

智翔金泰-U (688443.SH)

加大研发投入，赛立奇单抗获批在即

增持

核心观点

加大研发投入，在研管线有序推进。2023年前三季度，公司实现归母净利润-5.68亿元，研发投入、运营管理及销售团队建设等各项开支较上年同期有所增加，其中前三季度研发支出合计达4.35亿元（同比+34.1%），多项在研项目取得进展。

创新驱动的生物制药企业，多领域广泛布局。智翔金泰成立于2015年，总部位于重庆国际生物城，是一家以抗体药发现技术为驱动的创新型生物制药企业。公司聚焦自身免疫性疾病、感染性疾病以及肿瘤等治疗领域，目前已具备从分子发现、工艺开发与质量研究、临床研究到商业化生产的完整抗体药物研发生产能力。

核心品种 GR1501/赛立奇单抗获批在即，国内进度领先。GR1501 是国内首个报产的国产抗 IL-17A 单抗，中/重度斑块状银屑病适应症 Ph3 临床数据优异，第 24 周达到 PASI75 的受试者比例为 98.6%、达到 PGA（0~1）的受试者比例为 84.4%，目前国内共有 3 个 IL-17 靶点及 2 个 IL-23 相关靶点银屑病抗体药物上市，均为进口产品，国产仅智翔金泰的 GR1501 和恒瑞医药的 SHR-1314 报产，公司产品预计 2024 年初获批上市。中轴型脊柱关节炎适应症已完成 Ph3 临床试验入组，预计 2025Q3 实现国内商业化，Ph2 临床数据显示，16 周时 FAS 集下 ASAS20 应答率达到 72.5%-77.5%，达到主要临床终点，目前国产品种仅智翔金泰的 GR1501 和恒瑞医药的 SHR-1314 处于 Ph3 临床阶段。

GR1801 是国内首个进入临床阶段的抗狂犬病病毒 G 蛋白双抗产品。GR1801 针对狂犬病病毒 G 蛋白 I 和 III 表位，采用 scFv+Fab 结构的双抗设计。Ph2 临床数据显示出良好的广谱中和活性、安全性、有效性，预计 2025Q4 实现国内商业化，有望对现有被动免疫制剂进行良好补充。

投资建议：公司核心品种 GR1501/赛立奇单抗首个报产的国产 IL-17A 单抗，中/重度斑块银屑病适应症、中轴型脊柱关节炎适应症预计分别于 2024 年初及 2025Q3 获批上市，国内进度领先；GR1801 是国内首家进入临床阶段的抗狂犬病病毒 G 蛋白双抗产品，预计 2025Q4 实现国内商业化，贡献业绩增量。预计 2023-2025 年，公司归母净利润分别为-6.83/-6.20/-5.36 亿元，使用绝对估值法，得出公司价格区间为 36.13~38.72 元，较目前股价有 4%~12% 上涨空间。**首次覆盖，给予“增持”评级。**

风险提示：估值的风险、盈利预测的风险、在研产品研发失败的风险、产品商业化不达预期的风险等。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	39	0.5	0.2	168	417
(+/-%)	3503.0%	-98.8%	-58.3%	84501.2%	149.0%
净利润(百万元)	-322	-576	-683	-620	-536
(+/-%)	-13.5%	78.9%	--	--	--
每股收益(元)	-1.17	-2.10	-1.86	-1.69	-1.46
EBIT Margin	-771.6%	-128570.0%	-336469.9%	-368.9%	-125.5%
净资产收益率(ROE)	-103.3%	-1981.9%	-29.1%	-35.9%	-45.1%
市盈率(PE)	-29.6	-16.6	-18.6	-20.5	-23.7
EV/EBITDA	-38.1	-18.4	-21.7	-24.1	-29.5
市净率(PB)	30.60	328.32	5.43	7.38	10.71

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·生物制品

证券分析师：张佳博

021-60375487

zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

证券分析师：陈益凌

021-60933167

cnchenyiling@guosen.com.cn

S0980519010002

证券分析师：马千里

010-88005445

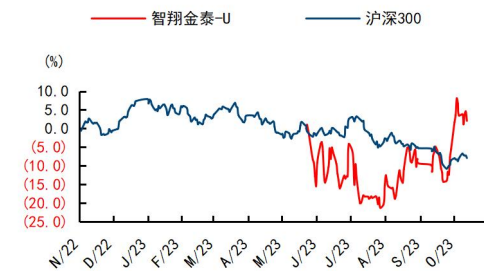
maqianli@guosen.com.cn

S0980521070001

基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	36.13 - 38.72 元
收盘价	34.72 元
总市值/流通市值	12731/2874 百万元
52 周最高价/最低价	38.56/24.16 元
近 3 个月日均成交额	74.26 百万元

市场走势



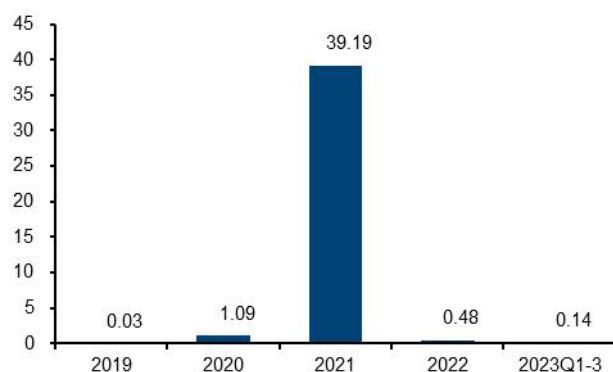
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

加大研发投入，在研管线有序推进。2023 年前三季度，公司实现归母净利润-5.68 亿元，亏损有所扩大，主要系研发投入、运营管理及销售团队建设等各项开支较上年同期有所增加。其中，公司持续加大研发投入，前三季度研发支出合计达 4.35 亿元（同比+34.1%），多项在研项目取得进展：

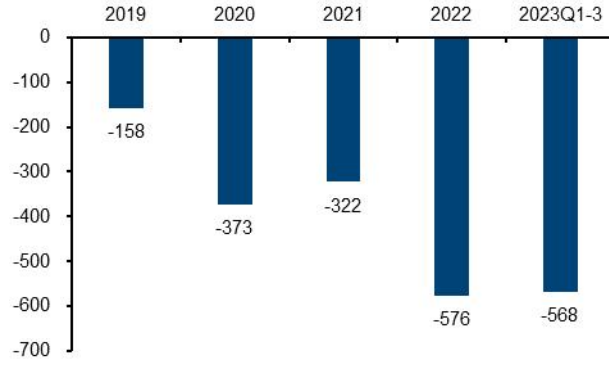
- 1) GR1802 中/重度特应性皮炎适应症 Ph2 临床达到主要疗效终点并申请 EOP2（End of Phase2）沟通；
- 2) GR1802 慢性自发性荨麻疹适应症完成 Ph2 临床试验入组；
- 3) GR1801 完成 Ph3 临床试验入组；
- 4) GR2002 完成 Ph1 临床试验入组；
- 5) GR2001 完成 Ph2 临床试验首例受试者知情同意书签署等。

图1：智翔金泰营业收入（单位：百万元）



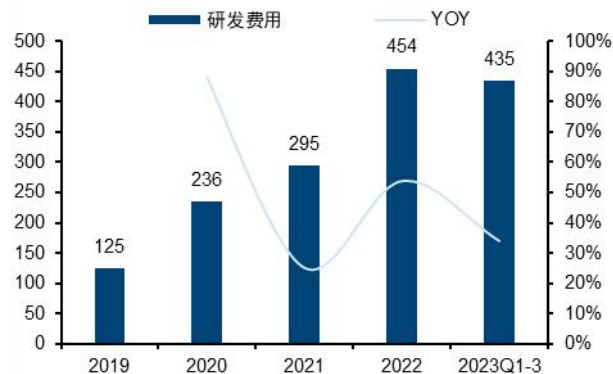
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：智翔金泰归母净利润（单位：百万元）



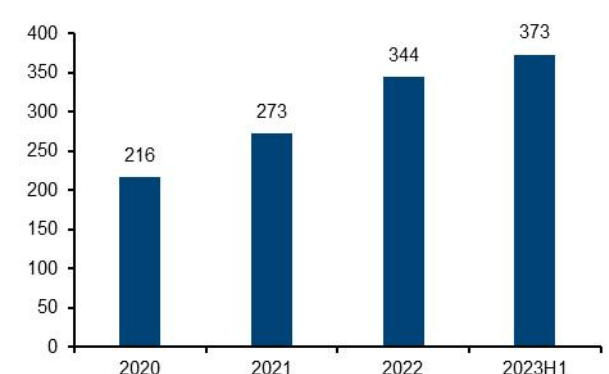
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：智翔金泰研发费用及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：智翔金泰研发人员数量（单位：人）



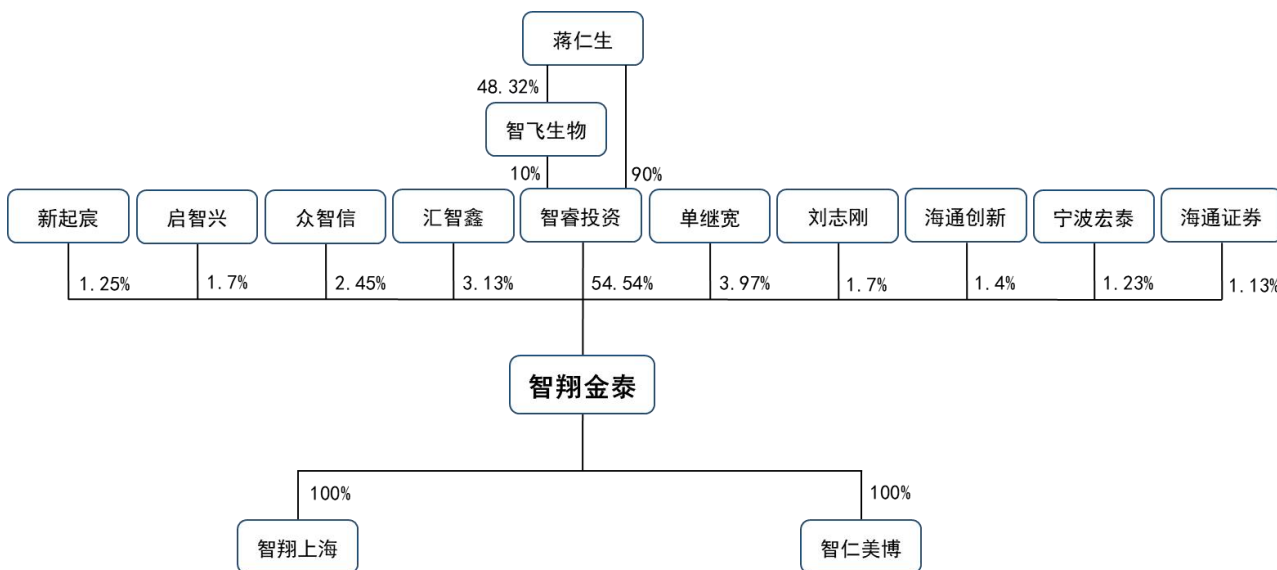
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司概况

智翔金泰成立于 2015 年，总部位于重庆国际生物城，是一家以抗体药发现技术为驱动的创新型生物制药企业。公司聚焦自身免疫性疾病、感染性疾病以及肿瘤等治疗领域，目前已具备从分子发现、工艺开发与质量研究、临床研究到商业化生产的完整抗体药物研发生产能力。

公司实控人为蒋仁生先生。蒋仁生先生通过智睿投资间接持有智翔金泰 54.4% 股份，为公司实际控制人；公司董事长单继宽先生直接持有公司 3.97% 股份。

图5：智翔金泰股权结构及主要子公司



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

管理团队产业经验丰富。公司实控人蒋仁生有着深厚的医药健康产业背景，历任广西壮族自治区卫生防疫站有关职务，浙江普康生物技术股份有限公司总经理助理，重庆智飞生物制品股份有限公司党委书记、董事长、总裁，系智飞生物实控人。公司董事长单继宽毕业于海军军医大学，先后任职于解放军第三二一医院、上海复旦张江生物医药股份有限公司、上海合众医药科技股份有限公司的医药相关岗位。

图6: 智翔金泰核心团队职责与履历

姓名	职务	个人经历
蒋仁生	董事、实控人	大专学历，副主任医师。曾任广西壮族自治区灌阳县卫生防疫站医生、科长、副站长，广西壮族自治区卫生防疫站计划免疫科、生物制品科副科长、科长，浙江普康生物技术股份有限公司总经理助理，重庆智飞生物制品股份有限公司党委书记、董事长、总裁，峨眉山世纪阳光大酒店有限责任公司董事长，重庆智睿投资有限公司执行董事，重庆微生投资有限公司执行董事，重庆精准生物技术有限公司董事
单继宽	董事长	毕业于海军军医大学，硕士研究生学历；曾任中国人民解放军第三二一医院住院医师，国家基因组南方研究中心科研人员，上海复旦张江生物医药股份有限公司医学部经理，上海泽润生物科技有限公司医学注册部经理、医学总监，上海众合医药科技股份有限公司董事、副总经理，上海智翔执行董事、总经理，智仁美博执行董事，智翔有限执行董事
常志远	董事、总经理	生物化学与分子化学硕士研究生学历。曾任上海华新生物高技术有限公司研发部主管、部门经理、总经理助理，上海泽润生物科技有限公司部门主管、经理、总监，上海智翔副总经理，智翔有限总经理。
刘志刚	董事、首席科学官	遗传学博士学历。曾任军事科学院军事医学研究院生物工程研究所助理研究员、副研究员，英国阿伯丁 Haptogen 公司高级科学家，美国休斯顿 MD Anderson 癌症中心研究科学家，百泰生物药业有限公司研发总监，任北京百特美博生物科技有限公司总经理，北京智仁美博生物科技有限公司总经理，智翔有限董事。
钱军华	首席技术官	生物及实验技术专科学历。曾任第二军医大学（现海军军医大学）369 研究所研究技术人员，江苏金丝利药业有限公司生产部经理、研究室副主任，上海泽生科技有限公司中试部副主任，嘉和生物药业有限公司项目负责人、工艺部经理，上海众合医药科技股份有限公司研发总监，智翔（上海）医药科技有限公司副总经理。
王炜	副总经理	医学硕士学历，高级工程师。曾任浙江康恩贝集团临床监查员，上海复旦张江生物医药股份有限公司临床监查员、项目经理、部门经理，智翔（上海）医药科技有限公司副总经理。
戴力	副总经理	工商管理硕士学历。曾任上海泽润生物科技有限公司部门主管，上海赛金生物医药有限公司制剂部门经理、项目负责人，智翔有限总经理助理、副总经理。
王威	副总经理	生物化学与分子生物学硕士学历。曾任上海泽生科技开发有限公司研发工程师，任嘉和生物药业有限公司项目主管，上海众合医药科技股份有限公司纯化部经理，智翔（上海）医药科技有限公司部门经理、工艺总监、工艺高级总监、副总经理。

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司现有在研管线 12 项，覆盖自身免疫性疾病、感染性疾病、肿瘤等治疗领域。其中，GR1501（赛立奇单抗，商品名：金立希）针对中重度斑块状银屑病适应症已提交新药上市申请，针对放射学阳性中轴型脊柱关节炎适应症已完成 Ph3 临床入组；GR1801（重组全人源抗狂犬病病毒双特异性抗体）针对狂犬病毒 III 级暴露后被动免疫适应症 Ph3 临床进行中。

图7: 公司在研管线

疾病领域	产品代码	靶点	分子类型	适应症	临床前	IND	I 期	II 期	III 期	NDA
自身免疫性疾病	GR1501	IL-17A	单克隆抗体	中重度斑块状银屑病						
				中轴型脊柱关节炎						
				狼疮性肾炎*						
	GR1802	IL-4Rα	单克隆抗体	哮喘						
				中、重度特应性皮炎						
				慢性鼻窦炎伴息肉*						
				慢性自发性荨麻疹*						
	GR1603	IFNAR1	单克隆抗体	系统性红斑狼疮						
感染性疾病	GR2002	TSLP	双特异性抗体	哮喘，COPD 等						
	WM1R3	IL-1 家族受体	双特异性抗体	银屑病、IBD 等						
	GR1801	RABV	双特异性抗体	狂犬病被动免疫						
	GR2001	破伤风毒素	单克隆抗体	破伤风被动免疫						
肿瘤	GR2201	带状疱疹病毒	单克隆抗体	治疗 VZV 感染						
	GR1803	CD3×BCMA	双特异性抗体	多发性骨髓瘤						
	GR1901	CD3×CD123	双特异性抗体	急性髓系白血病						
	WM202	CD3×MAGE-A4	双特异性抗体	MAGE-A4 阳性的实体瘤						
	WM215	保密	单域抗体-细胞因子融合蛋白	头颈部鳞癌						

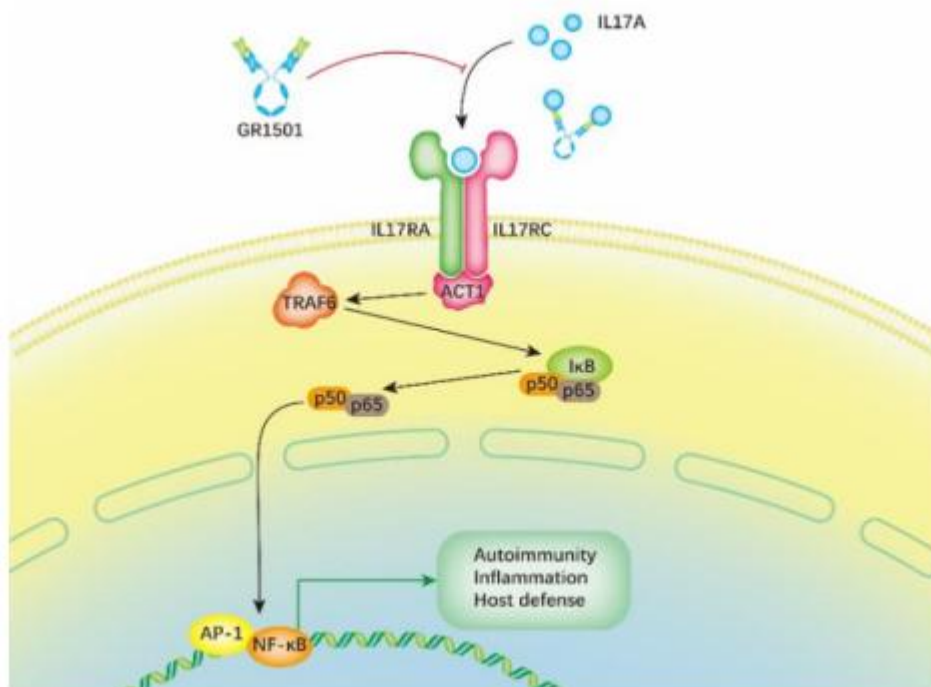
资料来源：智翔金泰招股说明书、国信证券经济研究所整理

GR1501：首个报产的国产 IL-17A 单抗

GR1501（赛立奇单抗/Xeligekimab）为国内企业首家申报 NDA 获受理的重组全人源抗 IL-17A 单克隆抗体，用于治疗中重度斑块状银屑病、中轴型脊柱关节炎。

IL-17A 是重要的促炎因子。哺乳动物的 IL-17 家族有 6 个成员（A~F），其中 IL17A/E/F 是重要的促炎因子，而 IL-17A 在患有斑块状银屑病、中轴型脊柱关节炎等自身免疫性疾病的患者体内大量表达。IL-17A 通过与 IL-17RA（IL-17A 受体）结合，诱导白细胞介素-6（IL-6）、趋化因子 CXCL1 等下游细胞因子或趋化因子的释放，继而诱发炎症产生或放大炎症症状。GR1501 通过抗体特异性结合血清中的 IL-17A 蛋白，阻断 IL-17A 与 IL-17RA 的结合，抑制炎症的发生和发展，从而对 IL-17A 过表达的斑块状银屑病、中轴型脊柱关节炎等自身免疫性疾病达到治疗效果。

图8：GR1501 作用机理



资料来源：智翔金泰招股说明书、国信证券经济研究所整理

斑块状银屑病

银屑病是一种遗传与环境共同作用诱发的免疫介导的慢性、复发性、炎症性、系统性疾病，典型临床表现为鳞屑性红斑或斑块，局限或广泛分布，无传染性，治疗困难，常罹患终身。银屑病的病因涉及遗传、免疫、环境等多种因素，通过以 T 淋巴细胞介导为主、多种免疫细胞共同参与的免疫反应引起角质形成细胞过度增殖或关节滑膜细胞与软骨细胞发生炎症。据统计，2008 年中国 6 省市银屑病流行病学调查结果为 0.47%，2017 年西南 4 省市银屑病流行病学调查结果为 0.5%。根据流行病学数据，我国有银屑病患者约 570 万人。

银屑病的治疗目的以控制症状、改善患者生活质量为主。治疗方案应根据患者症状确定，轻度以外用治疗为主（维生素 D3 衍生物和糖皮质激素等），中重度可使用系统治疗（阿维 A、甲氨蝶呤和环孢素等），对传统系统性药物治疗效果欠佳的患者可适当选择靶向生物制剂治疗（阿达木单抗、乌司奴单抗、司库奇尤单抗和古塞奇尤单抗等）。

表1：国内已经上市的银屑病药物治疗效果对比

种类	药品	有效性	安全性
外用药物	卡泊三醇	维生素 D3 衍生物。卡泊三醇能抑制皮肤细胞（角质细胞）增生和诱导其分化，从而使银屑病皮损的增生分化异常得以纠正。	从皮肤反应。
	氯倍他索	强效皮质类固醇外用制剂。具有较强的毛细血管收缩作用，其抗炎作用为氢化可的松的 112.5 倍，倍他米松磷酸钠的 2.3 倍，氟轻松 的 18.7 倍。	等刺激症状。
传统系统性药物	阿维 A	在对银屑病和角化异常性疾病进行的临床试验证实阿维 A 可使表皮细胞增生、分裂维生素 A 过多症的表现如嘴唇以及角质形成等正常化。	干燥。
	环孢素	免疫抑制剂，可选择性阻滞免疫活性淋巴细胞的细胞周期，使其停留在 G0 期或 G1 期，主要阻滞辅助型 T 淋巴细胞，还可抑制淋巴因子的产生和释放，不影响吞噬细胞的功能，不产生骨髓抑制作用。	肾功能不全、震颤、多毛症、高血压、腹泻、厌食、恶心和呕吐。
	甲氨蝶呤	在治疗银屑病时，甲氨蝶呤仅限于对其它治疗方式疗效不明显的严重、顽固和致残性病例，并且只能在组织活检和/或适当会诊明确诊断后使用。	骨髓抑制和粘膜损伤，主要表现为溃疡性口腔黏膜炎、白细胞减少、恶心和其它胃肠道异常。
生物制品	阿达木单抗（TNF-α拮抗剂）	适用于需要进行系统治疗的成年中重度慢性斑块状银屑病患者，可与 TNF-α特异性结合，阻断 TNF-α与 p55 和 p75 细胞表面的 TNF 受体的相互作用。16 周时 70.9-79.6% 的患者达到 PASI75 的疗效。	感染、注射部位反应、头痛和骨骼肌肉疼痛。
	乌司奴单抗（IL-12/23 拮抗剂）	适用于对环孢素、甲氨蝶呤或 PUVA（补骨脂素和紫外线 A）等其他系统性治疗不应答、有禁忌或无法耐受的成年中重度斑块状银屑病患者，12 周时 67%（45mg）和 66-76%（90mg）的银屑病患者达到 PASI75 的疗效。	鼻咽炎和头痛。
	司库奇尤单抗（IL-17A 拮抗剂）	适用于治疗符合系统治疗或光疗指征的中度至重度斑块状银屑病的成年患者，12 周时 85.0%（150mg）和 95.4%（300mg）的患者达到 PASI75 的疗效。	上呼吸道感染（最常见的是鼻咽炎、鼻炎）。
	古塞奇尤单抗（IL-23 拮抗剂）	VOYAGE 1 研究结果显示，古塞奇尤单抗相对于阿达木单抗 16 周时 PASI75 为 91.2%Vs73.1%，24 周时 PASI75 为 91.2%Vs72.2%，48 周时 PASI75 为 87.8%Vs62.6%；ECLIPSE 研究结果显示，古塞奇尤单抗相对于司库奇尤单抗：12 周的 PASI75 为 89.3%Vs91.6%，12 周的 PASI90 为 69.1%Vs76.1%，12 周和 48 周的 PASI75 为 84.6%Vs80.2%，48 周的 PASI90 为 84.5%Vs70.0%，48 周时 PASI100 为 58.2%Vs48.4%。	最常见的药物不良反应（ADR）是呼吸道感染。
其他小分子药物	阿普米司特	16 周达到 PASI75 的受试者比例为 31.7%。	腹泻、恶心、头痛（包括紧张性头痛）和 URTI，通常为轻度或中度，往往在受试者继续接受阿普米司特期间消退。

资料来源：智翔金泰招股说明书、国信证券经济研究所整理

GR1501 治疗斑块状银屑病 III 期临床数据优异

主要终点指标（FAS 集）：第 12 周达到 PASI75 的受试者比例试验组为 90.7%，安慰剂对照组为 8.6%；第 12 周达到 PGA（0~1）的受试者比例试验组为 74.4%，安慰剂对照组为 3.6%。达到主要临床终点（P<0.001）。

24 周疗效数据：试验组采用 GR1501 注射液 200mg q4W 维持治疗，第 24 周达到 PASI75 的受试者比例为 98.6%、第 24 周达到 PGA（0~1）的受试者比例为 84.4%。24 周疗效数据表明，继续用药可以持续提高治疗效果。

表2：GR1501 与同适应症生物制剂的 24 周疗效数据对比情况

药物	PASI75	PASI90	PASI100	PGA（0~1）
GR1501（300mg）	98.60%	87.00%	52.50%	84.40%
司库奇尤单抗（300mg）	91.50%	86.40%	79.90%	-
	79.30%	60.00%	41.40%	-
依奇珠单抗（80mg）	91.20%	83.10%	49.30%	-
古塞奇尤单抗（100mg）	91.20%	80.20%	44.40%	84.20%
布罗利尤单抗（210mg）	81%	65.70%	40.00%	-
乌司奴单抗（45 or 90mg 依据体重）	81.90%	59.00%	23.50%	-

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理 注：上述数据除依奇珠单抗与乌司奴单抗为头对头研究数据外，其余均非头对头研究数据，数据之间不能做简单比较。

目前国内共有 3 个 IL-17 靶点及 2 个 IL-23 相关靶点银屑病抗体药物上市，均为进口产品，国产仅智翔金泰的 GR1501 和恒瑞医药的 SHR-1314 报产，预计 2024 年获批上市，短期市场格局良好。

表3: 国内已上市及在研的 IL-17 及 IL-12/23 相关靶点银屑病适应症生物制品

药品名称/代号	公司	靶点	适应症	阶段	适应症的中国获批/临床登记时间
司库奇尤单抗	诺华	IL-17A	中度至重度斑块状银屑病	上市	2019
依奇珠单抗	礼来	IL-17A	中度至重度斑块型银屑病	上市	2019
布罗利尤单抗	协和麒麟	IL-17RA	中度至重度斑块型银屑病	上市	2020
GR1501	智翔金泰	IL-17A	中重度斑块状银屑病	NDA	2023.03
夫那奇珠单抗注射液（SHR-1314）	恒瑞医药	IL-17A	中重度慢性斑块型银屑病	NDA	2023.04
BAT2306（司库奇尤单抗生物类似药）	百奥泰	IL-17A	中度至重度斑块状银屑病	III	2022.07
JS005	君实生物	IL-17A	中重度斑块状银屑病	Ib/II	2020.12
AK111	康方生物	IL-17A	斑块型银屑病	II	2021.03
608	三生国健	IL-17A	中重度斑块状银屑病	III	2022.11
LZM012	丽珠集团	IL-17A/F	斑块型银屑病	Ib/II	2021.04
HB0017	华奥泰	IL-17A	中或重度斑块状银屑病	II	2022.08
Netakimab	上药昂康	IL-17A	中或重度斑块状银屑病	I	2022.10
乌司奴单抗	杨森制药	IL-23; IL-12	中重度银屑病	上市	2017
古塞奇尤单抗	杨森制药	IL-23A	中重度斑块状银屑病	上市	2019
QX001S（乌司奴单抗生物类似物）	荃信生物	IL-23; IL-12	成年中重度斑块状银屑病	III	2021.05
AK101	康方生物	IL-23; IL-12	中、重度斑块型银屑病	III	2021.10
BAT2206（乌司奴单抗生物类似物）	百奥泰	IL-23; IL-12	中、重度斑块型银屑病	III	2021.06
IBI112	信达生物	IL-23	中重度斑块状银屑病	II	2021.08
NBL-012	新石生物	IL-23	银屑病	I	2021.06
QX004N	荃信生物	IL-23	银屑病	I	2021.09

资料来源：智翔金泰招股说明书、国信证券经济研究所整理

中轴型脊柱关节炎

中轴型脊柱关节炎（axSpA）是一种慢性炎症主要累及脊柱和骶髂关节，伴或不伴脊柱关节外表现，包括：外周关节炎、肌腱端炎、虹膜炎、银屑病和炎症性肠炎。中轴型脊柱关节炎表现为：疼痛明显、僵硬和关节功能丧失。重要的是，中轴型脊柱关节炎患者同时可能伴随骨质疏松、心血管疾病、纤维组织肌痛、抑郁等合并症，增加了疾病负担并导致病情管理的复杂性。据统计，国内 axSpA 的成人患病率约为 0.507%。根据流行病学数据，我国有中轴型脊柱关节炎成年人患者约 560 万人。

根据《中轴型脊柱关节炎诊断和治疗的专家共识》，ax-SpA 主要药物治疗包括非甾体类抗炎镇痛药（NSAIDs）、改善病情抗风湿类药物（DMARDs）、皮质类固醇药物（不推荐长期大量使用）、肿瘤坏死因子拮抗剂（TNFi）和 IL-17 抑制剂等。在已经上市药品中，IL-17 靶点抗体药物的 16 周临床疗效与抗 TNF- α 抗体药物相当，IL-17 靶点抗体药物对中轴型脊柱关节炎有着良好的治疗效果。目前，各国和地区指南中均推荐生物制剂（TNFi 药物、IL-17 靶点抗体药物等）作为中轴型脊柱关节炎治疗药物。

表4: 中轴型脊柱关节炎药物治疗效果对比情况

种类	有效性	安全性
NSAIDs	缓解患者症状, 但对于疾病的活动度、炎症水平及放射学改善效果不佳。	存在消化道不良反应; 出血风险。
DMARDs	对于合并外周关节炎的 ax-SpA 患者有一定的益处, 但对于大多数 ax-SpA 患者疗效存在争议。	消化道反应、红斑瘙痒、头痛心悸等。
TNFi	TNFi 可有效改善患者症状、降低炎症水平及抑制疾病进展, 以阿达木单抗为例, 针对强直性脊柱炎大样本研究, ASAS20 第 2 周为 42% (v.s.安慰剂 16%), 第 12 周为 58% (v.s.安慰剂 21%); 第 24 周为 51% (v.s.安慰剂 19%)。	感染、注射部位反应、头痛和骨骼肌肉疼痛。
IL-17A 抑制剂	以司库奇尤单抗为例, 第 16 周 ASAS20 为 58.4% (v.s.安慰剂 36.6%); ASAS40 为 43.9% (v.s.安慰剂 17%)。	上呼吸道感染 (最常见的是鼻咽炎、鼻炎)。

资料来源: 智翔金泰招股说明书、国信证券经济研究所整理

II 期临床试验有效性表明在 100mg-300mg 剂量组: 16 周时 FAS 集 (FAS 填补) 下 ASAS20 应答率达到 72.5%-77.5%, 安慰剂 ASAS20 应答率为 52.5%, 达到主要临床终点。试验药物整体的安全性、耐受性良好。

表5: GR1501 治疗中轴型脊柱关节炎疗效

GR1501-002 (II 期临床试验)	安慰剂组 (N=40)	200mg 组 (N=40)
ASAS20 (FAS 填补, 16 周)	52.50%	75.00%

资料来源: 智翔金泰招股说明书、国信证券经济研究所整理

智翔金泰的 GR1501 和恒瑞医药的 SHR-1314 处于 Ph3 临床阶段, 在国内品种管线中进展最快。

表6: 国内已上市及在研的 IL-17 靶点相关中轴型脊柱关节炎适应症生物制品

药品名称/代号	公司	靶点	适应症	阶段	适应症的中国获批/临床登记时间
司库奇尤单抗	诺华	IL-17A	强直性脊柱炎	上市	2020
依奇珠单抗	礼来	IL-17A	强直性脊柱炎	上市	2022
比吉利珠单抗注射液 (Bimekizumab)	UCB	IL-17A/F	强直性脊柱炎, 放射学阴性的中轴型脊柱关节炎	NDA	2023.04
GR1501	智翔金泰	IL-17A	中轴型脊柱关节炎	III	2022.06
SHR-1314	恒瑞医药	IL-17A	强直性脊柱炎	III	2021.04
JS005	君实生物	IL-17A	强直性脊柱炎、放射学阴性的中轴型脊柱关节炎	II	2021.09
AK111	康方生物	IL-17A	中轴型脊柱关节炎	II	2021.05
LZM012	丽珠集团	IL-17A/F	强直性脊柱炎	II	2021.08
ABY-035	Affibody AB/英脉生物	IL-17A	强直性脊柱炎	II	2021.09
QX002N	荃信生物	IL-17A	强直性脊柱炎	II	2021.10
Netakimab	上药帛康	IL-17A	强直性脊柱炎	III	2022.09

资料来源: 智翔金泰招股说明书、国信证券经济研究所整理

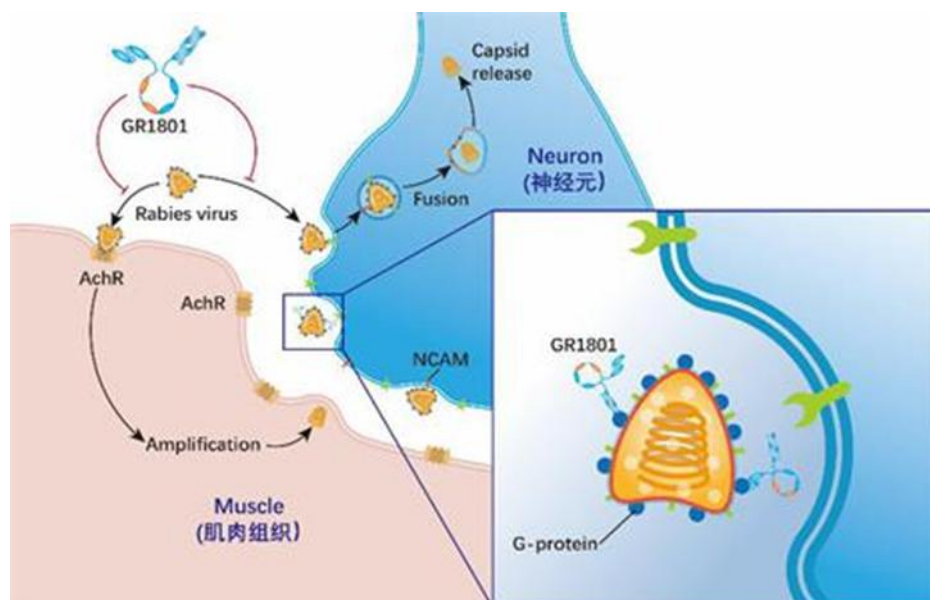
GR1801：国内首个进入临床阶段的抗狂犬病病毒 G 蛋白双抗

GR1801 是重组全人源抗狂犬病病毒（Rabies Virus, RABV）双特异性抗体，作用靶点为 RABV 的包膜糖蛋白（Glycoprotein, G 蛋白）的表位 I 和 III，基于 scFv+Fab 结构的双抗设计，使用 KIH 技术解决重链错配问题，使用 scFv 融合技术解决轻链错配问题。

狂犬病病毒 G 蛋白是狂犬病病毒最主要的抗原蛋白之一，该蛋白在狂犬病病毒感染机体过程中发挥着重要的作用：G 蛋白借助于其特定受体（包括烟碱乙酰胆碱受体（nAChR），神经细胞粘附分子（NCAM）和神经营养因子受体（p75NTR）等）介导 RABV 病毒的内吞、病毒包膜与细胞膜的融合并将病毒核衣壳释放到细胞质中。在细胞内的繁殖周期结束后，G 蛋白也参与病毒出芽。

GR1801 为结合 G 蛋白上表位 I 和 III 的重组全人源双特异性抗体，通过阻断 G 蛋白与受体的结合，在狂犬疫苗主动免疫完全发挥保护作用前阻滞病毒对神经的侵染，预防狂犬病。

图9：GR1801 作用机制



资料来源：智翔金泰招股说明书、国信证券经济研究所整理

指南建议 III 级暴露人群使用狂犬病被动免疫制剂并接种狂犬病疫苗。被动免疫制剂包括马抗狂犬病血清、狂犬病人免疫球蛋白和重组抗狂犬病病毒单克隆抗体。马抗狂犬病血清因为不良反应较多，目前临床较少使用，狂犬病人免疫球蛋白是目前临床上主要使用的被动免疫制剂。

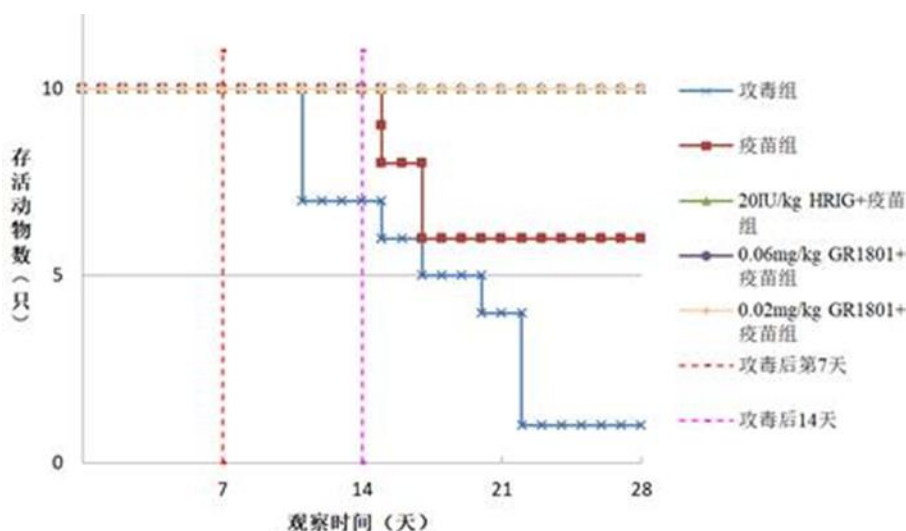
抗狂犬病病毒单抗因其具有批间效价差异小、安全性高、可大量制备，有替代狂犬病人免疫球蛋白和马抗狂犬病血清的潜力。WHO 推荐使用至少包含抗狂犬病病毒的两种抗体混合物的单克隆抗体“鸡尾酒”，作为狂犬病免疫球蛋白的替代品用于暴露后预防，以保证单抗制剂对不同病毒株或病毒的不同基因型的有效性。

广谱中和活性:在对 3 个狂犬病病毒进化群中的多种狂犬病病毒株的中和试验中, GR1801 显示对试验用所有毒株均具有中和作用。体内试验表明: 适当剂量 GR1801 抗体与致死量病毒中和后, 小鼠发病时间明显延后, 以 14d (疫苗起效达到保护效果的时间) 为观察终点时, 可实现 100% 保护。比格犬攻毒保护试验结果表明: 0.02mg/kg 与狂犬病疫苗联用已经可以对攻毒比格犬产生 100% 保护, 与 HRIG 和疫苗联用组相当。

安全性良好: GR1801 为单一有效组分的重组蛋白制品, 可实现对产品杂质和外源因子的有效控制, 避免临床中血液制品带来的潜在风险, 解决了血液制品使用中的伦理、血源感染、免疫原性等问题。在安全性评价的食蟹猴和 SD 大鼠的单次给药试验中均未见动物出现异常, MTD 分别>43.6mg/kg 和>87.2mg/kg, 远高于临床拟用剂量。

有效性: GR1801-002 临床试验结果显示, GR1801 高、低剂量组在第 1 天阳性率分别为: 97.37%、100%; 后续 7 天均可达到 100% 阳性率。

图10: 受试犬生存曲线



资料来源: 智翔金泰招股说明书、国信证券经济研究所整理

表7: 国内已上市及在研的狂犬病毒被动免疫制剂

药品名称/代号	公司	适应症	阶段	中国获批/临床登记时间
奥木替韦单抗	华北制药	成人狂犬病毒暴露者的被动免疫	已上市	2022.01
狂犬病人免疫球蛋白	国药集团武汉血液制品有限公司等 18 家公司	用于被狂犬或其他携带狂犬病毒动物咬伤、抓伤患者的被动免疫	已上市	1994
抗狂犬病血清	兰州生物制品研究所有限责任公司等 3 家公司	用于配合狂犬病疫苗对被疯动物严重咬伤如头、脸、颈部或多部位咬伤者进行预防注射	已上市	1982
SYN023	兴盟生物 (南新制药) / 深圳龙瑞药业	SYN023 与狂犬病疫苗联用, 用于疑似狂犬病毒暴露后的被动免疫治疗	NDA	2022.05
GR1801	智翔金泰	用于疑似狂犬病毒暴露患者的被动免疫	III	2022.09
NM57S/NC08	华北制药	用于狂犬病毒暴露患者的被动免疫	I/II	2020.06

资料来源: 智翔金泰招股说明书、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设条件

- **GR1501:** 1) **银屑病:** GR1501 针对中/重度斑块状银屑病适应症已于 2023 年 3 月提交新药上市申请, 预计 2024 年初获批上市; 国内斑块状银屑病发病率参考公司招股说明书为 0.5%, 其中中/重度比例为 35%, 目前国内银屑病治疗领域 IL-17 靶点药物渗透率约 15%, 假设远期逐步提升至 60%, 公司产品市占率达到 15%; 医保后价格参考目前进口品种司库奇尤单抗, 假设定价 700 元/支, 年用药费用约 2.2 万元; 2) **中轴型脊柱关节炎:** 公司于 2022 年 4 月启动针对强直性脊柱炎的 Ph3 临床研究, 并于 2023 年 1 月完成入组, 计划 2024Q2 完成 Ph3 临床试验并提交上市申请, 预计 2025Q3 放射性阳性中轴型脊柱关节炎适应症获批上市; 参考公司招股说明书, 目前国内中轴型脊柱关节炎成人患病率约为 0.507%, 各国指南目前均推荐使用生物制剂进行治疗, 其中 TNFi 类和 IL-17 靶点药物的疗效相当, 考虑到 TNFi 类药物上市时间更早、临床使用更加广泛, 假设 IL-17 靶点药物远期渗透率达到 15%, 公司产品市占率达到 10%;
- **GR1801:** 国内首家进入临床阶段的抗狂犬病病毒 G 蛋白双抗产品, 已于 2023Q3 完成 Ph3 临床入组, 预计最快于 2025Q4 实现国内商业化; 根据历年狂犬病疫苗批签发数量, 假设每年犬伤暴露人群数量约为 1400 万人, 约 56% 为三级暴露, 目前被动免疫制剂主要为免疫球蛋白, 近几年批签发量每年约 1000 万支 (200IU), 对应 170~200 万人份 (用量 20IU/kg, 60kg 成人需 1200IU, 约 5~6 瓶), 在三级暴露人群中渗透率约 20%, 假设远期被动免疫制剂的渗透率逐步提升至 35%, 其中 GR1801 市占率达到 10%;
- **毛利率&费用率:** 假设公司产品毛利率维持在~90%; 费用率随收入规模增加逐步改善 1) 管理费用率: 2020~2022 年管理费用分别为 1.15/0.24/1.54 亿元, 剔除股份支付费用后分别为 0.18/0.24/0.42 亿元, 假设远期公司管理费用增至~2 亿元, 对应费用率逐步下降至~5%; 2) 研发费用率: 公司是研发驱动的创新药企业, 现有多个管线处于 Ph3 临床阶段, 假设未来公司维持研发费用在每年 5~6 亿元水平, 对应远期研发费用率逐步降至 12%; 3) 销售费用率: 随产品上市销售逐步稳定至 30%左右的行业平均水平。

表8: 智翔金泰盈利预测

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	风险调整系数
GR1501										
银屑病	95%									
人口数（百万人）	14.20	14.13	14.06	13.99	13.92	13.85	13.78	13.71	13.64	
斑块银屑病发病率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	
斑块银屑病患者（百万人）	5.68	5.65	5.62	5.59	5.57	5.54	5.51	5.48	5.46	
中重度患者比例	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	
中重度患者人数（百万人）	1.99	1.98	1.97	1.96	1.95	1.94	1.93	1.92	1.91	
IL-17 靶点药物渗透率	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%	
GR1501 市占率	1%	3%	6%	8%	10%	12%	13%	14%	15%	
预计使用人数（万人）	0.4	1.5	3.5	5.5	7.8	10.5	12.5	14.8	17.2	
产品价格（元/支）	1400	700	700	630	630	567	567	510	510	
年用药费用（万元）	4.5	2.2	2.2	2.0	2.0	1.8	1.8	1.6	1.6	
GR1501 银屑病销售额（亿元）	1.8	3.3	7.9	11.1	15.7	19.0	22.7	24.1	28.1	
风险调整后 GR1501 银屑病销售额（亿元）	1.7	3.2	7.5	10.5	14.9	18.0	21.6	22.9	26.7	
中轴型脊柱关节炎										
80%										
人口数（百万人）	14.20	14.13	14.06	13.99	13.92	13.85	13.78	13.71	13.64	
中轴型脊柱关节炎发病率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	
中轴型脊柱关节炎患者人数（百万人）	5.32	5.30	5.27	5.25	5.22	5.19	5.17	5.14	5.12	
IL-17 靶点药物渗透率	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%	
GR1501 市占率		1%	2%	4%	6%	7%	8%	9%	10%	
预计使用人数（万人）		0.4	0.9	2.1	3.4	4.4	5.4	6.5	7.7	
产品价格（元/支）		700	700	630	630	567	567	510	510	
年用药费用（万元）		1.1	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	
GR1501 中轴型脊柱关节炎销售额（亿元）		0.5	1.1	2.1	3.5	4.0	4.9	5.3	6.3	
风险调整后 GR1501 中轴型脊柱关节炎销售额（亿元）		0.4	0.9	1.7	2.8	3.2	3.9	4.2	5.0	
GR1801										
80%										
狂犬病暴露人群（百万人）	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	
三级暴露比例	56%	56%	56%	56%	56%	56%	56%	56%	56%	
三级暴露人群（百万人）	7.84	7.84	7.84	7.84	7.84	7.84	7.84	7.84	7.84	
被动免疫制剂渗透率	22%	24%	26%	28%	30%	32%	33%	34%	35%	
被动免疫人群（百万人）	1.72	1.88	2.04	2.20	2.35	2.51	2.59	2.67	2.74	
GR1801 渗透率		1%	2%	4%	6%	7%	8%	9%	10%	
产品价格（元/人份）		4000	4000	4000	4000	4000	4000	4000	4000	
GR1801 销售额（亿元）		0.8	1.6	3.5	5.6	7.0	8.3	9.6	11.0	
风险调整后 GR1801 销售额（亿元）		0.7	1.5	3.2	5.1	6.3	7.5	8.6	8.8	
营收（亿元）	1.8	4.6	10.6	16.7	24.8	30.0	35.9	39.0	45.3	
风险调整后营收（亿元）	1.7	4.2	9.9	15.4	22.8	27.5	33.0	35.8	40.5	
YoY	84501%	149%	134%	56%	48%	21%	20%	9%	13%	
毛利率	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	
管理费用率	71%	20%	10%	9%	8%	7%	6%	5%	5%	
研发费用率	336%	154%	57%	27%	20%	18%	16%	14%	12%	
销售费用率	50%	40%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	
财务费用率	4.0%	4.2%	2.4%	1.5%	0.8%	0.3%	-0.2%	-0.7%	-1.1%	
净利润	-620.1	-536.2	-89.7	301.7	612.7	823.4	1085.0	1286.5	1540.2	

资料来源：智翔金泰招股说明书，国信证券经济研究所整理、测算

绝对估值：36.13~38.72 元

考虑到公司产品均处于临床阶段，尚无商业化收入，因此我们采用绝对估值法以反映公司长期价值。

表9：绝对估值法假设条件

无杠杆 Beta	0.85	T	12.00%
无风险利率	2.65%	Ka	8.18%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.89
公司股价	34.72	Ke	8.46%
发行在外股数	367	E/(D+E)	94.43%
股票市值(E)	12731	D/(D+E)	5.57%
债务总额(D)	751	WACC	8.31%
Kd	5.00%	永续增长率（10年后）	2.00%

资料来源：国信证券经济研究所预测

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价格区间为 36.13~38.72 元，对应合理市值 132.5~142.0 亿元。

表10：FCFF 估值表

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
EBIT	(666.3)	(618.0)	(523.5)	(70.4)	360.8	708.8	938.6	1,222.0	1,433.5	1,700.5	
所得税税率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	(666.3)	(618.0)	(523.5)	(70.4)	317.5	623.7	826.0	1,075.4	1,261.4	1,496.4	
折旧与摊销	37.8	49.9	58.9	64.1	65.1	65.3	65.3	65.3	65.2	65.2	
营运资金的净变动	84.7	(38.2)	(92.6)	(71.0)	(130.2)	(171.3)	(96.8)	(106.1)	(40.4)	(64.1)	
资本性投资	(105.1)	(121.3)	(124.2)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
FCFF	(648.9)	(727.7)	(681.4)	(77.2)	252.4	517.8	794.6	1,034.6	1,286.2	1,497.5	24,222.2
PV(FCFF)	(599.1)	(620.4)	(536.4)	(56.1)	169.4	320.8	454.5	546.4	627.3	674.3	10,906.6
核心企业价值	11,887.3										
减：净债务	(1,820.9)										
股票价值	13,708.2										
每股价值	37.38										

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表11：绝对估值对折现率和永续增长率的敏感性分析（横/纵轴：折现率/永续增长率）

	8.1%	8.2%	8.31%	8.4%	8.5%
2.3%	40.74	39.84	38.96	38.12	37.30
2.2%	40.15	39.27	38.42	37.60	36.80
2.1%	39.58	38.72	37.89	37.09	36.32
2.0%	39.03	38.19	37.38	36.60	35.85
1.9%	38.49	37.68	36.89	36.13	35.39
1.8%	37.98	37.18	36.41	35.67	34.95
1.7%	37.48	36.70	35.95	35.22	34.52

资料来源：国信证券经济研究所预测

投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级

公司核心品种 GR1501/赛立奇单抗首个报产的国产 IL-17A 单抗，中/重度斑块银屑病适应症、中轴型脊柱关节炎适应症预计分别于 2024 年初及 2025Q3 获批上市，国内进度领先；GR1801 是国内首家进入临床阶段的抗狂犬病病毒 G 蛋白双抗产品，预计 2025Q4 实现国内商业化，贡献业绩增量。预计 2023-2025 年，公司归母净利润分别为-6.83/-6.20/-5.36 亿元，使用绝对估值法，得出公司价格区间为 36.13~38.72 元，较目前股价有 4%~12% 上涨空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值 FCFF 计算得出公司的合理估值，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：1）可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；2）加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.65%（根据 10 年期国债收益率）、风险溢价 6.5%（参考沪深 300 指数过去 5 年的年化收益率与无风险利率差值），可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；3）我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险。

盈利预测的风险

可能对公司未来收入和利润增长偏乐观，考虑到未来市场格局有不确定性，行业竞争可能加剧，产品价格的下滑如果超过预期，将对收入增长带来较大的不利变化。

在研产品研发失败的风险

处于临床试验中的产品，因临床试验结果受多种因素的影响，包括临床试验方案的调整、受试者对临床方案的接受程度等，因此公司临床试验结果可能无法达到临床方案的研究终点，面临临床试验失败的风险。

产品商业化不达预期的风险

创新药获批上市后仍需要进行商业渠道的建设、对医生的学术推广和患者的教育，才能取得理想的销售额，可能存在新药商业化不达预期的风险。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	14	49	2575	1843	1146	营业收入	39	0	0	168	417
应收款项	2	2	2	46	114	营业成本	19	1	0	17	42
存货净额	34	56	49	83	146	营业税金及附加	3	3	0	1	2
其他流动资产	53	54	50	50	50	销售费用	0	0	3	84	167
流动资产合计	529	399	2708	2056	1490	管理费用	24	154	157	121	86
固定资产	294	451	453	516	575	研发费用	295	454	507	563	644
无形资产及其他	46	45	43	41	40	财务费用	32	33	20	7	17
投资性房地产	134	67	67	67	67	投资收益	0	1	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	4	6	3	4	4
资产总计	1003	962	3271	2680	2172	其他收入	(287)	(393)	(507)	(563)	(644)
短期借款及交易性金融负债	11	23	13	16	17	营业利润	(322)	(576)	(683)	(620)	(536)
应付款项	47	68	59	58	58	营业外净收支	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他流动负债	28	36	37	52	71	利润总额	(322)	(576)	(683)	(620)	(536)
流动负债合计	86	126	108	126	147	所得税费用	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	536	739	739	739	739	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	69	68	79	90	98	归属于母公司净利润	(322)	(576)	(683)	(620)	(536)
长期负债合计	605	807	817	829	836	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	691	933	926	955	983	净利润	(322)	(576)	(683)	(620)	(536)
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(2)	1	70	15	11
股东权益	312	29	2346	1726	1189	折旧摊销	34	40	38	50	59
负债和股东权益总计	1003	962	3271	2680	2172	公允价值变动损失	(4)	(6)	(3)	(4)	(4)
						财务费用	32	33	20	7	17
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(474)	71	85	(38)	(93)
每股收益	(1.17)	(2.10)	(1.86)	(1.69)	(1.46)	其它	2	(1)	(70)	(15)	(11)
每股红利	0.08	0.12	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(767)	(472)	(564)	(613)	(574)
每股净资产	1.13	0.11	6.40	4.71	3.24	资本开支	0	(200)	(105)	(121)	(124)
ROIC	-167.02%	-130.16%	-127%	-107%	-75%	其它投资现金流	(413)	190	204	0	0
ROE	-103.26%	-1981.88%	-29%	-36%	-45%	投资活动现金流	(413)	(11)	99	(121)	(124)
毛利率	50%	-11%	30%	90%	90%	权益性融资	0	0	3000	0	0
EBIT Margin	-772%	-128570%	-336470%	-369%	-125%	负债净变化	186	203	0	0	0
EBITDA Margin	-686%	-120184%	-317376%	-339%	-111%	支付股利、利息	(22)	(32)	0	0	0
收入增长	3503%	-99%	-58%	84501%	149%	其它融资现金流	823	176	(10)	3	1
净利润增长率	-14%	79%	—	—	—	融资活动现金流	1152	517	2990	3	1
资产负债率	69%	97%	28%	36%	45%	现金净变动	(28)	35	2525	(731)	(697)
股息率	0.2%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	42	14	49	2575	1843
P/E	(29.6)	(16.6)	(18.6)	(20.5)	(23.7)	货币资金的期末余额	14	49	2575	1843	1146
P/B	30.6	328.3	5.4	7.4	10.7	企业自由现金流	0	(701)	(649)	(728)	(681)
EV/EBITDA	(38.1)	(18.4)	(21.7)	(24.1)	(29.5)	权益自由现金流	0	(322)	(679)	(731)	(697)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032