

2026 年 07 月 21 日

# 众生药业 (002317.SZ)

——创新转型进入兑现期，ZSP1601 有望贡献估值弹性

投资评级：买入（首次）

## 投资要点：

### 证券分析师

刘闯  
SAC: S1350524030002  
liuchuang@huayuanstock.com  
孙洁玲  
SAC: S1350524120004  
sunjieling@huayuanstock.com

### 联系人

### 市场表现：



### 基本数据 2026 年 07 月 21 日

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价（元）      | 27.07       |
| 一年内最高/最低（元） | 34.27/16.20 |
| 总市值（百万元）    | 23,007.62   |
| 流通市值（百万元）   | 20,616.98   |
| 总股本（百万股）    | 849.93      |
| 资产负债率（%）    | 20.44       |
| 每股净资产（元/股）  | 4.89        |

资料来源：聚源数据

- **中药为基、创新引领，公司进入创新药价值兑现关键阶段。**众生药业始创于 1979 年，传统业务覆盖眼科、心脑血管、呼吸、消化等领域，中成药与成熟化药构筑公司收入及现金流基本盘；创新药方面，公司围绕代谢和呼吸等领域布局 ZSP1601、RAY1225、昂拉地韦等重点品种。2025 年公司实现营业收入 25.23 亿元，同比 +2.24%；归母净利润 2.76 亿元，同比扭亏；2026Q1 归母净利润 1.00 亿元，同比 +20.83%，利润端持续修复。分板块看，2025 年中成药收入 13.22 亿元，占比 52.39%；化学药收入 9.20 亿元，占比 36.48%。公司传统主业稳健修复，创新药管线有望贡献中长期估值弹性。
- **ZSP1601：MASH 治疗泛 PDE 抑制剂，IIb 期数据验证抗纤维化潜力，III 期与海外 BD 值得期待。**ZSP1601 是公司代谢疾病方向核心创新药管线，为具备全球自主知识产权、全新作用机制的 MASH 口服小分子一类创新药，作用机制为泛 PDE 抑制剂。IIb 期数据显示，ZSP1601 100mg、50mg 两个剂量组治疗 48 周后的主要病理学应答率分别为 64.9%、57.6%，均显著优于安慰剂组的 32.5%；其中 100mg 组在纤维化改善 ≥ 1 分且 MASH 无恶化、纤维化改善 ≥ 2 分且 MASH 无恶化两个关键指标上均取得具有统计学意义的获益。我们认为，ZSP1601 凭借差异化机制及组织学、纤维化、肝脂、肝酶等多维度获益，具备继续推进关键性 III 期的临床基础；后续 III 期推进、完整数据披露及海外 BD 进展，有望成为公司创新药价值重估的重要催化。
- **RAY1225：GLP-1/GIP 双靶点长效品种，国内已授权齐鲁制药。**RAY1225 是公司自主研发、拥有全球自主知识产权的 GLP-1/GIP 双受体激动剂，采用专利钉合肽技术设计，具备约 10 天超长半衰期和每两周给药一次的潜力。目前 RAY1225 国内肥胖/超重及 2 型糖尿病适应症均处于 III 期临床，肥胖/超重适应症在美国已获批临床；公司已将其大中华区超重/肥胖、2 型糖尿病适应症的独家生产和商业化权益授权给齐鲁制药。II 期数据显示，RAY1225 在减重和降糖方向均展现出剂量依赖趋势。RAY1225 授权合作验证了公司代谢创新药研发能力，后续 III 期数据、注册进展及商业化推进有望为公司持续贡献收益，打开长期业绩空间。
- **昂拉地韦：甲流创新药纳入医保，儿童/青少年适应症拓展助力放量。**昂拉地韦片为靶向甲型流感病毒 RNA 聚合酶 PB2 亚基的一类创新药，成人单纯性甲型流感适应症已上市，并纳入 2025 年版国家医保目录。适应症拓展方面，12 - 17 岁青少年适应症补充申请及 2 - 11 岁儿童昂拉地韦颗粒 NDA 已获 NMPA 受理，有望逐步覆盖青少年及儿童人群。III 期研究显示，昂拉地韦中位流感症状缓解时间为 38.83 小时，较安慰剂组缩短 24.52 小时，同时显著缩短病毒 RNA 持续检出时间。我们认为，医保准入叠加儿童/青少年适应症拓展，有望推动昂拉地韦在流感治疗市场逐步放量，贡献化学药板块增量。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 25.58/26.98/28.58 亿元，同比增速分别为 1.41%/5.47%/5.91%；归母净利润分别为 2.69/3.00/3.18 亿

元，同比增速分别为-2.57%/11.56%/6.05%；当前股价对应 PE 分别为 86/77/72 倍。考虑到公司中药与成熟化药业务构筑利润基本盘，ZSP1601 IIb 期数据验证较强抗纤维化潜力，后续 III 期推进及海外 BD 有望进一步打开成长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ **风险提示。研发创新失败风险；创新药销售放量不及预期风险；行业政策风险。**

**盈利预测与估值（人民币）**

|            | <b>2024</b> | <b>2025</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> | <b>2028E</b> |
|------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入（百万元）  | 2,467       | 2,523       | 2,558        | 2,698        | 2,858        |
| 同比增长率（%）   | -5.48%      | 2.24%       | 1.41%        | 5.47%        | 5.91%        |
| 归母净利润（百万元） | -299        | 276         | 269          | 300          | 318          |
| 同比增长率（%）   | -213.63%    | 192.18%     | -2.57%       | 11.56%       | 6.05%        |
| 每股收益（元/股）  | -0.35       | 0.32        | 0.32         | 0.35         | 0.37         |
| ROE（%）     | -7.64%      | 6.80%       | 6.30%        | 6.67%        | 6.71%        |
| 市盈率（P/E）   | -76.91      | 83.44       | 85.64        | 76.76        | 72.39        |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 25.58/26.98/28.58 亿元,同比增速分别为 1.41%/5.47%/5.91%;归母净利润分别为 2.69/3.00/3.18 亿元,同比增速分别为-2.57%/11.56%/6.05%;当前股价对应 PE 分别为 86/77/72 倍。考虑到公司中药与成熟化药业务构筑稳健利润基本盘,ZSP1601 在 MASH 领域 IIb 期数据积极、具备较强抗纤维化信号,RAY1225 布局 GLP-1/GIP 双靶点长效方向,昂拉地韦已进入医保并推进儿童/青少年适应症拓展,公司有望从传统中药企业向“中药基盘+创新药”双轮驱动转型。首次覆盖,给予“买入”评级。

### 关键假设

**1) 中成药:** 公司中成药板块为传统核心业务,具备较强品牌基础和渠道沉淀。考虑到 2025 年该板块收入基本企稳,预计后续在复方血栓通、脑栓通、众生系列等核心品种带动下恢复温和增长。我们假设 2026 - 2028 年中成药收入增速分别为 1.0%/3.5%/2.7%,对应收入分别为 13.35/13.82/14.20 亿元;毛利率分别为 70.0%/70.0%/70.0%。

**2) 化学药:** 公司化学药业务覆盖抗感染、心脑血管、消化等领域,2025 年收入恢复至 9.20 亿元,后续有望受益于成熟品种及昂拉地韦商业化放量。我们假设 2026 - 2028 年化学药收入增速分别为 1.0%/8.0%/10.0%,对应收入分别为 9.29/10.04/11.04 亿元;毛利率分别为 49.0%/51.0%/52.0%。

**3) 中药材及中药饮片销售:** 我们预计未来保持平稳增长。我们假设 2026 - 2028 年中药材及中药饮片销售收入增速分别为 5.0%/7.0%/8.0%,对应收入分别为 2.17/2.33/2.51 亿元;毛利率分别为 9.0%/9.0%/9.0%。

**4) 原料药及中间体:** 整体收入体量较小,我们假设 2026 - 2028 年原料药及中间体收入增速分别为 5.0%/5.0%/5.0%,对应收入分别为 0.61/0.64/0.67 亿元;毛利率分别为 50.5%/50.5%/50.5%。

### 投资逻辑要点

传统主业托底,创新药重塑估值,代谢管线贡献核心弹性。传统业务方面,公司中成药与成熟化药构筑收入和现金流基本盘,利润端在 2025 年以来持续修复,为后续创新转型提供支撑。创新药方面,ZSP1601 作为 MASH 口服小分子一类创新药,IIb 期数据显示主要病理学应答率显著优于安慰剂,并在纤维化改善、肝脂降低和肝酶改善方面体现多维度获益,后续 III 期推进及海外 BD 进展有望成为公司估值重塑的重要催化。RAY1225 布局长效减重/降糖方向,国内已授权齐鲁制药,有望贡献中长期业绩增量。抗病毒方向,昂拉地韦已进入医保并推进儿童/青少年适应症拓展,

有望带来阶段性商业化放量。整体看，公司正从传统中药企业向“中药基盘+创新药”双轮驱动转型，中长期成长曲线有望持续抬升。

### 核心风险提示

研发创新失败风险；创新药销售放量不及预期风险；行业政策风险。

## 内容目录

|                                                      |    |
|------------------------------------------------------|----|
| 1. 中药为基、创新引领，创新药进入价值兑现期 .....                        | 7  |
| 1.1. 公司股权结构稳定，管理机制清晰 .....                           | 7  |
| 1.2. 利润端逐步修复，创新转型稳步推进 .....                          | 7  |
| 2. 中成药构筑业务基石，核心品种稳健发展 .....                          | 9  |
| 3. 化药：存量仿制药稳健，昂拉地韦有望贡献收入增量 .....                     | 11 |
| 4. 创新药：聚焦代谢与呼吸，打开长期发展空间 .....                        | 12 |
| 4.1. ZSP1601：差异化泛 PDE 机制，IIb 期数据验证 MASH 抗纤维化潜力 ..... | 13 |
| 4.2. RAY1225 注射液：GLP-1/GIP 长效双靶点，国内授权齐鲁制药验证创新价值 .... | 16 |
| 4.3. 昂拉地韦：甲流创新药纳入医保，适应症拓展助力放量 .....                  | 18 |
| 5. 盈利预测与评级 .....                                     | 20 |
| 5.1. 盈利预测 .....                                      | 20 |
| 5.2. 估值 .....                                        | 20 |
| 6. 风险提示 .....                                        | 21 |

## 图表目录

|                                                        |    |
|--------------------------------------------------------|----|
| 图表 1: 公司股权结构图 (截至 2026 年一季度)                           | 7  |
| 图表 2: 2016-2026Q1 营业总收入 (亿元)                           | 8  |
| 图表 3: 2016-2026Q1 归属母公司股东的净利润(亿元)                      | 8  |
| 图表 4: 2016-2026Q1 归母净利率和销售毛利率                          | 8  |
| 图表 5: 2016-2026Q1 销售/管理/财务/研发费用率                       | 8  |
| 图表 6: 2018-2025 年营收结构 (分板块)                            | 9  |
| 图表 7: 2025 年各板块占营收比重                                   | 9  |
| 图表 8: 公司主要中成药产品以及特色                                    | 9  |
| 图表 9: 2020-2025 年中国三大终端六大市场复方血栓通胶囊年度销售额                | 10 |
| 图表 10: 中国城市公立医院眼科内服中成药竞争格局 (2025 年)                    | 10 |
| 图表 11: 2020-2025 年中国三大终端六大市场脑栓通胶囊销售额                   | 11 |
| 图表 12: 2020-2025 年众生系列药物零售销售额 (百万元)                    | 11 |
| 图表 13: 2020-2025 年众生系列药物零售销售百分比 (分剂型)                  | 11 |
| 图表 14: 2020-2025 年公司化学药收入情况                            | 12 |
| 图表 15: 2025 年公司在城市公立医院化药销售 TOP10 品种                    | 12 |
| 图表 16: 公司创新药管线布局                                       | 13 |
| 图表 17: 全球 MASH 药物市场规模预测                                | 13 |
| 图表 18: 中国 MASH 药物市场规模预测                                | 13 |
| 图表 19: PDE 调控 cAMP/cGMP 信号通路及下游生物学效应                   | 14 |
| 图表 20: 全球 MASH/MASLD 竞争格局 (除 ZSP1601 外仅筛选 III 期及以上的药物) | 14 |
| 图表 21: 已上市 MASH 药物与 ZSP1601 的临床试验数据情况                  | 16 |
| 图表 22: RAY1225 适应症研发进展 (截至 2026 年 7 月 14 日)            | 17 |
| 图表 23: RAY1225 治疗肥胖/超重适应症的 REBUILDING-1 II 期临床数据       | 17 |
| 图表 24: RAY1225 与替尔泊肽治疗 2 型糖尿病的临床数据对比 (非头对头)            | 18 |
| 图表 25: RAY1225 许可交易概况                                  | 18 |
| 图表 26: 昂拉地韦剂型以及适应症布局情况                                 | 19 |
| 图表 27: 昂拉地韦 III 期研究七项流感症状缓解时间分布                        | 19 |
| 图表 28: 可比公司估值表                                         | 20 |

## 1. 中药为基、创新引领，创新药进入价值兑现期

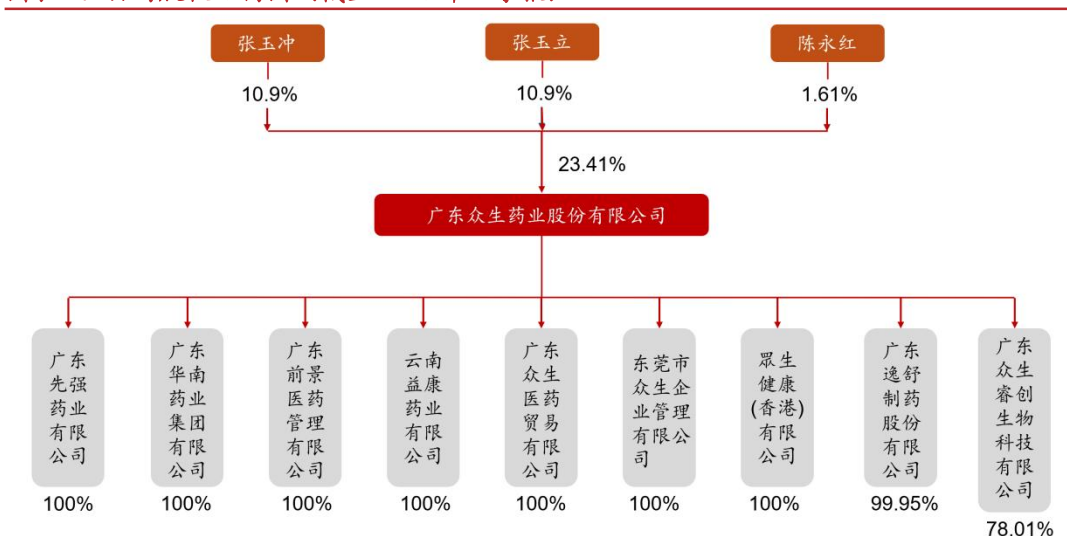
广东众生药业股份有限公司始创于 1979 年，于 2009 年在深圳证券交易所上市，是一家致力于人类健康事业的中国医药工业百强企业。公司贯彻“患者利益至上”的价值观，秉承“以优质产品关爱生命，以优质服务健康大众”的企业宗旨，立足于眼科、心脑血管、呼吸、消化等治疗领域，矢志成为中国一流的医药健康产业集团。

目前公司主营业务涵盖中成药、化学药、中药材/饮片、化学原料药的研发、生产和销售及相关产业投资，旗下拥有九家子公司、四大生产基地。公司坚持发展成为“中药为基、创新引领，质效并举的医药健康企业”的战略定位目标，逐渐形成以创新药为发展龙头、中成药为业务基石、化学仿制药为有益支撑的可持续发展业务体系。

### 1.1. 公司股权结构稳定，管理机制清晰

公司股权结构稳定，管理机制清晰。截至 2026 年一季报，张玉冲女士直接持股 10.90%，并通过表决权安排享有张玉立女士所持 10.90% 股份对应的表决权，合计控制 21.80% 表决权，为公司控股股东及实际控制人；陈永红持股 1.61%，三名主要股东合计持股 23.41%。公司下设 9 家主要子公司，其中 7 家为全资控股，广东逸舒制药及广东众生睿创持股比例分别为 99.95% 和 78.01%，整体控制权清晰。

图表 1：公司股权结构图（截至 2026 年一季报）

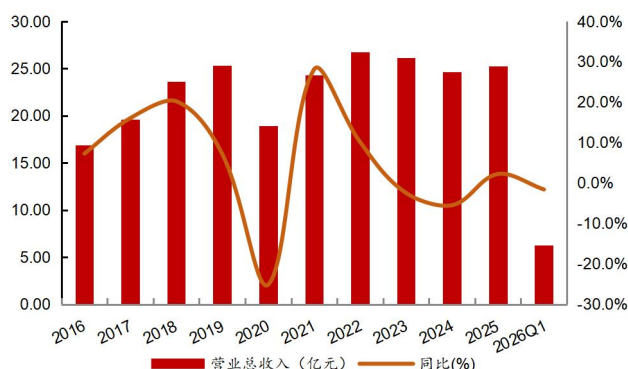


资料来源：Wind，华源证券研究所

### 1.2. 利润端逐步修复，创新转型稳步推进

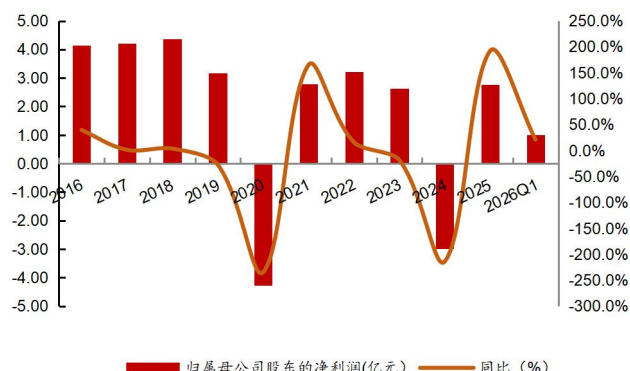
营业收入稳中有升，利润端有望企稳增长。2025 年公司实现营业收入 25.23 亿元，同比 +2.24%，近五年来收入规模总体平稳；归母净利润 2.76 亿元，同比扭亏。2026Q1 营业收入 6.24 亿元，同比 -1.58%；归母净利润 1.00 亿元，同比 +20.83%。

图表 2：2016-2026Q1 营业总收入（亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 3：2016-2026Q1 归属母公司股东的净利润(亿元)

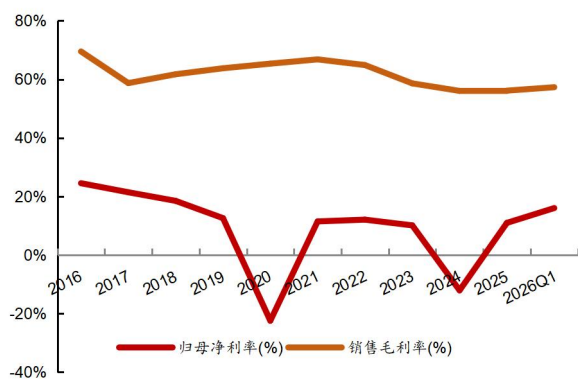


资料来源：Wind，华源证券研究所

**盈利能力逐步恢复。**2021-2025 年公司毛利率整体稳定，小幅下降；2025 年毛利率企稳于 56.12%，2026Q1 进一步回升至 57.29%。公司 2025 年归母净利率恢复为 10.93%，2026Q1 提升至 15.99%，盈利能力逐步修复。

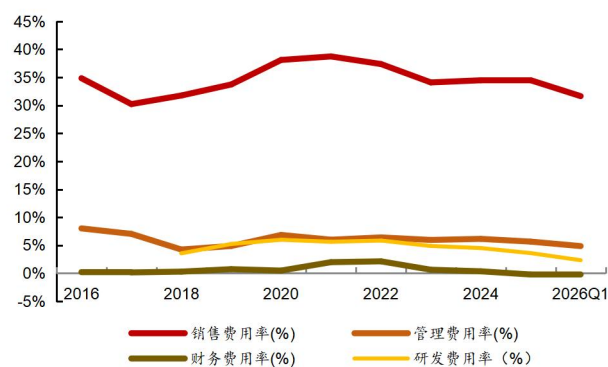
**期间费用率稳中有降。**2025 全年销售费用率 34.48%，同比+0.01pct；管理费用率 5.66%，同比-0.49pct；研发费用率 3.61%，同比-0.90pct。26Q1 销售费用率 31.64%，管理费用率 4.86%，研发费用率 2.34%。

图表 4：2016-2026Q1 归母净利率和销售毛利率



资料来源：Wind，华源证券研究所

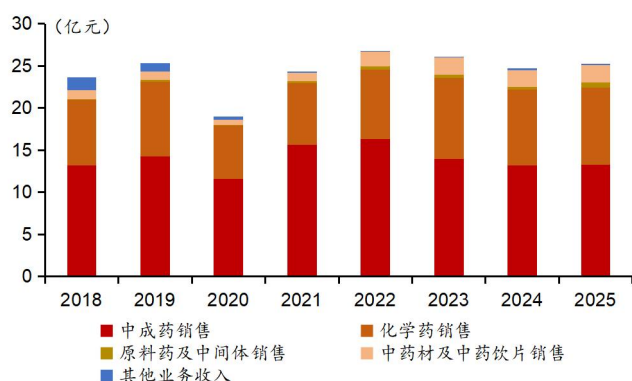
图表 5：2016-2026Q1 销售/管理/财务/研发费用率



资料来源：Wind，华源证券研究所

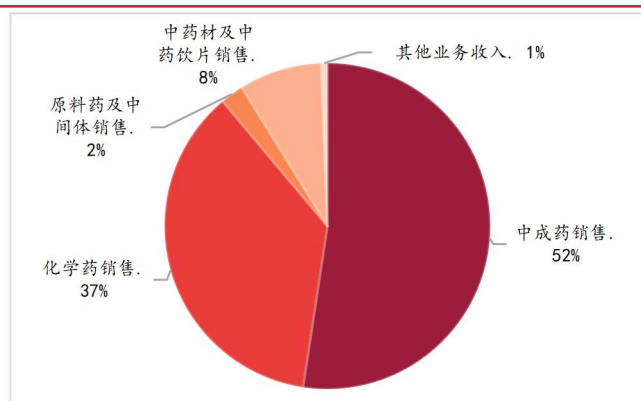
**分板块来看，中成药业务贡献主要营收。**2025 年，中成药营收为 13.22 亿元，占营收比重为 52.39%；化学药营收 9.20 亿元，占营收比重为 36.48%；原料药及中间体销售营收 0.58 亿元，占营收比重为 2.31%；中药材及中药饮片销售营收 2.07 亿元，占营收比重为 8.21%。业务增速方面，2025 年中成药、化学药营收增长趋于平稳，同比分别增长 0.26%、2.29%；原料药及中间体业务表现亮眼，同比大幅增长 90.97%。

图表 6：2018-2025 年营收结构（分板块）



资料来源：Wind, 华源证券研究所

图表 7：2025 年各板块占营收比重



资料来源：Wind, 华源证券研究所

## 2. 中成药构筑业务基石，核心品种稳健发展

2025 年,公司中成药实现营业收入 13.22 亿元,同比增长 0.26%,占营收比重为 52.39%,是公司第一大业务板块。产品方面,中成药复方血栓通胶囊是中药大品种培育的经典产品;脑栓通胶囊是基于“毒损脑络”病机学说的心脑血管疾病防治的核心产品;众生丸为岭南名药的代表产品。

图表 8：公司主要中成药产品以及特色

| 类别  | 功能主治/治疗领域 | 药品名称    | 适应症                                          | 纳入国家医保/基药目录                                               | 特色        | 市场表现                                    |
|-----|-----------|---------|----------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|-----------|-----------------------------------------|
| 中成药 | 眼科心脑血管内分泌 | 复方血栓通胶囊 | 眼底血管疾病、心脑血管疾病及糖尿病慢性并发症的治疗                    | 国家基本药物目录、国家医保目录品种, 全国中成药采购联盟集中采购中选产品                      | 胶囊为独家剂型品种 | 连续多年在国内眼科内服中成药领域市场占有率排名第一               |
|     |           | 脑栓通胶囊   | 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 | 国家医保目录品种, 中药二级保护品种, 广东联盟金莲花胶囊等中成药集采中选产品, 安徽省中成药带量联动采购中选产品 | 独家品种      |                                         |
|     |           | 复方丹参片   | 改善心绞痛症状                                      | 国家基本药物目录、国家医保目录品种, 广东联盟金莲花胶囊等中成药集采中选产品                    |           |                                         |
|     | 呼吸        | 众生丸系列产品 | 咽喉肿痛等咽喉疾病                                    |                                                           | 丸剂为独家剂型品种 | 荣获“最受欢迎咽喉用药”“最受欢迎家庭常用药”“百姓最放心药品品牌”等多项荣誉 |
|     | 清热祛湿      | 清热祛湿颗粒  | 祛除体内湿热, 祛湿不寒凉、不伤脾胃                           |                                                           |           | 40年口碑传承, 祛湿类凉茶领导品牌                      |

资料来源：公司官网, 公司公告, 华源证券研究所

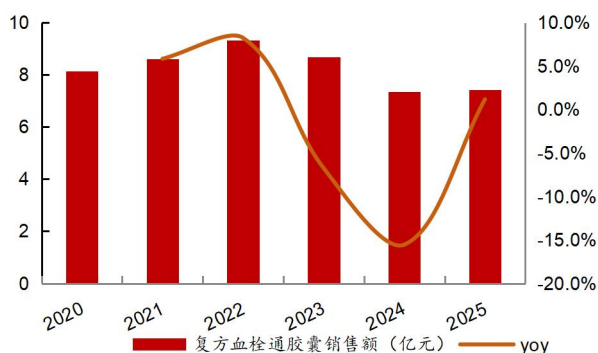
复方血栓通系列产品为公司核心中成药品种, 临床主要用于眼科、心脑血管及糖尿病慢性并发症等疾病的治疗。该系列产品在 2023 年成功中选全国中成药采购联盟集中带量采购, 为公司持续扩大市场份额及巩固公司通用名产品的市场主导地位奠定基础。为有效对冲集采政策冲击, 公司围绕核心产品构建“量-本-费”协同增效模型: 以销量增长打开市场空间, 通过工艺改进与供应链整合实现成本优化, 辅以精细化费用管控体系, 最终在价格下行通道

中形成“以量补价”的盈利韧性。截至 2026 年 4 月，复方血栓通胶囊获得澳门中成药注册证明书，助力公司中成药产品出海布局，提升产品的市场竞争力。

**复方血栓通胶囊集采影响或已基本消化，销售逐步企稳。**该品种为公司独家剂型，据米内网数据，2021—2022 年销售额分别同比增长 5.8%和 8.2%；2023 年中选全国中成药集采后，2023—2024 年销售额分别同比下降 6.7%和 15.5%；2025 年销售额恢复同比正增长 1.2%，表明集采影响或已逐步消化，产品销售趋势企稳回升。

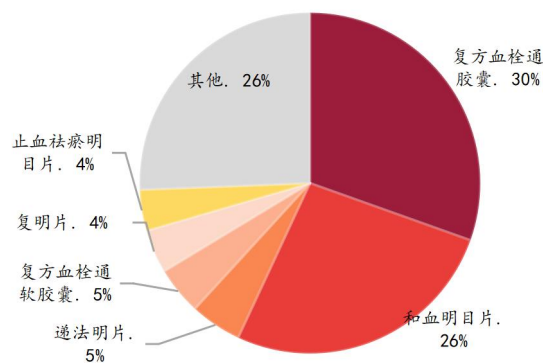
循证医学层面，该药被多项临床指南及共识推荐用于视网膜静脉阻塞等多种眼底疾病的治疗。该药亦因其临床证据丰富、药物经济学优势突出，连续多年在国内眼科内服中成药领域市占率排名第一位。

图表 9：2020—2025 年中国三大终端六大市场复方血栓通胶囊年度销售额



资料来源：米内网，华源证券研究所

图表 10：中国城市公立医院眼科内服中成药竞争格局 (2025 年)

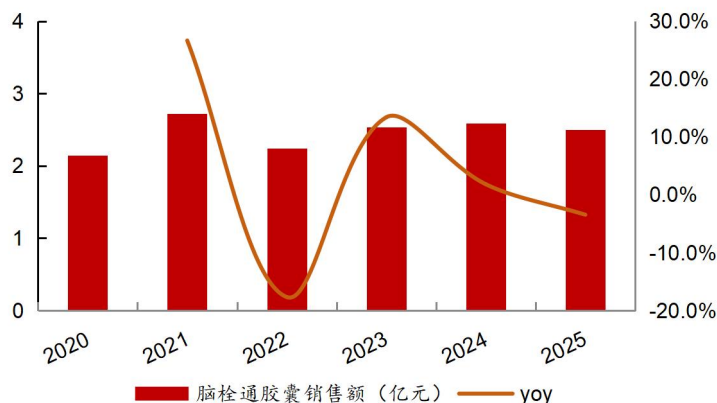


资料来源：米内网，华源证券研究所

**脑栓通胶囊作为公司独家核心品种**，可改善脑血循环、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，公司立足中药大品种培育战略，提前布局其强而有力的循证医学证据。依托“十四五”国家重点研发计划，公司启动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)，目的是建立缺血性卒中的中药预防与治疗一体化干预模式，评价脑栓通胶囊远近期的防治效果。截至 2025 年年报，脑栓通胶囊获批为 2025 年首家中药二级保护品种，RESPACE 研究已完成临床试验数据统计相关工作。

脑栓通胶囊 2022 年中选广东联盟清开灵等中成药集采，2024 年续约广东联盟金莲花等中成药集采，集采覆盖范围由 6 省扩大到 16 省。据米内网数据显示，2025 年脑栓通胶囊销售额达到 2.50 亿元，2022—2025 年均复合增长约 3.7%。随着集采覆盖区域持续扩展，产品销量有望实现稳健增长。

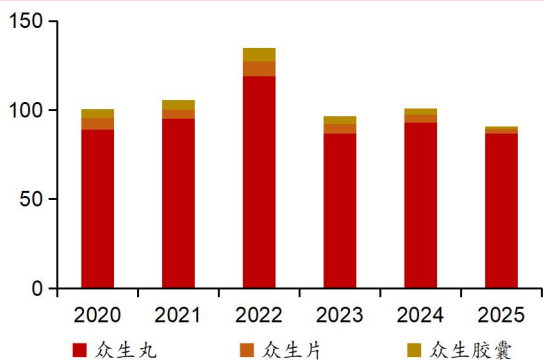
图表 11：2020-2025 年中国三大终端六大市场脑栓通胶囊销售额



资料来源：米内网，华源证券研究所

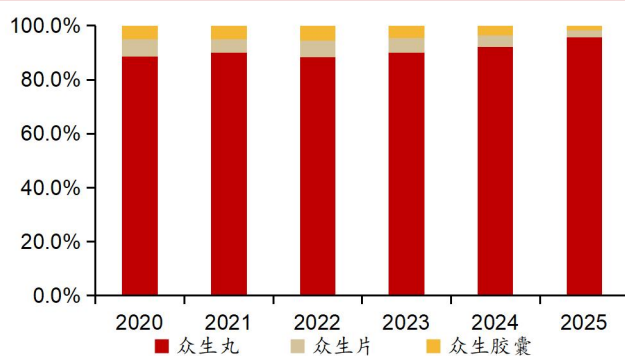
公司众生丸系列产品和清热祛湿颗粒是经典的中药品牌 OTC 药品，40 年口碑传承。众生丸具有抗菌消炎、清热解毒的功效，用于咽喉肿痛等咽喉疾病，且为公司独家剂型品种。从众生系列分剂型市场格局看，众生胶囊有两家生产厂家：众生药业和汇中制药；众生片有三家生产厂家：众生药业、诺得胜制药和江西青春康源制药；众生丸由众生药业独家生产。根据中康开思系统零售数据显示，2025 年众生系列药物零售销售额约为 0.9 亿元，其中众生丸的销售额占众生系列药物的 95.7%，处于主导地位。

图表 12：2020-2025 年众生系列药物零售销售额（百万元）



资料来源：中康开思数据库，华源证券研究所

图表 13：2020-2025 年众生系列药物零售销售百分比（分剂型）



资料来源：中康开思数据库，华源证券研究所

### 3. 化药：存量仿制药稳健，昂拉地韦有望贡献收入增量

2025 年公司化学药实现营业收入 9.20 亿元，同比增长 2.29%，占公司营收比重为 36.48%，是公司仅次于中成药的第二大业务板块。存量化学药主要集中于呼吸系统、抗感染、消化、眼科、抗过敏等多治疗领域，品类协同构筑细分壁垒。

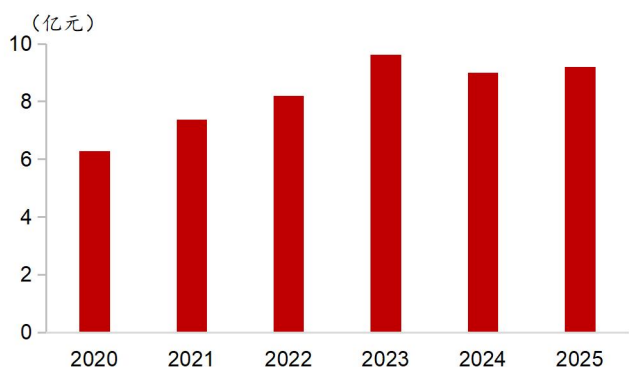
1) **眼科领域**，公司拥有抗过敏的盐酸氮卓斯汀滴眼液、抗炎的普拉洛芬滴眼液，环孢素滴眼液（III）为国内首个通过豁免临床研究获批上市的眼用纳米乳剂，成长空间广阔。多款化药滴眼液与复方血栓通系列产品联动，形成完善眼科产品矩阵，巩固行业竞争优势。

2) **消化领域**，公司深耕胃黏膜保护细分赛道，硫糖铝口服混悬液主打黏膜损伤修复，5ml:1g 袋装规格终端放量迅速；叠加内源性胃黏膜保护剂瑞巴派特片持续落地终端渠道，贡献业绩增量。

3) **呼吸领域**，产品矩阵羧甲司坦口服溶液（含无糖规格）、羧甲司坦片、盐酸氨溴索口服溶液等基础用药，协同头孢克肟分散片、众生丸、化痰消咳片等呼吸系统品种，持续拓宽终端市场。

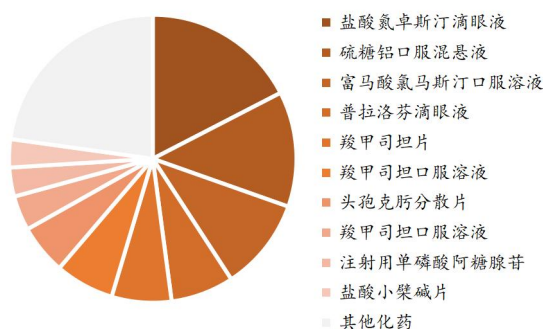
4) 公司持续推进仿制药一致性评价，夯实商业化基础。截至 2025 年年末，累计 33 个品规通过一致性评价（含视同），13 个品种中选国家药品集采及接续采购，有望为业绩稳健增长提供坚实保障。

图表 14：2020-2025 年公司化学药收入情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 15：2025 年公司在城市公立医院化药销售 TOP10 品种



资料来源：米内网，华源证券研究所

## 4. 创新药：聚焦代谢与呼吸，打开长期发展空间

公司创新药研发主要聚焦代谢与呼吸两大领域，目前公司已有 2 款一类创新药项目获批上市，多款管线正处于临床试验阶段，并探索布局具备差异化优势的早研管线。

图表 16：公司创新药管线布局

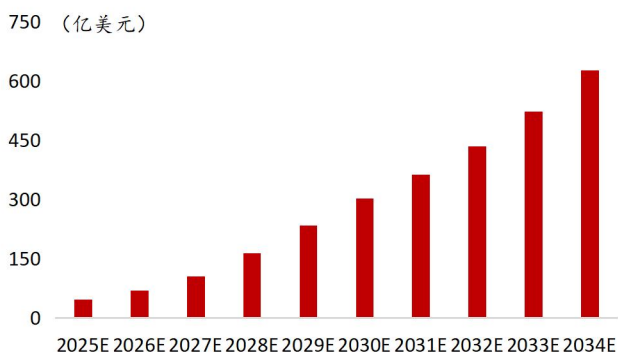
| 治疗领域   | 产品           | 商业权利 | 适应症                  | 药物发现 | 临床前研究 | 临床注册申请 | I期临床 | II期临床 | III期临床 | 获批上市 |
|--------|--------------|------|----------------------|------|-------|--------|------|-------|--------|------|
| 代谢性疾病  | RAY1225      | 全球   | 超重/肥胖                |      |       |        |      |       |        |      |
|        | RAY1225      | 全球   | 糖尿病                  |      |       |        |      |       |        |      |
|        | ZSP1601      | 全球   | 代谢功能障碍相关脂肪性肝炎        |      |       |        |      |       |        |      |
|        | RAY0221      | 全球   | 代谢功能障碍相关脂肪性肝炎、糖尿病、肥胖 |      |       |        |      |       |        |      |
| 治疗领域   | 产品           | 商业权利 | 适应症                  | 药物发现 | 临床前研究 | 临床注册申请 | I期临床 | II期临床 | III期临床 | 获批上市 |
| 呼吸系统疾病 | 来瑞特韦片 (乐睿灵®) | 全球   | 广谱抗病毒抗新冠病毒           |      |       |        |      |       |        |      |
|        | 昂拉地韦片 (安睿威®) | 全球   | 成人单纯性甲型流感的治疗         |      |       |        |      |       |        |      |
|        | 昂拉地韦片 (安睿威®) | 全球   | 12-17岁青少年甲型流感的治疗     |      |       |        |      |       |        |      |
|        | ZSP1273 颗粒   | 全球   | 儿童甲型流感的治疗和预防         |      |       |        |      |       |        |      |

资料来源：公司官网，华源证券研究所；注：截至 2026 年 7 月 8 日

#### 4.1. ZSP1601：差异化泛 PDE 机制，IIb 期数据验证 MASH 抗纤维化潜力

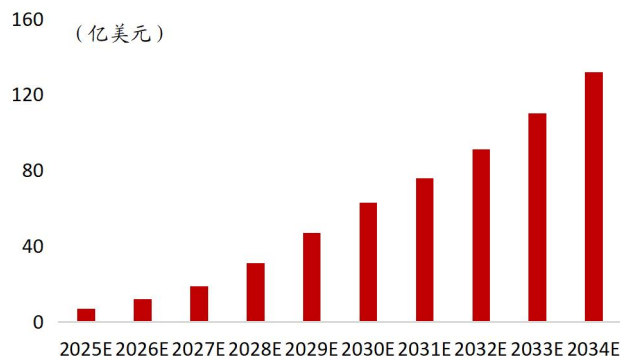
**全球及中国 MASH 药物市场有望进入快速扩容期。**根据弗若斯特沙利文预测,全球 MASH 药物市场规模将由 2024 年的 34 亿美元增长至 2029 年的 233 亿美元,并进一步增至 2034 年的 626 亿美元,2024—2029 年及 2029—2034 年 CAGR 分别为 47.0%和 21.9%。同期,中国市场规模预计由 5 亿美元增长至 47 亿美元,并于 2034 年达到 132 亿美元,对应 CAGR 分别为 55.7%和 23.1%,均高于全球市场增速。

图表 17：全球 MASH 药物市场规模预测



资料来源：弗若斯特沙利文，诚益生物招股书，华源证券研究所

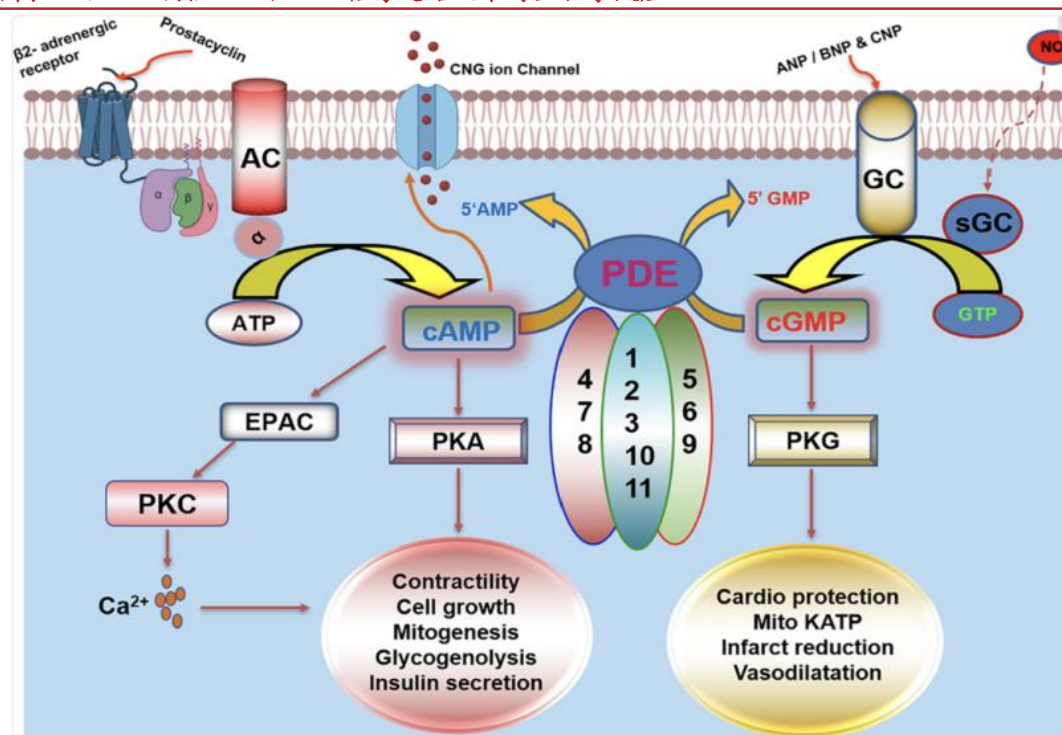
图表 18：中国 MASH 药物市场规模预测



资料来源：弗若斯特沙利文，诚益生物招股书，华源证券研究所

ZSP1601 片是众生睿创研发、国内首个获批临床用于治疗 MASH 的 1 类口服小分子创新药，是一种泛磷酸二酯酶（泛 PDE）抑制剂，具有全新作用机制和全球自主知识产权，属于 First-in-class 药物。

图表 19：PDE 调控 cAMP/cGMP 信号通路及下游生物学效应



资料来源：《Role of phosphodiesterase 1 in the pathophysiology of diseases and potential therapeutic opportunities》Arun Samidurai, et al., 华源证券研究所

ZSP1601 凭借泛 PDE 抑制机制形成差异化布局。全球 MASH 研发管线主要集中于 GLP-1R、THR-β、PPAR、FGF21 及 GLP-1R/GCGR 等靶点。目前，MASH 领域已有瑞司美替罗、司美格鲁肽以及赛格列扎获批上市。ZSP1601 目前已完成 IIb 期并计划推进关键性 III 期临床。

图表 20：全球 MASH/MASLD 竞争格局（除 ZSP1601 外仅筛选 III 期及以上的药物）

| MASH     |                          |                |      |          |          |
|----------|--------------------------|----------------|------|----------|----------|
| 药品名称     | 研发机构                     | 靶点             | 作用机制 | 中国最高研发阶段 | 全球最高研发阶段 |
| 司美格鲁肽    | 诺和诺德                     | GLP-1R         | 激动剂  | 申请上市     | 批准上市     |
| 瑞司美替罗    | Madrigal Pharmaceuticals | THR-β          | 激动剂  | I 期      | 批准上市     |
| 赛格列扎     | Zydus Lifesciences       | PPAR α / γ     | 激动剂  | —        | 批准上市     |
| 达格列净     | 阿斯利康/<br>百时美施贵宝          | SGLT2          | 抑制剂  | III 期    | III 期    |
| HSK31679 | 海思科                      | THR-β          | 激动剂  | III 期    | III 期    |
| 索非度肽     | 勃林格殷格翰                   | GLP-1R、GCGR    | 激动剂  | III 期    | III 期    |
| 拉尼兰诺     | 中国生物制药<br>/Inventiva/    | PPAR α / δ / γ | 激动剂  | III 期    | III 期    |

| Hepalys Pharma   |                    |                          |      |              |              |
|------------------|--------------------|--------------------------|------|--------------|--------------|
| efimosferminalfa | GSK                | FGF21                    | 类似物  | III 期        | III 期        |
| pegozafermin     | 罗氏<br>(收购 89bio)   | FGF21                    | 类似物  | III 期        | III 期        |
| 依鲁西夫明            | 诺和诺德<br>(收购 Akero) | FGF21                    | 融合蛋白 | ——           | III 期        |
| ZSP1601 片        | 众生药业               | 泛 PDE                    | 抑制剂  | IIb 期        | IIb 期        |
| MASLD            |                    |                          |      |              |              |
| 药品名称             | 研发机构               | 靶点                       | 作用机制 | 中国最高<br>研发阶段 | 全球最高<br>研发阶段 |
| 赛格列扎             | Zydus Lifesciences | PPAR $\alpha$ / $\gamma$ | 激动剂  | ——           | 批准上市         |
| 替尔泊肽/<br>瑞他鲁肽    | 礼来                 | GIPR、<br>GLP-1R          | 激动剂  | III 期        | III 期        |
| 玛仕度肽             | 礼来/信达生物            | GLP-1R、GCGR              | 激动剂  | III 期        | III 期        |

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

ZSP1601 的 IIb 期临床数据显示出明确的病理学应答及抗纤维化获益。本项目共入组 181 例经肝脏穿刺活组织检查评估病理学确诊的 MASH 参与者，随机分为 ZSP1601 50mgBID 组、100mgBID 组和安慰剂组，治疗 48 周。

1) 主要疗效终点：治疗 48 周后，ZSP1601 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 组和安慰剂组应答率分别为 64.9%、57.6%和 32.5%，较安慰剂组率差分别为 31.85%和 27.37%。

2) 病理学纤维化指标：治疗 48 周后，100mg 组在“纤维化改善  $\geq 1$  分且 MASH 无恶化”及“纤维化改善  $\geq 2$  分且 MASH 无恶化”两个关键纤维化改善指标上均取得具有统计学意义的获益，剔除安慰剂后的率差分别为 29.50%和 10.60%。

3) 肝脂及肝酶指标：MRI-PDFF 结果显示，100mg 组自第 12 周起肝脏脂肪含量降低幅度显著优于安慰剂组；治疗 48 周，100mg 组 MRI-PDFF 较基线相对下降  $\geq 50\%$  的参与者比例为 35.1%，安慰剂组为 0%。肝酶方面，治疗 48 周，100mg 组 ALT、AST、GGT 较基线分别降低 40.19、19.12、20.10U/L，均显著优于安慰剂组。

考虑到 ZSP1601 的 IIb 期数据主要疗效终点应答率显著优于安慰剂组，纤维化改善信号明确，且有逆转肝纤维化的潜力，公司已计划基于 IIb 期结果继续推进关键性 III 期临床；同时，公司持续重视海外市场机会，后续有望依托产品差异化机制及 IIb 期积极数据，进一步拓展潜在国际合作空间。

**图表 21：已上市 MASH 药物与 ZSP1601 的临床试验数据情况**

| 研发企业                | 诺和诺德                                                  | Madrigal                              | 众生药业                  |
|---------------------|-------------------------------------------------------|---------------------------------------|-----------------------|
| 药物名称                | 司美格鲁肽                                                 | 瑞司美替罗                                 | ZSP1601               |
| 试验名称/代号             | ESSENCE                                               | MAESTRO-NASH                          | CTR20223378           |
| 靶点/机制               | GLP-1 受体激动剂                                           | THR-β 激动剂                             | 泛 PDE 抑制剂             |
| 数据阶段                | III 期                                                 | III 期                                 | IIb 期                 |
| 周数                  | 72w                                                   | 52w                                   | 48w                   |
| 剂量                  | 皮下注射，每周 1 次，2.4mg                                     | 口服，每日 1 次，80/100mg                    | 口服，每日 2 次，50、100mg    |
| MASH 缓解且纤维化无恶化      | 2.4mg 组:62.9%<br>安慰剂组:34.3%                           | 80mg 组:26%<br>100mg 组:30%<br>安慰剂组:10% | —                     |
| 纤维化改善≥1 级且 MASH 未恶化 | 2.4mg 组 36.8%<br>安慰剂组为 22.4%<br>注：该终点为纤维化改善且 MASH 未恶化 | —                                     | 100mg 组较安慰剂组率差为 29.5% |
| 纤维化改善≥1 级且 NAS 未恶化  | —                                                     | 80mg 组 24%<br>100mg 组 26%<br>安慰剂组 14% | —                     |

资料来源：众生药业公告，Insight 数据库公众号，药明康德公众号，华源证券研究所

## 4.2. RAY1225 注射液：GLP-1/GIP 长效双靶点，国内授权齐鲁制药验证创新价值

RAY1225 是众生睿创研发的、具有全球自主知识产权的创新结构多肽药物。其具有 GLP-1 受体和 GIP 受体双重激动活性，能以葡萄糖依赖的方式促进胰岛素分泌和抑制胰高血糖素从而控制血糖，同时抑制胃排空，抑制食欲，降低体重，降低外周胰岛素抵抗，改善肝脏脂肪变性和气球样变等。RAY1225 采用专利钉合肽（stapled peptide）技术设计，该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，从而具备每两周注射一次的给药潜力。相较现有每周制剂，Q2W 方案每年可减少 26 次注射。RAY1225 以差异化的双周给药定位，有望改写 GLP-1 类药物的给药格局，为代谢疾病患者提供更友好的治疗选择。

**适应症布局方面**，RAY1225 已围绕肥胖/超重与 2 型糖尿病构建核心管线，国内肥胖/超重及 2 型糖尿病均处于 III 期临床；MASH 及 OSA 适应症在中国已获批临床，肥胖/超重适应症在美国已获批临床。

图表 22: RAY1225 适应症研发进展 (截至 2026 年 7 月 14 日)



资料来源: 医药魔方, 华源证券研究所

REBUILDING-1 的 II 期研究显示, RAY1225 在无糖尿病肥胖或超重成人中展现出较强且总体呈剂量依赖的减重效果。治疗 24 周后, 9mg 及以上剂量组均实现双位数减重, 体现出较强的减重潜力。

此外, RAY1225 18mg 组在 24 周治疗期内实现平均体重降幅达 21.18%, 且 100% 参与者体重下降超过 15%, 验证了 RAY1225 作为 GLP-1/GIP 双周制剂的强大减重潜力。

图表 23: RAY1225 治疗肥胖/超重适应症的 REBUILDING-1 II 期临床数据

| 药物名称                | RAY1225    |        |         |           |         |         |
|---------------------|------------|--------|---------|-----------|---------|---------|
| 剂量                  | 3mg        | 6mg    | 9mg     | 12mg      | 15mg    | 18mg    |
| 周数                  | 24w        |        |         |           |         |         |
| 给药方式                | Q2W (n=41) |        |         | Q2W (n=8) |         |         |
| 体重相对于基线的变化 (安慰剂调整后) | -6.77%     | -9.73% | -11.79% | -11.17%   | -11.97% | -18.22% |

资料来源: 医药魔方, 《RAY1225, a Biweekly Biased GLP-1/GIP RA for Weight Management: A Phase 2 Trial in Chinese Overweight/Obese Adults (REBUILDING-1)》Ji L, Yan L, Xu M, et al., 华源证券研究所

RAY1225 在 2 型糖尿病患者中展现出较强且呈剂量依赖的降糖效果。SHINING-1 II 期研究显示, 治疗 24 周后, 3mg、6mg 和 9mg 组 HbA1c 较基线分别下降的最小二乘均数为 1.68、2.06 和 2.16 个百分点, HbA1c < 7% 的达标率分别为 80.00%、89.47% 和 94.44%。非头对头比较下, RAY1225 6mg 及 9mg 组的多项降糖达标率数值上高于替尔泊肽 15mg 组。安全性方面, RAY1225 整体耐受性良好, 低血糖风险较低, 未发现新增安全性信号; 常见不良反应以轻度胃肠道事件为主, 发生率低于替尔泊肽 SURMOUNT-CN 及 SURPASS-AP-Combo 研究披露水平。

**图表 24：RAY1225 与替尔泊肽治疗 2 型糖尿病的临床数据对比（非头对头）**

| 试验名称                    | 药物名称    | 给药方式       | 治疗周期 | HbA1c 较基线变化 (LSmean) | HbA1c<7% | HbA1c≤6.5% | HbA1c<5.7% |
|-------------------------|---------|------------|------|----------------------|----------|------------|------------|
| SHINING-1 II 期          | RAY1225 | 3mg, 两周一次  | 24 周 | -1.68%               | 80%      | 60%        | 7.5%       |
|                         |         | 6mg, 两周一次  |      | -2.06%               | 89.47%   | 84.21%     | 31.58%     |
|                         |         | 9mg, 两周一次  |      | -2.16%               | 94.44%   | 88.89%     | 30.56%     |
| SURPASS-AP-Co mbo III 期 | 替尔泊肽    | 15mg, 每周一次 | 40 周 | —                    | 84.40%   | 75.00%     | 27.70%     |

资料来源：众生药业公告，华源证券研究所

2026 年 1 月 16 日，众生睿创将 RAY1225 在大中华区超重/肥胖及 2 型糖尿病适应症的独家生产与商业化权益授予齐鲁制药，交易对价为 2 亿元首付款、最高 8 亿元里程碑及双位数销售提成。众生睿创保留许可知识产权的全部权利、权属、权益及 MAH 资格，并继续主导国内临床开发。该合作有望借助齐鲁制药的产能及商业化渠道加快国内落地，同时保留后续海外授权和资产价值兑现空间。

**图表 25：RAY1225 许可交易概况**

| 交易时间       | 授权方        | 合作方  | 授权标的        | 交易金额                         | 授权区域及权益                                                                                                        |
|------------|------------|------|-------------|------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2026 年 1 月 | 众生药业（众生睿创） | 齐鲁制药 | RAY1225 注射液 | 2 亿元首付款+最高 8 亿元里程碑，另享双位数销售提成 | 齐鲁制药获得 RAY1225 在中国地区（包括中国大陆、香港、澳门、台湾）针对超重/肥胖及 2 型糖尿病适应症的独家生产与商业化权益。众生睿创保留许可知识产权的全部权利、权属、权益及 MAH 资格，并继续主导国内临床开发 |

资料来源：众生药业公告，华源证券研究所

### 4.3. 昂拉地韦：甲流创新药纳入医保，适应症拓展助力放量

**流感患者基数庞大，抗病毒药物需求旺盛。**流行性感冒是由流感病毒引起的急性呼吸道传染病，具有季节性强、传播快及发病高等特点，其中甲型和乙型流感病毒是引发人群季节性流行的主要病原。

**昂拉地韦片（安睿威）**为公司研发的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，具备快速、强效及低耐药等特点。2025 年 5 月获批上市并纳入国家医保目录，差异化机制叠加医保准入有望推动产品加速放量。适应症布局方面，昂拉地韦已形成覆盖成人、青少年及儿童的全人群布局。成人片剂于 2025 年 5 月获 NMPA 批准上市并纳入医保；12~17 岁青少年片剂适应症补充申请已获 NMPA 受理；2~11 岁儿童颗粒剂均已获 NMPA 受理。

图表 26：昂拉地韦剂型以及适应症布局情况

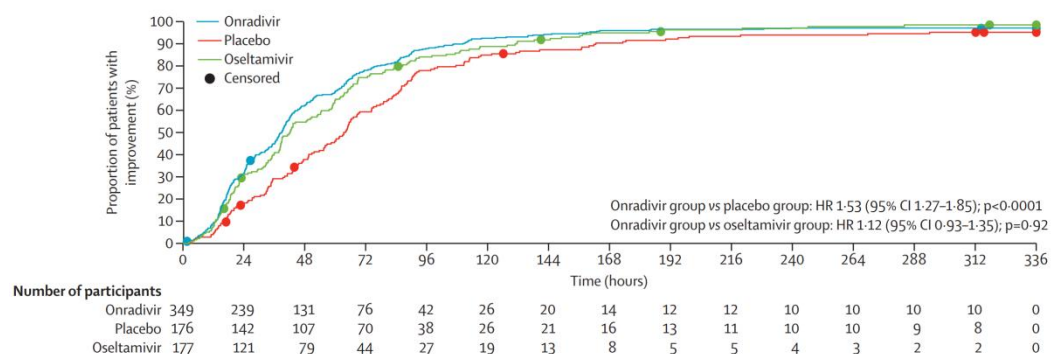
| 药物/剂型          | 适应症人群      | 适应症        | 临床/注册进展                                       |
|----------------|------------|------------|-----------------------------------------------|
| 昂拉地韦片<br>(安睿威) | 成人         | 成人甲型流感     | 2025 年 5 月获 NMPA 批准上市，并纳入 2025 年版《国家医保目录》乙类范围 |
|                | 12~17 岁青少年 | 青少年单纯性甲型流感 | III 期临床获得积极顶线数据，适应症补充申请已获 NMPA 受理             |
| 昂拉地韦颗粒         | 2~11 岁儿童   | 儿童单纯性甲型流感  | III 期临床均获得积极顶线数据，新药上市申请已获 NMPA 受理             |

资料来源：众生药业公告，华源证券研究所

昂拉地韦展现出快速缓解症状与较强抗病毒活性。III 期研究显示，其中位流感症状缓解时间（TTAS）为 38.83 小时，较安慰剂组缩短 24.52 小时（ $P<0.0001$ ）；同时可显著缩短病毒 RNA 持续检出时间，与奥司他韦相似且优于安慰剂。安全性整体可控，主要不良反应为短暂的 1~2 级腹泻，多数可自行缓解。

2025 年，昂拉地韦片获得《中国流感治疗与药物预防临床实践指南》《成人流行性感冒诊疗规范急诊专家共识》《抗流行性感冒病毒药物合理使用专家共识》《流感联合抗病毒治疗中国专家共识》等指南、专家共识推荐，新增多部临床教材录用，成为流感治疗的重要选择。

图表 27：昂拉地韦 III 期研究七项流感症状缓解时间分布



资料来源：《Efficacy and safety of onradivir in adults with acute uncomplicated influenza A infection in China: a multicentre, double-blind, randomised, placebo-controlled and oseltamivir-controlled, phase 3 trial》Zifeng Yang, et al., 华源证券研究所

来瑞特韦片为公司自主研发、拥有全球自主知识产权的拟肽类 3CL 单药抗新冠一类创新药，通过抑制新冠病毒 3CL 蛋白酶阻断病毒复制。产品于 2023 年 3 月获 NMPA 附条件批准上市，用于治疗轻中度新型冠状病毒感染成年患者，并已纳入 2025 年版国家医保目录乙类。2024—2025 年，来瑞特韦片先后获得多项抗新冠药物临床应用专家共识推荐，其疗效及安全性得到进一步认可，尤其适用于老年人及肝肾功能不全等特殊人群，且肝肾功能不全患者无需调整剂量，具备较好的临床应用便利性。

## 5. 盈利预测与评级

### 5.1. 盈利预测

**1) 中成药：**公司中成药板块为传统核心业务，具备较强品牌基础和渠道沉淀。考虑到2025年该板块收入基本企稳，预计后续在复方血栓通、脑栓通、众生系列等核心品种带动下恢复温和增长。我们假设2026-2028年中成药收入增速分别为1.0%/3.5%/2.7%，对应收入分别为13.35/13.82/14.20亿元；毛利率分别为70.0%/70.0%/70.0%。

**2) 化学药：**公司化学药业务覆盖抗感染、心脑血管、消化等领域，2025年收入恢复至9.20亿元，后续有望受益于成熟品种及昂拉地韦商业化放量。我们假设2026-2028年化学药收入增速分别为1.0%/8.0%/10.0%，对应收入分别为9.29/10.04/11.04亿元；毛利率分别为49.0%/51.0%/52.0%。

**3) 中药材及中药饮片销售：**我们预计未来保持平稳增长。我们假设2026-2028年中药材及中药饮片销售收入增速分别为5.0%/7.0%/8.0%，对应收入分别为2.17/2.33/2.51亿元；毛利率分别为9.0%/9.0%/9.0%。

**4) 原料药及中间体：**整体收入体量较小，我们假设2026-2028年原料药及中间体收入增速分别为5.0%/5.0%/5.0%，对应收入分别为0.61/0.64/0.67亿元；毛利率分别为50.5%/50.5%/50.5%。

### 5.2. 估值

我们预计公司2026-2028年营业收入分别为25.58/26.98/28.58亿元，同比增速分别为1.41%/5.47%/5.91%；归母净利润分别为2.69/3.00/3.18亿元，同比增速分别为-2.57%/11.56%/6.05%；当前股价对应PE分别为86/77/72倍。我们选取天士力、以岭药业、泰恩康、海思科为可比公司，考虑到公司中药与成熟化药业务构筑利润基本盘，MASH创新药ZSP1601具备较强抗纤维化信号及出海潜力，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 28：可比公司估值表

| 股票代码      | 公司简称 | 市值（亿元）    | 归母净利润（亿元） |       |       |       | PE    |       |  |
|-----------|------|-----------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
|           |      | 2026/7/21 | 2026E     | 2027E | 2028E | 2026E | 2027E | 2028E |  |
| 600535.SH | 天士力  | 238       | 12.7      | 14.5  | 16.7  | 19    | 16    | 14    |  |
| 002603.SZ | 以岭药业 | 288       | 15.0      | 17.4  | 20.3  | 19    | 17    | 14    |  |
| 301263.SZ | 泰恩康  | 99        | 1.9       | 4.2   | 7.4   | 53    | 24    | 13    |  |
| 002653.SZ | 海思科  | 801       | 9.6       | 8.0   | 10.4  | 83    | 100   | 77    |  |
|           | 平均值  |           |           |       |       | 44    | 39    | 30    |  |
| 002317.SZ | 众生药业 | 230       | 2.69      | 3.00  | 3.18  | 86    | 77    | 72    |  |

资料来源：ifind，华源证券研究所。注：可比公司的归母净利润盈利预测来自 ifind 一致预期，众生药业盈利预测来自华源证券研究所

## 6. 风险提示

**研发创新失败风险：**公司创新药研发平台产品或面临研发创新失败、进度不及预期等风险。若 ZSP1601 临床 III 期研发进度或疗效不及预期，或 RAY1225 临床 III 期结果不及预期，可能影响产品注册进度。

**创新药销售放量不及预期风险：**昂拉地韦成人甲型流感适应症已获批上市并纳入医保，若流感季强度低于预期或终端推广不及预期，可能导致昂拉地韦销售放量节奏慢于预期。

**行业政策风险：**尽管公司存量核心产品多数已纳入集采，但其余产品未来仍面临因集采导致的价格下调风险。公司业务涉及中成药和化学药，均可能受到医保谈判、集采等政策影响，可能压缩公司产品市场空间及盈利能力。

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表（百万元）**

| 会计年度             | 2025         | 2026E        | 2027E        | 2028E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金             | 985          | 1,207        | 1,500        | 1,804        |
| 应收票据及账款          | 1,222        | 1,078        | 1,137        | 1,204        |
| 预付账款             | 76           | 83           | 88           | 93           |
| 其他应收款            | 10           | 15           | 15           | 16           |
| 存货               | 365          | 465          | 485          | 513          |
| 其他流动资产           | 385          | 411          | 428          | 447          |
| <b>流动资产总计</b>    | <b>3,044</b> | <b>3,260</b> | <b>3,653</b> | <b>4,078</b> |
| 长期股权投资           | 2            | 4            | 5            | 6            |
| 固定资产             | 651          | 601          | 551          | 500          |
| 在建工程             | 151          | 130          | 108          | 85           |
| 无形资产             | 504          | 513          | 527          | 540          |
| 长期待摊费用           | 1            | 0            | 0            | 0            |
| 其他非流动资产          | 777          | 709          | 640          | 567          |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>2,086</b> | <b>1,957</b> | <b>1,831</b> | <b>1,698</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>5,130</b> | <b>5,216</b> | <b>5,484</b> | <b>5,776</b> |
| 短期借款             | 319          | 0            | 0            | 0            |
| 应付票据及账款          | 118          | 106          | 111          | 118          |
| 其他流动负债           | 282          | 483          | 505          | 535          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>718</b>   | <b>590</b>   | <b>616</b>   | <b>652</b>   |
| 长期借款             | 6            | 4            | 3            | 2            |
| 其他非流动负债          | 255          | 255          | 255          | 255          |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>261</b>   | <b>260</b>   | <b>259</b>   | <b>258</b>   |
| <b>负债合计</b>      | <b>980</b>   | <b>849</b>   | <b>875</b>   | <b>910</b>   |
| 股本               | 850          | 850          | 850          | 850          |
| 资本公积             | 1,816        | 1,816        | 1,816        | 1,816        |
| 留存收益             | 1,392        | 1,599        | 1,829        | 2,074        |
| 归属母公司权益          | 4,058        | 4,265        | 4,496        | 4,740        |
| 少数股东权益           | 92           | 102          | 114          | 126          |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>4,150</b> | <b>4,367</b> | <b>4,609</b> | <b>4,866</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>5,130</b> | <b>5,216</b> | <b>5,484</b> | <b>5,776</b> |

**现金流量表（百万元）**

| 会计年度            | 2025        | 2026E       | 2027E      | 2028E      |
|-----------------|-------------|-------------|------------|------------|
| 税后经营利润          | 267         | 224         | 257        | 277        |
| 折旧与摊销           | 126         | 145         | 152        | 160        |
| 财务费用            | -5          | 3           | -5         | -6         |
| 投资损失            | -17         | -22         | -22        | -22        |
| 营运资金变动          | -176        | 196         | -74        | -85        |
| 其他经营现金流         | 110         | 48          | 47         | 46         |
| <b>经营性现金净流量</b> | <b>305</b>  | <b>595</b>  | <b>356</b> | <b>370</b> |
| <b>投资性现金净流量</b> | <b>46</b>   | <b>13</b>   | <b>3</b>   | <b>3</b>   |
| <b>筹资性现金净流量</b> | <b>-736</b> | <b>-385</b> | <b>-66</b> | <b>-69</b> |
| <b>现金流量净额</b>   | <b>-384</b> | <b>222</b>  | <b>293</b> | <b>305</b> |

**利润表（百万元）**

| 会计年度              | 2025         | 2026E        | 2027E        | 2028E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>2,523</b> | <b>2,558</b> | <b>2,698</b> | <b>2,858</b> |
| <b>营业成本</b>       | <b>1,107</b> | <b>1,144</b> | <b>1,193</b> | <b>1,263</b> |
| 税金及附加             | 20           | 22           | 24           | 25           |
| 销售费用              | 870          | 903          | 953          | 1,009        |
| 管理费用              | 143          | 143          | 151          | 157          |
| 研发费用              | 91           | 102          | 108          | 114          |
| 财务费用              | -5           | 3            | -5           | -6           |
| 资产减值损失            | -23          | -3           | -3           | -3           |
| 信用减值损失            | -8           | -5           | -5           | -5           |
| 其他经营损益            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 投资收益              | 17           | 22           | 22           | 22           |
| 公允价值变动损益          | -19          | 0            | 0            | 0            |
| 资产处置收益            | 6            | 9            | 9            | 9            |
| 其他收益              | 29           | 25           | 25           | 25           |
| <b>营业利润</b>       | <b>298</b>   | <b>289</b>   | <b>323</b>   | <b>344</b>   |
| 营业外收入             | 1            | 1            | 1            | 1            |
| 营业外支出             | 3            | 0            | 1            | 2            |
| 其他非经营损益           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>利润总额</b>       | <b>297</b>   | <b>289</b>   | <b>323</b>   | <b>342</b>   |
| 所得税               | 30           | 10           | 11           | 12           |
| <b>净利润</b>        | <b>267</b>   | <b>279</b>   | <b>311</b>   | <b>330</b>   |
| 少数股东损益            | -9           | 10           | 12           | 12           |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>276</b>   | <b>269</b>   | <b>300</b>   | <b>318</b>   |
| EPS(元)            | 0.32         | 0.32         | 0.35         | 0.37         |

**主要财务比率**

| 会计年度        | 2025    | 2026E  | 2027E   | 2028E  |
|-------------|---------|--------|---------|--------|
| <b>成长能力</b> |         |        |         |        |
| 营收增长率       | 2.24%   | 1.41%  | 5.47%   | 5.91%  |
| 营业利润增长率     | 206.55% | -3.28% | 11.94%  | 6.35%  |
| 归母净利润增长率    | 192.18% | -2.57% | 11.56%  | 6.05%  |
| 经营现金流增长率    | -9.66%  | 94.88% | -40.19% | 4.14%  |
| <b>盈利能力</b> |         |        |         |        |
| 毛利率         | 56.12%  | 55.27% | 55.77%  | 55.81% |
| 净利率         | 10.57%  | 10.91% | 11.54%  | 11.56% |
| ROE         | 6.80%   | 6.30%  | 6.67%   | 6.71%  |
| ROA         | 5.38%   | 5.15%  | 5.47%   | 5.50%  |
| <b>估值倍数</b> |         |        |         |        |
| P/E         | 83.44   | 85.64  | 76.76   | 72.39  |
| P/S         | 9.12    | 8.99   | 8.53    | 8.05   |
| P/B         | 5.67    | 5.39   | 5.12    | 4.85   |
| 股息率         | 0.74%   | 0.27%  | 0.30%   | 0.32%  |
| EV/EBITDA   | 37      | 50     | 46      | 43     |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。