



IL-17A 单抗新增适应症获批, BD 落地改善现金流

投资要点

- 事件:** 公司发布25中报。25H1公司实现营收0.45亿元(24H1为1.27万元),归母净利润-2.89亿元,同比减亏20.07%,扣非归母-3.17亿元,同比减亏12.91%。单季度看,25Q1/Q2营收0.2/0.25亿元,归母净利润-1.21/-1.69亿元(同比减亏26.29%/14.94%),扣非归母-1.45/-1.72亿元(同比减亏11.95%/13.7%)。
- 赛立奇单抗强直性脊柱炎适应症获批,拓展市场潜力。**GR1501为重组全人源抗IL-17A单抗,继24年8月首次获批中重度斑块状银屑病适应症后,25年1月获批强直性脊柱炎适应症,进一步拓展市场潜力。截至中报披露日,已有6款IL-17A靶点药物在国内获批上市。25H1,赛立奇单抗注射液实现销售收入4537.58万元,预计2025年有望参与医保谈判继续放量。
- GR1801、GR2001已获NDA受理,管线布局进展积极。**公司在研产品14个,除GR1501已获批两个适应症外,1)GR1801和GR2001已获NDA受理,其中GR1801针对2-18岁疑似狂犬病被动免疫适应症已启动III期临床试验、GR2001用于破伤风的被动免疫适应症的III期临床达到主要疗效终点,处于上市申请审批阶段。2)核心产品GR1802(IL-4Ra单抗)的5个适应症处于III期临床,哮喘处于II期临床,儿童/青少年特应性皮炎处于Ib/Ila期临床,截至中报发布日,GR1802同靶点药物仅有2款在国内获批上市。3)GR1603液系统性红斑狼疮适应症II期临床试验完成,积极沟通III期方案中。
- GR1803海外BD落地,首付款入账改善现金流。**25年6月,GR1803(靶向BCMA/CD3)与Cullinan达成BD交易,授予Cullinan除大中华地区以外区域的开发、生产、商业化权益,首付款及里程碑款总金额至高7.12亿美元。25H1公司经营活动现金净流出由去年同期的2.64亿元减少至1.16亿元,主要系赛立奇单抗的商业化销售回款,以及收到GR1803注射液授权许可与商业化协议的合同首付款(2000万美元)。
- 净利润亏损收窄,持续高研发投入未来可期。**25H1公司归母净利润同比减亏20.07%,主要系报告期内公司营业收入增长,以及2022年实施股权激励计划服务期已届满,上半年无股份支付费用等综合因素影响。目前公司仍处于战略亏损阶段,主要原因包括:1)创新药研发持续高投入,25H1研发费用2.19亿元,占营收比重483.24%,近三年累计研发投入达16.85亿元;2)商业化初期规模效应尚未显现,收入尚无法覆盖研发及运营成本;3)在建工程较年初增长537.15%至0.43亿元,产业化建设项目持续推进。
- 盈利预测:**公司管线布局进展积极,龙头产品赛立奇单抗有望于2025年参加医保谈判,预计2025-2027年EPS分别为-1.86元、-1.48元、-0.77元。
- 风险提示:**研发进度不及预期风险、商业化不及预期风险、市场竞争风险。

西南证券研究院

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

联系人: 王钰玮

电话: 021-68415819

邮箱: wangyuwei@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	3.67
流通A股(亿股)	1.17
52周内股价区间(元)	22.11-37.88
总市值(亿元)	123.68
总资产(亿元)	31.17
每股净资产(元)	4.99

相关研究

- 智翔金泰 (688443): IL-17A 单抗获批上市, 迈入商业化阶段 (2024-09-03)

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	30.09	201.02	498.90	1040.97
增长率	2384.10%	567.95%	148.19%	108.65%
归属母公司净利润(百万元)	-797.27	-683.48	-541.15	-281.03
增长率	0.50%	14.27%	20.82%	48.07%
每股收益EPS(元)	-2.17	-1.86	-1.48	-0.77
净资产收益率ROE	-37.50%	-47.38%	-60.03%	-45.30%
PE	-16	-18	-23	-44
PB	5.82	8.57	13.72	19.94

数据来源: Wind, 西南证券

盈利预测

关键假设：

(1) GR1501

假设 1：2024 年 IL-17A 单抗获批银屑病适应症，定价 798 元/支，假设 25 年加入医保谈判降价 50%，2025 年 GR1501 中重度斑块状银屑病适应症市占率 8%，2034 年的中性峰值市占率约 35%。

假设 2：中轴型脊柱关节炎适应症已于 25 年 1 月获批，假设 2025 年市占率 5%，2034 年中性峰值市占率 21%。

(2) GR1802

假设 1：参考 IL-4 单抗价格，假设 GR1802 上市首年价格约为 2800 元/支，次年医保谈判降价 50% 纳入医保目录。

假设 2：中重度特应性皮炎/中重度哮喘适应症 2034 年中性峰值市占率分别约 10.5%/15%。

(3) GR1801

假设 1：参考抗狂犬病毒单抗价格，假设 GR1801 上市首年价格约为 598 元/支，且次年医保谈判降价 50% 纳入医保目录。

假设 2：我国狂犬病 III 级暴露比例约为 40%，随着抗狂犬病病毒抗体的推广应用，假设接种狂犬疫苗的 III 级暴露人群中被动免疫制剂渗透率由 18.5% 逐步提升至 40%。

假设 3：GR1801 2034 年中性峰值市占率约 17%。

(4) GR2001

假设 1：参考赛伦生物招股书，假设破伤风被动免疫制剂使用量约 5000 万支/年，参考破免价格，假设 GR2001 上市首年价格约 260 元。

假设 2：GR2001 2034 年中性峰值市占率 8%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
GR1501 (IL-17A)	收入		150.3	262.4	515.7
	增速			74.6%	96.6%
	毛利率		82.0%	84.0%	86.0%
GR1802 (IL-4R α)	收入			30.9	126.1
	增速				308%
	毛利率			82.0%	83.0%
GR1801 (狂犬双抗)	收入	2.7	146.8	250.6	
	增速		5243%	70.7%	

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
	毛利率		82.0%	82.0%	86.0%
GR2001 (破伤风单抗)	收入			33.8	123.5
	增速				265.4%
	毛利率			82.0%	82.0%
其他	收入	30.1	48.0	25.0	25.0
	增速	2384.1%	59.5%	-47.9%	0.0%
	毛利率	82.4%	82.4%	82.4%	82.4%
合计	收入	30.1	201.0	498.9	1041.0
	增速	2384.1%	568.0%	148%	108.7%
	毛利率	82.4%	82.1%	83.1%	85.1%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	30.09	201.02	498.90	1040.97	净利润	-797.27	-683.48	-541.15	-281.03
营业成本	5.31	36.01	84.47	155.37	折旧与摊销	63.06	37.94	37.94	37.94
营业税金及附加	3.27	0.00	0.00	0.00	财务费用	-37.69	48.64	51.39	52.60
销售费用	117.89	170.87	224.51	437.21	资产减值损失	-0.61	0.00	0.00	0.00
管理费用	134.60	361.84	399.12	364.34	经营营运资本变动	-50.84	-558.12	168.51	-118.29
财务费用	-37.69	48.64	51.39	52.60	其他	247.92	-8.11	-4.04	-3.40
资产减值损失	-0.61	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流量净额	-575.44	-1163.12	-287.34	-312.19
投资收益	0.15	5.00	5.00	5.00	资本支出	38.07	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	2.58	3.13	2.75	2.85	其他	-465.49	8.13	7.75	7.85
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量净额	-427.42	8.13	7.75	7.85
营业利润	-796.74	-683.21	-540.84	-280.70	短期借款	-0.63	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.54	-0.27	-0.31	-0.34	长期借款	177.65	0.00	0.00	0.00
利润总额	-797.27	-683.48	-541.15	-281.03	股权融资	153.76	0.00	0.00	0.00
所得税	0.00	0.00	0.00	0.00	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	-797.27	-683.48	-541.15	-281.03	其他	-184.61	-87.01	-51.39	-52.60
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流量净额	146.17	-87.01	-51.39	-52.60
归属母公司股东净利润	-797.27	-683.48	-541.15	-281.03	现金流量净额	-856.69	-1242.00	-330.99	-356.94
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2035.45	793.45	462.46	105.52	成长能力				
应收和预付款项	63.28	441.49	320.20	467.47	销售收入增长率	2384.10%	567.95%	148.19%	108.65%
存货	50.15	323.31	116.25	45.14	营业利润增长率	0.57%	14.25%	20.84%	48.10%
其他流动资产	473.27	513.09	662.04	933.07	净利润增长率	0.50%	14.27%	20.82%	48.07%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-5.63%	22.65%	24.32%	57.88%
投资性房地产	0.37	0.37	0.37	0.37	获利能力				
固定资产和在建工程	417.42	389.00	360.58	332.16	毛利率	82.36%	82.09%	83.07%	85.07%
无形资产和开发支出	43.59	36.58	29.58	22.57	三费率	713.76%	289.20%	135.30%	82.05%
其他非流动资产	62.18	59.67	57.15	54.63	净利率	-2649.19%	-340.01%	-108.47%	-27.00%
资产总计	3145.72	2556.96	2008.62	1960.93	ROE	-37.50%	-47.38%	-60.03%	-45.30%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	-25.34%	-26.73%	-26.94%	-14.33%
应付和预收款项	124.03	196.98	244.93	464.09	ROIC	-181.80%	-85.98%	-53.26%	-25.45%
长期借款	786.13	786.13	786.13	786.13	EBITDA/销售收入	-2563.10%	-296.80%	-90.50%	-18.27%
其他负债	109.51	131.28	76.15	90.33	营运能力				
负债合计	1019.67	1114.39	1107.21	1340.55	总资产周转率	0.01	0.07	0.22	0.52
股本	366.68	366.68	366.68	366.68	固定资产周转率	0.07	0.51	1.36	3.07
资本公积	4191.84	4191.84	4191.84	4191.84	应收账款周转率	4.76	7.33	6.07	5.26
留存收益	-2417.80	-3101.28	-3642.43	-3923.46	存货周转率	0.10	0.19	0.38	1.88
归属母公司股东权益	2126.04	1442.56	901.41	620.38	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	—	—	—	100.00%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2126.04	1442.56	901.41	620.38	资产负债率	32.41%	43.58%	55.12%	68.36%
负债和股东权益合计	3145.72	2556.96	2008.62	1960.93	带息债务/总负债	77.10%	70.54%	71.00%	58.64%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	流动比率	15.04	7.70	5.96	3.13
EBITDA	-771.36	-596.62	-451.50	-190.16	速动比率	14.76	6.50	5.52	3.04
PE	-15.51	-18.10	-22.86	-44.01	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PB	5.82	8.57	13.72	19.94	每股指标				
PS	410.97	61.53	24.79	11.88	每股收益	-2.17	-1.86	-1.48	-0.77
EV/EBITDA	-13.88	-19.96	-27.11	-66.25	每股净资产	5.80	3.93	2.46	1.69
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	每股经营现金	-1.57	-3.17	-0.78	-0.85
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jyj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
北京	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mw1@swsc.com.cn
	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757