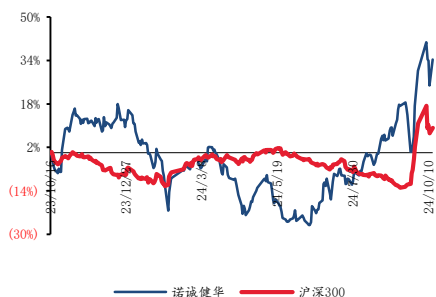


变构 TYK2 抑制剂银屑病 2 期数据优异，自免管线全面突破

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	17.6/2.7
总市值/流通(亿元)	235.3/35.5
12 个月内最高/最低价 (元)	15.15/7.28

相关研究报告

《公司点评: 奥布替尼 24Q2 同比增长 49%, MZL 医保独家助力快速放量》-2024-08-23
《公司深度: 血液瘤先发优势稳固, 自免管线收获期临近》-2024-04-29

证券分析师: 周豫

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523060002

证券分析师: 霍亮

E-MAIL: huoliang@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523070002

研究助理: 戎晓婕

E-MAIL: rongxj@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190123070050

事件:

近日, 公司宣布自主研发的变构 TYK2 抑制剂 ICP-488 治疗中重度斑块状银屑病 2 期临床研究达到主要终点。

观点:

ICP-488 高剂量 PASI-75 应答率 79%, 达到主要终点。顶线数据显示, 连续给药 12 周, 每日一次 6 毫克和 9 毫克两个剂量组中, PASI-75 应答率分别达到 77.3% 和 78.6%, 安慰剂组为 11.6% ($p < 0.0001$), PASI-90 应答率分别达到 36.4% 和 50.0%, 安慰剂组为 0% ($p < 0.0001$), PASI-100 的应答率分别达到 11.4% 和 11.9%, 安慰剂组为 0% ($p < 0.05$), sPGA 0/1 的应答率分别达到 70.5% 和 71.4%, 安慰剂组为 9.3% ($p < 0.0001$)。ICP-488 显示出良好的耐受性和安全性, 治疗期间出现的不良事件 (TEAE) 和治疗相关不良事件 (TRAE) 均为轻度或中度。

ICP-488 是极具潜力的新型银屑病口服药, PASI-75 优于同类竞品。中国银屑病患者约 650 万人, 中重度斑块状银屑病患者约为 190 万人。生物制剂和口服靶向药是中重度斑块银屑病系统治疗的标准疗法, 口服药以 PDE4i 和 TYK2i 为主。BMS 的氩可来昔替尼是首款获批上市的 TYK2 变构抑制剂, 武田的 TAK-279 处于临床 3 期阶段。非头对头比较, ICP-488 的疗效具有显著优势: 给药 12 周后, 对于达到 PASI-75/PASI-90/PASI-100 的患者, ICP-488 (9mg QD) 分别为 78.6%/50%/11.9%, 氩可来昔替尼 (3mg BID) 分别为 69%/44%/9%, TAK-279 (30mg QD) 分别为 67%/46%/33%, ICP-488 在 PASI-75 和 PASI-90 上具有更高的应答率。

2024-2025 年公司核心管线催化剂丰富, 建议关注奥布替尼海外 MS 临床进展。1) 奥布替尼用于血液瘤: 国内销售持续放量; 2) 奥布替尼用于自免: FDA 同意启动奥布替尼 PPMS 3 期临床, 并同时建议启动 SPMS 3 期临床, 公司预计 2025 年启动 PPMS 和 SPMS 的海外 3 期临床; 国内 24 年底或 25Q1 完成 ITP 3 期临床患者招募, 24 年完成 SLE Ph2b 中期分析; 3) ICP-332 (TYK2 JH1): 2024H2 启动中国白癜风的 2/3 期临床; 4) ICP-488 (TYK2 JH2): 银屑病 3 期临床预计 2025 年启动; 6) ICP-723 (Pan-TRK): 2025Q1 递交 NDA; 7) ICP-189 (SHP2): 联合 EGFR 抑制剂治疗非小细胞肺癌 2024 年取得 PoC。

投资建议:

我们分别使用 DCF 法和 NPV 法进行估值并取二者的平均数, 测算出目标市值为 401.56 亿元人民币, 对应股价为 22.78 元 (从 17.13 元人民币上调)。维持“买入”评级。

风险提示

创新药研发不及预期：存在无法成功或及时完成药物临床开发、获得监管批准和商业化的风险；医药行业政策变化风险：如不能及时调整经营策略以适应医疗卫生体制改革带来的市场规则和监管政策的变化，将对公司的经营产生不利影响；宏观环境风险：未来国际政治、经济、市场环境的不确定性，可能对公司海外业务经营造成一定的不利影响。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	7.39	9.60	13.76	18.77
营业收入增长率(%)	18.09%	29.96%	43.37%	36.40%
归母净利（亿元）	-6.31	-7.21	-6.80	-5.96
净利润增长率(%)	—	—	—	—
摊薄每股收益（元）	-0.37	-0.41	-0.39	-0.34
市盈率（PE）	—	—	—	—

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	82.87	69.50	60.37	54.61
应收和预付款项	3.15	4.01	5.75	7.88
存货	1.19	1.27	1.84	2.61
其他流动资产	0.44	0.54	0.72	0.95
流动资产合计	87.65	75.31	68.69	66.05
长期股权投资	0.06	0.06	0.06	0.06
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	5.64	7.15	8.56	9.88
在建工程	1.67	1.67	1.67	1.67
无形资产开发支出	2.66	2.59	2.52	2.45
长期待摊费用	0.33	0.33	0.33	0.33
其他非流动资产	88.84	80.67	74.12	71.56
资产总计	99.20	92.47	87.26	85.94
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1.35	1.43	2.09	5.49
长期借款	0.26	0.26	0.26	0.26
其他负债	25.78	25.81	26.75	27.99
负债合计	27.39	27.51	29.10	33.74
股本	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	121.50	121.47	121.47	121.47
留存收益	-50.80	-57.97	-64.77	-70.73
归母公司股东权益	71.48	64.63	57.83	51.88
少数股东权益	0.33	0.33	0.33	0.33
股东权益合计	71.81	64.96	58.16	52.20
负债和股东权益	99.20	92.47	87.26	85.94

现金流量表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	-6.65	-7.16	-6.87	-3.49
投资性现金流	6.61	-6.45	-2.27	-2.27
融资性现金流	0.01	0.20	0.00	0.00
现金增加额	0.23	-13.37	-9.14	-5.76

利润表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7.39	9.60	13.76	18.77
营业成本	1.28	1.36	1.99	2.82
营业税金及附加	0.10	0.11	0.15	0.21
销售费用	3.67	4.40	5.28	6.34
管理费用	1.84	1.97	2.13	2.30
财务费用	-0.69	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.06	-0.09	0.00	0.00
公允价值变动	-0.54	0.00	0.00	0.00
营业利润	-6.51	-7.21	-6.80	-5.96
其他非经营损益	0.07	0.00	0.00	0.00
利润总额	-6.44	-7.21	-6.80	-5.96
所得税	0.01	0.00	0.00	0.00
净利润	-6.46	-7.21	-6.80	-5.96
少数股东损益	-0.14	0.00	0.00	0.00
归母股东净利润	-6.31	-7.21	-6.80	-5.96

预测指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	0.83	0.86	0.86	0.85
销售净利率	-0.85	-0.75	-0.49	-0.32
销售收入增长率	0.18	0.30	0.43	0.36
EBIT 增长率	—	—	—	—
净利润增长率	—	—	—	—
ROE	-0.09	-0.11	-0.12	-0.11
ROA	-0.06	-0.08	-0.08	-0.07
ROIC	-0.09	-0.11	-0.11	-0.11
EPS(X)	-0.37	-0.41	-0.39	-0.34
PE(X)	—	—	—	—
PB(X)	2.84	3.64	4.07	4.54
PS(X)	27.45	24.52	17.10	12.54
EV/EBITDA(X)	-21.12	-25.85	-29.57	-36.30

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。