

2024年9月21日

智翔金泰-U (688443.SH)

——赛立奇单抗获批上市，在研管线稳步推进

买入 (首次覆盖)

证券分析师

刘闯
S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com

市场表现:



投资要点:

- 公司 2024 上半年业绩: 智翔金泰 2024 年中报业绩显示, 公司上半年归母净利润为-3.62 亿元, 同比亏损收窄, 公司营收预期倾向良性发展。公司 2024 年上半年研发费用为 2.84 亿元, 同比降低 1.76%, 公司产品管线临床阶段发生变化, 资金费用更为集中; 销售费用 0.37 亿元, 相较去年同期增长约 120 倍, 主要原因是商业化团队的组建与推广费用增加; 管理费用 0.62 亿元, 同比降低 26.45%, 体现出公司降本增效优化管理的策略。公司管线推进顺利, 商业化团队前期准备充足, 有望未来迅速兑现商业化利润。
- 赛立奇单抗获批上市, 开启商业化征程。
 - 8月27日, 公司自主研发的 IL-17A 单抗赛立奇单抗注射液(商品名: 金立希®)正式获批上市, 用于中重度斑块状银屑病的治疗。赛立奇单抗注射液是公司首款获批上市的产品, 也是国内首个全人源 IL-17A 靶点药物, 打破了抗 IL-17A 单抗外资药企垄断的局面, 填补了国产银屑病生物制剂领域空白。
 - 中国银屑病的患病率为 0.47%, 患者人数约为 650 万, 其中斑块状银屑病约 80%~90%, 约 67% 的患者已发展为中重度银屑病。IL-17 单抗领域的头部产品是诺华的司库奇尤单抗, 2023 年销售额达 49.8 亿美元。国内方面, 2019 年诺华的司库奇尤单抗和礼来的依奇珠单抗两款 IL-17A 生物制剂获批上市, 且已经纳入医保, 销售放量显著。
- 在研管线多方位布局, 兼顾感染性疾病与肿瘤领域, 体现管线广度与纵深。
 - GR1802: 抗 IL-4R α 的单克隆抗体, 开发用于各类自身免疫型疾病治疗。中重度特应性皮炎、慢性鼻窦炎伴鼻息肉适应症目前正在进行 III 期临床试验, 过敏性鼻炎、慢性自发性荨麻疹及哮喘适应症正在进行 II 期临床试验。
 - GR1801: 针对疑似狂犬病病毒暴露后的被动免疫适应症的双抗, 目前正在国内开展 III 期临床研究。
 - GR2001: 针对预防破伤风病毒暴露后的被动免疫适应症的单克隆抗体, 目前处于关键 III 期临床试验阶段, 并被纳入突破性疗法。
 - GR1803: CD3/BCMA 靶点双抗, 针对多发性骨髓瘤, 目前正在开展 II 期临床试验, 并被纳入突破性疗法。
 - GR1603: 靶向 IFNAR1 的单克隆抗体, 适应症为系统性红斑狼疮, 目前正在 II 期临床试验阶段。
- 盈利预测与估值。预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 0.63/3.88/8.01 亿元。通过 DCF 方法计算, 假设永续增长率为 2%, WACC 为 9.96%, 公司合理股权价值为 127 亿元。鉴于公司赛立奇单抗获批上市, 在研管线进展顺利, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。
- 风险提示: 临床研发失败风险、竞争格局恶化风险、销售不及预期风险、行业政策风险等。

股价数据: 2024年9月18日

收盘价(元) 23.52
年内最高/最低(元) 45.51/22.19
总市值(亿元) 86.24

盈利预测与估值

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元人民币)	0	1	63	388	801
同比增长率(%)	-98.8%	154.9%	5122.6%	514.0%	106.2%
毛利率(%)		38.9%	82.0%	86.0%	86.0%
归母净利润(百万元人民币)	-576	-801	-837	-831	-646
同比增长率(%)					
每股收益(元人民币/股)	-2.10	-2.50	-2.28	-2.27	-1.76
ROE(%)					
市盈率					

财务报表分析和预测

现金流量表(百万元)					损益表(百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
净利润	-801	-837	-831	-646	营业总收入	1	63	388	801
少数股东损益	0	0	0	0	%增长率	154.9%	5122.6%	514.0%	106.2%
非现金支出	63	77	90	103	营业成本	1	11	54	112
非经营收益	33	34	35	35	%销售收入	61.1%	18.0%	14.0%	14.0%
营运资金变动	328	-6	-33	-56	毛利	0	52	334	689
经营活动现金净流	-378	-732	-739	-564	%销售收入	38.9%	82.0%	86.0%	86.0%
资本开支	-91	-124	-124	-101	税金及附加	3	3	4	4
投资	212	-5	-5	-5	%销售收入	211.0%	4.5%	1.0%	0.5%
其他	0	-3	-1	-1	销售费用	10	114	272	361
投资活动现金净流	121	-133	-130	-107	%销售收入	860.9%	180.0%	70.0%	45.0%
股权融资	3,308	77	0	0	管理费用	163	152	194	240
债权融资	-136	25	11	11	%销售收入	13483.9%	240.0%	50.0%	30.0%
其他	-72	-35	-35	-35	研发费用	620	633	699	721
筹资活动现金净流	3,100	66	-24	-24	%销售收入	51208.9%	1000.0%	180.0%	90.0%
现金净流量	2,843	-798	-893	-694	财务费用	18	-10	3	17
期初现金	49	2,892	2,094	1,201	%销售收入	1456.2%	-15.3%	0.8%	2.1%
期末现金	2,892	2,094	1,201	506	息税前利润 (EBIT)	-788	-846	-827	-629
					%销售收入	-65007.4%	-1337.5%	-213.0%	-78.5%
					其他收益	10	3	8	8
					投资收益	0	0	0	0
					净敞口套期收益	0	0	0	0
					公允价值变动收益	2	0	0	0
					信用减值损失	0	0	0	0
					资产减值损失	1	0	0	0
					资产处置收益	0	0	0	0
					营业利润	-801	-837	-831	-646
					%增长率	-39.0%	-4.4%	0.7%	22.2%
					营业外收支	0	0	0	0
					利润总额	-801	-837	-831	-646
					%增长率	-39.0%	-4.4%	0.7%	22.2%
					所得税	0	0	0	0
					所得税率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					合并报表的净利润	-801	-837	-831	-646
					少数股东损益	0	0	0	0
					归属于母公司股东的净利	-801	-837	-831	-646
					净利率	-66142.6%	-1322.2%	-213.8%	-80.6%

资产负债表(百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,892	2,094	1,201	506
应收票据	0	9	32	67
应收账款	0	5	22	45
其他应收款	3	4	22	45
存货	55	63	76	78
其他流动资产	81	95	137	171
流动资产	3,032	2,270	1,489	911
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	405	462	505	542
在建工程	52	48	46	14
无形资产	44	43	42	41
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	62	60	56	52
非流动资产	563	613	649	648
资产总计	3,595	2,883	2,138	1,559
短期借款	1	1	1	1
应付票据	0	0	0	0
应付账款	83	95	151	187
其他应付款	7	8	11	12
其他流动负债	46	62	77	96
流动负债	137	166	240	296
长期借款	608	628	638	648
应付债券	0	0	0	0
长期应付款	0	0	0	0
其他长期负债	65	64	65	66
负债	810	859	944	1,011
股本	367	367	367	367
资本公积	4,038	4,115	4,115	4,115
其他综合收益	0	0	0	0
归母所有者权益	2,784	2,024	1,194	548
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	2,784	2,024	1,194	548
负债股东权益合计	3,595	2,883	2,138	1,559

资料来源：公司公告，wind，华源证券研究

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数