

创新将成为公司新动力

2018年03月21日

【投资要点】

- 截至2017年12月31日止,公司的收益由2016年年度的约1.15亿美元增长33.0%至约1.53亿美元。公司拥有人应占利润由2016年的约2620万美元减少0.4%至约2610万美元。公司拥有人应占经调整纯利(扣除投资收入/亏损、外币汇兑收益/亏损及以股份为基础的付款开支)由2016年的约2290万美元增加52.0%至约3480万美元。
- 公司致力于建设标准生产基地,以满足临床试验要求及未来商业化生产的需求。公司将进一步提高CAR-T细胞治疗的安全性及有效性,布局液体及实体瘤。2017年,公司细胞治疗板块产生的收益约为1830万美元,同比增加100.0%,收益增加主要是来自Janssen的合作,未来还有里程碑款。
- 公司的营销活动顺利开展,生物科学服务及产品未来几年或将保持年均约20%的速度增长,工业合成生物产品将继续保持高位增长趋势。

【投资建议】

- 基于以上判断,我们看好金斯瑞的未来发展。预期FY18/FY19/FY20归母净利润提升至42.96/60.12/95.61百万美元(原先18/19分别为0.32/0.39亿美元),每股收益0.025/0.035/0.055美元,对应138/98/62倍PE。维持给予金斯瑞“增持”评级。

盈利预测

项目\年度 美元	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	152.65	187.06	240.50	319.65
增长率(%)	33.04	22.54	28.57	32.91
EBITDA(百万元)	38.52	76.24	108.14	158.44
归母净利润(百万元)	26.12	42.96	60.12	95.61
增长率(%)	-0.18	64.44	39.96	59.02
EPS(元/股)	0.015	0.025	0.035	0.055
市盈率(P/E)	225.2	137.7	98.4	61.9
市净率(P/B)	27.18	23.64	20.55	17.87
EV/EBITDA	895.97	608.80	429.00	292.68

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

增持 (维持)

东方财富证券研究所

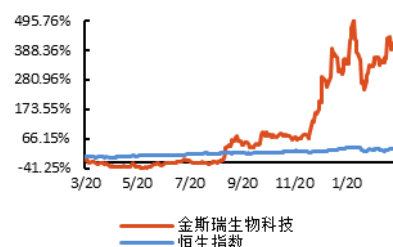
证券分析师: 何玮

证书编号: S1160517110001

联系人: 高思雅

电话: 021-23586487

相对指数表现



基本数据

总市值(百万港元)	45390.43
流通市值(百万港元)	45390.43
52周最高/最低(港元)	34.00/3.15
52周最高/最低(PE)	258.59/26.98
52周最高/最低(PB)	36.52/3.97
52周涨幅(%)	380.58
52周换手率(%)	227.57

相关研究

《公司CAR-T疗法进入新阶段》

2018.03.14

《公司CAR-T治疗有超车之势》

2017.10.17

公司经营表现平稳

截至2017年12月31日止，公司的收益由2016年年度的约1.15亿美元增长33.0%至约1.53亿美元。公司拥有人应占利润由2016年的约2620万美元减少0.4%至约2610万美元。公司拥有人应占经调整纯利(扣除投资收入/亏损、外币汇兑收益/亏损及以股份为基础的付款 开支)由2016年的约2290万美元增加52.0%至约3480万美元。公司经营表现稳健增长，主要原因为：采用先进技术大幅提高了生产竞争力，及与Janssen Biotech的合作拓展了公司的业务。

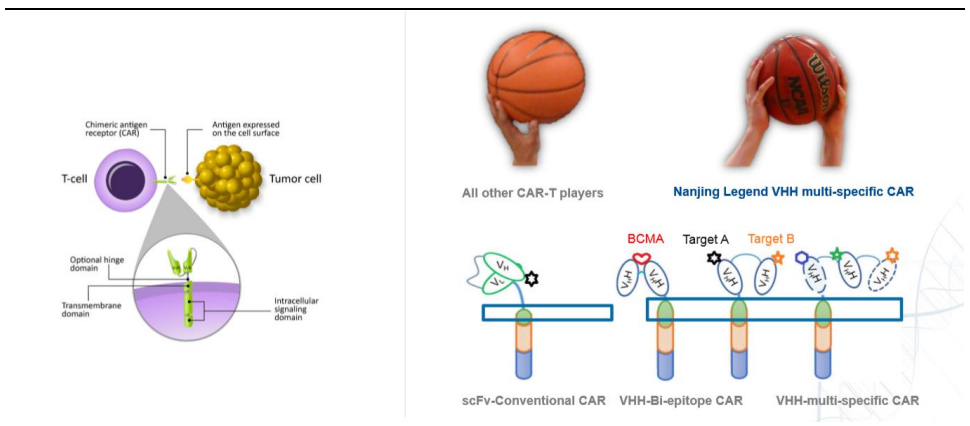
细胞治疗将成为公司未来的引擎

对于创新生物科技及制药行业，2017年是非凡的一年。美国FDA批准了46种新药作为新药应用下的新分子实体，或作为生物制剂许可申请下的新型治疗生物制剂。香港联交所出台措施欢迎预收入生物科技公司在香港资本市场上市，中国政府也推出了一系列创新政策及法规，可以看出全球正在大力鼓励创造性生物科技来治疗难治之症。根据最新2017年全球畅销药品排行榜，前十名中有七种仍然是生物药品。

针对多发性骨髓瘤，美国本土市场规模约为87亿美金，全球市场规模达140亿美金，预计到2020年将达到290亿美金。

公司的CAR-T治疗具备优势。传统的单链抗体是由重链和轻链组成，只能抓住BCMA靶点的一个抗原表位，公司的CAR-T是针对BCMA靶点的两个抗原表位进行抓取，因此脱靶率低，安全性高。从数据来看，去年70个病例，在目前可以分享的40例数据里（1例死亡），完全反应率60%。2017年，公司细胞治疗板块产生的收益约为1830万美元，同比增加100.0%。同期，其毛利约为1830万美元，同比增加100.0%。

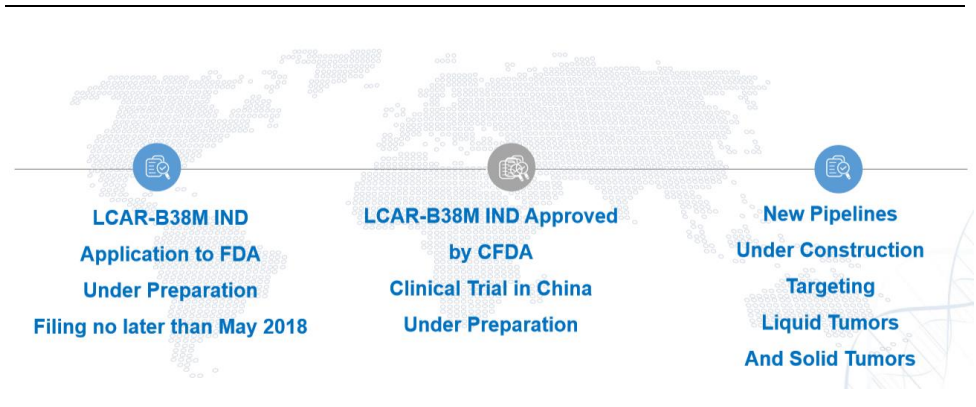
图表 1: 公司 CAR-T 治疗具备优势



数据来源：公司公告

未来发展向好。基于与强生合作的基础，将会在美国建立基地，在欧洲成立CAR-T研发和生产机构，国内GMP生产线也在筹备建设中。美国IND申报也由传奇和强生的团队开展中，将不会晚于2018年5月。CFDA已批准公司CAR-T治疗临床试验申请，工作也在有序开展中。公司从内部抽调了60位科研人员专注于CAR-T研发，布局更多液体肿瘤和实体肿瘤产品线。

图表 2: 未来公司 CAR-T 治疗大事件



数据来源: 公司公告

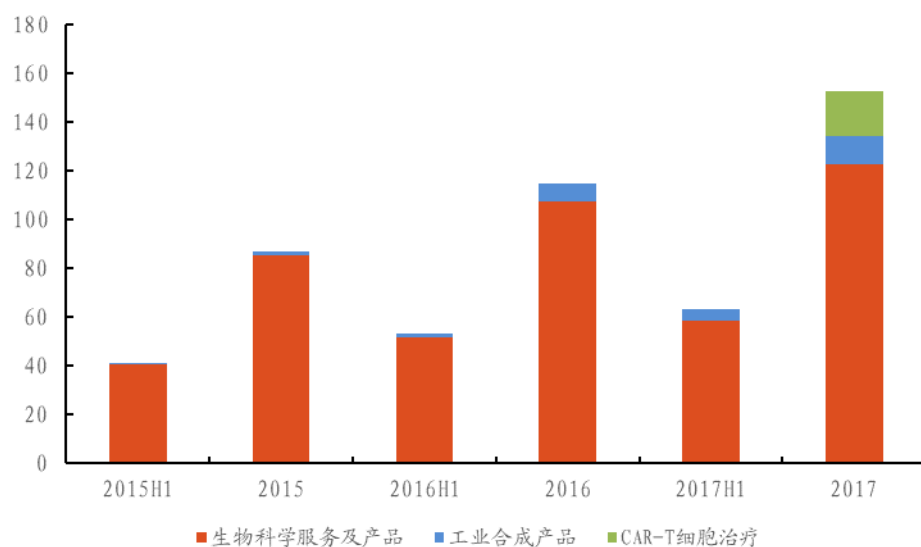
传统板块好于预期

公司业务分成三大板块: 传统优势--生物科学产品领域、工业酶(工业合成产品领域), 以及CAR-T细胞疗法。生物科学服务及产品, 整合了先前的三个分部, 即生命科学研究服务、生命科学目录产品及临床前药物研发服务。

合成生物学技术2000年早期获认可为新兴技术, 并可提升并改善人类生活和环境的巨大潜力。由于基因合成方面拥有强大的技术优势, 加上在蛋白生产、抗体开发及多肽合成方面的丰富经验和技术诀窍, 使得公司能为生命科学研究界提供一站式解决方案。截至2017年, 公司在基因合成服务市场中保持主导地位, 并在合成生物学发展方面备受认可。公司打造临床前抗体药物研发服务平台, 捕捉当前抗体药物研发服务需求未得到满足所带来的机遇, 并与生物科技及医药公司合作, 以推进药物研发过程。

2017年, 生物科学服务及产品获得收益约为1.23亿美元, 同比增加13.7%。同期, 其毛利约为8300万美元, 同比增加11.9%。收益及毛利率增加主要得益于营销活动: (i) 分子生物学客户数量因持续的营销活动而大幅增加; (ii) 生物制剂业务收入因新抗体药物以及生物仿制药开发服务多年的发展而大幅增长; (iii) 美国客户数量因实施区域营销策略而显著增加。近年, 该板块销售收入占比总收入保持在90%以上, 2017年该比例为80.3%, 主要是由于工业合成产品及CAR-T疗法的收益增加。

图表 3: 公司收入构成



数据来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

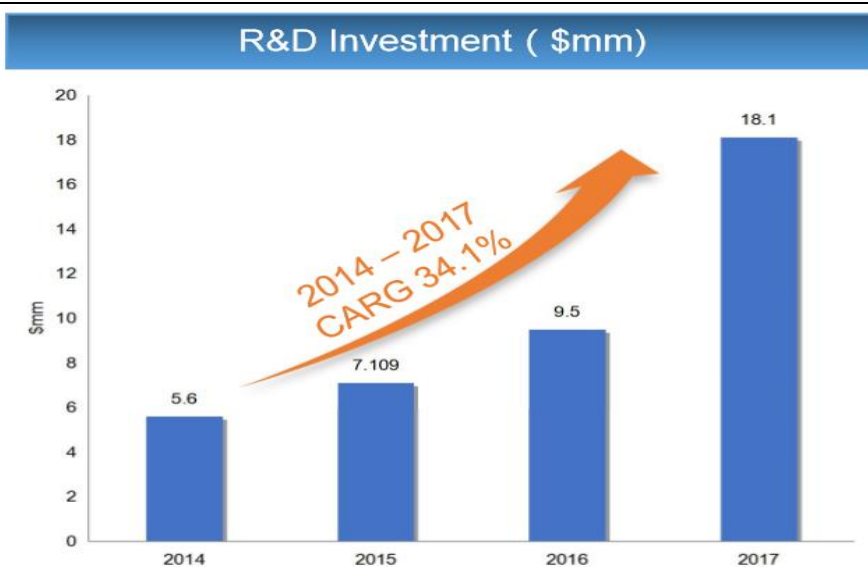
工业合成物产品应用领域广

报告期内, 工业合成生物产品产生的收益约为1180万美元, 同比增加68.6%。同期, 其毛利约为330万美元, 同比增加65.0%。收益的增加主要得益于诸多工业合成生物产品质量的不断提高。公司拟利用合成生物学原理及技术修饰及改善生产工业用酶的微生物, 由此微生物能以高产量及/或更佳性能特点生产工业用酶, 之后应用于食品及饲料行业以及扩展至其他应用领域, 例如生物能源、制药及化学行业。

公司加大研发开支

公司研发开支由2016年的950万美元增至2017年的1810万美元, 同比增长90.5%, 2014-2017年复合年增长率34.1%, 2017年底公司已有47个专利, 107个专利正在申请及验证中。

图表 4: 加大研发投入



数据来源: 公司公告

提高效率 打造品牌

公司注重提升客户体验，继续升级网上订购系统，进一步缩短交付时间。公司有强大在线报价订单系统，有自动化报价和人工干预报价两种方式，可直接进行网上下单。一方面，通过精简生产及研发平台、提高服务及产品质量，以满足市场更高要求；另一方面，开发可满足合成生物及治疗性抗体需求的服务及产品，进一步打入规模更大且利润率更高的市场。另外，公司在市场营销及品牌建设方面大力投入资源。公司目前为全球最大的基因合成商，成功交付率99.95%，及时交付率98.5%，每月产能最少1亿对碱基。

【风险提示】

研发过程不确定性风险；
同类产品的竞争影响；

【附件】金斯瑞生物2017财年电话业绩会(2018-03-19)

出席管理层:

董事长兼CEO章方良、公共关系及投资副总裁马志国、高级财务总监钱经纬、投资人关系副总裁孟建革

公司简介:

(1) 公司经过十多年耕耘发展,已经创造了全球排名第一的基因合成服务优势;

(2) 在合成生物学领域:一块是CAR-T细胞疗法方面创造了喜人业绩,另一块是工业酶方面也打下了良好基础;

(3) 构建国际化框架:在美国新泽西、中国的南京和镇江、欧洲、荷兰、爱尔兰以及日本、香港都建立了分公司及办事处。

发展理念:

深度基于基因合成技术,多年研发投入相继打造了包括基因合成、多肽合成、蛋白质生产和抗体制备全方位的生命技术服务能力。同时依托在这一块的研发实力,打造抗体药开发平台,提供一站式开发服务。这些业务整理定义为生命科学服务与产品业务,为公司创造现金流。基于这块业务发展,继续拓展合成生物学领域,已培育两支业务新秀:CAR-T和工业酶。

公司历史:

2002年在新泽西由章博士及另外两位创始人共同创立;

2003年推出基因合成服务;

2004年基于业务发展形势,章博士决定从美国转移至中国开辟研发生产主战场;

2009年获得凯鹏华盈(Kleiner Perkins Caufield & Byers,简称KPCB,美国著名风险投资公司)投资;

2011年作为唯一一家商业机构参加人工合成酵母的国际合作项目,承担大部分基因合成业务并完成交付;

2015.12.30成功在香港主板上市;

2016年进行大规模地产能扩张以及进一步业务深度挖掘;

2017年CAR-T业务在业界取得良好反馈,6月在美国ASCO会议上CAR-T细胞疗法的安全性和有效性得到业界普遍认同,12月底CAR-T细胞疗法首家提交临床试验申请并已于今年3月获批;并与强生关于CAR-T细胞疗法达成授权与全球合作计划;

2017年底并购美国西雅图的生物技术公司。

公司三大主业:

1. 传统优势业务--生物科学产品领域:全球最大的基因合成商,成功交付率99.95%,及时交付率98.5%,每月产能最少1亿对碱基;抗体药物研发平台:从靶点选择、提高抗体亲和力等提供一站式服务,已经为客户提供3个进入临床前,1个进入临床。

2. 工业酶(工业合成产品领域):着力食品工业、动物饲料、淀粉加工业三块领域,

优势:菌种改造、创新型菌种研发,产能投入,给下游客户提供应用研发。

3. CAR-T细胞疗法

销售方面：有强大在线报价订单系统，有自动化报价和人工干预报价两种方式，可直接进行网上下单。

客户构成：生物科技公司和制药公司占比67%，其次是大学及研究机构占21%，政府占7%；

区域划分，北美占54%，中国占17%，欧洲占16%，欧洲和中国具备强大发展潜力，未来进行深度挖掘。

研发投入：2017年增长速度90%，14-17年复合增长率34.1%，2017年底已有47个专利，107个专利正在申请及验证中。

产能提升：镇江新建基因合成、多肽合成生产线，加大提升产能；
山东诺能扩充现代化工业酶生产线，产能扩充3倍；

2017财年业绩：

销售收入1.53亿美金，同比增长33%，14-17年复合年增长率21.5%。

毛利1.05亿美金，同比增长37.3%，14-17年CAGR为24.1%。毛利率68.5%，比2016年提高了2.1个百分点。

净利润2700万美金，同比增加1.9%，经调整纯利(扣除投资收入/损失、外币汇兑收益/损失及以股份为基础的付款开支)约为3570万美元，同比增长53.2%。这里需要说明的是尽管增加了900万美元研发投入的基础上还能保持净利润增长。管理层表示，汇兑的影响是账面上的，是未兑现的浮亏，未来如果美国进入加息通道，或美国的经济有所改善，美元的价值能得到提升的话，在账面会体现为更强的驱动因素。公司也会适时的增加汇率的对冲。

财务要点：



公司公告

ROA略有下降，主要是2017年底与强生合作首付款的金额还未达账，产生应收账款，兑现为18年的现金。

CAR-T

市场：针对多发性骨髓瘤，美国本土规模87亿美金，全球规模达140亿美金，预计到2020年达到290亿美金。

优势：传统的单链抗体是由重链和轻链只能抓住BCMA靶点的一个抗原表位，公司的CAR-T是针对BCMA靶点的两个抗原表位进行抓取，因此脱靶率低，安全性高。从数据来看，去年70个病例，在目前可以分享的40个数据里（1个死亡），完全反应率60%。

未来发展：基于与强生合作的基础，会在美国建立基地，在欧洲成立CAR-T研发和生产机构，国内GMP的生产线也在筹备建设中。在美国进行FDA申报也由传奇和强生的团队在进行中。CFDA已批准临床试验申请，这块工作也在进行中。公司也从内部抽调了60位科研人员专注于CAR-T研发，布局更多液体肿瘤和固体肿瘤产品线。

问答环节：**Q: 山东诺能产能情况？**

A: 2017年是建设期，2018年进入调试生产阶段，所以在2017年年报没有体现，但随着现在试生产的过程可以看到非常顺利，因此2018年对工业酶板块积极正面观点。

Q: 未来对CAR-T盈利预期？

A: CAR-T目前只是收到临床批准，后面还需进行临床试验，预计还要两年才能上市。市场很大但目前公司还没有具体CAR-T盈利预测。

Q: CAR-T技术是否还可以用于别的癌症？

A: 可以，还可以用于血液癌等别的癌症，由于研发结果还未用于临床，数据不方便公布。

Q: 三块业务今年的展望？ R&D的费用会怎么去算？

A: 传统业务非常稳定增长，预计维持20%+增长非常有信心；工业酶整个业务线还在拓展中，维持稳定甚至超过今年的增长速度没有问题；CAR-T在2018年收入中肯定不会有，但R&D成本会在与强生的首付款中，现在记在deferred revenue (递延收益) 中，逐年释放来覆盖研发的成本。随着业务的进展，还会有里程碑的收入，也会为CAR-T收益获得很好的补充。

Q: 3.5亿美金是怎么记账的？按20年去摊销吗？

A: 这个主要分为两块，一个是Licence授权，一个是共同研发、共同合作。Licence是有个市场公允的估值，公司让了一半的权益给强生，授权是全球性的授权，欧洲业务市刚刚开始成立，还有管理和进一步研发的能力，整个欧洲授权的收益在2017年是没有被确认的，2018年才会有所确认。另一块与强生的合作，是长线的，是从末线到一线的合作，这一块的研发费用会逐步从deferred revenue释放出来。

3.5亿中授权收益只是其中一小部分，扣除Licence授权，剩下的按照与强生合作的年限来进行摊销，所以不是按20年专利时间来计算，按照整个合作协议框架，应该是9-10年。

Q: CAR-T临床做多少例？需要多久？

A: CFDA对细胞疗法的管理不是I期、II期，现在是分为早期临床验证过程和确定性临床验证过程，根据目前沟通来看，公司是第一家获批临床试验，直接到大临床过程。根据与CDE技术部门沟通临床应该是50-60例差不多，也不排

除由于临床效果好会减少数量的可能。具体时间的话预计要1-2年。

Q: 关于有效税率的问题?

A: 美国的税改对公司没有太大的影响。

Q: 基因合成复合增长率是20%，为什么2017年这块业务低于20%?

A: 主要是因为战略调整，抽调了部分bioscience的人员转移到CAR-T深度研发团队上。

Q: CAR-T制备时间1个月左右，而且能主持CAR-T的医生也不多，那未来是否真的能接受多发性骨髓瘤整个大市场?

A: CAR-T制备过程是在工厂进行的，不占用医院资源；至于医生这一块确实是需要推广布局的。

Q: 南京传奇背景?

A: 是公司原生研发团队，抗体工程部分人员为后来组建而成。

利润表 (百万美元)

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	152.65	187.06	240.50	319.65
营业成本	48.06	42.92	53.05	66.11
毛利	104.59	144.14	187.45	253.54
其他收入	6.39	0.00	0.00	0.00
销售及分销成本	24.91	26.57	32.85	40.94
行政开支	40.09	33.29	39.42	49.12
其他开支合计	7.42	13.00	12.00	10.00
资产重估盈余或减值	0.00	0.00	0.00	0.00
应占联营或合营公司溢利	-0.04	-0.04	-0.04	-0.04
财务成本	0.00	0.00	0.00	0.00
影响税前利润的其他项目	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	38.52	71.24	103.14	153.44
所得税	11.52	23.51	34.04	39.90
影响净利润的其他项目	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	27.01	47.73	69.11	113.55
本公司拥有人应占净利润	26.12	42.96	60.12	95.61
非控股权益应占净利润	0.88	4.77	8.98	17.94

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（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；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。