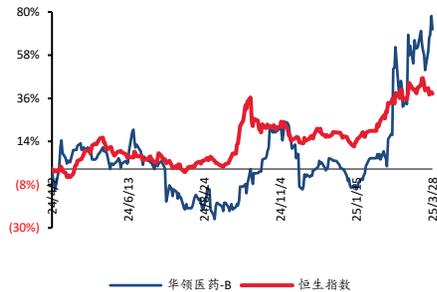


医疗保健 药品及生物科技

华堂宁商业化交接顺利，坚定看好二代 GKA 出海

走势比较



股票数据

总股本 (亿股)	10.56
总市值 (亿港元)	26.18
12个月内最高/最低价 (港元)	2.79/1.03

相关研究报告

<<华堂宁 24H1 同比增长 46%，二代 GKA 美国临床 24Q4 读出>>--2024-09-02

<<华堂宁放量限制因素解除，二代 GKA 美国临床顺利推进>>--2024-04-05

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

研究助理：戎晓婕

E-MAIL: rongxj@tpyzq.com
 一般证券业务登记编号: S1190123070050

事件：

近日公司发布 2024 年年度业绩公告，并召开电话会议更新业务进展。

观点：

华堂宁 2024 全年收入同比增长 234%，我们预计现金储备足以支撑至扭亏为盈。首个完整医保年度华堂宁销售额为 2.56 亿元（同比+234%），处方医院超过 2700 家。毛利率为 48.7%（同比-0.1pct），主要因纳入医保后定价降低 63% 导致。2024 年研发开支 2.15 亿元（同比+25%），主要来自华堂宁上市后研究和二代 GKA 海外临床导致的临床费用增加；行政开支 1.17 亿元（同比-6%），销售开支 1.53 亿元（同比+92%）；年内亏损 2.50 亿元（同比+18%）。公司在手现金为 11.4 亿元，根据财务模型我们预计现金储备可维持至 2027 年公司扭亏为盈。

华堂宁商业化转移顺利，2025 年 1-2 月同比增长 199%。终止拜耳合作后，公司搭建了自营商业化团队，负责人为前礼来中国高级业务总监陆总。2025 年 1-2 月，华堂宁收入 7320 万元（同比+199%），表明华堂宁的商业化已完成平稳交接。我们认为自营可控的销售团队有望增加公司业绩的稳定性和确定性，销售团队的后续扩充值得关注。

二代 GKA 已完成美国 1a 期临床，预计 2025 年启动美国 1b 期研究。公司于 2024 年 11 月完成二代 GKA (HM-002-1005) 的美国 1a 期临床 SAD 数据读出，数据显示二代 GKA 可在体内几乎完全转化为多格列艾汀并支持 QD 给药（华堂宁是 BID 给药）。鉴于华堂宁已有大量的临床和真实世界疗效证据，加之海外市场缺乏新机制口服降糖药，我们看好作为华堂宁升级版的二代 GKA 的 BD 出海。

投资建议：

结合本次年报业务更新，我们更新了财务模型，营收预测纳入华堂宁的中国市场收入和二代 GKA 的美国市场收入。我们预测公司 2025/26/27 年营业收入为 3.84/8.56/14.75 亿元人民币，归母净利润为-3.38/-1.63/0.84 亿元人民币。假定 WACC 为 12%，永续增长率 2%，我们分别使用 DCF 法测算出目标市值为 60.22 亿元人民币，对应股价为 6.13 港元（从 5.47 港元上调）。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

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	2.56	3.84	8.56	14.75
营业收入增长率 (%)	234%	50%	123%	72%
归母净利 (亿元)	-2.50	-3.38	-1.63	0.84
净利润增长率 (%)	-18%	-35%	52%	152%
摊薄每股收益 (元)	-0.25	-0.32	-0.15	0.08
市盈率 (PE)	-5.43	-7.49	-15.55	30.04

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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13.36	9.87	10.65	14.46
现金	11.40	7.42	5.78	6.80
应收账款及票据	0.34	0.53	1.19	2.05
存货	1.27	1.68	3.16	4.73
其他	0.36	0.23	0.51	0.89
非流动资产	1.91	1.89	1.87	1.85
固定资产	0.38	0.36	0.34	0.33
无形资产	1.18	1.18	1.18	1.18
其他	0.35	0.35	0.35	0.35
资产总计	15.27	11.76	12.52	16.32
流动负债	3.30	3.17	5.56	8.51
短期借款	0.98	0.98	0.98	0.98
应付账款及票据	0.64	0.84	1.58	2.37
其他	1.68	1.35	3.00	5.16
非流动负债	13.32	13.32	13.32	13.32
长期债务	1.39	1.39	1.39	1.39
其他	11.94	11.94	11.94	11.94
负债合计	16.63	16.49	18.89	21.84
普通股股本	0.07	0.07	0.07	0.07
储备	-1.43	-4.81	-6.44	-5.59
归属母公司股东权益	-1.35	-4.74	-6.36	-5.52
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	-1.35	-4.74	-6.36	-5.52
负债和股东权益	15.27	11.76	12.52	16.32

现金流量表 (亿)				
	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	-4.18	-3.92	-1.58	1.07
投资性现金流	0.10	0.00	0.00	0.00
融资性现金流	0.84	-0.06	-0.06	-0.06
现金增加额	-3.21	-3.97	-1.64	1.01

利润表 (亿)				
	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2.56	3.84	8.56	14.75
其他收入	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	1.31	1.73	3.25	4.87
销售费用	1.53	2.30	3.45	5.17
管理费用	1.17	1.23	1.29	1.35
研发费用	2.15	2.26	2.37	2.49
财务费用	0.09	-0.29	-0.17	-0.12
除税前溢利	-2.50	-3.38	-1.63	0.99
所得税	0.00	0.00	0.00	0.15
净利润	-2.50	-3.38	-1.63	0.84
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	-2.50	-3.38	-1.63	0.84
EBIT	-2.42	-3.67	-1.80	0.87
EBITDA	-2.42	-3.65	-1.78	0.89
EPS (元)	-0.25	-0.32	-0.15	0.08

预测指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	48.74%	55.00%	62.00%	67.00%
销售净利率	-97.75%	-87.96%	-19.02%	5.71%
ROE	184.65%	71.40%	25.59%	-15.27%
ROIC	-237.86%	155.02%	44.95%	-23.57%
资产负债率	108.87%	140.28%	150.83%	133.84%
净负债比率	666.40%	106.68%	53.64%	80.14%
流动比率	4.05	3.11	1.92	1.70
速动比率	3.64	2.57	1.33	1.13
每股经营现金流	0.00	-0.37	-0.15	0.10
每股净资产	-0.13	-0.45	-0.60	-0.52
P/E	-5.43	-7.08	-14.71	28.41
P/B	-10.58	-5.06	-3.76	-4.34
EV/EBITDA	-2.20	-5.18	-11.55	21.92

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。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



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

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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研究人员的个人观点。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。