

智翔金泰-U (688443.SH)

优于大市

赛立奇单抗商业化稳步推进，GR1803 达成国际合作

核心观点

赛立奇单抗商业化稳步推进。2025H1，公司实现营收 4539 万元，较上年同期大幅增长，主要系公司赛立奇单抗注射液（商品名：金立希）获批上市，正式开展商业化拓展并产生销售收入，而上年同期仅有对外提供技术服务等产生的少量营业收入；实现归母净利润-2.89 亿元，亏损较上年同期小幅收窄，主要系公司赛立奇单抗注射液获批上市并产生销售收入，财务费用较上年同期下降，确认股份支付费用较上年同期减少。

GR1803 达成国际合作。2025 年 6 月，公司与纳斯达克上市公司 Cullinan 达成海外授权合作协议。根据协议，Cullinan 将获得 GR1803 注射液除大中华区域以外区域的开发、生产、商业化权益，公司保留大中华区域所有适应症权益。协议首付款及里程碑款总金额至高 7.12 亿美元，其中包括 2000 万美元首付款、累计不超过 2.92 亿美元的开发和注册里程碑付款、累计不超过 4 亿美元的基于净销售额的里程碑付款，以及根据 GR1803 注射液在授权区域的销售情况，公司可获得基于净销售额的最高中双位数的分级特许权使用费。目前，公司已提交 GR1803 注射液自身免疫相关适应症的临床试验申请。

保持高水平研发投入，在研管线有序推进。2025H1，公司研发投入达到 2.19 亿元，保持较高投入水平，多个在研项目取得积极进展：1) 赛立奇单抗（IL-17 抗体）：银屑病及强直性脊柱炎适应症分别于 2024 年 8 月及 2025 年 1 月获批上市；2) GR1802 注射液（IL-4R α 抗体）：中重度特应性皮炎适应症于 2024 年 8 月完成 Ph3 临床入组，慢性鼻窦炎伴鼻息肉及慢性自发性荨麻疹适应症分别于 2024 年 8 月及 2025 年 2 月启动 Ph3 临床研究，过敏性鼻炎适应症于 2024 年 3 月启动 Ph2 临床入组；3) 斯乐韦米单抗注射液（GR1801）：上市申请于 2025 年 1 月获受理；4) GR2001 注射液：Ph3 临床入组于 2024 年 11 月完成；5) GR1803 注射液（BCMA x CD3 双抗）：Ph2 临床于 2024 年 7 月启动。

投资建议：我们维持此前的盈利预测，预计 2025-2027 年公司营收为 2.05/5.11/10.18 亿元，归母净利润分别为-6.70/-4.40/-0.47 亿元，维持“优于大市”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

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1.2	30	206	511	1,018
(+/-%)	154.9%	2384.1%	582.9%	148.8%	99.2%
净利润(百万元)	-801	-797	-670	-440	-47
(+/-%)	39.0%	-0.5%	—	—	—
每股收益(元)	-2.19	-2.17	-1.83	-1.20	-0.13
EBIT Margin	-65725.8%	-2793.7%	-319.8%	-81.8%	-1.9%
净资产收益率(ROE)	-28.8%	-37.5%	-46.0%	-43.2%	-4.8%
市盈率(PE)	-16.9	-17.0	-20.3	-30.9	-289.6
EV/EBITDA	-19.2	-18.6	-23.7	-39.1	522.6
市净率(PB)	4.88	6.38	9.32	13.35	14.00

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：马千里

010-88005445

maqianli@guosen.com.cn

S0980521070001

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

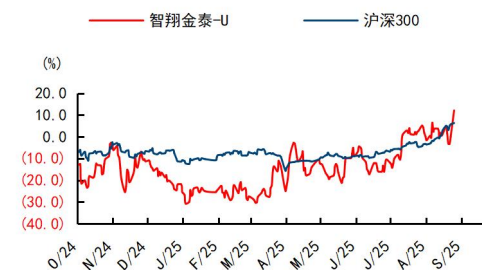
chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	37.02 元
总市值/流通市值	13574/4319 百万元
52 周最高价/最低价	37.88/22.11 元
近 3 个月日均成交额	209.97 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) - 赛立奇单抗实现商业化，在研管线有序推进》——2025-04-29

《智翔金泰-U (688443.SH) - 赛立奇单抗获批上市，迈入商业化新阶段》——2024-09-11

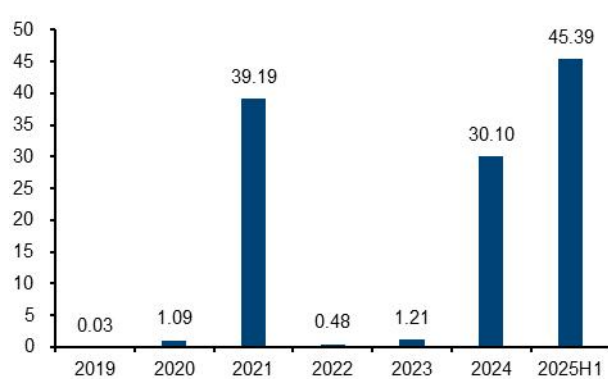
《智翔金泰-U (688443.SH) - 在研管线有序推进，赛立奇单抗获批在即》——2024-05-05

《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

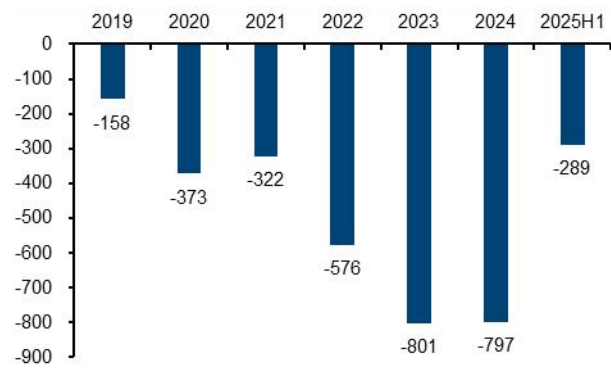
赛立奇单抗商业化稳步推进。2025H1，公司实现营收 4539 万元，较上年同期大幅增长，主要系公司赛立奇单抗注射液（商品名：金立希）获批上市，正式开展商业化拓展并产生销售收入，而上年同期仅有对外提供技术服务等产生的少量营业收入；实现归母净利润-2.89 亿元，亏损较上年同期小幅收窄，主要系公司赛立奇单抗注射液获批上市并产生销售收入，财务费用较上年同期下降，确认股份支付费用较上年同期减少。

图1：智翔金泰营业收入（单位：百万元）



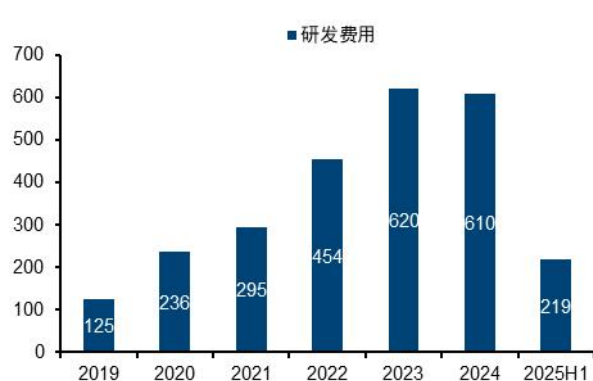
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：智翔金泰归母净利润（单位：百万元）



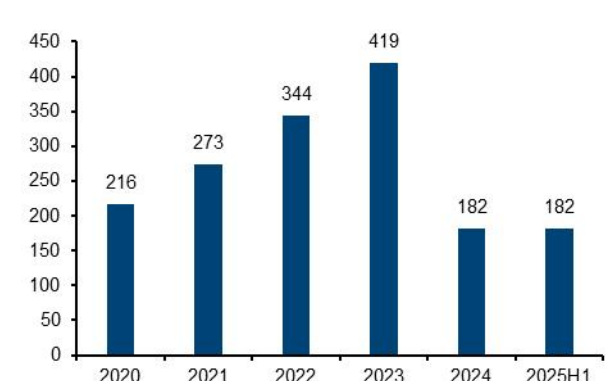
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、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、国信证券经济研究所整理

注：2024 年及 2025H1 研发人员数量下调主要系赛立奇单抗注射液获批上市，公司正式将生产序列相关员工由研发人员类别调整为生产人员类别

保持高水平研发投入，在研管线有序推进。2025 上半年，公司研发投入达到 2.19 亿元，保持较高投入水平，多个在研项目取得积极进展：

- 1) 赛立奇单抗（IL-17 抗体）：银屑病及强直性脊柱炎适应症分别于 2024 年 8 月及 2025 年 1 月获批上市；
- 2) GR1802 注射液（IL-4R α 抗体）：中重度特应性皮炎适应症于 2024 年 8 月完成 Ph3 临床入组，慢性鼻窦炎伴鼻息肉及慢性自发性荨麻疹适应症分别于 2024 年 8 月及 2025 年 2 月启动 Ph3 临床研究，过敏性鼻炎适应症于 2024 年 3 月启动 Ph2 临床入组；
- 3) 斯乐韦单抗注射液（GR1801）：上市申请于 2025 年 1 月获受理；
- 4) GR2001 注射液：Ph3 临床入组于 2024 年 11 月完成；
- 5) GR1803 注射液（BCMA x CD3 双抗）：Ph2 临床于 2024 年 7 月启动。

图5：公司在研管线进展

临床前	I/II期临床	III期临床	上市注册申请	获批上市
GR1803 (CD3×BCMA) - 自身免疫性疾病 IND GR2301 (IL-15) - 白癜风 IND GR2302 (CD3×pMHC (HBV-S)) - 慢性乙型肝炎 - HBV感染相关的肝癌 GR2303 (TL1A) - 炎症性肠病 IND GR2304 (CD3×pMHC (FRAME)) - 泛肿瘤 WM202 (CD3×MAGE-A4) - MAGE-A4阳性黑色素瘤	GR1803 (CD3×BCMA) - 多发性骨髓瘤 II期 赛立奇单抗 (IL-17A) - 狼疮肾炎 II期 GR1802 (IL-4Rα) - 哮喘 II期 - 儿童/青少年特应性皮炎 GR1603 (IFNAR1) - 系统性红斑狼疮 II期 GR2002 (TSLP双表位) - 特应性皮炎 - 慢性鼻窦炎伴鼻息肉 - 哮喘 GR2102 (RSV) - 预防呼吸道合胞病毒感染 GR1901 (CD3×CD123) - 急性髓系白血病	GR1802 (IL-4Rα) 中、重度特应性皮炎 - 慢性鼻窦炎伴鼻息肉 - 慢性自发性荨麻疹 - 成人季节性过敏性鼻炎 - 青少年季节性过敏性鼻炎 斯乐韦单抗 (RABV双表位) - 儿童/青少年狂犬病被动免疫	斯乐韦单抗 (RABV双表位) - 成人狂犬病被动免疫 GR2001 (破伤风毒素) - 破伤风被动免疫	赛立奇单抗 (IL-17A) - 中重度斑块状银屑病 - 强直性脊柱炎

- 自身免疫性疾病
- 感染性疾病
- 肿瘤

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

GR1803 达成国际合作。2025 年 6 月，公司与纳斯达克上市公司 Cullinan 达成海外授权合作协议。根据协议，Cullinan 将获得 GR1803 注射液除大中华区域以外区域的开发、生产、商业化权益，公司保留大中华区域所有适应症权益。协议首付款及里程碑款总金额至高 7.12 亿美元，其中包括 2000 万美元首付款、累计不超过 2.92 亿美元的开发和注册里程碑付款、累计不超过 4 亿美元的基于净销售额的里程碑付款，以及根据 GR1803 注射液在授权区域的销售情况，公司可获得基于净销售额的最高中双位数的分级特许权使用费。公司已提交 GR1803 注射液自身免疫相关适应症的临床试验申请。

投资建议

我们维持此前的盈利预测，预计 2025-2027 年公司营收为 2.05/5.11/10.18 亿元，归母净利润分别为-6.70/-4.40/-0.47 亿元，维持“优于大市”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）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2892	2035	1422	878	557	营业收入	1	30	206	511	1018
应收款项	3	16	169	420	837	营业成本	1	5	31	51	102
存货净额	55	50	11	8	51	营业税金及附加	3	3	1	3	5
其他流动资产	54	108	62	61	112	销售费用	10	118	224	310	404
流动资产合计	3032	2622	1964	1567	1657	管理费用	163	135	119	114	111
固定资产	457	417	348	330	302	研发费用	620	610	488	451	416
无形资产及其他	44	44	42	40	38	财务费用	18	(38)	17	24	31
投资性房地产	62	63	63	63	63	投资收益	0	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	3	2	4	3	3
资产总计	3595	3146	2417	2000	2060	其他收入	(611)	(606)	(488)	(451)	(415)
短期借款及交易性金融负债	11	38	0	0	0	营业利润	(801)	(797)	(670)	(439)	(47)
应付款项	83	67	20	16	84	营业外净收支	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)
其他流动负债	43	69	99	130	172	利润总额	(801)	(797)	(670)	(440)	(47)
流动负债合计	137	174	119	145	257	所得税费用	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	608	786	786	786	786	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	65	59	56	52	47	归属于母公司净利润	(801)	(797)	(670)	(440)	(47)
长期负债合计	673	845	842	838	834	现金流量表（百万元）					
负债合计	810	1020	961	983	1091	净利润	(801)	(797)	(670)	(440)	(47)
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(2)	2	60	(3)	(5)
股东权益	2784	2126	1456	1016	970	折旧摊销	49	58	44	46	47
负债和股东权益总计	3595	3146	2417	2000	2060	公允价值变动损失	(3)	(2)	(4)	(3)	(3)
关键财务与估值指标						财务费用	18	(38)	17	24	31
每股收益	(2.19)	(2.17)	(1.83)	(1.20)	(0.13)	营运资本变动	23	(57)	(28)	(228)	(408)
每股红利	0.10	0.08	0.00	0.00	0.00	其它	2	(2)	(60)	3	5
每股净资产	7.59	5.80	3.97	2.77	2.64	经营活动现金流	(732)	(798)	(657)	(625)	(410)
ROIC	-41.25%	-27.03%	-40%	-48%	-4%	资本开支	0	(18)	(30)	(20)	(10)
ROE	-28.78%	-37.50%	-46%	-43%	-5%	其它投资现金流	210	(385)	113	100	100
毛利率	39%	82%	85%	90%	90%	投资活动现金流	210	(403)	83	80	90
EBIT Margin	-65726%	-2794%	-320%	-82%	-2%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	-61695%	-2601%	-298%	-73%	3%	负债净变化	(130)	178	0	0	0
收入增长	155%	2384%	583%	149%	99%	支付股利、利息	(35)	(29)	0	0	0
净利润增长率	39%	-1%	—	—	—	其它融资现金流	3695	46	(38)	0	0
资产负债率	23%	32%	40%	49%	53%	融资活动现金流	3365	344	(38)	0	0
股息率	0.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	2843	(857)	(613)	(545)	(320)
P/E	(16.9)	(17.0)	(20.3)	(30.9)	(289.6)	货币资金的期初余额	49	2892	2035	1422	878
P/B	4.9	6.4	9.3	13.4	14.0	货币资金的期末余额	2892	2035	1422	878	557
EV/EBITDA	(19.2)	(18.6)	(23.7)	(39.1)	522.6	企业自由现金流	0	(858)	(671)	(620)	(390)
						权益自由现金流	0	(634)	(726)	(645)	(421)

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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

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