

歌礼制药-B (01672.HK)

ASC40 痤疮适应症 III 期临床达到所有终点, 疗效数据优秀

买入 (维持)

2025 年 06 月 04 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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	56.69	1.28	0.00	40.00	100.00
同比(%)	4.81	(97.74)	(100.00)		150.00
归母净利润 (百万元)	(144.72)	(300.94)	(454.44)	(469.72)	(445.21)
同比(%)	54.04	(107.95)	(51.01)	(3.36)	5.22
EPS-最新摊薄 (元/股)	(0.15)	(0.31)	(0.47)	(0.48)	(0.46)
P/E (现价&最新摊薄)	(54.06)	(26.00)	(17.22)	(16.66)	(17.57)

投资要点

- **事件:** 6月4日公司宣布 FIC 每日一次口服小分子 FASN 抑制剂地尼法司他 (ASC40) 治疗中重度寻常性痤疮的 III 期临床试验达到所有主要、关键次要及次要终点。经安慰剂校准后的治疗成功率, 地尼法司他 (18.6%) 疗效比 FDA 批准的沙瑞环素 (9.4%) 和多西环素 (6.7%) 分别高 98% 和 178%。与 FDA 批准的柯拉特龙乳膏 (11.6%) 相比高 60%。
- **目前痤疮疗法治标不治本, 临床期待新药:** 根据美国皮肤病学会 (AAD) 的《寻常痤疮管理指南》, 临床上寻常痤疮治疗以外用制剂为主, 全身抗生素、激素药为辅, 且大部分药物均存在治标不治本的问题。而地尼法司他开创全新痤疮治疗路径, 为 FIC 药物。治疗机制: (1) 通过抑制人皮脂细胞的脂肪酸从头合成 (DNL), 直接抑制面部皮脂生成; 和 (2) 通过减少细胞因子分泌和 Th17 分化来抑制炎症。皮脂分泌过剩是导致痤疮的主要诱因之一, 地尼法司他独特的作用机制可直接减少皮脂分泌过剩, 而其他大多数痤疮治疗药物并不针对痤疮的根本原因。
- **地尼法司他 III 期临床达到所有终点, 疗效数据优秀:** 地尼法司他具备优秀的疗效。第 12 周时, 地尼法司他治疗组治疗成功为 33.2%, 安慰剂组为 14.6%; 治疗组总皮损计数相对基线下降是 57.4%, 安慰剂组为 35.4%; 治疗组炎症皮损计数相对基线下降 63.5%, 安慰剂组为 43.2%。安全性数据同样优秀。地尼法司他和安慰剂在治疗期间发生 TEAE 的概率相当, 任何类别的与试验相关 TEAE 发生率均不超过 10%。所有与地尼法司他相关的不良事件均为轻度或中度。未来有望成为疗效显著、患者依从性高、安全性好的 BIC 痤疮药物。
- **差异化布局小分子减重赛道, ASC30 和 ASC47 潜力较大:** 小分子药具有使用方便、依从性好、生产成本低、易于保存和运输等优势, 海外头部制药企业纷纷布局该赛道。ASC30 是目前唯一一款既可每天口服, 也可每月一次皮下注射的 GLP-1 小分子, 满足了不同市场人群的需求, 具备稀缺性。据此前披露数据, 肥胖患者接受 ASC30 口服治疗 4 周后, 体重下降 6.3%, 其口服制剂有望成为 BIC 药物。此外 ASC47 是靶向脂肪细胞 THR β 靶点的小分子药物, 每月一次皮下注射, 有减脂不减肌潜力, 是首个 THR β 靶点的小分子减肥药。目前 I 期 SAD 研究数据已读出, 在美国联合司美格鲁肽临床研究已经完成首例患者给药。
- **盈利预测与投资评级:** 随着地尼法司他 III 临床期顺利结束, 公司预计将在 2025 年提交药监局申报上市, 2026 年贡献收入。我们维持公司 2025 年营收预测, 上调 2026 年营收预测至 0.4 亿元, 新增 2027 年营收预测为 1 亿元。结合原 FCFE 估值模型, 上调目标价至 11.88 元人民币, 维持“买入”评级
- **风险提示:** 管线研发进展不及预期; 市场竞争加剧; 上市时间不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	8.07
一年最低/最高价	0.76/9.28
市净率(倍)	3.81
港股流通市值(百万港元)	7,169.28

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)	969.43
流通股本(百万股)	969.43

相关研究

《歌礼制药-B(01672.HK): 全新 GLP-1 减重不减肌, 有潜力成为 Best-in-Class》

2025-04-01

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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,970.78	1,363.68	894.35	449.53	营业总收入	1.28	0.00	40.00	100.00
现金及现金等价物	864.33	1,356.31	881.99	428.73	营业成本	0.55	0.00	10.00	12.00
应收账款及票据	0.15	0.00	3.33	11.11	销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	4.37	0.00	1.67	2.33	管理费用	101.74	91.57	82.41	74.17
其他流动资产	1,101.93	7.37	7.37	7.36	研发费用	302.39	362.87	417.30	459.03
非流动资产	153.79	153.79	153.79	153.79	其他费用	11.81	0.00	0.00	0.00
固定资产	49.25	49.25	49.25	49.25	经营利润	(415.21)	(454.44)	(469.72)	(445.21)
商誉及无形资产	19.94	19.94	19.94	19.94	利息收入	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	0.24	0.00	0.00	0.00
其他长期投资	84.39	84.39	84.39	84.39	其他收益	114.52	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0.21	0.21	0.21	0.21	利润总额	(300.94)	(454.44)	(469.72)	(445.21)
资产总计	2,124.57	1,517.47	1,048.14	603.32	所得税	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债	153.05	0.00	0.00	0.00	净利润	(300.94)	(454.44)	(469.72)	(445.21)
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	0.03	0.00	0.00	0.00	归属母公司净利润	(300.94)	(454.44)	(469.72)	(445.21)
其他	153.02	0.00	0.00	0.00	EBIT	(300.69)	(454.44)	(469.72)	(445.21)
非流动负债	5.36	5.36	5.36	5.36	EBITDA	(279.94)	(454.44)	(469.72)	(445.21)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	Non-GAAP	(279.94)	(454.44)	(469.72)	(445.21)
其他	5.36	5.36	5.36	5.36					
负债合计	158.41	5.36	5.36	5.36					
股本	0.69	0.69	0.69	0.69	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	(0.31)	(0.47)	(0.48)	(0.46)
归属母公司股东权益	1,966.16	1,512.11	1,042.78	597.97	每股净资产(元)	1.94	1.56	1.08	0.62
负债和股东权益	2,124.57	1,517.47	1,048.14	603.32	发行在外股份(百万股)	969.43	969.43	969.43	969.43
					ROIC(%)	(13.96)	(26.13)	(36.77)	(54.27)
					ROE(%)	(15.31)	(30.05)	(45.04)	(74.45)
					毛利率(%)	57.29		75.00	88.00
					销售净利率(%)	(23,455.65)		(1,174.29)	(445.21)
					资产负债率(%)	7.46	0.35	0.51	0.89
					收入增长率(%)	(97.74)	(100.00)		150.00
					净利润增长率(%)	(107.95)	(51.01)	(3.36)	5.22
					P/E	(26.00)	(17.22)	(16.66)	(17.57)
					P/B	4.16	5.17	7.50	13.08
					EV/EBITDA	(7.80)	(14.23)	(14.78)	(16.61)

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6月4日的0.9158,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>