


2024年09月02日  
 众生药业(002317.SZ)

SDIC


**公司快报**

证券研究报告

中成药

投资评级

**买入-A**  
**首次评级**

6个月目标价

16.85元

股价(2024-08-30)

11.29元

交易数据

总市值(百万元) 9,614.07

流通市值(百万元) 8,598.66

总股本(百万股) 851.56

流通股本(百万股) 761.62

12个月价格区间 10.6/20.05元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.8	-7.2	-10.5
绝对收益	2.4	-14.8	-22.8

**马帅** 分析师

SAC 执业证书编号: S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

**连国强** 分析师

SAC 执业证书编号: S1450523020002

liangq@essence.com.cn

相关报告

## GLP-1R/GCCR 多肽 RAY1225 差异化优势明显, 流感药昂拉地韦值得期待

**事件:** 公司发布 2024 年中报, 报告期内实现营业收入 13.64 亿元, 同比减少 7.96%; 实现归母净利润 0.87 亿元, 同比减少 58.09%; 实现扣非归母净利润 1.74 亿元, 同比减少 24.28%。Q2 单季度来看, 实现营业收入 7.2 亿元, 同比减少 1.67%, 环比增长 12.81%。

**GLP-1R/GCCR 双靶点多肽 RAY1225 早期临床数据优异, 两周一次给药差异化优势明显。** 根据公司 GLP-1R/GCCR 双靶点多肽 RAY1225 已披露的 1 期临床数据, 肥胖受试者多次给药研究中, 6 周(初次给药日起, 第 43 天)时受试者体重较基线时明显下降, 平均降幅分别为 5.33% 和 7.90%, 差异有统计学意义 ( $P=0.0013$  和  $P=0.0007$ ), 而安慰剂组仅下降 0.37%, 早期临床数据优异。考虑到国内 GLP-1 药物竞争较为激烈, 我们认为在多数 GLP-1 药物给药方式为一周一次的背景下, 公司两周一次给药的方式具备一定的差异化优势, 有望提升患者使用依存性。当前 RAY1225 已开展治疗 2 型糖尿病及超重/肥胖患者的两项 2 期临床研究, 后线数据读出值得期待。

**创新业务板块流感药昂拉地韦即将获批上市, 下半年传统业务板块中成药集采影响有望消化完毕。** 创新药业务方面, 核心品种流感药昂拉地韦甲流适应症的上市申请于 2023 年 12 月被 CDE 受理, 针对儿童甲流适应症的开发已在 2 期临床阶段, 该药物有望于 2024 年下半年或 2025 年初获批上市, 将成为继新冠药来瑞特韦后第二个获批上市创新药品种, 成为新的业绩增量。传统业务方面, 2023 年 7 月公司代表品复方血栓通胶囊中选全国中成药采购联盟集中带量采购, 全资子公司华南药业复方血栓通软胶囊作为非代表品以同比例降价幅度随同代表品一并中选, 考虑到该批次集采于 2023 年第四季度执行, 预计上述集采对公司传统业务业绩的影响将在 2024 年下半年基本消化完毕。

**投资建议:** 我们预计公司 2024 年-2026 年的营业收入分别为 30.07 亿元、34.94 亿元、39.77 亿元, 归母净利润分别为 2.39 亿元、4.11 亿元、5.32 亿元, 对应 EPS 分别为 0.28 元、0.48 元、0.62 元, 对应 PE 分别为 40.3 倍、23.4 倍、18.1 倍; 考虑到公司已上市/即将上市产品的放量潜力以及丰富的临床研发管线, 我们认为公司未来发展前景可观, 给予公司 2024 年 PE 60 倍估值

水平，对应 6 个月目标价为 16.85 元/股，首次给与买入-A 级投资评级。

**风险提示：**创新药临床试验进度不及预期的风险，临床试验失败的风险，医药政策变化的风险，产品销售不及预期的风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	2,676.2	2,610.6	3,007.3	3,493.7	3,977.1
净利润	322.1	263.3	239.1	410.8	532.0
每股收益(元)	0.38	0.31	0.28	0.48	0.62
每股净资产(元)	4.35	5.12	5.24	5.45	5.70

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	29.9	36.6	40.3	23.4	18.1
市净率(倍)	2.6	2.2	2.2	2.1	2.0
净利润率	12.0%	10.1%	8.0%	11.8%	13.4%
净资产收益率	8.7%	6.0%	5.4%	8.9%	11.0%
股息收益率	1.7%	1.8%	1.4%	2.4%	3.3%
ROIC	17.7%	11.5%	13.0%	15.8%	20.7%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

## 1. 关键假设与估值分析

考虑到众生丸、复方血栓通、脑栓通等品种的放量，中成药业务 2024 年-2026 年营业收入假设为 16.0 亿元、17.7 亿元、19.2 亿元，毛利率为 65%、65%、65%；考虑到来瑞特韦和昂拉地韦的放量，创新药业务 2024 年-2026 年营业收入假设为 1.4 亿元、3.5 亿元、5.6 亿元，毛利率为 95%、95%、95%；化学仿制药业务 2024 年-2026 年营业收入假设为 9.8 亿元、10.6 亿元、11.4 亿元，毛利率为 50%、50%、50%；中药材及中药饮片业务 2024 年-2026 年营业收入假设为 2.4 亿元、2.6 亿元、2.9 亿元，毛利率为 6%、6%、6%；原料药及中间体业务 2024 年-2026 年营业收入假设为 0.5 亿元、0.5 亿元、0.5 亿元，毛利率为 50%、50%、50%。

表1：公司营收拆分（单位：亿元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>总收入</b>	26.11	30.08	34.94	39.78
yoy	-2.4%	15.2%	16.2%	13.8%
<b>毛利率</b>	58.60%	56.53%	58.80%	60.46%
<b>中成药</b>	13.91	16.00	17.68	19.24
yoy	-14.9%	15.0%	10.5%	8.8%
<b>毛利率</b>	70.8%	65.0%	65.0%	65.0%
众生丸	1.3	1.5	1.6	1.8
yoy		15%	10%	8%
复方血栓通	7.5	8.6	9.5	10.2
yoy		15%	10%	8%
脑栓通	3.6	4.1	4.6	4.9
yoy		15%	10%	8%
清热祛湿冲剂	1	1.2	1.3	1.5
yoy		15%	15%	15%
其他	0.51	0.6	0.7	0.8
yoy		15%	15%	15%
<b>创新药</b>	0.8	1.4	3.5	5.6
yoy		70.0%	157.1%	61.5%
<b>毛利率</b>	95%	95%	95%	95%
来瑞特韦	0.8	1.4	1.5	1.6
yoy		70%	10%	10%
昂拉地韦			2	4.0
yoy				100%
<b>化学仿制药</b>	8.82	9.8	10.6	11.4
yoy	7.4%	11%	8%	8%
<b>毛利率</b>	52.7%	50.0%	50.0%	50.0%
<b>中药材及中药饮片</b>	2.06	2.4	2.6	2.9
yoy	18.4%	15%	10.0%	10.0%
<b>毛利率</b>	5.9%	6.0%	6.0%	6.0%
<b>原料药及中间体</b>	0.42	0.5	0.5	0.5
yoy	13.5%	10%	5%	5%
<b>毛利率</b>	53.1%	50.0%	50.0%	50.0%

其他	0.1	0.1	0.1	0.1
yoy	0.0%	0%	0%	0%
毛利率	45.1%	45.0%	45.0%	45.0%

资料来源: Choice, 国投证券研究中心

我们预计公司 2024 年-2026 年的营业收入分别为 30.07 亿元、34.94 亿元、39.77 亿元，归母净利润分别为 2.39 亿元、4.11 亿元、5.32 亿元；以仿制药转型创新药的代表标的恒瑞医药、信立泰、悦康药业、东诚药业的 PE (TTM) 比较，考虑到公司创新药转型步入正轨，给予公司 2024 年 PE 60 倍估值水平，对应 6 个月目标价为 16.85 元/股，首次给与买入-A 级投资评级。

图1. 可比公司 PE (TTM)

证券代码	证券名称	<input checked="" type="checkbox"/>	总市值 [交易日期]最新(2024-... [单位]亿元	市盈率PE(TTM) [交易日期]最新(2024-...
688658.SH	悦康药业	<input checked="" type="checkbox"/>	84.5550	87.8285
002675.SZ	东诚药业	<input checked="" type="checkbox"/>	94.6636	68.9872
002294.SZ	信立泰	<input checked="" type="checkbox"/>	341.1339	58.1610
600276.SH	恒瑞医药	<input checked="" type="checkbox"/>	2,800.3820	51.6112

资料来源: Choice, 国投证券研究中心, 截止 2024 年 9 月 2 日

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	2,676.2	2,610.6	3,007.3	3,493.7	3,977.1	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	940.5	1,080.9	1,307.2	1,439.5	1,572.6	营业收入增长率	10.2%	-2.5%	15.2%	16.2%	13.8%
营业税费	24.1	24.9	28.5	32.7	37.6	营业利润增长率	19.7%	-20.2%	5.3%	52.3%	28.1%
销售费用	1,000.1	889.9	962.3	1,152.9	1,312.5	净利润增长率	16.0%	-18.3%	-9.2%	71.8%	29.5%
管理费用	171.5	155.6	180.4	209.6	238.6	EBITDA 增长率	19.8%	-19.4%	16.7%	34.0%	20.1%
研发费用	156.6	127.4	150.4	174.7	198.9	EBIT 增长率	24.6%	-29.3%	22.5%	45.6%	24.8%
财务费用	57.2	16.8	40.8	38.3	31.9	NOPLAT 增长率	15.3%	-24.8%	11.9%	44.9%	25.5%
资产减值损失	-	-	-	-	-	投资资本增长率	15.4%	-0.4%	19.3%	-4.5%	12.3%
加: 公允价值变动收益	-19.5	-65.2	-53.1	-	-	净资产增长率	7.9%	18.6%	2.3%	3.5%	4.0%
投资和汇兑收益	46.4	23.5	30.2	33.4	29.0						
<b>营业利润</b>	374.3	298.7	314.7	479.4	614.0	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	-6.0	-15.1	-48.9	-23.3	-29.1	毛利率	64.9%	58.6%	56.5%	58.8%	60.5%
<b>利润总额</b>	368.3	283.7	265.7	456.1	584.9	营业利润率	14.0%	11.4%	10.5%	13.7%	15.4%
减: 所得税	53.0	33.8	33.2	59.0	72.8	净利润率	12.0%	10.1%	8.0%	11.8%	13.4%
<b>净利润</b>	322.1	263.3	239.1	410.8	532.0	EBITDA/营业收入	19.0%	15.7%	15.9%	18.3%	19.3%
						EBIT/营业收入	15.3%	11.1%	11.8%	14.8%	16.2%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	73	77	64	47	35
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	162	183	183	180	182
货币资金	927.7	1,252.0	1,503.6	1,746.9	1,988.6	流动资产周转天数	397	496	515	487	479
交易性金融资产	340.7	683.1	630.0	630.0	630.0	应收帐款周转天数	69	70	69	69	69
应收帐款	524.2	497.1	651.2	693.7	841.4	存货周转天数	63	69	78	72	69
应收票据	701.9	497.8	689.3	741.1	934.2	总资产周转天数	718	844	813	736	686
预付帐款	88.0	87.3	173.3	94.9	192.4	投资资本周转天数	302	331	315	288	262
存货	481.1	520.4	778.2	619.2	896.1						
其他流动资产	171.0	423.0	221.0	271.7	305.2	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	8.7%	6.0%	5.4%	8.9%	11.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.5%	3.9%	3.3%	5.5%	6.4%
长期股权投资	4.3	1.8	1.8	1.8	1.8	ROIC	17.7%	11.5%	13.0%	15.8%	20.7%
投资性房地产	44.6	3.5	3.5	3.5	3.5	<b>费用率</b>					
固定资产	549.2	569.1	494.9	420.7	346.6	销售费用率	37.4%	34.1%	32.0%	33.0%	33.0%
在建工程	82.0	123.5	123.5	123.5	123.5	管理费用率	6.4%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
无形资产	808.8	985.0	937.5	889.9	842.3	研发费用率	5.9%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%
其他非流动资产	1,051.8	814.9	913.1	923.0	882.0	财务费用率	2.1%	0.6%	1.4%	1.1%	0.8%
<b>资产总额</b>	5,775.3	6,458.5	7,120.9	7,159.9	7,987.6	四费/营业收入	51.8%	45.6%	44.4%	45.1%	44.8%
短期债务	587.6	621.5	948.0	1,221.9	1,575.4	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	309.7	207.6	465.6	273.9	516.2	资产负债率	33.9%	29.9%	35.0%	33.1%	37.6%
应付票据	16.8	9.0	9.2	17.5	12.0	负债权益比	51.3%	42.7%	53.9%	49.5%	60.3%
其他流动负债	194.2	177.3	168.5	179.3	177.0	流动比率	2.92	3.90	2.92	2.83	2.54
长期借款	286.0	97.0	262.4	3.0	12.3	速动比率	2.48	3.39	2.43	2.47	2.14
其他非流动负债	564.5	820.5	638.9	674.6	711.4	利息保障倍数	7.17	17.29	8.71	13.53	20.22
<b>负债总额</b>	1,958.8	1,932.8	2,492.6	2,370.3	3,004.2	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	113.7	169.4	162.7	149.1	129.2	DPS(元)	0.19	0.20	0.16	0.28	0.37
股本	814.4	853.4	851.6	851.6	851.6	分红比率	50.2%	64.4%	57.6%	57.4%	59.8%
留存收益	2,914.2	3,512.7	3,614.0	3,788.9	4,002.7	股息收益率	1.7%	1.8%	1.4%	2.4%	3.3%
<b>股东权益</b>	3,816.5	4,525.7	4,628.3	4,789.6	4,983.4						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	0.38	0.31	0.28	0.48	0.62
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	BVPS(元)	4.35	5.12	5.24	5.45	5.70
净利润	315.3	249.9	239.1	410.8	532.0	PE(X)	29.9	36.6	40.3	23.4	18.1
加: 折旧和摊销	99.5	121.4	121.8	121.8	121.8	PB(X)	2.6	2.2	2.2	2.1	2.0
资产减值准备	4.8	16.3	-	-	-	P/FCF	24.8	97.3	34.6	17.4	17.3
公允价值变动损失	19.5	65.2	-53.1	-	-	P/S	3.6	3.7	3.2	2.8	2.4
财务费用	84.3	34.8	40.8	38.3	31.9	EV/EBITDA	40.7	28.7	16.8	12.1	10.2
投资收益	-46.4	-23.5	-30.2	-33.4	-29.0	CAGR(%)	8.0%	27.0%	-5.4%	8.0%	27.0%
少数股东损益	-6.7	-13.4	-6.6	-13.7	-19.9	PEG	3.7	1.4	-7.5	2.9	0.7
营运资金的变动	-448.7	176.0	-682.1	-3.4	-415.9	ROIC/WACC	1.8	1.2	1.3	1.6	2.1
<b>经营活动产生现金流量</b>	63.1	190.6	-370.3	520.4	220.9	REP	4.8	4.2	2.1	1.8	1.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	-526.7	-743.2	291.0	-17.7	11.5						
<b>融资活动产生现金流量</b>	357.6	841.7	330.9	-259.5	9.3						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034