

买入

华堂宁持续放量，第二代 GKA 美国临床数据年内读出

华领医药-B (2552.HK)

2026-9-17 星期四

【投资要点】

目标价: **3.52 港元**
 现价: **2.335 港元**
 预计升幅: **50.5%**

重要数据

日期	2026-9-17
收盘价 (港元)	2.335
总股本 (亿股)	10.57
总市值 (亿港元)	25
净资产 (亿元)	9.92
总资产 (亿元)	15.15
52 周高低 (港元)	4.95/1.97
每股净资产 (元)	0.94

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.

(11.84%)

Venrock Associates V, L.P. (9.79%)

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) -20230918/20250917

➤ 华堂宁推动业绩快速增长

2026 上半年实现收入人民币 3.79 亿元, 同比增长+74%; 华堂宁销量达到 305.5 万盒, 同比增长+73%, 在单盒价格保持稳定的情况下实现量价结构清晰的销量驱动增长。毛利达到 2.34 亿元, 同比增长+99%; 毛利率由 2025 年同期的 54.2% 提升至 61.8%。公司全面接管商业化后的规模效应已经得到验证, 核心产品正由医保准入阶段转入渠道覆盖、医生教育和患者渗透共同推动的放量阶段。公司净亏损为 3019.5 万元, 而 2025 年同期盈利 11.84 亿元。主要是 2025 年同期一次性确认了约 12.43 亿元拜耳合作协议终止相关合同负债转回收益。剔除该不可持续项目后, 2026 年上半年经营质量实际明显改善。

➤ 第二代 GKA 美国临床数据年内公布

HMS1005 是基于多格列艾汀缓释剂型开发的第二代 GKA, 目标是实现每日一次口服。2025 年公司在美国启动 2 型糖尿病患者多次给药剂量递增 Ib 期研究; 截至 2026 年中期, 已经完成五个剂量递增队列, 所有已完成队列整体耐受性良好。预计于 2026 年第四季度公布顶线数据。

➤ 不断拓展应用范围, 空间广阔

华堂宁获批两个适应症: 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; 多格列艾汀治疗 MODY-2 在中国内地提交 Pre-IND, 计划于 2026 年下半年提交 IND。多格列艾汀分别于 2026 年 2 月和 6 月获得香港、澳门上市批准, 并于 2026 年 8 月在香港开出首张处方。其意义在于构建国际注册、药政沟通及跨境商业化经验, 同时可作为进入东南亚市场的桥梁。港澳上市也意味着多格列艾汀的产品标签与真实世界证据开始获得中国内地以外监管体系认可。

➤ 给予“买入”评级, 目标价 3.52 港元/股

华堂宁快速放量, 第二代 GKA 美国临床推进顺利。预计 2026-28 年收入分别为人民币 9.10、13.55、18.10 亿元, 净利润分别为-0.43、0.63、1.94 亿元, 给予目标价 3.52 港元, 对应 2028 年 17 倍 PE, 给予买入评级, 较现价有 50.5% 的升幅。

人民币百万元	FY2024	FY2025	2026E	2027E	2028E
营业额	255.89	492.93	910.00	1355.00	1810.00
同比增长 (%)	234.02%	92.63%	84.61%	48.90%	33.58%
归母净利润	-250.14	1106.35	-42.57	62.75	194.04
同比增长 (%)	-18.42%	542.29%	NA	NA	209.24%
每股盈利 (元)	-0.24	1.05	-0.04	0.06	0.18
PE@2.335hkd	-8.56	1.94	-50.38	34.21	11.07

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

【报告正文】

➤ 华堂宁快速放量，业绩快速增长

2026 上半年实现收入人民币 3.79 亿元，同比增长+74%；华堂宁销量达到 305.5 万盒，同比增长+73%，在单盒价格保持稳定的情况下实现量价结构清晰的销量驱动增长。毛利达到 2.34 亿元，同比增长+99%；毛利率由 2025 年同期的 54.2% 提升至 61.8%。公司全面接管商业化后的规模效应已经得到验证，核心产品正由医保准入阶段转入渠道覆盖、医生教育和患者渗透共同推动的放量阶段。公司净亏损为 3019.5 万元，而 2025 年同期盈利 11.84 亿元。主要是 2025 年同期一次性确认了约 12.43 亿元拜耳合作协议终止相关合同负债转回收益。剔除该不可持续项目后，2026 年上半年经营质量实际明显改善。

➤ 第二代 GKA 美国临床数据年内公布

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。2025 年公司在美国启动 2 型糖尿病患者多次给药剂量递增 Ib 期研究；截至 2026 年中期，已经完成五个剂量递增队列，所有已完成队列整体耐受性良好。预计于 2026 年第四季度公布顶线数据。

➤ 不断拓展应用范围，空间广阔

华堂宁获批两个适应症：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；多格列艾汀治疗 MODY-2 在中国内地提交 Pre-IND，计划于 2026 年下半年提交 IND。公司正在推进多格列艾汀与二甲双胍固定复方制剂。此前 DAWN 研究显示，两药联用可使糖化血红蛋白下降超过 1%，餐后血糖下降超过 5 mmol/L，低血糖发生率约 0.8%。公司已完成相关 IND 前资料提交，并推进生物等效性及产业化准备。

多格列艾汀分别于 2026 年 2 月和 6 月获得香港、澳门上市批准，并于 2026 年 8 月在香港开出首张处方。其意义在于构建国际注册、药政沟通及跨境商业化经验，同时可作为进入东南亚市场的桥梁。港澳上市也意味着多格列艾汀的产品标签与真实世界证据开始获得中国内地以外监管体系认可。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。

图 1：公司研发管线

产品及管线	适应症		发现 (临床前 - II期)	开发 (III期)	商业化
Dorzagliatin	2型糖尿病 - 初发未用药	☆☆			
	2型糖尿病 - 二甲双胍耐受	☆☆			
	缓解糖尿病的RWE研究				
	MODY-2	☆☆			
	预防糖尿病	☆☆			
	衰弱症	☆☆			
	早期阿尔兹海默病	☆			
	CFRD	美国			
Dorzagliatin 及二甲双胍FDC	2型糖尿病	☆☆			
Dorzagliatin 添加至Insulin	2型糖尿病中的胰岛素节省	☆☆			
第二代GKA	代谢性疾病	美国 中国			
Dorzagliatin 添加至GLP-1受体激动剂	2型糖尿病及肥胖	☆☆			
Dorzagliatin + 小分子GLP-1受体激动剂	2型糖尿病及肥胖	☆☆			
Dorzagliatin + 甲状腺激素受体激动剂	2型糖尿病及代谢代谢相关性脂肪肝病	☆☆			
Dorzagliatin + 泛PPAR 激动剂	2型糖尿病及代谢代谢相关性脂肪肝病	☆☆			
Dorzagliatin + 恩格列净	DKD	☆☆			
Dorzagliatin + 西格列汀	2型糖尿病	☆☆			
mGLUR5 NAM	PD-L1D				
	药物成瘾				
GK NAM	代谢性疾病				

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 3.52 港元/股

华堂宁快速放量，第二代 GKA 美国临床推进顺利。预计 2026-28 年收入分别为人民币 9.10、13.55、18.10 亿元，净利润分别为-0.43、0.63、1.94 亿元，给予目标价 3.52 港元，对应 2028 年 17 倍 PE,给予买入评级，较现价有 50.5%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		市盈率 PE		市净率 PB	市销率
		港元)	TTM	26E	27E		
6160.HK	百济神州	3,346.15	63.30	51.18	34.63	8.02	6.77
1276.HK	恒瑞医药	3,315.52	33.17	27.29	22.31	3.97	8.17
3692.HK	翰森制药	2,082.43	27.08	28.61	26.03	4.79	11.38
1177.HK	中国生物制药	1,026.63	37.32	18.95	17.11	2.74	2.65
1093.HK	石药集团	1,019.74	11.92	10.70	14.41	2.35	2.83

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

【财务报表摘要】

损益表							财务分析						
百万元，财务年度截止至12月31日							百万元，财务年度截止至12月31日						
	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	76.61	255.89	492.93	910.00	1355.00	1810.00	盈利能力						
营业成本	-39.24	-131.17	-212.57	-345.80	-514.90	-669.70	毛利率 (%)	48.78%	48.74%	56.88%	62.00%	62.00%	63.00%
毛利	37.37	124.72	280.36	564.20	840.10	1140.30	EBITDA率 (%)						
其他收入	130.60	116.75	1263.91	16.00	16.80	17.64	净利率 (%)	-275.73%	-97.75%	224.44%	-4.68%	4.63%	10.72%
其他收益及亏损	4.14	4.22	-4.53	-4.62	-4.71	-4.81	ROE	-208.84%	184.65%	105.43%	-4.11%	5.57%	14.45%
行政费用	-124.15	-116.75	-114.46	-125.91	-127.17	-128.44	ROA	-12.24%	-16.38%	75.28%	-2.92%	4.03%	10.89%
研发费用	-171.54	-215.09	-145.32	-161.31	-179.05	-191.58	营运表现						
销售费用	-79.75	-153.18	-165.45	-309.40	-460.70	-615.40	SG&A/收入	162.05%	45.63%	23.22%	13.84%	9.38%	7.10%
其他费用	0.00	-17.91	-12.54	-13.79	-15.17	-16.69	实际税率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
经营盈利	-203.33	-257.24	1101.97	-34.82	70.10	201.02	股息支付率 (%含优先股)						
税前盈利	-211.24	-250.14	1106.35	-42.57	62.75	194.04	库存周转天数						
所得税	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款天数	480.25	177.31	140.20	89.63	62.60	50.06
净利润	-211.24	-250.14	1106.35	-42.57	62.75	194.04	应收账款天数	317.02	87.24	61.07	33.41	22.66	17.13
折旧及摊销	36.24	34.58	32.47	33.12	33.78	34.46	财务状况						
EBITDA	-167.09	-222.66	1134.44	-1.70	103.88	235.48	净资产负债率	0.94	1.09	0.29	0.29	0.28	0.25
主营业务收入 (%)	335.28%	234.02%	92.63%	84.61%	48.90%	33.58%	收入/总资产	0.04	0.17	0.34	0.62	0.87	1.02
EBITDA (%)	0.42%	-33.26%	609.50%	-100.15%	6193.32%	126.68%	现金流量表						
净利润 (%)	-3.93%	-18.42%	542.29%	NA	NA	209.24%	百万元，财务年度截止至12月31日						
资产负债表								2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	净利润	-211.23	-250.14	1106.35	-42.57	62.75	194.04
现金及现金等价物	1460.82	1139.75	1092.28	1075.12	1164.60	1381.58	折旧与摊销	36.24	34.58	32.47	33.12	33.78	34.46
应收账款合计	66.54	61.16	82.47	83.29	84.13	84.97	营运资本变动	1130.99	-107.99	41.83	42.67	43.52	44.39
存货	22.00	126.67	121.67	122.89	124.12	125.36	其他非现金调整	-66.63	-94.41	-1232.80	-69.00	-70.38	-71.79
流动资产	1572.48	1336.50	1296.42	1281.31	1372.84	1591.90	经营净现金流	889.37	-417.97	-52.15	-35.78	69.67	201.10
固定净资产	45.35	38.20	30.23	31.14	32.07	33.03	资本开支	9.84	3.86	10.10	10.30	11.54	11.77
商誉及无形资产	59.41	79.98	65.69	67.66	69.69	71.78	其他投资活动	17.85	13.90	9.45	20.00	22.40	22.85
土地使用权	38.36	37.55	36.74	37.84	38.98	40.15	投资活动净现金流	8.08	10.04	-0.65	9.70	10.86	11.08
非流动资产总计	152.90	190.80	173.31	178.51	183.86	189.38	债务增加	200.00	133.15	112.43	114.68	116.97	119.31
总资产	1725.37	1527.29	1469.73	1459.82	1556.71	1781.29	债务减少	135.74	44.26	119.62	122.01	124.45	126.94
应付账款	51.63	63.72	81.65	84.92	88.31	91.85	股本增加	9.89	1.61	22.46	2.00	2.04	2.08
短期债务及长期债务到期	17.19	98.28	30.61	31.83	33.11	34.43	其他融资活动	-5.08	-6.78	-6.18	-6.30	-6.43	-6.56
其他流动负债	183.21	168.27	93.14	94.07	95.01	95.96	融资活动净现金流	69.07	83.72	9.09	0.97	0.99	1.01
流动负债	252.03	330.27	210.27	210.82	216.43	222.24	汇率变动影响	3.68	3.13	-3.76	7.96	7.96	3.79
长期债务	106.84	138.74	140.13	141.53	142.94	144.37	现金变化	970.19	-321.07	-47.47	-17.16	89.48	216.98
其他非流动负债	1265.34	1193.75	70.00	70.70	71.41	72.12	期初持有现金	490.63	1460.82	1139.75	1092.28	1075.12	1164.60
非流动负债	1372.19	1332.49	210.13	212.23	214.35	216.49	期末持有现金	1460.82	1139.75	1092.28	1075.12	1164.60	1381.58
总负债	1624.22	1662.76	420.40	423.05	430.78	438.73							
股东权益合计	101.15	-135.47	1049.33	1036.76	1125.93	1342.55							

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

免责声明

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著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收到任何形式的补偿。

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>