

公司研究

ASC47 与司美格鲁肽联合用药在肥胖小鼠模型中显示优越减重效果

——歌礼制药-B (1672.HK) 公告点评

要点

事件：公司发布减脂增肌治疗药物 ASC47 联合司美格鲁肽在肥胖小鼠中的实验数据，该药物是脂肪靶向、每月一次皮下注射的甲状腺激素受体 β 激动剂。

ASC47 联用司美格鲁肽展现出优越的临床前数据。在该临床前实验中，低剂量 ASC47 (3 mg/kg 或 9 mg/kg, 皮下注射, 每四周一次) 联合司美格鲁肽 (30 nmol/kg, 皮下注射, 每日一次) 的疗效优于司美格鲁肽单药。联合用药组 1 (3mg/kg 组) 使体重下降 36.2%，比司美格鲁肽单药多减重 56.7%；联合用药组 2 (9mg/kg 组) 使体重下降 35.9%。治疗结束时，两个给药组的肌肉总量/总体重均为 68.8%，与健康非肥胖小鼠 (66.0%) 相似，优于司美格鲁肽单药给药组 (57.2%)。

ASC47 临床前单药显示减脂增肌效果。此前常规剂量 ASC47 (45 mg/kg, 皮下注射, 每两周一次) 使肥胖小鼠体重下降 24.6%，与司美格鲁肽单药 (30 nmol/kg, 皮下注射, 每日一次) 的 23.1% 体重下降效果相似。ASC47 使肌肉总量增加 5.8%，而司美格鲁肽使肌肉总量减少 9.3%，展现药物良好的减脂增肌潜力。

ASC47 在澳洲积极推进临床试验。公司目前正在澳大利亚积极推进 ASC47 的临床试验。在低密度脂蛋白胆固醇 (LDL-C) 偏高受试者中开展的 I 期单剂量递增 (SAD) 研究中，ASC47 剂量已递增至 90 mg，显示 ASC47 皮下注射具有良好的耐受性，且半衰期达 21 天。此外在肥胖患者中也正在展开临床 2 期试验，IIa 期数据预计在 2025 年第二季度公布。

公司积极推动减肥管线，多个相关产品在研。公司现正在开展多个减肥相关药物的研究，除了 ASC47 外还在推进 ASC30 的每日口服制剂与每月一次皮下注射制剂的临床试验，后者为小分子 GLP-1R 激动剂。目前 ASC30 的口服制剂与皮下注射制剂均在美国开展临床 1 期试验，顶线数据预计将于 2025 年第一季度公布。

盈利预测、估值与评级：公司在 MASH 与减肥赛道布局积极，进度处于我国前列。考虑到公司有效控制各项费用，上调 24-25 年净利润预测为-2.61/-3.13 亿元 (前值为-2.84/-3.40 亿元)，新增 26 年净利润为-3.22 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：药物研发失败，港股市场流动性萎缩。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	54	57	0	0	0
营业收入增长率	-29.6%	4.6%	NA	NA	NA
净利润 (百万元)	-315	-144.72	-261.48	-313.13	-322.01
EPS (元)	-0.29	-0.14	-0.26	-0.31	-0.32

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-12-20

买入 (维持)

当前价：2.78 港元

作者

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

021-52523867

wangmingrui@ebsecn.com

分析师：叶思奥

执业证书编号：S0930523050003

021-52523837

yesa@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	10.13
总市值(亿港元)	28.15
一年最低/最高(港元)	0.76-2.93
近 3 月换手率	25.5

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	55	182	58
绝对	57	190	78

资料来源：Wind

相关研报

ASC41 公布 2 期期中数据，具备同靶点 best-in-class 潜质——歌礼制药 (1672.HK) 公告点评 (20240105)

掘金百亿美元市场，NASH 赛道扬帆起航——NASH 行业深度报告 (20231023)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	54	57	0	0	0
毛利	-25	26	0	0	0
研发费用	-267	-217	-238	-262	-260
销售费用	-17	0	0	0	0
管理费用	-35	-116	-90	-95	-97
财务费用	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
其他支出	-83	-22	-22	-22	-22
净利润	-315	-145	-261	-313	-322
EPS (元)	-0.29	-0.14	-0.26	-0.31	-0.32

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-142	-144	-218	-249	-292
投资活动现金流	-1297	150	149	149	148
融资活动现金流	-1	-81	-23	-23	-23
现金及现金等价物净增加额	-1441	-76	-92	-123	-167
期末现金及现金等价物	404	330	289	215	98

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
固定资产和无形资产	84	86	68	55	45
使用权资产	5	9	9	9	9
其他非流动资产	23	63	64	64	64
非流动资产	112	158	140	127	117
存货	21	6	4	3	1
应收账款和应收票据	42	27	21	16	13
现金及现金等价物	2471	2275	2206	1982	1715
流动资产	2545	2333	2256	2026	1755
应付账款和应付票据	104	133	130	127	124
其他流动负债	4	7	7	6	6
流动负债	108	141	137	133	130
非流动负债	9	8	9	9	10
股东权益	2540	2342	2250	2010	1732

资料来源: WIND, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP