

歌礼制药-B (01672.HK)

全新 GLP-1 减重不减肌，有潜力成为 Best-in-Class

买入（首次）

2025 年 04 月 01 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 郑川川

执业证书：S0600524060002

zhengcc@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	54.09	56.69	0.00	0.00	0.00
同比(%)	(29.66)	4.81	(100.00)	0.00	0.00
归母净利润（百万元）	(314.84)	(144.72)	(393.20)	(490.26)	(579.38)
同比(%)	(58.20)	54.04	(171.71)	(24.68)	(18.18)
EPS-最新摊薄（元/股）	(0.33)	(0.15)	(0.41)	(0.51)	(0.60)
P/E（现价&最新摊薄）	(25.36)	(55.18)	(20.31)	(16.29)	(13.78)

投资要点

■ **歌礼制药：进军减重大市场，自研 GLP-1 药令人期待：**公司致力于代谢性疾病的创新药物开发和商业化，公司成立于 2013 年，由吴劲梓先生创办。于 2018 年在香港证券交易所上市。公司的实控人为吴劲梓博士，是公司创始人、董事长、首席执行官。吴劲梓博士直接和间接持有公司 59.39% 的股份。歌礼制药管理层经验丰富，有跨国一线制药公司高管背景，具有丰富的研发管理经验和业内资源。公司核心管线为小分子 GLP-1R 激动剂 ASC30 与减重不减肌的 ASC47。截至 2025 年 3 月前者是唯一一款可口服与注射的 GLP-1 受体激动剂，而后者则是已经在临床前即早期临床试验中表现出优于司美格鲁肽的减重不减肌效果，两款产品未来上市后空间值得期待。

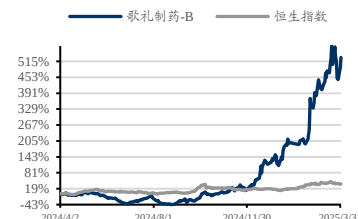
■ **ASC30：发挥代谢领域研发积淀，管线重构进军减重领域：**ASC30 是公司进军减重领域的首款产品。2024 年 9 月 17 日歌礼制药宣布其在美国开展的 ASC30 两项 I 期临床试验均已完成首批患者给药。ASC30 是首款也是唯一一款长效注射+口服双剂型的减重小分子 GLP-1R 激动剂。其数据表明，ASC30 对 GLP-1R 的体外药效比礼来的 Orforglipron 高出 2 到 3 倍。同时由于其独特设计，ASC30 注射剂的半衰期长达 25 天，在 NHPs 中是安进研发的 MariTide 的 2-3 倍。其口服剂型半衰期更是达到了 36 小时，是 Orforglipron 的 3 倍。跨国药企在推出司美格鲁肽和替尔泊肽等成功多肽药后，研发重点逐步转向小分子，其具备口服利用率高、生产成本低、产能扩张快、储存便捷和患者依从度高的优势。在 BD 领域也可发现 MNC 更加关注小分子 GLP-1R 激动剂管线。而 ASC30 作为目前的潜力管线，势必会吸引其目光，或可加快商业化进程。

■ **ASC47：减重不减肌瞄准临床痛点，试验数据优秀值得期待：**现阶段减重药普遍面临肌肉减少的问题，临床市场中存在大量减重不减肌的药物需求。ASC47 是歌礼自研的 THR β 选择性小分子激动剂。截至 2025 年 3 月全球已上市的 THR β 激动剂主要治疗代谢障碍相关的脂肪性肝炎，然而 THR β 在脂肪组织中表达高于肝脏组织。歌礼通过特殊的药物设计赋予 ASC47 更高的脂肪组织靶向性，使其具备了减重不减肌的特性。在公司披露的数据中，ASC47 单药头对头司美格鲁肽和替尔泊肽显示出体脂减少接近时的肌肉总量增加。而在于司美格鲁肽联用时则可显著改善司美格鲁肽单药的肌肉减少现象。

■ **盈利预测与投资评级：**公司的已商业化产品均进入销售寿命末期，2024 年上半年主营收入为 0，在研管线预计未来短期内难以贡献收入。预计 ASC30 与 ASC47 将在 2029 年上市。采用 FCFF 法对公司进行估值，目标价为 11.37 元，高于目前公司股价，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**核心管线研发进展不及预期；管线市场竞争加剧；上市时间不及预期；核心研发人员流失。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	8.63
一年最低/最高价	0.76/9.28
市净率(倍)	4.45
港股流通市值(百万港元)	8,352.64

基础数据

每股净资产(元)	1.94
资产负债率(%)	7.46
总股本(百万股)	967.86
流通股本(百万股)	967.86

相关研究

内容目录

- 1. 歌礼制药：进军减重大市场，自研 GLP-1 药令人期待4
 - 1.1. 公司股权架构清晰，药物研发能力突出4
 - 1.2. 重构公司核心管线，发挥代谢领域研发积淀5
- 2. 发挥代谢领域研发积淀，管线重构进军减重领域6
 - 2.1. ASC30：公司进军减重领域的首款产品6
 - 2.2. 具有差异化优势的给药模式，早期临床数据已展现潜力7
 - 2.3. 全球在研减重管线竞争格局 11
- 3. ASC47：减重不减肌瞄准临床痛点，试验数据优秀值得期待 14
- 4. 盈利预测与投资建议 18
- 5. 风险提示 19

图表目录

图 1: 歌礼制药股权结构 (截止 2024 年 6 月 30 日)4

图 2: GLP-1 受体于全身各个器官的作用效果..... 7

图 3: ASC30 与 Orforglipron 动物 IVGTT 实验数据9

图 4: THR β 在脂肪组织中的高表达..... 14

图 5: 其他 THR β 药物对体重的影响..... 15

表 1: 歌礼制药管理层情况.....5

表 2: 歌礼制药部分管线进展.....6

表 3: ASC30 与 Orforglipron 体外细胞结合实验数据.....8

表 4: ASC30 注射剂型半衰期与 MariTide 的试验数据比较.....9

表 5: ASC30 Ia 期临床试验数据与 Orforglipron 比较..... 10

表 6: ASC30 Ia 期临床试验安全性数据..... 10

表 7: ASC30 Ib 期临床试验中期数据 11

表 8: ASC30 与其他小分子 GLP-1R 激动剂 I 期数据对比 11

表 9: 在研减重药物竞争格局..... 12

表 10: 减重领域的多肽类和小分子类药物优劣对比..... 13

表 11: 全球部分减重管线权益交易情况..... 14

表 12: ASC47 的临床前药效数据 (与司美格鲁肽和替尔泊肽头对头) 16

表 13: ASC47 联合疗法对比司美格鲁肽单药疗法的减重效果..... 17

表 14: ASC47 联合疗法与司美格鲁肽单药的其他身体数据对比..... 17

表 15: 贴现现金流估计..... 18

表 16: 估值敏感性分析..... 19

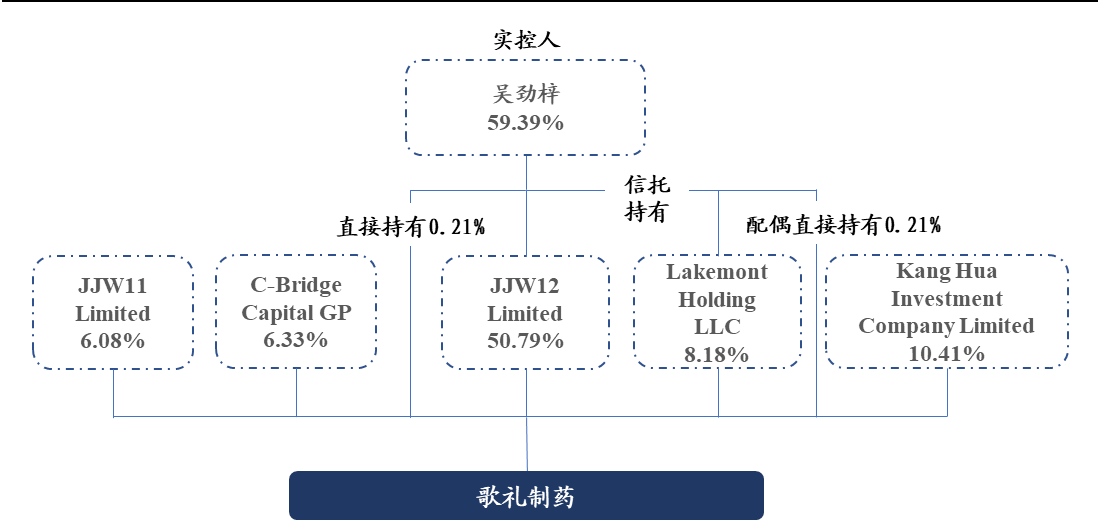
1. 歌礼制药：进军减重大市场，自研 GLP-1 药令人期待

1.1. 公司股权架构清晰，药物研发能力突出

歌礼制药致力于病毒性疾病、代谢性疾病和癌症领域的创新药物开发和商业化，公司成立于 2013 年，由归国科学家吴劲梓先生创办。于 2018 年在香港证券交易所上市（1672.HK），是联交所主板上市规则新增第 18A 章（允许未盈利生物制药公司上市）后的第一批成功上市的公司。公司以解决中国和全球未满足的医疗需求为己任积极投入创新药物的研发。歌礼制药曾开发出戈诺卫（达诺瑞韦）和新力莱（拉维达韦片）两款重要的丙肝创新药，其中达诺瑞韦是公司第一个上市的产品，也是第一个国产丙肝 DAA 药物。其核心管线为小分子 GLP-1R 激动剂 ASC30 与减重不减肌的 ASC47。截至 2025 年 3 月，前者是唯一一款可口服与注射的 GLP-1 受体激动剂，而后者则是已经在临床前即早期临床试验中表现出优于司美格鲁肽的减重不减肌效果，两款产品未来上市后空间值得期待。

公司实控人持股比例较高。公司的实控人为吴劲梓博士，是公司创始人、董事长、首席执行官。截至 2024 年 6 月 30 日，吴劲梓博士直接和间接持有公司 59.39% 的股份，其中直接持有 51%，通过其夫人（0.21%）及信托（8.18%）间接持有 8.39%。JJW11 Limited 持有公司 6.08% 的股份；C-Bridge Capital GP 持有公司 6.33% 的股份；Kang Hua Investment Company Limited 持有公司 10.41% 的股份。

图1：歌礼制药股权结构（截止 2024 年 6 月 30 日）



数据来源：公司 2024 年中报，Wind，东吴证券研究所

歌礼制药管理层经验丰富，长期深耕药物开发领域。管理层均有跨国一线制药公司高管背景，具有丰富的研发管理经验和业内资源。吴劲梓博士自 2013 年 4 月创立歌礼起一直担任本公司董事会主席、首席执行官。创立公司前吴博士曾担任葛兰素史克的艾滋病药物发现执行部门副总裁，主要负责多种临床前及临床阶段在研药物的发现与开发。加入葛兰素史克前，吴博士在 Ambrilia Biopharma 担任临床前及基础研究副总裁。吴博

士亦曾在 PhageTech、Immunex 和诺华等公司担任过高级管理职务。负责销售的言月梅女士曾是中美上海施贵宝制药公司心脑血管疾病产品的全国总监。John P. Gargiulo 先生为公司首席商务官，领导歌礼的业务拓展及战略合作，拥有超过 30 年的生物医药市场策略、业务整合及商业运营等资深经验。在第一三共担任北美总裁兼首席执行官等多个重要管理岗位。

表1：歌礼制药管理层情况

姓名	职务	专业背景
吴劲梓	创始人、 董事会主 席、CEO	美国亚利桑那大学癌症生物学博士，南京大学生理学硕士、学士。吴劲梓博士负责本集团经营战略及公司发展的整体管理，亦参与本集团管线中所有候选药物的研发。吴劲梓博士拥有26年药物研发经验。2008-2011年于美国担任葛兰素史克的HIV药物发现执行部门副总裁，主要负责多种临床前及临床阶段在研药物的发现与开发。2004-2008年担任Ambrilia临床前及基础研究副总裁，主要负责监督抗病毒及抗癌药物的研发。2002-2004年担任PhageTech Inc. 研发副总裁。2000-2002年曾任职Immunex Corporation小分子药物发现部门主任1997-2000年担任Novartis Pharmaceuticals Corporation高级科学家，主要负责药物筛选。
John P. Gargiulo	首席商务官	杜克大学富卡商学院工商管理硕士，波士顿学院经济学学士。2022年获委任为本集团首席商务官。其于全球制药/生物技术行业拥有逾31年营销策略、业务整合及商业运营等资深经验。于第一三共任职的18年间，担任了各种高级职位。在担任第一三共北美总裁兼首席执行官时，彼为推动第一三共的美国业务从起步向一家成熟制药公司的转变做出了变革性的贡献。
言月梅	开发运营 高级副 总裁	马来西亚亚洲城市大学的工商管理硕士，浙江大学护理学大专。2016年获委任为本集团销售总监，彼于2018年获委任为本公司副总裁并于2021年获委任为本公司开发运营高级副总裁。言女士于销售管理方面拥有逾19年经验。2005-2016年曾于中美上海施贵宝制药有限公司担任多个职位，包括销售经理及全国销售总监，主要负责销售心血管及病毒学治疗领域的产品。2001-2005年为杭州默沙东制药有限公司的医药代表。
何净岛	运营高级 副总裁	浙江大学工业设计学士。为吴劲梓博士之配偶，主要负责监督本公司的日常营运，包括管理人力资源、行政及其它一般事务。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 重构公司核心管线，发挥代谢领域研发积淀

多年管线调整发现新方向，重构项目尽显未来潜力。歌礼制药在前期一直是一家专注于病毒性疾病、肝病和肿瘤治疗领域创新药物研发的公司。其管线布局以抗病毒和肝脏疾病为核心，例如达诺瑞韦钠片（戈诺卫）、盐酸拉维达韦片（新力莱），是国内本土研发的重要丙肝药物。而利托那韦片则是公司的抗病毒商业化产品，曾在新冠疫情期间销量显著增长。上述三款商业化产品曾为公司带来较好的营业收入，但由于疾病发展变化导致了销售时间较短。然而这些从产品其本身的疗效则从侧面说明公司在肝脏代谢疾病及抗病毒领域的强大研发能力，而在完成管线调整后的歌礼制药将推出更优质的产品。

截至 2025 年 3 月，公司拥有多款处于不同研发阶段的候选药物：在病毒性疾病领域，针对慢性乙肝功能性治愈和艾滋病功能性治愈的候选药物 ASC22（PD-L1 抗体）已进入 IIb 期临床。公司关注代谢功能障碍相关脂肪性肝炎（MASH），其中 ASC40 是一款口服、选择性的脂肪酸合成酶（FASN）抑制剂，于 2024 年 10 月获得了美国 FDA 授予的突破性疗法认证，用于治疗伴有中度至重度肝纤维化（即 F2 至 F3 期纤维化）的非肝硬化 MASH 患者。

表2: 歌礼制药部分管线进展

产品	靶点	适应症	Pre-IND	IND	I期	II期	III期
ASC 30	GLP-1R	肥胖症（皮下注射）					
		肥胖症（口服）					
ASC 47	THRβ	肥胖症/不减肌					
ASC 22	PD-L1	慢性乙肝功能性治愈					
		艾滋病功能性治愈					
ASC 40	FASN	MASH					
		痤疮					
ASC 41	THRβ	MASH					

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

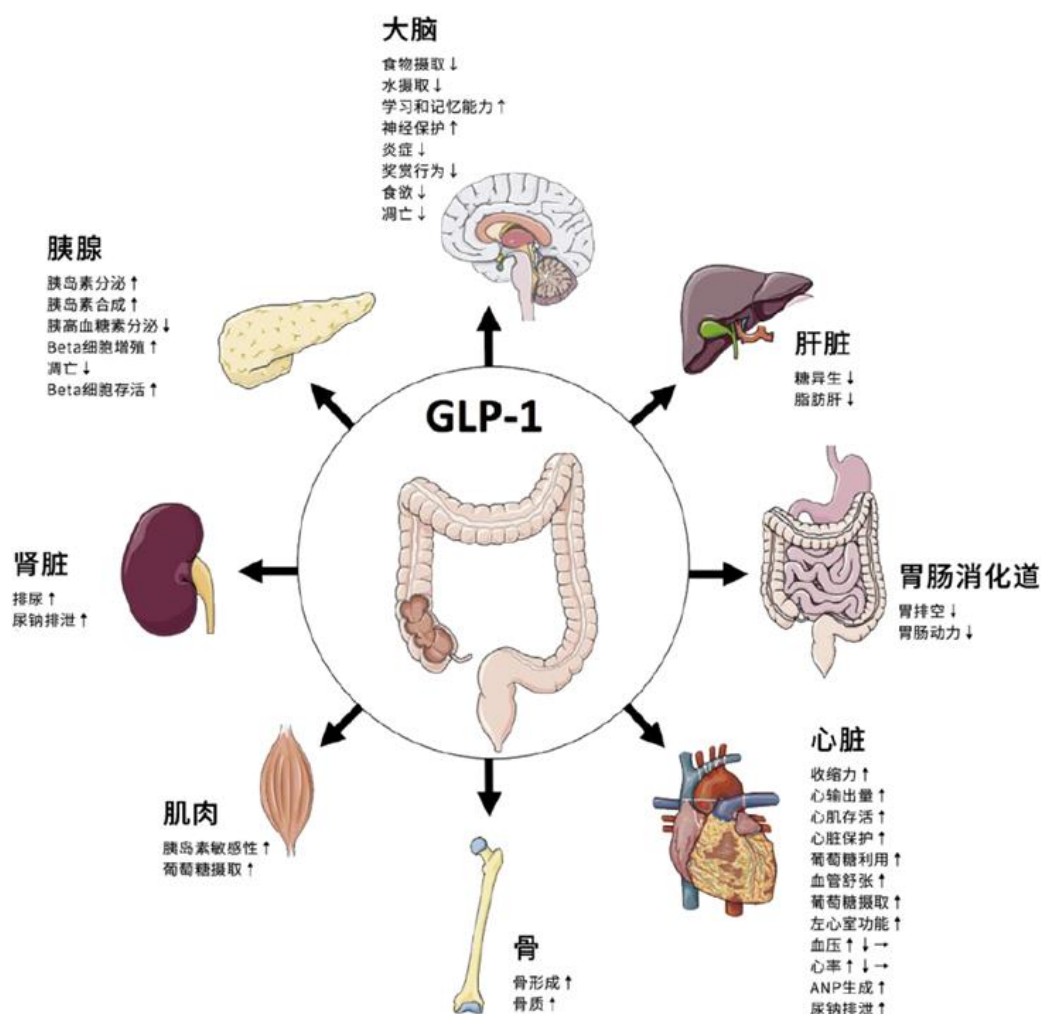
紧跟临床需求，进军减重市场。2024 年 9 月歌礼制药宣布进军减重市场，其中 ASC30 是首款既可每月一次皮下注射也可每日一次口服用于治疗肥胖症的小分子 GLP-1 受体（GLP-1R）激动剂，截至 2025 年 3 月正在开展 I 期临床试验。虽然歌礼制药布局 GLP-1 相对较晚，但 ASC30 每月一次的注射周期，以及其可口服的剂型设计都使得其具有潜在的差异化优势。截至 2025 年 3 月该管线在美国进行 I 期临床试验，根据临床试验普遍进展速度，我们预计 2025 年 Q1 数据读出，2025 年 Q2 则有望启动 II 期临床。而公司公告的另一款减重管线 ASC47 则更加重磅，是市场上急需的减重不减肌型减重药，其在与司美格鲁肽的头对头小鼠模型试验中已经展现了明显的肌肉不减少的特性，预计未来上市后将凭借其差异化优势带来营收增长。截至 2025 年 3 月该管线在美国进行 I 期临床试验，根据临床试验普遍进展速度，我们预计 2025 年 Q1 数据读出，2025 年 Q2 有望开展 II 期临床。

2. 发挥代谢领域研发积淀，管线重构进军减重领域

2.1. ASC30: 公司进军减重领域的首款产品

2024 年公司宣布进军减重市场，而 ASC30 则是歌礼制药的首款管线。ASC30 是歌礼制药自主研发的不募集 β-抑制蛋白（without β-arrestin recruitment）的小分子 GLP-1R 偏向激动剂（GLP-1R biased small molecule agonist）。其作用靶点为 GLP-1 受体，其广泛分布于全身多个器官或组织，包括胰腺、肾脏、心脏、血管内皮、胃肠道、肺部、垂体、中枢神经系统等，故 GLP-1 具有多重生物学效应。这使得 GLP-1 类药物不仅仅被应用于 2 型糖尿病的治疗，大量针对其他适应症的药物管线也都在积极开发中。其中减重是热门方向之一。

图2: GLP-1 受体于全身各个器官的作用效果



数据来源:《中华内分泌代谢杂志》, 东吴证券研究所

传统的减重方法通常依赖于饮食控制、增加运动量等行为改变, 重点在于人为地减少摄入的热量和增加热量消耗, 需要较强的自我控制力和持续的行为调整。GLP-1 减重法是通过使用 GLP-1 (胰高血糖素样肽-1) 类药物来模拟或增强 GLP-1 激素的作用, 用于体重管理帮助减重的一种治疗方案。GLP-1 类药物通过调节胃肠道激素, 直接影响大脑和消化系统的功能, 促进饱腹感并减少食欲, 改善胰岛素分泌, 从而帮助减少食物摄入和促进脂肪代谢, 能帮助患者更容易地坚持减重。

2024 年 9 月 17 日歌礼制药宣布其在美国开展的 ASC30 两项 I 期临床试验均已完成首批患者给药。ASC30 是首款也是唯一一款既可每月一次皮下注射也可每日一次口服用于治疗肥胖症的小分子 GLP-1 受体 (GLP-1R) 激动剂。歌礼 ASC30 片剂和 ASC30 注射剂分别于 2024 年 7 月和 2024 年 9 月获得美国食品药品监督管理局 (FDA) 的 IND 批准。公司预计将于 2025 年第一季度获得上述两项美国 I 期临床试验的顶线数据。

2.2. 具有差异化优势的给药模式, 早期临床数据已展现潜力

相比市场上的其他 GLP-1 类减重药, ASC30 具有独特和差异化性质, 这使得该药物

可以以每月一次皮下注射或每日一次口服片剂的形式进行给药，这将大大提高临床患者的用药依从性。经过头对头比较，ASC30 对 GLP-1R 的体外药效比礼来的小分子减重药 Orforglipron 高出 2 到 3 倍。cAMP（环磷酸腺苷）是 GLP-1R 激活后通过 G 蛋白信号通路产生的关键第二信使，直接关联药物的治疗效果（如促进胰岛素分泌、抑制食欲）。ASC30 的 EC50 值显著低于 Orforglipron，表明其激活 GLP-1R 的效力高于 Orforglipron。这使得在临床应用上，ASC30 在更低剂量下即可达到相同疗效，具备降低药量的可能性，从而降低潜在副作用。而增大剂量则有可能带来更显著的减重效果。同时 ASC30 相比天然 GLP-1 而言具有信号通路选择性。β-Arrestin 2 是 GLP-1R 的另一条下游信号通路，其过度激活可能与副作用（如恶心、呕吐）相关。选择性激活 cAMP 通路是新一代 GLP-1 药物的重点开发方向。

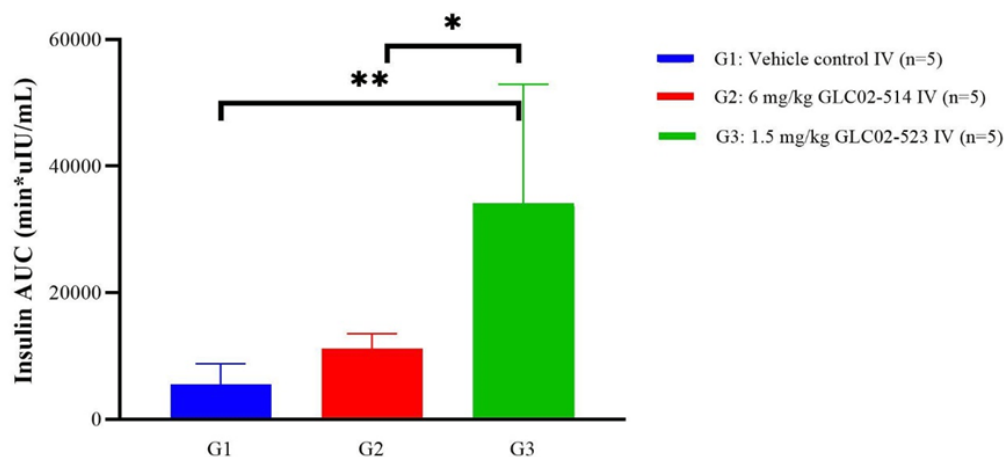
表3: ASC30 与 Orforglipron 体外细胞结合实验数据

化合物	cAMP激活 EC50	β-Arrestin 2 EC50
GLP-1 (7-37)	0.00030 ± 0.00012	1.169 ± 0.2086
Orforglipron (礼来)	0.0180 ± 0.0043	>30,000
ASC30	0.0088 ± 0.0017	>30,000

数据来源：公司业绩材料，东吴证券研究所

ASC30 对 GLP-1 受体的优秀作用表现同样在动物试验中得到体现。在对非人灵长类动物 (NHPs) 进行的静脉葡萄糖耐受实验 (IVGTT) 中，经过头对头比较，与 Orforglipron（剂量：6 毫克/公斤）相比，ASC30（剂量：1.5 毫克/公斤）刺激分泌的胰岛素更多，且具有统计学显著性差异。ASC30 在更低剂量下即可显著增强胰岛素分泌，且效果远超更高剂量的 Orforglipron。这一结果为 ASC30 的进一步临床开发提供了关键支持，尤其是在糖尿病和肥胖症治疗领域，其高效、低剂量的特性可能带来更好的疗效与安全性平衡。

图3: ASC30 与 Orforglipron 动物 IVGTT 实验数据



数据来源: 公司业绩材料, 东吴证券研究所

ASC30 的独特分子设计让其在动物模型中的半衰期更长。根据公司披露的早期临床试验数据, ASC30 注射剂的半衰期长达 25 天, 这为在人体中每月注射一次提供了支持。在 NHPs 中, 与安进研发的 MariTide (抗体多肽偶联药物) 相比, 单次 ASC30 皮下注射可在一个月内持续有效地减轻体重, 而 MariTide 的试验数据结果的给药方式则为每周注射 1 次、共计 6 次。与其他给药更频繁的在研竞争管线相比, 每月皮下注射一次的 ASC30 具有更大竞争优势, 其用药成本更有可能更低。

表4: ASC30 注射剂型半衰期与 MariTide 的试验数据比较

	MariTide (安进) (每月一次的抗体-肽偶联物)		ASC30 (每月一次的小分子药物)	
	半衰期 (天)	体重减少 (6次每周给药)	半衰期 (天)	体重减少 (单次给药)
动物试验	9	13%	25	15%
人体试验	14-16	14.50%	-	-

数据来源: 公司业绩材料, 东吴证券研究所

从皮下注射剂型向口服剂型转变是未来减重药的风向标。歌礼制药 2025 年 1 月披露 ASC30 口服剂型 I 临床试验数据, 已经表现出优秀的药代动力学特性。ASC30 口服片治疗肥胖症患者 (BMI: 30-40kg/m²) 的美国单剂量递增 (SAD) 研究 (NCT06680440) 由 5 个队列 (2 毫克、5 毫克、10 毫克、20 毫克和 40 毫克) 组成, 共计 40 名肥胖症患者, 于空腹状态下进行。试验数据表明, ASC30 口服片显示出与剂量成比例的药代动力学特征, 半衰期长达 60 小时, 这使得未来临床中可以支持一日一次或更低频率的口服给药。跨试验比较表明, 在人体中, 5 毫克 ASC30 单剂量的药物暴露量是 6 毫克 Orforglipron 单剂量的 2.2 倍。与其它在研小分子口服 GLP-1 受体激动剂相比, ASC30 口服片显示出

更优越的 PK 特征，这意味着 ASC30 口服片有望成为治疗肥胖症的同类最佳。试验队列 5 中，肥胖症患者在空腹和进食状态下均口服单剂量 40 毫克 ASC30 口服片，数据显示 PK 特征在空腹和进食状态下基本相同，这表明 ASC30 口服片服用方便，可每日一次口服给药，不受食物和水的影响。ASC30 口服片剂利用歌礼制药的专有技术研发而成，室温下稳定，稳态相对口服生物利用度在动物模型中达 99%。

表5: ASC30 Ia 期临床试验数据与 Orforglipron 比较

	Orforglipron (礼来)		ASC30	
	半衰期 (小时)	胰岛素 AUC _{0-60min}	半衰期 (小时)	胰岛素 AUC _{0-60min}
动物试验	12	11,148	36	34,113
人体试验	25-35	-	60	-

数据来源：公司业绩材料，东吴证券研究所

安全性和耐受性方面 ASC30 同样有优秀表现。在 Ia 期临床试验数据结果中，所有不良事件 (AE) 均为轻度 (1 级) 或中度 (2 级)，大部分 AE 与胃肠道 (GI) 相关。无 3 级或以上 AE，也无严重不良事件 (SAE)。ASC30 口服片的 GI 相关安全性特征与其它在研小分子口服 GLP-1R 激动剂一致或更佳。

表6: ASC30 Ia 期临床试验安全性数据

TEAE, n (%)	安慰剂 (N=10)	队列 1 2毫克ASC30 (N=6)	队列 2 5毫克ASC30 (N=6)	队列 3 10毫克ASC30 (N=6)	队列 4 20毫克ASC30 (N=6)	队列 5 40 毫克ASC30 (N=6)
GI相关 TEAE	1 (10.0)	0	1 (16.7)	4 (66.7)	5 (83.3)	6 (100.0)
腹泻	0	0	1 (16.7)	0	0	0
便秘	1 (10.0)	0	0	0	1 (16.7)	1 (16.7)
呕吐	0	0	0	2 (33.3)	5 (83.3)	5 (83.3)
恶心	1 (10.0)	0	1 (16.7)	3 (50.0)	5 (83.3)	6 (100.0)

数据来源：公司业绩材料，东吴证券研究所

ASC30 在美国开展 Ib 期临床试验。ASC30 的每日一次口服片用于治疗肥胖症患者 (BMI: 30-40kg/m²) 的随机、双盲、安慰剂对照 Ib 期多剂量递增 (MAD) 研究 (NCT06680440) 包括 3 个队列，每个队列中 8 名患者服用 ASC30 片，2 名患者服用安慰剂。队列 1 设置了四个剂量 (2 毫克、5 毫克、10 毫克和 20 毫克)，每名服用 ASC30 片的患者每周递增

一个剂量，每个剂量持续治疗 7 天。在整个 28 天治疗期内，队列 1 的 ASC30 平均每日剂量为 9.25 毫克。队列 2 设置了四个剂量（2 毫克、10 毫克、20 毫克和 40 毫克），每名服用 ASC30 片的患者每周递增一个剂量，每个剂量持续治疗 7 天。根据 2025 年 2 月公司披露的中期数据，在整个 28 天的治疗期内，队列 2 的 ASC30 平均每日剂量为 18 毫克。每日一次服用 ASC30 口服片治疗 28 天后，MAD 队列 1 体重相对基线平均下降 4.3%，MAD 队列 2 体重相对基线平均下降 6.3%。MAD 队列 1 经安慰剂校准后的体重相对基线平均下降 4.2%，MAD 队列 2 经安慰剂校准后的体重相对基线平均下降 6.2%。在 MAD 队列 1 和队列 2 中，ASC30 总体耐受性和安全性均良好。未发生严重不良事件（SAE）。

表7: ASC30 Ib 期临床试验中期数据

	安慰剂组 (N=6)	20mg ASC30 (N=8)	40mg ASC30 (N=8)	60mg ASC30 (N=8)
体重减少	0.10%	4.30%	6.30%	研究进行中
安慰剂调整后 体重减少	-	4.20%	6.20%	

数据来源：公司业绩材料，东吴证券研究所

截至 2025 年 3 月，多款小分子 GLP-1R 激动剂在研，包括歌礼制药的 ASC30、阿斯利康的 AZD5004、华东医药的 HDM1002 和辉瑞的 lotiglipron。比较四款药的 I 期临床试验数据可以发现，歌礼制药的 ASC30 已经属于疗效第一梯队。四款药物均采用 28 天用药周期（lotiglipron 为 42 天）。ASC30 的 40mg 剂量下体重减少 6.3%；AZD5004 的 50mg 剂量下减重 5.8%；HDM1002 在 50-400mg 的剂量下减重 4.9%-6.8%；lotiglipron 的 180mg 减重 5.13%。四款药均存在剂量依赖性，而在其优效剂量下则 ASC30 已经与大 MNC 的管线处于同一梯队。

表8: ASC30 与其他小分子 GLP-1R 激动剂 I 期数据对比

管线	ASC30	AZD5004	HDM1002	lotiglipron
用药天数	28天	28天	28天	42天
剂量	40mg	50mg	50-400mg	180mg
体重较基线减少	6.30%	5.80%	4.9%~6.8%	5.13%

数据来源：医药魔方，东吴证券研究所

2.3. 全球在研减重管线竞争格局

当前全球减重药物研发格局呈现“巨头主导、百花齐放”的态势。现阶段整体减重市场仍然以 GLP-1 受体激动剂为主，例如诺和诺德的司美格鲁肽和礼来的替尔泊肽，占据了市场主导地位。其他管线则是在多靶点、长效注射剂型、口服剂型等方向发起突破，例如诺和诺德的口服司美格鲁肽 Rybelsus、礼来的 Orforglipron 和 Retatrutide、安进的 AMG 133、恒瑞医药的 HRS-7535。同时国内药企也在快速跟进，例如华东医药的

HDM1002、甘李药业的博凡格罗肽（GZR18）、翰森制药与默沙东的合作等。目前整体减重市场已经进入到一个细分赛道全覆盖的阶段，此时更需要关注的是管线的临床试验数据与推进速度。

表9：在研减重药物竞争格局

靶点/进度	I期临床	II期临床	III期临床	申请上市
GLP-1R	格鲁塔株单抗（鸿运华宁）、JY09（东方百泰;精益泰翔）、SAL0112（信立泰）、TE-8105（免疫功坊）、APH01727（一品红）、MET-002（Metsera）、GS-4571（Gilead Sciences）、BPYT-01（百极优棠）、HSK34890（海思科）、CT-996（Roche）、ASC30（歌礼制药）	度拉糖肽（Eli Lilly）、聚乙二醇洛塞那肽（翰森制药）、依苏帕格罗肽α（银诺医药）、利司那肽（AstraZeneca;Sanofi）、维派那肽（派格生物）、HRS-7535（Kailera;恒瑞医药）、avexitide（Amylyx Pharmaceuticals;Eiger BioPharmaceuticals）、诺利糖肽（翰森制药;恒瑞医药）、ECC5004（AstraZeneca;诚益生物）、MDR-001（德睿智药）、LY3549492（Eli Lilly）、RGT-075（锐格医药）、danuglipron（Pfizer）、ZT002（质肽生物）、PG-102（ProGen）、aleniglipron（硕迪生物）、MET-097（Metsera）、TERN-601（Terns Pharmaceuticals）	艾塞那肽（Eli Lilly;AstraZeneca; Bristol-Myers Squibb）、博凡格罗肽（甘李药业）、Orforglipron（Eli Lilly;Chugai）、GX-G6（石药集团;天境生物;Genexine;天士力）、efpeglenatide（Hanmi Pharmaceuticals;Sanofi）、HDM1002（华东医药）、VCT220（闻泰医药;箕星药业）	伊诺格鲁（先为达生物;inno.N;凯因科技）、
GLP-1R; GIPR	NN9389（Novo Nordisk）、LY3537031（Eli Lilly）、HZ012（和泽医药;道尔生物）、NN9542（Novo Nordisk）、KN069（康宁杰瑞;特宝生物）、ZX2010（康缘药业）、	HDM1005（华东医药）、NNC0519-0130（Novo Nordisk）、VK2735（Viking Therapeutics）、THDBH120（药明康德;通化东宝）、GMA106（鸿运华宁;中国生物制药）、CT-868（Roche）、CT-388（Roche）、	HS-20094（翰森制药）、RAY1225（众生睿创）、maridebart cafraglutide（Amgen）、HRS9531（Kailera;恒瑞医药）、BGM0504（博瑞医药）	
GLP-1R; GCGR	PB-718（派格生物）、CMS-D005（康哲药业）、DA-1726（Dong-A ST;MetaVia）、G3215（Imperial College London）、	cotadutide（AstraZeneca）、DD01（信立泰;D&D Pharmatech）、efinopegdutide（Hanmi Pharmaceuticals;Merck & Co;Johnson & Johnson）、AZD9550（AstraZeneca）、pegapamodutide（PT Leadermed Combiphar;Transition Therapeutics;领康医药;Eli Lilly）、pemvidutide（Altimune）、DR10624（道尔生物）、	survodutide（Boehringer Ingelheim;Zealand Pharma）	玛仕度肽（信达生物;Eli Lilly）
GLP-1R; GCGR; GIPR	MWN109（民为生物）、HMT15275（Hanmi Pharmaceuticals）、HRS-4729（Kailera;恒瑞医药）、ZX2021（康缘药业）、	NA-931（Biomed Industries）、UBT251（联邦制药;Novo Nordisk）	retatrutide（Eli Lilly）、	

数据来源：医药魔方，东吴证券研究所

在减重领域，GLP-1 类药物无论是研发进展还是市场份额均处于领先地位，诺和诺德的司美格鲁肽与礼来的替尔泊肽彰显出非凡的商业潜力。但由于早期多肽类减重药的副作用和改进空间巨大，MNC 也都在积极寻找下一代升级管线。2025 年 3 月 24 日，联邦制药宣布将 GLP-1/GIP/GCG 受体激动剂 UBT251 的大中华区外全球权益授权给诺和诺

德，后者支付 2 亿美元预付款、18 亿美元里程碑金额，以及一定比例的销售分成。这标志着国内减重管线受到海外 MNC 的重点关注。多肽类药物在疗效方面表现出色，但 MNC 在探索解决其副作用的道路上已有不同的路径选择，除了专注于新一代多肽管线，MNC 也开始关注小分子 GLP-1R 激动剂。多肽类药物存在规模生产技术难度大、成本高，临床储存难度大的问题。且由于多肽的化学性质，多肽药物难以口服通过胃肠道消化吸收，大量有效成分被胃酸和蛋白酶分解。因此多肽类减重药开发口服剂型的难度大，相比之下小分子化药则在口服剂型上更具优势，无需冰箱储存，患者依从性更好。礼来的 Orforglipron 与歌礼的 ASC30 即属于小分子减重药。

表10：减重领域的多肽类和小分子类药物优劣对比

	多肽类	小分子类
分子量	1kDa-10kDa，由多个氨基酸聚合形成	<1kDa
活性与选择性	高活性，高选择性，在体内可被蛋白酶代谢，清除速度快	选择性不如多肽，副作用多，体内代谢慢于多肽
生产成本	高：依赖固相合成或生物发酵，长链多肽需逐氨基酸偶联	低：传统化学合成工艺成熟，可快速规模化生产
储存条件	严格：需2-8℃冷藏保存，高温易降解	稳定：常温保存即可，无特殊冷链需求
给药方式与依从性	注射为主，口服生物利用率低，需特殊剂型设计或加大剂量	可口服为主，无饮食限制，患者依从性高
专利与产能	专利壁垒较高，多肽产能扩张相对慢	结构改造灵活，更有可能突破专利，小分子化药产能扩张快

数据来源：药明康德，东吴证券研究所

GLP-1 类药物在疗效方面表现出色，但其靶点本身所具有的副作用也难以忽视，诸如肌肉流失与胃肠道反应，以及停药后的体重反弹问题，仍是亟待解决的挑战。新靶点、新技术在不断涌现，例如多靶点联合疗法、胰淀素等产品逐步被开发。2025 年 3 月，罗氏宣布与丹麦生物技术公司 Zealand Pharma 达成合作协议，将以 16.5 亿美元预付款以及最高 36 亿美元里程碑付款，共同开发长效胰淀素类似物小分子 Petrelintide。这笔总价高达 52.5 亿美元的交易，标志着罗氏正式加入 GLP-1 赛道之外的下一代减肥疗法竞逐。布局 GLP-1 以外靶点的减重管线已经成为业界的下一个研发方向，歌礼制药同样有类似的布局，就是针对 THR β 靶点的 ASC47。

表11: 全球部分减重管线权益交易情况

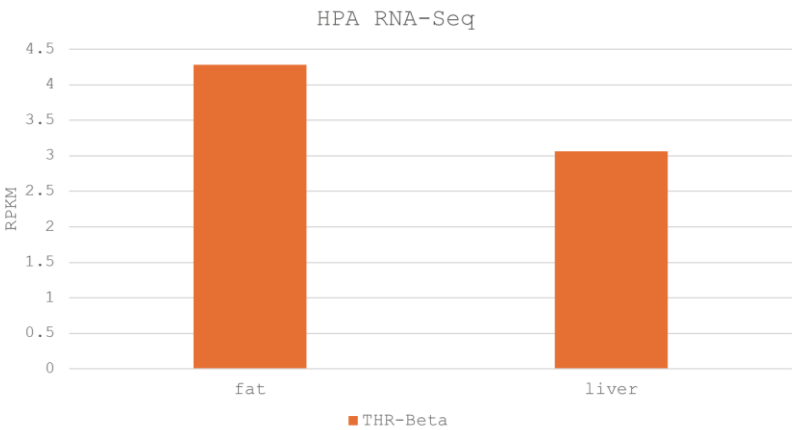
时间	药品名称	原研机构	受让机构	交易金额（美元）
2018.09	orforglipron	Chugai Pharmaceutical	Eli Lilly	首付款5000万
2023.02	SCO-094	Scohia Pharma	华东医药	-
2023.11	ECC5004	诚益生物	AstraZeneca	总计20.1亿
2024.05	HRS-7535	恒瑞医药	Kailera	
2024.05	HRS-4729	恒瑞医药	Kailera	-
2024.05	XW003	先为达生物	inno.N	-
2024.10	pegbelfermin	领康医药	PT Leadermed Combiphar	-
2024.12	VCT220	闻泰医药	箕星药业	-
2024.12	HS-10535	翰森制药	Merck & Co.	总计20.12亿
2025.03	UBT251	联邦制药	Novo Nordisk	首付款2亿
2025.03	petrelintide	Zealand Pharma	Roche	总计53亿
2025.03	GUB014295	Gubra	AbbVie	总计22亿

数据来源：医药魔方，东吴证券研究所

3. ASC47: 减重不减肌瞄准临床痛点，试验数据优秀值得期待

ASC47 是一种歌礼制药自主研发的脂肪靶向的甲状腺激素受体 β (THR β) 选择性小分子激动剂,有望成为同类首创的减重不减肌候选药物。ASC47 具有独特的差异化特性,能够靶向脂肪,从而在脂肪组织中产生剂量依赖性的高药物浓度。THR β 在脂肪组织和肝脏组织中表达都很高。通过解偶联蛋白-1 (UCP-1) 介导脂肪组织产热是 ASC47 减脂并实现减重不减肌的关键作用机制之一。该机制使 ASC47 有别于基于肠促胰素的候选药物以及其他正在临床前和临床开发阶段的减重不减肌候选药物。

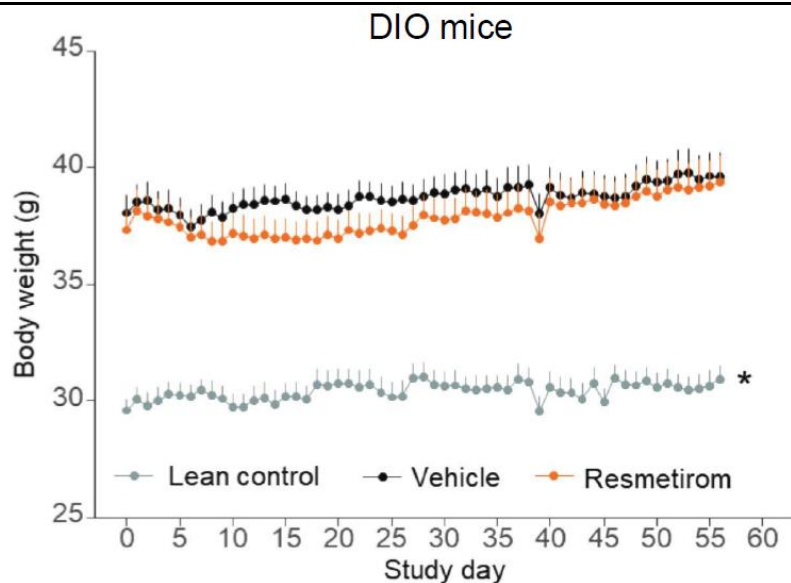
图4: THR β 在脂肪组织中的高表达



数据来源：公司业绩材料，东吴证券研究所

近年来，一些 THR β 选择性激动剂通过肝脏靶向给药成功地治疗了代谢功能障碍相关脂肪性肝炎。然而，这些 THR β 激动剂缺乏脂肪靶向特性。例如，Resmetirom（瑞美替罗）在肝脏组织中有显著的高浓度蓄积，但在其他组织（包括脂肪组织）中几乎没有或完全没有蓄积。Resmetirom 选择性激活肝脏 THR β 受体，主要改善肝脏代谢（如减少脂肪变性、抑制纤维化），但无法直接作用于脂肪组织或中枢食欲调控系统，因此对体重无影响。这种现象在 VK2809（Viking Therapeutics）和 TERN-501（拓臻生物）等其他 THR β 类药物中都有体现，其单独用药均不直接降低体重。ASC47 具有 THR β 选择性和脂肪靶向递送特性。ASC47 可靶向递送至脂肪组织，这使得低剂量和临床适用剂量的 ASC47 应用于肥胖症的治疗成为可能。

图5：其他 THR β 药物对体重的影响



数据来源：公司业绩材料，东吴证券研究所

在两项分别与司美格鲁肽和替尔泊肽进行头对头比较的饮食诱导肥胖（DIO）小鼠模型研究中，ASC47 单药疗法显示出了剂量依赖性的健康减重效果（减重不减肌）。在这两项研究中，皮下注射低剂量的 ASC47（15 毫克/公斤和 45 毫克/公斤，每两周一次或每周一次）均表现出了具有临床意义的减重效果。相比司美格鲁肽和替尔泊肽，ASC47 在小鼠模型中都表现出当总体脂量下降幅度相近时的肌肉量的增加，这表明其具有在减重同时保持肌肉的潜在能力。

表12: ASC47 的临床前药效数据（与司美格鲁肽和替尔泊肽头对头）

药物	给药方案	总体重变化	总体脂量变化	肌肉总量变化
ASC47	15毫克/公斤 皮下注射，每两周一次	-14.4%	-37.8%	+3.9% ($p<0.0001$ vs 司美格鲁肽)
ASC47	45毫克/公斤 皮下注射，每两周一次	-24.6%	-63.5% ($p=0.007$ vs 司美格鲁肽)	+5.8% ($p<0.0001$ vs 司美格鲁肽)
司美格鲁肽	30纳摩尔/公斤 皮下注射，每日一次	-23.1%	-39.6%	-9.3%
药物	给药方案	总体重变化	总体脂量变化	肌肉总量变化
ASC47	15毫克/公斤 皮下注射，每周一次	-15.4%	-46.1%	+7.1% ($p=0.009$ vs 替尔泊肽)
ASC47	45毫克/公斤 皮下注射，每周一次	-23.6%	-68.0% ($p=0.01$ vs 替尔泊肽)	+8.1% ($p=0.004$ vs 替尔泊肽)
替尔泊肽	3纳摩尔/公斤 皮下注射，每日一次	-22.4%	-50.4%	-3.8%

数据来源：公司业绩材料，东吴证券研究所

2024 年 12 月，公司披露了一项低剂量 ASC47 联合司美格鲁肽在 DIO 小鼠中的头对头研究数据。低剂量 ASC47 联合用药 1 优于司美格鲁肽单药疗法，联合用药使体重下降 36.2%，司美格鲁肽单药使体重下降 23.1%，联合用药比单药多减重 56.7%。根据体表面积换算，小鼠体内 ASC47 低剂量 1 的人体等效剂量预计大约为 20 mg。而在澳大利亚进行 I 期 SAD 研究已将剂量递增至 90 mg，且具有良好的耐受性。低剂量 ASC47 与司美格鲁肽联用将肥胖小鼠的身体成分恢复至健康非肥胖小鼠的水平。治疗结束时，接受低剂量 ASC47 联合司美格鲁肽治疗的肥胖小鼠的肌肉总量占总体重比例（68.8%）与健康非肥胖小鼠（66.0%）相似，意味着实现了健康减重。司美格鲁肽单药治疗无法恢复肥胖小鼠的身体成分至健康水平。治疗结束时，低剂量 ASC47 联合疗法组肥胖小鼠的累计热量摄入量显著高于司美格鲁肽单药疗法组肥胖小鼠，说明 ASC47 的作用机制有别于胰高血糖素类药物。

表13: ASC47 联合疗法对比司美格鲁肽单药疗法的减重效果

组别	给药	总体重相对基线的变化	肌肉总量/总体重	累计热量摄入量 (kCal)
健康非肥胖小鼠	安慰剂	+8.53%	66.0%	308
肥胖小鼠	安慰剂	+8.53%	46.6%	378
ASC47低剂量 1 治疗的肥胖小鼠	ASC47, 3 mg/kg, SQ, Q4W	+5.54%	48.6%	388
ASC47低剂量 2 治疗的肥胖小鼠	ASC47, 9 mg/kg, SQ, Q4W	-1.55%	52.1%	348
司美格鲁肽治疗的肥胖小鼠	司美格鲁肽 30 nmol/kg SQ, QD	-23.1%	57.2%	211
低剂量ASC47联合用药1治疗的肥胖小鼠	ASC47, 3 mg/kg, SQ, Q4W +司美格鲁肽 30 nmol/kg, SQ, QD	-36.2% (对比司美格鲁肽单药, $p < 0.0001$)	68.8% (对比司美格鲁肽单药, $p = 0.0001$)	251 (对比司美格鲁肽单药, $p = 0.0385$)
低剂量ASC47联合用药2治疗的肥胖小鼠	ASC47, 9 mg/kg, SQ, Q4W +司美格鲁肽 30 nmol/kg, SQ, QD	-35.9% (对比司美格鲁肽单药, $p < 0.0001$)	68.8% (对比司美格鲁肽单药, $p = 0.0001$)	267 (对比司美格鲁肽单药, $p = 0.001$)

数据来源: 公司业绩推介, 东吴证券研究所

接受两种低剂量 ASC47 联合疗法的肥胖小鼠的空腹血糖、胆固醇和 LDL-C 均比接受司美格鲁肽单药治疗的肥胖小鼠有统计学显著性更多的下降。

表14: ASC47 联合疗法与司美格鲁肽单药的其他身体数据对比

组别	给药	空腹血糖 (mmol/L)	胆固醇 (mmol/L)	LDL-C (mmol/L)
低剂量ASC47联合用药1治疗的肥胖小鼠	ASC47, 3 mg/kg, SQ, Q4W +司美格鲁肽 30 nmol/kg, SQ, QD	5.3 (对比司美格鲁肽单药, $p = 0.0024$)	2.65 (对比司美格鲁肽单药, $p = 0.0003$)	0.35 (对比司美格鲁肽单药, $p = 0.0045$)
低剂量ASC47联合用药2治疗的肥胖小鼠	ASC47, 9 mg/kg, SQ, Q4W +司美格鲁肽 30 nmol/kg, SQ, QD	4.7 (对比司美格鲁肽单药, $p < 0.0001$)	2.57 (对比司美格鲁肽单药, $p = 0.0002$)	0.36 (对比司美格鲁肽单药, $p = 0.0055$)
司美格鲁肽治疗的肥胖小鼠	司美格鲁肽 30 nmol/kg SQ, QD	6.4	3.90	0.61

数据来源: 公司业绩推介, 东吴证券研究所

2025 年 3 月, 公司宣布 ASC47 与司美格鲁肽联合治疗肥胖症的 IND 申请获得美国 FDA 批准。该联合用药研究将由三个队列组成, 均为肥胖症患者 ($BMI \geq 30\text{kg/m}^2$)。每个

队列中，患者接受单次低剂量 ASC47 和 4 次司美格鲁肽（0.5mg，每周一次）治疗。队列 1-3 接受的低剂量 ASC47 分别为 10mg、30mg 和 60mg。每个队列中，6 名患者接受 ASC47 与司美格鲁肽联合治疗，2 名患者接受司美格鲁肽与安慰剂联合治疗。公司预计将于 2025 年第二季度末完成首例患者给药。同时公司宣布 ASC47 单次给药联合司美格鲁肽的数据将用于支持低剂量 ASC47 和一种肠促胰素类药物联合治疗肥胖症的 MAD 研究，该研究预计将于 2025 年年底开展。

4. 盈利预测与投资建议

歌礼制药现阶段的三款商业化产品均已经入销售寿命末期，根据公司 2024 年上半年报，公司主营收入已经为 0。由于没有新的商业化管线，预计 2024 年全年营收接近 0。且公司的主要管线均无法在短期内贡献收入，故采用企业自由现金流贴现法对公司进行估值。

FCFF 估值主要依托以下假设。以中国 10 年期国债收益率 1.8% 作为无风险利率；Wind 数据库中显示歌礼制药贝塔值为 0.99；歌礼制药为生物医药科济企业，故所得税率为 15%；参考 Wind 数据库得到港股市场预期收益率约为 9.25%；计算可得股权资本成本为 9.18%；加权平均资本成本为 9.18%。公司营收主要源于 ASC30 与 ASC47 两款产品，根据公司所披露的临床试验进展，我们推测两款产品有望在 2029 年在中国与美国获批上市。最终模型目标价为 11.37 人民币，给予“买入”评级。

表15：贴现现金流估计

百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
EBIT	-243.85	-409.71	-490.26	-579.38	-669.42	-850.46	-56.64	1,011.20	1,694.94	2,272.33	2,181.91
所得税税率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
息前税后利润(NOPAT)	-243.85	-409.71	-490.26	-579.38	-669.42	-850.46	-48.15	859.52	1,440.70	1,931.48	1,854.63
加：折旧与摊销	18.78	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减：营运资金的增加	-184.44	-392.67	-600.00	-700.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.00
减：资本性投资	-19.16	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公司自由现金流量FCFF	-59.79	-17.03	109.74	120.62	-669.42	-850.46	-48.15	859.52	1,440.70	1,931.48	1,854.63
贝塔值 (β)	0.99										
无风险利率Rf (%)	1.80%										
市场的预期收益率Rm (%)	9.25%										
有效税率T (%)	15.00%										
股权资本成本Ke	9.18%										
加权平均资本成本WACC	9.18%										
股权价值	11,001.58										
总股本	967.86										
每股价值(CNY)	11.37										

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表16: 估值敏感性分析

	折现率							
	11.37	7.68%	8.18%	8.68%	9.18%	9.68%	10.18%	10.68%
永续增长率	-1.50%	12.80	11.76	10.83	10.01	9.26	8.60	7.99
	-1.00%	13.43	12.30	11.30	10.41	9.62	8.91	8.27
	-0.50%	14.14	12.91	11.82	10.87	10.01	9.25	8.57
	0.00%	14.94	13.59	12.41	11.37	10.45	9.63	8.90
	0.50%	15.85	14.35	13.06	11.93	10.93	10.05	9.27
	1.00%	16.90	15.23	13.80	12.55	11.47	10.51	9.67
	1.50%	18.12	16.24	14.64	13.26	12.07	11.03	10.11

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5. 风险提示

(1) 核心管线研发进展不及预期的风险: 公司为创新药研发企业, 多款创新药及新适应症研发处于临床 I / II 期阶段。而产品未来收入的增长主要来源于新产品和新适应症的获批, 若临床试验或后续结果不及预期, 公司将面临收入不及预期等风险。

(2) 管线市场竞争加剧的风险: 公司目前现有管线存在多个竞品正在研发, 如果未来同适应症产品增加, 可能会导致商业化竞争加剧, 导致公司收入不及预期等风险。

(3) 上市时间不及预期的风险: 在审批过程中, CDE 有可能在原申报资料基础上补充新的技术资料, 甚至有可能要求申请人补充临床试验, CDE 评的不确定性将可能会延后公司相关药品上市时间。

(4) 核心研发人员流失的风险: 维持核心技术人员队伍和高管团队的稳定是公司管理和研发的关键, 核心技术人员的粘性体现出了公司治理和管理的核心竞争力, 考虑到未来创新药企的竞争加剧, 基于核心技术人员的抢夺将成为公司未来发展的挑战之一, 核心技术人员的流失也将成为公司面临的核心风险之一。

歌礼制药-B 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,332.76	1,800.12	1,309.98	730.72	营业总收入	56.69	0.00	0.00	0.00
现金及现金等价物	330.12	330.84	440.70	561.43	营业成本	30.61	0.00	0.00	0.00
应收账款及票据	5.43	0.00	0.00	0.00	销售费用	0.39	0.00	0.00	0.00
存货	6.07	0.00	0.00	0.00	管理费用	115.63	101.76	91.58	82.42
其他流动资产	1,991.14	1,469.29	869.29	169.29	研发费用	216.78	302.41	393.13	491.42
非流动资产	158.25	157.89	157.89	157.89	其他费用	2.14	0.00	0.00	0.00
固定资产	59.73	59.73	59.73	59.73	经营利润	(308.85)	(404.17)	(484.71)	(573.84)
商誉及无形资产	34.87	34.87	34.87	34.87	利息收入	99.28	16.51	0.00	0.00
长期投资	63.02	63.02	63.02	63.02	利息支出	0.14	0.00	0.00	0.00
其他长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	其他收益	65.00	(5.54)	(5.54)	(5.54)
其他非流动资产	0.64	0.27	0.27	0.27	利润总额	(144.72)	(393.20)	(490.26)	(579.38)
资产总计	2,491.01	1,958.01	1,467.87	888.60	所得税	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债	140.68	0.00	0.00	0.00	净利润	(144.72)	(393.20)	(490.26)	(579.38)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	0.65	0.00	0.00	0.00	归属母公司净利润	(144.72)	(393.20)	(490.26)	(579.38)
其他	140.03	0.00	0.00	0.00	EBIT	(243.85)	(409.71)	(490.26)	(579.38)
非流动负债	8.26	9.03	9.03	9.03	EBITDA	(225.07)	(409.71)	(490.26)	(579.38)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	Non-GAAP	(225.07)	(409.71)	(490.26)	(579.38)
其他	8.26	9.03	9.03	9.03					
负债合计	148.94	9.03	9.03	9.03					
股本	0.73	0.73	0.73	0.73	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	(0.15)	(0.41)	(0.51)	(0.60)
归属母公司股东权益	2,342.07	1,948.98	1,458.84	879.57	每股净资产(元)	2.18	2.01	1.51	0.91
负债和股东权益	2,491.01	1,958.01	1,467.87	888.60	发行在外股份(百万股)	967.86	967.86	967.86	967.86
					ROIC(%)	(9.99)	(19.10)	(28.77)	(49.55)
					ROE(%)	(6.18)	(20.17)	(33.61)	(65.87)
					毛利率(%)	45.92			
					销售净利率(%)	(255.70)			
					资产负债率(%)	5.98	0.46	0.62	1.02
					收入增长率(%)	4.81	(100.00)	0.00	0.00
					净利润增长率(%)	54.04	(171.71)	(24.68)	(18.18)
					P/E	(55.18)	(20.31)	(16.29)	(13.78)
					P/B	3.78	4.10	5.47	9.08
					EV/EBITDA	(5.49)	(18.68)	(15.39)	(12.81)

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年3月31日的1.073,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>