

公司研究

战略转型代谢性药物研发，减肥药数据表现优异

——歌礼制药-B (1672.HK) 2024 年年报点评

要点

事件：公司发布 2024 年年报，实现营业收入 128.3 万元 (YOY-97.7%)，实现净亏损 3.01 亿元 (23 年同期亏损为 1.45 亿元)。公司收入下滑主要因新冠疫情缓解后相关收入大幅减少，同时亏损加大主要源于肥胖症及代谢性疾病领域研发投入的大幅增加所致。

战略全面聚焦，推进减肥与代谢性疾病管线。2024 年，歌礼制药对于公司管线做出重大战略调整。公司决定终止病毒性疾病治疗管线，包括慢乙肝、HIV、RSV 在研产品，以及终止 MASH 治疗产品 ASC41 的临床推进。同时公司新增肥胖及代谢性疾病临床管线，分别是 GLP 受体激动剂 ASC30 与 THR-β 激动剂 ASC47，截至 24 年末，二者在海外均已推进至临床 I 期。24 年公司研发开支同比增长 39.5%至 3.02 亿元，其中代谢性疾病研发开支近 1 亿元，痤疮治疗产品因进入临床 3 期产生研发开支近 8 千万元。公司账面尚有现金及现金等价物、定期存款、可转让存单等合计约 19.8 亿元，预计可以支撑公司研发及运营至 2029 年。

减肥药物效果优异，具备强大竞争优势。24 年公司开展多个肥胖相关 I 期临床，包括：1) ASC30 每日口服治疗肥胖患者，治疗 28 天后两个队列患者体重相对基线平均下降 4.2%和 6.2% (经安慰剂调整)；2) ASC30 每月一次或更低频率皮下注射治疗肥胖患者，此前在动物模型内其半衰期长达 40 天；3) ASC47 每月一次或更低频率皮下注射治疗肥胖患者，I b 期试验中展现长半衰期 (健康受试者 26 天，肥胖患者 40 天)，单次皮下注射 90mg 后，肥胖患者第 50 天峰值减重达 1.7%，且未出现肌肉流失。公司口服与皮下注射减肥产品初步展现出优异的减重效果与长半衰期，在同类竞品中具备独特优势。

盈利预测、估值与评级：公司在代谢性疾病治疗产品加大临床投入，下调 25-26 年归母净利润预测为 -4.93/-4.17 亿元 (前值分别为 -3.13/-3.22 亿元，下调 57.5%/29.5%)，新增 27 年归母净利润预测为 -3.46 亿元。考虑到减肥药效果优异，口服/注射产品组合丰富，且临床进展迅速，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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	57	1	0	0	8
归母净利润 (百万元)	-144.72	-300.94	-493.14	-417.02	-346.48
EPS (元)	-0.13	-0.30	-0.51	-0.43	-0.36

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-03；23-25 年股本分别为 10.73/10.13 亿股，预计 25-27 年股本为 9.68 亿股。

买入 (维持)

当前价：6.50 港元

作者

分析师：叶思奥

执业证书编号：S0930523050003

021-52523837

yesa@ebscn.com

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

021-52523867

wangmingrui@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	9.68
总市值(亿港元)	62.91
一年最低/最高(港元)	0.76-9.28
近 3 月换手率	64.9

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0	73	356
绝对	-6	89	392

资料来源：Wind

相关研报

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 (20241224)

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 (20240108)

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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	57	1	0	0	8
毛利	26	1	0	0	6
研发费用	-217	-302	-408	-327	-261
销售费用	0	0	0	0	5
管理费用	-116	-102	-107	-110	-113
财务费用	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
其他支出	-22	-17	-7	-6	-6
归母净利润	-145	-301	-493	-417	-346
EPS (元)	-0.13	-0.30	-0.51	-0.43	-0.36

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-144	-342	-501	-434	-362
投资活动现金流	150	979	214	170	136
融资活动现金流	-81	-104	-20	-20	-20
现金及现金等价物净增加额	-76	534	-307	-284	-246
期末及现金等价物	330	864	607	373	177

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
固定资产和无形资产	86	61	50	42	35
使用权资产	9	8	8	8	8
其他非流动资产	63	0	0	0	1
非流动资产	158	154	58	50	43
存货	6	4	3	1	0
应收账款和应收票据	27	18	15	12	9
现金及现金等价物	2275	864	856	745	636
流动资产	2333	1971	1741	1453	1203
应付账款和应付票据	133	145	142	139	137
其他流动负债	7	8	7	7	6
流动负债	141	153	150	146	143
非流动负债	8	5	6	6	7
股东权益	2342	1966	1644	1350	1096

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