

买入
华堂宁快速放量，第二代 GKA 美国临床推进顺利
华领医药-B (2552.HK)

2025-9-17 星期三

【投资要点】

目标价:	6.50 港元
现 价:	4.18 港元
预计升幅:	55.5%

重要数据

日期	2025-9-17
收盘价 (港元)	4.18
总股本 (亿股)	10.56
总市值 (亿港元)	44
净资产 (亿元)	10.59
总资产 (亿元)	14.20
52 周高低 (港元)	4.70/1.03
每股净资产 (元)	1.0

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

ARCH Venture Fund VII, L.P.
(11.85%)
Venrock Associates V, L.P. (9.80%)

相关报告

深度报告: 华领医药-B (2552.HK)
-20220818
更新报告报告: 华领医药-B
(2552.HK) -20230918/20240917

➤ 华堂宁快速放量，业绩快速增长

2025 年中期公司实现总营业收入 2.17 亿元，同比增长 110.17%；上半年销售了约 176.4 万盒华堂宁，较 2024 年同期增长 108%，税前利润为 11.84 亿元，同比增长 932.35%；实现净利润 11.84 亿元，同比增长 932.35%。利润大增是因为一次性确认与拜耳协议相关的递延收益人民币 12.4 百万元。公司在 2025 年 1 月终止与拜耳的独家推广服务协议后，全面接管商业化运营，销售团队规模扩大，带动销售执行效率显著提升。毛利率由 2024 年同期的 46.5% 跃升至 54.2%，主要得益于生产规模扩大及成本控制优化。单位生产成本下降，叠加销售费用结构改善，销售开支仅增长 5% 至人民币 64.2 百万元，占收入比例由 59.5% 降至 29.5%。公司有信心在 2027 年实现销售额超过 10 亿元的目标。

➤ 第二代 GKA 美国临床推进顺利

第二代 GKA 专注美国市场，适合西方患者的用药习惯，一天口服一次。全球专利保护至 2042 年，且完全属于华领所有。HMS1005 184.5mg 单次给药，单日 AUC 与多格列艾汀 75mg 一天两次给药血浆 HMS5552 浓度相当，公司计划于 2025 下半年启动多剂量爬坡研究。

➤ 不断拓展应用范围，行业空间广阔

华堂宁获批两个适应症：联合饮食运动管理：初发未用药的二型糖尿病患者以及 二甲双胍足量失效的二型糖尿病患者。积极推进研究二型糖尿病前期及二型糖尿病早期的治疗和预防；推进 dorzagliatin 及 GLP-1RA、SGLT-2 抑制剂、胰岛素及 DPP-IV 抑制剂的复合剂型研究。糖尿病市场空间广阔，根据 Frost & Sullivan 数据，2020 年中国糖尿病患病人数已超过 1.3 亿，预计将在 2030 年达到 1.7 亿；2020 年中国糖尿病药物市场规模为人民币 632 亿元，预计在 2030 年将达到 1675 亿元。多格列艾汀具备成为中国 2 型糖尿病一线疗法潜力。上市后临床研究推进之后，有利于后续的学术推广。

➤ 给予“买入”评级，目标价 6.50 港元/股

华堂宁快速放量，第二代 GKA 美国临床快速推进。预计 2025-27 年收入分别为人民币 4.78 亿、8.10、11.80 亿元，净利润分别为 8.51 亿、-0.31 亿、0.21 亿元，根据 DCF 模型，目标价 6.50 港元，给予买入评级，较现价有 55.5% 的升幅。

人民币百万元	FY2023	FY2024	2025E	2026E	2027E
营业额	80.75	255.89	478.00	810.00	1180.00
同比增长 (%)	85%	234.02%	86.80%	69.46%	45.68%
归母净利润	-211.23	-250.14	850.94	-31.37	20.93
同比增长 (%)	-3.8%	-18.42%		-103.69%	
每股盈利 (元)	-0.20	-0.24	0.81	-0.03	0.02
PE@4.18hk	-19.23	-16.24	4.77	-129.65	194.50

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

研究部

姓名: 林兴秋
SFC: BLM040
电话: 0755-21519193
Email: linxq@gyzq.com.hk

【報告正文】

➤ 华堂宁快速放量，业绩快速增长

2025 年中期公司实现总营业收入 2.17 亿元，同比增长 110.17%；上半年销售了约 176.4 万盒华堂宁，较 2024 年同期增长 108%，税前利润为 11.84 亿元，同比增长 932.35%；实现净利润 11.84 亿元，同比增长 932.35%。利润大增是因为一次性确认与拜耳协议相关的递延收益人民币 12.4 百万元。公司在 2025 年 1 月终止与拜耳的独家推广服务协议后，全面接管商业化运营，销售团队规模扩大，带动销售执行效率显著提升。毛利率由 2024 年同期的 46.5% 跃升至 54.2%，主要得益于生产规模扩大及成本控制优化。单位生产成本下降，叠加销售费用结构改善，销售开支仅增长 5% 至人民币 64.2 百万元，占收入比例由 59.5% 降至 29.5%。公司有信心在 2027 年实现销售额超过 10 亿元的目标。

➤ 第二代 GKA 美国临床推进顺利

第二代 GKA 专注美国市场，适合西方患者的用药习惯，一天口服一次。个性化的糖尿病解决方案：重塑血糖稳态、改善 β 细胞功能、修复受损的胰岛素和 GLP-1 分泌、预防糖尿病和并发症。全球专利保护至 2042 年，且完全属于华领所有。BD 合作计划在明年开展。美国 1a 期临床取得优秀的药代动力学结果，HMS1005 在人体迅速转化为多格列艾汀 HMS5552。HMS1005 61.5mg 与多格列艾汀 50mg 的体内生物利用度接近（约 95%），与多格列艾汀相比，HMS1005 中血浆 HMS5552 的 T_{max} 、 $T_{1/2}$ 有所延长。HMS1005 184.5mg 单次给药，单日 AUC 与多格列艾汀 75mg 一天两次给药血浆 HMS5552 浓度相当，公司计划于 2025 下半年启动多剂量爬坡研究。

➤ 不断拓展应用范围，行业空间广阔

公司开展 SENSITIZE 系列研究，积极推进研究二型糖尿病前期及二型糖尿病早期的治疗和预防；研究用于治疗 MODY-2——基因突变导致葡萄糖激酶失活。通过收集真实世界证据及动物模型的概念验证研究，推进 dorzagliatin 及 GLP-1RA、SGLT-2 抑制剂、胰岛素及 DPP-IV 抑制剂的复合剂型研究。公司还将不断启动更多研究，包括糖尿病的预防、缓解、糖尿病并发症的预防和囊性纤维化相关的糖尿病等，将探索更多基于人类遗传资料的获益，包括记忆力衰

退、体弱和肌肉减少症、心力衰竭、冠状动脉疾病、血脂异常等。

华堂宁获批两个适应症：联合饮食运动管理① 初发未用药的二型糖尿病患者② 二甲双胍足量失效的二型糖尿病患者。3. 三项许可① 肾功能受损不需要调整剂量② 允许与西格列汀 (DPP-IV) 联合使用，③ 允许与恩格列净(SGLT-2) 联合使用。糖尿病市场空间广阔，根据 Frost & Sullivan 数据，2020 年中国糖尿病患病人数已超过 1.3 亿，预计将在 2030 年达到 1.7 亿；2020 年中国糖尿病药物市场规模为人民币 632 亿元，预计在 2030 年将达到 1675 亿元。多格列艾汀具备成为中国 2 型糖尿病一线疗法潜力。上市后临床研究推进之后，有利于后续的学术推广，可以得到更多的医生认同。

图 1：第二代 GKA 的临床进展



资料来源：公司官网演示材料、国元证券经纪（香港）整理

➤ 给予“买入”评级，目标价 6.50 港元/股

华堂宁快速放量，第二代 GKA 美国临床快速推进。预计 2025-27 年收入分别为人民币 4.78 亿、8.10、11.80 亿元，净利润分别为 8.51 亿、-0.31 亿、0.21 亿元，根据 DCF 模型，目标价 6.50 港元，给予买入评级，较现价有 55.5% 的升幅。

表 1：行业相关上市公司估值

代码	证券简称	总市值(亿 港元)	市盈率 PE			市净率 PB	市销率 PS
			TTM	25E	26E		
1801.HK	信达生物	1,675.92	134.98	203.45	98.52	10.6	13.38
2269.HK	药明生物	1,490.92	32.4	31.6	27.7	3.02	6.78
9926.HK	康方生物	1,248.15		-535.62	230.97	17.69	45.34
6990.HK	科伦博泰生物-B	1,181.09		-205.61	-1,439.81	21.48	71.77
1530.HK	三生制药	791.51	30.6	10.55	22.23	4.42	7.95
ABBV.N	艾伯维	30038.2	103.6	33.07	29.01	-2107	6.61
AMGN.O	安进	11,588.03	22.48	23.88	22.86	20.03	4.26

资料来源: Wind、国元证券经纪（香港）整理

【风险提示】

- (1) 新产品研发进度可能低于预期
- (2) 产品单一风险，产品商业化进展不达预期
- (3) 国际形势复杂度超预期，创新药国际化进度低于预期

【財務報表摘要】

財務報表摘要

損益表

百萬元，財務年度截止至12月31日

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	17.60	76.61	255.89	478.00	810.00	1180.00
营业成本	-9.91	-39.24	-131.17	-210.32	-267.30	-389.40
毛利	7.69	37.37	124.72	267.68	542.70	790.60
其他收入	41.51	130.60	116.75	1255.00	126.00	132.30
其他收益及亏损	26.03	4.14	4.22	4.31	4.39	4.48
行政费用	-129.93	-124.15	-116.75	-117.92	-119.10	-120.29
研发费用	-129.53	-171.54	-215.09	-148.41	-158.80	-169.92
销售费用	-15.35	-79.75	-153.18	-239.00	-405.00	-590.00
其他费用	0.00	0.00	-17.91	-12.54	-13.79	-15.17
經營溢利	-199.58	-203.33	-267.24	1009.12	-23.60	32.00
税前溢利	-203.25	-211.24	-250.14	1000.94	-31.37	24.62
所得税		0.00	-150.00	0.00	-3.69	
淨利潤	-203.25	-211.24	-250.14	850.94	-31.37	20.93
折旧及摊销	31.78	36.24	34.58	35.27	35.98	36.70
EBITDA	-167.80	-167.09	-222.66	1044.39	12.38	68.70
主营业务收入 (%)	335.28%	234.02%	86.80%	69.46%	45.66%	
EBITDA (%)	0.42%	-33.26%	569.05%	98.81%	-454.92%	
净利润 (%)	-3.93%	-18.42%	-103.69%			
資產負債表						
百萬元，財務年度截止至12月31日						
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
現金及現金等價物	490.63	1460.82	1139.75	1043.10	1062.14	1134.23
應收款項合計	443.01	66.54	61.16	61.77	62.39	63.01
存貨	1.92	22.00	126.67	127.94	129.22	130.51
流動資產	940.26	1572.48	1336.50	1241.81	1262.83	1336.93
固定資產淨值	53.85	45.35	38.20	39.35	40.53	41.74
商譽及無形資產	78.64	59.41	79.98	82.38	84.85	87.40
土地使用權	39.16	38.36	37.55	38.68	39.84	41.03
非流動資產總計	181.24	152.90	190.80	196.52	202.42	208.49
总资产	1121.50	1725.37	1527.29	1438.33	1465.25	1545.42
应付賬款	20.98	51.63	63.72	66.27	68.92	71.68
短期借款及長期借款到期	33.92	17.19	98.28	102.21	106.30	110.55
其他活動負債	133.48	183.21	168.27	169.95	171.65	173.37
流動負債	188.39	252.03	330.27	338.43	346.87	355.60
長期借貸	0.00	106.84	138.74	140.13	141.53	142.94
其他非流動負債	653.53	1265.34	1193.75	70.00	70.70	71.41
非流動負債	653.53	1372.19	1332.49	210.13	212.23	214.35
總負債	841.92	1624.22	1662.76	548.56	559.10	569.95
股東權益合計	279.58	101.15	-135.47	889.77	906.15	975.48

 財務分析
 百萬元，財務年度截止至12月31日

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力						
毛利率 (%)	43.69%	48.78%	48.74%	56.00%	67.00%	67.00%
EBITDA率 (%)						
淨利率 (%)	-1154.83%	-275.73%	-97.75%	178.02%	-3.87%	1.77%
ROE						
ROA	-72.70%	-208.84%	184.65%	95.64%	-3.46%	2.15%
SG&A/收入	-18.12%	-12.24%	-16.38%	59.16%	-2.14%	1.35%
營運表現						
SG&A/收入	-	162.05%	45.63%	24.67%	14.70%	10.19%
實際稅率	0.00%	0.00%	0.00%	-14.99%	0.00%	-15.00%
股息支付率 (%含優先股)						
庫存周转天數						
應付賬款天數	480.25	177.31	115.01	94.11	67.19	
財務狀況						
應收賬款天數	317.02	87.24	47.17	28.11	19.49	
淨資產負債率	0.75	0.94	1.09	0.38	0.38	0.37
收入/总资产	0.02	0.04	0.17	0.33	0.55	0.76

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
淨利潤	-203.51	-211.23	-250.14	850.94	-31.37	20.93
折旧与摊销	31.78	36.24	34.58	35.27	35.98	36.70
營運資本變動	-27.13	1130.99	-107.99	-110.15	-112.35	-114.60
其他非現金調整	-31.25	-66.63	-94.41	-3.00	-3.06	-3.12
經營淨現金流	-230.11	889.37	-417.97	773.06	-110.80	-60.10
資本开支	27.47	9.84	3.86	3.94	4.02	4.10
其他投資活動	22.71	17.85	13.90	-980.00	20.00	20.40
投資活動淨現金流	-4.75	8.08	10.04	-983.94	15.98	16.30
債務增加	28.92	200.00	133.15	135.81	138.53	141.30
債務減少	18.36	135.74	44.26	45.15	46.05	46.97
股本增加	11.00	9.89	1.61	1.64	1.68	1.71
其他融資活動	-0.09	-5.08	-6.78	-6.92	-7.05	-7.19
融資活動現金流	21.48	69.07	83.72	99.23	101.21	103.23
匯率變動影響	28.78	3.68	3.13	15.00	12.65	12.65
現金變化	-184.61	970.19	-321.07	-96.65	19.04	72.09
期初持有現金	675.24	490.63	1460.82	1139.75	1043.10	1062.14
期末持有現金	490.63	1460.82	1139.75	1043.10	1062.14	1134.23

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20% 之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 -20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责条款

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显着地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版。复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>