有 2 款药物获得 FDA 批准用于治疗 MASH，而中国尚未有 MASH 治疗药物获批上市。MASH 巨大的未满足市场空间也吸引众多 MNC 纷纷布局，包括 THR-β、FGF21、GLP-1、siRBA 多个方向，并积极探索联用布局。

图 33：2Q24-1Q26Rezdiffra 销售额（百万美元）



资料来源：Madrigal，招商证券

表 4：部分跨国药企在 MASH 领域达成的合作和并购交易

时间	购买方	合作方	合作形	交易金额	核心资产
2026	Madrigal	Arrowhead	BD	10 亿美元	靶向 PNPLA3 的 siRNA 药物 ARO-PNLA3
	Madrigal	瑞博生物	BD	44 亿美元	6 款 MASH 临床前 siRNA 资产
2025	诺和诺德	Akero	收购	52 亿美元	FGF21 类似物 Efruxifermin，与司美格鲁肽形成协同
	罗氏	89bio	收购	35 亿美元	FGF21 类似物 pegozafermin，强化罗氏在心血管、肾脏及代谢疾病领域布局
	Madrigal	石药集团	BD	20.75 亿美元	口服小分子 GLP-1 激动剂，与 Rezdiffra 形成协同
2024	GSK	Boston	收购	20 亿美元	FGF 类似物 Elimosfermin，强化 GSK 肝病产品线
	勃林格殷格	瑞博生物	BD	超 20 亿美元	共同开发 MASH 的 RNAi 疗法

资料来源：公司公告，招商证券

四、盈利预测与投资建议

我们认为公司主业将继续保持稳健发展，昂拉地韦片纳入医保后有望实现稳健放量，后续青少年/儿童适应症的获批也将进一步提升昂拉地韦片销售天花板，RAY1225/ZSP1061 等创新药也有望在对外合作和临床研究方面取得积极进展。

1) 中成药：核心产品复方血栓通系列和脑栓通胶囊均已消化集采影响，后续随着渠道拓展有望实现稳定增长，预计 2026-2028 年中成药销售收入为 14.1/14.9/15.4 亿元；

2) 化学药：核心仿制药产品均被集采，来瑞特韦片/昂拉地韦片两大创新药和后续重要增长来源，预计 2026-2028 年化学药销售收入为 10.6/12.0/13.5 亿元。

综上，我们预计 2026-2028 年公司将实现营业收入 27.6/29.7/31.8 亿元，同比增长 9.3%/7.6%/7.2%，归母净利润为 3.0/3.4/3.9 亿元，同比增长 8.1%/14.7%/13.4%，对应 PE 为 67/59/52 倍，首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。

表 5：公司主营业务收入拆分（百万元）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	2467	2523	2758	2966	3181
yoy		2.2%	9.3%	7.6%	7.2%
其中：中成药	1318	1322	1414	1485	1544
yoy		0.3%	7.0%	5.0%	4.0%
化学药	900	920	1058	1196	1351
yoy		2.3%	15.0%	13.0%	13.0%

资料来源：Wind，招商证券

五、风险提示

政策风险：医药行业受多种行业政策监管，政策变动可能会对公司经营产生一定影响；

研发失败风险：创新药研发周期长不确定性高，存在研发失败或者进度不及预期风险；

产品降价风险：若公司产品纳入集采可能出现价格下降，从而对经营业绩产生影响；

竞争加剧风险：医药行业参与者多，若竞争加剧可能影响公司利润水平；

产品推广不及预期风险：公司有多个新产品处于上市推广早期，可能出现推广不及预期风险等。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	3463	3044	3498	4042	4490
现金	1399	985	1100	1400	1600
交易性投资	306	104	400	500	600
应收票据	466	649	552	593	636
应收款项	533	573	579	623	668
其它应收款	17	10	14	15	16
存货	441	365	456	485	514
其他	299	357	397	426	456
非流动资产	2091	2086	2076	2110	2154
长期股权投资	2	2	2	2	2
固定资产	658	643	630	618	607
无形资产商誉	814	932	839	755	680
其他	616	508	605	734	864
资产总计	5553	5130	5574	6152	6644
流动负债	1203	718	1044	1376	1607
短期借款	303	319	660	969	1175
应付账款	93	118	106	112	119
预收账款	20	21	24	26	27
其他	787	261	255	269	285
长期负债	340	261	261	311	351
长期借款	0	0	0	0	0
其他	340	261	261	311	351
负债合计	1543	980	1306	1687	1958
股本	852	850	850	850	850
资本公积金	1771	1816	1816	1816	1816
留存收益	1292	1392	1520	1727	1961
少数股东权益	95	92	82	71	58
归属于母公司所有者权益	3915	4058	4186	4394	4628
负债及权益合计	5553	5130	5574	6152	6644

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	338	305	358	322	351
净利润	(374)	267	288	331	375
折旧摊销	125	123	161	151	141
财务费用	24	2	(6)	(2)	(1)
投资收益	(25)	(17)	(29)	(35)	(40)
营运资金变动	584	(83)	(57)	(122)	(124)
其它	3	12	0	0	0
投资活动现金流	385	46	(419)	(250)	(245)
资本支出	(228)	(316)	(55)	(55)	(55)
其他投资	613	362	(364)	(195)	(190)
筹资活动现金流	(562)	(736)	175	228	93
借款变动	58	(533)	340	309	206
普通股增加	(2)	(2)	0	0	0
资本公积增加	31	45	0	0	0
股利分配	(171)	(170)	(170)	(134)	(154)
其他	(479)	(76)	6	52	41
现金净增加额	160	(384)	115	300	200

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	2467	2523	2758	2966	3181
营业成本	1085	1107	1200	1275	1352
营业税金及附加	21	20	22	24	26
营业费用	850	870	979	1038	1101
管理费用	152	143	157	169	181
研发费用	111	91	99	110	121
财务费用	9	(5)	(6)	(2)	(1)
资产减值损失	(552)	(25)	(10)	(15)	(20)
公允价值变动收益	(18)	(19)	(20)	(22)	(23)
其他收益	27	29	30	35	38
投资收益	25	17	19	22	25
营业利润	(280)	298	325	372	422
营业外收入	0	1	2	3	4
营业外支出	56	3	7	8	9
利润总额	(336)	297	320	367	417
所得税	38	30	32	37	42
少数股东损益	(75)	(9)	(10)	(11)	(13)
归属于母公司净利润	(299)	276	298	342	388

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	-5%	2%	9%	8%	7%
营业利润	-194%	207%	9%	14%	13%
归母净利润	-214%	192%	8%	15%	13%
获利能力					
毛利率	56.0%	56.1%	56.5%	57.0%	57.5%
净利率	-12.1%	10.9%	10.8%	11.5%	12.2%
ROE	-7.2%	6.9%	7.2%	8.0%	8.6%
ROIC	-5.9%	5.6%	6.1%	6.4%	6.7%
偿债能力					
资产负债率	27.8%	19.1%	23.4%	27.4%	29.5%
净负债比率	14.9%	6.2%	11.8%	15.8%	17.7%
流动比率	2.9	4.2	3.3	2.9	2.8
速动比率	2.5	3.7	2.9	2.6	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	2.3	2.7	2.9	2.7	2.7
应收账款周转率	2.5	2.3	2.3	2.5	2.5
应付账款周转率	11.6	10.5	10.7	11.7	11.7
每股资料(元)					
EPS	-0.35	0.32	0.35	0.40	0.46
每股经营净现金	0.40	0.36	0.42	0.38	0.41
每股净资产	4.61	4.77	4.93	5.17	5.44
每股股利	0.20	0.20	0.16	0.18	0.18
估值比率					
PE	-66.9	72.6	67.1	58.5	51.6
PB	5.1	4.9	4.8	4.6	4.3
EV/EBITDA	-102.8	56.0	42.2	39.0	36.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。