

智翔金泰-U (688443.SH)

在研管线有序推进，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，公司实现归母净利润-8.01亿元，亏损有所扩大，主要系公司多款新药产品处于在研状态，各项新药研发项目有序推进，研发投入较上年同期增加。其中，2023年研发支出合计达6.20亿元（同比+36.5%）。公司现有在研管线15个，其中9个产品17个适应症获批进入临床，2个适应症NDA已获受理，2个适应症处于Ph3临床阶段，覆盖自身免疫性疾病、感染性疾病、肿瘤等治疗领域。

核心品种GR1501/赛立奇单抗获批在即，国内进度领先。GR1501是国内首个申报上市的国产抗IL-17A单抗，中重度斑块状银屑病适应症Ph3临床数据优异，第52周达到PASI75及PASI90的受试者比例分别为96.5%/84.1%、达到PGA(0~1)的受试者比例为84.4%，疗效显著且持久。目前国内共有3个IL-17相关靶点及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申报上市，公司产品预计2024H1获批上市。中轴型脊柱关节炎适应症已提交NDA申请，预计2025年实现国内商业化。

GR1802中重度特应性皮炎适应症Ph3临床完成首例受试者入组。公司IL-4R α 抗体GR1802于2024年初完成中重度特应性皮炎适应症Ph3临床首例受试者入组；慢性鼻窦炎伴鼻息肉、慢性自发性荨麻疹、哮喘、过敏性鼻炎等适应症处于Ph2临床试验阶段，整体进度紧跟国内第一梯队。

产能及商业化准备充分。公司抗体产业化基地项目一期改扩建项目已完成新增2万升的生物发酵产能，可快速实现赛立奇单抗、GR1802、GR1603等产品的大规模商业化生产；抗体产业化基地项目二期处于前期规划设计阶段。公司自身免疫性疾病产品线商业化团队已初具规模，核心管理人员具备丰富的创新药和自身免疫领域药品推广和商业化经验，团队建设稳步推进。

投资建议：公司核心品种GR1501/赛立奇单抗是首个报产的国产IL-17A单抗，中/重度斑块银屑病、中轴型脊柱关节炎适应症预计分别于2024H1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；GR1802已完成Ph3临床首例受试者入组，进度紧跟第一梯队。我们维持此前的盈利预测，预计2024-2025年，公司归母净利润分别为-7.09/-6.00亿元，新增2026年净利润预测值为-2.10亿元，维持“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

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	0	1.2	137.6	300	749
(+/-%)	-98.8%	154.9%	11261.7%	117.9%	149.5%
净利润(百万元)	-576	-801	-709	-600	-210
(+/-%)	78.9%	39.0%	--	--	--
每股收益(元)	-2.10	-2.19	-1.93	-1.64	-0.57
EBIT Margin	-128570.0%	-65725.8%	-521.3%	-199.1%	-26.1%
净资产收益率(ROE)	-1981.9%	-28.8%	-34.1%	-40.7%	-16.6%
市盈率(PE)	-19.0	-18.2	-20.6	-24.3	-69.6
EV/EBITDA	-20.8	-20.6	-23.0	-28.4	-116.6
市净率(PB)	376.35	5.24	7.03	9.89	11.53

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

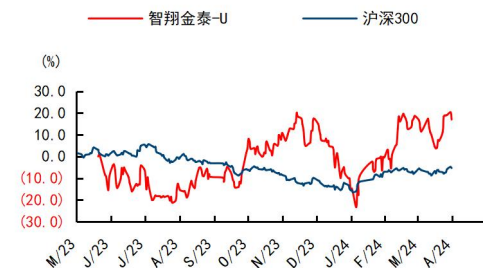
证券分析师：陈益凌 021-60933167
chenyiling@guosen.com.cn
S0980519010002

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(维持)
合理估值	
收盘价	39.80元
总市值/流通市值	14594/3544百万元
52周最高价/最低价	44.50/24.16元
近3个月日均成交额	68.48百万元

市场走势



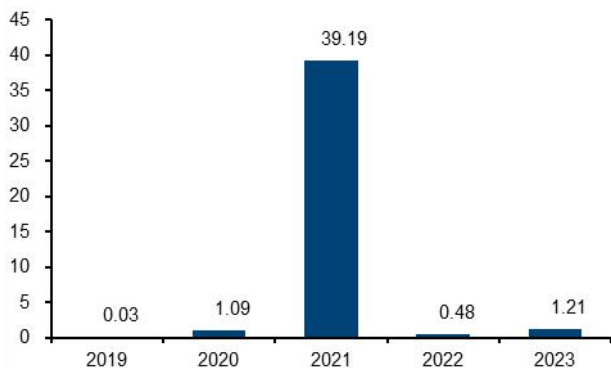
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《智翔金泰-U (688443.SH) - 自免、感染及肿瘤领域广泛布局，国产IL-17A进度领先》——2024-02-20
《智翔金泰-U (688443.SH) - 加大研发投入，赛立奇单抗获批在即》——2023-11-12

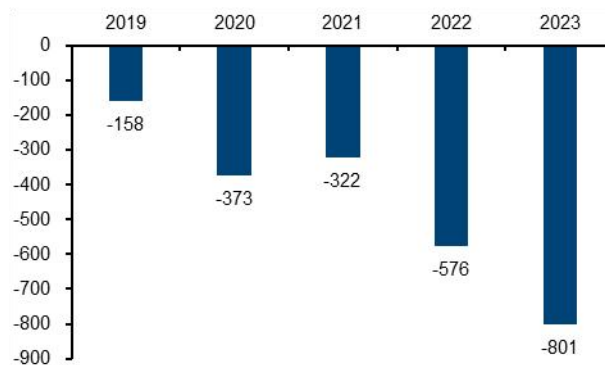
加大研发投入，在研管线有序推进。2023年，公司实现归母净利润-8.01亿元，亏损有所扩大，主要系公司多款新药产品处于在研状态，各项新药研发项目有序推进，研发投入较上年同期增加。其中，2023年研发支出合计达6.20亿元（同比+36.5%），多项在研项目取得进展。

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）



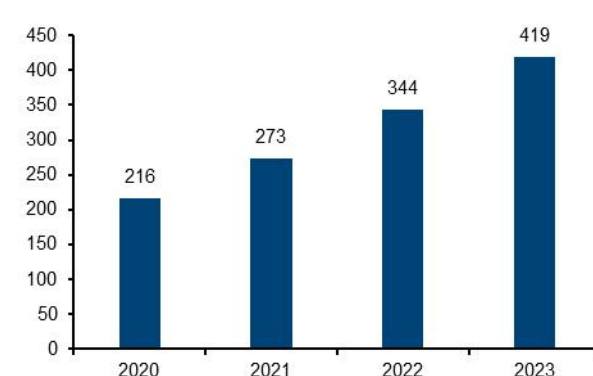
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

公司现有在研管线 15 个，其中 9 个产品 17 个适应症获批进入临床，2 个适应症 NDA 已获受理，2 个适应症处于 Ph3 临床阶段，覆盖自身免疫性疾病、感染性疾病、肿瘤等治疗领域。

- 1) GR1501/赛立奇单抗：中重度斑块状银屑病、中轴型脊柱关节炎两项适应症处于新药上市评审阶段，产品商业化在即；
- 2) GR1802：5 个适应症处于临床试验阶段，中重度特应性皮炎适应症处于 Ph3 临床试验阶段，慢性鼻窦炎伴鼻息肉、慢性自发性荨麻疹、哮喘、过敏性鼻炎适应症处于 Ph2 临床试验阶段；
- 3) GR1603：系统性红斑狼疮适应症处于 Ph2 临床试验阶段；
- 4) GR1801：预防狂犬病适应症处于 Ph3 临床试验阶段；
- 5) GR2001：预防破伤风适应症已申请 EOP2 沟通；
- 6) GR1803：多发性骨髓瘤适应症处于 Ph1 临床试验阶段。

图5：公司在研管线进展

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	赛立奇单抗 (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-4R α	单克隆抗体	中、重度特应性皮炎	█						
				哮喘	█						
				慢性鼻窦炎伴鼻息肉	█						
				慢性自发性荨麻疹	█						
	GR1603	IFNAR1	单克隆抗体	系统性红斑狼疮	█						
				哮喘, 特应性皮炎、慢性鼻窦炎伴鼻息肉	█						
				白藓风	█						
IBD				█							
GR2202 (WM1R3)				IL-1R3/IL-36R	双特异性抗体	银屑病、IBD等	█				
感染性疾病	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	预防破伤风	█						
	GR2102	RSV	单克隆抗体	预防呼吸道合胞病毒感染	█						
	GR2201	VZV	单克隆抗体	治疗VZV感染	█						
肿瘤	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阳性的黑色素瘤	█						
	WM215	保密	抗体-细胞因子融合蛋白	头颈部鳞癌	█						

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议

公司核心品种 GR1501/赛立奇单抗是首个报产的国产 IL-17A 单抗，中/重度斑块银屑病、中轴型脊柱关节炎适应症预计分别于 2024H1 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；GR1802 已完成 Ph3 临床试验首例受试者入组，进度紧跟第一梯队。我们维持此前的盈利预测，预计 2024-2025 年，公司归母净利润分别为-7.09/-6.00 亿元，新增 2026 年净利润预测值为-2.10 亿元，维持“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。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	49	2892	2095	1329	696	营业收入	0	1	138	300	749
应收款项	2	3	113	247	615	营业成本	1	1	14	30	75
存货净额	56	55	42	24	14	营业税金及附加	3	3	1	1	4
其他流动资产	54	54	41	36	82	销售费用	0	10	69	120	225
流动资产合计	399	3032	2319	1664	1435	管理费用	154	163	140	105	77
固定资产	451	457	457	514	557	研发费用	454	620	632	641	564
无形资产及其他	45	44	42	40	38	财务费用	33	18	(4)	7	18
投资性房地产	67	62	62	62	62	投资收益	1	0	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	6	3	4	4	4
资产总计	962	3595	2880	2280	2092	其他收入	(393)	(611)	(632)	(641)	(564)
短期借款及交易性金融负债	23	11	20	20	20	营业利润	(576)	(801)	(708)	(600)	(210)
应付款项	68	83	50	43	28	营业外净收支	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他流动负债	36	43	53	60	95	利润总额	(576)	(801)	(709)	(600)	(210)
流动负债合计	126	137	123	123	143	所得税费用	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	739	608	608	608	608	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	68	65	72	73	75	归属于母公司净利润	(576)	(801)	(709)	(600)	(210)
长期负债合计	807	673	681	682	683	现金流量表 (百万元)					
负债合计	933	810	804	805	826	净利润	(576)	(801)	(709)	(600)	(210)
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	1	(2)	76	11	8
股东权益	29	2784	2076	1476	1266	折旧摊销	40	49	47	56	63
负债和股东权益总计	962	3595	2880	2280	2092	公允价值变动损失	(6)	(3)	(4)	(4)	(4)
关键财务与估值指标						财务费用	33	18	(4)	7	18
每股收益	(2.10)	(2.19)	(1.93)	(1.64)	(0.57)	营运资本变动	71	23	(24)	(99)	(375)
每股红利	0.12	0.10	0.00	0.00	0.00	其它	(1)	2	(76)	(11)	(8)
每股净资产	0.11	7.59	5.66	4.02	3.45	经营活动现金流	(472)	(732)	(690)	(648)	(525)
ROIC	-130.16%	-41.25%	-34%	-63%	-17%	资本开支	0	(53)	(117)	(118)	(109)
ROE	-1981.88%	-28.78%	-34%	-41%	-17%	其它投资现金流	190	210	0	0	0
毛利率	-11%	39%	90%	90%	90%	投资活动现金流	190	157	(117)	(118)	(109)
EBIT Margin	-128570%	-65726%	-521%	-199%	-26%	权益性融资	0	3308	0	0	0
EBITDA Margin	-120184%	-61695%	-487%	-181%	-18%	负债净变化	203	(130)	0	0	0
收入增长	-99%	155%	11262%	118%	150%	支付股利、利息	(32)	(35)	0	0	0
净利润增长率	79%	39%	--	--	--	其它融资现金流	(25)	440	9	0	0
资产负债率	97%	23%	28%	35%	39%	融资活动现金流	317	3418	9	0	0
股息率	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	35	2843	(797)	(766)	(634)
P/E	(19.0)	(18.2)	(20.6)	(24.3)	(69.6)	货币资金的期初余额	14	49	2892	2095	1329
P/B	376.4	5.2	7.0	9.9	11.5	货币资金的期末余额	49	2892	2095	1329	696
EV/EBITDA	(20.8)	(20.6)	(23.0)	(28.4)	(116.6)	企业自由现金流	0	(777)	(811)	(758)	(616)
						权益自由现金流	0	(467)	(797)	(766)	(634)

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提及的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