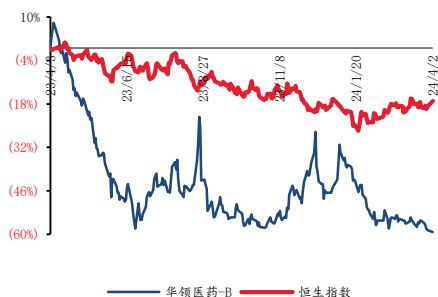


医疗保健 药品及生物科技

华堂宁放量限制因素解除，二代 GKA 美国临床顺利推进

走势比较



股票数据

总股本(亿股)	10.56
总市值(亿港元)	15.52
12个月内最高/最低价(港元)	3.98/1.41

相关研究报告

华领医药-B (2552.HK) 公司深度报告《独家品种叠加 MNC 助力商业化，掘金口服降糖药市场》—2023/09/07

华领医药-B (2552.HK) 公司点评报告《华堂宁纳入国家医保目录，2024 年放量可期》—2023/12/14

证券分析师：周豫

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com
分析师登记编号: S1190523060002

证券分析师：霍亮

E-MAIL: huoliang@tpyzq.com
分析师登记编号: S1190523070002

事件：

近日，公司发布 2023 年年报。全年华堂宁销售额为 0.77 亿元，其他收入 1.31 亿元。销售开支 0.8 亿元，研发开支 1.7 亿元（同比+32%），行政开支 1.2 亿元（同比-4%）。税前亏损 2.1 亿元（同比+4%）。现金及等价物 14.6 亿元（同比增加 9.7 亿元）。

观点：

公司在手现金充沛，期间费用保持平稳。2023 年公司共收到拜耳 2 笔里程碑付款，合计 12 亿元。公司在手现金从 2022 年底的 4.9 亿元提升至 2023 年底的 14.6 亿元。毛利方面，2023 年华堂宁毛利率为 48.8%（同比+5.1pct），预计 2024 年将继续稳步提升。期间费用方面，公司研发+行政开支合计 3.0 亿元，预计 2024 年将保持稳定；销售开支 0.8 亿元，其中付给拜耳的销售推广费 0.3 亿元（占华堂宁销售额的 39%），销售开支的其他部分预计将逐步降低。

华堂宁 23H2 销售承压主要受反腐+医保降价预期影响，24Q1 进院顺利。华堂宁全年销售额 7660 万元，其中 23H1 为 7030 万元（21.2 万盒，盒均 331.6 元），23H2 为 630 万元（3.9 万盒，盒均 161.5 元）。下半年销售承压主要原因包括：1) 23H2 医疗反腐背景下，未纳入医保产品进院难度较大；2) 医保降价预期下，医患和渠道均存有等待心理，且 23H2 部分订单以医保出厂价进行结算（从盒均价格推测）。我们认为这两大因素在 2024 年不复存在。公司年报电话会披露 24Q1 已完成近千家医院进院。

二代 GKA 美国临床 1 期顺利推进，对外授权值得期待。为提高患者依从性并获取更长的专利保护期，公司开发了 QD 给药的二代 GKA。该产品的美国 IND 于 2023 年 11 月获受理，目前已启动了美国 1 期临床，公司预计 2024 年底完成患者入组，2025 年启动 2 期临床。考虑到此前华堂宁在美国完成了和 DPP4i、SGLT2i 的药物互作临床，我们认为二代 GKA 大概率也有良好的安全性。BD 方面，公司已开展和 MNC 的接触，有望于临床 2 期完成后完成对外授权。

投资建议：结合 2023 年年报更新，我们预测公司 2024/25/26 年营业收入为 4.36/14.02/22.77 亿元人民币，归母净利润为 -1.22/0.61/2.80 亿元人民币。假定 WACC 15%，永续增长率-2%，DCF 模型计算出公司目标市值为 54.64 亿元人民币，对应股价为 5.67 港元（从 5.01 元港币上调）。维持“买入”评级。

风险提示：研发或销售不及预期风险，行业政策风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	0.77	4.36	14.02	22.77
营业收入增长率 (%)	335%	469%	221%	62%
归母净利 (亿元)	-2.11	-1.22	0.61	2.80
净利润增长率 (%)	-4%	42%	150%	361%
摊薄每股收益 (元)	-0.22	-0.12	0.06	0.27
市盈率 (PE)	-8.18	-16.14	32.38	7.03

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(亿元)					利润表(亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	15.72	14.08	19.85	26.21	营业收入	0.77	4.36	14.02	22.77
现金	14.61	12.75	15.88	20.23	其他收入	1.31	1.00	1.00	1.00
应收账款及票据	0.01	0.04	0.12	0.19	营业成本	0.39	2.05	5.89	8.43
存货	0.45	0.85	2.45	3.51	销售费用	0.80	2.25	6.04	9.49
其他	0.66	0.44	1.40	2.28	管理费用	1.24	1.30	1.37	1.44
非流动资产	1.53	3.02	2.46	1.95	研发费用	1.72	1.81	1.90	1.99
固定资产	0.45	2.12	1.71	1.35	财务费用	-0.09	-0.34	-0.29	-0.37
无形资产	0.98	0.80	0.65	0.51	除税前溢利	-2.11	-1.22	0.61	3.29
其他	0.10	0.10	0.10	0.10	所得税	0.00	0.00	0.00	0.49
资产总计	17.25	17.09	22.31	28.16	净利润	-2.11	-1.22	0.61	2.80
流动负债	2.52	3.54	8.11	11.13	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.17	0.17	0.17	0.17	归属母公司净利润	-2.11	-1.22	0.61	2.80
应付账款及票据	0.52	2.28	6.54	9.36					
其他	1.83	1.09	1.40	1.59	EBIT	-2.20	-1.56	0.31	2.92
非流动负债	13.72	13.72	13.72	13.72	EBITDA	-2.20	-1.04	0.87	3.43
长期债务	1.07	1.07	1.07	1.07	EPS (元)	-0.22	-0.12	0.06	0.27
其他	12.65	12.65	12.65	12.65					
负债合计	16.24	17.26	21.84	24.85	主要财务指标				
普通股股本	0.07	0.07	0.07	0.07		2023A	2024E	2025E	2026E
储备	0.94	-0.24	0.40	3.24	毛利率	48.78%	53.00%	58.00%	63.00%
归属母公司股东权益	1.01	-0.17	0.47	3.31	销售净利率	-275.73%	-27.93%	4.33%	12.29%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROE	-208.83%	717.04%	128.06%	84.56%
股东权益合计	1.01	-0.17	0.47	3.31	ROIC	-97.63%	-145.42%	18.24%	54.62%
负债和股东权益	17.25	17.09	22.31	28.16	资产负债率	94.14%	100.99%	97.87%	88.25%
					净负债比率	-	6773.77%	-	-573.82%
					流动比率	6.24	3.98	2.45	2.35
					速动比率	6.06	3.67	2.06	1.94
					每股经营现金流	0.84	-0.04	0.25	0.36
					每股净资产	0.10	-0.02	0.04	0.31
					P/E	-8.18	-16.14	32.38	7.03
					P/B	18.78	-115.76	41.47	5.94
					EV/EBITDA	-2.56	-7.81	5.75	0.20

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。