

创新管线登上 ADA 大会， 公司后续发展值得期待

核心观点

公司的 ASC30 和 ASC47 两款药物亮相 ADA 大会，产品后续前景值得关注。其中，ASC30 的 SAD 研究表明其具备良好的药动学特征以及长半衰期，产品成药性好，同时药物安全性良好，主要副作用为轻中度。ASC47 的研究结果表明其在临床前动物模型中具备减脂增肌和降体重效果，后续人体结果值得期待。综上所述我们认为，公司的创新管线临床持续推进，各项研究结果均表明产品具备好的成药性和安全型基础，后续临床结果可期，看好公司未来发展。

事件

6月18日，歌礼宣布其有望成为同类最佳的口服小分子 IL-17 抑制剂 ASC50 治疗银屑病的美国 I 期临床试验完成首批受试者给药

6月23日，公司 ASC30 和 ASC47 两款产品登上 ADA 大会，展示其临床研究数据。

简评

ASC30 SAD 研究证明其安全性优异，并具备良好的药动学特征

ASC30 药动学特征良好，安全性优异。在 ASC30 的 SAD 研究中，共计纳入 30 名受试者，分为 5 组，剂量分别为 2mg、5mg、10mg、20mg 和 40mg。在给药后，可以观察到 5-40mg 组的半衰期均在 30-55 小时之间，表明产品具备长半衰期特征，利于成药。同时可以看到，AUC 随着剂量提升而提升，表明产品具备良好的药动学特征。安全性方便，在给药后，产品副作用全部为轻中度，2mg 和 5mg 剂量组未发生呕吐。整体看，SAD 研究表明 ASC30 具备良好的药动学特征，且安全性可控，后续结果可期。

ASC47 临床前研究表明具备减脂增肌降体重潜力

ASC47 临床前研究具备减脂增肌降体重效果，潜力十足。公司的 ASC47 临床前研究表明，在联合司美格鲁肽给药小鼠时，相较于司美格鲁肽组，联合组展示了更高的体重下降趋势。同时，产品联合司美格鲁肽也表明了更多的脂肪下降以及肌肉保留趋势。整体看，ASC47 在临床前的动物模型中展现出了初步的减脂增肌和降体重能力，后续人体研究结果可期。

歌礼制药-B (1672. HK)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

010-56135338

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

发布日期：2025 年 06 月 26 日

当前股价：9.74 港元

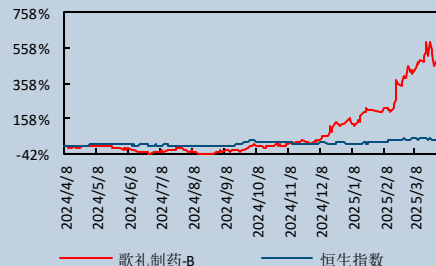
目标价格 6 个月：19.93 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-1.52/-1.12	100.62/84.18	374.45/339.50
12 月最高/最低价 (港元)		9.24/0.78
总股本 (万股)		96,788.12
流通 H 股 (万股)		96,788.12
总市值 (亿港元)		65.42
流通市值 (亿港元)		65.42
近 3 月日均成交量 (万)		622.38
主要股东		
JJW12 Limited		50.79%

股价表现



相关研究报告

ASC50 创新分子，口服 IL17 有望填补临床空白

ASC50 有望实现银屑病口服给药，后续值得期待。ASC50 作为一款口服 IL17 小分子，目前正在美国开展 I 期临床研究，该 I 期试验旨在评估 ASC50 治疗银屑病的安全性、耐受性和初步疗效。临床前研究表明，更高的口服暴露量、更长的半衰期以及强药效均支持 ASC50 有望成为治疗银屑病的同类最佳（best-in-class）每日一次口服药物，后续 I 期临床结果值得期待。

公司核心管线持续推进，2025 年众多催化值得展望

公司其他管线中：ASC61 在美国的 I 期研究已完成，ASC40 计划于 2025 年完成 III 期临床并寻求商业合作伙伴。2025 年重点持续推进 ASC30 口服 IIa 期研究，公布 ASC30 皮下注射 Ib 期结果，推进 ASC47 和司美格鲁肽的验证临床研究。我们认为，公司 2025 年仍然重点投入 ASC30 和 ASC47，多项管线有待后续进展，规划明确，值得期待。

盈利预测与投资评级

公司管线核心药物 ASC30、ASC47 处于早期研发阶段，在临床早期实验结果中安全性与疗效均表现优异；且 ASC30 成功实现在同一小分子下兼容皮下注射与口服两种给药方式，ASC47 具有明显的靶向性，均实现创新突破，具有良好的前景。根据 DCF 模型，我们预计公司合理市值为 192.9 亿港元，上调目标价至 19.93 港元，维持“买入”评级

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027
营业收入（百万元）	56.60	1.28	1.92	2.89	4.33
YoY(%)	4.63	-97.73	50.00	50.00	50.00
净利润（百万元）	-144.72	-300.94	-242.32	-290.85	-406.50
YoY(%)	54.04	-107.95	19.48	-20.02	-39.76
毛利率(%)	45.92	57.29	19.76	19.76	19.76
净利率(%)	-255.70	-23455.65	-12591.57	-10075.23	-9387.75
ROE(%)	-6.18	-15.31	-14.06	-20.30	-39.60
EPS(摊薄/元)	-0.15	-0.31	-0.25	-0.30	-0.42
P/E(倍)	-40.15	-19.31	-23.98	-19.98	-14.29
P/B(倍)	2.48	2.96	3.37	4.05	5.66

来源：Ifind，中信建投

风险分析

公司创新药研发进展、新药评审时间不及预期，公司核心产品 ASC30、ASC47 均处于早期研发阶段，是否研发成功并最终实现商业化具有高度不确定性，产品可能因临床等因素存在数据不及预期，推进不及预期或审评不及预期等风险；**商业化进展不及预期**，如若市场拓展、学术推广、医保覆盖范围等方面的进展不达预期，或销售团队未能紧跟政策动向、把握市场竞争态势都将影响公司未来的商业化能力，从而导致商业化不及预期；**市场化竞争加剧风险**；**海外拓展不及预期**。

资产负债表（百万元）					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,332.76	1,970.78	1,668.32	1,428.82	1,333.03
现金	330.12	866.69	1,063.07	524.63	0.43
应收票据及应收账款合计	5.43	0.15	0.42	0.63	0.95
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	7.57	8.65	4.56	6.85	10.27
存货	6.07	4.37	4.34	6.52	9.77
其他流动资产	1,983.56	1,090.91	595.92	890.20	1,331.61
非流动资产	158.25	153.79	142.75	131.71	120.67
长期投资	63.02	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	59.73	49.25	41.53	33.82	26.10
无形资产	34.87	19.94	16.62	13.30	9.97
其他非流动资产	0.64	84.60	84.60	84.60	84.60
资产总计	2,491.01	2,124.57	1,811.07	1,560.53	1,473.71
流动负债	140.68	153.05	81.88	122.18	365.61
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	182.82
应付票据及应付账款合计	0.65	0.03	0.06	0.09	0.14
其他流动负债	140.03	153.02	81.82	122.09	182.65
非流动负债	8.26	5.36	5.36	5.36	81.61
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	76.25
其他非流动负债	8.26	5.36	5.36	5.36	5.36
负债合计	148.94	158.41	87.23	127.54	447.22
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	0.73	0.69	1,000.69	2,000.69	3,000.69
资本公积	2,341.34	1,965.47	965.47	-34.53	-1,034.53
留存收益	0.00	0.00	-242.32	-533.17	-939.67
归属母公司股东权益	2,342.07	1,966.16	1,723.84	1,432.99	1,026.49
负债和股东权益	2,491.01	2,124.57	1,811.07	1,560.53	1,473.71

现金流量表（百万元）					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-144.162	-341.579	54.18243246	-680.045584	-917.1756426
净利润	-144.72	-300.94	-242.32	-290.85	-406.50
折旧摊销	18.78	0.00	11.04	11.04	11.04
财务费用	0.14	0.24	-3.38	-2.78	4.91
其他经营现金流	-18.37	-40.89	288.84	-397.46	-526.62
投资活动现金流	149.85	978.91	138.82	138.82	138.82
资本支出	19.86	2.91	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	129.98	976.00	138.82	138.82	138.82
筹资活动现金流	-81.50	-103.51	3.38	2.78	254.16
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	182.82
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	76.25
其他筹资现金流	-81.50	-103.51	3.38	2.78	-4.91
现金净增加额	-75.81	533.82	196.38	-538.45	-524.19

利润表（百万元）					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	56.60	1.28	1.92	2.89	4.33
营业成本	30.61	0.55	1.54	2.32	3.47
营业税金及附加	2.14	11.81	0.00	0.00	0.00
销售费用	0.39	0.00	0.00	0.00	0.00
管理与研发费用	332.41	404.14	384.90	433.01	541.27
财务费用	0.14	0.24	-3.38	-2.78	4.91
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-20.28	-5.27	0.00	0.00	0.00
营业利润	-329.37	-420.73	-381.14	-429.67	-545.32
其他非经营损益	184.65	119.79	138.82	138.82	138.82
利润总额	-144.72	-300.94	-242.32	-290.85	-406.50
所得税	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	-144.72	-300.94	-242.32	-290.85	-406.50
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	-144.72	-300.94	-242.32	-290.85	-406.50
EBITDA	-125.79	-300.69	-234.66	-282.59	-390.56
EPS（元）	-0.15	-0.31	-0.25	-0.30	-0.42

主要财务比率					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	4.63	-97.73	50.00	50.00	50.00
净利润(%)	54.04	-107.95	19.48	-20.02	-39.76
获利能力					
毛利率(%)	45.92	57.29	19.76	19.76	19.76
净利率(%)	-255.70	-23455.65	-12591.57	-10075.23	-9387.75
ROE(%)	-6.18	-15.31	-14.06	-20.30	-39.60
ROIC(%)	-15.45	-21.10	-35.21	-66.16	-59.96
偿债能力					
资产负债率(%)	5.98	7.46	4.82	8.17	30.35
净负债比率(%)	-14.10	-44.08	-61.67	-36.61	25.20
流动比率	16.58	12.88	20.38	11.69	3.70
速动比率	2.62	5.77	13.13	4.42	0.05
营运能力					
总资产周转率	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款周转率	10.42	8.44	4.57	4.57	4.57
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	-0.15	-0.31	-0.25	-0.30	-0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.15	-0.35	0.06	-0.70	-0.95
每股净资产(最新摊薄)	2.42	2.03	1.78	1.48	1.06
估值比率					
P/E	-40.15	-19.31	-23.98	-19.98	-14.29
P/B	2.48	2.96	3.37	4.05	5.66
EV/EBITDA	2.74	2.89	-21.04	-40.62	-46.77

资料来源：Ifind，中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

袁清慧

中信建投制药及生物科技组首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技板块。

2020年新浪金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围团队核心成员、Wind金牌分析师医药行业第4名。2019年Wind金牌分析师医药行业第1名。2018年Wind金牌分析师医药行业第3名，第一财经最佳分析师医药行业第1名。2021年新财富最佳分析师医药行业第五名。

研究助理

赵旭

zhaoxul@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk