

歌礼制药-B (01672.HK)

2025 年中报点评：海外临床进展顺利，远期管线成功概率提升

买入（维持）

2025 年 08 月 16 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@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	2.01	64.43	203.23
同比(%)	4.81	(97.74)	56.66	3,105.31	215.44
归母净利润（百万元）	(144.72)	(300.94)	(418.39)	(395.50)	(358.40)
同比(%)	54.04	(107.95)	(39.03)	5.47	9.38
EPS-最新摊薄（元/股）	(0.15)	(0.31)	(0.43)	(0.41)	(0.37)
P/E（现价&最新摊薄）	(54.06)	(26.00)	(18.70)	(19.78)	(21.83)

股价走势



投资要点

- **事件：**2025H1 公司主营业收入 108 万元，主要为提供研发服务收入所得。2025H1 研发费用 1.46 亿元，同比增长 10.9%，通过管线调整和费用合理优化，保证了公司核心减重管线的顺利快速推进，同时研发费用未出现大幅增长。公司 2025 年 H1 期末现金及现金等价物为 15.8 亿元，同比增长 361.9%，主要系定期存款到期所致。充足的现金储备有利于支撑目前管线的顺利研发。同时公司的核心管线在下半年还具有如下催化剂。
- **ASC30：**公司最核心的小分子 GLP-1 管线，每日口服+每月注射双剂型。美国 I 期数据 4 周减重 6.5%，对比礼来小分子 GLP-1（Orforglipron）效果更佳，安全性相似，是潜在的全球 BIC。目前正在美国开展 IIa 期 13 周临床，根据时间推算我们预计今年 Q4 将有望读出顶线数据。ASC30 口服与注射双剂型均在推进 IIa 期，考虑到临床开始时间，预计注射型数据会略晚于口服剂型。该管线具有较强 BD 预期，我们预计随着临床数据的读出，BD 有望快速落地。
- **ASC47：**公司开发的 THR-β 全新靶点减脂增肌管线，每月皮下注射一次。独特靶点开创新靶向脂肪细胞的减脂机制，与司美格鲁肽等 GLP-1 减肥药有强协同性，联用有望显著改善肌肉量明显降低的不良反应，同时提升减重效果。公司目前在美国进行与司美格鲁肽联用的 I 期临床，此前 7 月份已宣布完成所有受试者给药，该临床试验周期为 29 天，我们预计 2025 年 Q4 将读出顶线数据。
- **ASC50：**该管线是少数进入临床阶段的 IL-17 口服小分子。银屑病暂无根治方案需长期用药，现有药物司库奇优单抗等均需注射，ASC50 口服具备临床优势。在此之前仅 3 款银屑病 IL-17 小分子进入临床，ASC50 临床前数据以凸显疗效潜在优势，有望竞争 BIC。ASC50 在今年 6 月在美国开展 I 期临床，我们预计其将在 2025 年年底读出顶线数据。
- **地尼法司他：**作为 FIC 口服小分子 FASN 抑制剂，地尼法司他 III 期临床数据优秀，我们预计 2026 年有望在国内递交上市申请，未来为公司贡献收入。
- **盈利预测与投资评级：**歌礼制药 2025 年上半年各项管线推进顺利，符合我们预期。未来临床数据披露时间相对明确。我们认为其未来成功上市可能性再次提高。地尼法司他未来有望贡献收入。我们将 25-27 年营收预测上调至 0.02/0.64/2.03 亿元（前值为 0/0.4/1 亿元）。结合 FCFE 估值模型，管线成功率大幅提高，上调目标价至 29.26 港元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新药研发及审批进展不及预期；药品销售不及预期；产品竞争格局加剧；药品审批政策的不确定性。

市场数据

收盘价(港元)	17.74
一年最低/最高价	0.76/18.15
市净率(倍)	8.38
港股流通市值(百万港元)	15,658.50

基础数据

每股净资产(元)	1.93
资产负债率(%)	6.46
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): ASC30 完成 IIa 期患者入组，预计 25 年 Q4 读出顶线数据》

2025-08-06

《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》

2025-06-05

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	1,540.33	1,167.49	771.09	营业总收入	1.28	2.01	64.43	203.23
现金及现金等价物	864.33	1,534.96	1,151.81	727.26	营业成本	0.55	0.40	15.00	50.00
应收账款及票据	0.15	0.00	5.37	22.58	销售费用	0.00	0.00	6.44	24.39
存货	4.37	0.00	2.50	9.72	管理费用	101.74	91.57	82.41	74.17
其他流动资产	1,101.93	5.37	7.81	11.53	研发费用	302.39	362.87	417.30	459.03
非流动资产	153.79	133.79	120.19	111.29	其他费用	11.81	0.00	0.00	0.00
固定资产	49.25	39.95	31.75	25.05	经营利润	(415.21)	(452.83)	(456.73)	(404.37)
商誉及无形资产	19.94	9.24	3.84	1.64	利息收入	0.00	34.57	61.40	46.07
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	0.24	0.13	0.17	0.11
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)	(418.39)	(395.50)	(358.40)
资产总计	2,124.57	1,674.12	1,287.68	882.38	所得税	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债	153.05	120.60	129.27	81.99	净利润	(300.94)	(418.39)	(395.50)	(358.40)
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	0.42	0.69	归属母公司净利润	(300.94)	(418.39)	(395.50)	(358.40)
其他	153.02	120.60	128.85	81.29	EBIT	(300.69)	(452.83)	(456.73)	(404.37)
非流动负债	5.36	5.36	5.36	5.36	EBITDA	(279.94)	(437.83)	(446.73)	(397.37)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	Non-GAAP	(279.94)	(437.83)	(446.73)	(397.37)
其他	5.36	5.36	5.36	5.36					
负债合计	158.41	125.96	134.63	87.34					
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)	(0.43)	(0.41)	(0.37)
归属母公司股东权益	1,966.16	1,548.16	1,153.05	795.04	每股净资产(元)	1.94	1.60	1.19	0.82
负债和股东权益	2,124.57	1,674.12	1,287.68	882.38	发行在外股份(百万股)	969.43	969.43	969.43	969.43
					ROIC(%)	(13.96)	(25.77)	(33.82)	(41.51)
					ROE(%)	(15.31)	(27.02)	(34.30)	(45.08)
					毛利率(%)	57.29	80.10	76.72	75.40
					销售净利率(%)	(23,455.65)	(20,815.39)	(613.88)	(176.36)
					资产负债率(%)	7.46	7.52	10.46	9.90
					收入增长率(%)	(97.74)	56.66	3,105.31	215.44
					净利润增长率(%)	(107.95)	(39.03)	5.47	9.38
					P/E	(26.00)	(18.70)	(19.78)	(21.83)
					P/B	4.16	5.05	6.78	9.84
					EV/EBITDA	(7.80)	(14.36)	(14.93)	(17.86)

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8月15日的0.9181,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>