仅供内部参考，请勿外传

深度研究

公司研究

证券研究报告

增持（首次）

传统业务企稳回升 创新管线加速落地

众生药业（002317）深度报告

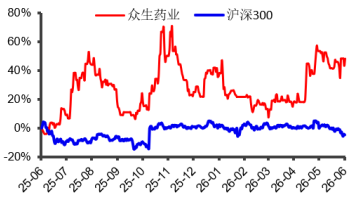
2026 年 6 月 25 日

分析师：谢雄雄
SAC 执业证书编号：
S0340523110002
电话：0769-22110925
邮箱：
xiexiongxiong@dgzq.com.cn

主要数据 2026 年 6 月 24 日

收盘价（元）	23.19
总市值（亿元）	197.10
总股本（亿股）	8.50
流通股本（亿股）	7.62
ROE(TTM)	7.04%
12 月最高价（元）	26.61
12 月最低价（元）	14.75

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

投资要点：

- **公司是国内中药创新转型的标杆企业。**公司始建于1979年，2009年于深交所上市，为华南地区老牌综合性制药企业，深耕中成药、化学药、创新生物药领域，具备研发、生产、销售完整产业体系。历经四十余年发展，公司已从传统中药企业成功转型为“中药固本、创新突围”的现代化药企，依托成熟的全国商业化销售体系，稳固心脑血管、清热解毒等传统中药基本盘，并重点布局代谢、抗病毒、呼吸等高景气创新赛道。公司依靠传统业务稳健现金流持续反哺研发，创新转化成果丰硕，已实现多款创新药商业化落地，是国内中药创新转型的优质标杆标的。

- **我国中成药行业市场规模稳步增长。**2020年至2030年，我国中成药行业市场规模整体呈稳步上行态势，发展韧性与增长空间充足。2020年行业市场规模为3938亿元，2021-2024年持续扩张至4805亿元，年均复合增长率约5.1%。随着国家中医药战略扶持政策持续落地、医保与审批政策红利释放，叠加人口老龄化带来的慢性病临床刚需、居民健康消费升级，行业标准化建设与集中度提升共同推动，消费复苏进一步推高增速，2030年市场规模预计达6500亿元，长期增长前景依然向好。

- **中药基本盘稳固，创新管线加速落地。**公司中药基本盘稳固，依托复方血栓通、脑栓通等核心大品种稳居心脑血管中成药龙头地位，集采落地后实现以量补价、价格企稳，叠加公司低负债、高毛利的优质财务结构，现金流韧性极强，为创新转型筑牢安全垫。创新端公司已实现成果落地，手握来瑞特韦、昂拉地韦两款一类创新药，卡位新冠、流感高刚需呼吸赛道，构筑差异化竞争壁垒，创新业务已成为公司第二增长曲线。管线储备层面，公司布局GLP-1双靶点药物RAY1225、全新机制MASH药物ZSP1601两大重磅后期品种，临床数据优异、商业化确定性高，打开长期百亿级成长空间。同时公司搭建完善的小分子、多肽双研发平台，坚持差异化FIC/BIC创新路线，研发投入充足、转化效率行业领先，形成传统业务托底、创新药兑现、重磅管线蓄力的多层次成长体系。

- **投资建议：**预计公司2026年和2027年每股收益分别为0.44元和0.48元，对应估值分别为52倍和49倍。公司作为国内中药创新转型的标杆企业，中药基本盘稳固，创新管线加速落地。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

- **风险提示。**创新药临床进展不及预期风险、药品集采降价风险、行业政策变动风险、新药商业化不及预期风险和竞品迭代冲击风险等。

本报告的风险等级为中风险。
本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。
请务必阅读末页声明。

仅供内部参考，请勿外传

目录

1、中药基石稳固，创新管线密集兑现 . . . 3
1.1 公司概况 . . . 3
1.2 公司目前主要业务情况 . . . 3
1.2.1 传统中成药 . . . 3
1.2.2 化学仿制药 . . . 4
1.2.3 创新药 . . . 5
1.3 公司近几年业绩稳步增长 . . . 5
1.4 公司近几年盈利能力触底回升 . . . 6
2. 产业结构深度调整，守正创新开启高质量发展新周期 . . . 6
2.1 中药行业简介 . . . 6
2.2 我国中药行业市场规模概况 . . . 7
2.3 政策持续加码，守正创新开启高质量发展新周期 . . . 8
3、中药基本盘稳固，创新管线加速落地 . . . 9
3.1 中药基本盘稳固，构筑转型安全垫 . . . 9
3.2 公司创新转型成果显著 . . . 9
3.3 代谢管线未来成长空间广阔 . . . 10
3.4 研发体系完善，创新转化效率行业领先 . . . 11
4、投资建议 . . . 12
5、风险提示 . . . 13

插图目录

图 1：公司营收及同比增速 . . . 6
图 2：公司归母净利润情况 . . . 6
图 3：公司期间费用率情况 . . . 6
图 4：公司毛利率和净利率情况 . . . 6
图 5：中药行业产业链梳理 . . . 7
图 6：2020-2030 年中国中成药行业市场规模及其预测情况 . . . 8
图 7：昂拉地韦片作用机制示意图 . . . 10
图 8：三期临床试验中病毒载量下降幅度和速度概况 . . . 10
图 9：昂拉地韦片三期临床试验结果 . . . 10
图 10：公司在代谢性疾病研发管线进展情况 . . . 11
图 11：公司产学研医合作平台示意图 . . . 12

表格目录

表 1：公司中成药概况 . . . 3
表 2：公司化学仿制药概况 . . . 4
表 3：公司已上市创新药概况 . . . 5
表 4：公司复方血栓通系列产品和脑栓通胶囊集采概况 . . . 9
表 5：公司盈利预测简表（截至 2026 年 6 月 24 日） . . . 12

仅供内部参考，请勿外传

1、中药基石稳固，创新管线密集兑现

1.1 公司概况

公司是国内中药创新转型的标杆企业。公司成立于 1979 年，2009 年在深交所上市，是华南地区老牌综合性制药企业，深耕中成药、化学药、创新生物药全产业链，业务覆盖药品研发、生产、销售全流程。公司立足广东、辐射全国，历经四十余年发展，完成从传统中成药生产企业向中药固本、创新突围的现代化创新药企转型，搭建起成熟的商业化销售体系与高水准创新药研发平台。公司坚持传承中药精华、创新赋能新药的发展战略，传统业务聚焦心脑血管、清热解毒等优势中药领域，创新业务重点布局代谢疾病、抗病毒、呼吸系统疾病等高景气赛道，打造梯度清晰、储备充足的产品管线。凭借稳定的传统业务现金流持续反哺创新研发，公司研发转化能力持续提升，已实现多款创新药落地，成长为国内中药创新转型的标杆企业。

1.2 公司目前主要业务情况

公司当前形成传统中成药、化学仿制药、创新药三大业务板块。公司产品覆盖心脑血管、眼科、呼吸、代谢等多个重大疾病领域。其中，中成药为公司稳固的基本盘，核心品种包括复方血栓通系列、脑栓通胶囊、众生丸等，凭借独家品种、医保及基药目录优势构筑深厚壁垒，持续贡献稳定现金流；化学仿制药作为重要补充，涵盖呼吸、抗生素、抗病毒、消化及眼科等领域品种，完善公司产品梯队与终端覆盖能力；创新药为核心增长引擎，已构建 2 款上市+多款在研的优质管线，其中抗新冠创新药来瑞特韦片、抗甲流创新药昂拉地韦片已获批上市，GLP-1/GIP 双靶点减重降糖药 RAY1225 注射液、治疗代谢性脂肪肝（MASH）的 FIC 新药 ZSP1601 片等核心品种正处于关键临床阶段，未来有望逐步兑现商业化价值，驱动公司实现从传统中药企业向创新驱动型药企的战略升级。

1.2.1 传统中成药

传统中成药业务是公司核心基本盘。中成药为公司营收基石，近几年营收占比超过 50%。公司拥有多款十亿级成熟大单品，品牌壁垒深厚、渠道粘性极强。核心产品包括复方血栓通系列、众生丸、脑栓通胶囊等，其中复方血栓通系列年销售额超 10 亿元，是国内心脑血管中成药领域标杆产品。公司中成药产品覆盖心脑血管、呼吸、消化、清热解毒等多个治疗领域，依托完善的 OTC 终端、基层医疗及连锁药店渠道，实现全国化覆盖。经历多轮集采落地，行业中小产能出清，头部品牌格局持续优化，公司核心产品凭借疗效稳定、品牌认可度高、性价比优势，实现价降量增，营收规模保持稳健增长，持续为公司创新研发提供充足现金流支撑。

表 1：公司中成药概况

类别	功能主治/治疗领域	药品名称	产品特色
中成药	眼科/心脑血管/内分泌	复方血栓通系列产品	基药、医保、集采品种，公司原研独家剂型。具有保护血管、改善微循环作用，用于眼底、心脑血管及糖尿病并发症，眼科内服中成药市占第一。

仅供内部参考，请勿外传

中成药	心脑血管	脑栓通胶囊	独家医保品种，中药二级保护品种，集采中选。院士团队研发，可改善脑循环、保护神经、降低卒中复发风险。
中成药	心脑血管	复方丹参片	基药、医保、集采品种。经典组方，用于冠心病心绞痛，是慢病常规用药，药物经济学优势显著。
中成药	呼吸	众生丸系列产品	岭南名药，独家原研剂型。抗菌消炎、清热解毒，用于咽喉肿痛，十七味中药组方，专利工艺保障疗效，40 年口碑传承。
中成药	清热祛湿	清热祛湿颗粒	岭南道地药材组方，标本兼治祛湿热。药性温和，祛湿不寒凉不伤脾胃，是全家适用的岭南凉茶，40 年口碑品牌。

资料来源：公司官网，众生药业 2025 年年报，东莞证券研究所

1.2.2 化学仿制药

公司化学仿制药业务聚焦抗感染、心脑血管、消化等刚需领域。公司化学仿制药产品梯队完善，主要涵盖头孢类、喹诺酮类等抗感染药物及各类普药品种。该板块市场需求稳定、竞争格局成熟，依托公司规模化生产优势与成熟销售渠道，维持稳定营收贡献，进一步丰富公司产品矩阵，提升整体抗风险能力。

表 2：公司化学仿制药概况

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)	基药、医保品种，均过一致性评价。可改善排痰、抗炎护肺，用于呼吸道疾病痰多咳痰难，具有原料制剂一体化优势，市占率领先。
化学仿制药及改良型新药	呼吸	盐酸氨溴索口服溶液	医保品种，过一致性评价。用于急慢性支气管炎痰多咳痰难，获指南推荐，丰富公司呼吸领域产品线。
化学仿制药及改良型新药	抗感染	头孢克肟分散片	医保品种，过一致性评价，集采中选。第三代口服头孢，广谱抗菌、安全低毒，分散片崩解快、生物利用度高，适合老人儿童。
化学仿制药及改良型新药	抗感染	头孢拉定胶囊	基药、医保品种，过一致性评价，集采中选。经典头孢菌素类广谱抗菌药。
化学仿制药及改良型新药	抗感染	异烟肼片	基药、医保品种，过一致性评价，集采中选。经典抗结核药物，公司是国内抗结核药市场核心参与者。
化学仿制药及改良型新药	抗感染	吡嗪酰胺片	基药、医保品种，过一致性评价，集采中选。经典抗结核药物，公司是国内抗结核药市场核心参与者。
化学仿制药及改良型新药	抗感染	盐酸乙胺丁醇片	基药、医保品种，过一致性评价，集采中选。经典抗结核药物，公司是国内抗结核药市场核心参与者。
化学仿制药及改良型新药	抗感染	利福平胶囊	基药、医保品种，过一致性评价，集采中选。经典抗结核药物，公司是国内抗结核药市场核心参与者。
化学仿制药及改良型新药	抗感染	利巴韦林片	基药、医保品种，过一致性评价，集采中选。广谱抗病毒药，多靶点作用不易耐药，口服吸收好，疗效确切。
化学仿制药及改良型新药	消化	硫糖铝口服混悬液	医保品种。经典胃黏膜保护剂，混悬液剂型可快速形成长效保护膜，用于消化道溃疡、胃炎，可提高溃疡愈合质量。
化学仿制药及改良型新药	消化	瑞巴派特片	医保品种，过一致性评价。用于胃炎、胃溃疡，具有全面抗炎作用，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。

仅供内部参考，请勿外传

化学仿制药及改良型新药	消化	奥美拉唑肠溶胶囊	基药、医保品种，过一致性评价，集采中选。PPI 类药物，用于胃溃疡、反流性食管炎等，是消化科常用药。
化学仿制药及改良型新药	眼科	盐酸氮䓬斯汀滴眼液	医保品种，过一致性评价。双效抗过敏滴眼液，获指南推荐为过敏性结膜炎首选用药，起效快、刺激性小、安全性高。
化学仿制药及改良型新药	眼科	普拉洛芬滴眼液	医保品种，过一致性评价。获国内外指南推荐，用于外眼及眼前节炎症对症治疗，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	过一致性评价，集采中选。全作用机制干眼治疗药，可促进黏蛋白和泪液分泌、稳定泪膜，获多指南推荐，临床应用广泛。
化学仿制药及改良型新药	眼科	环孢素滴眼液(III)	国内首个豁免临床获批的眼用纳米乳剂，公司首个复杂眼用制剂。用于 4 岁及以上儿童青少年严重性春季角结膜炎，安全有效。
化学仿制药及改良型新药	抗过敏	氯雷他定片	基药、医保品种，过一致性评价，集采中选。第二代非镇静抗组胺药，起效快、作用持久，无明显中枢抑制作用，为抗过敏一线用药。
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	全国独家口服溶液剂型，有儿童用法用量证据。多效抗过敏，止痒效果显著，起效快、作用持久、低毒性，适用于儿童抗过敏治疗。

资料来源：公司官网，众生药业 2025 年年报，东莞证券研究所

1.2.3 创新药

创新药业务未来有望成为公司核心增长引擎。公司自 2010 年起布局创新药研发，成立全资子公司众生睿创专注创新药研发，聚焦临床未满足需求旺盛的代谢疾病、抗病毒、呼吸系统疾病三大核心赛道，搭建小分子创新药研发平台，形成已上市放量+临床III期冲刺+早期储备的完整管线梯队。目前公司已有两款抗病毒创新药实现商业化：来瑞特韦片（抗新冠）、昂拉地韦片（抗甲流），其中来瑞特韦已纳入医保目录，持续稳定贡献营收；昂拉地韦 2025 年获批上市，处于市场快速爬坡阶段。核心在研管线中，MASH 创新药 ZSP1601IIb 期临床数据超预期，即将启动III期临床；长效 GLP-1/GIP 双激动剂 RAY1225 减重、降糖适应症III期临床全部完成入组，进度行业领先，同时拓展 MASH、肥胖合并睡眠呼吸暂停等新适应症，商业化空间广阔。

表 3：公司已上市创新药概况

类别	功能主治/治疗领域	药品名称	产品特色
创新药	呼吸抗病毒	昂拉地韦片	甲流一类创新药，医保品种。全球首个靶向流感病毒 PB2 亚基口服药，强效低耐药，对耐药毒株有效，获多指南推荐。
创新药	呼吸抗病毒	来瑞特韦片	抗新冠一类创新药，医保品种。全球首个拟肽类 3CL 单药口服药，单药无需联用利托那韦，安全性优，获多指南推荐。

资料来源：公司官网，众生药业 2025 年年报，东莞证券研究所

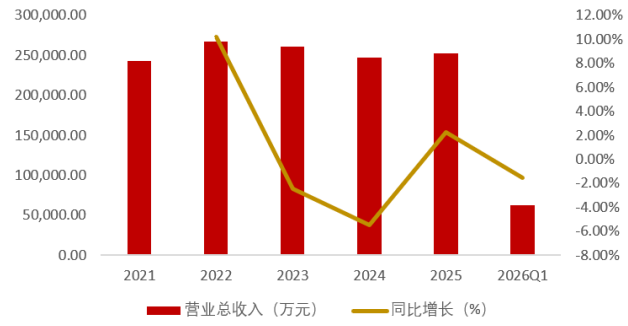
1.3 公司近几年业绩稳步增长

公司近几年业绩稳步增长。2025 年公司实现营业收入 25.23 亿元，同比增长 2.27%；实现归母净利润 2.76 亿元，同比大幅扭亏为盈，核心系创新药商业化落地、传统业务盈利

仅供内部参考，请勿外传

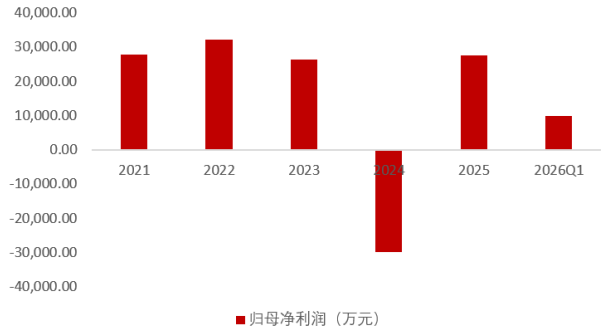
修复、费用管控优化多重驱动。2026 年一季度实现营业收入 6.24 亿元，归母净利润 1.00 亿元，盈利能力持续释放。分业务来看，传统中成药业务稳中有升，毛利率维持高位；创新药业务营收占比持续提升，高毛利特性带动公司整体盈利水平提高；公司规模效应持续显现，其间费用率稳步下行，经营效率持续优化。

图 1：公司营收及同比增速



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 2：公司归母净利润情况

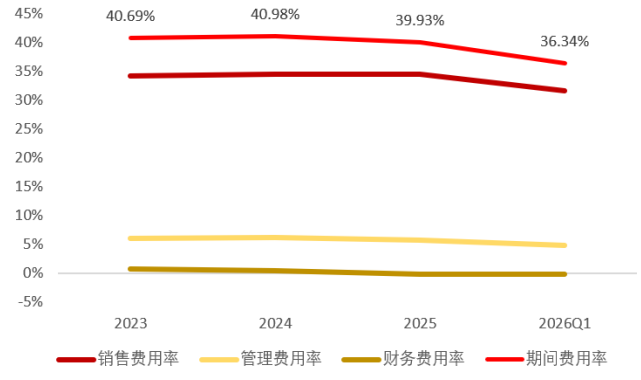


资料来源：Wind，东莞证券研究所

1.4 公司近几年盈利能力触底回升

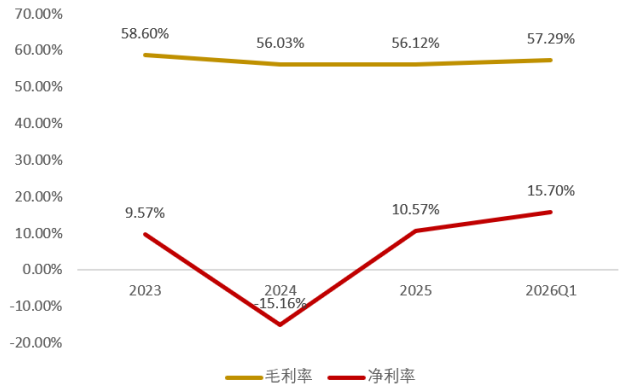
公司近几年盈利能力触底回升。公司 2024 年毛利率降至 56.03%、净利率转负，除集采与成本压力延续外，核心是当年计提大额商誉及资产减值损失，叠加营收同比下滑，导致盈利断崖式下滑；2025 年毛利率微升至 56.12%、净利率回升至 10.57%，系集采影响逐步出清、减值压力消退，同时公司优化产品结构、严控期间费用，创新药贡献增量，带动盈利显著修复；2026 年一季度毛利率进一步升至 57.29%、净利率达 15.70%，同比持续改善，得益于高毛利创新药（如昂拉地韦）加速放量、费用管控成效凸显，核心业务盈利能力持续增强。

图 3：公司期间费用率情况



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 4：公司毛利率和净利率情况



资料来源：Wind，东莞证券研究所

2. 产业结构深度调整，守正创新开启高质量发展新周期

2.1 中药行业简介

中药行业是中国传统医药产业的核心组成部分。中药行业以中医药理论为根基，涵盖中药材种植养殖、中药饮片加工、中成药研发生产、中药大健康产品及医疗服务等全产业

仅供内部参考，请勿外传

链，兼具医疗属性、消费属性与文化属性，是我国独特的卫生资源、潜力巨大的经济资源、具有原创优势的科技资源、优秀的文化资源和重要的生态资源。从产业链结构看，上游为中药材种植与初加工，核心是道地药材培育，保障原料供给与品质；中游为中药饮片炮制、中成药制造、中药提取物生产，是产业核心制造环节，涉及经典方剂转化与现代制药工艺融合；下游为医药流通、医疗机构药房、零售药店、大健康消费市场及国际出口，覆盖临床用药、养生保健、日化美妆等多元场景。从产品形态看，主要分为中药材（原料）、中药饮片（炮制后可直接入药）、中成药（丸剂、片剂、胶囊等现代剂型）、中药配方颗粒、药食同源产品、中药日化/保健品六大类，其中中成药与中药饮片为行业核心收入来源。

图 5：中药行业产业链梳理



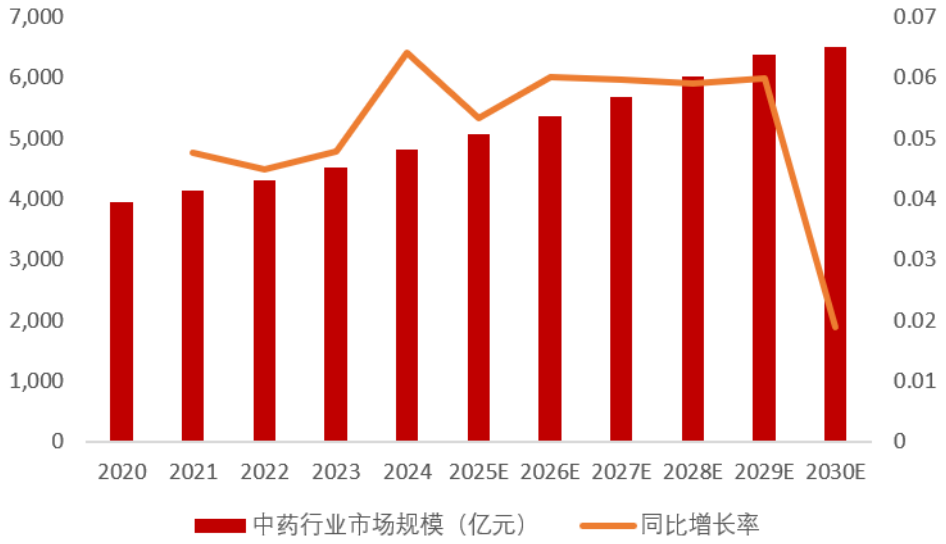
资料来源：东莞证券研究所

2.2 我国中药行业市场规模概况

我国中成药行业市场规模稳步增长。2020 年至 2030 年，我国中成药行业市场规模整体呈稳步上行态势，发展韧性与增长空间充足。2020 年行业市场规模为 3938 亿元，2021-2024 年持续扩张至 4805 亿元，年均复合增长率约 5.1%。随着国家中医药战略扶持政策持续落地、医保与审批政策红利释放，叠加人口老龄化带来的慢性病临床刚需、居民健康消费升级，行业标准化建设与集中度提升共同推动，消费复苏进一步推高增速，2030 年市场规模预计达 6500 亿元，长期增长前景依然向好。

仅供内部参考，请勿外传

图 6：2020-2030 年中国中成药行业市场规模及其预测情况



资料来源：国家中医药管理局，头豹研究所，东莞证券研究所

2.3 政策持续加码，守正创新开启高质量发展新周期

政策持续加码，行业迈向高质量发展新阶段。未来，我国中药行业将在国家战略引领下，进入政策驱动、质量优先的高质量发展新阶段。国家已将中医药发展上升为国家战略，《中药工业高质量发展实施方案（2026—2030 年）》等政策明确提出，到 2030 年要建成 60 个高标准中药原料基地、20 个智能工厂，培育一批领航企业，从源头提升药材质量、稳定供应链。政策层面持续优化审批流程、加大创新扶持、完善医保支付，推动中药从规模扩张转向价值驱动。同时，监管体系不断健全，全过程追溯、质量标准提升、优质优价机制落地，倒逼行业淘汰落后产能、净化市场环境。在政策红利持续释放与监管趋严的双重作用下，行业将加速洗牌，资源向头部企业集中，形成龙头引领、专精特新配套的产业格局，为长期健康发展筑牢根基。

守正创新融合，科技赋能产业现代化升级。守正创新将成为中药行业发展的核心主线，传统智慧与现代科技深度融合，推动产业从经验驱动向数据驱动跨越。守正即坚守中医药理论、辨证论治精髓与道地药材传统，夯实经典名方、名医验方、院内制剂的传承转化基础；创新则聚焦用现代科学语言诠释疗效，构建国际认可的证据体系，加速经典名方二次开发、院内制剂转新药，突破有效但说不清的瓶颈。科技赋能贯穿全产业链：种植端推广智慧农业，AI 辅助育种、病虫害预警；生产端建设智能工厂，自动化生产线、过程分析技术保障质量稳定；研发端运用 AI 辅助组方、真实世界研究（RWS）、患者报告结局（PRO）评价体系，提升新药研发效率与临床价值。到 2030 年，行业将形成传承有根基、创新有突破的良性生态，中药创新药、改良型新药持续获批，推动产业现代化水平全面提升。

跨界融合拓场景，国际化进程加速推进。未来，中药行业将打破传统边界，通过中药+跨界融合持续拓宽消费场景，同时加速国际化布局，提升全球话语权。在国内市场，药食同源、养生保健、文旅康养等领域深度融合，枸杞原浆、养生茶饮、中药保健品等产品快速普及，中药咖啡、中药面包等创新形态吸引年轻消费群体，推动中药从治病用药向健康生活方式延伸。线上渠道持续扩容，直播带货、社区团购等新模式加速消费下沉，

仅供内部参考，请勿外传

基层共享中药房、智慧中医诊疗设备完善服务体系，满足多元化健康需求。在国际市场，随着全球健康意识提升与中医药国际认可度提高，中药出口规模稳步增长，标准国际化进程加快，推动更多中药品种进入国际主流市场。同时，行业加强国际合作，参与全球中医药标准制定，推动文化输出与产业出海，逐步构建国内深耕、全球拓展的发展格局，释放更大增长潜力。

3、中药基本盘稳固，创新管线加速落地

3.1 中药基本盘稳固，构筑转型安全垫

中药基本盘稳固，构筑转型安全垫。公司深耕中药领域四十余年，构建了以复方血栓通系列、脑栓通为核心的大品种矩阵，是国内心脑血管与眼科中成药领域的龙头企业，2025年中成药业务贡献约53%营收，核心品种复方血栓通系列年销售额超10亿元。公司两大核心心脑血管中成药充分把握集采政策红利，在度过短期价格阵痛后量价格局持续优化，业绩稳健性显著提升。主力品种复方血栓通系列2023年中标全国中成药联盟集采，短期降价虽对营收形成扰动，但凭借产品疗效与渠道优势实现以量补价，依托集采深入布局基层市场、巩固龙头份额，并于2025年完成集采续约且零降价，价格体系彻底企稳。独家品种脑栓通胶囊竞争壁垒不断提升，该产品2022年中标广东联盟集采，单价0.87元/粒、降幅约21%，2024年完成广东市场无降价续约并中标安徽集采，全国布局持续拓展；2025年其获批为首家中药二级保护品种，疗效获得官方认可，产品可改善脑血循环、保护神经功能，有效降低急性缺血性卒中复发与致残风险，临床刚需属性突出。此外公司推进的RESPACE循证医学研究已完成全部数据统计，后续学术成果将进一步助力产品推广与终端放量。现阶段两大品种已完全消化集采负面影响，2025年起价格进入稳定周期，公司持续参与各级集采、深耕基层市场，传统中成药业务基本盘愈发扎实，后续销售收入有望保持稳健增长。

表4：公司复方血栓通系列产品和脑栓通胶囊集采概况

药品名称	集采批次	规格	中选价格	降幅	中选时间
复方血栓通胶囊	第二批全国中成药联盟集采	36粒	15.14	38.60%	2023
复方血栓通颗粒	第二批全国中成药联盟集采	9袋	36.57	38.80%	2023
脑栓通胶囊	广东省联盟中成药集采	1粒	0.87	21%	2022
脑栓通胶囊	安徽省中成药集采	1粒	0.87	19.50%	2024

资料来源：湖北省医保局，广东省医保局，安徽省医保局，东莞证券研究所

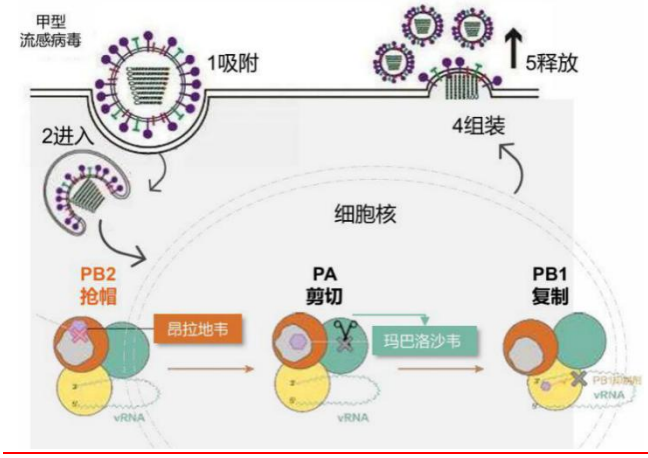
3.2 公司创新转型成果显著

公司创新转型成果显著，已上市2款一类创新药。来瑞特韦片（乐睿灵®）为公司自主研发、具备全球完整知识产权的全球首个拟肽类3CL单药抗新冠一类创新药，于2023年3月经NMPA特别审批程序附条件获批上市，用于治疗成人轻中度新冠病毒感染，并成功纳入2025年版国家医保乙类目录。昂拉地韦片（安睿威®）是全球首个靶向甲型流感病毒RNA聚合酶PB2亚基的一类创新药，拥有起效快、药效强、耐药率低的优势，2025年

仅供内部参考，请勿外传

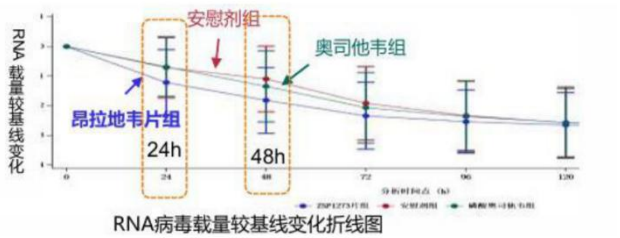
5 月获 NMPA 批准上市，并顺利纳入当年国家医保目录乙类，商业化基础扎实。头对头III期临床数据显示，相较于安慰剂，本品在流感症状缓解、病毒转阴等多项核心指标上优势突出，对比主流药物奥司他韦，其中位症状缓解时间、发热消退时间缩短近 10%，临床疗效优势显著。产品 II 期、III期研究成果相继发表于《TheLancetInfectiousDiseases》《TheLancetRespiratoryMedicine》等国际顶刊，学术认可度拉满。2025 年，该品种陆续被多部国内流感诊疗指南、专家共识推荐，同时入选多部临床教材，正式跻身流感治疗主流用药行列。为覆盖更广人群、优化用药体验，公司推进两项针对未成年群体的III期临床试验，分别评估昂拉地韦颗粒用于 2~11 岁儿童、昂拉地韦片用于 12~17 岁青少年单纯性甲型流感的疗效与安全性。目前两项试验均取得积极顶线数据，产品在对应人群中疗效达标、安全表现良好，试验圆满达成预期目标。下一步公司将加快儿童、青少年适应症的申报上市进度，持续拓展适用人群边界，挖掘产品增量空间，进一步巩固其全球首创流感创新药的竞争壁垒，释放长期商业价值。

图 7：昂拉地韦片作用机制示意图



资料来源：昂拉地韦片医保申报资料，东莞证券研究所

图 8：三期临床试验中病毒载量下降幅度和速度概况



资料来源：昂拉地韦片医保申报资料，东莞证券研究所

图 9：昂拉地韦片三期临床试验结果



资料来源：昂拉地韦片医保申报资料，东莞证券研究所

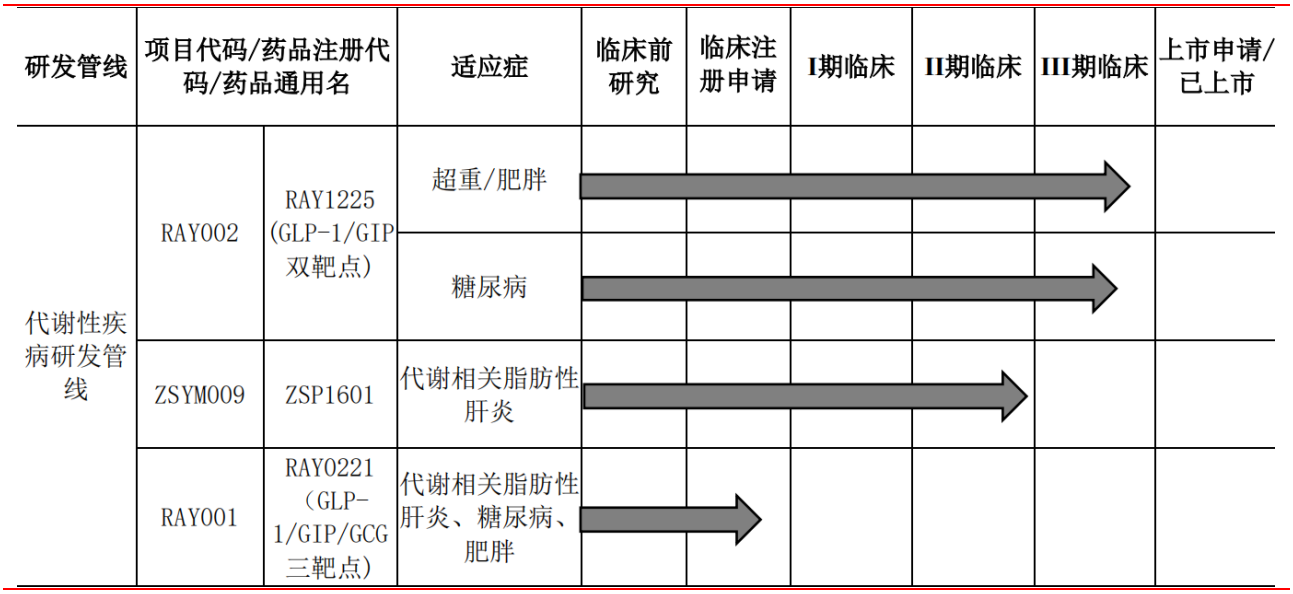
3.3 代谢管线未来成长空间广阔

GLP-1 与 MASH 双重磅，成长空间广阔。代谢疾病领域是公司创新布局的核心赛道，RAY1225（GLP-1/GIP 双靶点）与 ZSP1601（MASH）两大核心品种均处于临床后期，具备全球竞争力与稀缺性。RAY1225 注射液为公司具备全球自主知识产权的结构创新多肽药物，作为 GLP-1/GIP 双受体激动剂，凭借优异的药代动力学特性实现两周一次的超长效

仅供内部参考，请勿外传

给药优势，主要布局 2 型糖尿病、肥胖及超重等代谢疾病赛道。公司前期完成的两项Ⅱ期临床试验数据验证了产品核心价值，REBUILDING-1 肥胖研究与 SHINING-1 糖尿病研究结果显示，RAY1225 在减重、降糖及优化心血管代谢指标方面疗效显著，且胃肠道不良反应发生率优于同类竞品，安全耐受性更佳，其中 REBUILDING-1 研究更获第 86 届美国糖尿病学年会（ADA）口头汇报资格，获得全球行业学术认可。目前公司 RAY1225 三项关键Ⅲ期临床已全部完成受试者入组，覆盖肥胖超重单药治疗、2 型糖尿病单药及联合用药治疗，并设置司美格鲁肽头对头、安慰剂对照试验，临床证据体系完善；同时产品用于 MASH、肥胖合并 OSA 的新增适应症临床申请已获 NMPA 批准，管线边界持续拓宽，成长弹性进一步提升。ZSP1601 片为公司布局 MASH 赛道的全新机制一类创新药，纳入国家重大新药创制专项，亦是国内首个完成健康人药代及安全性试验的 MASH 创新品种，核心壁垒突出。前期 Ib/IIa 期临床数据显示，四周给药即可显著降低 ALT、AST 等肝脏炎症损伤指标，同时改善多项纤维化标志物，明确验证产品抗炎、保肝、抗纤维化的双重疗效，相关研究成果已发表于《NatureCommunications》，学术认可度扎实。现阶段 ZSP1601 治疗 MASH 的 IIb 期临床试验已完成全部病例观察，目前进入数据清理阶段，关键临床数据落地可期。整体而言，公司 RAY1225 与 ZSP1601 分别卡位减重代谢、非酒精性脂肪肝两大高景气赛道，管线推进节奏稳健、临床数据积极、差异化壁垒显著，将成为公司中长期创新转型的核心成长引擎。

图 10：公司在代谢性疾病研发管线进展情况



资料来源：众生药业 2025 年年报，东莞证券研究所

3.4 研发体系完善，创新转化效率行业领先

公司研发体系完善，创新转化效率行业领先。公司构建了自主研发+合作创新的完整研发体系，子公司众生睿创为创新药核心平台，聚焦呼吸、代谢等重大疾病领域，拥有小分子、多肽双技术平台，具备从药物发现到临床开发的全流程能力。研发团队核心成员具备丰富的跨国药企研发经验，临床运营能力突出，核心管线推进速度快于行业平均水平，RAY1225、ZSP1601 等品种均提前完成临床入组，研发效率显著领先。公司坚持差异化创新策略，避免同质化竞争，已上市与在研品种多为全球首创（FIC）或同类最优（BIC），昂拉地韦、RAY1225、ZSP1601 均具备全球知识产权，构筑高壁垒。研发投入持续加码，

仅供内部参考，请勿外传

为创新管线推进提供保障；同时布局 CDMO 业务，对冲研发风险，提升研发资源利用效率，形成研发-生产-商业化的闭环生态。

图 11：公司产学研医合作平台示意图



资料来源：众生药业官网，东莞证券研究所

4、投资建议

首次覆盖，给予公司增持评级。预计公司 2026 年和 2027 年每股收益分别为 0.44 元和 0.48 元，对应估值分别为 52 倍和 49 倍。公司作为国内中药创新转型的标杆企业，中药基本盘稳固，创新管线加速落地。首次覆盖，给予公司增持评级。

表 5：公司盈利预测简表（截至 2026 年 6 月 24 日）

科目（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**2,523**	**2909**	**3,190**	**3253**
营业总成本	**2,226**	**2561**	**2,787**	**2841**
营业成本	1,107	1,254	1,368	1,392
营业税金及附加	20	24	26	27
销售费用	870	1010	1107	1132
管理费用	143	163	172	172
财务费用	-5	2	-2	0
研发费用	91	108	115	118
公允价值变动净收益	(19)	0	0	0
资产减值损失	(23)	10	(9)	1
营业利润	**298**	**402**	**437**	**455**
加：营业外收入	1	1	1	1
减：营业外支出	3	30	16	23
利润总额	**297**	**373**	**421**	**433**
减：所得税	30	37	42	43

仅供内部参考，请勿外传

净利润	**267**	**336**	**379**	**390**
减： 少数股东损益	(9)	(42)	(25)	(34)
归母公司所有者的净利润	**276**	**378**	**405**	**423**
摊薄每股收益(元)	**0.32**	**0.44**	**0.48**	**0.50**
PE（倍）	**71.48**	**52.17**	**48.73**	**46.55**

资料来源：Wind，东莞证券研究所

5、风险提示

（1）创新药临床进展不及预期风险。公司核心在研管线 ZSP1601、RAY1225 处于临床关键阶段，临床试验进度、结果受受试者招募、试验方案、临床环境等多重因素影响，存在临床进度延迟、数据未达预期的风险。

（2）药品集采降价风险。公司中成药、化学仿制药核心产品持续面临集采常态化压力，若后续集采降价幅度超预期，可能导致传统业务营收、毛利率承压。

（3）行业政策变动风险。医药行业监管政策、医保谈判规则、创新药审批政策若发生重大变动，可能影响公司新药审批、上市定价及商业化放量节奏。

（4）新药商业化不及预期风险。公司新增创新药上市后，面临市场教育、渠道拓展、竞品竞争等压力，存在终端销售放量不及预期的风险。

（5）竞品迭代冲击风险。GLP-1、MASH 赛道研发热度高，国内外多家企业布局同类产品，若竞品率先上市或产品疗效、性价比更优，将对公司核心管线商业化价值形成冲击。



仅供内部参考，请勿外传

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券公司、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所
广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼
邮政编码：523000
电话：（0769）22115843
网址：www.dgzq.com.cn