

RAY1225 国内商业化合作落地，创新转型进入收获期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2026-01-18

主要观点：

● 事件：

公司发布公告《关于控股子公司签署 RAY1225 注射液项目许可协议的公告》，众生药业控股子公司广东众生睿创生物科技有限公司与齐鲁制药有限公司于 2026 年 1 月 16 日签署《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，统称“许可地区”）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，在许可产品获得药品监管部门上市注册批准后，众生睿创为药品上市许可持有人（MAH）。

● 长效 GLP-1 RAY1225 国内商业化合作落地，持续关注海外权益授权

2026 年 1 月 16 日，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，统称“许可地区”）内对 RAY1225 注射液进行生产与商业化销售首付款及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、开发和销售里程碑付款最高合计人民币 8 亿元，后续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，国内商业化合作落地，持续关注产品后续开发。

RAY1225 注射液是一款由众生药业控股子公司众生睿创研发的、具有全球自主知识产权的创新结构多肽药物，属于长效 GLP-1 类药物，该产品每两周注射一次。2025 年 5 月公司披露 RAY1225 注射液在减重和降糖两项 II 期临床试验的顶线分析数据。减重方面，RAY1225 注射液减重达标率较好，具有更好的耐受性。二型糖尿病方面，RAY1225 注射液具有较好的降糖达标率，RAY1225 注射液在同类产品中，展示出了更好的疗效与安全性，国内 III 期临床试验同步推进，产品海外权益授权值得关注。

● 甲流创新药昂拉地韦片上市，期待逐步放量

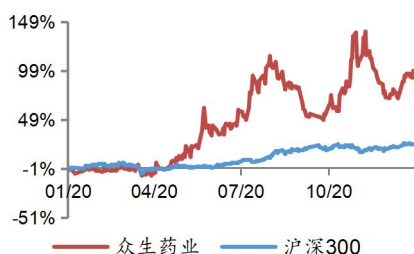
公司创新药陆续获批，创新转型初见成效，逐步引领公司长久发展，2025 年 5 月，流感创新药昂拉地韦片（商品名：安睿威®）获批上市，它是一款 PB2 靶点小分子 RNA 聚合酶抑制剂，临床上用于成人单纯性甲型流感的治疗。昂拉地韦片属于一类创新药，具有明确的作用机制和全球自主知识产权。昂拉地韦片作为新一代流感创新药，具有快速、强效、低耐药的特点。昂拉地韦片与当前主流流感药奥司他韦相比，疗效更明确，症状缓解更快，甲流病毒载量更快更好的下降，病毒转阴时间显著缩短，昂拉地韦片有望打破当前流感市场格局，产品持续放量。同时用于治疗 2~11 岁儿童的昂拉地韦颗粒 III 期临床试验同步推进。

● 投资建议

我们持续关注流感创新药昂拉地韦片获批上市后逐步放量，同时，在研产品长效 GLP-1 RAY1225 注射液在临床 II 期试验的结果，展现出了较好的疗效和安全性，国内商业化落地后，持续关注其海外权益授权，我们维持此前盈利预测，2025~2027 年收入分别 28.08/31.23/35.01 亿元，同比增长 13.8%/11.2%/12.1%；归母净利润 3.05/3.43/3.91 亿元，同比增长 201.9%/12.5%/14.0%，对应估值为 62X/55X/48X。维持“买入”投资评

收盘价（元）	22.10
近 12 个月最高/最低（元）	27.97/9.85
总股本（百万股）	850
流通股本（百万股）	762
流通股比例（%）	89.61
总市值（亿元）	188
流通市值（亿元）	168

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

电话：

邮箱：tangc@hazq.com

相关报告

1.【华安医药】众生药业深度报告：创新药产品布局丰富，甲流产品蓄势待发 2025-08-15

级。

● 风险提示

产品销售不及预期风险，BD 项目不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2467	2808	3123	3501
收入同比 (%)	-5.5%	13.8%	11.2%	12.1%
归属母公司净利润	-299	305	343	391
净利润同比 (%)	-213.6%	201.9%	12.5%	14.0%
毛利率 (%)	56.0%	56.6%	56.8%	56.9%
ROE (%)	-7.6%	6.9%	6.9%	7.0%
每股收益 (元)	-0.36	0.36	0.40	0.46
P/E	—	61.61	54.76	48.03
P/B	2.64	4.25	3.79	3.37
EV/EBITDA	28.27	41.76	37.00	32.75

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
流动资产	3463	3733	4388	5054					
现金	1399	1436	1842	2272					
应收账款	533	519	579	648					
其他应收款	17	19	22	24					
预付账款	84	102	116	128					
存货	441	595	665	741					
其他流动资产	987	1061	1164	1241					
非流动资产	2091	1990	2111	2239					
长期投资	2	4	6	8					
固定资产	658	662	661	658					
无形资产	327	462	573	696					
其他非流动资产	1103	862	871	877					
资产总计	5553	5723	6499	7293					
流动负债	1203	1016	1269	1466					
短期借款	303	428	599	746					
应付账款	72	107	125	136					
其他流动负债	828	481	545	583					
非流动负债	340	205	205	205					
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	340	205	205	205					
负债合计	1543	1221	1474	1671					
少数股东权益	95	82	67	50					
股本	852	850	850	850					
资本公积	1780	1815	1815	1815					
留存收益	1284	1756	2294	2908					
归属母公司股东权益	3915	4420	4958	5572					
负债和股东权益	5553	5723	6499	7293					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
经营活动现金流	338	167	237	263					
净利润	-374	291	328	374					
折旧摊销	127	106	108	111					
财务费用	24	11	15	20					
投资损失	-25	-30	-35	-39					
营运资金变动	6	-201	-162	-181					
其他经营现金流	198	484	471	534					
投资活动现金流	385	85	-181	-183					
资本支出	-227	-112	-232	-242					
长期投资	566	25	15	20					
其他投资现金流	46	172	35	39					
筹资活动现金流	-562	-215	350	350					
短期借款	-318	125	170	148					
长期借款	-97	0	0	0					
普通股增加	-2	-2	0	0					
资本公积增加	-28	35	0	0					
其他筹资现金流	-118	-373	180	202					
现金净增加额	160	37	405	430					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
营业收入	2467	2808	3123	3501					
营业成本	1085	1218	1350	1509					
营业税金及附加	21	26	29	33					
销售费用	850	1011	1124	1260					
管理费用	152	170	190	213					
财务费用	9	-10	-6	-7					
资产减值损失	-547	-5	-5	-5					
公允价值变动收益	-18	0	0	0					
投资净收益	25	30	35	39					
营业利润	-280	333	375	428					
营业外收入	0	0	0	0					
营业外支出	56	0	0	0					
利润总额	-336	333	375	428					
所得税	38	41	47	53					
净利润	-374	291	328	374					
少数股东损益	-75	-14	-15	-17					
归属母公司净利润	-299	305	343	391					
EBITDA	345.66	428.69	477.54	530.84					
EPS (元)	-0.36	0.36	0.40	0.46					

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-5.5%	13.8%	11.2%	12.1%
营业利润	-193.7%	218.9%	12.8%	13.9%
归属于母公司净利润	-213.6%	201.9%	12.5%	14.0%
获利能力				
毛利率 (%)	56.0%	56.6%	56.8%	56.9%
单位:百万元	-12.1%	10.9%	11.0%	11.2%
ROE (%)	-7.6%	6.9%	6.9%	7.0%
ROIC (%)	5.0%	5.6%	5.6%	5.7%
偿债能力				
资产负债率 (%)	27.8%	21.3%	22.7%	22.9%
净负债比率 (%)	38.5%	27.1%	29.3%	29.7%
流动比率	2.88	3.67	3.46	3.45
速动比率	2.26	2.83	2.71	2.74
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.50	0.51	0.51
应收账款周转率	4.87	5.34	5.69	5.71
应付账款周转率	13.88	13.63	11.63	11.55
每股指标 (元)				
每股收益	-0.36	0.36	0.40	0.46
每股经营现金流(摊薄)	0.40	0.20	0.28	0.31
每股净资产	4.60	5.20	5.83	6.56
估值比率				
P/E	—	61.61	54.76	48.03
P/B	2.64	4.25	3.79	3.37
EV/EBITDA	28.27	41.76	37.00	32.75

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。