

智翔金泰-U (688443.SH)

重磅产品成功出海，迈入全球化开发新阶段

海外 BD 落地，海外市场启航。公司近期与 Cullinan Therapeutics 签署授权许可和商业化协议，就 GR1803 达成独家许可与合作协议。Cullinan Therapeutics 获得 GR1803 的除大中华区域（包括中国香港、中国澳门、中国台湾）以外的开发，生产，商业化权益。

交易总里程碑至高 7.12 亿美金，其中包括 2000 万美金首付款，累计不超过 2.92 亿美金的开发和注册里程碑付款，累计不超过 4 亿美金的基于净销售额的里程碑付款。

合作伙伴为自免治疗新贵，广泛布局多类自免 CD3 双抗。2024 年 4 月，Cullinan Oncology 宣布进行重大调整，公司更名为 Cullinan Therapeutics，并将 CD3/CD19 双抗 CLN-978 纳入核心研发管线，适应症从血液瘤调整为自身免疫疾病。本次合作靶点的 GR1803 靶点为 CD3/BCMA，体现 Cullinan Therapeutic 有意进一步增强自免 TCE 双抗战略布局。

公司国内海外各条业务线均快速拓展。近日公司 GR2001 用于破伤风的被动免疫适应症的三期临床达到主要疗效终点，公司已向国家药品监督管理局药品审评中心提交了新药上市申请并获得受理。在 2025 年 1 月，赛立奇单抗用于成人常规治疗疗效欠佳的强直性脊柱炎（放射学阳性中轴型脊柱关节炎）适应症获批上市。

盈利预测：公司目前在国内外各个领域管线推进快速发展。看好公司长期发展，维持“买入”评级。公司龙头产品赛立奇单抗于 2024 年 8 月上市，预计将于 2025 年参加医保谈判。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 2.06 亿元、5.00 亿元、10.78 亿元；归母净利润分别为-6.22 亿元、-4.73 亿元、-2.75 亿元。

风险提示：临床进展不及预期风险，政策风险，产品销售不及预期风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1	30	206	500	1,078
增长率 yoy（%）	154.9	2,384.1	584.5	142.7	115.6
归母净利润（百万元）	-801	-797	-622	-473	-275
增长率 yoy（%）	-39.0	0.5	22.0	24.0	41.8
EPS 最新摊薄（元/股）	-2.19	-2.17	-1.70	-1.29	-0.75
净资产收益率（%）	-28.8	-37.5	-41.6	-46.2	-36.7
P/E（倍）	—	—	—	—	—
P/B（倍）	3.6	4.8	6.8	9.9	13.6

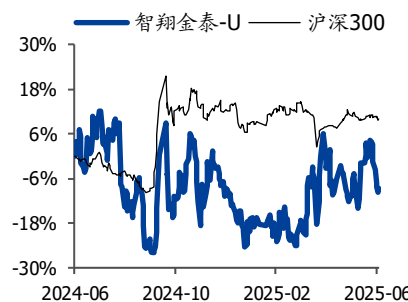
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 06 月 20 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	生物制品
前次评级	买入
06 月 20 日收盘价（元）	27.70
总市值（百万元）	10,157.04
总股本（百万股）	366.68
其中自由流通股（%）	31.82
30 日日均成交量（百万股）	5.17

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjinyang@gszq.com

分析师 胡儒碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

分析师 陈欣黎

执业证书编号：S0680523060004

邮箱：chenxinli@gszq.com

相关研究

1、《C 智翔-U (688443.SH)：自免构筑坚实基础，双抗打造长期空间》 2023-07-03

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3032	2622	2025	1603	1580
现金	2892	2035	1275	771	357
应收票据及应收账款	0	12	38	93	201
其他应收款	3	4	29	71	153
预付账款	19	47	83	112	217
存货	55	50	127	83	179
其他流动资产	62	473	473	473	473
非流动资产	563	524	530	509	475
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	405	411	412	387	350
无形资产	44	44	43	41	39
其他非流动资产	114	69	76	81	85
资产总计	3595	3146	2555	2112	2055
流动负债	137	174	215	245	462
短期借款	1	0	0	0	0
应付票据及应付账款	83	67	34	83	179
其他流动负债	53	107	181	161	283
非流动负债	673	845	844	844	844
长期借款	608	786	786	786	786
其他非流动负债	65	59	58	58	58
负债合计	810	1020	1059	1089	1307
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	367	367	367	367	367
资本公积	4038	4192	4192	4192	4192
留存收益	-1621	-2418	-3039	-3512	-3787
归属母公司股东权益	2784	2126	1496	1023	748
负债和股东权益	3595	3146	2555	2112	2055

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-378	-575	-690	-456	-380
净利润	-801	-797	-622	-473	-275
折旧摊销	64	75	67	71	74
财务费用	35	29	0	0	0
投资损失	0	0	-1	-2	-5
营运资金变动	328	119	-135	-52	-173
其他经营现金流	-3	-1	0	0	0
投资活动现金流	121	-427	-73	-48	-35
资本支出	-91	-45	-72	-50	-40
长期投资	212	-382	0	0	0
其他投资现金流	0	0	-1	2	5
筹资活动现金流	3100	146	2	0	0
短期借款	1	-1	0	0	0
长期借款	-130	178	0	0	0
普通股增加	92	0	0	0	0
资本公积增加	3465	154	0	0	0
其他筹资现金流	-327	-185	2	0	0
现金净增加额	2843	-857	-761	-503	-414

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1	30	206	500	1078
营业成本	1	5	37	90	194
营业税金及附加	3	3	21	50	108
营业费用	10	118	113	165	356
管理费用	163	135	113	115	129
研发费用	620	610	688	570	604
财务费用	18	-38	0	0	0
资产减值损失	1	-1	0	0	0
其他收益	10	5	144	15	32
公允价值变动收益	2	3	0	0	0
投资净收益	0	0	1	2	5
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	-801	-797	-622	-473	-275
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	-801	-797	-622	-473	-275
所得税	0	0	0	0	0
净利润	-801	-797	-622	-473	-275
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-801	-797	-622	-473	-275
EBITDA	-722	-763	-554	-401	-201
EPS (元/股)	-2.19	-2.17	-1.70	-1.29	-0.75

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	154.9	2384.1	584.5	142.7	115.6
营业利润(%)	-39.0	0.6	22.0	24.0	41.8
归属母公司净利润(%)	-39.0	0.5	22.0	24.0	41.8
获利能力					
毛利率(%)	38.9	82.4	82.0	82.0	82.0
净利率(%)	-66142.6	-2649.2	-301.7	-94.5	-25.5
ROE(%)	-28.8	-37.5	-41.6	-46.2	-36.7
ROIC(%)	-22.9	-28.3	-26.5	-25.2	-17.2
偿债能力					
资产负债率(%)	22.5	32.4	41.5	51.6	63.6
净负债比率(%)	-80.9	-56.4	-28.5	7.5	65.7
流动比率	22.2	15.0	9.4	6.6	3.4
速动比率	21.4	14.1	8.2	5.5	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.0	0.0	0.1	0.2	0.5
应收账款周转率	—	5.0	11.1	11.6	11.2
应付账款周转率	0.0	0.1	0.7	1.5	1.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-2.19	-2.17	-1.70	-1.29	-0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.03	-1.57	-1.88	-1.24	-1.04
每股净资产(最新摊薄)	7.59	5.80	4.08	2.79	2.04
估值比率					
P/E	—	—	—	—	—
P/B	3.6	4.8	6.8	9.9	13.6
EV/EBITDA	-17.2	-10.5	-17.6	-25.5	-53.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 06 月 20 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com