仅供内部参考，请勿外传

众生药业(002317)

报告日期：2026 年 09 月 21 日

创新转型进入兑现期，ZSP1601 潜在空间大

——众生药业深度报告

投资要点

❑ **核心推荐逻辑**

MASH 领域潜在 BIC 大单品公司，2026 年 5 月 ZSP1601 披露了金标准方法下最好的 II 期数据，RAY1225 已经完成 III 期入组，公司创新药转型进入兑现阶段；临床数据，BD 进展有望超预期。

❑ **行业 β**

1、MASH 适应症患者基数庞大、市场空间广阔。弗若斯特沙利文预测，2034 年全球 MASH 药物市场规模预计达 536 亿美元，中国市场达 50 亿美元。目前全球仅两款 MASH 专科靶向药获批：一是 Madrigal 的 THR-β 激动剂 Resmetirom，二是诺和诺德的 GLP-1 受体激动剂司美格鲁肽。在研管线方面，进展较快的 GLP-1 类有勃林格殷格翰的 Survodutide（III 期）、礼来的替尔泊肽（III 期）；THR-β 类有海思科 HSK31679（III 期）、Viking Therapeutics VK2809（IIb 期）；泛 PPAR 类有 Inventiva/正大天晴的拉尼兰诺（III 期）；FGF21 类有诺和诺德 Efruxifermin、罗氏/89bio 的 Pegozafermin（III 期）等等。

2、减重药物市场正处于爆发期。根据弗若斯特沙利文数据预测，2034 年全球超重 / 肥胖患预计增至 45.2 亿人；中国超重 / 肥胖患者预计 增至 8.18 亿人，对应 2034 年全球超重 / 肥胖相关药物市场规模预计达 577 亿美元，中国市场达 817 亿元人民币。2025 年礼来替尔泊肽以 365.07 亿美元（同比 +115%）的总销售额登顶全球药品销售榜首，成为新一代"药王"，减重适应症版本 Zepbound 2026H1 销售额达 90.88 亿美元（同比 +60%）。竞争格局方面，已上市产品以 GLP-1 单靶（司美格鲁肽）和 GLP-1/GIP 双靶（替尔泊肽）为主；在研后期管线覆盖多靶点与多剂型。

❑ **公司 α**

1、ZSP1601 具备 BIC 潜力，IIb 数据表现优秀。治疗 MASH 的IIb 期临床试验的顶线分析数据结果积极，在抗肝纤维化能力方面表现优秀，展现出 BIC 潜力，治疗 48 周后，50mg 和 100mg 组，肝活检组织学显示 MASH 改善且纤维化无恶化，或纤维化改善 1 分及以上且 MASH 无恶化的参与者比例为 57.6%和 64.9%，其中 100mg 组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%。结合 MASH 市场空间大，当前全球范围内 MASH 专科药物少，且绝大部分产品纤维化逆转数据表现不够亮眼，ZSP1601 潜在空间大。

2、RAY1225 采用专利钉合肽技术设计，半衰期约 10 天，是临床后期管线中少有的每两周一次（Q2W）长效制剂，相较现有每周制剂每年可减少 26 次注射，在需长期甚至终身给药的体重管理领域依从性优势显著。II 期数据显示，减重适应症 18mg 高剂量组 24 周体重降幅达 21.18%，且 100%参与者体重下降超过 15%。安全性方面，RAY1225 胃肠道不良反应多为轻中度且集中于剂量滴定阶段，9mg 组腹泻、恶心、呕吐发生率较替尔泊肽 15mg 组分别低 11.5%、27.5% 和 9.9%，无患者因胃肠道不良反应停药。目前减重及 2 型糖尿病多项 III 期临床已完成入组，肥胖合并 OSA 适应症直接获批 III 期临床。

❑ **主要预期差**

1）**市场预期：**公司部分创新药（昂拉地韦、ZSP1601）系与药明康德联合发现，自研体系尚未得到充分验证。**我们认为：**昂拉地韦、ZSP1601 自 IND 后全流程临床开发均由众生睿创自主主导，昂拉地韦已上市、ZSP1601 Ⅱb 期读出阳性结果；RAY1225、RAY0221 等减重管线均为完全自主研发，RAY1225 已推进至 III 期，公司从分子发现到临床开发的完整自研能力已得到验证

2）**市场预期：**减重赛道已有司美格鲁肽、替尔泊肽、玛仕度肽等多款产品上市，多款在研品种推进至临床后期，竞争激烈。**我们认为：**安全性和给药便利性

投资评级：买入(维持)

分析师：郭双喜
执业证书号：S1230521110002
guoshuangxi@stocke.com.cn

分析师：彭波
执业证书号：S1230526060002
pengbo01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	￥24.22
总市值(百万元)	20,585.32
总股本(百万股)	849.93

股票走势图



相关报告

1 《创新转型持续推进，ZSP1601 IIb 数据亮眼》 2026.08.25

2 《RAY1225 Ⅱ 期研究亮相 ADA，18mg 剂量组展现更好的减重效果》 2026.06.10

仅供内部参考，请勿外传

是减重长期用药核心痛点，RAY1225 作为临床后期少有的双周一次长效 GLP-1/GIP 双靶点制剂，在疗效相当、安全性有优势的前提下，凭借更低用药频次显著提高患者依从性，具备差异化优势。

3）**市场预期：**pan-PDE 作用机制缺乏全球成药先例，泛靶点抑制存在脱靶安全性风险，单机制疗效天花板有限。**我们认为：**ZSP1601 Ⅱb 期已实现肝活检确认的纤维化改善、肝脏脂肪含量下降、肝酶降低三重获益，整体不良事件发生率与安慰剂相当，未出现泛靶点脱靶毒性，是全球首个通过肝活检组织学终点验证抗纤维化价值的 pan-PDE 药物，机制成药性已获临床验证。

- **核心催化剂**

RAY1225 III 期数据读出及 NDA 申报；ZSP1601 III 期启动及海外 BD 推进；昂拉地韦儿童 / 青少年适应症获批；齐鲁 RAY1225 里程碑付款兑现等等。

- **投资建议**

我们预计公司 2026—2028 年营业收入为 21.64、22.49、25.00 亿元，同比变化-14.2%、3.9%、11.2%；归母净利润 2.13、2.05、2.75 亿元，同比变化-22.7%、-3.9%、34.5%，对应 EPS 为 0.25、0.24、0.32 元，2026/9/18 对应 2026—2028 年 PE 为 97、100、75 倍。公司集采影响已经出清，昂拉地韦逐渐开始放量以及预计新剂型未来上市，同时 RAY1225 和 ZSP1601 临床试验数据优秀未来潜在空间大，公司创新转型已经进入兑现期，创新药逐步形成第二增长曲线，我们维持“买入”评级。

- **风险提示**

核心产品研发不及预期；产品销售不及预期；授权合作里程碑兑现不及预期。

财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2522.74	2163.77	2248.75	2500.15
(+/-) (%)	2.24%	-14.23%	3.93%	11.18%
归母净利润	275.75	213.14	204.74	275.31
(+/-) (%)	192.18%	-22.71%	-3.94%	34.47%
每股收益(元)	0.32	0.25	0.24	0.32
P/E	74.65	96.58	100.54	74.77

资料来源：浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

1 市场所忧及本报告观点 6
2 集采风险已释放，创新转型已初见成效 6
2.1 快速转型创新药，已初见成效 6
2.1.1 公司管理团队经验丰富，众生睿创科学顾问团队实力雄厚 7
2.1.2 公司股权清晰，子公司职责分工明确 8
2.1.3 员工持股计划实施增强发展动力 9
2.1.4 核心产品集采落地 9
3 创新药聚焦代谢和呼吸，后续管线潜力大 13
3.1 ZSP1601：MASH 市场大，ZSP1601IIb 临床数据优异 13
3.1.1 2034 年预计全球 MASH 患者超 5 亿人，市场规模超 500 亿美元 13
3.1.2 全球仅两款产品上市，缺点明显，国内仅司美格鲁肽获批成为治疗 MASH 的专科创新药物 15
3.1.3 ZSP1601: pan-PDE 机理优势明显，ZSP1601 的IIb 期临床试验取得积极结果 17
3.1.4 ZSP1601 逆纤维化能力有望成为全球口服 MASH 药物 BIC 23
3.2 RAY1225：减重千亿市场，RAY1225 安全性优势突出 26
3.2.1 2034 年全球减重患者超 45 亿人，2034 全球减重市场规模超 500 亿美元 26
3.2.2 格局分析：2025 年替尔泊肽登顶全球药王 27
3.2.3 RAY1225 多个适应症进入III期临床，两周一次的给药频次下实现了减重效率与安全性的平衡 28
3.2.4 RAY1225 双周制剂大幅提高患者长期依从性 32
3.2.5 三靶、Amylin 均有布局，构建全面的减重管线 34
3.3 昂拉地韦：国内每年流感患者超百万例，昂拉地韦疗效突出 34
3.3.1 昂拉地韦片抗耐药潜力突出、缓解时间更短 35
4 盈利预测&投资建议 36
5 风险提示 39

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1： 公司发展历程 7
图 2： 众生睿创科学顾问委员会成员 8
图 3： 众生睿创核心管理团队 8
图 4： 公司股权结构及子公司（截至 2026H1） 9
图 5： 中成药和化药 2023-2026H1 收入变化 10
图 6： 2020-2026H1 营业收入及增速（亿元） 12
图 7： 2020-2026H1 归母净利润及增速（亿元） 12
图 8： 2020-2026H1 净利率 12
图 9： 2020-2026H1 公司费用率 12
图 10： MASH 疾病病变过程 14
图 11： 中国及全球 MASH 患者预测（亿人） 15
图 12： 中国及全球 MASH 药品市场预计（亿美元） 15
图 13： MASH 发病分子通路 以及 对应药物靶点机制图 17
图 14： 全球及中国糖尿病患者数量预测（亿人） 27
图 15： 全球及中国超重/肥胖患者数量预测（亿人） 27
图 16： 中国糖尿病及超重/肥胖市场规模预测（亿元） 27
图 17： 全球糖尿病及超重/肥胖市场预测（亿美元） 27
图 18： 中国 2022-2024 流感患者人数及市场规模 35
图 19： 2024 年国内抗流感药物市场结构 35

表 1： 公司主要创新药产品(截至 2026 年 8 月) 7
表 2： 2024 年员工持股计划已连续两年达成解锁条件 9
表 3： 2026 年复方血栓通系列产品中标情况 10
表 4： 2026 年脑栓通胶囊中标情况 10
表 5： 公司集采产品 11
表 6： 公司各核心创新药产品进展阶段及适应症（截至 2026 年 8 月） 13
表 7： 全球主要 MASH 药物管线布局和进展 16
表 8： MASH 药物不同靶点作用机理 19
表 9： 全球主要 MASH 适应症药物进展及疗效数据（截至 2026 年 8 月） 20
表 10： ZSP1601 和其他 MASH 适应症药物逆纤维化疗效的非头对头对比 24
表 11： ZSP1601 销售预测（单位：亿元） 26
表 12： 2020-2025 主要 GLP-1 药品销售额（亿美元） 27
表 13： RAY1225 适应症以及进度（数据截至 2026 年 8 月） 28
表 14： GLP-1 类药物减重数据对比 29
表 15： 主流减重药品非头对头安全数据对比 31
表 16： 2 型糖尿病适应症药品非头对头安全数据对比 31
表 17： RAY-1225 为少有的进入III期临床的 Q2W 药物 33
表 18： RAY-1225 销售预测（亿元） 34
表 19： 其他代谢管线产品及进展 34
表 20： 昂拉地韦与奥司他韦头对头、与玛巴洛沙韦非头对头在治疗 2-11 岁单纯性甲型流感患者的 III 期临床试验对比 36
表 21： 2026—2028 年公司盈利预测 37
表 22： RAY1225 和 ZSP1601 的未来收入测算（单位：亿元） 39

仅供内部参考，请勿外传

表附录：三大报表预测值 41

仅供内部参考，请勿外传

1 市场所忧及本报告观点

1）公司部分创新药产品，如昂拉地韦、ZSP1601，系与药明康德的联合药物发现项目，部分投资人认为公司自研体系还没有得到充分验证。

我们认为，虽然昂拉地韦和 ZSP1601 临床前候选化合物标准的制定以及开发过程的管理由药明康德负责具体实施，但是后续临床开发则均由公司负责，创新药临床研发阶段难度极大，据权威机构 BIO 统计数据，创新药从临床 I 期到获得 FDA（美国食品药品监督管理局）批准上市的成功率平均为 7.9%。昂拉地韦、ZSP1601 自 IND 获批后全流程临床开发均由众生睿创自主主导，昂拉地韦已经上市，ZSP1601 读出IIb 期阳性结果，已充分验证公司成熟的临床开发能力。除此之外，公司多条减重管线，RAY1225（GLP-1/GIP 双靶点）、RAY0221（三靶点）等代谢管线均为众生睿创完全自主研发，其中 RAY1225 已推进至 III 期临床阶段。我们认为，公司已具备从分子发现到临床开发的完整自研能力，自研体系已形成梯队化产出。

2）减重赛道已有多款产品上市，如司美格鲁肽、替尔泊肽、玛仕度肽，同时多款在研品种推进至临床后期，部分投资人担忧减重赛道竞争激烈。

我们认为，安全性和给药便利性是减重长期用药的核心痛点之一，已上市以及在研后期产品中，仍然是以日制剂、周制剂为主，RAY1225 作为临床后期管线中少有的双周一次长效 GLP-1/GIP 双靶点制剂，在减重疗效相当、安全性有优势的前提下，凭借更低的用药频次可以显著提高患者依从性，具备差异化优势。

3）市场部分投资人担心 pan-PDE 作用机制缺乏全球成药先例、泛靶点抑制存在脱靶安全性风险、单机制疗效天花板有限的问题。

我们认为，该担忧已随临床数据读出逐步消解：MASH 作为多病理环节叠加的复杂慢病，单一靶点难以覆盖炎症、纤维化、脂代谢紊乱的全病程，而 ZSP1601 通过多亚型 PDE 协同抑制，可同时作用于肝内抗炎、抗纤维化、降脂三大核心通路，恰好适配疾病的复杂病因；其 IIb 期临床已实现肝活检确认的纤维化改善、肝脏脂肪含量下降、肝酶降低的三重获益，且整体不良事件发生率与安慰剂组相当，未出现市场担忧的泛靶点脱靶毒性，是全球首个通过肝活检组织学终点验证抗纤维化价值的 pan-PDE 药物，机制成药性已得到临床概念验证。

2 集采风险已释放，创新转型已初见成效

2.1 快速转型创新药，已初见成效

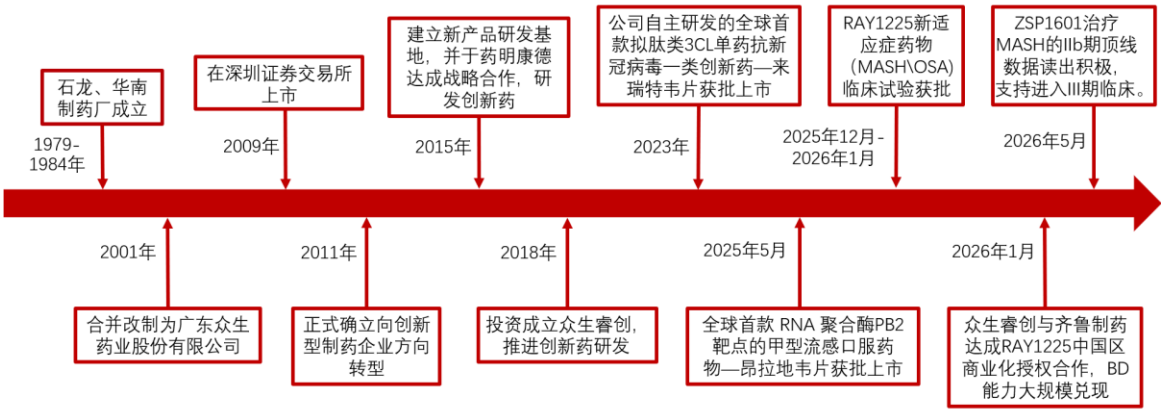
众生药业前身为 1979 年成立的石龙制药厂，主营中成药；以及 1984 年成立的华南制药厂，主营化药；石龙制药厂与华南制药厂于 2001 年合并改制为广东众生药业股份有限公司，公司于 2009 年在深圳证券交易所上市。截至 2026 年，公司立足于眼科、心脑血管、呼吸、消化等治疗领域，旗下拥有九家子公司、四大生产基地。

2015 年公司建立了“新产品开发中心”，实验室面积超过 5,000 平方米，搭建了“国家博士后科研工作站”、“广东省创新药物产业化工程技术研究中心”等专门从事药物研发的科研机构和平台；研发中心拥有一支由博士、硕士、学士等不同学历层次构成并且具有丰富药品研发经验的新产品研发队伍，各类研究与试验开发人员 200 多人。同年，公司与药明康德签署战略合作协议，公司与药明康德合作时限以五年为一个阶段，第一个阶段为 2015 年至 2019 年，共同进行 1.1 类小分子化学创新药的研发。2018 年投资成立众生睿创，推进创

仅供内部参考，请勿外传

新药研发；众生睿创建立了多个处于不同研发阶段的全球首创或同类最佳药物研发管线，全球首个口服拟肽类单药 3CL 蛋白酶抑制剂，用于治疗轻中度新冠病毒感染患者的来瑞特韦片于 2023 年获得药品注册证书。全球首个流感病毒 RNA 聚合酶 PB2 抑制剂昂拉地韦片已于 2025 年 5 月获得上市批准；国内首个获批临床治疗 MASH 的创新药 ZSP1601 已经完成IIb 期临床；具有全球自主知识产权、用于治疗代谢综合症的长效 GLP-1/GIP 单分子双重激动剂 RAY1225 注射液已处于III期临床阶段。

图1： 公司发展历程



资料来源：众生药业官网，众生药业公告、众生药业财报，南方日报，浙商证券研究所

目前，公司的转型已初见成效，创新药研发主要聚焦代谢性疾病、呼吸系统疾病等领域，已有 2 个创新药项目获批上市，多个创新药项目处于临床试验后期阶段，同时探索布局具备差异化优势的早研管线。

表1： 公司主要创新药产品(截至 2026 年 8 月)

治疗领域	产品	商业权利	适应症	最高阶段
呼吸领域疾病	来瑞特韦片	全球	成人新冠病毒感染的治疗	已上市
	昂拉地韦片	全球	成人单纯性甲型流感的治疗	已上市
	昂拉地韦片	全球	12-17 岁青少年甲型流感的治疗	NDA 获受理
	昂拉地韦颗粒	全球	治疗 2-11 岁儿童单纯性甲型流感	NDA 获受理
	ZSP0540	全球	成人及儿童 RSV 感染的治疗	临床前
代谢性疾病	RAY1225	非中国地区	超重/肥胖	III 期临床入组完成
	RAY1225	非中国地区	糖尿病	III 期临床入组完成
	RAY1225	全球	OSA	III 期临床获批
	ZSP1601	全球	代谢功能障碍相关脂肪性肝炎	IIb 期临床顶线数据已读出
	RAY0221	全球	代谢功能障碍相关脂肪性肝炎、糖尿病、肥胖	临床注册申请
	Amylin 类长效多肽药物	全球	糖尿病、肥胖	临床前
	Amylin 类小分子口服药物	全球	糖尿病、肥胖	临床前
	GLP-1RA 类长效多肽药物	全球	-	临床前

资料来源：公司官网、浙商证券研究所

2.1.1 公司管理团队经验丰富，众生睿创科学顾问团队实力雄厚

仅供内部参考，请勿外传

众生药业核心高管均具备多年医药行业深耕经验：董事长、总裁陈永红（EMBA 医药管理专业，主管中药师）；副董事长、高级副总裁张玉冲；董事、高级副总裁龙超峰（硕士，高级工程师），北京医科大学临床药理学硕士，加入众生药业 43 年，教授级高级工程师，超过 30 年新药研发经验，研发新药 10 多个。

公司控股子公司众生睿创的科学顾问阵容强大，科学顾问委员会汇聚钟南山院士、魏来教授、牛俊奇教授、魏晓雄博士等顶尖专家，为创新药研发提供专业支撑。

图2： 众生睿创科学顾问委员会成员



资料来源：众生睿创官网，浙商证券研究所

图3： 众生睿创核心管理团队



资料来源：众生睿创官网，浙商证券研究所

2.1.2 公司股权清晰，子公司职责分工明确

截至 2026Q1，张玉冲女士与张玉立女士为一致行动人，合计持有公司 21.8%股份，为公司的实际控制人。公司旗下拥有多家子公司，职能分工明确，其中，众生睿创主要进行创新药研发，华南药业主要负责中成药和化学药的研发、生产及销售，逸舒制药主要定位在中药提取，先强药业主要负责原料药业务，益康药业主要负责中药饮片及药材生产和贸易相关业务。

仅供内部参考，请勿外传

图4： 公司股权结构及子公司（截至 2026H1）



资料来源：Ifind、浙商证券研究所

2.1.3 员工持股计划实施增强发展动力

2024 年 7 月 2 日公司发布员工持股计划，以 6.68 元/股的价格授予不超过 46 人（不含预留授予人员）共计 555.1 万股，其中首次授予部分合计 494 万股，预留部分 61.1 万股。考核标准分为营业收入或创新药研发进度两部分。（1）2024/2025/2026 营业收入触发值为 29.16 亿元/32.40 亿元/36.00 亿元，营业收入目标值分别为 32.40 亿元/36.00 亿元/40.00 亿元；（2）创新药研发进展方面则对 IND、NDA 以及启动 II/III 期临床的数量进行了规划。

公司 2026 年 7 月 17 日发布公告称，员工持股计划 2025 年第二个锁定期届满，达到创新药研发进度目标值（Bm），解锁条件已经达成。我们认为公司能够完成 2026 年的解锁期考核，公司 2024 年启动三项II期临床试验，2025 年启动了 5 项III期临床试验，已达成 2026 年创新药研发进度考核中的启动 II 期/III 期临床试验数量累计不少于 8 个的考核标准。

表2： 2024 年员工持股计划已连续两年达成解锁条件

解锁期	对应考核年度	营业收入（A）		创新药研发进度
		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

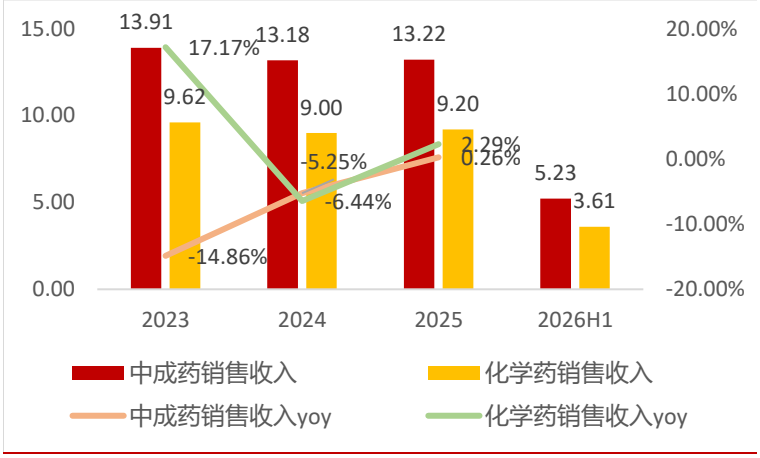
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2.1.4 核心产品集采落地

中成药和化药是公司当前最主要收入来源，公司血栓通、脑栓通等核心产品已经集采，降价风险已于 2024 年充分消化，2025 年中成药和化药销售收入分别实现 13.22 亿元和 9.20 亿元，同比增长 0.26%和 2.29%，2026H1，中成药收入为 5.23 亿元，同比减少 24.11%，化学药收入为 3.61 亿元，同比减少 27.10%。

仅供内部参考，请勿外传

图5： 中成药和化药 2023-2026H1 收入变化



资料来源：ifind，浙商证券研究所

2023 年 6 月公司发布公告称代表品复方血栓通胶囊拟中选全国中成药采购联盟集采。代表品包装数量为 30 粒的复方血栓通胶囊每盒的拟中选价格为 12.62 元。

表3： 2026 年复方血栓通系列产品中标情况

药品名称	剂型	规格	转化系数	最小制剂单位价格（元）	价格(元)
复方血栓通胶囊	胶囊剂	500mg	100	0.40	40.26
复方血栓通胶囊	胶囊剂	500mg	60	0.42	25.24
复方血栓通胶囊	胶囊剂	500mg	30	0.42	12.62
复方血栓通胶囊	胶囊剂	500mg	36	0.42	15.14
复方血栓通颗粒	颗粒剂	3g	9	4.06	36.57

资料来源：摩熵医药、浙商证券研究所

2022 年 4 月 14 日，公司发布公告称，公司子公司华南药业产品复方血栓通、脑栓通胶囊等共四种产品拟中选广东联盟中成药集中带量采购，其中脑栓通胶囊的拟中选价格为 0.87 元/粒。2024 年 12 月，广东省药品交易中心发布公告，脑栓通胶囊中选广东联盟中成药接续集采，中选价格为 39.11 元/盒，折合 0.87 元/粒。此次，联盟省份从原来 6 个省拓展到 15 个省，脑栓通胶囊续约不降价。

表4： 2026 年脑栓通胶囊中标情况

药品名称	剂型	规格	转化系数	最小制剂单位价格（元）	价格(元)	省份
脑栓通胶囊	胶囊剂	400mg	45	0.87	39.11	辽宁
			45	0.87	39.11	海南
			27	1.08	29.15	新疆
			45	1.06	47.69	山东
			45	1.06	47.69	西藏
			45	0.87	39.11	辽宁
			45	1.06	47.69	湖北
			27	0.87	23.46	江苏
			27	1.08	29.15	四川
			45	1.06	47.69	四川

资料来源：摩熵医药，浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

表5：公司集采产品

序号	产品名称	集采中选时间	集采类型
1	复方血栓通胶囊片、复方选栓通胶囊、复方血栓通颗粒、复方血栓通软胶囊	2026.7.30（第二批接续）	全国中成药集采
2	脑栓通胶囊	2024 年 11 月	广东联盟集采
3	复方丹参片	2022.4	广东联盟集采
4	头孢拉定胶囊	2023.3	国家集采
5	异烟肼片	2020.1	国家集采（协议期满持续采购）
6	吡嗪酰胺片	2021.2	国家集采（协议期满持续采购）
7	盐酸乙胺丁醇片	2020.8	国家集采（协议期满持续采购）
8	利福平胶囊	-	国家集采（协议期满持续采购）
9	利巴韦林片	2022	广东联盟集采
10	奥美拉唑肠溶胶囊	-	国家集采（协议期满持续采购）
11	地夸磷索钠滴眼液	2023.11	国家集采
12	氯雷他定片	-	国家集采（协议期满持续采购）

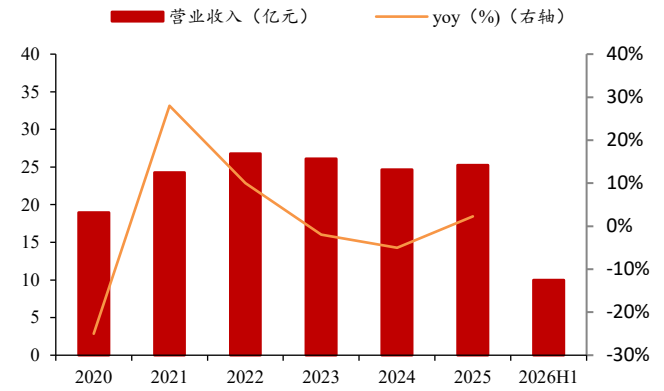
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

化药方面，2020 年 1 月，公司头孢拉定胶囊和异烟肼片参与第二批国家集采并中选，集采数量均符合预期。2020 年 8 月，公司盐酸乙胺丁醇片参与第三批国家集采并中选，2021 年 2 月，吡嗪酰胺片参与第四批国家集采并中选。异烟肼片、盐酸乙胺丁醇片和吡嗪酰胺片属于公司抗结核药物产品集群，顺利在国家集采中选将有利于提升产品市场竞争力，扩大产品的市场份额及提高公司在抗结核药品领域的市场地位。公司产品 2026 年 2 月入选 1-8 批国家集采药品新一轮接续采购，本次接续采购中选结果于 2026 年 3 月底落地实施，采购周期至 2028 年底。

2024 年营业收入下滑，主要是受到公司核心产品复方血栓通系列制剂 2023 年 6 月进入国家集采降价影响；归母净利润下滑，主要因为计提资产减值损失 54,668.07 万元，主要包括计提全资子公司先强药业、控股子公司逸舒制药商誉减值损失 20,167.71 万元，计提研发项目资产减值损失 20,692.60 万元，计提无形资产等相关资产减值损失 7,916.66 万元。2025 全年，营业收入为 25.23 亿元，同比增长 2.24%；归母净利润为 2.76 亿元，同比增长 192.18%；扣非归母净利润为 2.81 亿元，同比增长 207.97%；2026H1，公司实现营业收入 10.00 亿元，同比下降 23.03%；归母净利润为 1.1 亿元，同比下降 40.70%，扣非归母净利润 1.21 亿元，同比减少 35.26%。

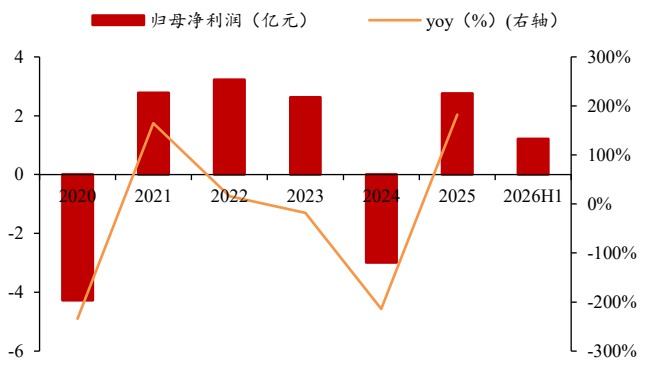
仅供内部参考，请勿外传

图6： 2020-2026H1 营业收入及增速（亿元）



资料来源：ifind、浙商证券研究所

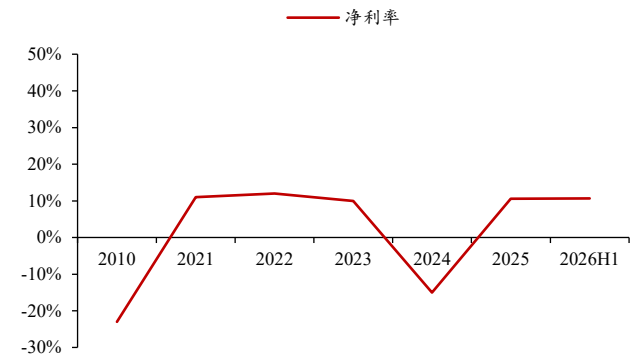
图7： 2020-2026H1 归母净利润及增速（亿元）



资料来源：ifind、浙商证券研究所

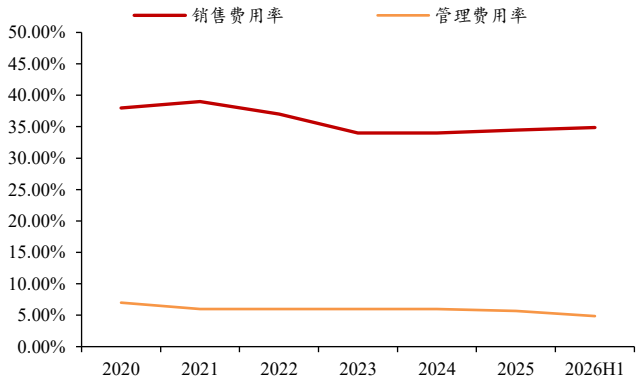
公司费用率控制良好，整体呈下降趋势。截至 2026H1，净利率为 10.67%，同比减少 3.55 个百分点。从费用率来看，2020-2026H1 公司费用率呈下降趋势，销售费用率从 38.10%下降到 34.86%，管理费用率从 6.85%下降到 6.67%。未来随着公司持续对费用加强管控叠加创新管线布局逐步进入收获期，盈利水平有望持续回升。

图8： 2020-2026H1 净利率



资料来源：ifind、浙商证券研究所

图9： 2020-2026H1 公司费用率



资料来源：ifind、浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

3 创新药聚焦代谢和呼吸，后续管线潜力大

呼吸系统疾病研发管线方面，来瑞特韦片是公司自主研发的拥有全球自主知识产权的全球首个拟肽类 3CL 单药抗新冠病毒一类创新药，2023 年 3 月由 NMPA 按照药品特别审批程序附条件批准上市，并已在同年经谈判成功纳入 2023 年国家医保目录乙类范围。昂拉地韦片是全球首款靶向甲型流感病毒 RNA 聚合酶 PB2 亚基的一类创新药，于 2025 年 5 月获 NMPA 批准上市。目前公司正在积极扩大药物的适应症，截至 2026 年 8 月，昂拉地韦颗粒治疗 2-11 岁儿童单纯性甲型流感患者和昂拉地韦片治疗 12~17 岁青少年单纯性甲型流感患者的两项适应症 NDA 已受理。

代谢性疾病研发管线方面，RAY1225 注射液是公司具有全球自主知识产权的创新结构多肽药物，针对超重、肥胖和糖尿病适应症，截至 2026 年 8 月， RAY1225 注射液用于治疗中国肥胖/超重患者的安全性和有效性 III 期临床试验，与口服降糖药物联合治疗 2 型糖尿病患者的安全性和有效性、司美格鲁肽注射液对照的 III 期临床试验和单药治疗 2 型糖尿病患者的安全性和有效性、安慰剂对照 III 期临床试验三项关键 III 期临床试验均已顺利完成全部参与者入组工作，正在积极推进 III 期临床试验。用于治疗肥胖合并 OSA 的 III 期临床试验已获得 NMPA 批准。

ZSP1601 片是具有全新作用机制的治疗代谢功能障碍相关脂肪性肝炎（MASH）的一类创新药，为国家重大新药创制项目，也是首个完成健康人药代及安全性临床试验的用于治疗 MASH 的国内创新药项目。2026 年 5 月获得用于治疗代谢功能障碍相关脂肪性肝炎（MASH）的Ⅱb 期临床试验的顶线分析数据，试验结果积极，支持继续开展 III 期临床试验。

表6： 公司各核心创新药产品进展阶段及适应症（截至 2026 年 8 月）

研发管线	靶点	药品注册代码	适应症	进展
代谢性疾病研发管线	GLP-1R / GIPR	RAY1225	超重/肥胖	III期临床入组完成
			糖尿病	III期临床入组完成
			肥胖合并阻塞性睡眠呼吸暂停	III期临床获批
			代谢相关脂肪性肝炎	II期临床获批
	Pan-PDE	ZSP1601	代谢功能障碍相关脂肪性肝炎	IIb 期顶线数据已读出
	GLP-1R / GIPR / GCGR	RAY0221	代谢功能障碍相关脂肪性肝炎、糖尿病、肥胖	临床注册申请
呼吸系统疾病研发管线	PB2 亚基抑制剂	昂拉地韦片	成人单纯性甲型流感的治疗	已上市
		昂拉地韦片	12-17 岁青少年甲型流感的治疗	NDA 申请获受理
		昂拉地韦颗粒	2-11 岁儿童甲型流感的治疗	NDA 申请获受理
	3CL 蛋白酶	来瑞特韦片	成人新冠病毒感染的治疗	已上市

资料来源：公司 2026 年半年报、公司公告、浙商证券研究所

3.1 ZSP1601：MASH 市场大，ZSP1601IIb 临床数据优异

3.1.1 2034 年预计全球 MASH 患者超 5 亿人，市场规模超 500 亿美元

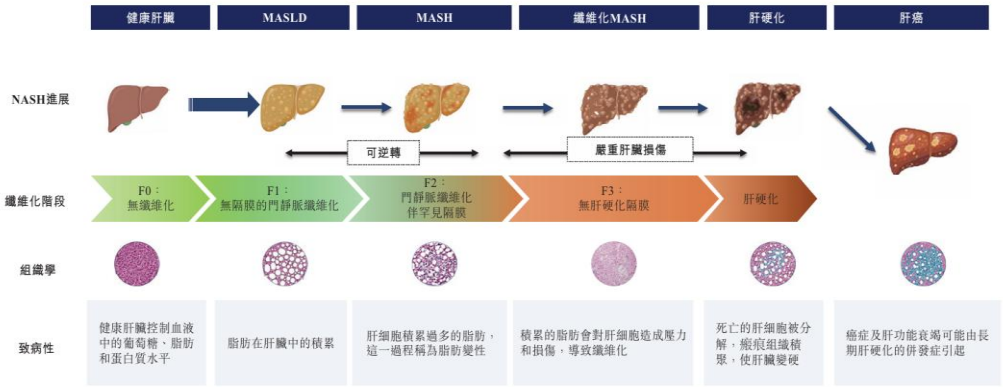
非酒精性脂肪性肝炎是由脂肪过度沉积引起的肝脏炎症及损伤，是一种更为严重的非酒精性脂肪性肝病（“MASLD”，泛指影响少饮酒或不饮酒人群的各种肝脏疾病）。MASLD 的特征为脂肪在肝脏沉淀累积，而 MASH 属于坏死性发炎过程，肝细胞由于脂肪累积而受

仅供内部参考，请勿外传

到损伤。MASH 的风险因素包括（其中包括）T2DM（2 型糖尿病）、胰岛素抵抗、肥胖症、高胆固醇及甘油三酯，MASH 患者常会同时并发多种此类症状。

越来越多研究表明，真正决定患者长期临床结局的并不是脂肪含量，而是肝纤维化的严重程度。肝纤维化持续进展可进一步发展为肝硬化、肝功能失代偿、门静脉高压、肝细胞癌，最终导致肝移植或死亡。著名医学期刊《新英格兰医学杂志》关于成人非酒精性脂肪肝结局的前瞻性研究结果表明：肝纤维化分期与并发症发生率呈显著正相关，随纤维化程度从 F0-F2 期进展至 F3 期、F4 期，肝脏相关并发症的每 100 人年发生率逐步升高：食管胃底静脉曲张出血分别为 0.00、0.06、0.70，腹水分别为 0.04、0.52、1.20，肝性脑病分别为 0.02、0.75、2.39，肝细胞癌分别为 0.04、0.34、0.14。肝外代谢与肾脏并发症同样随纤维化进展升高：与 F0-F2 期纤维化患者相比，F4 期纤维化患者的 2 型糖尿病发病率更高（7.53 例 / 100 人年 vs. 4.45 例 / 100 人年），估算肾小球滤过率下降超 40% 的事件发生率也显著更高（2.98 例 / 100 人年 vs. 0.97 例 / 100 人年）。

图10： MASH 疾病病变过程



资料来源：派格生物招股说明书、浙商证券研究所

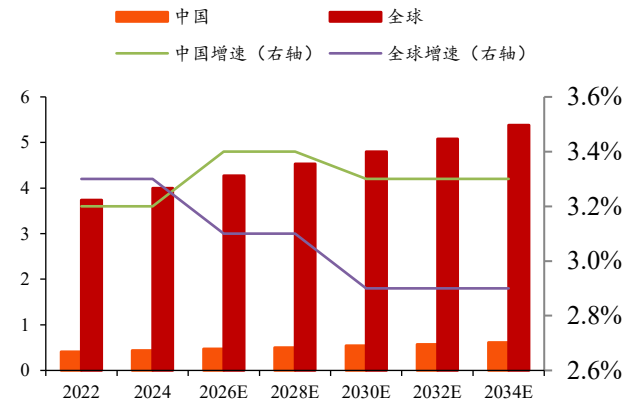
由于基因、环境和生活发生的变化，全球有大量的 MASH 患者，是不容忽视的关注健康问题。先为达招股说明书中弗若斯特沙利文预测，2024 至 2034 全球 MASH 患者预计将从 4 亿人增长到 5.38 亿人，年复合增长率达到 3.3%左右，其中中国患者人数将会从 0.44 亿人增长到 0.61 亿人，年复合增长率为 3%左右。

美国肝病研究学会（AASLD）与中华医学会肝病学分会《代谢相关 (非酒精性) 脂肪性肝病防治指南（2024 年版）》分别构建了适配本国临床实践的 MASH 标准治疗体系，二者均将生活方式干预作为全程治疗基石，推荐通过热量限制饮食、规律有氧运动与行为矫正实现渐进式减重，依靠不同程度的体重下降分别改善肝脂肪变性、缓解肝脏炎症甚至逆转肝纤维化，同时均把肥胖、2 型糖尿病、血脂异常、高血压等代谢合并症的规范管控作为核心治疗环节，优先选用兼具肝脏潜在获益的降糖、调脂、降压药物从病因层面延缓疾病进展，整体推行多学科综合管理模式；二者的核心差异体现在靶向药物的临床应用上，美国针对 F2~F3 期合并显著纤维化的 MASH 患者已形成标准化靶向药物治疗方案，2024 年获批的肝脏靶向甲状腺激素受体 β 激动剂 Resmetirom、2025 年获批的 GLP-1 受体激动剂司美格鲁肽 2.4mg 均为指南推荐的一线用药，可在改善肝组织学的同时带来减重、调脂等代谢获益，而我国目前暂无 MASH 靶向创新药获批，针对肝酶持续升高、经活检证实的 MASH 或进展期纤维化患者，可辅以维生素 E 或单种保肝抗炎药物对症治疗；对于疾病进展至失代偿期肝硬化、肝细胞癌的终末期患者，两国指南均以并发症对症管理与肝移植评估为核心方案，我国指南同时将减重代谢手术纳入符合指征的非肝硬化患者的治疗选择。

仅供内部参考，请勿外传

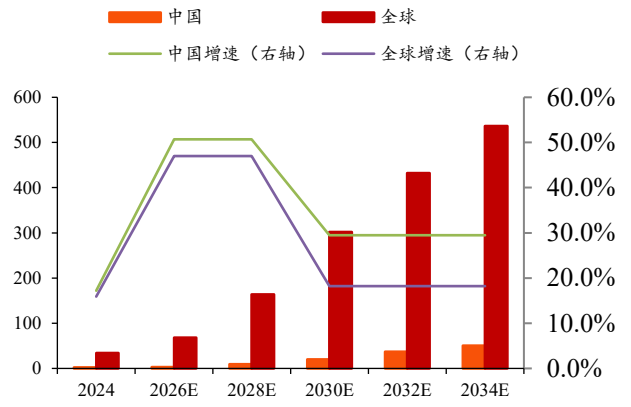
弗若斯特沙利文预计 MASH 药物的全球市场需求和规模将会快速增长，预计至 2034 年全球 MASH 市场规模将达 536 亿美元，中国市场将达到 50 亿美元。

图11： 中国及全球 MASH 患者预测（亿人）



资料来源：先为达生物招股说明书、浙商证券研究所

图12： 中国及全球 MASH 药品市场预计（亿美元）



资料来源：先为达生物招股说明书、浙商证券研究所

3.1.2 全球仅两款产品上市，缺点明显，国内仅司美格鲁肽获批成为治疗 MASH 的专科创新药物

2024 年 3 月 14 日，Madrigal 的 Resmetirom（瑞美替罗）成为全球首个美国食品药品监督管理局批准用于治疗代谢相关脂肪性肝炎（MASH）的专科创新药物。Resmetirom（瑞美替罗）是一款针对甲状腺激素受体-β（thyroid hormone receptor-β， THR-β）选择性激动剂的原研新药，该药物可被肝细胞特异性摄取，通过 THR-β 调控多个肝脏代谢通路从而减少脂肪堆积、促进脂肪酸代谢、减少肝脏炎症和调节胆固醇代谢。根据 Madrigal Pharmaceuticals2024 年披露的财报数据，Rezdiffra 上市首年净销售额达 1.80 亿美元，已有超过 11,800 名患者接受了 Rezdifrra 治疗，2025 年全年 Rezdiffra® （瑞美替罗）净销售额达 9.584 亿美元，已有超过 36,250 名患者使用 Rezdiffra，2026H1，Rezdiffra 的净销售额约 6.76 亿美元。

2025 年 8 月 15 日，诺和诺德正式宣布 FDA 已批准 Wegovy（2.4mg，每周一次皮下注射） 用于治疗伴有中度至重度肝纤维化（F2~F3 期）的成年代谢相关脂肪性肝炎（MASH）。这是 FDA 批准的首款用于 MASH 适应症的 GLP-1 受体激动剂类药物，也是全球第二款获批的 MASH 专科靶向治疗药物。Ⅲ期临床试验数据显示，在第 72 周时： 接受 Wegovy® 治疗的受试者中，36.8% 实现肝纤维化改善且非酒精性脂肪性肝炎无恶化；安慰剂组该比例为 22.4%。 接受 Wegovy® 治疗的受试者中，62.9% 实现非酒精性脂肪性肝炎消退且肝纤维化无恶化；安慰剂组该比例为 34.3%。

同时，全球多家药企针对 MASH 适应症展开了临床研究覆盖多个靶点、剂型和临床阶段，GLP-1 靶点核心药物如 Survodutide（勃林格殷格翰）、玛仕度肽（信达生物），目前均处于 III 期临床阶段；THR-β 靶点核心药物如 Resmetirom（Madrigal）目前处于已上市阶段、HSK31679（海思科）目前处于 III 期临床阶段；FXR 靶点核心药物如 Linafexor (Cascade)目前处于 II 期临床阶段；PPAR 靶点核心药物如 Lanifibranor（Inventiva / 正大天晴）目前处于 III 期临床阶段。

仅供内部参考，请勿外传

表7： 全球主要 MASH 药物管线布局和进展

靶点	药品名称	公司	最新进展
THR-β	Resmetirom	Madrigal	已上市
	HSK31679	海思科	III期
	VK2809	Viking Therapeutics	IIb 期完成
	ECC0739	诚益生物	IIa 期
	ALG-052009	Aligos	IIa 期完成
GLP-1	司美格鲁肽	诺和诺德	已上市
	Survodutide（BI456906）	勃林格殷格翰	III 期
	DD01	D&D Pharmatech / 立迪生物	II 期完成
	Efocipegtrutide	韩美药品	II期
	玛仕度肽（IBI362）	信达生物	II 期
	DR10624	华东医药	II 期
	UBT251	联邦制药	II 期
	Pemvidutide	Altimmune	II期
FXR	Linafexor/CS0159	Cascade	II期
	HEC96719	东阳光	II 期
PPAR（过氧化物酶体增殖物激活受体）	Lanifibranor	Inventiva / 正大天晴	III 期
	西格列他钠（Chiglitazar）	微芯生物	II 期完成
	佩玛贝特（Pemafibrate）	兴和制药	II 期完成
FGF21	Efruxifermin（AKR-001）	Akero Therapeutics	III 期
	Pegozafermin	89bio	III 期
	Efimosferminalfa	GSK	III期
其他	**ZSP1601（pan-PDE）**	**众生药业**	**IIb 期完成**
	Ervogastat/PF-06865571	辉瑞	II 期
	ALS-L1023	AngioLab	II 期
	Rencofilstat	Hepion Pharmaceuticals	II 期
	HU6	Rivus Pharmaceuticals	II 期
	ION224	伊奥尼斯制药	II 期
	胡黄连总苷	天士力医药集团	II 期
	Rapirosiran/ALN-HSD	再生元制药、阿尔尼拉姆制药	II 期
	ARO-HSD/GSK4532990	Arrowhead Pharmaceuticals/葛兰素史克	II 期
	BGT-002	Burgeon Therapeutics	II 期
	Nebokitug/CM-101	Chemomab Therapeutics	II 期
	Vanoglipel/DA-1241	MetaVia	II 期
	VSA006	Visirna Therapeutics	II 期
	Berberine Ursodeoxycholate/ HTD-1801	君圣泰医药	II 期
	J2H-1702	J2H Biotech	II 期
	IMM-H014	砻智制药	II 期

仅供内部参考，请勿外传

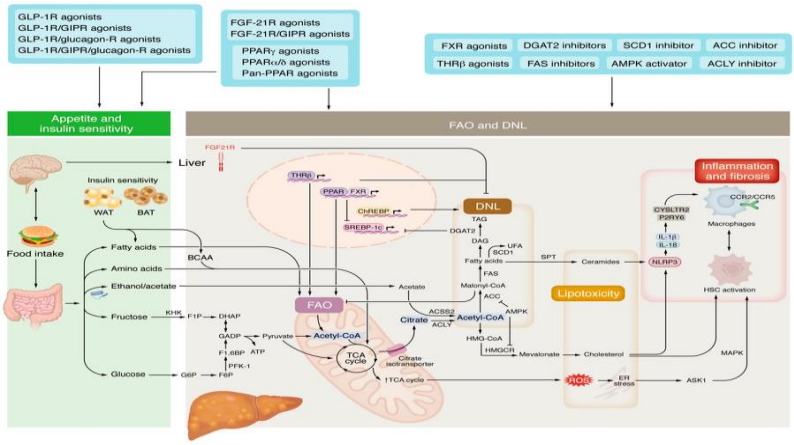
BI3802876	Boehringer Ingelheim	II 期
ECC0509	诚益生物	IIa 期

资料来源：诚益生物-B 招股说明书(公司官网）、浙商证券研究所

3.1.3 ZSP1601: pan-PDE 机理优势明显，ZSP1601 的IIb 期临床试验取得积极结果

各靶点之间并非简单的竞争关系，而是覆盖了 MASH 从上游代谢异常到下游炎症纤维化的完整“多重打击”病理链。上游：全身代谢始动环节-肥胖、胰岛素抵抗、2 型糖尿病等代谢问题导致能量摄入过多、外周脂肪过度分解，大量游离脂肪酸等代谢原料进入肝脏，是整个疾病的起点对应靶点与代表药物：以全身代谢调节为核心，包括肠促胰素类（GLP-1/GIP/GCGR 靶点，代表药物司美格鲁肽、替尔泊肽），通过抑制食欲、改善胰岛素抵抗从源头减少肝脏代谢负担；FGF-21 类（代表药物 Efruxifermin、Pegozafermin），同时改善代谢与抗纤维化。中游：肝脏脂肪代谢失衡，脂质在肝细胞内堆积形成良性脂肪肝；脂毒性物质进一步造成肝细胞损伤，疾病进展为脂肪性肝炎（MASH）。药物以肝脏脂代谢调节为核心，包括核受体类（PPAR、THR-β、FXR 靶点），调节脂代谢、减轻肝脏炎症，代表药物包括已上市的 THRβ 激动剂 Resmetirom、正大天晴 III 期管线泛 PPAR 激动剂拉尼兰诺；脂代谢关键酶抑制剂，直接阻断脂肪合成、减少脂毒性物质生成。下游：持续肝细胞损伤引发慢性炎症，激活肝星状细胞产生大量胶原，导致肝纤维化 —— 这是决定 MASH 患者长期死亡风险的核心因素，持续进展最终会发展为肝硬化、肝癌。此类药物以直接抗炎、抗纤维化为核心，通过阻断炎症信号、抑制肝星状细胞活化逆转纤维化，代表药物为泛 PDE 抑制剂 ZSP1601、CCR2/5 抑制剂等。

图13： MASH 发病分子通路 以及 对应药物靶点机制图



资料来源：《Journal of Clinical Investigation》、浙商证券研究所

MASH 药物数据上的差异主要源于不同靶点之间主要专注覆盖的病理不同。GLP-1、GLP-1/GIP 和 GLP-1/GCGR 类药物的作用通路包括三点：一是通过中枢通路抑制食欲、减少进食，降低游离脂肪酸向肝脏的转运；二是改善全身胰岛素抵抗、纠正脂肪组织功能异常；三是减少全身脂肪重量，通过减重降低肝脏脂毒性，这也解释了司美格鲁肽在其在代谢功能障碍相关脂肪肝炎中的三期临床试验中“MASH 缓解率高（72 周率差 28.7%）、但纤维化改善幅度有限（率差仅 14.4%）”的特征。

FGF-21 纤维细胞生长因子是一种内分泌型肝因子，可将肝脏营养感知与脂肪组织及中枢信号通路关联起来，协同调控全身能量代谢。实验与临床研究表明，FGF21 是脂质氧化、胰岛素敏感性及炎症平衡的关键调节因子，而上述生理过程正是代谢功能障碍相关脂肪性肝炎（MASH）发病机制的核心。代表药物 Efruxifermin（诺和诺德）96 周 IIb 期数据显示，50mg 每周一次皮下注射组在完成治疗的 F2-F3 期 MASH 患者中，纤维化≥1 期改善率达

仅供内部参考，请勿外传

75%（安慰剂组 24%，组间率差 51 个百分点），但该类药物均为每周皮下注射给药，患者长期依从性弱于口服药物。

甲状腺激素受体（THR）-β 的激动剂主要存在于肝脏，可以促进脂食、线粒体生物合成和线粒体摄取，刺激肝脏脂肪酸 β 氧化增加，从而减轻脂毒性脂质负担，同时促进低密度脂蛋白（LDL）的摄取，并对脂质谱产生良好影响。已上市的 Resmetirom（THR-β 激动剂）治疗 MASH 伴肝纤维化的 III 期试验显示，80mg 和 100mg 剂量均在 52 周时显著优于安慰剂，同时达成 MASH 缓解（25.9%/29.9% vs 9.7%）和纤维化改善（24.2%/25.9% vs 14.2%）双主要终点； THR-β 激动剂 VK2809 治疗 12 周可显著降低肝脂含量，MRI-PDFF 评估的肝脂中位相对降幅达 38%–55%，且患者肝脂减少≥30%（与 MASH 组织学应答概率升高相关），LDL-C 的降低率在 11-20%之间。但二者均未披露纤维化≥2 期的阳性改善数据。

泛磷酸二酯酶(pan-PDE)抑制剂可同时抑制 PDE2、PDE1A、PDE4B、PDE5A 等多个亚型。在人体内，PDE 是降解 cAMP 和 cGMP 的关键酶。抑制 PDE 后，细胞内 cAMP/cGMP 水平显著升高，进而强力抑制 TNF-α 等促炎因子的合成。与单靶点药物不同，ZSP1601 片通过多靶点协同，同时覆盖了 MASH 病理的关键环节，既能改善炎症，又具有突出的改善纤维化作用，其抗纤维化效应不依赖全身减重、胰岛素抵抗改善等上游代谢调节，是目前少有的直接靶向肝脏炎症 - 纤维化轴的口服 MASH 药物，IIb 期 48 周 100mg BID 组纤维化≥1 期改善组间率差达 29.5 个百分点，纤维化≥2 期改善组间率差达 10.6 个百分点，抗纤维化数据显著优于已上市 THR-β 激动剂和多数注射类 GLP-1 药物。

综上可以看出，单个靶点药物很难在 MASH 全链条胜出，联合治疗有望成为新的方向之一：MASH 是多环节级联进展的疾病，不同靶点针对的病理环节不同，因此发挥作用的侧重、擅长的领域存在明显差异。GLP-1 类药物（单靶 / 双靶 / 三靶）通过改善全身代谢、减重从根源减少肝脏脂毒性，MASH 缓解率高，可以有效解决 MASH F0-F1 期以单纯脂变 / 轻度炎症为主、多合并肥胖和 2 型糖尿病患者的问题；THR-β 激动剂可快速降低肝脂、调节血脂，改善脂毒性相关炎症，可以有效应对 MASH F1-F2 期肝脂变明显、多合并血脂异常和 LDL 升高患者的核心病理改变；FGF21 类似物适用于 F2-F3 期中晚期进展期、已出现明显肝纤维化且可接受注射给药的患者；以 ZSP1601 为代表的口服直接抗纤维化药物依从性较高，可以提升患者长期用药依从性。根据 Jenny Norlin 、Maria Dermit 等人在 2025 年的一份关于 FGF-21 联合与司美格鲁肽联合使用在饮食诱导的肥胖且经活检确诊的非酒精性脂肪性肝炎小鼠模型具有相加效果的研究显示，与低剂量单药治疗（FGF-21 组体重下降 6%；司美格鲁肽组体重下降 4%）相比，低剂量 FGF-21 与司美格鲁肽联合治疗产生了超相加的体重减轻效果（体重下降 18%），且疗效与高剂量单药治疗（FGF-21 组体重下降 16%；司美格鲁肽组体重下降 15%）相当。上述研究表明 MASH 未来有直接抗纤维化药物联合上游代谢调节药物的组合方案的可能，而 ZSP1601 作为目前口服管线中抗纤维化数据优秀的潜力品种，具备成为联合方案中口服抗纤维化核心的潜力 —— 既可以和 GLP-1 类注射药联用覆盖合并肥胖 / 糖尿病的患者，也可以和 THR-β 类口服药联用组成全口服方案，覆盖不同需求的患者群体。

仅供内部参考，请勿外传

表8： MASH 药物不同靶点作用机理

环节	靶点	作用机理	代表性药物及进展
上游	GLP-1R 激动剂	**以“减重驱动”为核心，GLP-1R 在肝细胞上基本不表达，其肝脏获益主要由中枢介导的减重驱动：** 1.中枢性减重：作用于下丘脑和脑干的 GLP-1R，强烈抑制食欲、增加饱腹感，体重减轻幅度可达 10-15%，减重是肝脏脂肪减少的最主要驱动力； 2.促胰岛素分泌：葡萄糖依赖性增强胰岛素分泌，改善全身胰岛素抵抗，间接减轻肝脏代谢负担； 3.延迟胃排空：延缓营养物质吸收，降低餐后血糖和脂质波动。	司美格鲁肽：已上市 替尔泊肽：III期 Survodutide：III期
上游	FGF-21	**以“多器官内分泌协调+强效抗纤维化”为核心，作为一种应激诱导的肝因子，FGF-21 通过内分泌方式同时协调肝脏、脂肪组织、中枢神经系统和胰腺的代谢应答，且具有最强的抗纤维化证据：** 1.中枢-肝脏轴降甘油三酯：FGF-21 直接作用于中枢神经系统的谷氨酸能神经元，增加肝脏交感神经活性，从而抑制肝脏从头脂肪生成； 2.直接抑制星状细胞活化：直接拮抗 TGF-β/Smad 信号通路、诱导活化肌成纤维细胞凋亡，双重机制抑制肝纤维化进展； 3.FGF-21-脂联素轴：促进脂肪组织分泌脂联素，脂联素作为多效性脂肪因子进一步增强胰岛素敏感性、抗炎和抗纤维化； 4.激活 Nrf2 抗氧化：直接激活 Nrf2 依赖的抗氧化通路，降低氧化应激和肝细胞凋亡。	Efruxifermin：III期 Pegozafermin：III期
中游	pan-PPAR 激动剂	**以“三亚型功能互补、单药全链条覆盖”为核心，同时均衡激活 PPARα、PPARβ/δ 和 PPARγ 三种核受体亚型，利用三者在脂质代谢、炎症调控和胰岛素增敏上的功能互补性，单药覆盖 MASH 从脂肪变性到纤维化的全部病理环节：**PPARα 增强肝脏脂肪酸 β-氧化和降低甘油三酯；PPARβ/δ 发挥抗炎效应、增加骨骼肌葡萄糖利用、升高 HDL-C；PPARγ 改善肝脏、脂肪和骨骼肌胰岛素敏感性，同时直接抑制肝星状细胞活化和胶原沉积，发挥抗纤维化作用。单药激活三种亚型，同步调控脂肪酸氧化、炎症消退、胰岛素增敏和纤维化抑制四条通路，实现对 MASH“代谢-炎症-纤维化”全链条的直接覆盖。	Lanifibranor：III期
中游	THR-β 激动剂	**以“肝脏选择性转录调控”为核心，直接进入肝细胞核，作为转录因子调控代谢基因表达，且因不激活 THR-α 而避免心脏副作用：** 1.直接抑制脂肪从头合成：结合负性甲状腺激素反应元件（nTRE），转录抑制 SREBP-1c 基因表达，从根本上减少脂肪酸和甘油三酯的合成原料供应； 2.直接促进脂肪酸氧化：上调 CPT-1α 等 β-氧化关键酶，加速肝脏脂肪分解； 3.诱导 FGF21 表达：激活的 THR-β 可诱导肝脏分泌 FGF21，形成 THR-β→FGF21→脂肪组织的“肝-脂轴”正反馈，放大降脂和胰岛素增敏效应； 4.肝脏靶向安全性：因 THR-β 主要在肝脏表达，THR-α 主要在心脏表达，选择性 THR-β 激动剂避免了甲状腺激素全身性替代导致的心律失常等副作用。	HSK-31679：III期 VK2809：IIb 期已完成
中游	FXR 激动剂	**以“胆汁酸-肠-肝轴”为核心，FXR 作为胆汁酸的天然核受体传感器，通过“肠道 FXR→FGF19→肝脏 FGFR4”的肠-肝轴实现远程调控，同时广泛调节下游蛋白激酶网络：** 1.肠-肝轴调控：肠道 FXR 激活→诱导 FGF19 分泌→经门脉到达肝脏→结合 FGFR4→抑制 CYP7A1 和胆汁酸合成，形成负反馈闭环。此外，FXR 还可通过 SHP 通路直接抑制肝脏胆汁酸合成； 2.多蛋白激酶网络调控：FXR 激活后可同时调节多条激酶通路——激活 AMPK（促脂肪酸氧化）、抑制 JNK/p38 MAPK（抗炎）、恢复 PI3K/AKT（增敏）、抑制 mTORC1（减脂+抗纤维化）,； 3.胆汁酸稳态恢复：通过下调 CYP7A1/CYP8B1 降低肝内毒性胆汁酸积聚，而胆汁酸本身是炎症和凋亡的强效诱导剂。	HEC-96719：II期
下游	PAN-PDE	**以“cAMP/cGMP 第二信使稳态”为核心，PDE 是肝脏关键信号水解酶，选择性 Pan-PDE 可靶向肝脏致病亚型，同步干预 MASH 脂变性、炎症、纤维化三大核心病变。** 1. 信号稳态调控：肝脏 PDE 亚型异常激活，降解胞内保护性 cAMP/cGMP；Pan-PDE 可抑制 PDE 活性、恢复第二信使稳态，阻断肝损伤级联反应。 2. 三重病理调控：Pan-PDE 通过亚型差异化分工起效，抑制 PDE1A 改善脂变性、抑制 PDE2/PDE4B 缓解肝脏炎症、抑制 PDE5A 抑制肝星状细胞活化与纤维化 3. 独立修复机制：Pan-PDE 直接靶向肝脏病变细胞起效，治疗作用不依赖体重下降，可独立阻断 MASH 完整病理进展链条。	ZSP1601：IIb 期已完成

资料来源：Nature，公司公告，中国医药创新促进会，浙商证券研究所

ZSP1601 片是具有全球自主知识产权、全新作用机制的治疗 MASH 首创一类创新药（First-in-Class），为国家重大新药创制项目。临床前多个 MASH 动物药效模型研究结果表明，ZSP1601 可改善肝组织炎症、水样变性和坏死，且改善纤维化作用突出，未来有望成

仅供内部参考，请勿外传

为 MASH 联合治疗的核心基础药物。已完成的 Ib/IIa 期临床试验结果显示，MASH 参与者接受 ZSP1601 片 50mgBID 和 100mgBID 连续治疗 28 天后血清转氨酶及肝脏脂肪含量较安慰剂组显著降低，同时无创纤维化指标及生物标志物均呈下降趋势。

2026 年 5 月 8 日公司发布公告称已获得用于治疗代谢功能障碍相关脂肪性肝炎（MASH）的IIb 期临床试验的顶线分析数据。初步结果分析表明，ZSP1601 片两个剂量组的主要疗效终点应答率均显著优于安慰剂组，具有逆转肝纤维化的潜力。试验结果积极，支持继续开展 III 期临床试验。

本次IIb 期临床试验的主要疗效终点为治疗 48 周后，肝活检组织学显示 MASH 改善且纤维化无恶化，或纤维化改善 1 分及以上且 MASH 无恶化的参与者比例，基于 mITT 分析集，ZSP1601 片两个剂量组主要疗效终点应答率均显著优于安慰剂组。100mg 组、50mg 组和安慰剂组的应答率分别为 64.9%、57.6%和 32.5%，与安慰剂组相比，率差分别为 31.85%和 27.37%。

其他疗效终点结果方面：病理学纤维化指标：基于 mITT 分析集，治疗 48 周，ZSP1601 片 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%，在这两个关键纤维化改善指标上均取得了具有统计学意义的获益，表明 ZSP1601 片具有强效抗肝纤维化的潜力。肝脏脂肪含量：通过磁共振质子密度脂肪含量（MRI-PDFF）测量肝脏脂肪含量，结果显示 ZSP1601 片可快速、持续降低肝脏脂肪含量。100mg 组自第 12 周起，降低幅度即显著优于安慰剂组。治疗 48 周，100mg 组 MRI-PDFF 较基线相对下降≥50%的参与者比例达 35.1%，显著高于安慰剂组（0%）。肝脏酶学指标：自治疗第 4 周起，ZSP1601 片两个剂量组的丙氨酸氨基转移酶（ALT）、天门冬氨酸氨基转移酶（AST）及γ-谷氨酰胺转移酶（GGT）水平均呈现快速、显著且持续性的下降，并维持至 48 周。治疗 48 周，100mg 组 ALT 较基线降低 40.19U/L，显著优于安慰剂组（降低 20.69U/L）；100mg 组 AST 较基线降低 19.12U/L，显著优于安慰剂组（降低 11.33U/L）；100mg 组 GGT 较基线降低 20.10U/L，显著优于安慰剂组（降低 14.34U/L）。

安全性结果方面：试验结果提示 ZSP1601 片的安全性和耐受性良好。ZSP1601 组和安慰剂组不良事件和不良反应发生率相当。各剂量组严重不良事件、因不良事件退出试验的比例均较低，未发生导致死亡的不良事件。综上，ZSP1601 片Ⅱb 期临床试验顶线数据结果表明，ZSP1601 片治疗 MASH 患者疗效确切，治疗 48 周后达到了病理学改善的主要疗效终点。同时实现抗纤维化、降低肝脏脂肪含量、改善肝酶的三重获益，起效快、效果稳健、安全性优异。

表9： 全球主要 MASH 适应症药物进展及疗效数据（截至 2026 年 8 月）

管线名称	公司名称	国内/海外	靶点	临床阶段	治疗方式	疗效	安全性
司美格鲁肽	Novo Nordisk	海外/国内	GLP-1	已上市	皮下注射	"脂肪性肝炎缓解且无纤维化恶化：Semaglutide 组 62.9%，安慰剂组 34.3%（P<0.001）。肝纤维化改善且脂肪性肝炎未恶化：Semaglutide 组 36.8%，安慰剂组 22.4%（P<0.001）。联合终点（肝炎缓解+纤维化改善）：Semaglutide 组 32.7%，安慰剂组 16.1%（P<0.001）。平均体重变化：Semaglutide 组−10.5%，安慰剂组−2.0%（P<0.001）。"	"胃肠道不良事件在 Semaglutide 组更常见。两组身体疼痛评分变化无显著差异。"
Resmetirom	Madrigal Pharmaceuticals, Inc.	海外	THR-β	已上市	口服	"MASH 缓解且无纤维化恶化：80mg 组 25.9%，100mg 组 29.9%，安慰剂组 9.7%（P<0.001）。	"Resmetirom 组腹泻和恶心发生率高于安慰剂组。严重不良事件（SAE）发

仅供内部参考，请勿外传

						纤维化改善≥1 级且 NAFLD 活动评分未恶化：80mg 组 24.2%，100mg 组 25.9%，安慰剂组 14.2%（P<0.001）。 LDL-C 变化（24 周）：80mg 组下降 13.6%，100mg 组下降 16.3%，安慰剂组变化 0.1%（P<0.001）。"	生率与安慰剂相近：80mg 组 10.9%，100mg 组 12.7%，安慰剂组 11.5%。"
替尔泊肽	Eli Lilly	海外	GLP-1 + GIP	III 期	皮下注射	"MASH 缓解且无纤维化恶化：安慰剂组 10%；5mg 组 44%；10mg 组 56%；15mg 组 62%（均 P<0.001）。 纤维化改善≥1 级且 MASH 未恶化：安慰剂组 30%；5mg 组 55%；10mg 组 51%；15mg 组 51%。"	Tirzepatide 组最常见不良事件为胃肠道相关事件；大多数为轻度或中度。
HSK-31679	海思科	国内	THR-β	III 期	口服	"主要终点达成：第 52 周时，HSK31679 两个剂量组均显著提高“MASH 改善且纤维化无恶化”的患者比例。 安慰剂组为 10.0%，HSK31679 80mg 组为 37.3%，HSK31679 160mg 组为 30.0%。其中，80mg vs 安慰剂：OR=4.87，95% CI 1.76–13.48，P=0.0023；160mg vs 安慰剂：OR=5.24，95% CI 1.74–15.72，P=0.0032。 MASH 改善且纤维化至少改善 1 期：安慰剂组 5.0%，80mg 组 22.0%，160mg 组 18.3%；80mg vs 安慰剂 P=0.0206，160mg vs 安慰剂 P=0.0235。 MRI-PDFF 肝脂下降≥30%：安慰剂组 25.0%，80mg 组 52.5%，160mg 组 53.3%；80mg vs 安慰剂 P=0.0031，160mg vs 安慰剂 P=0.0011。 其他疗效观察：HSK31679 同时改善多个血脂参数，且治疗组与安慰剂组之间未观察到显著体重变化差异。"	"总体安全性可控：安全性分析集中共 185 例患者，安慰剂组 n=62，HSK31679 80mg 组 n=61，HSK31679 160mg 组 n=62。 任意不良事件：安慰剂组 45 例，73%；80mg 组 46 例，75%；160mg 组 48 例，77%；总体 139 例，75%。 药物相关 TEAE：安慰剂组 11 例，18%；80mg 组 9 例，15%；160mg 组 21 例，34%；总体 41 例，22%。 严重不良事件：安慰剂组 3 例，5%；80mg 组 3 例，5%；160mg 组 4 例，7%；总体 10 例，5%。 ≥3 级 TEAE：安慰剂组 3 例，5%；80mg 组 3 例，5%；160mg 组 5 例，8%；总体 11 例，6%。 药物相关≥3 级 TEAE：安慰剂组和 80mg 组均为 0 例，160mg 组 1 例，2%。 导致停药的不良事件：三组均为 0 例。
Lanifibranor	正大天晴	国内	泛 PPAR 激动剂	III 期	口服	"1200mg 组 55%，800mg 组 48%，安慰剂组 33%；1200mg 组显著优于安慰剂（P=0.007），800mg 组未达到统计学显著性（P=0.07）。 MASH 缓解且无纤维化恶化：1200mg 组 49%，800mg 组 39%，安慰剂组 22%。 纤维化改善≥1 级且 MASH 未恶化：1200mg 组 48%，800mg 组 34%，安慰剂组 29%。 同时达到“MASH 缓解+纤维化改善≥1 级”：1200mg 组 35%，800mg 组 25%，安慰剂组 9%。 此外，Lanifibranor 组肝酶水平下降，多数脂质、炎症及纤维化生物标志物得到改善"	"因不良事件导致退出研究的比例低于 5%，且各组相似。 Lanifibranor 组腹泻、恶心、外周水肿、贫血及体重增加发生率高于安慰剂组。"
Survodutide	Boeringer Ingelheim	海外	GLP-1 + GCGR	III 期	皮下注射	"MASH 改善且无纤维化恶化： 2.4mg 组 47%；4.8mg 组 62%；6.0mg 组 43%；安慰剂组 14%（剂量-反应关系 P<0.001）。 肝脂下降≥30%： 2.4mg 组 63%；4.8mg 组 67%；6.0mg 组 57%；安慰剂组 14%。 纤维化改善≥1 级： 2.4mg 组 34%；4.8mg 组 36%；6.0mg 组 34%；	"Survodutide 组胃肠道不良事件更常见： 恶心 66% vs 安慰剂 23%； 腹泻 49% vs 23%； 呕吐 41% vs 4%。 严重不良事件（SAE）发生率：Survodutide 组 8%，安慰剂组 7%。"

仅供内部参考，请勿外传

						安慰剂组 22%。"	
ZSP1601	众生药业	国内	PDE2（泛磷酸二酯酶抑制剂）	IIb 期	口服	"主要疗效终点应答率：100mg 组 64.9%；50mg 组 57.6%；安慰剂组 32.5%。较安慰剂组差异分别为 31.85%和 27.37%。 纤维化改善：100mg 组达到“纤维化改善≥1 级且 MASH 无恶化”及“纤维化改善≥2 级且 MASH 无恶化”的比例均显著优于安慰剂组；扣除安慰剂后的差异分别为 29.50%和 10.60%。 MRI-PDFF 肝脂下降：100mg 组自第 12 周起即显著优于安慰剂组；治疗 48 周时，MRI-PDFF 较基线下降≥50%的患者比例达 35.1%，安慰剂组为 0%。 肝酶改善：自第 4 周起 ALT、AST、GGT 均快速、持续下降并维持至 48 周。 100mg 组： ALT 下降 40.19 U/L（安慰剂下降 20.69 U/L）； AST 下降 19.12 U/L（安慰剂下降 11.33 U/L）； GGT 下降 20.10 U/L（安慰剂下降 14.34 U/L）。 "	"ZSP1601 整体安全性和耐受性良好。 ZSP1601 组与安慰剂组不良事件及不良反应发生率相当。 严重不良事件（SAE）及因不良事件退出试验比例较低。 未发生导致死亡的不良事件。"
VK2809	Viking Therapeutics	海外	THR-β	IIb 期	口服	"主要终点（12 周肝脂下降）：VK2809 组 MRI-PDFF 评估的肝脂相对基线下降 38%–55%；最高 85%的患者达到≥30%肝脂下降（与更高 MASH 组织学缓解概率相关）。 LDL-C 下降：安慰剂校正后下降 20%–25%；同时甘油三酯、ApoB、Lp(a)、ApoC-III 等致动脉粥样硬化脂蛋白显著下降。 MASH 缓解且无纤维化恶化（52 周）：VK2809 组 63%–75%，安慰剂组 29%；合并分析后 VK2809 组为 69%（p<0.0001）。 纤维化改善≥1 级且 MASH 未恶化：VK2809 组 44%–57%，安慰剂组 34%；合并分析后 VK2809 组为 51%（p=0.03）。同时达到“MASH 缓解+纤维化改善”：VK2809 组 40%–50%，安慰剂组 20%；合并分析后 VK2809 组为 44%（p=0.003）。"	"VK2809 显示良好的安全性与耐受性。 94%的治疗相关不良事件（AE）为轻度或中度。 因不良事件导致停药比例低，且与安慰剂组相似。 仅报告 1 例治疗相关严重不良事件（SAE）：一名有精神疾病病史患者精神症状加重。 胃肠道耐受性良好；恶心、腹泻、排便频率增加和呕吐发生率与安慰剂组相近。"
HP515	海创药业	国内	THR-β	IIa 期	口服	"各剂量组（40mg、50mg 和 60mg）12 周平均 LFC 均降低 50%以上,而安慰剂组仅降低 3.5% 各药物组 12 周 LFC 较基线降低≥30%及≥50%的患者比例均明显高于安慰剂组 HP515 片治疗 12 周时的低密度脂蛋白胆固醇（LDL-C）、载脂蛋白 B（ApoB）、非高密度脂蛋白胆固醇（non-HDL-C）、总胆固醇（TC）、和甘油三酯（TG）小而密低密度脂蛋白胆固醇（sd-LDL-C）均明显改善"	总体耐受性良好，除有 1 例与药物不相关的 3 级不良事件（AE）外，其余 AE 均为 1-2 级，各组（包括安慰剂组）间 AE 分布均匀，未发生任何严重不良事件（SAE），未发生任何导致退出的药物相关的不良事件。
MK-6024	MERCK	海外	GLP-1 + GCGR	II 期	皮下注射	"肝脂（LFC）相对下降： Efinopegdutide 组：72.7%； Semaglutide 组：42.3%； Efinopegdutide 显著优于 Semaglutide（P<0.001）。 体重下降： Efinopegdutide 组：−8.5%； Semaglutide 组：−7.1%； 两组差异无统计学显著性（P=0.085）。 研究表明 GLP-1/Glucagon 双重激动剂 Efinopegdutide 在降低肝脂方面明显优于单纯 GLP-1 激动剂 Semaglutide。"	"Efinopegdutide 组不良事件及药物相关不良事件发生率略高于 Semaglutide 组。 差异主要来自胃肠道不良事件增加。 整体安全性与耐受性可接受。"

资料来源：新英格兰杂志、PudMed、nature、公司官网，、ifind、The Lancet、浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

3.1.4 ZSP1601 逆纤维化能力有望成为全球口服 MASH 药物 BIC

ZSP1601 其的 IIb 期临床（48 周治疗周期）数据展现出优异的抗纤维化潜力：100mg BID 剂量组中，纤维化改善≥1 期且 MASH 无恶化的组间率差达 29.5%，纤维化改善≥2 期且 MASH 无恶化的组间率差达 10.6%，100mg 和 50mg“MASH 缓解或纤维化改善≥1 期”的复合终点组间率差分别达 31.85%和 27.37%。

在同给药途径的口服 MASH 药物横向对比中，ZSP1601 的抗纤维化疗效具备显著优势：已获批上市的 THR-β 激动剂 Resmetirom（Madrigal）52 周治疗期 100mg 剂量组，纤维化改善≥1 期组间率差仅为 11.7%；III 期临床阶段的口服竞品中，THR-β 靶点 VK2809（Viking）高剂量组纤维化改善≥1 期率差为 23%，同靶点海思科 HSK-31679 80mg 剂量组率差为 17%，泛 PPAR 激动剂拉尼兰诺（Inventiva / 正大天晴）1200mg 剂量组率差为 19%，上述口服管线的纤维化改善疗效均较 ZSP1601 低 6 个百分点以上，且均未披露纤维化改善≥2 期的硬终点数据，ZSP1601 为目前少数公开 2 级以上纤维化逆转数据的口服 MASH 药物；在 MASH 炎症缓解维度，ZSP1601 的复合终点表现与多数口服药物的单终点疗效相当，仅略低于 VK2809 高剂量组的 MASH 缓解率差。

跨给药途径与注射类 MASH 管线对比，ZSP1601 的核心抗纤维化疗效同样具备较强竞争力，未因口服剂型在核心终点上落于下风：已获批上市的 GLP-1 受体激动剂司美格鲁肽（诺和诺德）72 周治疗期 2.4mg 剂量组，纤维化改善≥1 期组间率差仅为 14.4%；III 期临床阶段的注射类核心管线中，GLP-1/GIP 双激动剂替尔泊肽（礼来）最高剂量组纤维化改善≥1 期率差为 25%，GLP-1/GCGR 双激动剂 Survodutide（勃林格殷格翰）最高剂量组率差为 14%，FGF21 类似物 Pegozafermin（89bio / 罗氏）最高剂量组率差为 20%，上述重磅注射管线的抗纤维化疗效均低于 ZSP1601，且多数未披露纤维化≥2 期改善数据；唯一疗效优于 ZSP1601 的注射类管线为 FGF21 类似物 Efruxifermin（Akero / 诺和诺德），其 50mg 剂量组在完成 96 周治疗的活检亚组中纤维化改善≥1 期率差达 51%、≥2 期率差达 33%，但该数据基于 2 年治疗周期的完成者亚组，且为每周皮下注射给药，患者长期依从性、用药经济性均显著劣于口服给药的 ZSP1601。

在 MASH 缓解且无纤维化恶化的核心终点上，众生药业 ZSP1601 作为 IIb 期口服泛 PDE 药物，48 周治疗下 100mg BID 剂量组以更严格的“MASH 改善＋纤维化改善≥1 期”复合终点计算，较安慰剂的绝对率差为 29.5%；横向对比来看，该获益幅度已优于同周期同属口服剂型的 Resmetirom（52 周 100mg 剂量率差 20.2%）、HSK31679（52 周 80mg 剂量率差 27.3%），与拉尼兰诺 24 周高剂量组的 27% 率差接近。

MASH 药物的组织学获益会随治疗时长增加逐步提升，例如 Efruxifermin 24 周时 50mg 组实现肝纤维化至少改善 1 个分期且非酒精性脂肪性肝炎无恶化的患者比率为 41%，这一比率在延长至 96 周后达到 75%；ZSP1601 目前仅披露 48 周 IIb 期数据，参考赛道共性规律以及泛 PDE 靶点同时作用于炎症与纤维化通路的机制特点，随着后续随访周期延长至 72 周乃至更久，其 MASH 缓解与纤维化改善的数据存在进一步向好的空间。

仅供内部参考，请勿外传

表10： ZSP1601 和其他 MASH 适应症药物逆纤维化疗效的非头对头对比

药品名称	公司	靶点	剂型	治疗周期	剂量	MASH 缓解且无纤维化恶化（药物组 vs 安慰剂，率差）	纤维化改善≥1 期且 MASH 无恶化（药物组 vs 安慰剂，率差）	纤维化改善≥2 期且 MASH 无恶化（药物组 vs 安慰剂，率差）
已上市药物								
司美格鲁肽	诺和诺德	GLP-1RA	皮下注射	72 周	2.4mg / 周	62.9% vs 34.3%，率差 28.6%	36.8% vs 22.4%，率差 14.4%	-
Resmetirom（瑞美替罗）	Madrigal	THR-β	口服	52 周	80mg / 天	25.9% vs 9.7%，率差 16.2%	24.2% vs 14.2%，率差 10.0%	-
					100mg / 天	29.9% vs 9.7%，率差 20.2%	25.9% vs 14.2%，率差 11.7%	-
III 期临床药物								
替尔泊肽	礼来	GLP-1/GIP 双激动	皮下注射	52 周	5mg / 周	44% vs 10%，率差 34%	55% vs 30%，率差 25%	-
					10mg / 周	56% vs 10%，率差 46%	51% vs 30%，率差 21%	-
					15mg / 周	62% vs 10%，率差 52%	51% vs 30%，率差 21%	-
Survodutide	勃林格殷格翰	GLP-1/GCGR 双激动	皮下注射	48 周	2.4mg / 周	47% vs 14%，率差 33%	34% vs 22%，率差 12%	-
					4.8mg / 周	62% vs 14%，率差 48%	36% vs 22%，率差 14%	-
					6.0mg / 周	43% vs 14%，率差 29%	34% vs 22%，率差 12%	-
Efruxifermin	Akero / 诺和诺德	FGF21R	皮下注射	96 周	28mg / 周（mITT 集）	-	30% vs 19%，率差 11%	-
					50mg / 周（mITT 集）	-	49% vs 19%，率差 30%	-
					28mg / 周（完成 96 周活检集）	-	46% vs 24%，率差 22%	31% vs 3%，率差 28%
					50mg / 周（完成 96 周活检集）	-	75% vs 24%，率差 51%	36% vs 3%，率差 33%
Pegozafermin	89bio / 罗氏	FGF21R	皮下注射	24 周	15mg / 周	37% vs 2%，率差 35%	22% vs 7%，率差 15%	-
					30mg / 周	23% vs 2%，率差 21%	26% vs 7%，率差 19%	-
					44mg/2 周	26% vs 2%，率差 24%	27% vs 7%，率差 20%	-
拉尼兰诺	Inventiva / 正大天晴	泛 PPAR	口服	24 周	800mg / 天	39% vs 22%，率差 17%	34% vs 29%，率差 5%（无统计学差异）	-
					1200mg / 天	49% vs 22%，率差 27%	48% vs 29%，率差 19%（p<0.05）	-
VK2809	Viking	THR-β	口服	52 周	低剂量组	63% vs 29%，率差 34%	44% vs 34%，率差 10%	-
					高剂量组	75% vs 29%，率差 46%	57% vs 34%，率差 23%	-
HSK-31679	海思科	THR-β	口服	52 周	80mg / 天	37.3% vs 10%，率差 27.3%	22% vs 5%，率差 17%	-
					160mg / 天	30% vs 10%，率差 20%	18.3% vs 5%，率差 13.3%	-

仅供内部参考，请勿外传

IIb 期临床								
ZSP1601	众生药业	泛 PDE	口服	48 周	50mg BID	复合终点（MASH 改善/纤维化≥1 期）率差 25.1%	-	-
					100mg BID	复合终点（MASH 改善/纤维化≥1 期）率差 32.4%	率差 29.5%（相对于安慰剂）	率差 10.6%（相对于安慰剂）

资料来源：新英格兰杂志、PudMed、nature、公司官网、ifind、The Lancet、浙商证券研究所

ZSP1601 国内空间测算

假设 1：患者人数：根据先为达生物招股说明书数据，中国 MASH 患者数量将从 2020 年的 3870 万人上涨到 2034 年的 6110 万人，2029 年到 2034 年的复合年增长率为 3.3%，假设 2034 年-2040 年维持 3%的增长率不变，预计到 2040 年，中国 MASH 患者人数将达到 7280 万人，其中 MASH F2-F3 的患者占比大约在 35%。

假设 2：价格及月治疗费：目前全球首个上市的针对 MASH 的药物瑞美替罗售价为 47400 美元/年，以中国人民银行 8/25 的人民币汇率价格（约 6.7）换算约为 32 万人民币年费用，但是考虑到中美购买力差距，中美上市药品会有较大的价差，以减重药物司美格鲁肽为例，美国为 1349 美元/月，而实际司美格鲁肽在中国的售价为 1400 元人民币/月，差价约为 6.5 倍。所以我们预计 ZSP1601 在中国的年治疗费用约为 4.6 万，3846 元/月，后续随着市场竞争、医保降价等因素，后续价格有望在 2038 年下降至 900 元/月。

假设 3：MASH 药品渗透率：国内 2026 年 H1 之前预计暂无 MASH 相关药品上市，2026H2 逐步有相关药品获批上市，市场进入导入期，预计 2030 年-2032 年由于更多药品获批、纳入医保，成为防治指南推荐治疗方案，从而进入快速增长期，2040 年市场逐渐成熟，预计渗透率在 15%。

假设 4：市占率:随着更多 MASH 适应症的药物上市，市场教育不断加深，且 ZSP1601 可凭借口服剂型的优秀依从性、纤维化改善的良好效果和潜在的联合治疗的潜力，预计 2040 年市占率有望达到 10%。

假设 5：上市成功率，26 年 5 月公司已经发布IIb 期初步数据，结果积极，支持继续开展 III 期临床试验，根据《2011-2020 年临床研发成功率报告》中：在代谢（Metabolic）相关药物研发的阶段转化情况判断，III期到上市的概率约为 56%，但因为当前已有司美格鲁肽、瑞美替罗等 MASH 产品上市，ZSP1601 的 IIb 的数据优异，我们修正国内成功率为 80%。

ZSP1601 海外空间测算

假设 1：患者人数根据先为达生物招股说明书数据，海外 MASH 患者数量将从 2020 年的 3.12 亿人上涨到 2034 年的 4.77 亿人，2029 年到 2034 年的复合年增长率为 2.9%，假设 2034 年-2040 年维持 2.5%的增长率不变，预计到 2040 年，海外 MASH 患者人数将达到 5.53 亿人，其中 MASH F2-F3 的患者占比大约在 35%。

假设 2：价格及月治疗费：目前全球唯一上市的针对 mash 的药物瑞美替罗售价为 47400 美元/年，司美格鲁肽，美国为 1349 美元/月，以及诺和诺德宣布 27 年起司美格鲁肽价格降到 675 美金/月。上市初期，届时上述两款药物上市已经多年抢占一定市场份额，且市场竞争加剧，我们预计 ZSP1601 价格将会略低于诺和诺德降 27 年降价后价格，约 600 美金/月；后续随着市场竞争等因素，后续价格有望在 2040 年下降至 350 美金/月。

仅供内部参考，请勿外传

假设 3：MASH 药品渗透率：早在 2024 年瑞美替罗就已在美国上市，MASH 药品开始逐渐渗透，预计后续还有多家药企 MASH 适应症药物逐步上市，预计 2040 年海外市场 MASH 药物渗透率能达到 13.1%。

假设 4：市占率:随着更多 MASH 适应症的药物上市，市场教育不断加深，且 ZSP1601 可凭借口服剂型的优秀依从性、纤维化改善的效果和潜在的联合治疗的潜力，预计 2040 年市占率有望达到 5.8%。

假设 5：上市成功率：2026 年 5 月公司已经发布IIb 期初步数据，结果积极，支持继续开展 III 期临床试验，根据《2011-2020 年临床研发成功率报告》中：在代谢（Metabolic）相关药物研发的阶段转化情况判断，III期到上市的概率约为 56%，但因为当前已有司美格鲁肽、瑞美替罗等 MASH 产品上市，ZSP1601 的 IIb 的数据优异，我们修正海外成功率为 70%。

综上，MASH 药物市场空间广阔，患者人数众多且还在增长，ZSP1601 为口服剂型，依从性较为优秀、纤维化改善的效果优异和潜在的联治合疗的潜力，预计 ZSP1601 经风险调整后的中国以及海外的经风险调整后的 NPV 约为 250 亿元。

表11： ZSP1601 销售预测（单位：亿元）

年份	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E
国内销售额	0.37	1.81	3.58	7.61	7.88	12.34	15.35	20.27	26.02	24.48	30.15	33.26
海外销售额	-	-	9.90	25.29	41.50	68.27	81.29	113.66	152.12	172.44	217.80	269.59

资料来源：浙商证券研究所

3.2 RAY1225：减重千亿市场，RAY1225 安全性优势突出

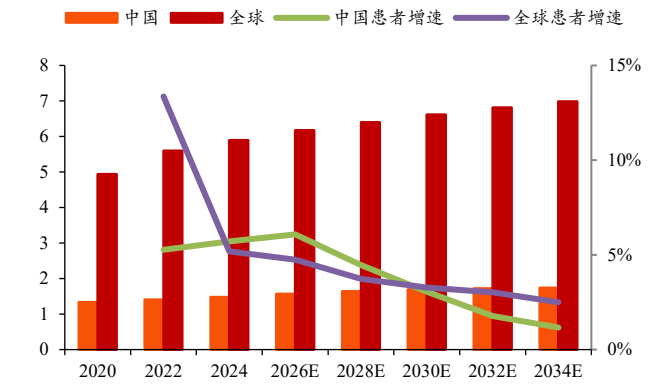
3.2.1 2034 年全球减重患者超 45 亿人，2034 全球减重市场规模超 500 亿美元

随着人口老龄化以及缺乏锻炼，高热量的饮食习惯等不健康的生活方式的流行，全球糖尿病和肥胖人口数量持续上升。根据弗若斯特沙利文的预测，2024 年全球糖尿病患者达 5.89 亿人，预计到 2034 年将达到 6.98 亿人，中国 2024 年糖尿病人数为 1.48 亿人，预计到 2034 年将达到 1.74 亿人。预计 2034 年糖尿病药物相关市场可达 1394 亿美元，中国市场规模预计将达 1464 亿元人民币。

根据《2025 世界肥胖地图》的数据，预计到 2030 年，全球约 50%的成年人，即约 29 亿人，将处于高 BMI 状态，全球 17%的男性和 22%的女性将达到肥胖水平。根据弗若斯特沙利文的预测，全球 2024 年有 35.75 亿患有超重/肥胖，预计到 2034 年患者人数将达到 45.2 亿人，中国 2024 年有 6.39 亿超重/肥胖患者，预计到 2034 年将有 8.18 亿人。弗若斯特沙利文预计 2034 年全球超重/肥胖相关药物将达到 577 亿美元，中国市场规模将达 817 亿人民币。

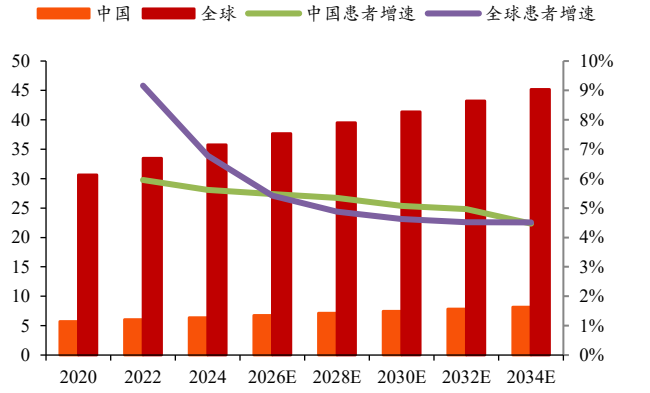
仅供内部参考，请勿外传

图14： 全球及中国糖尿病患者数量预测（亿人）



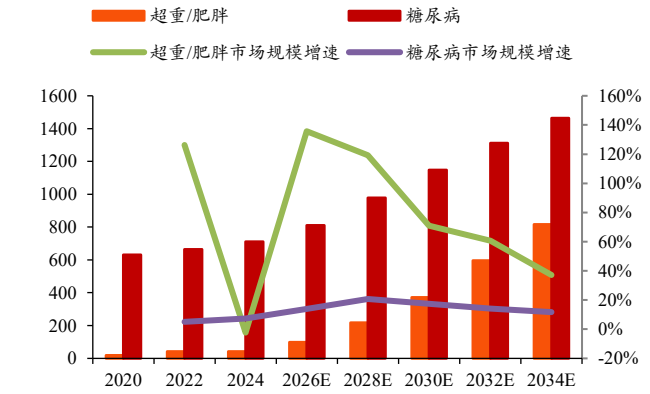
资料来源：银诺医药招股说明书、浙商证券研究所

图15： 全球及中国超重/肥胖患者数量预测（亿人）



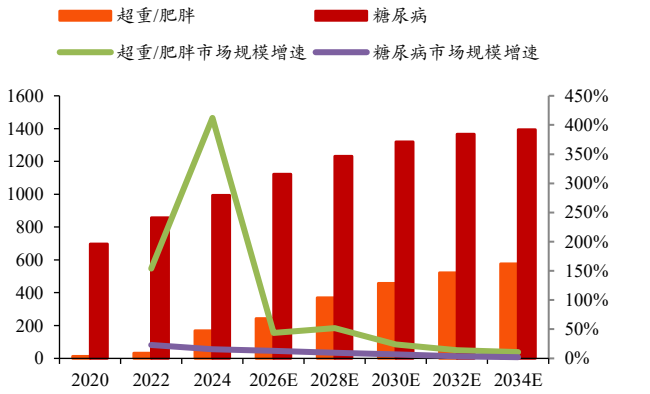
资料来源：先为达招股说明书、浙商证券研究所

图16： 中国糖尿病及超重/肥胖市场规模预测（亿元）



资料来源：银诺医药招股说明书、浙商证券研究所

图17： 全球糖尿病及超重/肥胖市场预测（亿美元）



资料来源：银诺医药招股说明书、浙商证券研究所

3.2.2 格局分析：2025 年替尔泊肽登顶全球药王

减重需求不断攀升，GLP-1 药物销售不断快速增长，司美格鲁肽、替尔泊肽已成百亿美元大药。诺和诺德的司美格鲁肽系列产品在 2025 年表现强劲，全年总营收达到 361 亿美元，增速达 23.21%，成为 2025 年全球药品销售亚军，2026H1，司美格鲁肽全球销售总额约 173 亿美元。司美格鲁肽作为 GLP-1 赛道的开创性明星药，早在 2017 年便获批糖尿病适应症，2021 年又率先获得减重适应症批准。这款药物的优秀疗效使其一上市便迅速火爆，甚至在 2022 年引发了全球性短缺，持续时间超过 1 年。

2025 年，替尔泊肽以 365.07 亿美元（同比增长 115%）的总销售额登顶全球药品销售榜首，成为新一代“药王”，2026 年表现更是出色，上半年销售额达到 276.93 亿美元，同比增长 88%，2026 年上半年减重适应症版本 Zepbound，上半年销售额 90.88 亿美元，同比增长 60%，减重版本全年销售额有望超越辉瑞 P 药（新冠药）189.3 亿美元，有望成为全球历史药王。

表12： 2020-2025 主要 GLP-1 药品销售额（亿美元）

公司	药品	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
诺和诺德	司美格鲁肽	35.29	61.28	108.82	212.01	292.96	361.00	173.12
	利拉鲁肽	30.51	23.93	17.46	16.00	11.54	-	2.16
礼来	替尔泊肽	-	-	4.83	53.39	164.66	365.07	276.93

仅供内部参考，请勿外传

度拉糖肽	50.68	64.72	74.40	71.33	52.54	-	21.4

资料来源：制药业、浙商证券研究所；注：2025 年利拉鲁肽和度拉糖肽的数据未披露

除了减重和降糖这两大适应症以外，还在向多系统慢病领域持续延伸拓展，以司美格鲁肽、替尔泊肽为例，在 MASH 领域，司美格鲁肽已在美国获批代谢相关脂肪性肝炎伴中重度肝纤维化适应症，是全球首款获批该适应症的 GLP-1 类药物，替尔泊肽相关适应症也已推进至 III 期临床阶段；在阻塞性睡眠呼吸暂停（OSA）领域，替尔泊肽是全球首个获批肥胖合并中重度 OSA 适应症的 GLP-1 类药物，接受替尔泊肽治疗的成人患者睡眠中每小时呼吸暂停低通气次数至少减少 27 次，在接受替尔泊肽治疗一年后，半数以上患者已不再有 OSA 相关症状，司美格鲁肽在 SELECT 试验 post hoc 分析中显示可降低 OSA 发生风险（HR=0.48）。除此之外，两款药物还在慢性肾病、重度抑郁症、阿尔茨海默病、射血分数保留型心衰等多个方向开展临床试验，其中司美格鲁肽已获批 2 型糖尿病合并慢性肾病的肾脏保护适应症，重度抑郁症适应症 III 期已取得阳性结果，多器官治疗价值持续得到验证。众生睿创在 MASH、OSA 两大高潜力拓展领域均有同步布局，核心管线 RAY1225（GLP-1/GIP 双靶点）MASH 适应症已获批临床，肥胖合并 OSA 适应症临床研究有序推进，同时可与公司全球首创的 pan-PDE 机制 MASH 药物 ZSP1601 形成机制协同，完善代谢相关疾病的全病程治疗布局。

3.2.3 RAY1225 多个适应症进入III期临床，两周一次的给药频次下实现了减重效率与安全性的平衡

RAY1225 注射液是具有全球自主知识产权的创新结构多肽药物，具有 GLP-1 受体和 GIP 受体双重激动活性，得益于优异的药代动力学特性，具备每两周注射一次的长效药物潜力，临床上拟用于 2 型糖尿病及肥胖/超重等患者的治疗。

2022 年 RAY1225 的 IND 申请获得中国 NMPA 受理；2023 年 5 月 I 期临床首例受试者入组；2024 年 2 月，RAY1225 注射液用于 2 型糖尿病及超重 / 肥胖患者的两项 II 期临床试验首例受试者成功入组；2024 年 11 月，超重 / 肥胖适应症 II 期（REBUILDING-1）3~9mg 组获得顶线数据；2024 年 12 月，2 型糖尿病适应症 II 期（SHINING-1）3~9mg 组获得顶线数据；2025 年 9 月，减重 III 期 REBUILDING-2 研究完成全部受试者入组；2025 年 12 月，MASH 适应症 I 期临床获批；2026 年 1 月 16 日，众生睿创与齐鲁制药签署许可协议，以 2 亿元首付款 + 最高 8 亿元里程碑 + 双位数销售提成，授权齐鲁制药在中国大陆及港澳台地区的生产和商业化权益；2026 年 1 月 24 日，肥胖合并阻塞性睡眠呼吸暂停（OSA）适应症直接获批 III 期临床；2026 年 6 月，REBUILDING-1 研究 18mg 高剂量组数据在美国糖尿病协会（ADA）第 86 届科学年会以口头报告形式公布。

表13：RAY1225 适应症以及进度（数据截至 2026 年 8 月）

研发管线	靶点	药品组织代码	适应症	临床进展
代谢性疾病研发管线	GLP-1/GIP	RAY1225	超重/肥胖	III期临床入组完成
			2 型糖尿病	III期临床入组完成
			肥胖合并阻塞性睡眠呼吸暂停	III期临床获批
			代谢相关脂肪性肝炎	临床注册申请获批

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

RAY1225II期数据表现出色，RAY1225 注射液 3mg 组和 6mg 组，两组体重呈剂量依赖性下降，体重相对变化的最小二乘均数分别为-10.06%和-12.97%，安慰剂组为-3.62%，两组体重下降均显著优于安慰剂组（P<0.001）。两组减重达标率方面，3mg 组和 6mg 组体重

仅供内部参考，请勿外传

较基线变化百分比≥5%的参与者比例分别为 73.2%和 95.1%；体重较基线下降≥10%的参与者比例分别为 51.2%和 75.6%。在 26 年 6 月的美国 ADA 大会的口头报告中，新增了 18mg 剂量组，治疗 24 周后，体重较基线变化百分比≥5%和≥10%的参与者比例分别为 100%。同靶点药物替尔泊肽在中国超重或肥胖人群的Ⅲ期研究中，高剂量 15mg 组，52 周体重较基线变化百分比≥5%和≥10%的参与者比例分别为 85.8%和 71.9%。RAY122 注射液 6mg 组，24 周体重较基线变化百分比≥5%和≥10%的参与者比例分别为 95.1%和 75.6%。减重达标率数值上高于替尔泊肽。RAY1225 注射液安全性、耐受性良好，整体安全性特征与 RAY1225 注射液既往临床研究以及 GLP-1 类药物类似，未发现新增安全性信号。

RAY1225 注射液针对 2 型糖尿病的 Ⅱ 期临床研究同样成果积极，3mg 组和 6mg 组；治疗 24 周后两组糖化血红蛋白（HbA1c）呈剂量依赖性下降，较基线变化的最小二乘均数分别为 - 1.67%、-2.07%，均显著优于安慰剂组的 - 0.23%（P<0.0001）。降糖达标率方面，3mg、6mg 组 HbA1c<7% 的受试者占比分别为 80.00%、89.47%，HbA1c≤6.5% 占比分别为 60.00%、84.21%，HbA1c≤5.7% 占比分别为 12.50%、42.11%，减重降糖双达标（体重较基线下降≥5% 且 HbA1c<7%）比例分别为 32.50%、60.53%；对比同靶点替尔泊肽以中国人群为主的 Ⅲ 期的研究，其 15mg 高剂量组每周 1 次给药、治疗 40 周总剂量 450mg，对应三层 HbA1c 达标率分别为 84.4%、75.0%、27.7%，RAY1225 6mg 组各层级降糖达标率数值均更优。安全性上，RAY1225 3~9mg 剂量在糖尿病人群中耐受性良好，低血糖风险低，整体特征与本品既往研究及 GLP-1 类药物一致，无新增安全信号，不良反应以轻中度胃肠道反应为主。

从 GLP-1 类减重药物全赛道横向对比来看，众生睿创 RAY1225 作为 GLP-1R/GIPR 双靶点激动剂，在给药便捷性、减重效率与安全性平衡上展现出显著差异化竞争优势；双靶点赛道内替尔泊肽、玛仕度肽等同类产品均采用每周 1 次皮下注射方案，RAY1225 实现了每两周给药 1 次，给药频次减半可大幅提升患者长期治疗依从性，疗效层面替尔泊肽 72 周治疗减重 20.9%、玛仕度肽 48 周减重 12.55%、BGM0504 26-30 周减重 19.2%，而 RAY1225 仅 24 周治疗周期下 18mg 高剂量组体重较基线降幅便达 21.18%，安全性上 RAY1225 腹泻发生率为 27.6%，显著低于同赛道多数产品，且胃肠道不良反应多为轻中度，无患者因胃肠道不良反应停药，耐受优势明确；对比三靶点激动剂，礼来 Retatrutide 12mg 虽 80 周治疗减重 26.1%，但需每周给药且高剂量下不良反应显著加重，国产 UBT251 6mg 24 周减重 18.7%，RAY1225 在更低给药频次下实现了更优的减重效率与安全性平衡；相较于每日给药的口服 GLP-1 产品，RAY1225 的疗效更优，全球进展最快的 Orforglipron 36 周安慰剂校正后减重仅 12.3%，国产口服品种减重幅度普遍在 7%-8% 区间且胃肠道反应普遍突出。

表14： GLP-1 类药物减重数据对比

	双靶点激动剂				
药物	Tirzepatide（替尔泊肽）	Mazdutide（玛仕度肽）	BGM0504	HRS9531	RAY1225
公司	Lilly	信达生物	博瑞生物	恒瑞医药	众生睿创
靶点	GLP-1R/GIPR	GLP-1R/GCGR	GLP-1R/GIPR	GLP-1R/GIPR	GLP-1R/GIPR
给药方案	s.c. QW（每周一次皮下注射）	s.c. QW	s.c. QW	s.c. QW	s.c. Q2W（双周一次皮下注射）
目前研发阶段	已上市	已上市	NDA 获受理	III期	III期
研究数据来源	海外减重 III 期	中国减重 III期	中国减重 II期	中国减重 III期	中国减重 II期
地区	全球	中国	中国	中国	中国
给药周期	72 周	48 周	26-30 周	48 周	24 周
体重较基线变化百分比	5mg 组：15% 10mg 组：19.5%	4mg 组：10.09% 6mg 组：12.55%	5mg 组：14.3% 10mg 组：17.3%	2mg 组：10.7% 4mg 组：16.4%	3mg 组：10.06% 6mg 组：12.97%

仅供内部参考，请勿外传

	15mg 组：20.9%		15mg 组：19.2%	6mg 组：17.7%	18mg 组：21.18%
恶心	31.0%	50.5%	37.9%	32.7%	10.6%
呕吐	23.0%	43.1%	31%	28.6%	8.9%
腹泻	12.2%	56.6%	34.5%	35.3%	27.6%
GLP-1/GIP/GCGR					
药物	Retatrutide（礼来三靶点）	UBT251	HM15275	NA931	-
公司	Lilly	联邦制药	Hanmi	Biomed	-
给药方案	s.c. QW	s.c. QW	s.c. QW	p.o. QD	-
目前研发阶段	III期完成	III期	II期	III期	
研究数据来源	III期	II期	I期 (MAD)	II期	-
地区	全球	中国	美国	澳大利亚	-
样本量	2339	205	74	53	-
基线	BMI 40，BW 112.7kg	-	BMI 33.8，BW 99.8kg	BMI 36.8，BW 99.8kg	-
给药周期	80 周	24 周	4 周	13 周	-
体重较基线变化 %（安慰剂校正）	4mg：16.8% 9mg:23.7% 12mg:26.1%	2mg:13.6% 4mg(起始 0.5mg):16.2% 4mg(起始 1mg):19.7% 6mg:18.7%	4.81%	150mg：平均 13.8%	-
停药率	4mg：4.1% 9mg:6.9% 12mg:11.3%	-	-	-	-
恶心	4mg：28.6% 9mg:38.4% 12mg:42.4%	-	-	2.2%	-
呕吐	4mg：10.6% 9mg:22.8% 12mg:25.3%	-	-	1.4%	-
腹泻	4mg：25.2% 9mg:34.1% 12mg:32%	-	-	1.4%	-
口服 GLP-1 激动剂					
药物	Orforglipron	VCT220（CX11）	HRS-7535	HDM1002	MDR-001
公司	Eli Lilly	闻泰 & 箕星	江苏恒瑞	中美华东	德睿制药
给药方案	p.o. QD	p.o. QD	p.o. QD	p.o. QD	p.o. QD
目前研发阶段	已上市	NDA 获受理	III期	III期	III期
研究数据来源	II期	II期	II期	Ib 期	IIb 期
地区	全球	中国	中国	中国	中国
样本量	272	250	235	60	317
基线	BMI 37.9，BW 108.7kg	BMI 32.0，BW 91.8kg	BMI 32.5，BW 91.6kg	BW 74.1~90.8kg	BMI 32.3，BW 90.1kg
给药周期	36 周	16 周	36 周	4 周	24 周
体重较基线变化 %（安慰剂校正）	12.3%（W36） 10.6%（W26）	80mg：5.75% 120mg：- 160mg-FT：9.73%	8.1%（W36） 6.9%（W26）	6.8%(未矫正安慰剂)	8.2%-10.3% (W24)
停药率	10~17%	3.1~8.1%	13.2%	3.3%	0.8%
恶心	37~58%	41.5~51.6%	16.7~54.2%	54.0%	--
呕吐	14-32%	13.8%-38.7%	15.7-37.5%	30.0%	-

仅供内部参考，请勿外传

腹泻	3-24 %	17.7-22.6%	16.7-21.7%	-	-
便秘	13-32%	1.6-6.5%	-	-	-

资料来源：医脉通内分泌科、公司官网、浙商证券研究所

RAY1225 注射液 3~9mg 在 REBUILDING-1 和 SHINING-1 的参与者中安全性、耐受性良好，整体安全性特征与 RAY1225 注射液既往临床试验和 GLP-1 类药物类似，低血糖风险低，未发现新增安全性信号。最常见的为胃肠道相关不良反应，严重程度大多较轻微，且发生率均低于替尔泊肽 SURMOUNT-CN 和 SURPASS-AP-Combo 的报道数据。

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。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。

表15： 主流减重药品非头对头安全数据对比

	RAY1225	司美格鲁肽	玛仕度肽	替尔泊肽	BGM0504	HRS9531
靶点	GLP-1R/GIPR	GLP-1R	GLP-1R/GCGR	GLP-1R/GIPR	GLP-1R/GIPR	GLP-1R/GIPR
数据对应临床阶段	II	IIIa	III	III	III	III
入组人数	3mg 组：41 6mg 组：41 9mg 组：41 安慰剂组：49	2.4mg 组：407 安慰剂组：204	4mg 组：203 6mg 组：202 安慰剂组：205	10mg 组：70 15mg 组：71 安慰剂组：69	652	2mg 组：142 4mg 组：141 6mg 组：141 安慰剂组：143
任意 TEAE 发生率	3mg 组：87.8% 6mg 组：90.2% 9mg 组：87.8% 安慰剂组：77.6%	2.4mg 组：95.8% 安慰剂组：96.1%	/	10mg 组：95.7% 15mg 组：90.1% 安慰剂组：82.6%	/	2mg 组：91.5% 4mg 组：91.5% 6mg 组：93.6% 安慰剂组：89.5%
因 AE 总停药率	3mg 组：2.4% 6mg 组：0.0% 9mg 组：0.0% 安慰剂组：2.0%	2.4mg 组：5.9% 安慰剂组：2.9%	4mg 组：1.0% 6mg 组：1.0% 安慰剂组：1.0%	10mg 组：7.0% 15mg 组：1.4% 安慰剂组：2.9%	5mg 组：1.7% 10mg 组：1.2% 15mg 组：0.7%	2mg 组：0.7% 4mg 组：0.7% 6mg 组：1.4% 安慰剂组：0.0%
腹泻发生率	3mg 组：24.4% 6mg 组：34.1% 9mg 组：29.3% 安慰剂组：10.2%	2.4mg 组：36.1% 安慰剂组：22.1%	4mg 组：35.0% 6mg 组：38.6 % 安慰剂组：6.3%	10mg 组：40.0% 15mg 组：40.8% 安慰剂组：8.7%	整体耐受性良好，不良反应类型与已上市 GLP-1 受体激动剂类药物已知安全性特征一致。常见胃肠道不良反应多为轻度至中度，且多为一过性，可在短时间内自行缓解。研究期间未发生低血糖事件，亦未观察到新的安全性信号。	2mg 组：29.6% 4mg 组：31.9% 6mg 组：35.5% 安慰剂组：7.0%
恶心发生率	3mg 组：7.3% 6mg 组：19.5% 9mg 组：4.9% 安慰剂组：6.1%	2.4mg 组：58.2% 安慰剂组：22.1%	4mg 组：32.5% 6mg 组：50.5% 安慰剂组：5.9%	10mg 组：30.0% 15mg 组：32.4% 安慰剂组：5.8%		2mg 组：16.2% 4mg 组：17.0% 6mg 组：27.0% 安慰剂组：4.9%
呕吐发生率	3mg 组：7.3% 6mg 组：14.6% 9mg 组：9.8% 安慰剂组：0.0%	2.4mg 组：27.3% 安慰剂组：10.8%	4mg 组：26.1 % 6mg 组：43.1 % 安慰剂组：2.9%	10mg 组：11.4% 15mg 组：19.7% 安慰剂组：4.3%		2mg 组：14.1% 4mg 组：19.1% 6mg 组：24.1% 安慰剂组：2.1%

资料来源：众生药业、信达生物、博瑞医药官网，《美国医学会杂志》，ObesityWeek，浙商证券研究所

表16： 2 型糖尿病适应症药品非头对头安全数据对比

	RAY1225	司美格鲁肽	玛仕度肽	替尔泊肽	BGM0504	HRS9531
靶点	GLP-1R/GIPR	GLP-1R	GLP-1R/GCGR	GLP-1R/GIPR	GLP-1R/GIPR	GLP-1R/GIPR

仅供内部参考，请勿外传

数据对应临床阶段	II	IIIa	III	III	II	II
入组人数	3mg 组：41 6mg 组：40 9mg 组：40 安慰剂组：53	0.5mg：128 1mg：130 安慰剂组：129	4mg 组：106 6mg 组：106 安慰剂组：107	5mg 组：230 10mg 组：228 15mg 组：229	5mg 组：12 10mg 组：12 15mg 组：12 安慰剂组：12 司美格鲁肽 1mg 组：16	1mg 组：40 2mg 组：41 3mg 组：39 4.5mg 组：40 安慰剂组：39
任意 TEAE 发生率	3mg 组：90.2% 6mg 组：92.5% 9mg 组：87.5% 安慰剂组：83.0%	0.5mg：64.0% 1mg：56.0% 安慰剂组：53.0%	/	5mg 组：82.6% 10mg 组：95.7% 15mg 组：90.1%	5mg 组：92.3% 10mg 组：90.9% 15mg 组：100.0% 安慰剂组：66.7% 司美格鲁肽 1mg 组：75.0%	1mg 组：75.0% 2mg 组：85.4% 3mg 组：82.1% 4.5mg 组：85.0% 安慰剂组：76.9%
因 AE 总停药率	3mg 组：0.0% 6mg 组：0.0% 9mg 组：2.5% 安慰剂组：0.0%	0.5mg：13.0% 1mg：12.0% 安慰剂组：11.0%	/	5mg 组：4.3% 10mg 组：13.2% 15mg 组：12.2%	5mg 组：7.7% 10mg 组：0.0% 15mg 组：0.0% 安慰剂组：0.0% 司美格鲁肽 1mg 组：0.0%	/
腹泻发生率	3mg 组：19.5% 6mg 组：35.0% 9mg 组：35.0% 安慰剂组：3.8%	0.5mg：13.0% 1mg：11.0% 安慰剂组：2.0%	4mg 组：31.3% 6mg 组：35.8% 安慰剂组：-	5mg 组：33.5% 10mg 组：45.2% 15mg 组：44.1%	5mg 组：38.5% 10mg 组：36.4% 15mg 组：75.0% 安慰剂组：8.3% 司美格鲁肽 1mg 组：6.3%	1mg 组：15.0% 2mg 组：24.4% 3mg 组：25.6% 4.5mg 组：35.0% 安慰剂组：5.1%
恶心发生率	3mg 组：7.3% 6mg 组：15.0% 9mg 组：2.5% 安慰剂组：0.0%	0.5mg：20.0% 1mg：24.0% 安慰剂组：8.0%	4mg 组：21.7% 6mg 组：32.1% 安慰剂组：0.9%	5mg 组：20.0% 10mg 组：32.9% 15mg 组：31.9%	/	1mg 组：10.0% 2mg 组：17.1% 3mg 组：23.1% 4.5mg 组：22.5% 安慰剂组：0.0%
呕吐发生率	3mg 组：2.4% 6mg 组：10.0% 9mg 组：7.5% 安慰剂组：1.9%	0.5mg：4.0% 1mg：7.0% 安慰剂组：2.0%	4mg 组：15.1% 6mg 组：16.0% 安慰剂组：1.9%	5mg 组：9.1% 10mg 组：14.9% 15mg 组：12.7%	/	1mg 组：5.0% 2mg 组：2.4% 3mg 组：7.7% 4.5mg 组：7.5% 安慰剂组：0.0%
低血糖	3mg 组：4.9% 6mg 组：2.5% 9mg 组：0.0% 安慰剂组：1.9%	/	4mg 组：0.9% 6mg 组：4.7% 安慰剂组：0.9%	5mg 组：27.4% 10mg 组：32.9% 15mg 组：30.1%	/	1mg 组：0.0% 2mg 组：0.0% 3mg 组：0.0% 4.5mg 组：0.0% 安慰剂组：0.0%

资料来源：众生药业、信达生物官网，《柳叶刀》，《Diabetes, Obesity and Metabolism》，EASD 2024，浙商证券研究所

3.2.4 RAY1225 双周制剂大幅提高患者长期依从性

肥胖是一种需要长期管理的慢性代谢性疾病。近年来，GLP-1 受体激动剂在超重和肥胖治疗中的应用不断拓展，但现有同类药物多为每日或每周给药，部分患者在长期治疗过程中仍会面临注射频次较高、持续依从性不足等现实问题。对于需要长期控制体重并改善代谢风险的患者而言，更低频次、更加便利的治疗方案，意味着更可持续的规范干预，也意味着更有希望获得长期稳定的健康获益。

RAY1225 采用专利钉合肽（stapled peptide）技术设计，是全球首创的全偏向型 GLP-1/GIP 受体激动剂。钉合肽技术通过在多肽分子中引入化学支架，显著增强结构稳定性和抗酶解能力，使 RAY1225 获得约 10 天的超长半衰期，从而支持每两周给药一次（Q2W）。相较现有每周制剂，Q2W 方案每年可减少 26 次注射。在需要长期甚至终身给药的慢性体重管理领域，给药频率直接决定患者的长期依从性和治疗持续性。

仅供内部参考，请勿外传

表17：RAY-1225 为少有的进入III期临床的 Q2W 药物

靶点	药品名称	公司	全球最高研发阶段	剂型	用药周期
		注射类			
		单靶点			
GLP-1R	贝那鲁肽	仁会生物	已上市	注射	每日三次
GLP-1R	司美格鲁肽	诺和诺德	已上市	注射	每周一次
GLP-1R	埃诺格鲁肽	先为达/凯因科技	已上市	注射	每周一次
GLP-1R	GMA105	鸿运华宁	II 期	注射	每周一次
GLP-1R	TG103	石药集团	NDA	注射	每周一次
GLP-1R	Cagrilintide	诺和诺德	III 期	注射	每周一次
GLP-1R	GZR18	甘李药业	III 期	注射	每两周一次
GLP-1R	ZT002	质肽生物	III 期	注射	每月一次
GLP-1R	PB-119	派格生物	Ib/IIa 期	注射	每周一次
GLP-1R	Efsubaglutide-α	银诺医药	已上市	注射	每周一次/每两周一次
		双靶点			
GLP-1R/GCGR	玛仕度肽	礼来/信达生物	已上市	注射	每周一次
GLP-1R/GIPR	替尔泊肽	礼来	已上市	注射	每周一次
GLP-1R/GIPR	HRS9531	恒瑞医药	NDA	注射	每周一次
GLP-1R/GIPR	BGM0504	博瑞生物	NDA	注射	每周一次
GLP-1R/GIPR	**RAY1225**	**众生睿创**	**III 期**	**注射**	**每两周一次**
GLP-1R/GCGR	BI 456906	勃林格殷格翰	III 期	注射	每周一次
GLP-1R/GIPR	HS-20094	豪森药业	III 期	注射	每周一次
GLP-1R/GIPR	HDM1005	杭州中美华东	III 期	注射	每周一次
GLP-1R/GIPR	THDBH120	通化东宝	II 期	注射	每周一次/每两周一次
GLP-1R/GCGR	PB-718	派格生物/天士力	II 期	注射	每周一次
GLP-1R/FGF21R	HEC88473	东阳光	II 期	注射	每周一次
GLP-1R/GIPR	GMA106	鸿运华宁	I 期	注射	每周一次/每两周一次
		三靶点			
GLP-1R/GIPR/GCGR	UBT251	联邦制药	III期	注射	每周一次
GLP-1R/GIPR/GCGR	MWN101	乐普生物/民为生物	II期	注射	每周一次
GLP-1R/GCGR/GIPR	ZX2021	江苏中新医药	II 期	注射	每周一次
		口服类			
GLP-1R	HRS-7535	恒瑞医药	III期	口服	每日一次
GLP-1R	ASC30	歌礼制药	III期	口服	每日一次
GLP-1R	HDM1002	杭州中美华东	III 期	口服	每日一次
GLP-1R	VCT220	闻泰医药	III 期	口服	每日一次
GLP-1R	ZT006	质肽生物	II 期	口服	每月一次
GLP-1R	SAL0112	信立泰	II 期	口服	每日两次
GLP-1R	BPYT-01	百极优棠	I 期	口服	每日一次
GLP-1R	Orforglipron	礼来公司	已上市	口服	每日一次
GLP-1R	ECC-5004	诚益生物	II期	片剂	每日一次

资料来源：各公司官网、药物临床试验登记与信息公示平台、ClinicalTrials、浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2026 年 1 月 17 日，公司宣布就创新药物 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 10 亿元，包括首付款人民币 2 亿元、开发和销售里程碑最高合计人民币 8 亿元，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，公司已收到齐鲁药业支付的 2 亿元首付款。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。

RAY-1225 空间测算

假设 1：患者人数：我国 2020 年 18 岁及以上的居民肥胖率为 16.4%，我国总人口为 14.12 亿，所以 2020 年的肥胖人口为 2.32 亿人，又根据《World Obesity Atlas 2024》的数据，中国 2020-2035 肥胖和超重的增长率为 2.8%，假设 2035-2040 年的中国肥胖和超重的增长率为 2.5%，所以到 2040 年中国肥胖症患者约为 3.86 亿人。

假设 2：价格及月治疗费：参考其他减重注射药，信达生物的玛仕度肽单只价格约为 523 元，月治疗费用为 2090 元；替尔泊肽进入医保前的平均单只价格约为 817 元，平均月治疗费用为 3269 元，进入医保后，平均单只售价约 140 元，平均月治疗费用约 560 元。预估 RAY1225 注射剂价格与同类药品均价相近进医保前月治疗费用约为 1340 元，进医保后月费用约为 660 元；后续因多家公司管线上市，减重市场竞争加剧，产品可能继续降价以维持竞争力，2040 年预估月费用约为 300 元。

假设 3：渗透率：2024 年注射剂型渗透率为 81%，27 年口服剂型上市后，因为口服剂型的依从性更强，所以预计注射剂型市占率将会下降，预估 2040 年注射剂型渗透率为 31%。

表18： RAY-1225 销售预测（亿元）

年份	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E
销售额	1.49	5.36	20.38	34.79	36.61	51.27	59.31	52.74	59.26	59.99	45.21	45.06	44.48

资料来源：浙商证券研究所

3.2.5 三靶、Amylin 均有布局，构建全面的减重管线

公司结合小分子、多肽药物等新药研发技术平台优势，在呼吸系统、代谢性疾病领域布局备具差异化优势的早研管线。在代谢性疾病领域，GLP-1RA 类及减重相关的产品研发思路逐渐进入多靶点、超长效制剂、口服制剂。公司始终密切关注代谢领域的前沿技术和潜在靶点，积极探索 Amylin 类多肽皮下注射药物、多肽类口服药物、GLP-1RA 类小分子口服药物、Amylin 类小分子口服药物在内的各类潜力产品。

表19： 其他代谢管线产品及进展

药品名称	靶点	阶段
RAY0221	GLP-1/GIP/GCG	临床注册申请
Amylin 类长效多肽药物	Amylin	临床前
Amylin 类小分子口服药物	Amylin	临床前
GLP-1RA 类长效多肽药物	GLP-1RA	临床前

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

3.3 昂拉地韦：国内每年流感患者超百万例，昂拉地韦疗效突出

流感病毒为负链 RNA 病毒，属于正粘病毒科，是具有极高的基因重配以及基因突变频率的呼吸道传播病毒。根据病毒核蛋白和膜蛋白的不同，将流感病毒分为甲（A）、乙（B）

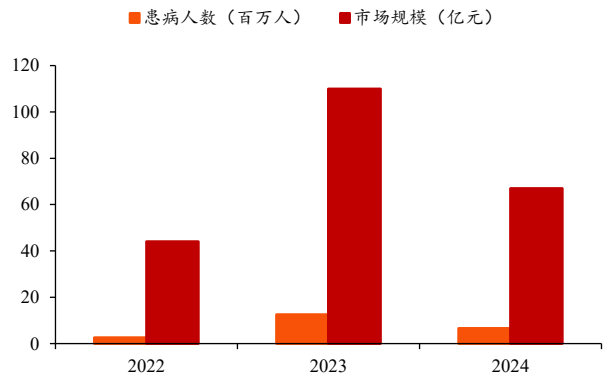
仅供内部参考，请勿外传

和丙（C）三种类型，甲型流感和乙型流感是人类流感的主要病原体。流行性感冒（influenza，简称流感）是由流感病毒引起的急性呼吸道感染病，具有很强的传播性，而季节性流感的局部流行、高致病性禽流感的出现以及流感大流行的爆发则对世界公共卫生体系构成了巨大威胁。

根据东阳光药的招股说明书披露，中国于 2022 年、2023 年及 2024 年分别报告 250 万例、1250 万例及 860 万例新增流感病例数。根据弗若斯特沙利文的资料，中国抗流感药物市场由 2022 年的人民币 44 亿元增加 150.0% 至 2023 年的人民币 110 亿元，原因是 2023 年严重的 H3N2 流感爆发，并由 2023 年的人民币 110 亿元下降 39.1% 至 2024 年的人民币 67 亿元，原因是 2024 年未出现大型的流感爆发并导致流感发病率下降。

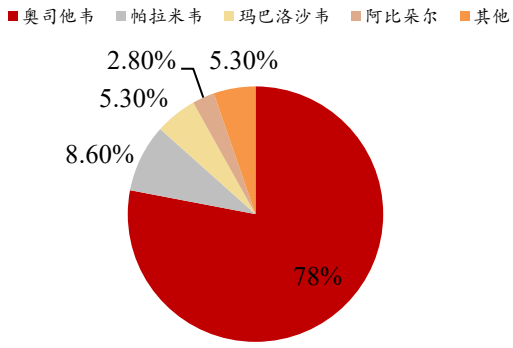
目前国内抗流感药物市场规模结构主要由奥司他韦占主导，占比达约 78%，其次是帕拉米韦约占 8.6%，玛巴洛沙韦约占 5.3%，最后是阿比朵尔约占 2.8%，剩余 5.3%为其他。

图18： 中国 2022-2024 流感患者人数及市场规模



资料来源：东阳光药招股说明书、浙商证券研究所

图19： 2024 年国内抗流感药物市场结构



资料来源：智研咨询、浙商证券研究所

2024 年中国抗流感药物市场还是奥司他韦占主导，其中东阳光药的磷酸奥司他韦产品又为该领域的龙头产品，2024 年东阳光药的磷酸奥司他韦产品在中国磷酸奥司他韦整体市场的份额占比为 54.8%，销售收入达 25.8 亿元人民币，25H1 销售收入达到 13 亿人民币。进入 2025 年竞争格局出现松动，玛巴洛沙韦凭借“全病程仅需服药一次”的核心优势，以及罗氏产品速福达玛巴洛沙韦片剂扩龄至 1 岁后实现全年龄段覆盖，持续蚕食原有市场份额，根据米内网数据罗氏产品速福达玛巴洛沙韦片剂 2025 年销售额增长 854.68%。

3.3.1 昂拉地韦片抗耐药潜力突出、缓解时间更短

昂拉地韦片是治疗甲型流感的一类创新药，也是全球首款 RNA 聚合酶 PB2 靶点的甲型流感口服药物。与神经氨酸酶抑制剂、核酸内切酶抑制剂类抗流感药物相比，其作为“帽子”结构类似物与病毒 RNA 聚合酶 PB2 亚基结合，独特“抢帽”机制，抑制病毒 RNA 聚合酶复合物复制功能的正常启动，从源头抑制病毒基因组的转录和复制。对于奥司他韦耐药的病毒株、玛巴洛沙韦耐药的病毒株和高致病性禽流感病毒株均具有很强的抑制作用。

2025 年 5 月 22 日公司发布公告称昂拉地韦片获得国家药监局批准上市，适用于成人单纯性甲型流感患者的治疗。

昂拉地韦片治疗成人单纯性甲型流感的 III 期临床顶线结果积极，达到主要疗效终点且安全性良好。主要终点七项流感症状中位缓解时间为 38.83 小时，较安慰剂组（63.35 小时）缩短 39%（P<0.001）；发热缓解时间同样较安慰剂缩短 39%（P<0.001），且两项指标均较奥司他韦组缩短近 10%。病毒学方面，6 项关键指标（病毒滴度 / RNA 载量阳性比例、较

仅供内部参考，请勿外传

基线变化、可测持续时间）均显著优于安慰剂和奥司他韦（P<0.05 或 P<0.001），给药后 24 小时即显现差异，可更快降低病毒载量、缩短转阴时间。安全性方面，CTCAE≥3 级 TRAE 发生率低于安慰剂组、与奥司他韦组近似，治疗期间未发生严重不良事件，不良反应以轻中度消化系统症状（腹泻、恶心、呕吐）为主，整体安全性与耐受性良好。

2026 年 2 月昂拉地韦在治疗 2-11 岁单纯性甲型流感患者的 III 期临床试验和昂拉地韦片治疗 12~17 岁青少年单纯性甲型流感患者的 III 期临床试验中显示出积极的疗效和良好的安全性，试验结果理想，达到预期目的。

昂拉地韦颗粒儿童 III 期临床（2-11 岁甲型流感，头对头奥司他韦）：流感症状中位缓解时间 82.5 小时，较奥司他韦（107.1 小时）缩短 23%；发热缓解 21.0 小时，较奥司他韦（28.9 小时）缩短 27%；24 小时病毒载量下降及转阴时间均显著优于奥司他韦，流感相关并发症 0 例（奥司他韦组 2 例 / 5.3%）。横向对比玛巴洛沙韦儿童 III 期（miniSTONE-2）：其症状缓解仅较奥司他韦缩短 8%（138.1h vs 150.0h）、发热缩短 12%（41.2h vs 46.8h），并发症发生率 7.4%，昂拉地韦在症状缓解速度和并发症控制上优势显著。

昂拉地韦片青少年 III 期临床（12~17 岁甲型流感，安慰剂对照）：主要终点七项流感症状中位缓解时间 51.4 小时，较安慰剂（80.4 小时）显著缩短 36%；发热缓解 22.7 小时，较安慰剂（32.8 小时）缩短 31%；24 小时病毒载量下降及转阴时间均显著优于安慰剂，复现成人 III 期优效结果；流感相关并发症 0 例（安慰剂组 1 例 / 2.0%）。与已获批成人数据（症状缓解较安慰剂缩短 39%、用药 1 天病毒载量降 10 倍）高度一致，验证了昂拉地韦在全年龄段的疗效一致性。

安全性方面，昂拉地韦在临床试验中未发生严重不良事件，用药后观察到的不良反应主要为消化系统症状，绝大多数参与者的不良反应无需处理即完全恢复，表明昂拉地韦在儿童和青少年具有良好的安全性和耐受性。

表20：昂拉地韦与奥司他韦头对头、与玛巴洛沙韦非头对头在治疗 2-11 岁单纯性甲型流感患者的 III 期临床试验对比

核心评估指标	昂拉地韦颗粒	磷酸奥司他韦干混悬	玛巴洛沙韦
CARIFS 量表流感症状中位缓解时间	82.5 小时	107.1 小时	138.1 小时
较奥司他韦组症状缓解时间缩短幅度	缩短 23%	-	缩短 8%
发热中位缓解时间	21.0 小时	28.9 小时	41.2 小时
较奥司他韦组发热缓解时间缩短幅度	缩短 27%	-	缩短 12%
给药后 24 小时病毒载量表现	下降幅度显著优于奥司他韦组，病毒可测时间较奥司他韦组显著缩短	-	-
流感相关并发症发生率	0%（0 例）	5.3%（2 例）	7.4%（6 例）

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2025 年 12 月 7 日公司发布公告，一类创新药物昂拉地韦片（商品名：安睿威®）通过国家医保谈判，首次被纳入《国家基本医疗保险、生育保险和工伤保险药品目录（2025 年）》。本次成功纳入《国家医保目录》乙类范围，有望惠及更多患者，为患者提供经济、安全、可及的用药选择。

4 盈利预测&投资建议

我们预计公司 2026—2028 年营业收入为 21.64、22.49、25.00 亿元，同比变化-14.2%、3.9%、11.2%；归母净利润 2.13、2.05、2.75 亿元，同比变化-22.7%、-3.9%、34.5%，对应 EPS 为 0.25、0.24、0.32 元，2026/9/18 对应 2026—2028 年 PE 为 97、100、75 倍。

仅供内部参考，请勿外传

收入端：

中成药板块：公司中成药业务收入于 2023 年进入下降通道，2023 年-2025 年公司该板块收入为 13.91 亿、13.18 亿、13.22 亿，同比变化率为-14.86%、-5.25%、0.26%，23-24 年的收入下滑主要是相关产品受到集采影响价格下降造成，25 年收入企稳，我们认为主要原因是公司相关药品降价后产品价格在低位稳定以及产品结构变化。后续考虑到复方血栓通、脑栓通等产品都为上市多年的成熟品种，所以我们预计预计相关产品需求总体稳定，中成药板块还会面临一定的压力，我们预计该业务板块 2026—2028 年收入为 10.44 亿、10.23 亿、10.02 亿，毛利率维持稳定在 69%。

化药板块：公司化药业务板块收入 24 年下降至约 9 亿元，同比下降 6.44%，化学药销量下降 4.66%，2025 年化药收入回升至 9.20 亿元，同比增长 2.29%，但是化药销量大幅下降 28.95%，说明传统化药销量承压较大，收入 25 年企稳主要因为产品结构变化。公司创新药产品来瑞特韦片和昂拉地韦片均于 2025 年纳入国家医保目录，我们认为这两款药物会是未来三年该板块的主要增长来源，考虑到传统化药的压力，我们预计该业务板块 2026—2028 年收入为 6.90 亿、6.70 亿、6.49 亿，毛利率稳定在 52%。

费用端：

2025 年公司销售费用为 8.70 亿元，销售费用率为 34.5%，我们预计未来三年销售费用率提升至 35.0%，主要原因为昂拉地韦新获批适应症和剂型推广投入加大和渠道拓展。

2025 年公司管理费用为 1.43 亿元，管理费用率为 5.7%，管理费用率未来三年预计维持在 6.0%左右。

2025 年公司研发费用为 0.91 亿元，研发费用率为 3.6%；2026 年研发费用率预计较 2025 年明显回升至 5%。考虑 ZSP1601、RAY1225 等项目处于 IIb/III 期临床阶段，后续研发投入预计将持续增加。

综上，我们预计公司 2026—2028 年营业收入分别为 21.64、22.49、25.00 亿元。

表21： 2026—2028 年公司盈利预测

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2522.74	2163.77	2248.75	2500.15
(+/-) (%)	2.24%	-14.23%	3.93%	11.18%
归母净利润	275.75	213.14	204.74	275.31
(+/-) (%)	192.18%	-22.71%	-3.94%	34.47%
每股收益(元)	0.32	0.25	0.24	0.32

资料来源：Ifind、浙商证券研究所

目前众生的代谢领域管线核心产品 RAY1225 和 ZSP1601 仍然处于临床开发阶段，我们采用风险调整 DCF 估值法，分别对核心管线 RAY1225 和 ZSP1601 进行估值。模型预测期为 2026—2040 年，2040 年后进入永续期，假设永续增长率为 1.0%。折现率方面，我们以十年期国债收益率 0.95%作为无风险利率，采用 7.94%的市场收益率及 1.11 的调整 Beta，测算股权资本成本为 8.7%；最终得到 WACC 为 8.47%。模型进一步根据各适应症患者规模、药品渗透率、产品市占率、治疗费用、临床成功概率及公司实际经济权益，对核心资产未来收益进行风险调整。

仅供内部参考，请勿外传

RAY1225：根据国内 18 岁及以上居民肥胖率 16.4%及 14.12 亿总人口基数，依据《World Obesity Atlas 2024》数据，假设 2020-2035 年国内肥胖及超重人群增长率为 2.8%、2035-2040 年增长率回落至 2.5%，预计 2040 年国内肥胖症患者规模可达 3.86 亿人。

定价层面，参考国内同类减重注射药物定价体系，信达生物玛仕度肽、礼来替尔泊肽为核心对标品种，结合同类产品医保前后价格差异，假设 RAY1225 医保前月治疗费用为 1340 元、医保落地后月治疗费用降至 660 元；长期伴随国内减重赛道管线集中上市、市场竞争持续加剧，行业价格中枢有望下移，预计 2040 年产品稳态月治疗费用回落至 300 元。

剂型渗透率层面，国内减重药物以注射剂型为主，注射剂型渗透率达 81%；伴随后续口服减重剂型陆续上市，口服剂型凭借更高用药依从性实现快速替代，注射剂型市场占比持续回落，我们假设 2040 年国内减重注射剂型渗透率降至 31%，整体剂型结构迭代将持续影响产品销售结构与放量节奏。

产品市占率方面，RAY1225 存在双周剂型、安全性占优等特点，加上合作方齐鲁制药的销售能力，我们预计 2040 年国内市占率 9.1%。

授权方面，齐鲁制药拥有在中国地区（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的权利，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 10 亿元，包括首付款人民币 2 亿元、开发和销售里程碑最高合计人民币 8 亿元，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，公司已收到齐鲁药业支付的 2 亿元首付款。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，由于未公开合作具体分成比例，我们假设众生药业能拿到 12%的收入分成，以及 BD 首付款税率为 10%计算。

ZSP1601：国内 MASH 患者数量由 2020 年 3870 万人增长至 2034 年 6110 万人，2029-2034 年复合增速 3.3%，我们假设 2034-2040 年维持 3%稳定增速，预计 2040 年国内 MASH 患者规模达 7280 万人；海外 MASH 患者数量由 2020 年 3.12 亿人增长至 2034 年 4.77 亿人，2029-2034 年复合增速 2.9%，假设 2034-2040 年维持 2.5%增速，预计 2040 年海外 MASH 患者规模达 5.53 亿人，海内外市场统一假设 F2-F3 期中重度 MASH 患者占比为 35%。

定价体系层面，参考获批 MASH 药物瑞美替罗、减重标杆药物司美格鲁肽的海内外价差规律，结合中美购买力与药品定价差异测算，测算国内 MASH 药物初始年治疗费用约 4.6 万元、月治疗费用 3846 元，后续随市场竞争加剧、医保常态化降价，预计 2038 年国内稳态月治疗费用降至 900 元；海外市场参考诺和诺德 2027 年司美格鲁肽降价后 675 美元/月的定价标准，考虑竞品先行占位、行业竞争加剧，假设 ZSP1601 海外初始定价略低于行业标杆，为 600 美元/月，后续随管线集中上市竞争升级，2040 年海外稳态月治疗费用降至 350 美元。

行业渗透节奏层面，海内外 MASH 药物商业化周期存在明显差异。国内 2026 年前暂无合规 MASH 治疗药物上市，2027 年起多款创新药物陆续获批，市场进入导入期，2030-2032 年随着品种扩容、医保准入及指南纳入，行业进入快速增长阶段，2040 年市场逐步成熟，预计国内 MASH 药物整体渗透率可达 15%；海外 2024 年瑞美替罗已率先上市，行业完成初期市场教育，叠加后续多款竞品持续获批落地，行业渗透稳步提升，预计 2040 年海外 MASH 药物整体渗透率可达 13.1%。

产品市占率层面，依托 ZSP1601 差异化核心优势持续兑现份额。相较于同类竞品，公司产品具备口服剂型依从性优异、可显著改善肝纤维化、预计产品份额稳步提升，国内市场长期成长空间充足，2040 年市占率有望达到 10%；海外市场竞争更为充分、竞品布局更早，份额提升节奏相对温和，预计 2040 年海外市占率有望达到 5.8%。

仅供内部参考，请勿外传

研发成功率层面，公司 2026 年 5 月披露的IIb 期临床积极数据，产品疗效安全性得到初步验证，赛道临床开发与商业化路径清晰，我们对海内外研发成功率进行差异化修正，预计 ZSP1601 国内上市成功率为 80%、海外上市成功率为 70%。

授权方面，假设未来 ZSP1601 成功实现对外授权，并按产品净销售额的 15%获得销售提成，以及假设相关收入适用税率为 10%。

基于上述假设，我们预计 RAY1225 国内风险调整后销售峰值约为 60.0 亿元，对应众生药业风险调整后权益净利润峰值约为 6.5 亿元；按照风险调整后权益净利润折现，我们测算 RAY1225 的 DCF 价值约为 43.7 亿元。ZSP1601 全球（国内 + 海外）风险调整后销售峰值约为 302.9 亿元，其中国内、海外分别约 33.3 亿元、269.6 亿元（海外 39.6 亿美元，按 6.8 汇率折算）；对应归属公司风险调整后权益现金流峰值约为 44.7 亿元；按照风险调整后权益净利润折现，我们测算 ZSP1601 的 DCF 价值约为 250.2 亿元。

综上，在 WACC 为 8.47%、永续增长率为 1.0% 的假设下，我们测算 RAY1225 和 ZSP1601 两项核心资产风险调整后 DCF 估值合计约为 294 亿元，同时，我们预测主营业务 2026 年收入约为 21.64 亿元，归母净利润约 2.13 亿元。其中，ZSP1601 凭借 MASH 广阔的海内外市场空间、口服 pan-PDE 差异化抗纤维化机制及联合治疗潜力贡献估值，RAY1225 则凭借双周一次（Q2W）长效制剂的依从性与安全性优势、多项适应症进入 III 期临床的领先进度以及齐鲁制药的商业化加持，提供减重赛道的商业化确定性。当前估值尚未纳入 RAY0221 三靶点、Amylin 及口服 GLP-1 等其他代谢在研管线，也未计入未来平台授权与新增 BD 交易价值，公司后续仍具备估值上修空间，维持公司“买入”评级。

表22： RAY1225 和 ZSP1601 的未来收入测算（单位：亿元）

项目/年度	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E
RAY1225													
风险调整后销售额	1.49	5.36	20.38	34.79	36.61	51.27	59.31	52.74	59.26	59.99	45.21	45.06	44.48
考虑到 BD 分成后的收入	0.16	0.58	2.20	3.76	3.95	5.54	6.41	5.70	6.40	6.48	4.88	4.87	4.80
ZSP1601													
风险调整后国内销售额	-	0.37	1.81	3.58	7.61	7.88	12.34	15.35	20.27	26.02	24.48	30.15	33.26
风险调整后海外销售额	-			9.90	25.29	41.50	68.27	81.29	113.66	152.12	172.44	217.80	269.59
考虑到 BD 分成后的海外收入	-			1.34	3.41	5.60	9.22	10.97	15.34	20.54	23.28	29.40	36.39

资料来源：浙商证券研究所

5 风险提示

1、核心产品研发不及预期：公司代谢领域核心管线 RAY1225 以及 ZSP1601 均处于临床研发阶段，创新药研发具有不确定性，若后续研发进度或数据不达预计，则会给公司估值带来影响。

2、产品销售不及预期：公司部分产品上市后面临激烈的竞争，目前市场上抗流感药物众多如奥司他韦、玛巴洛沙韦等，减重药有替尔泊肽、司美格鲁肽、玛仕度肽等等，昂拉地韦、RAY1225 等产品未来面临激烈竞争，如公司产品销售不及预期将对公司盈利能力产生不利影响。

仅供内部参考，请勿外传

3、授权合作里程碑兑现不及预期：公司将 RAY1225 的中国地区（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权授予齐鲁药业，若产品销售未达预期将会影响公司的销售里程碑收入。

仅供内部参考，请勿外传

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**3,044**	**3,126**	**3,209**	**3,336**
现金	985	1,197	1,113	996
交易性金融资产	104	184	264	344
应收账项	1,222	874	910	1,013
其它应收款	10	15	16	17
预付账款	76	73	75	78
存货	365	398	396	403
其他	281	385	435	485
非流动资产	**2,086**	**1,989**	**1,957**	**1,915**
金融资产类	138	136	134	132
长期投资	2	3	3	4
固定资产	643	705	753	786
无形资产	504	441	379	317
在建工程	151	141	131	121
其他	647	562	557	555
资产总计	**5,130**	**5,115**	**5,166**	**5,251**
流动负债	**718**	**638**	**621**	**613**
短期借款	319	289	259	229
应付款项	118	82	83	87
预收账款	0	0	0	0
其他	282	268	279	298
非流动负债	**261**	**256**	**256**	**256**
长期借款	0	0	0	0
其他	261	256	256	256
负债合计	**980**	**894**	**877**	**869**
少数股东权益	92	82	72	59
归属母公司股东权	**4,058**	**4,139**	**4,218**	**4,323**
负债和股东权益	5,130	5,115	5,166	5,251

现金流量表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**305**	**567**	**272**	**279**
净利润	267	203	195	262
折旧摊销	126	155	168	179
财务费用	2	10	9	8
投资损失	(17)	(11)	(11)	(13)
营运资金变动	**(131)**	**206**	**(82)**	**(150)**
其它	58	5	(6)	(7)
投资活动现金流	**46**	**(172)**	**(191)**	**(189)**
资本支出	(308)	(190)	(124)	(123)
长期投资	**332**	**(79)**	**(79)**	**(79)**
其他	22	96	11	13
筹资活动现金流	**(736)**	**(183)**	**(165)**	**(208)**
短期借款	15	(30)	(30)	(30)
长期借款	**0**	**0**	**0**	**0**
其他	(751)	(153)	(135)	(178)
现金净增加额	**(384)**	**211**	**(84)**	**(117)**

利润表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**2,523**	**2,164**	**2,249**	**2,500**
营业成本	1,107	979	999	1,038
营业税金及附加	20	22	22	25
营业费用	870	747	787	875
管理费用	143	130	135	145
研发费用	91	108	135	175
财务费用	(5)	(5)	(9)	(9)
资产减值损失	(23)	(12)	(12)	(12)
公允价值变动损益	(19)	0	0	0
投资净收益	17	11	11	13
其他经营收益	29	28	22	25
营业利润	**298**	**224**	**215**	**291**
营业外收支	(2)	5	5	5
利润总额	**297**	**229**	**220**	**296**
所得税	30	26	25	33
净利润	**267**	**203**	**195**	**262**
少数股东损益	(9)	(10)	(10)	(13)
归属母公司净利润	**276**	**213**	**205**	**275**
EBITDA	433	378	379	466
EPS（最新摊薄）	0.32	0.25	0.24	0.32

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	2.24%	-14.23%	3.93%	11.18%
营业利润	206.55%	-24.94%	-4.03%	35.26%
归属母公司净利润	192.18%	-22.71%	-3.94%	34.47%
获利能力				
毛利率	56.12%	54.77%	55.59%	58.47%
净利率	10.93%	9.85%	9.10%	11.01%
ROE	6.80%	5.15%	4.85%	6.37%
ROIC	6.18%	4.39%	4.10%	5.51%
偿债能力				
资产负债率	19.10%	17.48%	16.97%	16.55%
净负债比率	-15.88%	-21.34%	-19.74%	-17.33%
流动比率	4.24	4.90	5.17	5.44
速动比率	3.23	3.55	3.71	3.86
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.42	0.44	0.48
应收账款周转率	4.56	4.22	4.86	5.00
应付账款周转率	13.46	12.59	15.81	15.96
每股指标(元)				
每股收益	0.32	0.25	0.24	0.32
每股经营现金	0.36	0.67	0.32	0.33
每股净资产	4.77	4.87	4.96	5.09
估值比率				
P/E	74.65	96.58	100.54	74.77
P/B	5.07	4.97	4.88	4.76
EV/EBITDA	35.70	52.03	52.12	42.58

资料来源：浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.买 入： 相对于沪深 300 指数表现 + 20％以上；
2.增 持： 相对于沪深 300 指数表现 + 10％ ~ + 20％；
3.中 性： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％ ~ + 10％之间波动；
4.减 持： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.看 好： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上；
2.中 性： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%之间；
3.看 淡： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn