

代谢管线全面推进，地尼法司他获批在即

——歌礼制药 2025 年报点评

核心观点

- **在手现金充足，研发投入增加。**公司发布 2025 年年报，全年实现营收 202.80 万元（同比+58.1%），主要为研发服务收入；归母净亏损 3.60 亿元（同比增亏 19.6%）。截至 25 年末，公司现金及各类理财资产约 19.33 亿元，26 年 2 月完成新一轮配售，净募资约 8.35 亿港元，资金储备充足。研发投入 4.09 亿元（同比+35.3%），行政及其他开支有所缩减，预计未来公司将随研发效率提升增亏放缓。
- **代谢管线质优面广，全面推进临床。**公司在代谢领域围绕小分子和多肽全面布局：
 - a. 小分子：1) ASC30：潜在同类最佳 GLP-1R 口服小分子，美国减重 II 期数据优异，预计 26Q3 开启 III 期及读出糖尿病 II 期数据，皮下注射剂型预计 26Q2 扩大开发计划；2) ASC47：联用司美格鲁肽显著增效，预计 26 年开展联用 ASC35（GLP-1R/GIPR）的 II 期临床；3) ASC39：全球进度前三的 AMYR 口服小分子激动剂，预计 26Q3 递交 IND（FDA，下同）；4) ASC48：全球第一梯队 GIPR 口服小分子激动剂，预计 26Q4 递交 IND。
 - b. 多肽：每月一次 SQ ASC36（AMYR）、ASC35、ASC36_35 FDC（复方制剂）和口服 ASC36 临床前数据优于同类领先管线，预计 26Q2 递交 IND；每月一次 SQ ASC37（GLP-1R/GIPR/GCGR）和 ASC36_37 FDC 预计 26Q3 递交 IND。我们认为，公司的代谢管线完备，差异化优势显著，BD 潜力较大，26 年底至 27H1 将迎来密集的数据读出。
- **地尼法司他获批在即，自免进展顺利。**脂肪酸合成酶（FASN）抑制剂地尼法司他（ASC40）治疗痤疮的 2 项 III 期研究均取得积极结果，疗效优于沙瑞环素、多西环素和柯拉特龙等常用口服和外用痤疮药物（非头对头比较），NDA 已获 NMPA 受理，有望今年底或 27 年获批。IL-17 口服小分子抑制剂 ASC50 美国健康受试者 I 期 SAD 研究取得积极顶线结果，MAD 研究正在进行中，预计 26 读出数据。

盈利预测与投资建议

- 根据 25 年报我们上调研发费用预测，预测公司 26-28 年每股收益分别为-0.39/-0.44/-0.23 元（原 26-27 年预测为-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 263.05 亿港元（按照 1:1.1355 汇率测算），对应目标价为 24.63 港元，维持“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

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1.28	2.03	34.88	68.07	432.52
同比增长(%)	-97.73%	58.07%	1619.93%	95.14%	535.44%
营业利润(百万元)	(420.73)	(484.70)	(556.61)	(599.05)	(381.82)
同比增长(%)	-27.74%	-15.20%	-14.84%	-7.63%	36.26%
归属母公司净利润(百万元)	(300.94)	(359.88)	(413.35)	(469.60)	(249.14)
同比增长(%)	-107.95%	-19.59%	-14.86%	-13.61%	46.95%
每股收益(元)	(0.28)	(0.34)	(0.39)	(0.44)	(0.23)
毛利率(%)	57.29%	25.99%	86.41%	88.11%	81.73%
净利率(%)	-23455.65%	-17745.56%	-1185.07%	-689.91%	-57.60%
净资产收益率(%)	-15%	-19%	-27%	-45%	-31%
市盈率(倍)	(52.84)	(44.19)	(38.47)	(33.86)	(63.83)
市净率(倍)	8.09	8.22	10.46	15.13	19.82

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。

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。

投资评级 买入（维持）

股价（2026年04月01日）	16.94 港元
目标价格	24.63 港元
52 周最高价/最低价	18.75/4.09 港元
总股本/流通 H 股（万股）	106,821/106,821
H 股市值（百万港币）	18,096
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2026 年 04 月 06 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	17.31	7.49	48.73	96.29
相对表现%	17.48	12.51	50.04	87.3
恒生指数%	-0.17	-5.02	-1.31	8.99



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
-----	--

相关报告

口服小分子率先破局，紧跟减重前沿：歌 2025-12-29
礼制药首次覆盖报告

表 1：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 β 系数	0.9333
考虑杠杆因素的 β 系数	0.9333
市场收益率 Rm	8.78%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (Ke)	8.03%
债务比率 D/(D+E)	0.00%
债务利率 rd	3.50%
WACC	8.03%

数据来源：wind，东方证券研究所

表 2：FCFF 目标价敏感性分析（港元）

		永续增长率 Gn(%)				
		0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
WACC(%)	24.63	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
	6.03%	35.67	40.18	46.94	58.15	80.39
	6.53%	31.32	34.80	39.81	47.66	61.70
	7.03%	27.45	30.14	33.90	39.53	48.86
	7.53%	23.98	26.07	28.91	33.00	39.42
	8.03%	20.85	22.47	24.63	27.64	32.15
	8.53%	18.02	19.27	20.91	23.14	26.36
	9.03%	15.47	16.43	17.68	19.33	21.64
	9.53%	13.17	13.91	14.84	16.07	17.73
	10.03%	11.10	11.66	12.36	13.27	14.47

数据来源：东方证券研究所

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

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。