

众生药业 (002317.SZ)

创新药布局厚积薄发，转型成功曙光已现

众生药业是国内老牌中药企业，在主业发展同时，公司积极谋求转型，虽然 2015 年化药普药并购扩张的探索在 2020 年形成大额商誉减值，但 2018 年布局的创新药平台推进顺利，目前已即将进入收获期；叠加中药政策周期到来，主业回暖，公司有望在近两年进入转型成功后的新时代。

创新药管线丰富，众生睿创价值有望持续提升。 众生睿创是公司旗下创新药研究平台，成立于 2018 年 10 月，聚焦于研发流感、禽流感、特发性肺纤维化和 NASH 等重大疾患的全新疗法；众生睿创于 2020 年底完成 B 轮融资，投后估值 27.8 亿元，公司持股 62.51%。目前有 6 个创新药处于临床试验阶段，其中，国内首个治疗、预防甲型流感和人患禽流感的 RNA 聚合酶抑制剂 ZSP1273 和首个获批临床治疗 NASH 的创新药物 ZSP1601 和已经分别处于临床 III 期、II 期。ZSP1273 是针对甲型流感的潜在 Best-in-Class 药物，我们预期在 2023 年提交 NDA，未来有望成为抗流感市场 20 亿级别全新大单品。ZSP1601 片是具有全新作用机制的用于治疗 NASH 的一类创新药物，属于 First-in-class 药物，我们预计销售峰值有望达 15 亿。此外，新冠 3CL 蛋白酶抑制剂 RAY1216 的 I 期临床试验已发布阶段性结果，试验完全达到预期试验目的，并为即将开展的 II/III 期临床试验提供了充分的依据，在新冠小分子药 3CL 蛋白酶抑制剂方向进展居于前列；如果项目顺利，后续 II/III 期临床有望在 2023 年完成，并提交 NDA。

主业稳健，中药迎来发展新契机，疫情后业绩迅速反弹。 目前公司已形成收入和利润贡献的业务中，中成药和化药是两大核心，中药毛利占比约 75%，化药毛利占比约 23%。心脑血管类产品复方血栓通系列、脑栓通胶囊是公司中药核心产品；在疫情影响逐步消除、中药政策支持效果显现下，2021 年中成药恢复迅速，实现营收 15.61 亿元，同比+34.45%，创近年新高。2021 年，公司整体实现营收 24.29 亿元，同比+28.13%，归母净利润 2.78 亿元，同比+165.08%。2022Q1，公司营收 6.76 亿元，同比+9.73%，归母净利润 0.75 亿元，同比+31.41%，继续保持恢复趋势。

激励有望带动公司加速成长。 2022 年 2 月，公司接连发布股票激励计划和员工持股计划，价格均为 5.58 元/股，总规模 1154 万股，占比 1.42%，对象为公司董监高、中层及业务骨干。22-24 年解锁要求为以 21 年为基数，22 年营收增速不低于 10%或净利润增速不低 12%，23 年营收增速不低于 21%或利润增速不低于 25%，24 年营收增速不低于 33%或利润增速不低于 40%。

盈利预测： 预计 2022-2024 年，公司归母净利润分别为 3.47 亿元、4.21 亿元、5.04 亿元，同比增长分别为 25.1%、21.2%、19.8%，对应 PE 35/28/24X；对公司进行分部估值，中成药、化药、其他板块采用可比公司估值，创新药板块采用 DCF 估值，测算得公司 2022-2024 年合理市值分别为 152.01 亿元、177.14 亿元、187.92 亿元，相比当前市场存在一定提升空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示： 临床试验进展不及预期风险；创新药研发失败风险；中成药销售不及预期风险。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,896	2,429	2,769	3,199	3,625
增长率 yoy (%)	-25.1	28.1	14.0	15.5	13.3
归母净利润(百万元)	-427	278	347	421	504
增长率 yoy (%)	-234.3	-165.1	25.1	21.2	19.8
EPS 最新摊薄(元/股)	-0.52	0.34	0.43	0.52	0.62
净资产收益率 (%)	-12.0	7.8	9.3	10.5	11.7
P/E (倍)	-28.1	43.1	34.5	28.4	23.7
P/B (倍)	3.4	3.4	3.3	3.1	2.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 3 日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	中药
8月3日收盘价(元)	14.70
总市值(百万元)	11,972.14
总股本(百万股)	814.43
其中自由流通股(%)	86.84
30日日均成交量(百万股)	27.27

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjy@gszq.com

分析师 杨春雨

执业证书编号: S0680520080004

邮箱: yangchunyu@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3133	2672	3030	3330	3626
现金	1324	1016	1297	1498	1697
应收票据及应收账款	956	792	791	850	876
其他应收款	5	4	6	6	8
预付账款	95	98	122	132	156
存货	404	452	506	536	580
其他流动资产	351	309	309	309	309
非流动资产	1643	2230	2289	2358	2390
长期投资	78	78	77	77	76
固定资产	535	539	577	627	662
无形资产	584	641	662	683	683
其他非流动资产	446	973	972	971	968
资产总计	4776	4902	5319	5688	6016
流动负债	820	524	816	986	1035
短期借款	481	190	359	532	507
应付票据及应付账款	89	107	120	139	152
其他流动负债	250	228	337	315	376
非流动负债	330	840	783	727	666
长期借款	225	308	251	195	134
其他非流动负债	105	532	532	532	532
负债合计	1150	1364	1599	1713	1701
少数股东权益	102	62	60	57	56
股本	814	814	814	814	814
资本公积	1466	1321	1321	1321	1321
留存收益	1327	1444	1586	1759	1967
归属母公司股东权益	3525	3476	3660	3918	4260
负债和股东权益	4776	4902	5319	5688	6016

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	139	623	460	452	636
净利润	-434	275	345	418	503
折旧摊销	99	95	87	100	114
财务费用	9	48	53	58	63
投资损失	-100	-21	-21	-21	-21
营运资金变动	-225	150	-5	-103	-23
其他经营现金流	791	75	1	1	1
投资活动现金流	204	-685	-125	-149	-126
资本支出	154	214	59	70	33
长期投资	137	-477	1	1	1
其他投资现金流	496	-948	-65	-79	-92
筹资活动现金流	159	-244	-224	-275	-286
短期借款	-68	-291	0	0	0
长期借款	-10	83	-57	-56	-61
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	33	-144	0	0	0
其他筹资现金流	204	108	-167	-219	-225
现金净增加额	503	-307	111	29	224

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1896	2429	2769	3199	3625
营业成本	657	807	934	1068	1200
营业税金及附加	17	24	27	32	36
营业费用	722	941	1072	1239	1397
管理费用	130	146	174	198	217
研发费用	114	137	164	186	200
财务费用	9	48	53	58	63
资产减值损失	-847	-7	-8	-9	-11
其他收益	25	25	20	27	27
公允价值变动收益	138	-67	0	0	0
投资净收益	100	21	21	21	21
资产处置收益	1	-1	-1	-1	-1
营业利润	-324	313	392	475	570
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	22	5	5	5	5
利润总额	-345	309	388	471	567
所得税	89	35	44	53	64
净利润	-434	275	345	418	503
少数股东损益	-8	-3	-3	-3	-2
归属母公司净利润	-427	278	347	421	504
EBITDA	-242	406	466	564	669
EPS (元/股)	-0.52	0.34	0.43	0.52	0.62

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	-25.1	28.1	14.0	15.5	13.3
营业利润 (%)	-185.2	196.4	25.2	21.2	20.1
归属母公司净利润 (%)	-234.3	-165.1	25.1	21.2	19.8
获利能力					
毛利率 (%)	65.3	66.8	66.3	66.6	66.9
净利率 (%)	-22.5	11.4	12.5	13.2	13.9
ROE (%)	-12.0	7.8	9.3	10.5	11.7
ROIC (%)	-10.0	6.2	7.0	7.9	9.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	24.1	27.8	30.1	30.1	28.3
净负债比率 (%)	-15.7	-0.9	-4.1	-5.9	-12.0
流动比率	3.8	5.1	3.7	3.4	3.5
速动比率	3.2	3.9	2.9	2.6	2.7
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	1.7	2.8	3.5	3.9	4.2
应付账款周转率	7.4	8.3	8.3	8.3	8.3
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-0.52	0.34	0.43	0.52	0.62
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.17	0.76	0.56	0.56	0.78
每股净资产 (最新摊薄)	4.33	4.27	4.49	4.81	5.23
估值比率					
P/E	-28.1	43.1	34.5	28.4	23.7
P/B	3.4	3.4	3.3	3.1	2.8
EV/EBITDA	-46.3	29.0	25.0	20.5	16.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 3 日收盘价

内容目录

一、众生药业：以中药为核心，多领域创新发展	5
1.1 保持中药优势，战略转型创新药	5
1.2 股权结构稳定，覆盖领域众多	5
1.3 产品集群增强抗风险能力，主营业务快速恢复	6
二、中成药为核心主业，化药协同发展	8
2.1 中成药慢病治疗优势突出，有望持续放量	8
2.1.1 复方血栓通系列：临床价值高，市场拓展空间大	10
2.1.2 脑栓通胶囊：持续保持增长态势，渗透率有望提高	12
2.2 化药逐步恢复稳健增长	13
三、创新药管线丰富，众生睿创价值有望持续提升	15
3.1 抗流感市场增长，新药 ZSP1273 具备同类最优潜力	16
3.2 全面布局非酒精脂肪肝炎领域，ZSP1601 位于研发第一梯队	19
3.3 新冠药物选择 3CL 蛋白酶抑制剂方向，RAY1216 临床持续推进	23
3.4 呼吸类、抗肿瘤类药物进展顺利，持续发展优势明显	25
四、盈利预测与估值	26
4.1 盈利预测及关键假设	26
4.2 估值与结论	27
五、风险提示	28

图表目录

图表 1: 众生药业发展历程	5
图表 2: 众生药业股权结构	6
图表 3: 众生药业收入（百万元）及增速	7
图表 4: 众生药业归母净利润（百万元）及增速	7
图表 5: 众生药业各板块收入（百万元）及主要板块占比	7
图表 6: 众生药业各板块毛利（百万元）及主要板块占比	7
图表 7: 众生药业毛利率及净利率水平	7
图表 8: 众生药业研发费用及各项费用率水平	7
图表 9: 中成药收入（百万元）及增速	8
图表 10: 中成药毛利率、利润（百万元）及增速	8
图表 11: 众生药业中成药板块主要产品介绍	8
图表 12: 众生药业复方血栓通系列产品及主要成份	10
图表 13: 复方血栓通系列产品眼心脑同治，临床应用广泛	11
图表 14: 众生药业复方血栓通胶囊样本医院销售额（万元）	11
图表 15: 脑栓通胶囊基于“毒损脑络”的治疗机理	12
图表 16: 众生药业脑栓通胶囊样本医院销售额（万元）	12
图表 17: 化学药收入（百万元）及增速	13
图表 18: 化学药毛利率、利润（百万元）及增速	13
图表 19: 众生药业化学药板块主要产品及其特色	14
图表 20: 公司旗下创新药平台众生睿创发展历程	15
图表 21: 公司旗下创新药平台众生睿创主要产品管线	16
图表 22: 近年来中国流感发病人数及死亡人数	17
图表 23: 2019-2022 年度南方省份哨点医院报告的流感样病例（%）	17

图表 24: 东阳光药奥司他韦销售额及增速	18
图表 25: 样本医院磷酸奥司他韦胶囊销售额及增速	18
图表 26: 样本医院磷酸奥司他韦颗粒销售额及增速	18
图表 27: ZSP1273 片市场销售预测	19
图表 28: 非酒精性脂肪肝炎 (NASH) 致病机制	19
图表 29: 非酒精性肝病类演化图谱	20
图表 30: 中美欧日肝病流行病学比较	20
图表 31: 部分国内外进入临床开发阶段的在研 NASH 创新药	20
图表 34: 公司已布局 NASH 药物作用机制及研究进展	22
图表 33: ZSP1601 片市场销售预测	22
图表 34: 新冠病毒生命周期及主要药物作用机理	23
图表 35: 部分国内新冠药靶点及研发进展	24
图表 36: RAY1216 市场销售预测	24
图表 37: 特发性肺纤维化与正常情况的对比	25
图表 38: 众生药业抗肿瘤产品管线	25
图表 39: 众生药业收入拆分及盈利预测	26
图表 40: 可比公司 PE	27
图表 41: 众生药业分部估值	27

一、众生药业：以中药为核心，多领域创新发展

1.1 保持中药优势，战略转型创新药

众生药业从**1979年**的石龙制药厂及随后建立的华南制药厂起步，于**2009年12月11日**在深圳正式步入资本市场。公司原有的中药积累深厚，众生丸、清热祛湿冲剂等产品让“众生牌”、“华南牌”深入人心，为公司早期发展奠定了基础。而后公司加大新产品的开发力度，产学研模式下开发了复方血栓通胶囊、脑栓通胶囊等核心产品，使得公司中药优势进一步加深。于**2009年**上市后，公司进一步提升了科技创新的战略高度，开始与国内科研院所及药明康德等科研企业展开合作，布局化学及生物创新药领域，是国内较早向创新药方向转型的企业。

图表 1: 众生药业发展历程

时间	事件
1979年	从石龙制药厂及随后建立的华南制药厂起步
1992年	与北京中医药大学签署合作开发脑栓通胶囊的协议，开始了产学研合作之路
1997年	旗下复方血栓通胶囊获得国家重点新产品证书
1998年	更名为广东众生制药厂
2001年	众生制药厂改制设立了广东众生药业股份有限公司
2002年	与中山大学共同开展复方血栓通制剂指纹图谱技术研究
2009年	众生药业在深圳中小企业板上市
2010年	众生药业的研发方向主要转向创新药，主打小分子化合物
2015年	与国际著名、技术领先的CRO药明康德建立战略合作关系
2018年	以肝病及呼吸领域的5个创新药研发项目作价成立了控股子公司——广东众生睿创生物科技有限公司
2019年	与爱尔眼科签署战略合作框架协议，围绕眼科药物和医疗服务开展合作
2022年	众生睿创旗下RAY1216片（口服型抗新型冠状病毒3CL蛋白酶抑制剂）获批临床

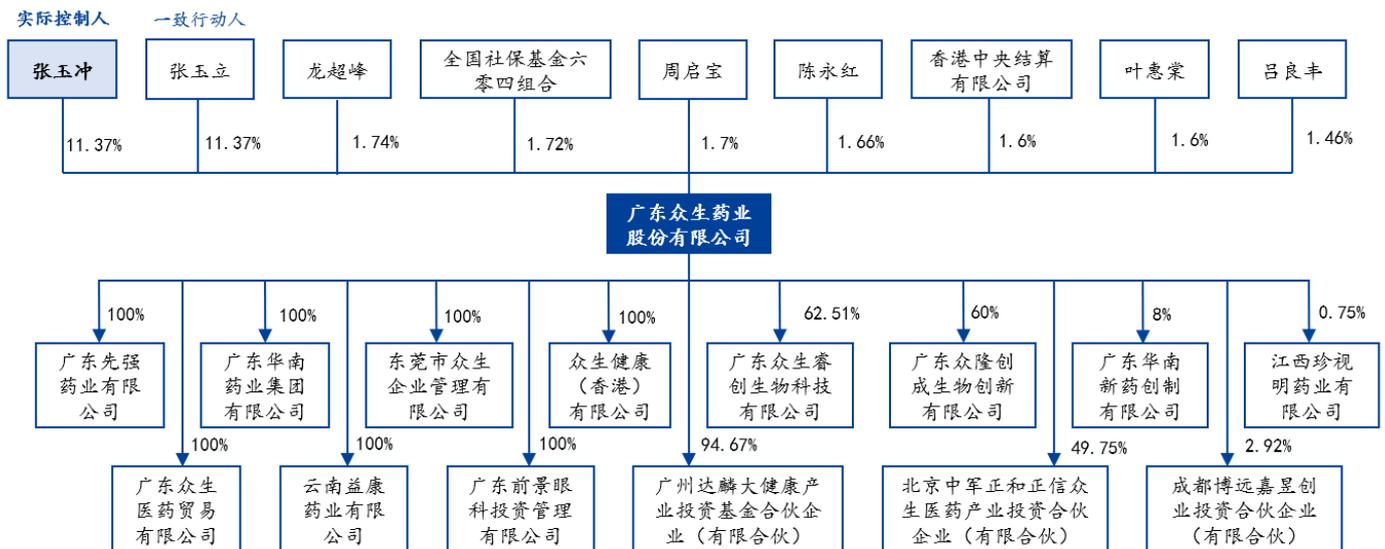
资料来源：公司官网，公司公告，国盛证券研究所

1.2 股权结构稳定，覆盖领域众多

公司股权结构相对分散的民营企业，实际控制人为张玉冲女士。目前公司前五大股东分别为张玉冲、张玉立、龙超峰、全国社保基金六零四组合和周启宝，持股比例分别为11.37%、11.37%、1.74%、1.72%和1.70%。张玉立与张玉冲为一致行动人，表决权全部由张玉冲享有，即张玉冲拥有22.75%的表决权，为公司控股股东、实际控制人。张玉冲女士参与公司管理事务，现任公司副董事长、高级副总裁，广东众生医药贸易有限公司执行董事，广东众生睿创生物科技有限公司董事，东莞市众生企业管理有限公司执行董事，东莞市华弘贸易有限公司董事，广东华南新药创制有限公司董事、广东逸舒制药股份有限公司董事。

公司覆盖领域广泛，相关子公司众多。公司母公司主要承担核心中成药业务；全资子公司华南药业、先强药业主要承担药品生产制造（化药）；全资子公司益康药业主要承担中药饮片制造及中药材贸易；全资子公司众生医药贸易主要承担医药及医疗器械的销售流通；全资子公司前景眼科负责眼科业务；控股子公司众生睿创是公司的创新药研发平台，于2018年由肝病及呼吸领域的5个创新药项目作价成立，公司直接持有其62.51%的股份。

图表 2: 众生药业股权结构



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (截至 2022Q1)

股权激励保证公司后续增长。2022年2月,公司发布股票激励计划和员工持股计划。2022年限制性股票激励计划(草案),拟授予的限制性股票 584 万股,约占股本总额 81446.11 万股的 0.72%;授予价格为 5.58 元/股;激励对象包括在公司任职的中层管理人员、核心技术及业务骨干 79 人。2022 年员工持股计划(草案),计划规模不超过 570 万股,占公司总股本的 0.70%,购买价格为 5.58 元/股,参加对象为对公司整体业绩和中长期发展具有重要作用和影响的公司董事(不含独立董事)、监事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术及业务骨干,参加本员工持股计划的员工总人数不超过 25 人,其中董事(不含独立董事)、监事、高级管理人员为 9 人。

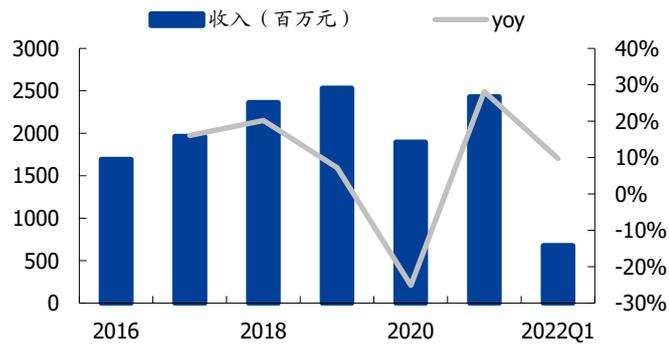
按照业绩考核目标, 1) 以 2021 年为基数,公司 2022 年营业收入增长率不低于 10%或者 2022 年净利润增长率不低于 12%; 2) 以 2021 年为基数,公司 2023 年营业收入增长率不低于 21%或者 2023 年净利润增长率不低于 25%; 3) 以 2021 年为基数,2024 年营业收入增长率不低于 33%或者 2024 年净利润增长率不低于 40%。

本次激励和持股计划发布,一方面增强核心人员的在经营管理和业务发展层面的驱动力,有助于推动公司长久持续发展,另一方也从考核层面框定了公司的业绩底线。

1.3 产品集群增强抗风险能力, 主营业务快速恢复

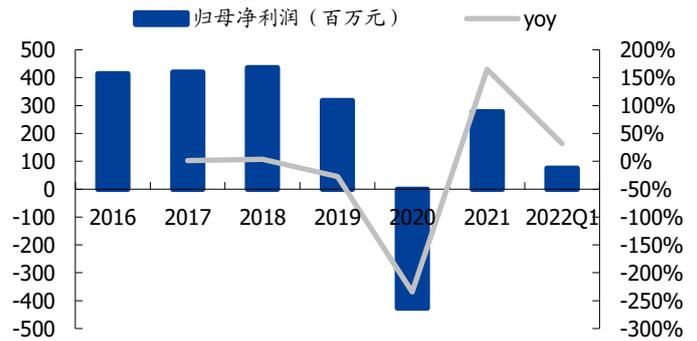
公司产品集群优势凸显, 收入、利润持续反弹。2016-2019 年,公司营收稳定增长,2020 年受疫情冲击营收有所下降,但公司产品集群优势逐渐显现,2021 年至今收入端及利润端强势反弹。2021 年,公司实现营收 24.29 亿元,同比增长 28.13%,归母净利润 2.78 亿元,同比增长 165.08%。2022Q1,公司实现营收 6.76 亿元,同比增长 9.73%,归母净利润 0.75 亿元,同比增长 31.41%,克服疫情影响保持恢复趋势。

图表3: 众生药业收入(百万元)及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

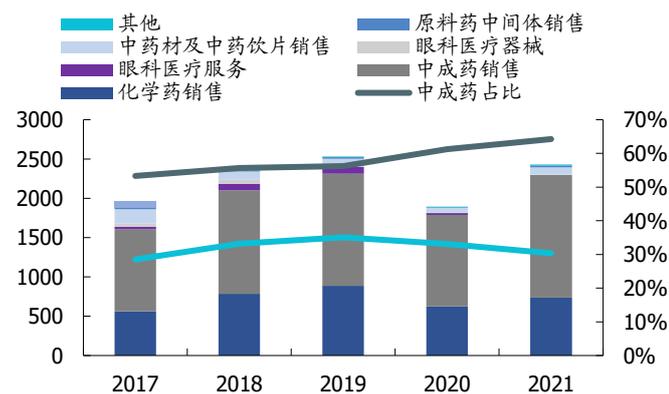
图表4: 众生药业归母净利润(百万元)及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

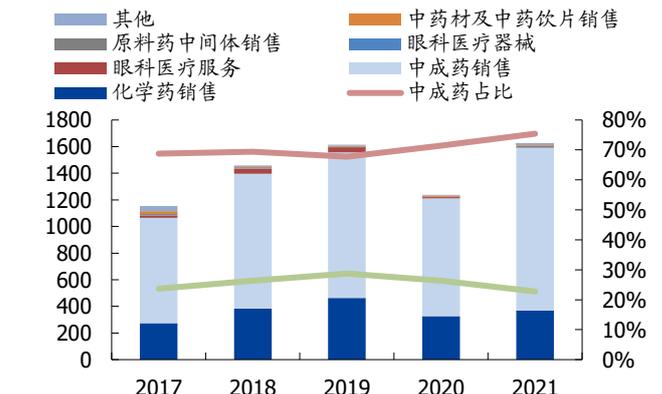
中成药、化学药销售是公司核心业务, 贡献主要毛利。目前, 公司主营业务涵盖中成药、化学药、中药材及中药饮片、原料药中间体、眼科医疗器械销售, 其中中成药销售占收入的六成左右, 毛利贡献超七成, 属于核心板块。近五年中成药销售占比逐年提升, 2021年中成药收入占比达到**64.25%**, 板块核心地位突出。此外, 公司2021年化学药销售占比达到**30.34%**, 毛利贡献为**22.76%**, 同属公司主要收入和利润来源。

图表5: 众生药业各板块收入(百万元)及主要板块占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

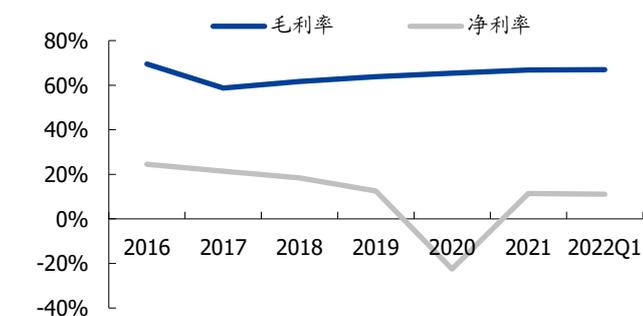
图表6: 众生药业各板块毛利(百万元)及主要板块占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

毛利率维持高水平, 研发侧重显现。近年来公司毛利率浮动较小, 基本维持在**65%**左右, 处于高位。费用率方面, 公司自2018年新增研发费用, 2019-2021年费用率均超过**5%**, 研发的战略地位突出; 叠加渠道拓展带来的销售费用提升, 净利率整体呈现下滑趋势; 我们预计, 随着后续高毛利的创新产品上市, 公司利润率有望触底回升。

图表7: 众生药业毛利率及净利率水平



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表8: 众生药业研发费用及各项费用率水平



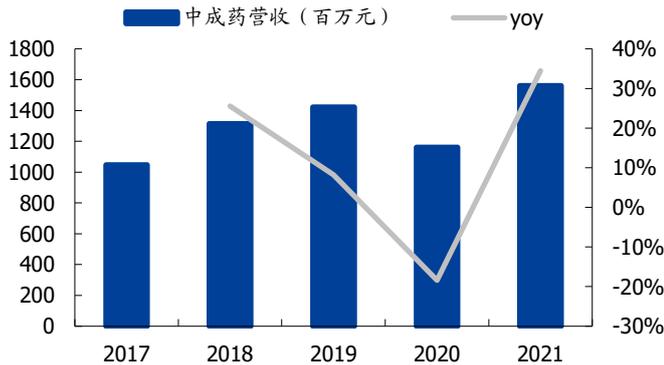
资料来源: wind, 国盛证券研究所

二、中成药为核心主业，化药协同发展

2.1 中成药慢病治疗优势突出，有望持续放量

中成药是公司目前核心业务和主要增长来源。2021年中成药恢复迅速，全年实现营业收入15.61亿元，同比增长34.45%，实现利润12.24亿元。同比增长38.37%，高于整体增速，带动公司业绩强势反弹。且中成药板块毛利率长期保持在75%以上，2021年达到78.41%，为公司利润端表现奠定了坚实基础。

图表9：中成药收入（百万元）及增速



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表10：中成药毛利率、利润（百万元）及增速



资料来源：wind，国盛证券研究所

中成药板块产品丰富，核心产品入选国家医保目录、基药目录。公司中药板块涵盖扶正剂、祛瘀剂、清热剂、理气剂、祛湿剂、止咳化痰剂、消导剂、安神剂等，其中复方血栓通胶囊及脑栓通胶囊等产品是公司主要业绩来源。复方血栓通胶囊是公司原研独家剂型品种，用于治疗视网膜静脉阻塞及稳定性劳累型心绞痛，入选国家基药目录、国家医保目录品种，临床价值大、科技内涵高、市场应用广。脑栓通胶囊用于缺血性脑卒中中的一级预防、二级预防、急性期和恢复期治疗，是入选国家医保目录的独家品种，临床证据丰富，成长空间大。随着老龄化深入发展，复方血栓通系列药品、脑栓通胶囊将在慢病治疗领域持续拓展，对公司中药板块起到持续支撑作用。

慢病治疗需求加大，原有小份额产品有望促进后续增长。除复方血栓通、脑栓通系列产品以外，公司旗下山庄降脂颗粒、固肾合剂等符合慢病治疗需求的产品持续放量，逐渐形成了公司在慢病治疗领域的特色，为公司的长期增长奠定了基础。众生丸、清热祛湿颗粒作为岭南名药的代表产品，在两广市场居于领导地位，目前正在实现全国布局。当前，在多产品运营、“每个产品都有自己的贡献”的总体策略下，一批原有小份额产品的市场销售均有长足进步，将持续助力公司整体业绩的有效提升。

图表11：众生药业中成药板块主要产品介绍

类别	产品	主要成份	功能主治	是否入选 医保目录	是否入选 基药目录
扶正剂	复方血栓通片	三七、黄芪、丹参、玄参	活血化瘀，益气养阴。用于治疗血瘀兼气阴两虚证的视网膜静脉阻塞，症见视力下降或视觉异常，眼底瘀血征象，神疲乏力，咽干，口干等；以及用于血瘀兼气阴两虚的稳定性劳累型心绞痛，症见胸闷痛、心悸、心慌、气短乏力、心烦口干者。	✓	✓
扶正剂	复方血栓通胶囊	三七、黄芪、丹参、玄参	活血化瘀，益气养阴。用于血瘀兼气阴两虚证的视网膜静脉阻塞，症见视力下降或视觉异常、眼底瘀血征象、神疲乏力、咽干、口干；以及用于血瘀兼气阴两虚的稳定性劳累型心绞痛，症见胸闷、胸痛、心悸、心慌、气短、乏力、心烦、口干。	✓	✓

扶正剂	复方血栓通颗粒	三七、黄芪、丹参、玄参	活血化瘀，益气养阴。用于治疗血瘀兼气阴两虚证的视网膜静脉阻塞，症见视力下降或视觉异常，眼底瘀血征象，神疲乏力，咽干，口干等；以及用于血瘀兼气阴两虚的稳定性劳累型心绞痛，症见胸闷痛、心悸、心慌、气短乏力、心烦口干者。	✓	×
扶正剂	复方血栓通软胶囊	三七、黄芪、丹参、玄参	活血化瘀，益气养阴。用于治疗血瘀兼气阴两虚证的视网膜静脉阻塞，症见视力下降或视觉异常，眼底瘀血征象，神疲乏力，咽干，口干等；以及用于血瘀兼气阴两虚的稳定性劳累型心绞痛，症见胸闷痛、心悸、心慌、气短乏力、心烦口干者。	✓	×
扶正剂	固肾合剂	淫羊藿、蛇床子、肉苁蓉、鹿茸、海马、锁阳、巴戟天、补骨脂、菟丝子、女贞子、五味子、覆盆子、桑螵蛸、人参、熟地黄	温肾助阳，固肾滋阴。适用于肾虚所致的精神不振，腰背酸痛，脘酸膝软，畏寒肢冷，夜尿增多。	×	×
扶正剂	明目地黄胶囊	熟地黄、菊花、枸杞子、山药、山茱萸(制)、茯苓、白芍、牡丹皮、蒺藜、泽泻、当归、石决明(煅)	滋肾，养肝，明目。用于肝肾阴虚，目涩畏光，视物模糊，迎风流泪。	✓	×
祛瘀剂	脑栓通胶囊	蒲黄、赤芍、郁金、天麻、漏芦	活血通络，祛风化痰。用于风痰瘀血痹阻脉络引起的缺血性中风病中经络急性期和恢复期。症见半身不遂，口舌歪斜，语言不利或失语，偏身麻木，气短乏力或眩晕耳鸣，舌质暗淡或暗红，苔薄白或白腻，脉沉细或弦细、弦滑。脑梗塞见上述表现者。	✓	×
	复方丹参片	丹参、三七、冰片	活血化瘀，理气止痛。用于气滞血瘀所致的胸痹，症见胸闷、心前区刺痛；冠心病心绞痛见上述证候者。	✓	✓
清热剂	众生丸	蒲公英、紫花地丁、黄芩、岗梅、赤芍、天花粉、玄参、当归、防风、柴胡、皂角刺、人工牛黄、白芷、胆南星、虎杖、夏枯草、板蓝根	清热解毒，活血凉血，消炎止痛。用于上呼吸道感染，急、慢性咽喉炎，急性扁桃腺炎等症。	×	×
清热剂	众生片	蒲公英、紫花地丁、黄芩、岗梅、赤芍、天花粉、玄参、当归、防风、柴胡、皂角刺、人工牛黄、白芷、胆南星、虎杖、夏枯草、板蓝根	清热解毒，活血凉血，消炎止痛。用于上呼吸道感染，急、慢性咽炎，急性扁桃腺炎等症。	×	×
清热剂	众生胶囊	蒲公英、紫花地丁、黄芩、岗梅、赤芍、天花粉、玄参、当归、防风、柴胡、皂角刺、人工牛黄、白芷、胆南星、虎杖、夏枯草、板蓝根	清热解毒，活血凉血，消炎止痛。用于上呼吸道感染，急、慢性咽喉炎，急性扁桃腺炎，疮毒等症。	×	×
清热剂	熊胆胶囊	熊胆粉	清热，平肝，明目。用于惊风抽搐，咽喉肿痛。	×	×
清热剂	银翘解毒液	金银花、连翘、淡竹叶、牛蒡子、桔梗、淡豆豉、甘草、荆芥油、薄荷素油	辛凉解表，清热解毒。用于风热感冒所致的发热头痛，咳嗽口干，咽喉疼痛。	✓	×
理气剂	神曲胃痛胶囊	神曲茶、大黄、颠茄浸膏、姜粉、氢氧化铝、碳酸氢钠	理气止痛，健脾消食。用于胃酸过多，胃痛，食欲不振；及消化不良见上述症状者。	×	×
祛湿剂	清热祛湿颗粒	党参、茵陈、岗梅根、黄芪、苍术、野菊花、陈皮	清热祛湿，益气生津。用于暑湿病邪引起的四肢疲倦，食欲不振，身热口干。	×	×
止咳化痰剂	治咳枇杷合剂	枇杷叶、百部、前胡、桔梗、桑白皮、薄荷脑	清肺热、止咳、祛痰。用于风热侵肺引起的口干作渴，咳逆痰多及支气管炎咳嗽。	×	×
消导剂	小儿增食颗粒	茯苓、三棱、陈皮、山楂、麦芽、六神曲、肉豆蔻、香附、枳壳、槟榔、大黄、甘草	消食导滞，增进食欲。用于小儿厌食，偏食，面黄肌瘦，便干，食积。	×	×
安神剂	人参五味子糖浆	人参、五味子	益气敛阴，安神。用于病后体虚，失眠。	×	×

资料来源：公司官网，wind 医药库，国盛证券研究所

2.1.1 复方血栓通系列：临床价值高，市场拓展空间大

复方血栓通系列由三七、黄芪、丹参、玄参四味中药组成，能达到眼心脑血管同治的疗效，拓展空间大。在用药机理上，复方血栓通系列产品能改善血液流变学，保护微血管结构，抑制 VEGF，作为糖尿病视网膜病变治疗用药，在兼顾眼病治疗的同时，能基于“异病同治”的理论，改善微循环，更好达到眼心脑血管同治的效果。在临床应用上，复方血栓通系列产品组方由常见中药组成，纯植物药安全性高，且使用场景包括心脑血管疾病（冠心病）、糖尿病并发症、眼科相关疾病等，应用广泛。2021 年，公司持续开展核心中成药产品真实世界研究工作，强化产品的循证医学证据和药物经济学依据，成功解除了国家医保目录对复方血栓通的临床使用限制，夯实了产品推广的资质基础，促进了复方血栓通临床使用领域的进一步拓展。

图表 12：众生药业复方血栓通系列产品及主要成份

复方血栓通系列产品	成份及功效	
		三七：君药，活血化瘀、定痛
		丹参：臣药，破瘀血、补新生血，加强君药活血化瘀
		黄芪：佐药，大补元气，助血行
		玄参：使药，清热滋阴，治疗气阴两虚

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 13: 复方血栓通系列产品眼心脑同治, 临床应用广泛

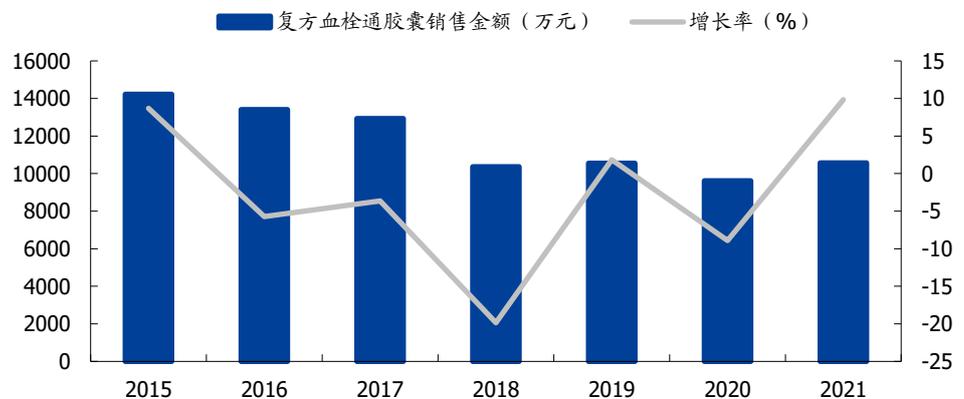
药理作用:	适用科室	治疗机理	主要治疗范围	
对微血管作用 扩张血管、改善微循环、保护血管内皮细胞、抗氧化、抑制血管通透性等。	内科	改善微循环	内分泌	糖尿病综合征(糖尿病眼、糖尿病足、糖尿病肾病)
对视网膜微血管结构的影响 保护糖尿病视网膜毛细血管的周细胞及内皮细胞;改善糖尿病模型鼠视网膜毛细血管基底膜结构。		降低毛细血管通透性	心血管	冠心病、稳定型心绞痛、高血压
对血液系统的影响 抗血小板聚集、康宁、抑制血栓形成、改善血液流变学。		保护血管结构	神经内科	血管源性头痛、偏头痛、椎基底动脉供血不足;脑卒中及卒中恢复期、脑血栓
对视网膜病变VEGF的影响 抑制VEGF过度表达,抑制新生血管形成。	眼科	有效保护眼部毛细血管的周细胞、上皮细胞和基底膜结构,抑制VEGF的过度表达	视网膜眼底病变、黄斑水肿、糖尿病视网膜病变、视网膜静脉阻塞、视网膜周围炎、中心浆液性视网膜病变、老年性黄斑病变	
	中西科/中西医结合科	活血化瘀,益气养阴	气滞血瘀,瘀血内阻,胸痹视瞻昏渺,暴盲	
	妇科	改善微循环,活血化瘀	妇科气滞血瘀、各类妇科疾病	
	骨科	改善微循环,活血化瘀	骨折、骨科术后血栓性疾病的预防和治疗	
	其他	改善微循环	肾炎、四肢坏疽及其他微循环性系统疾病	

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

公司是复方血栓通系列制剂的产品原创者、标准制定者、行业引领者和市场主导者。核心产品复方血栓通胶囊是公司原研独家剂型品种, 国家基药目录、国家医保目录品种, 获“2018年中药大品种科技竞争力排行榜”广东省第一名, 相关核心关键技术的研究及推广应用获广东省科学技术奖一等奖, 相关发明专利获得第十九届中国专利优秀奖。复方血栓通胶囊以其明确的血管保护作用用于心血管领域, 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, 自上市以来深受广大医生和患者好评, 被列为国家级火炬计划项目重点发展产品。公司旗下还有复方血栓通颗粒、复方血栓通片、复方血栓通滴丸等系列产品, 在市场上占据引领和主导地位。

复方血栓通胶囊连续多年在国内眼科中成药领域市场占有率排第一, 是公司的拳头产品。在样本医院中, 复方血栓通胶囊 2021 年销售额达到 1.06 亿元, 同比增长 9.84%, 实现疫情后的快速反弹。根据我们的模型拆分, 公司复方血栓通胶囊实际销售规模在 10 亿元级别。作为公司核心产品, 复方血栓通系列剂型丰富, 循证研究基础深厚, 超亿元的收入贡献为公司中药板块奠定了坚实的发展基础。2021 年, 复方血栓通胶囊、复方血栓通软胶囊中标广东联盟中成药集采, 未来放量将进一步推动业绩增长。

图表 14: 众生药业复方血栓通胶囊样本医院销售额 (万元)

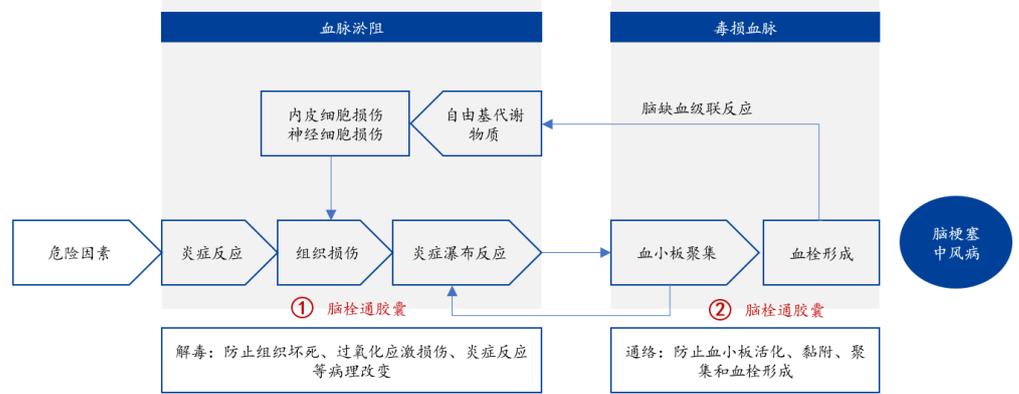


资料来源: wind 医药库, 国盛证券研究所

2.1.2 脑栓通胶囊：持续保持增长态势，渗透率有望提高

脑栓通胶囊由蒲黄、赤芍、郁金、天麻、漏芦五味中药组成，是中国中医科学院王永炎院士基于“毒损脑络”病机学说研制的现代中成药。在作用机理上，脑栓通胶囊能起到1)解毒：防止组织坏死、过氧化应激损伤、炎症反应等病理改变；2)通路：防止血小板活化、黏附、聚集和血栓形成的作用，实现改善脑血循环和神经功能保护两重功效。

图表 15: 脑栓通胶囊基于“毒损脑络”的治疗机理

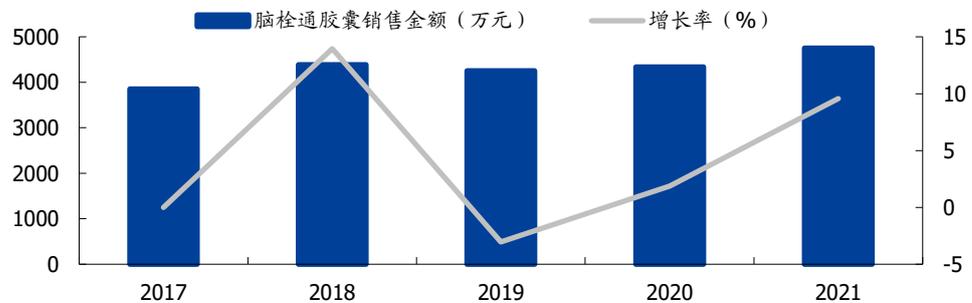


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

脑栓通胶囊是国家医保目录独家品种，成长空间大。在临床应用中，脑栓通胶囊广泛用于缺血性脑卒中中的一级预防、二级预防、急性期和恢复期治疗，是缺血性脑卒中的临床常用药物，由于效用证据丰富，药物经济学优势突出，深受广大医生和患者好评，具备良好的推广基础和广阔的成长空间。公司对脑栓通胶囊具有主要市场控制权和成熟的生产供应系统，相关发明专利“治疗中风的药物及其制备方法”获得第二十届中国专利银奖，是该次获奖的中国专利奖金奖和银奖中唯一的中医中药类专利。

脑栓通胶囊销售额持续增长，市场有望进一步渗透。在样本医院中，脑栓通胶囊 2021 年的销售额达到 0.47 亿元，同比增长 10%，持续保持增长态势。根据我们的模型拆分，公司脑栓通销售规模在 2-3 亿元水平。公司积极开展针对脑栓通胶囊的临床循证研究，自 2019 年开始开展真实世界注册登记研究，探索脑栓通胶囊的临床优势人群及“毒损脑络”理论治疗缺血性中风的作用特点，研究设计由全国 85 家研究中心完成 5000 余例缺血性脑卒中患者的治疗随访，目前已完成随访进入数据清洗阶段。随着脑栓通胶囊的用药基础进一步巩固，后续市场推广持续深入，该品类渗透率及销售额将同步提升。

图表 16: 众生药业脑栓通胶囊样本医院销售额 (万元)

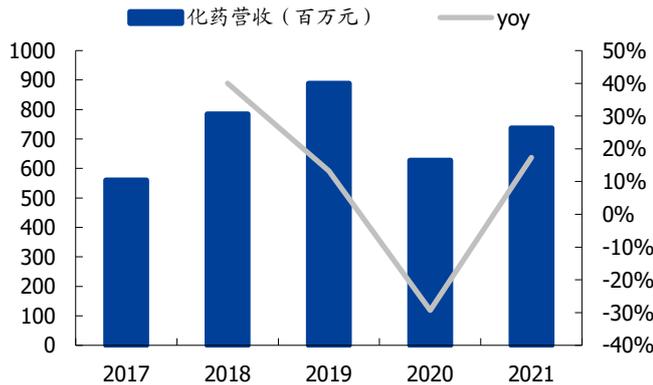


资料来源：wind 医药库，国盛证券研究所

2.2 化药逐步恢复稳健增长

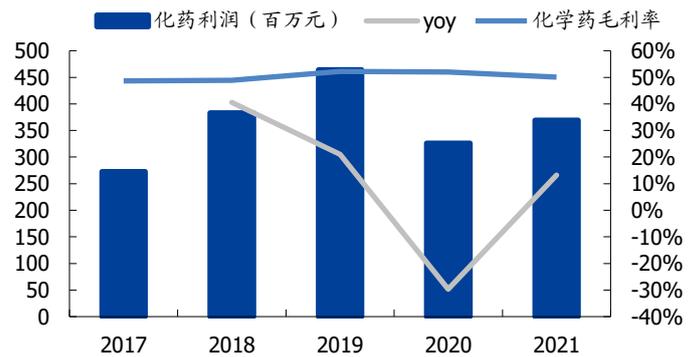
化药恢复增长趋势。2018-2019年化学药板块收入、利润持续增长，表现亮眼，2020年受疫情影响出现下滑，2021年化药板块实现营收7.37亿元，同比增长17.36%，利润实现3.69亿元，同比增长13.20%，在疫情并未消除的情况下快速恢复，表现出较强的抗风险能力。近年来化药毛利率较为稳定，维持在50%左右。我们预计，化药未来整体能够实现两位数的平稳增长。

图表 17: 化学药收入 (百万元) 及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 18: 化学药毛利率、利润 (百万元) 及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

既有化药产品占有重要地位，多品类收入增速位于市场前列。盐酸氮萘斯汀滴眼液、普拉洛芬滴眼液是具备独特优势的眼科抗过敏、抗炎药物，品类增速居于眼科药物市场前列，与复方血栓通系列产品及其它化学药滴眼液产品协同，形成了公司在眼科领域的竞争壁垒，随着公司大型公益活动“心脑血管关爱工程”在全国零售端的开展，眼科系列产品的零售市场占有率将有望快速提升。羧甲司坦口服溶液作为国家基本药物和呼吸系统的基础用药，逐渐释放新的市场机会，与公司众生丸等呼吸系统产品共同拓展市场，为未来呼吸科创新药上市奠定市场基础。硫酸铝口服混悬液、头孢克肟分散片、氯雷他定片等重点品种是相关治疗领域的重要市场参与者，在公司“全产品、全渠道、全终端”的策略推动下亦呈现快速增长态势，逐渐形成良好的产品集群梯队。

图表 19: 众生药业化学药板块主要产品及其特色

功能主治/ 治疗领域	药品名称	产品特色	是否入选 医保目录	是否入选 基药目录
抗生素、抗 病毒、抗结 核	头孢克肟分散片	◇ 第三代口服头孢菌素类广谱抗菌，速效持久，安全经济，几乎没有肾毒性。分散片剂型，崩解速度快，药物溶出迅速，机体吸收快，生物利用度高，作用时间长，口味清甜，多种服药方式，特别适合老人、小孩和吞咽困难患者。为前三个通过该品种仿制药一致性评价的产品。	✓	×
	头孢拉定胶囊	◇ 经典头孢菌素类广谱抗菌药物。产品通过了一致性评价并在第二批国家集采中中选。	✓	✓
	注射用单磷酸阿糖腺苷	◇ 广谱抗病毒药物，机制明确，能抑制明确 DNA 病毒，可抑制多种 RNA 病毒，可用于多种病毒感染性疾病，水溶性高，静滴血药浓度达峰仅 0.5 小时，专利产品，企业生产标准高于国家标准，质量有保证，适应症广，可用于多个科室。	×	×
	异烟肼片	◇ 国家基药目录、国家医保目录甲类品种，经典抗结核药物。公司是国内抗结核药物市场的重要参与者，具有稳固的市场地位，其中异烟肼片在第二批国家集采中中选，盐酸乙胺丁醇片在第三批国家集采中中选，吡嗪酰胺片在第四批国家集采中中选，在传统抗结核药物国家采购市场外获得了新的市场机遇。	✓	✓
	吡嗪酰胺片	◇ 应用广泛且可靠的抗病毒药物之一，国家基药目录、国家医保目录甲类品种。抑制病毒复制，影响病毒蛋白合成，调节机体免疫，作用于多靶位性，不易产生耐药性，口服迅速且完全，疗效确切。前三个通过该品种仿制药一致性评价的产品。是广东省际集采联盟仅有的两个中选品牌之一。	✓	✓
	盐酸乙胺丁醇片		✓	✓
	利巴韦林片		✓	✓
消化	硫酸铝口混悬液	◇ 国家医保目录品种。经典的胃黏膜保护剂，具有独特剂型优势，口服后迅速覆盖在溃疡表面形成长效保护膜，多环节增强胃黏膜保护防御功能，与 PPI 联合应用治疗胃/十二指肠溃疡、慢性胃炎等消化道疾病，有效提高溃疡愈合质量，改善黏膜炎症，降低疾病复发率。近年市场拓展增速明显。	✓	×
眼科	普拉洛芬滴眼液	◇ 国家医保目录品种。获得国内指南和欧洲指南共同推荐，用于外眼及眼前节炎症的对症治疗，列入多个眼科疾病诊疗路径，应用广泛、安全舒适。随着眼科手术量的逐年提升，产品增速位居眼科市场前列。	✓	×
	盐酸氮䓬斯汀滴眼液	◇ 国家医保目录品种。以双效抗过敏性作用获得《过敏性结膜炎诊断和治疗专家共识》推荐，作为急性过敏性结膜炎首选用药、慢性过敏性结膜炎基础用药。疗效显著、刺激性小、安全性高。市场销售保持持续增长，在医院终端眼科抗过敏药领域排名前列。公司是同通用名产品的市场领导品牌。	✓	×
抗过敏	氯雷他定片	◇ 国家基药目录、国家医保目录甲类品种。第二代非镇静抗组胺药，起效快，作用时间长，无明显的抗胆碱和中枢抑制作用，国内外众多指南推荐为抗过敏一线用药，临床应用广泛，医患认可度高。氯雷他定片已通过仿制药一致性评价工作。	✓	✓
	富马酸氯马斯汀口服溶液	◇ 拮抗 H1 受体，抗炎，稳定肥大细胞膜，多效抗过敏，止痒效果显著，富马酸氯马斯汀起效迅速，作用持久，安全性高，低毒性等特点，可用于过敏性鼻炎、荨麻疹、湿疹及其他过敏性皮肤病。全国独家口服溶液剂型，有儿童用法用量证据，适用于儿童抗过敏治疗，具备明确的临床优势。	×	×
呼吸	羧甲司坦口服溶液（片）	◇ 片剂为国家基药目录、口服液和片剂均为国家医保目录品种。双重祛痰，抗炎抗氧化，用于治疗呼吸道多种疾病引起的痰液黏稠、咳痰困难。公司拥有羧甲司坦原料、片剂和溶液剂，产品剂型组合丰富，具备原料制剂一体化优势，口服液剂市场占有率提升迅速。羧甲司坦片已通过仿制药一致性评价工作。	✓	✓

资料来源：公司 2021 年报，wind 医药库，国盛证券研究所

公司把握仿制药一致性评价和国家集采的历史性机遇，市场反馈良好。截至目前，公司累计有盐酸二甲双胍片、异烟肼片、头孢拉定胶囊、氢溴酸右美沙芬片、盐酸乙胺丁醇片、格列齐特片、吡嗪酰胺片、利巴韦林片、头孢克肟分散片、格列吡嗪片、氯雷他定片和羧甲司坦片等 12 个产品通过仿制药一致性评价，部分产品属于首家过评，有效提升了公司化学药产品的市场价值，具有原研替代的机会。目前，通过仿制药一致性评价的国采产品，上半年供应及时，市场占有率稳定。随着仿制药一致性评价产品的陆续研发成功，公司在化学药板块的经营份额也有望加速提升。

三、创新药管线丰富，众生睿创价值有望持续提升

创新药平台“众生睿创”2020年B轮投后估值27.8亿，公司持股62.51%。广东众生睿创生物科技有限公司（简称“众生睿创”）是公司旗下创新药研究平台，成立于2018年10月，聚焦于研发流感、禽流感、特发性肺纤维化和非酒精性脂肪肝炎（NASH）等重大疾患的全新疗法。众生睿创于2020年底完成B轮融资，累计募集资金约4.2亿元，投后估值27.8亿元。股权结构为公司持股62.51%，外部投资者持股25.67%，员工持股11.82%。目前众生睿创有治疗NASH和呼吸系统疾病等多个创新药物处于临床前和临床阶段，其中，国内首个获批临床治疗NASH的创新药物ZSP1601和首个治疗、预防甲型流感和人患禽流感的RNA聚合酶抑制剂ZSP1273已经分别进入临床II期、III期，另有4个创新药项目处于临床试验阶段。

图表 20: 公司旗下创新药平台众生睿创发展历程

时间	事件
2018.3	开始以呼吸和 NASH 相关创新药进行融资
2018.9	“化药 1 类新药 ZSP1601 治疗非酒精性脂肪肝炎的 I/II 期临床研究”、“化药 1 类新药 ZSP1603 治疗特发性肺纤维化的 I/II 期临床研究”获得国家“重大新药创制”科技重大专项支持
2018.10	众生睿创在东莞注册成立
2018.12	A 轮引进境外知名投资者 Southern Orchard Limited 及 Snow Owl, LLC 合计 1,580 万美元
2019.3	和上海药明康德新药开发有限公司共同开发治疗非酒精性脂肪性肝炎（NASH）的全球原创新药 RCYM001；中国首个全球新靶点的治疗非酒精性脂肪性肝炎（NASH）1 类创新药 ZSP1601 完成 I 期临床；中国首个获批临床的治疗甲型流感的小分子 RNA 聚合酶抑制剂 ZSP1273 完成 I 期临床
2019.6	用于治疗特发性肺纤维化（IPF）和恶性肿瘤的 1 类创新药 ZSP1603 完成 I 期临床；完成 A 轮融资跟投，引入境外投资者 BioTrack Capital Fund I,LP（博远资本），宣告众生睿创 A 轮 2000 万美金融资完成
2019.8	召开 ZSP1273 治疗甲型流感 II 期临床全国研究者会，启动 II 期临床；钟南山院士将作为临床试验总项目负责人
2019.11	治疗非酒精性脂肪性肝炎（NASH）的一类创新药物 ZSP0678 I 期首例受试者入组；“治疗非酒精性脂肪肝炎化药一类新药 WXSH0078 的研究和开发”、“治疗非酒精性脂肪肝炎化药一类新药 WXSH0038 的研究与开发”获得国家“重大新药创制”科技重大专项支持
2019.12	治疗甲型流感的小分子 RNA 聚合酶抑制剂 ZSP1273 II 期临床首例入组
2020.6	公司治疗流感创新药 ZSP1273 片完成 II 期临床试验，试验获得了积极结果，支持 ZSP1273 片继续开展 III 期临床试验。ZSP1273 是国内首个完成 II 期临床试验的治疗甲型流感的小分子 RNA 聚合酶抑制剂
2020.10	公司总部落地于中国广州市黄埔区福珀斯创新园
2020.12	公司完成 2.8 亿元人民币 B 轮融资，本轮由沂景资本、华泰紫金、倚锋资本、交银科创基金和中信医疗基金多家知名投资机构共同投资，老股东清池资本、博远资本和集团众生药业继续加码跟投，募集资金将主要用于公司多个产品的临床试验及产业化，以及进一步扩大公司产品研发管线和团队，投后估值 27.8 亿元人民币
2021.5	公司正式“落户”广州黄埔区福珀斯创新园，并隆重举办了众生睿创广州总部落成暨开业典礼

资料来源：众生睿创官网，国盛证券研究所

图表 21: 公司旗下创新药平台众生睿创主要产品管线

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
代谢性疾病	ZSP1601	全球	非酒精性脂肪肝炎	→					
	ZSP0678	全球	原发性胆汁性胆管炎	→					
	RCYM001	全球	非酒精性脂肪肝炎	→					
	RAY001	全球	糖尿病、减肥及非酒精性脂肪肝炎	→					
	RAY002	全球	非酒精性脂肪肝炎	→					
呼吸领域疾病	ZSP1273	全球	甲型流感	→					
	ZSP1273颗粒剂	全球	甲型流感（儿童）	→					
	ZSP1603	全球	特发性肺纤维化	→					
	RAY1216	全球	广谱抗病毒抗新冠病毒	→					
	RAY004	全球	广谱抗病毒（新冠、流感）	→					

资料来源: 众生睿创官网, 国盛证券研究所

3.1 抗流感市场增长, 新药 ZSP1273 具备同类最优潜力

流感危害度高于普通感冒, 患病人数众多, 2022 年有再次爆发迹象。流感, 全称流行性感冒, 是流感病毒引起的一种急性呼吸道疾病, 属于丙类传染病, 按病毒的类型可分为甲型流感、乙型流感。流感与普通感冒有较大区别, 流感有明显的季节性, 多高热伴寒战, 症状较重, 可能有并发症, 病程较长, 病死率较高。

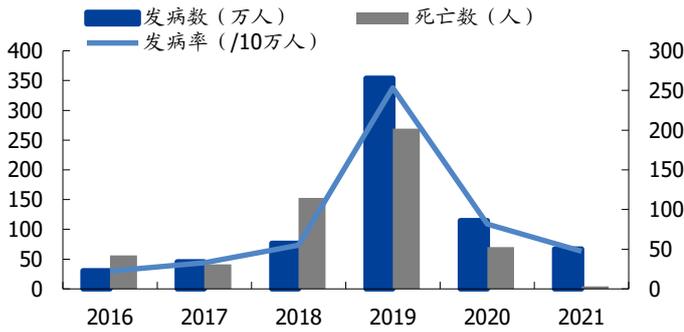
据世界卫生组织 (WHO) 估计, 每年季节性流感在全球可导致 300 万~500 万重症病例, 29 万~65 万死亡。2019-2020 年我国流感发病人数均超过百万人 (2019 年全年超 350 万, 2020 年全年超 110 万), 2021 年疫情管控下人数有所减少, 但疫情后时代人口流动性加大, 流感患病率有抬头趋势; 2022 年第 29 周 (2022 年 7 月 18 日-2022 年 7 月 24 日), 南方省份哨点医院报告的 ILI% (流感样病例) 为 4.3%, 低于前一周水平 (5.0%), 高于 2019-2021 年同期水平 (3.6%、2.7%和 3.4%), 这已经是连续第 8 周高于前三年同期数值。

图表 1: 流感与普通感冒的区别

比较类别	普通感冒	流感
病原体	鼻病毒、冠状病毒、副流感病毒、呼吸道合胞病毒等	流感病毒
传染性	非传染性	丙类传染病 (按乙类管理)
季节性	季节性不明显	有明显的季节性
发热程度	不发热或轻、中度热、无寒战	多高热 (39~40℃), 可以伴寒战
发热持续时间	1~2 天	3~5 天
全身症状	少或没有	重, 头痛, 全身肌肉酸痛, 乏力
并发症	罕见	可以出现中耳炎、肺炎、心肌炎、脑膜炎或脑炎等
病程	1~3 天	5~10 天
病死率	较低	较高, 死亡多由于引起原发病 (肺部疾病、神经系统疾病及心脏等) 急性加重或出现并发症 (肺炎、心肌炎、脑膜炎等)

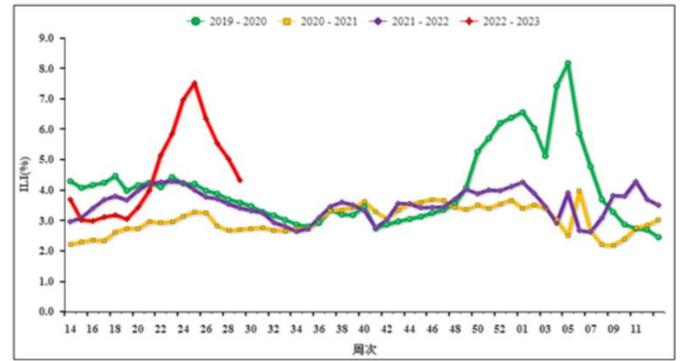
资料来源: 中华医学会, 国盛证券研究所

图表 22: 近年来中国流感发病人数及死亡人数



资料来源: 国家疾病预防控制中心, 国盛证券研究所

图表 23: 2019-2022 年度南方省份哨点医院报告的流感样病例 (%)



资料来源: 中国国家流感中心, 国盛证券研究所

目前国内流感的主流用药为神经氨酸酶抑制剂。目前流感用药主要有三类, 神经氨酸酶抑制剂、凝血素抑制剂、M2 离子通道阻滞剂。我国目前主流用药为神经氨酸酶抑制剂 (奥司他韦、扎那米韦、帕拉米韦); 凝血素抑制剂由于在我国临床数据有限, 需密切关注疗效和不良反应; M2 离子通道阻滞剂由于对目前流行的流感病毒株耐药, 已不建议使用。

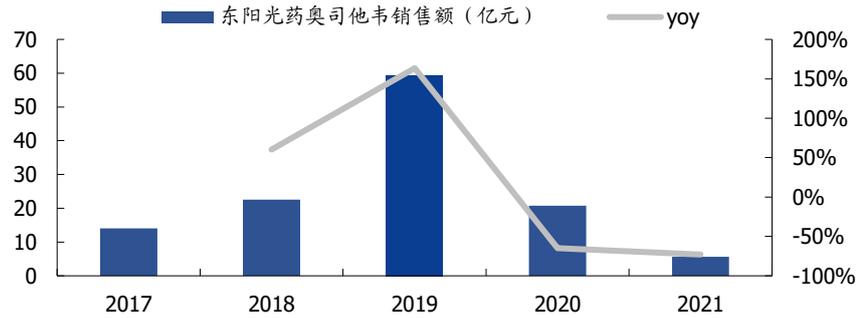
图表 3: 流感用药一览

类型	药品名称	剂型	用量	注意事项	主要生产厂家
神经氨酸酶抑制剂	奥司他韦	胶囊/颗粒	成人每次 75mg, 每日 2 次, 疗程 5 天	肾功能不全者要根据肾功能调节剂量	罗氏、东阳光药、中西三维
	扎那米韦	吸入喷雾剂	成人每次 10mg, 每日 2 次, 疗程 5 天	不推荐原有哮喘或其他慢性呼吸道疾病患者使用	GSK、先声药业
	帕拉米韦	注射剂	成人 300~600mg, 每日 1 次, 疗程 1~5 天	-	南新制药
凝血素抑制剂	阿比多尔	胶囊/颗粒/片/分散片	成人每次 200mg, 每日 3 次, 疗程 5 天	我国临床应用数据有限, 需密切观察疗效和不良反应	先声药业、石四药、江苏涟水、江苏吴中、石药集团、苏州长征-欣凯
M2 离子通道阻滞剂	金刚烷胺和金刚乙胺			对目前流行的流感病毒株耐药, 不建议使用	

资料来源: 流行性感冒诊疗方案 (2020 年版), 国盛证券研究所

国内流感畅销药物奥司他韦销售额曾近 60 亿元, 流感药物市场潜力大。国内流感用药市场快速增长, 目前最主流的用药是奥司他韦, 市场主要供货商东阳光药 2019 年该品类的销售额约 60 亿元, 显示出流感药物极大的市场价值。近两年受疫情管控以及集采影响, 东阳光药及样本医院的奥司他韦销售额都有所下滑; 2022 年全国第七批集采共有超过 10 家企业竞标, 东阳光药以 0.99 元/75mg/粒夺得最低价, 降幅超过 90%。但人口流动性加大后流感药市场仍然存在较大需求, 创新类的流感药物上市后定价会有明显优势, 仍有较大销售空间。

图表 24: 东阳光药奥司他韦销售额及增速



资料来源: 东阳光药公司公告, 国盛证券研究所

图表 25: 样本医院磷酸奥司他韦胶囊销售额及增速



资料来源: wind 医药库, 国盛证券研究所

图表 26: 样本医院磷酸奥司他韦颗粒销售额及增速



资料来源: wind 医药库, 国盛证券研究所

ZSP1273 片病毒株抑制性强, 是潜在 Best-in-Class 药物。公司旗下 ZSP1273 片是国内首个完成 I、II 期临床试验的治疗甲型流感的小分子 RNA 聚合酶抑制剂, 亦是全球同靶点唯一正在开展治疗单纯性甲型流感 III 期临床研究的潜在 Best-in-Class 药物。临床前研究结果表明, ZSP1273 对多种甲型流感病毒的抑制能力明显优于同靶点化合物以及神经氨酸酶抑制剂奥司他韦, 并且对于奥司他韦耐药的病毒株、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。临床 II 期结果显示主要终点指标-七项流感症状缓解时间(TTAS), ZSP1273 三个剂量组 TTAS 时间均短于安慰剂; ZSP1273 600 mg QD 组较安慰剂组能快速降低和清除体内流感病毒, 缩短发热时间和 TTAS; 未发生严重不良事件 (SAE)、未发生导致死亡的治疗期间出现的不良事件 (TEAE)

ZSP1273 片临床进展顺利, 颗粒剂同步推进。根据公司 2022 年 5 月公告, ZSP1273 片 III 期临床研究已在全国 79 家临床研究中心启动, 首例受试者已入组。海外方面, 公司已收到美国食品药品监督管理局签发的 ZSP1273 片药物临床试验批准通知书 (Study May Proceed Letter), 同意 ZSP1273 片在美国开展临床试验。为方便特殊人群, 包括儿童患者以及吞咽困难患者的用药, 公司同步开发了 ZSP1273 颗粒剂, 已经获得临床试验通知书, 正在与片剂进行人体生物利用度 (BA) 对比研究, 为开展用于儿童的单纯性流感 II 期临床研究做准备。

ZSP1273 片有望成为下一个流感用药大单品, 预计销售峰值近 20 亿。

估值假设:

- ◇ ZSP1273 片在国内进入临床 III 期, 设定 2024 年获批。
- ◇ 根据东阳光药奥司他韦销售额及流感人数测算, 奥司他韦 2020-2021 年对应患者的年花费金额分别为 1809 元、838 元, 考虑到存在囤货等影响, 设定购买流感药物人数的调整系数 p。考虑 ZSP1273 创新药定位及后续降价情况, 保守设定 ZSP1273 片初始年用药金为 1000 元。

设定折现率为8%，永续增长率为0。

在该假设下，测算ZSP1273片的项目估值为27亿元。就整体流感市场来看，当前主流用药奥司他韦销售峰值曾达到60亿元，ZSP1273属于Best-in-Class创新药，具有较强的病毒抑制作用，上市价格合理设定的情况下，集采量价相抵，影响较小，每年10-20亿元的销售额属于合理水平。

图表 27: ZSP1273 片市场销售预测

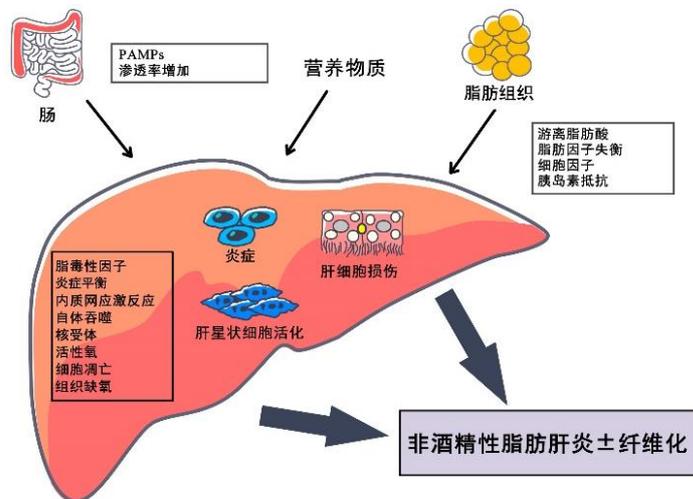
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
流感发病数 (万人)	138	159	184	215	230	253	238	280	274
流感药物购买人数调整系数 p			3.8	3.1	3.0	3.3	4.0	3.7	4.1
ZSP1273 市占率			2.5%	3%	5%	8%	12%	15%	18%
ZSP1273 用药年金 (元)			1000	950	903	857	849	840	832
公司产品销售额 (亿元)			1.75	1.90	3.11	5.73	9.70	13.06	16.82
yoy				8.67%	63.92%	83.92%	69.33%	34.67%	28.82%
利润率			25%	25%	26%	28%	30%	28%	27%
利润现金流 (亿元)			0.44	0.47	0.81	1.60	2.91	3.66	4.54
折现率	8%								
永续年金增长率	0%								
折现价值 (亿元)	37.97	40.24	42.69						
研发成功率	0.7	0.85	1						
项目价值 (亿元)	26.58	34.20	42.69						

资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

3.2 全面布局非酒精脂肪肝炎领域, ZSP1601 位于研发第一梯队

非酒精脂肪肝炎患病后果严重。非酒精性脂肪肝病 (NAFLD) 是一种病变主体在肝小叶, 以脂肪在肝细胞内过度沉积、肝细胞脂肪变性为病理特征但无过量饮酒史的临床综合征。非酒精性脂肪肝炎 (Nonalcoholic steatohepatitis, NASH) 是其严重进展状态, 主要特征为肝脏脂肪变性、气球样变和炎症, 伴或不伴有纤维化。NASH 可导致慢性肝脏炎症和肝细胞损伤, 并可进展为肝纤维化、肝硬化, 最终导致肝功能衰竭或肝癌。

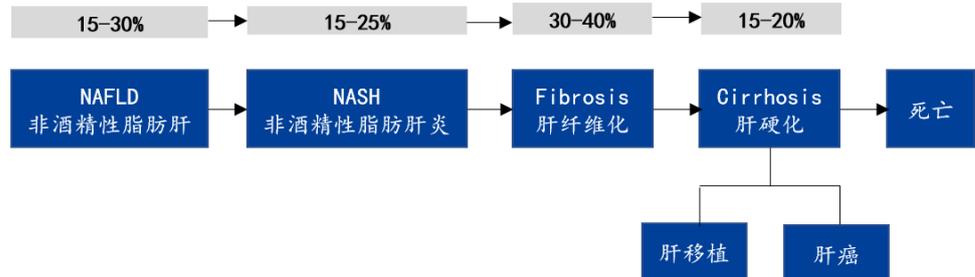
图表 28: 非酒精性脂肪肝炎 (NASH) 致病机制



资料来源: 众生睿创官网, 国盛证券研究所

全球非酒精脂肪肝炎患病率呈上升趋势，中国患病突出，临床急需治疗药物。全球范围普通成年人非酒精性脂肪性肝病（NAFLD）的患病率为15%-30%，其中15%-25%进展为NASH，10年后肝硬化的发病率达15%-20%，而脂肪性肝硬化患者发生原发性肝细胞癌、肝衰竭以及移植肝复发的概率为30%-40%。在世界范围内NASH的患病率为3-5%，且上升趋势明显，预测到2025年，NASH将取代丙肝成为需要肝移植的主要疾病，临床上急需治疗NASH的药物（众生睿创官网）。

图表 29: 非酒精性肝病类演化图谱



资料来源：凯莱英药闻，国盛证券研究所

中国有9000万乙肝病毒感染者，1000万丙肝病毒携带者，700万肝硬化患者，46万肝癌患者，非酒精性脂肪肝患者1.73-3.1亿人，酒精性肝炎6200万人；肝病发病率总体高于欧美日，乙肝、肝硬化、肝癌发病率均明显偏高。

图表 30: 中美欧日肝病流行病学比较

病因分类	中国	美国	欧洲	日本
HBV (乙肝)	9000万 (6.52%)	220万 (0.71%)	450万 (0.90%)	150万 (1.17%)
HCV (丙肝)	1000万 (0.72%)	350万 (1.13%)	600万 (1.10%)	200万 (1.56%)
肝硬化	700万 (0.51%)	63.3万 (0.27%)	50万 (0.10%)	40-50万 (0.31%-0.39%)
肝癌	46万 (0.03%)	3.9万 (0.01%)	3万 (<0.01%)	4.1万 (<0.01%)
NAFLD (非酒精性脂肪肝)	1.73-3.1亿 (12.5%-22.4%)	7600万 (24.13%)	1.2亿 (23.71%)	3200万 (25%)
ALD (酒精性肝病)	6200万 (4.50%)	1900万 (6.20%)	3100万 (6%)	200-300万 (1.56%-2.34%)

资料来源：JOURNAL OF HEPATOLOGY，国盛证券研究所

众多全球医药巨头和国内药企在NASH领域布局，国内暂无针对NASH适应症的药物获批上市。针对NASH开发的药物主要从代谢、炎症、纤维化三个方向出发，其中代谢类靶点又可分为胆酸相关靶点、脂代谢相关靶点和糖代谢相关靶点。1) 脂代谢相关靶点包括PPAR激动剂、THR-β激动剂、ACC抑制剂等；葡萄糖代谢相关靶点包括MPC调节剂、FGF-21类似物等；胆酸相关靶点包括FXR激动剂、FGF-19类似物。2) 炎症靶点包括氧化压力、炎症和免疫系统等方面靶点，包括CCR2/5抑制剂、LPS抗体等。3) 抗纤维化靶点包括ASK-1抑制剂、泛Caspase抑制剂等。全球范围内共有针对二十多种靶点的近百种药物进入临床研究，国内企业歌礼制药和拓臻生物布局较多，但目前没有针对NASH的药物在国内获批上市。

图表 31: 部分国内外进入临床开发阶段的在研NASH创新药

类别	药物	研发公司	NASH 适应症研发阶段	全球最高研发阶段	国内最高研发阶段
FXR 激动剂	Obeticholic acid 奥贝胆酸	Intercept Pharma	上市申请 (海外)	批准上市	
	Cilofexor tromethamine	吉利德	II 期 (海外)	III 期	II 期
	HPG-1860	雅创医药	II 期 (海外)	II 期	I 期
	EYP-001	ENYO Pharma	II 期 (海外)	II 期	II 期
	Tropifexor	诺华, 辉瑞	II 期 (海外, 国内)	II 期	II 期
	TQA3526	正大天晴	临床前 (国内)	II 期	II 期

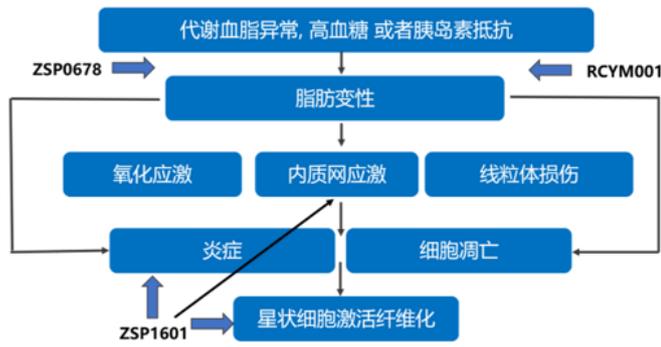
	MET-409	Metacrine	II 期（海外）	II 期	
	ASC-42	歌礼制药	I 期（海外），IND（国内）	II 期	II 期
	LY-2562175	礼来，拓臻生物	II 期（海外），临床前（国内）	II 期	临床前
	EDP-305	Enanta Pharmaceuticals	II 期（海外，部分暂停）	II 期	
	Cenicriviroc mesylate/Tropifexor	诺华，艾尔建	II 期（海外）	II 期	
	MET-642	Metacrine	II 期（海外）	II 期	
	TERN-101	礼来，拓臻生物	II 期（海外），临床前（国内）	II 期	临床前
	MT-2004	奥立泰	I 期（海外，国内）	I 期	I 期
	XZP-5610	轩竹生物	I 期（国内）	I 期	I 期
	AGN-242266	艾尔建	I 期（海外）	I 期	
PPAR 激动剂	Chiglitazar Sodium 西格列他钠	深圳微芯	I 期（国内）	上市	上市
	Pemafibrate	Kowa	II 期（海外）	上市	III 期
	Saroglitazar 沙罗格列扎	Zydus Cadila	上市（海外）	上市	
	Lanifibranor	艾伯维	III 期（海外）	III 期	
	Seladelpar lysine dihydrate	CymaBay, 强生	I 期（海外）	III 期	
	DB-959Na	DARA	II 期（海外）	II 期	
THR-β 激动剂	Resmetirom	Madrigal Pharmaceuticals	III 期（海外）	III 期	
	MB-07811(VK2809)	Ligand	II 期（海外）	II 期	
	TERN-501	拓臻生物	II 期（海外）	II 期	
	ASC 43F	Gannex	I 期（海外），临床前（国内）	I 期	临床前
	ALG-055009	Aligos Therapeutic	I 期（海外）	I 期	
	ASC-41	歌礼制药	I 期（海外，国内）	I 期	I 期
	RJ4287	南京瑞捷医药	IND（国内）	IND	IND

资料来源：研发客，clinicaltrials.com，国盛证券研究所

公司在 NASH 领域布局管线丰富，ZSP1601 片属于 First-in-class 药物。根据 2021 年年报，公司在非酒精脂肪肝炎(NASH)领域布局了 5 个产品，分别是 ZSP1601、ZSP0678、RCYM001、RAY001 以及 RAY002，覆盖了脂质代谢、炎症、纤维化等不同疾病阶段并且有联合用药潜力的不同作用靶点的产品管线。其中，ZSP1601 片是具有全新作用机制的用于治疗 NASH 的一类创新药物，属于 First-in-class 药物。临床前多个 NASH 动物药效模型研究结果表明，ZSP1601 在改善肝组织炎症、水样变性和坏死，以及改善纤维化方面，药效结果与对照药物奥贝胆酸相当或更优，其强效抗肝纤维化作用是该领域治疗的最重要关注点，未来可能成为 NASH 联合用药治疗的基石药物。

目前 ZSP1601 片已完成 Ib/IIa 期临床试验。顶线 (TopLine) 数据初步表明 ZSP1601 对于 NASH 患者具有较好的安全性和药代动力学特性，在丙氨酸氨基转移酶 (ALT)、门冬氨酸氨基转移酶 (AST)、脂肪含量 (PDFF) 等多个观察指标获得积极性的改变，试验获得了积极结果，达到了主要终点。据此，ZSP1601 片将继续开展 IIb 期临床试验，属于国内 NASH 领域研发进展第一梯队，市场前景广阔。

图表 32: 公司已布局 NASH 药物作用机制及研究进展



NASH在研药物	靶点机制	进展
ZSP1601	Pan-PDE抑制剂	已完成 I b/IIa 期临床试验
ZSP0678	PPAR α / β 激动剂	完成 I 期临床试验
RCYM001	THR- β 激动剂	临床前研究
RAY001	-	临床前研究
RAY002	-	临床前研究

资料来源: 公司官网, 公司 2021 年报, 国盛证券研究所

ZSP1601 片是具有全新作用机制的一类创新药物, 属于 **First-in-class** 药物, 研发进展较快, 预计销售峰值超 15 亿。

估值假设:

- ◇ 设定 ZSP1601 片 2024 年下半年获批上市, 初步放量, 市占率为 3%。
- ◇ 目前 NASH 临床采用保肝降酶辅助治疗, 保守设定年用药金为 150 元。
- ◇ 设定折现率为 8%, 永续增长率为 0。

在该假设下, 测算 **ZSP1601** 片的项目估值为 **28 亿元**。根据 Evaluate Pharma 预测, NASH 全球市场规模在 2025 年达到 400 亿美元, 中国人口占全球人口约 1/4, 同时参考国内医保和临床研究进展, 国内 NASH 市场规模应超百亿, ZSP1601 片每年 10 亿左右销售额属于合理水平。

图表 33: ZSP1601 片市场销售预测

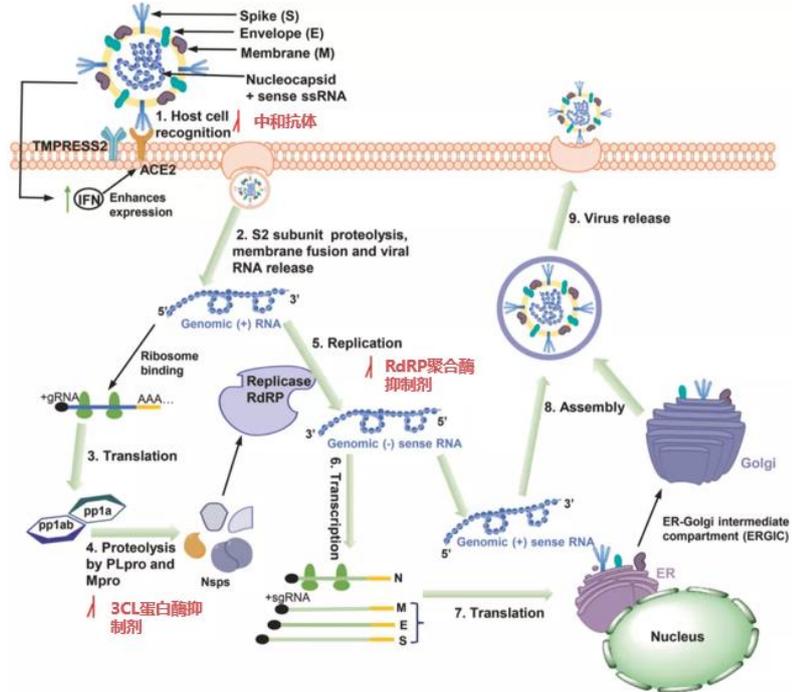
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
人口数量 (亿人)	14.13	14.14	14.15	14.16	14.17	14.18	14.19	14.20	14.21
NAFLD 发病率	20%	21%	22%	23%	24%	26%	27%	28%	30%
NAFLD 患病人数 (亿人)	2.83	2.97		3.28	3.44	3.62	3.80	4.00	4.20
NASH 发病率	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
NASH 患病人数 (亿人)	0.71	0.74	0.78	0.82	0.86	0.90	0.95	1.00	1.05
年用药金 (元)	200	150	150	150	150	150	150	150	150
理论市场空间 (亿元)	141.30	111.35	117.00	122.94	129.18	135.73	142.62	149.86	157.46
市占率			3%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
公司产品销售额 (亿元)			3.51	6.15	7.75	9.50	11.41	13.49	15.75
yoy				75.12%	26.09%	22.59%	20.08%	18.21%	16.75%
利润率			25%	25%	26%	28%	30%	28%	27%
利润现金流 (亿元)			0.88	1.54	2.02	2.66	3.42	3.78	4.25
折现率	8%								
永续年金增长率	0%								
折现价值 (亿元)	39.46	41.59	43.88						
研发成功率	0.7	0.85	1						
项目价值 (亿元)	27.62	35.35	43.88						

资料来源: Insight 数据库, 国盛证券研究所

3.3 新冠药物选择 3CL 蛋白酶抑制剂方向，RAY1216 临床持续推进

新冠病毒是单股正链 RNA 病毒，新冠药物主要围绕病毒侵入人体增殖过程中不可或缺的刺突 (S) 蛋白、3CL 蛋白酶、RNA 聚合酶三个靶点开展研究。中和抗体通过与新冠病毒表面刺突 (S) 蛋白的受体结合域结合，从而阻断病毒与 ACE2 结合令病毒无法进入细胞，起到治疗效果。中和抗体研发速度快，可抢先获批上市，但易因新冠病毒表面 S 蛋白突变造成免疫逃逸而减弱或失去疗效。以 3CL 蛋白酶抑制剂和 RNA 聚合酶抑制剂为代表的小分子药靶点保守，不易受病毒变异影响，且部分产品口服便利、可常温存储运输、成本低于中和抗体，成为医药企业主要研发方向，占据当前市场主流地位。

图表 34: 新冠病毒生命周期及主要药物作用机理



资料来源: Cell Press, 国盛证券研究所

众生药业在 3CL 蛋白酶抑制剂方向研发进展居于前列。辉瑞旗下 Paxlovid 和默克旗下 Molnupiravir 两款口服新冠药物已获美国 FDA 批准上市，分别代表 3CL 蛋白酶抑制剂和 RdRP 聚合酶抑制剂方向。对比空白对照组，Paxlovid 的试验组数据显示减轻高风险人群 89% 的住院及死亡风险，而 Molnupiravir 只有 30%。截至目前，美国市场上 90% 的口服新冠药处方已转为后上市的 Paxlovid。在国内新冠药领域，众生药业是 3CL 蛋白酶抑制剂方向研发进展居前的参与者。

公司旗下 RAY1216 是广谱、强效的抗新冠临床候选化合物，安全性良好。临床前研究表明 RAY1216 对新冠病毒 3CL 蛋白酶具有显著的抑制作用，且对不同新冠病毒变异株（野生株、Alpha、Beta、Delta、Omicron）均有高效的体外抑制活性，抑制作用与被美国和中国药品监管部门批准紧急授权使用（EUA）或附条件批准上市的奈玛特韦（PF-07321332）相当；在新冠病毒 Delta 株感染的 K18-hACE2 小鼠模型中，RAY1216 能有效保护小鼠，可显著降低肺组织病毒滴度，改善肺部病变，对新冠病毒导致的组织损伤具有明显的改善作用，呈现出较好的量效关系，其抗新冠病毒效果与同剂量 PF-07321332 相当。安全性结果提示，RAY1216 存在脱靶副作用的风险较低，致畸、致突变等研究结果为阴性，具有较高的治疗指数和良好的安全性。

目前，RAY1216 片的 I 期临床试验已按临床研究计划完成全部受试者的入组和临床观察，试验结果显示安全性和药代动力学特性良好，达到预期研究目的，并为即将开展的 II/III 期临床试验提供了充分的依据。我们判断，如果项目顺利，后续 II/III 期临床有望在 2023 年完成，并提交 NDA。

图表 35: 部分国内新冠药靶点及研发进展

序号	药品	研发企业	研发阶段	靶点
1	阿兹夫定	真实生物	上市	RNA 聚合酶
2	VV116	君实生物	III 期	RNA 聚合酶
3	普克鲁胺	开拓药业	III 期	AR 拮抗剂
4	EG-009A	埃格林医药	I 期	ENaC\FKBP5\GILZ
5	IMO417	先声药业	I 期	3CL 蛋白酶
6	RAY1216	众生药业	I 期	3CL 蛋白酶
7	SHEN26	科兴制药	I 期	RNA 聚合酶
8	VV993	君实生物	临床前	3CL 蛋白酶
9	ASC10	歌礼制药	临床前	3CL 蛋白酶
10	EDDC-2214	云顶新耀	临床前	3CL 蛋白酶
11	ASC11	歌礼制药	临床前	3CL 蛋白酶
12	-	博济医药	临床前	3CL 蛋白酶
13	-	盘龙医药	临床前	3CL 蛋白酶
14	-	药明康德/广生中霖	临床前	3CL 蛋白酶

资料来源: 中国医药创新协会, 国盛证券研究所

受病例减少和已有药物适应症获批影响, 新冠药市场竞争可能加剧, 临床进展时间浮动较大。目前 RNA 聚合酶方向的阿兹夫定已在国内获批, RAY1216 作为 3CL 蛋白酶方向进度较快药物, 预计上市后占有一定市场份额, 疫情常态化情况下销售峰值不超过 25 亿元。

估值假设:

◇ 设定 RAY1216 于 2024 年获批上市。

◇ 设定折现率为 8%, 永续增长率 0。

在该假设下, 测算 RAY1216 的 2022 年项目估值为 11 亿元。

图表 36: RAY1216 市场销售预测

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
人口数 (百万)	1432	1434	1435	1437	1437	1436	1435	1435	1434
假设中国累计感染率	1%	3%	8%	15%	20%	25%	28%	30%	31%
累计感染人数 (万)	716	4301	11771	21562	28735	35901	40189	43039	44452
新增感染人数 (万)	716	3585	7470	9791	7173	7166	4288	2849	1413
治疗率	50%	75%	80%	85%	87%	89%	90%	90%	90%
RAY1216 市占率			3.0%	6.2%	5.4%	5.2%	4.8%	4.6%	4.5%
RAY1216 发放疗程数 (万)			179	516	337	332	185	118	57
每疗程定价 (元)			500	470	442	415	395	395	395
价格 yoy				-10%	-8%	-6%	-6%	-6%	-5%
RAY1216 预计销售额 (亿元)			8.96	24.25	14.89	13.77	7.31	4.65	2.26
利润率			25%	28%	30%	32%	35%	35%	30%
利润现金流 (亿元)			2.24	6.79	4.47	4.41	2.56	1.63	0.68
折现率	8%								
永续年金增长率	0%								
折现价值 (亿元)	22.08	22.42	22.78						
研发成功率	0.5	0.75	1						
项目价值 (亿元)	11.04	16.81	22.78						

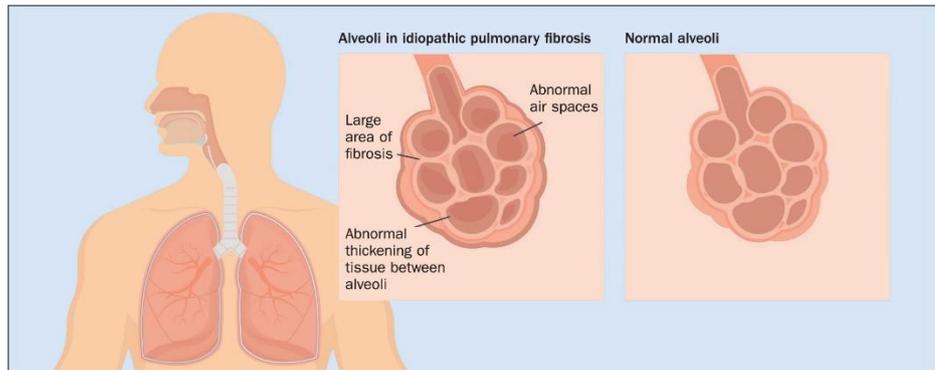
资料来源: 国家统计局, 公司公告, 国盛证券研究所

3.4 呼吸类、抗肿瘤类药物进展顺利，持续发展优势明显

呼吸系统领域，特发性肺纤维化存在临床药物需求。特发性肺纤维化（Idiopathic Pulmonary Fibrosis, IPF）是一种病因不明，慢性进行性纤维化型间质性肺炎，根据 2015 年报道的该病全球发病率和死亡率研究的系统评价分析，世界各地特发性肺纤维化年发病率有差异，但多呈逐渐上升趋势，保守估计欧洲和南美年发病率约为（3-9）/10 万。IPF 患者从确诊到死亡的中位生存时间为 2-3 年。2018 年 5 月国家卫健委发布《第一批罕见病目录》，特发性肺纤维化（IPF）被收录其中。目前 IPF 病因及确切发病机制不完全清楚。在治疗药物方面，FDA 仅批准尼达尼布（Nintedanib）和吡非尼酮（Pirfenidone）两种新的口服药物用于特发性肺纤维化治疗，临床上存在未满足的临床需求。基于 IPF 的治疗现状，国内仍急需开发新的药物，为临床提供更多的选择。

公司旗下用于治疗特发性肺纤维化的一类创新药 ZSP1603 临床进展顺利。ZSP1603 是众生睿创研发的具有明确作用机制和全球自主知识产权（境内外均未上市）的用于治疗特发性肺纤维化及晚期复发性、难治性或转移性实体瘤的化学药一类创新药物。该项目已进行了全面的临床前药效学、安全药理学、毒理学和药代动力学评估，并完成健康成人受试者体内的 Ia 期临床研究，人体药代动力学性质显著优于同靶点参考化合物，目前该项目正在开展针对 IPF 患者的 Ib/IIa 期临床研究，已完成第二剂量组部分受试者入组。

图表 37: 特发性肺纤维化与正常情况的对比



资料来源: British Journal of Nursing, 国盛证券研究所

肿瘤研发管线布局众多，临床试验持续推进。用于治疗肝癌、胃癌等恶性肿瘤的一类创新药 ZSP1241、用于治疗恶性肿瘤的一类创新药 ZSP1602（国家重大新药创制项目）两个创新药肿瘤项目进展顺利，目前正开展 I 期临床试验。同时，公司研发两个纳米制剂，治疗卵巢癌、肺癌等恶性肿瘤的注射用多西他赛聚合物胶束和治疗乳腺癌、肺癌等恶性肿瘤的注射用紫杉醇聚合物胶束已获药物临床试验批件，均在开展 I 期临床试验。

图表 38: 众生药业抗肿瘤产品管线

项目名称	药物	类别	治疗领域	研发进展
ZSYM004	ZSP1602	抗肿瘤新药	恶性肿瘤	临床 I 期
ZSYM006	ZSP1241	抗肿瘤新药	肝癌、胃癌等恶性肿瘤	临床 I 期
ZSYY001	注射用紫杉醇聚合物胶束	抗肿瘤改良型新药	乳腺癌、肺癌等恶性肿瘤	临床 I 期
DXZ923	注射用多西他赛聚合物胶束	抗肿瘤改良型新药	卵巢癌、肺癌等恶性肿瘤	临床 I 期

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

四、盈利预测与估值

4.1 盈利预测及关键假设

关键假设:

1、中成药板块: 中成药销售是公司重要收入来源,近年来收入占比不断提升。随着老龄化深入发展,公司旗下复方血栓通系列、脑栓通胶囊、众生丸系列、清热祛湿颗粒等具有良好临床证据和市场基础的核心慢病产品有望持续放量,我们预计中成药 2022-2024 年收入增速分别实现 15.6%、17.2%、14.7%。

2、化学药板块: 公司抓住仿制药一致性评价和国家集采的历史机遇,积极布局了一批入选医保和基药目录的化药产品,上半年通过仿制药一致性评价的国采产品供应及时,市场占有率有份额稳定,我们预计化药 2022-2024 年收入增速分别实现 11.4%、12.4%、9.9%。

盈利预测

我们预计公司 2022-2024 年营业收入为 27.69 亿元、31.99 亿元、36.25 亿元,同比增长分别为 14.0%、15.5%、13.3%; 归母净利润为 3.47 亿元、4.21 亿元、5.04 亿元,同比增长分别为 25.1%、21.2%、19.8%。

图表 39: 众生药业收入拆分及盈利预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
中成药收入(百万元)	1160.69	1560.59	1804.04	2114.88	2425.77
yoy	-18.4%	34.5%	15.6%	17.2%	14.7%
毛利率(%)	76.20	78.41	77.16	77.26	77.61
化学药收入(百万元)	628.00	736.99	820.64	922.07	1012.99
yoy	-29.3%	17.4%	11.4%	12.4%	9.9%
毛利率(%)	51.94	50.10	51.42	51.15	50.89
中药材及中药饮片销售收入(百万元)	59.48	95.36	109.88	126.01	146.37
yoy	-39.7%	60.3%	15.2%	14.7%	16.2%
毛利率(%)	16.71	10.79	10.61	11.55	12.41
原料药及中间体收入(百万元)	12.05	22.56	17.78	17.46	19.27
yoy	-35.7%	87.2%	10.2%	9.6%	10.3%
毛利率(%)	25.98	49.68	0.23	0.23	0.27
眼科医疗器械收入(百万元)	2.57	0.85	2.87	3.14	3.43
yoy	-58.1%	-66.9%	14.8%	15.3%	14.7%
毛利率(%)	33.06	28.28	30.56	32.16	29.68
眼科医疗服务(百万元)	25.25				
yoy	-71.2%				
毛利率(%)	38.41				
其他业务(百万元)	7.79	12.74	14.04	15.40	16.98
yoy	-16.7%	63.5%	10.2%	9.7%	10.2%
毛利率(%)	57.17	61.37	58.98	62.82	45.21
营业总收入(百万元)	1895.82	2429.10	2769.26	3198.97	3624.79
yoy	-25.1%	28.1%	14.0%	15.5%	13.3%
毛利率(%)	65.34	66.79	66.26	66.61	66.90

资料来源: wind, 国盛证券研究所

4.2 估值与结论

公司主要收入来源为中成药、化药，旗下有多个创新药项目存在后续获批的拔估值潜能。对公司进行分部估值，中成药（含中药材及中药饮片）、化药（原料药及中间体）、其他（眼科医疗器械）板块采用可比公司估值，创新药板块采用 DCF 估值，测算得公司 2022-2024 年市值分别为 152.01 亿元、177.14 亿元、187.92 亿元，存在提升空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 40: 可比公司 PE

			可比公司 PE		
	代码	公司/项目	2022E	2023E	2024E
中成药	603567.SH	同仁堂	43.44	37.16	31.86
	002603.SZ	以岭药业	21.63	18.06	15.24
	600557.SH	康缘药业	20.35	16.22	13.23
	300026.SZ	红日药业	19.12	13.26	10.52
	参考可比公司给定 PE			35	32
化学药	600276.SH	恒瑞医药	48.18	40.63	34.75
	600521.SH	华海药业	31.93	24.25	18.61
	002422.SZ	科伦药业	23.2	19.74	17.06
	1093.HK	石药集团	13.53	11.97	10.78
	参考可比公司给定 PE			26	23

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (可比公司 PE 采用 wind 一致预期, 截止 8 月 3 日收盘)

图表 41: 众生药业分部估值

		2022E	2023E	2024E
中药板块净利润 (百万元)		238.86	294.68	360.61
化药板块净利润 (百万元)		104.64	123.55	144.72
其他板块净利润 (百万元)		2.11	2.44	2.86
中药给定 PE		35	32	25
化药给定 PE		26	23	20
其他给定 PE		20	18	16
创新药				
项目 DCF 估值 (亿元)	ZSP1273	26.58	34.20	42.69
	ZSP1601	27.62	35.35	43.88
	RAY1216	11.04	16.81	22.78
上市公司比例		62.51%	62.51%	62.51%
总市值 (亿元)		152.01	177.14	187.92

资料来源: wind, 国盛证券研究所

五、风险提示

- 1) 临床试验进展不及预期风险。**公司旗下创新药覆盖流感、NASH、新冠等方向，目前市场竞争较为激烈，多个药物已进入临床关键期或与公司药物处于临近阶段，若患病人数不足影响试验入组，有可能因临床进展较慢失去抢先上市的机会，对后续产品销售造成较大影响。
- 2) 创新药研发失败风险。**公司与药明康德等研究机构合作开发新药，目前多个产品处于临床前研究，后续临床表现并不明朗，公司需承担前期研发费用，若研发失败公司可能出现较大损失。
- 3) 中成药销售不及预期风险。**中成药销售是公司收入主要来源，若受到疫情加重、竞争加剧等影响，复方血栓通系列及脑栓通胶囊等核心单品销售量可能下滑，导致整体收入减少。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com