



买入(首次)

行业：医药生物
日期：2025年08月29日
分析师：彭波
E-mail：pengbo@yongxingsec.com
SAC 编号：S1760524100001

基本数据

收盘价(元, HKD) 13.84
12mthA 股价格区间 0.76-18.75 (元, HKD)
总股本(百万股) 969.43
无限售 H 股/总股本 (百 969.43 万股)
流通市值 (HKD, 亿元) 141

最近一年股票与恒生医疗保健比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

多款 FIC、BIC 管线美国临床研究快速推进，持续深化差异化研发策略 ——歌礼制药（1672.HK）2025 年半年报点评

■ 事件

公司发布 2025 年半年报，2025H1 实现营业收入 108.1 万元；归母净利润-0.88 亿元。上半年研发成本 1.47 亿元（同比+10.9%，下同），研发人员占比达 65%。截止至 2025/6/30 公司现金及现金等价物、定期存款、可转让存单、结构性存款、理财产品及在途银行存款约为人民币 18.28 亿元，预计可支持公司直至 2029 年的研发活动及运营。

■ 核心观点

ASC30：口服+注射双剂型，兼具优异减重疗效与便捷给药优势

ASC30 每日一次口服片的美国 I b 期临床数据显示，经 4 周治疗后，安慰剂校准后的相对基线的平均体重下降 6.5%，减重效果优于 Orforglipron，有望成为治疗肥胖症的同类最佳候选药物。此外，ASC30 皮下注射型显示在肥胖患者中半衰期可达 36 天，支持每月一次或更低频率给药。目前 ASC30 口服及皮下注射美国 IIa 期临床正在进行中，预计在 25Q4 与 26Q1 分别获得口服给药与皮下注射临床的顶线数据。

ASC47：减重不减肌，联用 GLP-1 药物协同性显著

ASC47 为脂肪靶向药物，可实现减重不减肌。其在肥胖症患者中显示出 40 天的半衰期，可支持每月一次或更低频次皮下注射，单次皮下注射 90mg 后，患者第 50 天减重峰值达 1.7%。此外，ASC47 与司美格鲁肽、替尔泊肽联用具有协同效果，目前，联司司美格鲁肽的美国临床研究已完成 28 名受试者给药，预计在 2025Q4 公布顶线数据。

IL-17 抑制剂 ASC50 潜力凸显，痤疮药地尼法司他疗效领先

ASC50 作为新型口服小分子 IL - 17 抑制剂，用于治疗银屑病，临床前数据表明，其口服暴露量更高、半衰期更长且药效强劲，有望成为治疗银屑病的同类最佳每日一次口服药物，目前美国 I 期临床完成首批受试者给药，预计今年获得顶线数据。此外，地尼法司他（ASC40）是同类首创、每日一次口服 FASN 抑制剂。III 期实验数据显示，经安慰剂校准后地尼法司他疗效为 18.6%，比沙瑞环素（9.4%）高 98%，比多西环素（6.7%）高 178%，有望在痤疮治疗方面实现重大突破。

■ 盈利预测与投资建议

预计公司 25/26/27 年收入分别为 2/2/2 百万元；归母净利润为-2.82/-3.88/-4.39 亿元。我们认为，口服小分子/多肽和增肌为减重药物的下一个时代，公司管线研发快速推进，ASC30 和 ASC47 具有较大的前景，采用 DCF 估值方法，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

■ 风险提示

研发不及预期；同行产品出现数据不达预期；市场竞争加剧。

■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1	2	2	2
年增长率 (%)	-98%	22%	6%	6%
归属于母公司的净利润	-301	-282	-388	-439
年增长率 (%)	-108%	6%	-37%	-13%
每股收益 (元)	-0.30	-0.29	-0.40	-0.45
市盈率 (X)	-10.02	-47.57	-34.61	-30.60

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2025 年 8 月 25 日收盘价）

资产负债表					现金流量表				
单位：百万元					单位：百万元				
至 12 月 31 日	2024A	2025E	2026E	2027E	至 12 月 31 日	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,971	1,669	1,148	711	经营活动现金流	-342	586	-692	-631
现金	864	1,610	1,088	625	净利润	-301	-282	-388	-439
应收账款及票据	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
存货	4	0	0	0	折旧摊销	21	10	6	4
其他	1,102	58	60	86	营运资金变动及其他	-61	859	-310	-196
非流动资产	154	158	155	149	投资活动现金流	979	161	171	170
固定资产	49	30	19	11	资本支出	-2	11	7	7
无形资产	20	18	15	13	其他投资	981	149	163	163
其他	85	111	121	126	筹资活动现金流	-104	0	0	0
资产总计	2,125	1,828	1,303	860	借款增加	-5	0	0	0
流动负债	153	141	5	1	普通股增加	-99	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	已付股利	0	0	0	0
应付账款及票据	0	0	0	0	其他	0	0	0	0
其他	153	141	5	1	现金净增加额	534	746	-523	-463
非流动负债	5	4	4	4					
长期债务	0	0	0	0					
其他	5	4	4	4					
负债合计	158	145	9	5					
普通股股本	1	1	1	1					
储备	1,942	1,659	1,270	830					
归属母公司股东权益	1,966	1,683	1,294	855					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,966	1,683	1,294	855					
负债和股东权益	2,125	1,828	1,303	860					

利润表					主要财务比率				
单位：百万元					至 12 月 31 日				
至 12 月 31 日	2024A	2025E	2026E	2027E	至 12 月 31 日	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1	2	2	2	成长能力				
其他收入	0	0	0	0	营业收入	-97.73%	21.59%	6.41%	6.02%
营业成本	1	1	1	2	归属母公司净利润	107.95%	6.27%	-37.43%	-13.13%
销售费用	0	0	0	0	获利能力				
管理费用	102	109	116	123	毛利率	57.29%	11.00%	12.00%	13.00%
研发费用	302	390	498	528		-	-	-	-
财务费用	0	-15	-28	-19	销售净利率	23455.65%	18080.94%	23351.46%	24916.33%
除税前溢利	-301	-282	-388	-439	ROE	-15.31%	-16.76%	-29.95%	-51.31%
所得税	0	0	0	0	ROIC	-15.29%	-17.65%	-32.11%	-53.52%
净利润	-301	-282	-388	-439	偿债能力				
少数股东损益	0	0	0	0	资产负债率	7.46%	7.92%	0.68%	0.62%
归属母公司净利润	-301	-282	-388	-439	净负债比率	-43.96%	-95.67%	-84.03%	-73.13%
					流动比率	12.88	11.85	228.86	501.15
					速动比率	5.81	11.84	228.78	500.91
					营运能力				
EBIT	-301	-297	-416	-457	总资产周转率	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA	-280	-287	-409	-454	应收账款周转率	0.46	4.96	6.35	18.26
EPS (元)	-0.30	-0.29	-0.40	-0.45	应付账款周转率	1.61	39.92	49.64	114.83

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	-0.30	-0.29	-0.40	-0.45	P/E	-10.02	-47.57	-34.61	-30.60
每股经营现金流	-0.34	0.60	-0.71	-0.65	P/B	1.55	7.97	10.37	15.70
每股净资产	1.94	1.74	1.34	0.88	EV/EBITDA	-7.80	-41.12	-30.11	-28.20

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，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，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。