

## 口服小分子率先破局，紧跟减重前沿

### 歌礼制药首次覆盖报告

#### 核心观点

- **减重市场可提升空间大，三大方向破局。**超重或肥胖患病率迅速攀升，预计至 2030 年将影响全球近 30 亿人。当前减重药物主要为 GLP-1 药物，临床中使用率低、依从性差、停药后体重反弹明显和瘦体重流失问题较为突出。真实世界研究结果显示，可及性更高、更安全、更方便和给药间隔更久的 GLP-1 药物有望提升使用率和依从性，从具体药物类型看，口服、超长效和减脂保肌药物是较好的破局方向。
- **ASC30 竞争优势显著，极具 BD 潜力。**GLP-1 口服小分子较多肽具有多重优势，礼来的 Orforglipron (Orfor) 是目前唯一取得 III 期临床试验成功的口服小分子。礼来架构的口服小分子中，ASC30 开发进度处于全球第二梯队，相较 Orfor 激动活性更强，体内暴露量更高，美国 I 期和 II 期减重数据均为同类最优且安全性优势突出。近年来，口服小分子 BD 交易火热，Orfor 减重 III 期结果不及预期后，疗效可提升空间增加，MNC 需求边际提升。我们认为，ASC30 减重数据优越，安全性良好，且分子专利已获美国授权，BD 潜力较大。此外，歌礼基于超长效药物开发平台 (ULAP) 开发的用于减重和维持治疗的 ASC30 皮下注射剂型，表现半衰期分别长达 46 天和 75 天，远超其他超长效 GLP-1 药物，同时安全性占优。
- **ASC47 减脂保肌，新管线补齐减重版图。**减脂保肌管线中，礼来的 Bimagrumab (Bima) 进度最快，ASC47 是唯一的 THR β 激动剂。II 期临床结果显示，Bima 联用司美格鲁肽 (司美) 较司美单药减重效果提升，瘦体重流失显著减少，但存在肌肉痉挛等安全性问题。ASC47 在 I 期临床中联用司美相对司美单药显著提升减重效果，胃肠道不良反应发生率更低，同时改善血脂，有望成为安全性更佳的减脂保肌药物。此外，公司自 25 年 10 月份以来，密集推进 4 条新管线进入临床，包括：口服三靶点多肽、每月一次皮下注射的双靶点激动剂、胰淀素受体激动剂及二者组成的复方制剂，补齐主流靶点。公司新分子在临床前研究中减重效果优于全球领先管线，同时给药方式或频率差异突出，26 年底将读出初步临床数据。

#### 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 -0.32/-0.35/-0.38 元，对公司自由现金流进行绝对估值，预测公司合理市值为 183.66 亿港元 (按照 1: 1.1001 汇率测算)，对应目标价为 18.38 港元，首次给予“买入”评级。

#### 风险提示

- 管线研发进度不及预期、授权交易不及预期、产品上市时间不及预期、产品竞争加剧、产品销售不及预期和公司中长期盈利能力下降的风险等。

#### 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	56.60	1.28	2.16	35.41	68.57
同比增长(%)	4.63%	-97.73%	68.91%	1537.61%	93.68%
营业利润(百万元)	(329.37)	(420.73)	(455.09)	(492.74)	(511.88)
同比增长(%)	22.84%	-27.74%	-8.17%	-8.27%	-3.88%
归属母公司净利润(百万元)	(144.72)	(300.94)	(316.27)	(344.99)	(376.43)
同比增长(%)	54.04%	-107.95%	-5.10%	-9.08%	-9.11%
每股收益(元)	(0.14)	(0.30)	(0.32)	(0.35)	(0.38)
毛利率(%)	45.92%	57.29%	11.19%	85.28%	87.49%
净利率(%)	-255.70%	-23455.65%	-14628.65%	-974.41%	-548.94%
净资产收益率(%)	-6%	-15%	-19%	-26%	-41%
市盈率(倍)	(78.80)	(37.89)	(36.06)	(33.05)	(30.29)
市净率(倍)	4.87	5.80	6.91	8.74	12.28

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	买入 (首次)
股价 (2025 年 12 月 24 日)	12.61 港元
目标价格	18.38 港元
52 周最高价/最低价	18.75/2.82 港元
总股本/流通 H 股 (万股)	99,896/99,896
H 股市值 (百万港币)	12,597
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 12 月 28 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-3.96	-7.35	10.03	304.17
相对表现%	-5.33	-7.75	12.67	275.71
恒生指数%	1.37	0.4	-2.64	28.46



#### 证券分析师

伍云飞	执业证书编号: S0860524020001 香港证监会牌照: BRX199 wuyunfei1@orientsec.com.cn 021-63326320
张坤	执业证书编号: S0860525090005 zhangkun2@orientsec.com.cn 021-63326320
傅肖依	执业证书编号: S0860524080006 fuxiaoyi@orientsec.com.cn 021-63326320

#### 联系人

胡俊涛	执业证书编号: S0860124030026 hujuntao@orientsec.com.cn 021-63326320
-----	---

## 目录

一、减重：可提升空间大，三大方向破局.....	5
1.1 全球肥胖患者众多，未满足需求大.....	5
1.2 口服、超长效和减脂保肌为突破点.....	6
二、ASC30：优势显著，极具 BD 潜力.....	7
2.1 减重效果突出，或为同类最佳.....	8
2.1.1 受体激动活性更强，暴露量更高.....	9
2.1.2 相较同类药物，减重胜出更安全.....	9
2.2 口服小分子需求旺盛，BD 潜力大.....	11
2.3 平台加持，布局超长效&减重维持.....	13
三、ASC47 减脂保肌，新管线补齐减重版图.....	14
3.1 ASC47：疗效提升，安全性或更佳.....	14
3.2 新管线：主流靶点全覆盖，强差异化.....	17
四、盈利预测与投资建议.....	19
盈利预测.....	19
投资建议.....	20
五、风险提示.....	21
六、附录.....	21
ASC40：具有前景的痤疮新药.....	21

## 图表目录

图 1: 超重或肥胖患病率逐年上升 (单位: %)	5
图 2: 2030 年全球将有近 30 亿人受超重或肥胖影响 (单位: 百万人)	5
图 3: 司美格鲁肽和替尔泊肽停药后体重反弹明显	5
图 4: 司美格鲁肽和替尔泊肽治疗后瘦体重流失明显	6
图 5: 可及性差、担忧副作用和使用不方便是患者未开始使用 GLP-1 药物的主要原因	6
图 6: 胃肠道不良反应和更偏好口服药物是患者停用 GLP-1 药物的主要原因之一	6
图 7: GLP-1 周制剂/口服司美格鲁肽的依从性优于 GLP-1 日制剂/注射司美格鲁肽	7
图 8: ASC30 在礼来架构口服小分子中 4 周 MAD 减重效果最优 (安慰剂校正后, 非头对头研究)	9
图 9: ASC30 IIa 期试验采用更加温和的滴定策略	10
图 10: ASC30 治疗 13 周最高减重 7.7%, 依旧领先同类管线 (安慰剂校正后, 非头对头研究)	10
图 11: ASC30 安全性优势突出, 胃肠道不良反应显著更低 (非头对头研究)	11
图 12: MariTide 单次给药各类不良反应发生率显著高于安慰剂	13
图 13: MariTide 安全性问题较突出	13
图 14: ASC30 SQ 减重维持制剂中位 $T_{max}$ 显著更长 (单位: 天)	14
图 15: ASC30 SQ 减重维持制剂单次给药安全性与安慰剂相当	14
图 16: Bimagrumab 联用司美格鲁肽显著提升减重效果并减少瘦体重流失	16
图 17: Bimagrumab 联用司美格鲁肽略提升胃肠道不良反应发生率, 肌肉痉挛及肌酸激酶升高发生率显著提升	16
图 18: ASC47 单药实现增肌减脂 (临床前研究)	16
图 19: ASC47 联用司美提高肌肉质量比例 (临床前研究)	16
图 20: ASC47 单药降脂效果显著 (临床前研究)	17
图 21: ASC47 联用司美显著改善胃肠道耐受性	17
图 22: ASC35 减重效果较替尔泊肽相对提升约 71% (临床前头对头研究)	18
图 23: ASC36 减重效果较 Petrelintide 相对提升约 91% (临床前头对头研究)	18
图 24: ASC36 减重效果较 Eloralintide 相对提升约 32% (临床前头对头研究)	18
图 25: ASC36/ASC35 FDC 减重效果分别较 Eloralintide/替尔泊肽 FDC 和 MET-233i/替尔泊肽 FDC 相对提升约 98%/47% (临床前头对头研究)	19
图 26: ASC40 通过抑制 FASN 减少皮脂分泌并阻断炎症	22
表 1: 口服小分子相较口服多肽具备多重优势	8
表 2: 礼来架构口服小分子竞争愈发激烈, ASC30 进度全球第二梯队 (截至 2025.12.09)	8
表 3: ASC30 激动活性优于 Orforglipron (头对头研究)	9
表 4: 相似剂量下 ASC30 体内暴露量约为 Orforglipron 的 2.3 倍 (非头对头研究)	9

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

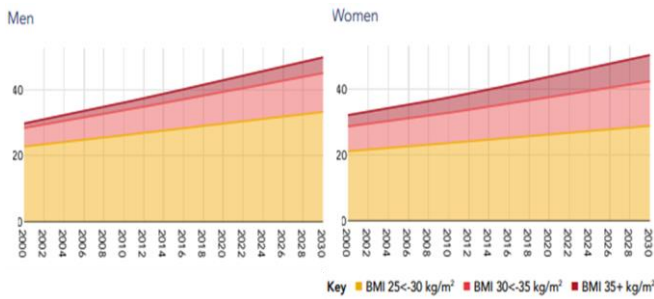
表 5: GLP-1 口服小分子 BD 火热 .....	11
表 6: 2 项 ASC30 物质成分专利已获美国专利局授权 .....	12
表 7: ASC30 SQ 半衰期远超其他 GLP-1 超长效制剂 .....	13
表 8: ASC47 对 THR $\beta$ 激动活性及选择性均优于已上市药物 .....	15
表 9: ASC47 具备独特的脂肪组织靶向性 .....	15
表 10: 减脂保肌管线集中 ACVR2 通路 .....	15
表 11: 估值假设主要参数 .....	20
表 12: FCFF 目标价敏感性分析（港元） .....	21
表 13: 寻常痤疮临床用药局限性明显 .....	22
表 14: ASC40 疗效显著，安全性良好 .....	23

# 一、减重：可提升空间大，三大方向破局

## 1.1 全球肥胖患者众多，未满足需求大

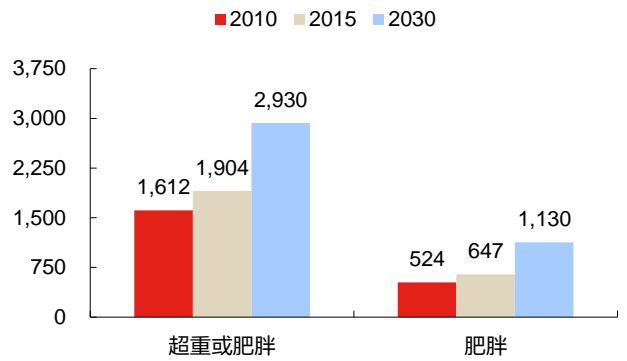
**超重或肥胖患者数量迅速攀升，2030 年将影响全球近 30 亿人。**根据 World Obesity Atlas 2025，2000 年以来全球超重或肥胖患病率呈迅速上升趋势，预计 2030 年将影响全球 50% 成年人群（20 岁以上）。从患者人数看，预计 2030 年全球超重或肥胖患者成年患者将达 29.3 亿人，其中肥胖患者 11.3 亿人。

图 1：超重或肥胖患病率逐年上升（单位：%）



数据来源：World Obesity Atlas 2025，东方证券研究所

图 2：2030 年全球将有近 30 亿人受超重或肥胖影响（单位：百万人）

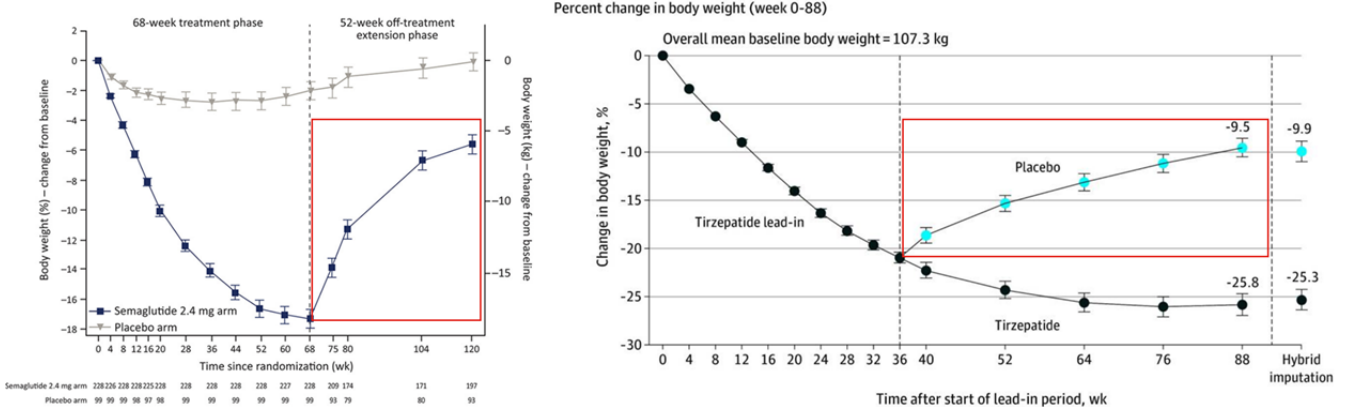


数据来源：World Obesity Atlas 2025，东方证券研究所

**然而，当前 GLP-1 药物临床应用存在四大问题：使用率低、依从性差、停药后体重反弹明显和瘦体重流失。**

- 1) 使用率低：**根据诺和诺德数据，当前全球仅有约 0.5% 患者（约 400 多万人）使用抗肥胖药物（主要为 GLP-1 药物）治疗。
- 2) 依从性差：**真实世界研究表明，使用 GLP-1 药物的患者中仅有 25%-50% 患者能够坚持用药一年，依从性良好（实际用药天数占总治疗天数  $\geq 80\%$ ）患者比例仅有 27%。
- 3) 停药后体重反弹明显：**司美格鲁肽的 STEP-1 拓展试验和替尔泊肽的 SURMOUNT-4 试验结果表明，患者在停用 GLP-1 药物 1 年后体重反弹约 60%。

图 3：司美格鲁肽和替尔泊肽停药后体重反弹明显

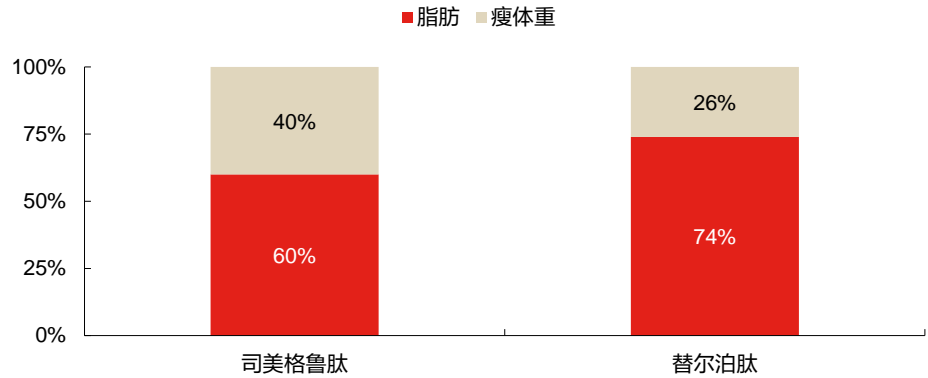


有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：Diabetes Obes Metab, JAMA, 东方证券研究所

4) **瘦体重流失**：司美格鲁肽 STEP-1 和替尔泊肽 SURMOUNT-1 研究的身体组成变化结果表明，患者用药后减少的重量中瘦体重占比分别为 40%/26%，瘦体重流失明显。

图 4：司美格鲁肽和替尔泊肽治疗后瘦体重流失明显



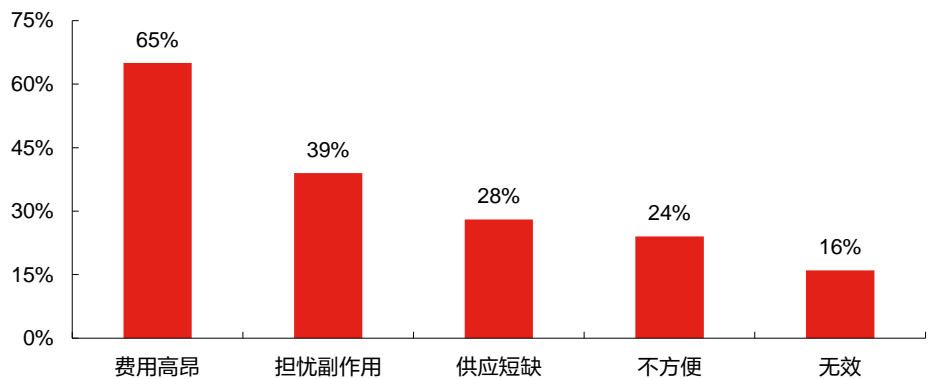
数据来源：NEJM (Wilding JPH 等), Diabetes Obes Metab (Look M 等), 东方证券研究所

## 1.2 口服、超长效和减脂保肌为突破点

**提升使用率：可及性、安全性和便捷性是重点。**根据普华永道的调查，可及性差（包括价格高昂和供应短缺）、担忧副作用和使用不方便是患者未开始使用 GLP-1 药物的主要原因。

根据另一项针对从未接受过注射药物的 2 型糖尿病患者的调查，绝大多数患者（84%）更偏好每日一次口服 GLP-1 药物（而非每周一次注射给药），其中害怕注射和便捷性是重要原因。

图 5：可及性差、担忧副作用和使用不方便是患者未开始使用 GLP-1 药物的主要原因

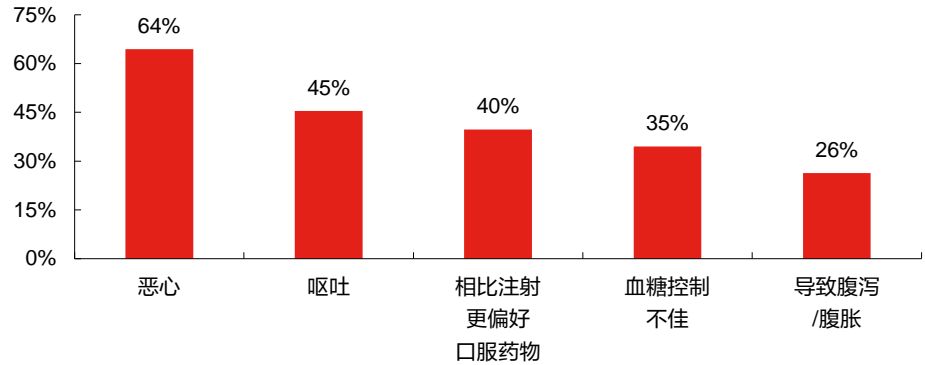


数据来源：普华永道, 东方证券研究所

**提升依从性：口服和延长给药间隔效果突出。**一项针对 2 型糖尿病患者的调查结果显示，胃肠道不良反应和更偏好口服药物是患者停用 GLP-1 药物的最主要原因，同时也是正在使用该药物的患者最常提到的问题。

图 6：胃肠道不良反应和更偏好口服药物是患者停用 GLP-1 药物的主要原因之一

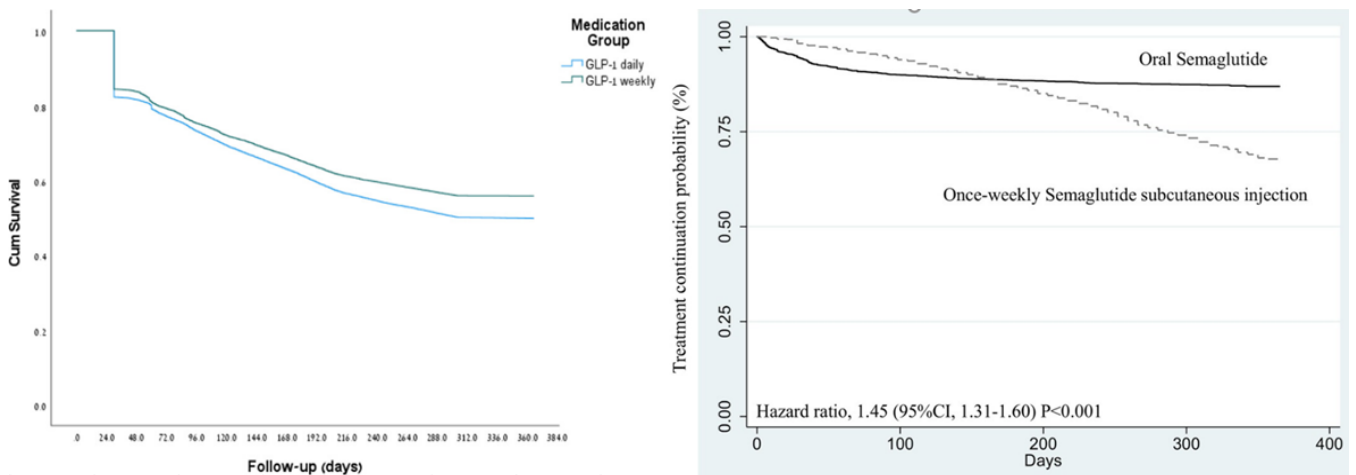
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源: Diabetes Metab Syndr Obes ( Sikirica MV 等 ), 东方证券研究所

真实世界研究结果显示, GLP-1 周制剂/口服司美格鲁肽的依从性优于 GLP-1 日制剂/注射司美格鲁肽。因此, 口服制剂及延长给药间隔有望显著提升 GLP-1 药物的依从性。

图 7: GLP-1 周制剂/口服司美格鲁肽的依从性优于 GLP-1 日制剂/注射司美格鲁肽



数据来源: Diabetes Obes Metab ( Kassem S 等 ), J Diabetes Investig ( Horii T 等 ), 东方证券研究所

从这几个方面看, 可及性更高 (便宜、易生产)、更安全、更方便和给药间隔更久的 GLP-1 药物有望提升使用率和依从性, 具体到药物类型, **口服和超长效**是较有前景的破局方向。此外, 随着 GLP-1 药物的广泛使用, 对于瘦体重流失问题的关注日益增加, **减脂保肌**药物的开发也逐渐成为热点。

## 二、ASC30: 优势显著, 极具 BD 潜力

**口服小分子相较口服多肽具备多重优势。**口服 GLP-1 目前有 2 条技术路径, 即多肽和小分子。以口服司美格鲁肽 (口服多肽) 和 Orforglipron (口服小分子) 为例, 在药代动力学、用药和生产等维度口服小分子均具有优势:

- 1) 药代动力学: 口服小分子生物利用度显著更高, 体内 PK 数据变异性较小, 因此 API (原料药) 用量更少, 患者用药的个体化差异更小; 2) 用药: 口服多肽的吸收受饮食影响较明显, 用药时需严格限制饮食, 但口服小分子无需限制, 用药更加友好; 3) 生产: 多肽生产过程较小分子更

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

复杂，且口服多肽往往需要结合特定的吸收促进剂，更复杂的生产过程在生产成本和产能上带来了挑战。

表 1：口服小分子相较口服多肽具备多重优势

维度		口服司美格鲁肽	Orforglipron
药代动力学	生物利用度	0.4-1% (R1 配方) ; 1-2% (R2 配方)	~20%-40%
	变异性	较大	较小
用药	饮食限制	早晨空腹服用，服药后 30 分钟后方可进食	无饮食限制，可在一天内任意时间服药
生产	复杂度	较高，需结合 SNAC 吸收促进剂	较低
	成本	较高	较低

数据来源：Diabetes Obes Metab (Pratt E 等)，Diabetes Obes Metab (Xie P 等)，PNAS (Kawai T)，Clin Pharmacokinet (Granhall C 等)，Diabetes (IN-GYU JE 等)，口服司美格鲁肽说明书，礼来官网，天铭医药，东方证券研究所

礼来架构口服小分子成药性风险更低，安全性更佳。当前，临床开发中的 GLP-1 口服小分子多基于礼来的 Orforglipron (礼来架构) 或辉瑞的 Lotiglipron 或 Danuglipron 架构 (辉瑞架构)：

1) 辉瑞架构口服小分子存在肝毒性风险，成药性暂未验证。Lotiglipron 于 2023 年 6 月因患者转氨酶升高终止开发，Danuglipron 于 2025 年 4 月因药物性肝损伤终止开发。目前，辉瑞架构口服小分子尚未有完成 III 期临床的管线，肝毒性仍有待观察。

2) 礼来架构口服小分子无肝脏毒性，即将 NDA。2025 年 3 月和 8 月，Orforglipron 治疗 2 型糖尿病和肥胖的 III 期临床试验相继取得成功，是目前首个且唯一成功完成 III 期临床试验的 GLP-1 口服小分子，临床结果显示其疗效和安全性与 GLP-1 注射剂一致，并且未观察到肝脏安全性信号。礼来计划于 25 年底/26 年分别递交 Orforglipron 体重管理/2 型糖尿病适应症的上市申请。

## 2.1 减重效果突出，或为同类最佳

礼来架构口服小分子竞争愈发激烈，ASC30 全球第二梯队。据不完全统计，目前全球临床阶段的礼来架构口服小分子已有 10 个，今年已有多个早期管线推进临床，竞争愈发激烈。ASC30 处于第二梯队，在国产未授权管线中进度仅次于硕迪生物的 GSB-1290。

表 2：礼来架构口服小分子竞争愈发激烈，ASC30 进度全球第二梯队 (截至 2025.12.09)

药物	公司	美国最高开发进度	中国最高开发进度
Orforglipron	中外制药 / 礼来	III 期 (2023.04)	III 期 (2023.10)
GSB-1290	硕迪生物	IIb 期 (2024.10)	/
AZD5004	诚益生物 / 阿斯利康	IIb 期 (2024.10)	Ib 期 (2025.06)
ASC30	歌礼制药	IIa 期 (2025.07)	/
SYH2067	石药集团	/	I 期 (2025.04)

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

<b>IBI3032</b>	信达生物	IND (2025.08)	I期 (2025.08)
<b>YP05002</b>	复星医药 / 辉瑞	I期 (澳洲, 2025.08)	/
<b>WBD156</b>	韦恩生物	/	I期 (2025.08)
<b>BMF-650</b>	Biomea Fusion	I期 (2025.11)	/
<b>TQF3250</b>	正大天晴	/	I期 (2025.12)

数据来源：药智数据，Insight，ClinicalTrials.gov，药物临床试验登记与信息公示平台，国家知识产权局，MCE，Excenen，公司公告，东方证券研究所

### 2.1.1 受体激动活性更强，暴露量更高

**ASC30 相对 Orforglipron 激动活性更强，体内暴露量更高。**ASC30 和 Orforglipron 均为 GLP-1R 偏向 (cAMP) 激动剂，头对头细胞研究表明，ASC30 对于 cAMP 的激动活性约为 Orforglipron 的 2 倍。此外，人体中 MAD (多剂量递增试验) 的 PK (药代动力学) 数据显示，相似剂量下 ASC30 的体内暴露量约为 Orforglipron 的 2.3 倍。

表 3: ASC30 激动活性优于 Orforglipron (头对头研究)

分子	平均 cAMP 激动 EC <sub>50</sub> (nM)	平均 β-arrestin 2 EC <sub>50</sub> (nM)
<b>Orforglipron</b>	0.0180	>30,000
<b>ASC30</b>	<b>0.0088</b>	>30,000

数据来源：ADA 2025，东方证券研究所

表 4: 相似剂量下 ASC30 体内暴露量约为 Orforglipron 的 2.3 倍 (非头对头研究)

参数	Orforglipron (2/5/12/24mg)	ASC30 (2/5/10/20mg)
<b>平均 AUC<sub>0-24h</sub> (h*ng/mL)</b>	1,520	<b>3,560</b>
<b>平均 C<sub>max</sub> (ng/mL)</b>	100	272
<b>平均 t<sub>max</sub> (h)</b>	8	8
<b>平均 t<sub>1/2</sub> (h)</b>	48	42

数据来源：EASD 2025，Diabetes Obes Metab (Pratt E 等)，东方证券研究所

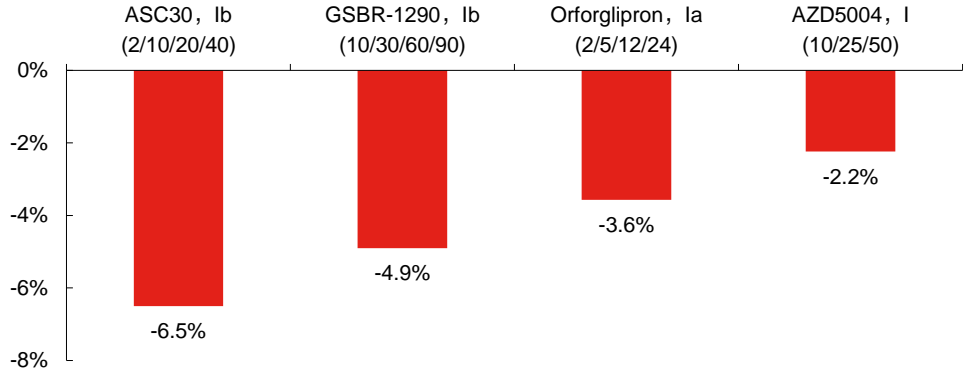
### 2.1.2 相较同类药物，减重胜出更安全

#### 1) I期临床：4周减重 6.5%，胃肠道耐受性出色

**ASC30 4周减重数据同类最优，安全性良好。**ASC30 Ib 期试验结果显示，方案 2 (2/10/20/40mg) 在治疗 4 周后患者安慰剂校正后体重平均降幅达 6.5%，优于其他礼来架构口服小分子。

安全性方面，所有方案均无 SAEs、3 级或以上 AEs、肝酶升高 AEs 发生，方案 1 和 2 在胃肠道耐受性方面表现出优于或与 GLP-1 类药物相当的效果 (方案 1 无呕吐发生)。

图 8: ASC30 在礼来架构口服小分子中 4 周 MAD 减重效果最优 (安慰剂校正后，非头对头研究)

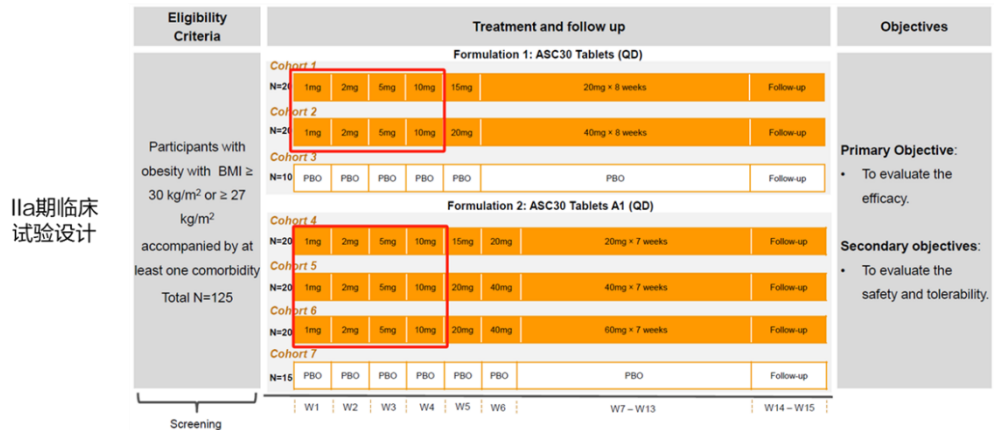
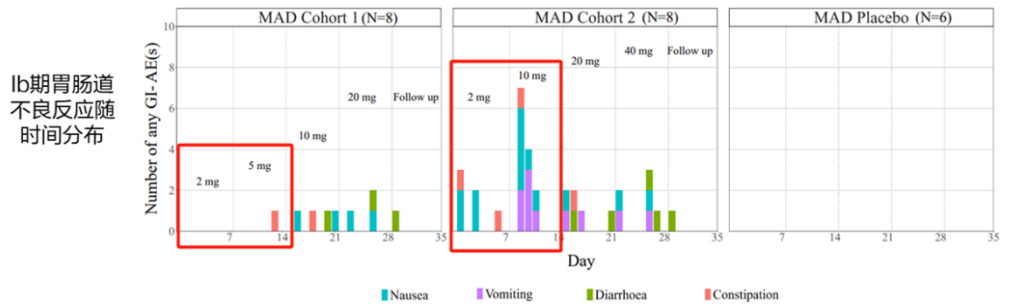


数据来源：EASD 2025, Diabetes Obes Metab (Haggag AZ 等、Pratt E 等)，公司公告，东方证券研究所

2) IIa 期临床：疗效继续领跑，安全性优势突出

从 Ib 期方案 2 的胃肠道不良反应分布看，呕吐主要发生在第 2 周滴定至 10mg 时，而方案 1 从 2mg 滴定至 5mg 安全性显著更优，因此 IIa 期临床试验各队列采用了 1-2-5-10mg 的滴定方案。

图 9：ASC30 IIa 期试验采用更加温和的滴定策略



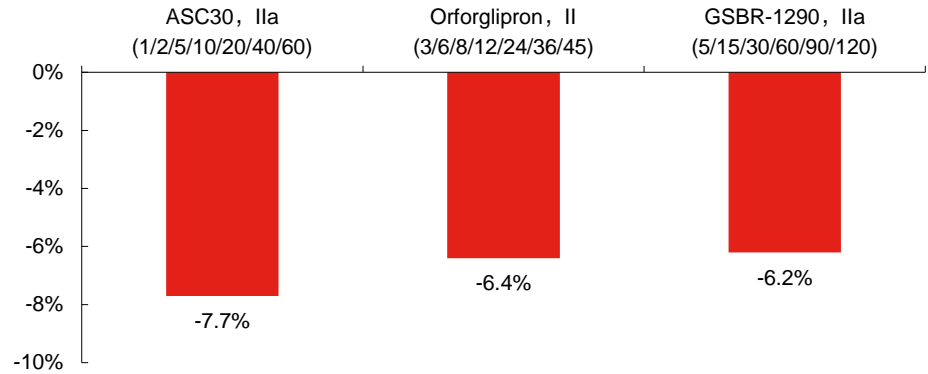
数据来源：EASD 2025, 公司投资者演示材料，东方证券研究所

2025 年 12 月 8 日，公司公布 ASC30 对照安慰剂治疗肥胖症的 13 周 IIa 期研究顶线结果。

**13 周最高减重 7.7%，依旧领先。**ASC30 治疗 13 周后，经安慰剂校正后，20mg、40mg 和 60mg 组患者体重较基线分别降低 5.4%、7.0%和 7.7%。Orforglipron 在 36 周 II 期试验中，12 周时最高减重约 6.4%（安慰剂校正后）。GSR-1290 在 12 周 IIa 期试验中，12 周时患者体重较基线降低 6.2%（安慰剂校正后）。ASC30 在疗效上依旧领先同类管线。

图 10：ASC30 治疗 13 周最高减重 7.7%，依旧领先同类管线（安慰剂校正后，非头对头研究）

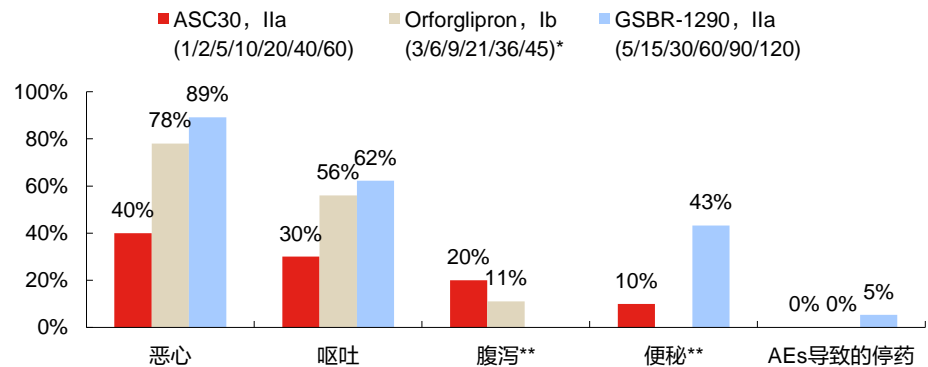
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



注：ASC30 和 GSBR-1290 均为每周滴定，Orforglipron 为双周滴定  
数据来源：公司投资者演示材料，硕迪生物官网，NEJM，东方证券研究所

**安全性优势突出，胃肠道不良反应显著更低。**安全性方面，ASC30 60mg 组恶心、呕吐、腹泻和便秘发生率分别为 40%、30%、20%和 10%，且无 AEs 导致的停药发生，显著优于 Orforglipron 和 GSBR-1290 每周滴定 12 周的安全性数据。

图 11：ASC30 安全性优势突出，胃肠道不良反应显著更低（非头对头研究）



\*注：Orforglipron 安全性数据为其 12 周每周滴定的 2 型糖尿病 Ib 期临床试验（NCT04426474）

\*\*注：GSBR-1290 未披露腹泻发生率，Orforglipron 未披露便秘发生率

数据来源：公司投资者演示材料，Diabetes Obes Meta，硕迪生物官网，东方证券研究所

IIa 期临床研究表明，ASC30 在同类药物中的疗效依旧领先，且安全性优势更加突出，这对未来更长治疗期的临床研究以及上市后的真实世界应用中取得优势地位尤为重要。

公司预计 ASC30 在 III 期研究中每四周滴定时，其胃肠道耐受性将得到进一步提升，并计划在 26Q1 向 FDA 递交数据及申请 II 期临床试验结束会议。

## 2.2 口服小分子需求旺盛，BD 潜力大

**GLP-1 口服小分子交易火热，需求旺盛。**据不完全统计，近 2 年 GLP-1 口服小分子相关 BD 交易共有 7 起，其中 6 起授权方为国内药企，而 MNC 在该领域布局仍较有限，潜在需求旺盛。

表 5：GLP-1 口服小分子 BD 火热

交易日期	药物	靶点	临床最高阶段	授权方	引进方	首付款 (亿美元)	总交易金额 (亿美元)
2025/12/09	YP05002	GLP-1R (口服小分子)	I 期	复星医药	辉瑞	1.5	20.85
2025/07/30	SYH2086	GLP-1R (口服小分子)	临床前	石药集团	Madrigal	1.2	20.75
2025/05/14	多个口服小分子药物	GLP-1R; GIPR; GCGR 等 GPCR 靶点 (口服小分子)	临床前	Septerna	诺和诺德	2.0	22
2024/12/23	VCT220 (CX11)	GLP-1R (口服小分子)	III 期 (CN)	闻泰医药	箕星药业	未披露	未披露
2024/12/18	HS-10535	GLP-1R (口服小分子)	临床前	翰森制药	默沙东	1.12	20.12
2024/05/16	HRS9531	GLP-1R; GIPR	III 期 (CN)	恒瑞医药	Hercules (NewCo)	1.1 (含近期里程碑)	60.35
	HRS9531 片	GLP-1R; GIPR (口服多肽)	II 期 (CN)				
	HRS-7535	GLP-1R (口服小分子)	III 期 (CN)				
	HRS-4729	GLP-1R; GIPR; GCGR	I 期 (CN)				
2023/11/09	AZD5004 (ECC5004)	GLP-1R (口服小分子)	II 期 (US)	诚益生物	阿斯利康	1.85	20.1

数据来源：公司公告，医药魔方，东方证券研究所

**ASC30 物质成分专利已获美国授权。**2 项 ASC30 的物质成分专利分别于 2025 年 2 月和 5 月获得美国专利局授权，按照 20 年计算，ASC30 在美国受专利保护至 2044 年。

表 6：2 项 ASC30 物质成分专利已获美国专利局授权

专利公开号	申请日	最早优先权日	法律状态	授权时间
US12234236B1	2024-09-13	2023-09-18	已授权	2025-02-05
US12291530B1	2024-09-13	2023-11-29	已授权	2025-05-06

数据来源：国家知识产权局，东方证券研究所

**Orforglipron 减重 III 期结果不及预期，后来者可提升空间大。**Orforglipron 的 ATTAIN-1 结果显示，在有效性估计目标下，36mg 组治疗 72 周后减重 11.5% (安慰剂校正后)，不及口服司美格鲁肽 (25mg) 治疗 64 周的减重效果 (安慰剂校正后 13.9%)，低于市场预期。

我们认为，Orforglipron 减重 III 期结果不及预期后，MNC 对于 GLP-1 口服小分子的需求有望边际提升。ASC30 凭借其优越的 IIa 期减重数据和良好的安全性，以及牢固的专利布局，是 GLP-1 口服小分子中潜力较大的管线，BD 窗口期或已到来。

## 2.3 平台加持，布局超长效&减重维持

**ULAP 突破白蛋白依赖，ASC30 皮下制剂半衰期远超其他。**目前，多数超长效 GLP-1 延长半衰期的方法均为白蛋白依赖路径，受制于白蛋白自身的半衰期，该技术制备的制剂半衰期通常短于 20 天。

歌礼通过超长效药物开发平台（Ultra-Long-Acting Platform, ULAP）开发了 2 款 ASC30 皮下储库型制剂（ASC30 SQ），包括：减重治疗制剂和减重维持制剂，通过缓释方式持续释放药物，人体半衰期远超其他 GLP-1 超长效制剂。

表 7：ASC30 SQ 半衰期远超其他 GLP-1 超长效制剂

药物	公司	靶点	分子类型	最高开发阶段（减重）	半衰期（天）	给药频率
ASC30 SQ（减重维持）	歌礼制药	GLP-1R	小分子	美国：Ib 期（2024.09）	75*	Q3M
ASC30 SQ（减重治疗）	歌礼制药	GLP-1R	小分子	美国：I/II 期（2024.09）	46*	QM
MET-097i	Metsera/D&D Pharmatech	GLP-1R	多肽	美国：IIb 期（2024.10）	18*	QM（潜在）
MariTide（AMG133）	Amgen	GLP-1R；GIPR	抗体偶联多肽	美国：III 期（2025.03） 中国：I 期（2024.04）	14.3-16.5	QM
ZT-002	质肽生物	GLP-1R	多肽	中国：II 期（2024.07 公示）	10.8-11.4	QM（潜在）/ Q2W
RAY1225	众生药业	GLP-1R；GIPR	多肽	中国：III 期（2025.03）	9-11	Q2W
GZR18	甘李药业	GLP-1R	多肽	美国：II 期（2025.03） 中国：III 期（2024.12）	7	Q2W
THDBH120	通化东宝	GLP-1R；GIPR	多肽	中国：II 期（2025.01）	未披露	Q2W

\*注：为表观半衰期

注：QM：每月一次；Q2W：每 2 周一次

数据来源：Metsera 投资者演示材料，ADA 2024，公司公告，药智数据，Diabetes Obes Metab（Liu Y 等），东方证券研究所

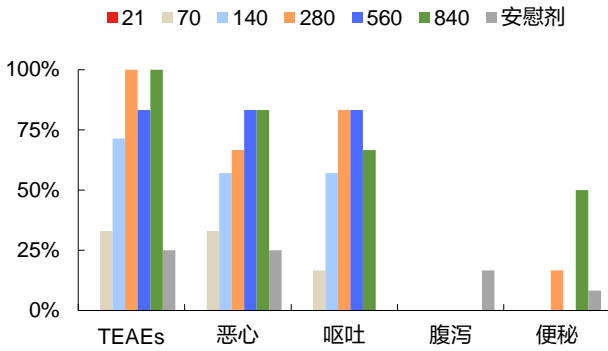
### 1) 减重治疗

**现有减重治疗月制剂安全性较差，ASC30 SQ 有望更佳。**MariTide 是进度最快的减重治疗月制剂，但从其 SAD 和 II 期数据看，安全性问题较为突出。

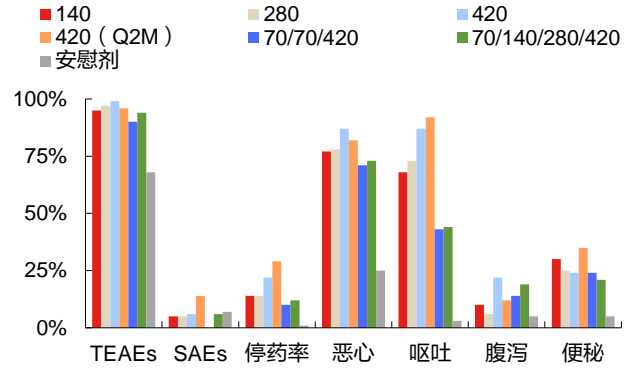
ASC30 SQ 减重治疗制剂表观半衰期为 46 天，长于设定给药间隔，血药浓度峰谷比小于 2:1，安全性有望更佳。Ib 期 SAD 结果显示，减重治疗制剂无 SAEs 和 3 级或以上 AEs，大多数胃肠道 AEs 为轻度，肝酶、实验室检查和心电图等均无异常。

图 12：MariTide 单次给药不良反应发生率显著高于安慰剂

图 13：MariTide 安全性问题较突出



注：剂量单位为 mg  
数据来源：Nat Metab (Véniant MM 等)，东方证券研究所



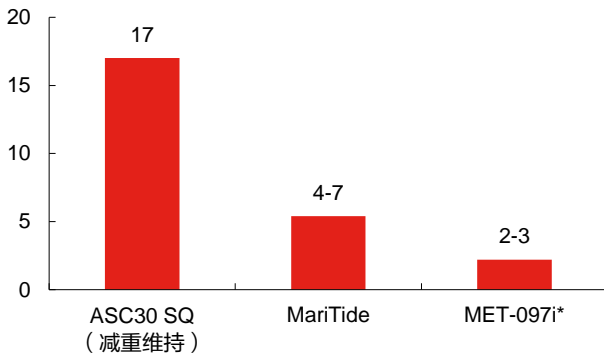
注：剂量单位为 mg  
数据来源：NEJM (Jastreboff AM 等)，东方证券研究所

## 2) 减重维持

**ASC30 SQ 减重维持制剂给药间隔更长，安全性良好。**在减重治疗达到目标体重后如何维持是当前减重领域关注度较高的问题之一，Orforglipron 和替尔泊肽等均开展了减重维持的临床研究，其策略为使用低于治疗剂量的维持剂量，但给药频率仍为每日/每周一次。

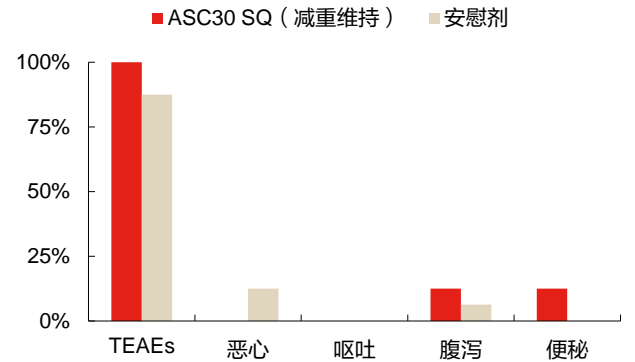
ASC30 SQ 减重维持制剂的半衰期长达 76 天，可实现每季度给药一次，且 T<sub>max</sub> (达峰时间) 更长，Ib 期临床试验中单次给药的整体安全性和安慰剂相当，且无呕吐发生。

图 14: ASC30 SQ 减重维持制剂中位 T<sub>max</sub> 显著更长 (单位: 天)



\*注：为估计值  
数据来源：ADA 2025, Nat Metab (Véniant MM 等)，公司公告，东方证券研究所

图 15: ASC30 SQ 减重维持制剂单次给药安全性与安慰剂相当



数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 三、ASC47 减脂保肌，新管线补齐减重版图

### 3.1 ASC47: 疗效提升，安全性或更佳

**ASC47 是全球唯一开展减重适应症临床试验的 THR β 激动剂。**根据 Insight 数据库，全球临床阶段靶向 THR β 的管线超 20 个，适应症多为代谢功能障碍相关脂肪性肝炎 (MASH)，仅 ASC47 开展针对减重适应症的临床研究。

受体激动活性和选择性均优于已上市药物，具备独特脂肪靶向性。根据 ASC47 的临床前研究，ASC47 对 THR  $\beta$  的激动活性是 Resmetirom 的 133 倍，且受体亚型选择性更强。在体内组织分布上，ASC47 呈现出独特的脂肪组织靶向性，因此有潜力开发减重适应症。

表 8: ASC47 对 THR  $\beta$  激动活性及选择性均优于已上市药物

分子	EC <sub>50</sub> $\beta$ ( $\mu$ M )	EC <sub>50</sub> $\alpha$ ( $\mu$ M )	$\beta$ 亚型受体选择性
Resmetirom	0.133	2.867	22
ASC47	<b>0.001</b>	0.037	<b>37</b>

数据来源: ECO 2025, 东方证券研究所

表 9: ASC47 具备独特的脂肪组织靶向性

指标	ASC47 ( 15mpk )	ASC47 ( 45mpk )
腹股沟 WAT 平均浓度 ( ng/g )	225,447	488,895
附睾 WAT 平均浓度 ( ng/g )	1,545	3,384
肝脏平均浓度 ( ng/g )	487	585
腹股沟 WAT 与肝脏分布比	<b>462.9</b>	<b>835.7</b>
附睾 WAT 与肝脏分布比	<b>3.2</b>	<b>5.8</b>

注: WAT: 白色脂肪组织; mpk: mk/kg

数据来源: ECO 2025, 东方证券研究所

减脂保肌管线集中 ACVR2 通路，Bimagrumab 进度最快。根据药智数据，全球减脂保肌方向管线主要集中在 ACVR2 通路（包括 ACVR2A/2B 及其配体 MSTN），其中礼来的 Bimagrumab（Bima）进度最快。

表 10: 减脂保肌管线集中 ACVR2 通路

靶点	药物	公司	最高开发阶段（减重）
ACVR2A; ACVR2B	Bimagrumab	MorphoSys / 礼来	美国: II 期 ( 2024.10 )
			中国: I 期 ( 2025.08 )
ACVR2A	LAE-102	来凯医药	中国: I 期 ( 2024.06 )
MSTN	Trevogrumab	再生元	美国: II 期 ( 2024.03 )
	Apitegromab	Scholar Rock	美国: II 期 ( 2024.05 )
	GYM-329	Chugai / 罗氏	美国: II 期 ( 2025.05 )
	HS235	35Pharma	加拿大: I 期 ( 2024.11 )
	Taldefgrobep Alfa	BioHaven / BMS	I 期
CB1	Monlunabant	诺和诺德	加拿大: II 期 ( 2023.09 )
AR	Enobosarm	Veru	美国: II 期 ( 2024.04 )
THR- $\beta$	ASC47	歌礼制药	美国: I 期 ( 2025.04 )

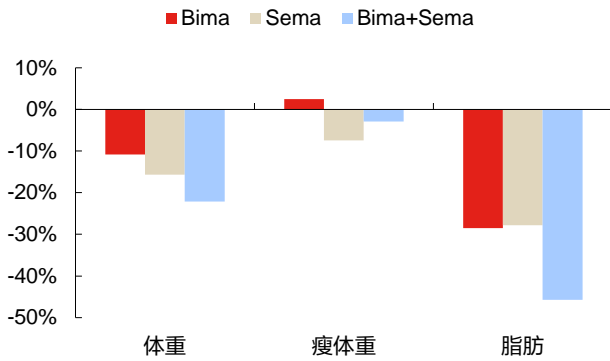
数据来源: 药智数据, ClinicalTrials.gov, 药物临床试验登记与信息公示平台, 东方证券研究所

Bima 联用司美疗效优异，但安全性问题突出。在 II 期临床试验 BELIEVE 中，Bima 联用司美格鲁肽 72 周后，相对司美单药减重效果提升（相对提升 41%），瘦体重流失显著减少。

安全性方面，Bima 联用司美胃肠道不良反应发生率较司美单药略微提升，但肌肉痉挛及肌酸激酶升高发生率显著提升，表明对包括心肌在内的肌肉组织可能存在潜在影响，联合用药组 ALT 和脂肪酶在早期均出现短暂升高。

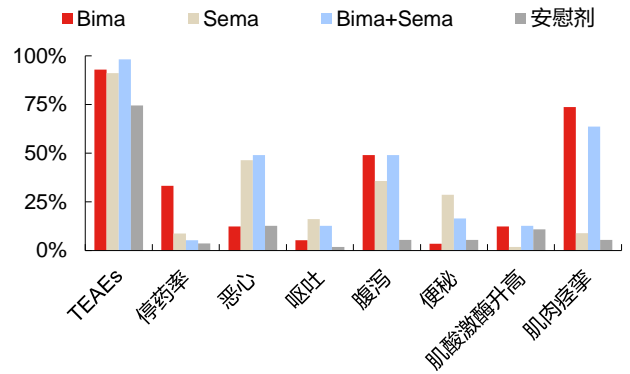
此外，Bima 单药治疗组患者血脂（包括总胆固醇、低密度脂蛋白胆固醇和甘油三酯）亦有升高。

图 16: Bimagrumb 联用司美格鲁肽显著提升减重效果并减少瘦体重流失



注：治疗 72 周，Bima 剂量为 30mg/kg，司美剂量为 2.4mg  
数据来源：ADA 2025，东方证券研究所

图 17: Bimagrumb 联用司美格鲁肽提升胃肠道不良反应发生率，肌肉痉挛及肌酸激酶升高发生率显著提升

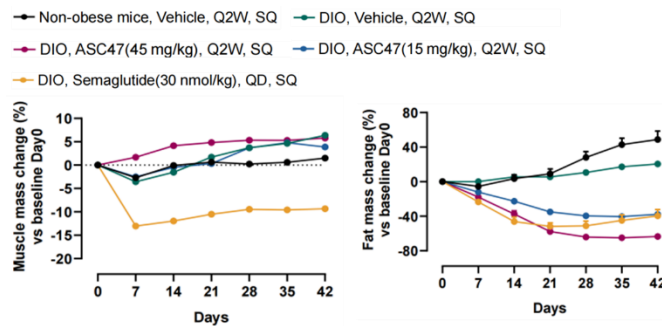


注：治疗 48 周，Bima 剂量为 30mg/kg，司美剂量为 2.4mg  
数据来源：ADA 2025，东方证券研究所

临床前研究和临床试验数据表明，ASC47 单药可实现减脂增肌，联用司美格鲁肽（司美）显著提升减重效果并减轻胃肠道不良反应发生率，同时代谢获益。

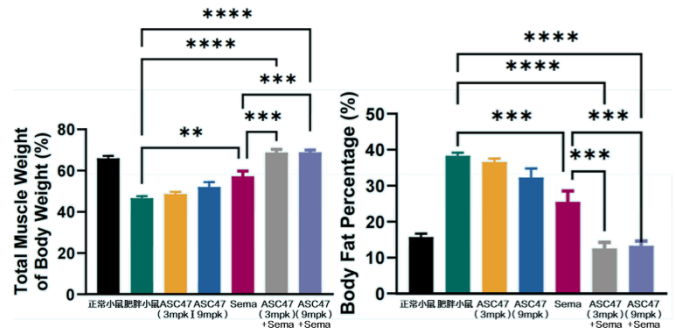
ASC47 在小鼠中实现单药减脂增肌，联用司美提升减重效果且保留肌肉。临床前研究结果显示，ASC47 单药与司美达到类似的减重效果，从身体组分看，ASC47 增加肌肉质量并显著降低脂肪质量。ASC47 联用司美显著提升了减重效果（相对司美单药提升 55-57%），并且提高了肌肉质量比例，身体组成恢复至正常水平。

图 18: ASC47 单药实现增肌减脂（临床前研究）



数据来源：ECO2025，东方证券研究所

图 19: ASC47 联用司美提高肌肉质量比例（临床前研究）

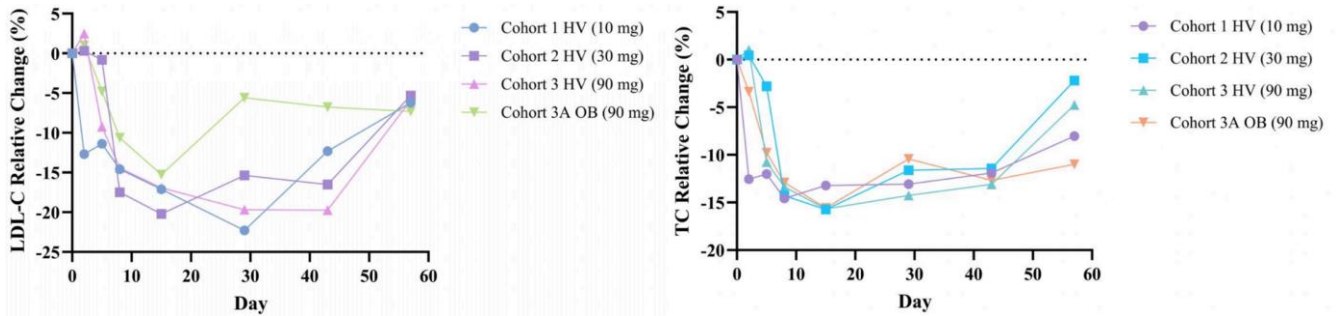


数据来源：ADA 2025，东方证券研究所

ASC47 可每月给药，降脂效果显著。ASC47 皮下注射制剂同样基于 ULAP 开发，SAD 试验结果表明其在肥胖患者中的半衰期长达 40 天，支持每月给药一次。单次给药后低密度脂蛋白胆固醇（LDL-C）和总胆固醇（TC）均显著降低，且无心率和肝酶异常。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

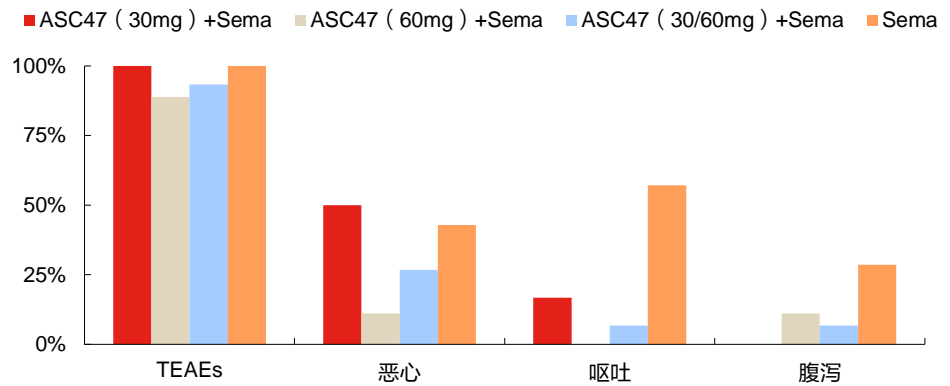
图 20: ASC47 单药降脂效果显著（临床前研究）



数据来源: ECO 2025, 东方证券研究所

**ASC47 联用司美显著提升减重效果并改善安全性。**I 期临床试验结果显示, ASC47 联用司美相比司美单药减重效果显著提升 (30mg 组相对提升 56%), 胃肠道不良反应发生率更低, 且相比司美单药联合用药组的 LDL-C 进一步降低。

图 21: ASC47 联用司美显著改善胃肠道耐受性



注: 司美剂量为 0.5mg

数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

公司计划 ASC47 的 IIb 期联合用药可能包含 ASC47 (30/60mg) 联用 ASC35 (每月一次皮下注射 GLP-1R/GIPR 激动剂), 以及每日一次口服 ASC47 联用口服 ASC30, 覆盖更多应用场景。

我们认为, ASC47 有望成为安全性最佳的减脂保肌药物, 同时在给药方式和代谢获益等方面具备差异化优势。

### 3.2 新管线: 主流靶点全覆盖, 强差异化

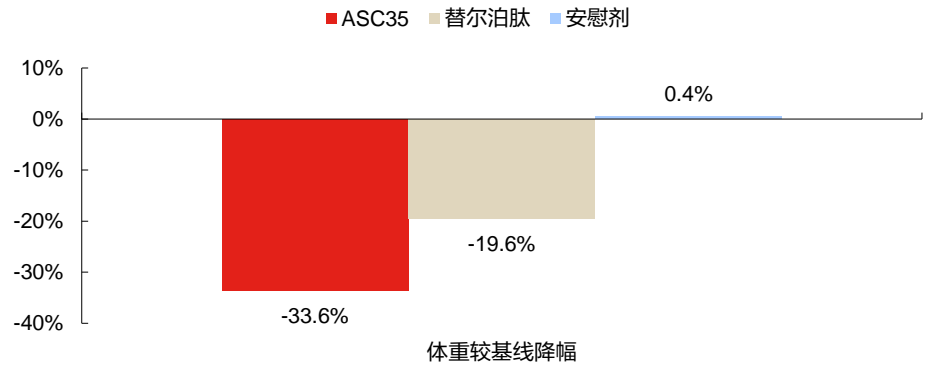
自 2025 年 10 月以来, 公司共选定 4 条新管线进入临床开发, 包括: ASC35 (每月一次 GLP-1R/GIPR 激动剂皮下注射多肽)、ASC36 (每月一次 AMYR 激动剂皮下注射多肽)、ASC35/ASC36 复方制剂和 ASC37 (GLP-1R/GIPR/GCGR 三靶点激动剂口服多肽), 在**补全减重主流靶点的同时, 每月一次皮下注射或口服给药**成为突出的差异点。

### 1) ASC35: 更强效更长效的双靶点皮下注射剂

在头对头非人灵长类动物研究中，ASC35 的平均表观半衰期约为 14 天（比替尔泊肽长 6 倍），支持在人体中每月一次皮下给药，且皮下注射后的药物暴露量比替尔泊肽高约 70%。受体激动活性方面，体外实验数据显示，ASC35 对 GLP-1R 和 GIPR 的激动活性比替尔泊肽强约 4 倍。

在 ASC35 和替尔泊肽每日皮下注射的头对头饮食诱导肥胖（DIO）小鼠研究中，治疗 2 周后，ASC35 治疗组体重较基线变化-33.6%，替尔泊肽治疗组为-19.6%，ASC35 减重效果较替尔泊肽相对提升约 71%。

图 22: ASC35 减重效果较替尔泊肽相对提升约 71%（临床前头对头研究）



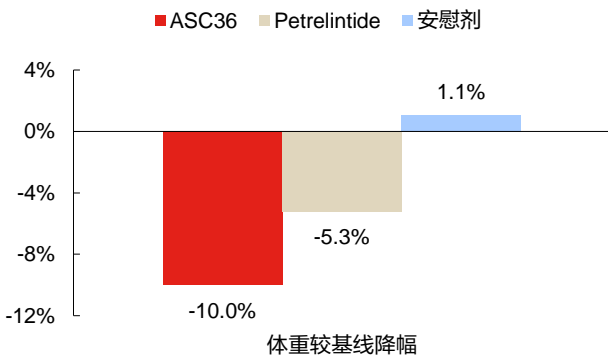
数据来源: 公司官网, 东方证券研究所

### 2) ASC36: 具备同类最佳潜力的 AMYR 激动月制剂

在头对头非人灵长类动物研究中，ASC36 的平均表观半衰期约为 15 天（比 Petrelintide 长 3 倍）支持在人体中每月一次皮下给药。

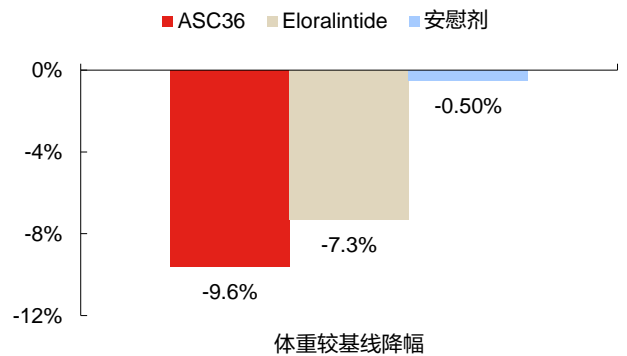
在两项头对头 DIO 大鼠研究中，治疗 7 天后，ASC36 减重效果分别较 Petrelintide/Eloralintide 相对提升约 91%/32%。

图 23: ASC36 减重效果较 Petrelintide 相对提升约 91%（临床前头对头研究）



数据来源: 公司官网, 东方证券研究所

图 24: ASC36 减重效果较 Eloralintide 相对提升约 32%（临床前头对头研究）



数据来源: 公司官网, 东方证券研究所

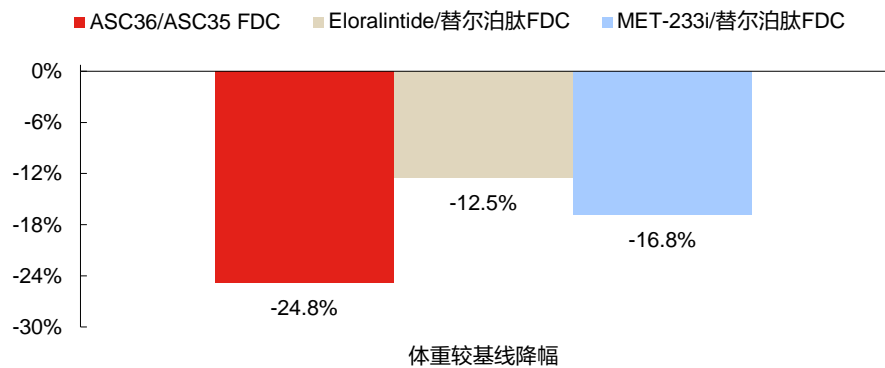
### 3) ASC36/ASC35 复方制剂: 对标潜在最强减重组合

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

ASC36 在中性 pH 值附近不形成纤维化，可与包括 ASC35 在内的其他多肽药物开发复方制剂。公司开发了 ASC36/ASC35 复方制剂（FDC），对标当前减重领域潜在最强组合（Eloralintide/替尔泊肽和 MET-233i/替尔泊肽）。

在头对头 DIO 大鼠研究中，治疗 2 周后，ASC36/ASC35 FDC 减重效果分别较 Eloralintide/替尔泊肽 FDC 和 MET-233i/替尔泊肽 FDC 相对提升约 98%/47%。

**图 25：ASC36/ASC35 FDC 减重效果分别较 Eloralintide/替尔泊肽 FDC 和 MET-233i/替尔泊肽 FDC 相对提升约 98%/47%（临床前头对头研究）**



数据来源：公司投资者演示材料，东方证券研究所

#### 4) ASC37：首款 POTENT 平台开发的口服三靶点激动剂多肽

公司口服多肽递送增强技术（POTENT）能够抑制多肽酶解并促进胃肠道渗透性，将多肽生物利用度提高至 3-5%。

ASC37 是公司 POTENT 平台研发的首款候选药物，在非人灵长类动物（NHP）的头对头研究中，ASC37 的平均绝对口服生物利用度达 4.2%，分别约为采用口服 SNAC 制剂技术的司美格鲁肽/替尔泊肽/Retatrutide 的 9 倍/30 倍/60 倍。

体外实验结果显示，ASC37 对 GLP-1R/GIPR/GCGR 的激动活性比 Retatrutide 分别强约 5 倍/4 倍/4 倍。在 NHP 头对头研究中，口服给药后，ASC37 药物暴露量约为 Retatrutide（口服 SNAC 制剂）的 57 倍。

4 条新管线均预计于 26Q2 向 FDA 递交 IND，26H2 读出 I 期顶线数据，26 年底进入临床 II 期。

## 四、盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

公司在 2023 年及之前主要收入来自利托那韦销售和“派罗欣”的推广服务，但后续公司进行战略调整，2024 年几乎无产品销售收入，根据公司当前管线布局和进度，预计 2025 年无产品销售收入，后续随着 ASC40、ASC30 和 ASC47 等产品上市逐渐产生销售收入。

我们对公司 2025-2027 年盈利预测做如下假设：

- 1) ASC40：公司进度最快的临床管线，拟用于治疗中重度寻常性痤疮，系公司于 2019 年从 3-V Biosciences（后更名为 Sagimet Biosciences）引进获得大中华区独家授权，目前 NDA 已获受理，预计 26H2 获批上市。
- 2) 公司 25-27 年毛利率分别为 11.2%，85.3%和 87.5%。预计 2025 年营业收入全部为研究和开发服务收入，参考 2025 年半年报，毛利率水平较低。2026 年下半年 ASC40 获批上市，假设公司自主销售并产生相关营业成本，2027 年 ASC40 收入占比提升导致毛利率增加。
- 3) 公司 25-27 年销售费用为 0，0.33 亿元和 0.53 亿元；管理费用为 1.04 亿元，1.11 亿元和 1.15 亿元；研发费用为 3.41 亿元，3.67 亿元和 3.83 亿元。销售费用的变化主要系 2026 年 ASC40 上市公司搭建销售队伍进行自主销售。

#### 收入分类预测表

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>产品销售</b>					
销售收入（百万人民币）	51.1	0.7	0.0	33.2	66.3
增长率	310.04%	-98.67%	-100.00%		99.77%
<b>研究和开发服务</b>					
销售收入（百万人民币）	0.0	0.6	2.2	2.2	2.3
增长率			260.33%	3.00%	3.00%
<b>授权收入</b>					
销售收入（百万人民币）	2.8	0.0	0.0	0.0	0.0
增长率					
<b>合计</b>	56.6	1.3	2.2	35.4	68.6
增长率	4.64%	-97.74%	68.91%	1537.61%	93.68%
<b>综合毛利率</b>	45.93%	57.19%	11.19%	85.28%	87.49%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 4.2 投资建议

公司减重管线针对临床未满足需求，具备全球竞争力，且公司持续投入研发，长期成长潜力充足。我们采取 DCF 估值法，对应目标价为 18.38 港元，首次给予“买入”评级。

公司中长期的盈利能力提升及估值提升主要原因系：（1）寻常痤疮药物 ASC40 即将在中国申报上市，上市后将贡献业绩增量；（2）GLP-1 口服小分子 ASC30 目前处于临床 II 期阶段，早期临床数据同类最优，预计于 2029 年在美获批上市；（3）减脂保肌药物 ASC47 已完成 I 期临床试验，安全性、便捷性和代谢获益等方面有望取得差异化优势，预计于 2030 年在美获批上市。

表 11：估值假设主要参数

所得税税率 T	15.00%
永续增长率 Gn(%)	2.00%
无风险利率 Rf	1.84%
无杠杆影响的 $\beta$ 系数	0.9756

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

考虑杠杆因素的 $\beta$ 系数	0.9756
市场收益率 $R_m$	8.78%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 ( $K_e$ )	8.61%
债务比率 $D/(D+E)$	0.00%
债务利率 $r_d$	3.50%
WACC	8.61%

数据来源：wind，东方证券研究所

表 12：FCFF 目标价敏感性分析（港元）

	18.38	永续增长率 $G_n(\%)$				
		0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
WACC(%)	6.61%	27.30	30.48	35.05	42.15	54.68
	7.11%	23.92	26.40	29.86	35.01	43.45
	7.61%	20.88	22.82	25.46	29.25	35.13
	8.11%	18.13	19.65	21.68	24.49	28.67
	8.61%	15.64	16.83	18.38	20.49	23.51
	9.11%	13.39	14.31	15.50	17.08	19.28
	9.61%	11.35	12.06	12.97	14.16	15.76
	10.11%	9.51	10.06	10.75	11.63	12.80
	10.61%	7.86	8.28	8.80	9.45	10.31

数据来源：东方证券研究所

## 五、风险提示

- **管线研发进度不及预期的风险。**公司目前暂无产品销售，未来收入极大程度依赖在研管线的上市销售，但新药研发存在一定的失败风险，如果公司在研管线研发进度低于预期甚至失败，则会影响公司估值水平和中长期投资价值；
- **授权交易不及预期的风险。**当前假设中公司核心管线如 ASC30 等未来需要通过授权交易实现全球商业化，如果授权交易达成时间、交易规模等不及预期，甚至无法达成授权交易，则会影响公司估值水平和中长期投资价值；
- **产品上市时间不及预期的风险。**在监管部门审评药物的过程中，可能需要企业补充材料或者试验并导致上市时间延后，公司产品上市时间不及预期将会对公司中长期业绩及估值水平产生影响；
- **产品竞争加剧的风险。**如果未来可比产品增加导致竞争加剧，使得公司产品渗透率不及预期，将会对公司中长期业绩及估值水平产生影响；
- **产品销售不及预期的风险。**如果未来新上市品种定价、医院准入情况低于预期，导致产品销售增长慢，将会对公司中长期业绩及估值水平产生影响；
- **公司中长期盈利能力下降的风险。**如果未来公司产品毛利率下降，或研发费用和销售费用率上升，将会影响公司中长期盈利能力及估值水平。

## 六、附录

### ASC40：具有前景的痤疮新药

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

ASC40（地尼法司他）是公司从 Sagimet Biosciences 引进的一款脂肪酸合成酶（FASN）抑制剂，公司拥有 ASC40 的大中华区独家权益。

**我国痤疮患者超 1 亿，治疗率较低。**寻常痤疮（青春痘）是一种累及毛囊皮脂腺的慢性炎症性皮肤病，好发于面部及前胸、后背，临床上主要表现为粉刺、丘疹、脓疱、囊肿或结节，常伴有毛孔粗大和皮脂溢出。

寻常痤疮好发于青春期男女，青少年发病率高达 93%。根据一项我国 6 大城市的流行病学调查研究，我国全人群寻常痤疮患病率为 8.1%，影响超 1 亿人，但治疗率仅为 34%。

**临床用药具有局限性，缺乏新药。**根据指南，当前治疗以外用药物为主（包括维 A 酸类药物、抗氧化剂等），严重患者可合并系统治疗（包括抗菌药物、维 A 酸类等），其中多数为获批多年的药物，且临床应用存在显著局限性，缺乏新机制药物。

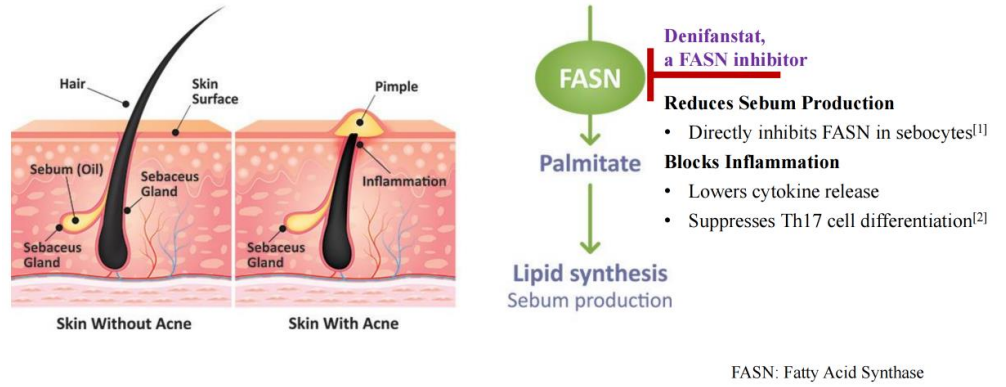
**表 13：寻常痤疮临床用药局限性明显**

分类	药物类型	局限性
外用药物	维 A 酸类药物	易引起皮肤刺激反应，需注意防晒
	抗氧化剂	可能出现皮肤刺激反应，对衣物或毛发具有氧化漂白作用
	抗菌药物	易诱导痤疮丙酸杆菌耐药，不推荐作为寻常痤疮外用的首选及单独或长期使用
	其他（二硫化硒、硫磺和水杨酸等）	易引起皮肤干燥、脱屑
系统用药	抗菌药物（首选四环素类）	米诺环素常见不良反应为头晕，多西环素常见不良反应为胃肠道反应，部分口服四环素类可出现药疹、肝损害、光敏反应、色素沉着和菌群失调等，肝肾功能异常者慎用
	维 A 酸类	皮肤黏膜干燥、脱屑常见，有明确致畸作用。需定期检测肝功能和血脂，肥胖、血脂异常、肝功能异常、抑郁症、儿童患者慎用
	抗雄激素	仅适用于伴高雄激素表现的女性痤疮患者，妊娠、哺乳期妇女禁用避孕药和螺内酯
	糖皮质激素	避免长期大剂量使用，使用过程中需遵循递减治疗原则

数据来源：寻常痤疮基层诊疗指南（2023 年），东方证券研究所

**ASC40 III 期结果积极，即将 NDA。**脂质代谢紊乱在痤疮发病机制中起关键作用，局部新脂肪生成（DNL）是痤疮患者皮脂过度分泌的主要原因，FASN 是 DNL 途径中的关键酶，ASC40 通过抑制 FASN 达到治疗痤疮的效果。

**图 26：ASC40 通过抑制 FASN 减少皮脂分泌并阻断炎症**



数据来源：EADV 2025，东方证券研究所

在 ASC40 对照安慰剂治疗中重度寻常痤疮的 III 期研究中，ASC40 达到所有主要、关键次要及次要疗效终点，显著改善中重度寻常性痤疮，同时显示出良好的安全性与耐受性。

表 14：ASC40 疗效显著，安全性良好

	ASC40 ( 50mg, QD, n=240 )	安慰剂 ( QD, n=240 )	经安慰剂校准	P 值
治疗成功率	33.17%	14.58%	18.59%	<0.0001
TLC 相对基线的百分比下降	57.38%	35.42%	21.96%	<0.0001
ILC 相对基线的百分比下降	63.45%	43.21%	20.24%	<0.0001
TEAEs	58.6%	56.3%	/	/
TRAEs	29.3%	23.8%	/	/
AE 导致的停药	0%	0.8%	/	/

注：治疗成功的定义为在第 12 周时，研究者总体评估（Investigator's Global Assessment, IGA）评分较基线下降至少 2 分，且 IGA 分级为 0 分（光洁）或 1 分（几乎光洁）；TLC：总皮损计数；ILC：炎性皮损计数  
数据来源：公司公告，EADV 2025，东方证券研究所

2025 年 12 月 10 日公司宣布 ASC40 治疗中重度寻常性痤疮的 NDA 获 NMPA 受理。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E	单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	330.12	866.69	548.02	160.00	100.00	营业额	56.60	1.28	2.16	35.41	68.57
应收账款	5.43	0.15	0.26	4.19	8.12	销售成本	30.61	0.55	1.92	5.21	8.58
预付款项、按金及其他应收款项	7.57	8.65	0.30	4.85	9.39	其他费用	2.14	11.81	12.27	12.67	13.07
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	0.39	0.00	0.00	33.18	53.09
存货	6.07	4.37	0.03	0.07	0.12	管理及研发费用	332.41	404.14	445.54	478.33	498.07
其他流动资产	1983.56	1090.91	1088.37	1140.33	1173.10	财务费用	0.14	0.24	(2.48)	(1.24)	7.64
流动资产总计	2332.76	1970.78	1636.96	1309.45	1290.74	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	63.02	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	(20.28)	(5.27)	0.00	0.00	0.00
固定资产	59.73	49.25	45.58	41.16	35.99	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	7.20	14.40	21.60	营业利润	(329.37)	(420.73)	(455.09)	(492.74)	(511.88)
无形资产	34.87	19.94	16.62	13.30	9.97	其他非经营损益	184.65	119.79	138.82	147.75	135.46
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	(144.72)	(300.94)	(316.27)	(344.99)	(376.43)
其他非流动资产	0.64	84.60	84.60	84.60	84.60	所得税	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	158.25	153.79	154.00	153.45	152.16	税后利润	(144.72)	(300.94)	(316.27)	(344.99)	(376.43)
资产总计	2491.01	2124.57	1790.96	1462.90	1442.90	归属于非控制股东利润	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	254.43	归属于母公司股东利润	(144.72)	(300.94)	(316.27)	(344.99)	(376.43)
应付账款	0.65	0.03	0.13	0.36	0.59	EBITDA	(125.79)	(280.24)	(306.96)	(333.69)	(355.49)
其他流动负债	140.03	153.02	135.58	152.29	148.28	NOPLAT	(329.22)	(420.49)	(457.57)	(493.98)	(504.24)
流动负债合计	140.68	153.05	135.71	152.64	403.30	EPS(元)	(0.14)	(0.30)	(0.32)	(0.35)	(0.38)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	105.77						
其他非流动负债	8.26	5.36	5.36	5.36	5.36	主要财务比率					
非流动负债合计	8.26	5.36	5.36	5.36	111.12	成长能力					
负债合计	148.94	158.41	141.07	158.00	514.42	营收增长率	0.05	(0.98)	0.69	15.38	0.94
股本	0.73	0.69	0.69	0.69	0.69	EBIT增长率	0.54	(1.08)	(0.06)	(0.09)	(0.07)
储备	2341.34	1965.47	1965.47	1965.47	1965.47	EBITDA增长率	0.56	(1.23)	(0.10)	(0.09)	(0.07)
留存收益	0.00	0.00	(316.27)	(661.26)	(1037.69)	税后利润增长率	0.54	(1.08)	(0.05)	(0.09)	(0.09)
归属于母公司股东权益	2342.07	1966.16	1649.89	1304.90	928.47	盈利能力					
归属于非控制股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	0.46	0.57	0.11	0.85	0.87
权益合计	2342.07	1966.16	1649.89	1304.90	928.47	净利率	(2.56)	(234.56)	(146.29)	(9.74)	(5.49)
负债和权益合计	2491.01	2124.57	1790.96	1462.90	1442.90	ROE	(0.06)	(0.15)	(0.19)	(0.26)	(0.41)
现金流量表						ROA	(0.06)	(0.14)	(0.18)	(0.24)	(0.26)
单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E	ROIC	(0.15)	(0.21)	(0.42)	(0.45)	(0.44)
折旧与摊销	18.78	20.45	11.79	12.54	13.30	估值倍数					
财务费用	0.14	0.24	(2.48)	(1.24)	7.64	P/E	(78.80)	(37.89)	(36.06)	(33.05)	(30.29)
其他经营资金	(163.08)	(362.28)	(457.29)	(536.32)	(556.95)	P/S	201.49	8888.11	5274.49	322.08	166.30
经营性现金净流量	(144.16)	(341.58)	(447.97)	(525.01)	(536.01)	P/B	4.87	5.80	6.91	8.74	12.28
投资性现金净流量	149.85	978.91	126.82	135.75	123.46						
筹资性现金净流量	(81.50)	(103.51)	2.48	1.24	352.55						
现金流量净额	(75.81)	533.82	(318.68)	(388.02)	(60.00)						

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。