



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025 年 09 月 07 日

基础数据

09 月 05 日收盘价（港元）	13.41
总市值（亿港元）	133.87
总股本（亿股）	9.98

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：黄翰漾

S0190519020002

请注意：黄翰漾并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。

huanghanyang@xyzq.com.cn

分析师：孙媛媛

S0190515090001

BUN498

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

分析师：杨希成

S0190522090002

请注意：杨希成并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。

yangxicheng@xyzq.com.cn

研究助理：孙宋暄

sunsongxuan@xyzq.com.cn

歌礼制药-B(01672.HK)

聚焦减重代谢产品差异化管线，2025 年下半年有望读出多项核心管线临床数据

投资要点：

- 公司公布 2025 年中期业绩。2025 年上半年实现收入 108 万元（2024 年上半年为 0 元），主要为提供研发服务所得收入；2025 年上半年归母净亏损为 0.88 亿元（2024 年上半年归母净亏损为 1.30 亿元）。公司预计 2025 年下半年将读出多项核心产品管线的临床数据。
- 公司多项核心管线临床进展顺利。其中，核心管线 GLP-1R 小分子激动剂 ASC30：（1）公司 ASC30 每日一次口服片在 2025 年 2 月读出美国 Ib 期多剂量递增（MAD）4 周减重数据，减重效果、耐受性和安全性良好，具有潜在同类最佳潜力。公司预计 ASC30 口服片的美国 IIa 期 13 周减重顶线数据在 2025 年 Q4 读出。（2）公司 ASC30 长效注射剂支持每月一次或更低频用药，目前美国减重 IIa 期研究正在进行，公司预计在 2026 年 Q1 读出顶线数据。其中，减重不减肌 THR-β 管线 ASC47：ASC47 联用 GLP-1 单药在临床前动物模型中显示出相比 GLP-1 单药更高的减重效果以及减重后肌肉占比恢复至健康水平的效果；另外，ASC47 显示出在肥胖症患者中长达 40 天的半衰期，公司预计可支持每月一次或每两月一次的给药。公司预计 ASC47 联用司美格鲁肽的美国顶线数据将在 2025 年年内读出。公司药物发现平台立足差异化产品管线开发：基于核心药物开发平台 AISBDD（基于结构的 AI 辅助药物发现）以及 ULAP（超长效药物开发平台），公司持续开发出 IL-17 小分子抑制剂 ASC50、GLP-1R/GIPR 双靶激动剂多肽 ASC31，为公司长期发展提供动力。公司引进痤疮口服新药地尼法司他（ASC40），在 2025 年 6 月临床 3 期成功，我们预计未来该产品有望获批上市并为公司带来收入。
- 盈利预测与评级：歌礼制药在减重代谢领域持续投入，聚焦减重赛道核心痛点进行深度管线布局。随着小分子 GLP-1R 激动剂二期数据的潜在读出以及 THRβ 管线的进一步进展，公司在减重领域有望持续展现差异化竞争优势。公司引进的痤疮治疗药物 ASC40 也有望逐渐为公司贡献收入。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 为 -0.38 元、-0.37 元和 -0.36 元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：产品获批进度不及预期、产品临床推进不及预期、行业政策变动。

主要财务指标

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1	2	6	22
同比增长	-97.73%	47.31%	227.97%	251.13%
归母净利润（百万元）	-301	-379	-370	-356
同比增长	--	--	--	--
毛利率	57.29%	90.00%	90.00%	90.00%
ROE	-15.31%	-24.03%	-30.99%	-43.44%
每股收益（元）	-0.30	-0.38	-0.37	-0.36
市盈率	--	--	--	--

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

公司公布 2025 年中期业绩。2025 年上半年实现收入 108 万元（2024 年上半年为 0 元），主要为提供研发服务所得收入；2025 年上半年归母净亏损为 0.88 亿元（2024 年上半年归母净亏损为 1.30 亿元）。公司预计 2025 年下半年将读出多项核心产品管线的临床数据。

点评

- 公司多项核心管线临床进展顺利。其中，公司核心管线 **GLP-1R** 小分子激动剂 **ASC30**：
 - （1）公司 ASC30 每日一次口服片在 2025 年 2 月读出美国 Ib 期多剂量递增（MAD）4 周减重数据，MAD 队列 1 安慰剂校正后减重 4.2%，MAD 队列 2 安慰剂校正后减重 6.2%，耐受性和安全性良好；相比之下，礼来的口服小分子 GLP-1R 药物 Orforglipron 在临床 2 期减重数据中，45mg 高剂量组第 4 周减重约为 3%左右（安慰剂约为减重 0.5%左右）。因此虽然同靶点小分子 Orforglipron 在临床 3 期 72 周安慰剂校正后减重 11.5%，不及市场预期，但 ASC30 早期减重数据显示出更佳的减重效果，基于公司产品差异化的设计，我们预计未来有望展示出潜在更为成功的口服减重数据。公司预计 ASC30 口服片的美国 2a 期 13 周减重顶线数据在 2025 年 Q4 读出。
 - （2）公司 ASC30 长效注射剂支持每月一次或更低频用药，目前美国减重 IIa 期研究正在进行，公司预计在 2026 年 Q1 读出顶线数据。较低的给药频率也有望较好解决目前减重类药物依从性的问题。
 - （3）2025 年 8 月 28 日，公司公布 ASC30 每日一次口服片美国的 Ib 期多剂量递增（MAD）研究中的药代动力学数据，队列 1（20mg）、队列 2（40mg）的药物暴露量（0-24 小时药时曲线 AUC）在稳态分别达到 3,560 ng·h/mL 和 5,060 ng·h/mL；相应的礼来的口服小分子 GLP-1R 药物 orforglipron 的 24mg 组的 AUC 为 1,520 ng·h/mL；公司预计 ASC30 的较高药物暴露量有机会转化为临床研究中更显著的减重效果。后续公司预计在第 61 届欧洲糖尿病研究协会（EASD，将于 2025 年 9 月 15 日至 19 日举行）口头报告 ASC30 口服片美国 Ib 期 28 天 MAD 研究结果。
- 其中，减重不减肌 **THR-β** 管线 **ASC47**：THR-β 靶点的激活与系统性降低脂肪、脂肪氧化有关，因此是 THR-β 激动剂是一类潜在具有减少脂肪的候选

药物。ASC47 联用司美格鲁肽、替尔泊肽等 GLP-1 类药物，在临床前动物模型中显示出相比 GLP-1 单药更高的减重效果，以及减重后肌肉占比恢复至健康水平的效果；另外，ASC47 在澳大利亚 1 期研究中显示出在肥胖症患者中长达 40 天的半衰期，公司预计可支持每月一次或每两月一次的给药。公司预计 ASC47 联用司美格鲁肽的美国顶线数据将在 2025 年年内读出。

- **公司自研药物发现平台以及引进的产品管线，立足差异化产品设计和开发：**基于核心药物开发平台 AISBDD（基于结构的 AI 辅助药物发现）以及 ULAP（超长效药物开发平台），公司持续开发出多项早期差异化管线：（1）IL-17 小分子抑制剂 ASC50，在临床前展示出更高口服暴露量、更长半衰期和更强药效的数据，公司预计 ASC50 预计在 2025 年内读出美国临床 1 期在健康受试者的顶线数据；（2）GLP-1R/GIPR 双靶激动剂多肽 ASC31 为公司自主研发的 GLP-1 类药物，在与减重不减肌 THR- β 管线 ASC47 联用的动物模型中，展现出优于替尔泊肽与 ASC47 联用的减重效果，我们预计 ASC31 管线未来将与 THR- β 管线 ASC47 协同提升公司价值。公司持续推出的差异化早期管线，为公司长期发展提供动力；（3）公司从 Sagimet 引进痤疮口服新药地尼法司他（ASC40）的大中华权益，ASC40 靶向抑制脂肪酸合成酶（FASN），可直接减少皮脂分泌过剩，针对痤疮产生的主要诱因之一；2025 年 6 月，ASC40 治疗中重度寻常性痤疮的 3 期临床试验达到所有主要、关键次要及次要终点，我们预计未来该产品有望获批上市并为公司带来收入。
- **盈利预测与评级：**歌礼制药在减重代谢领域持续投入，聚焦减重赛道核心痛点进行深度管线布局。随着小分子 GLP-1R 激动剂二期数据的潜在读出以及 THR β 管线的进一步进展，公司在减重领域有望持续展现差异化竞争优势。公司引进的痤疮治疗药物 ASC40 也有望逐渐为公司贡献收入。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 为-0.38 元、-0.37 元和-0.36 元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**产品获批进度不及预期、产品临床推进不及预期、行业政策变动。

附表

资产负债表		单位：百万元			
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	
流动资产	1,971	1,394	987	601	
现金	864	1,346	941	555	
应收账款及票据	0	0	1	4	
存货	4	0	0	0	
其他	1,102	47	44	41	
非流动资产	154	198	229	241	
固定资产	49	57	62	61	
无形资产	20	29	35	36	
其他	85	111	132	145	
资产总计	2,125	1,592	1,216	842	
流动负债	153	12	19	18	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款及票据	0	0	0	0	
其他	153	12	19	18	
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	16	23	22	
普通股股本	1	1	1	1	
储备	1,942	1,498	1,057	620	
归属母公司股东权益	1,966	1,576	1,192	820	
少数股东权益	0	0	0	0	
股东权益合计	1,966	1,576	1,192	820	
负债和股东权益	2,125	1,592	1,216	842	

现金流量表		单位：百万元			
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	-342	485	-431	-425	
归属母公司净利润	-301	-379	-370	-356	
少数股东权益	0	0	0	0	
折旧摊销	21	11	13	14	
营运资金变动及其他	-61	853	-74	-82	
投资活动现金流	979	9	40	55	
资本支出	-2	-28	-23	-14	
其他投资	981	38	63	69	
筹资活动现金流	-104	-11	-13	-16	
借款增加	-5	0	0	0	
普通股增加	-99	-11	-13	-15	
已付股利	0	0	0	0	
其他	0	0	0	0	
现金净增加额	534	482	-405	-387	

利润表		单位：百万元			
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	1	2	6	22	
其他收入	1	2	6	22	
营业成本	1	0	1	2	
销售费用	0	0	0	0	
管理费用	102	95	93	91	
研发费用	302	378	375	370	
财务费用	0	-13	-20	-14	
非经常项目损益	0	0	0	0	
除税前溢利	-301	-379	-370	-356	
所得税	0	0	0	0	
净利润	-301	-379	-370	-356	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	-301	-379	-370	-356	
EBIT	-301	-391	-390	-370	
EBITDA	-280	-381	-377	-356	
EPS (元)	-0.30	-0.38	-0.37	-0.36	

主要财务比率					
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	
成长能力					
营业总收入增长	-97.74%	47.31%	227.97%	251.13%	
归属母公司净利润增长	--	--	--	--	
盈利能力					
毛利率	57.29%	90.00%	90.00%	90.00%	
销售净利率	-23455.65%	-20034.95%	-5962.23%	-1636.06%	
ROE	-15.31%	-24.03%	-30.99%	-43.44%	
ROIC	-15.29%	-24.84%	-32.67%	-45.13%	
偿债能力					
资产负债率	7.46%	0.99%	1.90%	2.61%	
净负债比率	-43.96%	-85.44%	-78.95%	-67.66%	
流动比率	12.88	116.99	51.29	33.12	
速动比率	5.81	115.72	50.48	32.27	
营运能力					
总资产周转率	0.00	0.00	0.00	0.02	
应收账款周转率	0.46	6.05	7.79	8.17	
应付账款周转率	1.61	9.71	35.60	46.61	
每股指标 (元)					
每股收益	-0.30	-0.38	-0.37	-0.36	
每股经营现金流	-0.34	0.49	-0.43	-0.43	
每股净资产	1.94	1.58	1.19	0.82	
估值比率					
P/E	--	--	--	--	
P/B	1.41	7.75	10.24	14.89	

数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
	行业评级	无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
		推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与土耳其主权基金、正定县国有资产控股运营集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、南京浦口经济开发有限公司、博新源国际有限公司、徽商银行、漳州高鑫发展有限公司、漳州圆山发展有限公司、运城发展投资集团有限公司、广州地铁集团有限公司、广州地铁投融资（香港）有限公司、广州地铁投融资（维京）有限公司、郑州建中建设开发集团有限责任公司、滨州智慧城市运营有限公司、沛县城市建设投资发展集团有限公司、历城国际发展有限公司、济南历城控股集团有限公司、郑州城市发展集团有限公司、知识城（广州）投资集团有限公司、宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司、河南水利投资集团有限公司、东方资本有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、北京讯众通信技术股份有限公司、安井食品集团股份有限公司、拨康视云制药有限公司、黄山旅游集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、中国飞机租赁、新琪安集团股份有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能源电池技术股份有限公司、青岛北岸控股集团有限责任公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、Turkey Wealth Fund、ZHENG DING STATE-OWNED ASSETS HOLDING AND OPERATING GROUP CO., LTD.、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、Tongling State-owned Capital Operation Holding Group Company Limited、Nanjing Pukou Economic Development Co., Ltd.、Boxinyuan International Co., Ltd.、Huishang Bank Corporation Limited、ZHANGZHOU GAOXIN DEVELOPMENT CO., LTD.、ZHANGZHOU YUANSHAN DEVELOPMENT CO., LTD.、Yuncheng Development Investment Group Co., Ltd.、Guangzhou Metro Group Co., Ltd.、Guangzhou Metro Investment Finance (HK) Limited、Guangzhou Metro Investment Finance (BVI) Limited、ZHENGZHOU JIANZHONG CONSTRUCTION AND DEVELOPMENT (GROUP) CO., LTD.、BINZHOU SMART CITY OPERATION CO., LTD.、QINGDAO BEI'AN HOLDING GROUP CO., LTD.、Peixian Urban Construction Investment Development Group Co., Ltd.、LICHENG INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD.、JINAN LICHENG HOLDING GROUP CO., LTD.、ZHENGZHOU URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Knowledge City (Guangzhou) Investment Group Co., Ltd.、Suzhou City Construction Investment Group (Holding) Co., Ltd.、HENAN WATER CONSERVANCY INVESTMENT GROUP CO., LTD.、ORIENTAL CAPITAL COMPANY LIMITED、YANCHENG ORIENTAL INVESTMENT & DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Cloudbreak Pharma Inc.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd.、CALC、CALC Bonds Limited、NEWTREND GROUP HOLDING CO., LTD.、SHANDONG MINGSHUI GUOKAI DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Jiangsu Zenenergy Battery Technologies Group Co., Ltd.、Qingdao North Shore Holding Group Co., Ltd.、QINGDAO BULLET TRAIN TOWN INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Impression Dahongpao Co., Ltd.、BrainAurora Medical Technology Limited 有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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和/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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元 邮编：100020 邮箱：research@xyzq.com.cn
深 圳	香 港（兴证国际）
地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层 邮编：518035 邮箱：ir@xyzq.com.hk