

# 与清华 ICIT 签署合作备忘， 抗体药 CRO 获积极进展

## 事件

### 子公司与清华大学 ICIT 签署合作备忘

间接全资附属公司南京金斯瑞生物科技最近与清华大学免疫治疗创新中心（ICIT）签署非约束性之合作备忘录，在生物药发现与开发开展深入合作，推动高潜力科研项目转化为高临床价值生物药。

## 点评

### 作为核心业务之一，公司提供一站式的抗体药研发平台

金斯瑞生物科技三大核心业务分别为生物科学服务与产品、工业合成生物学产品、细胞治疗，分别在金斯瑞（GenScript）、百斯杰（Bestzyme）、传奇生物（LegendBio）三大平台开阵。抗体药 CRO 是金斯瑞核心业务之一，归属于生物科学服务与产品业务线。公司提供一站式研发服务，从药物靶点的评估、抗体的制备与鉴定、抗体的优化、稳定细胞系的发展与过程发展，最终到符合 GMP 的生产，五个环节一站式平台服务。目前，公司已经完成 300 多个抗体制备，110 多个抗体人源化项目，25 个以上细胞系和生产线开发，3 个 IND 和 1 个临床试验项目的 GMP 建设。目前，公司在镇江建设生物药新产能，预计未来镇江会成为公司生物药的主要生产基地。

## 投资摘要

	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入（百万）	997	1,297	1,686	2,191
变动（%）	25.3	30.0	30.0	30.0
净利润（百万）	171	243	336	474
全面摊薄每股收益	0.093	0.133	0.183	0.259
变动（%）	(6.6)	42.5	38.2	41.0
市盈率（倍）	195.1	136.9	99.1	70.3
每股现金流量	0.1	0.3	0.1	0.1
价格/每股现金流（倍）	256.2	52.8	140.3	172.1
EV/EBITDA(倍)	133.7	78.7	61.0	44.9
每股股息	0.033	0.013	0.018	0.026
股息率（%）	0.184	0.073	0.101	0.142

请参阅最后一页的重要声明

# 金斯瑞生物科技 (1548.HK)

不评级

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

15801668372

执业证书编号：S1440517050001

香港牌照：ASZ591

研究助理：袁清慧

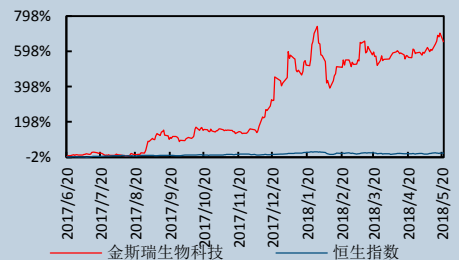
yuanqinghui@csc.com.cn

010-85130634

发布日期：2018年06月20日

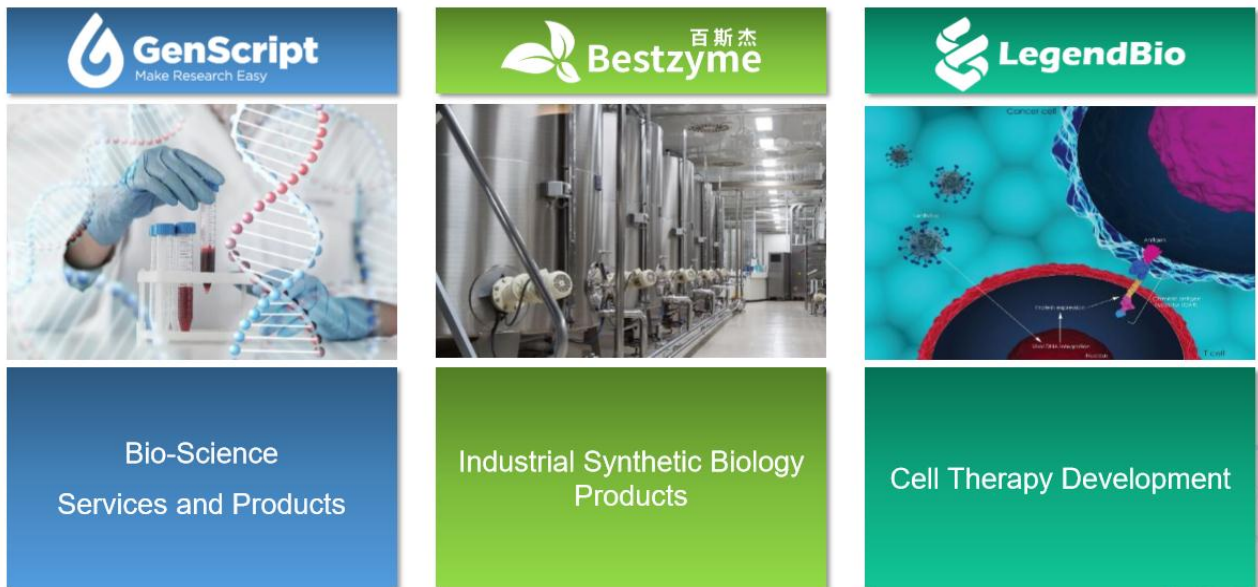
单击此处输入文字。

## 股价表现



单击此处输入文字。

图表1： 公司三大业务布局



资料来源: 公司网站, 中信建投证券研究发展部

### 与清华 ICIT 签署合作备忘，抗体药 CRO 获积极进展

清华大学免疫治疗创新中心（Innovation Center for Immune Therapy, ICIT）由清华大学免疫学研究所和技术转移研究院联合成立，清华大学免疫学研究所近年来在免疫细胞发育、天然免疫机制、适应性免疫、自身免疫疾病、肿瘤免疫、过敏性疾病等领域均取得国际瞩目的成绩。该中心已与百时美施贵宝、再鼎医药等创新药企达成新药合作研发协议，加速科研成果向新药研发之间的转化。在生物药 CRO 方面，与金斯瑞生物科技、药明生物签署合作备忘。抗体药发现和开发是金斯瑞生物科技三大核心业务之一——生物科学服务与产品的核心组成部分，我们认为，公司与 ICIT 签署合作备忘，确认了公司在生物药 CRO 领域的领先地位，且有望在今后的合作中获得重要订单，带动生物科学服务与产品高速增长。

### 细胞治疗进展顺利，预计首个产品全球临床即将开启

公司首个细胞治疗产品 LCAR-B38M，靶点 BCMA，适应症多发性骨髓瘤，是我国首个，也是目前唯一一个获得 CFDA 临床批件的细胞治疗产品，同时已获得美国 FDA 临床批件。双表位结合的创新设计，使得 LCAR-B38M 具备成为 Best-in-Class 产品的潜力。在 2017 年 12 月，公司与强生旗下 Jassen 达成合作协议，Jassen 支付首付款 3.5 亿美元及里程碑费用，获得 LCAR-B38M 中国 30% 的权益及中国以外地区 50% 权益，二者在研发、生产、销售领域进行深度合作。我们预计，LCAR-B38M 美国临床将于近期开启，中国临床在下半年开启，考虑到已有临床数据展现的良好疗效和适应症的临床急需，2019-2020 年有望实现商业化。除此之外，公司在下一代 CAR-T 产品、TCR-T 产品等领域亦有布局。

**图表2： 2017年 ASCO 大会四家 BCMA-CAR-T 产品数据对比**

项目	LCAR-B38M	bb2121	CART-BCMA	Anti-BCMA CAR
企业	金斯瑞(传奇生物)	蓝鸟	诺华/宾大	NCI
结合机制	双表位	单表位	单表位	单表位
入组患者已经历的 治疗方式中位数	3	7	7	7
有效数据	CR(42.8%,15/35); PR(37.1%,13/35)	CR(22.2%,4/18); PR(66.7%,12/18)	CR(11.1%,1/9); PR(633.3%,3/9)	CR(6.3%,1/16); PR(43.8%,7/16)
安全性	CRS	1 例死亡	1 例死亡	持续毒性

资料来源：2017ASCO，中信建投证券研究发展部

### 盈利预测与估值

我们预计 2018-2020 年归母净利润分别为 2.43 亿元、3.36 亿元、4.74 亿元，增长分别为 42.5%、38.2%、41.0%，对应每股 EPS 为 0.13、0.18 和 0.26 元/股。公司是生物科学产品与服务龙头企业，其中抗体药 CRO 潜力巨大，细胞治疗产品亦处于领先地位。首次覆盖暂不给予评级。

### 风险因素

细胞治疗临床进展低于预期

**图表3： 损益表（单位：人民币百万）**

年结日：12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	563	796	997	1,297	1,686	2,191
销售成本	(192)	(267)	(314)	(441)	(573)	(745)
经营费用	(494)	(623)	(787)	(979)	(1,250)	(1,568)
息税折旧前利润	101	211	256	421	551	754
折旧及摊销	(33)	(37)	(46)	(103)	(114)	(130)
经营利润(息税前利润)	69	174	211	318	436	624
净利息收入/(费用)	0	2	6	(4)	1	12
其他收益/(损失)	80	51	35	10	10	10
税前利润	149	227	252	324	447	646
所得税	(36)	(41)	(75)	(78)	(108)	(168)
少数股东权益	0	-3	-6	-3	-4	-4
净利润	114	183	171	243	336	474
核心净利润	114	183	171	243	336	474
每股收益(人民币)	0.062	0.100	0.093	0.133	0.183	0.259
EBITDA	101	211	256	421	551	754
每股股息(人民币)	0.002	0.000	0.033	0.013	0.018	0.026
收入增长(%)	31	41	25	30	30	30
息税前利润增长(%)	66	152	21	51	37	43
息税折旧前利润增长(%)	42	108	21	64	31	37

年结日：12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益增长(%)	201	61	-7	42	38	41
核心每股收益增长(%)	42	108	21	64	31	37

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

**图表4：资产负债表（单位：人民币百万）**

年结日：12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	674	947	809	1,381	4,470	7,495
应收帐款	176	160	1,723	788	1,200	1,779
库存	13	29	45	42	58	82
其他流动资产	1	1	23	22	22	22
流动资产总计	864	1,137	2,600	2,234	5,751	9,378
固定资产	245	303	526	563	564	568
无形资产	6	24	26	26	26	26
其他长期资产	68	103	143	113	405	506
长期资产总计	319	431	695	701	995	1,100
总资产	1,182	1,568	3,295	2,935	6,746	10,478
应付帐款	46	69	145	78	412	517
短期债务	0	0	0	0	0	0
其他流动负债	155	203	1,637	920	1,058	1,217
流动负债总计	201	272	1,782	997	1,470	1,734
长期借款	0	0	0	100	3,100	6,100
其他长期负债	13	19	21	127	162	204
长期负债总计	13	19	21	227	3,262	6,304
股本	10	12	11	11	11	11
储备	959	1,220	1,412	1,631	1,933	2,360
股东权益	969	1,232	1,423	1,642	1,945	2,371
少数股东权益	0	44	69	69	69	69
总负债及权益	1,182	1,568	3,295	2,935	6,746	10,478
每股帐面价值	0.61	0.73	0.82	0.90	1.06	1.29
每股有形资产	0.15	0.18	0.30	0.31	0.31	0.31

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

**图表5：现金流量表（单位：人民币百万）**

年结日：12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	149	227	252	324	447	646
折旧与摊销	33	37	46	103	114	130
财务费用	(0)	(2)	(6)	4	(1)	(12)
运营资本变动	(72)	47	(84)	280	(212)	(398)
税金	(36)	(41)	(75)	(78)	(108)	(168)

年结日：12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
其他经营现金流	(21)	(41)	(1)	0	0	(0)
少数股东损益	0	(3)	(6)	(3)	(4)	(4)
经营活动产生的现金流	52	52	225	126	630	237
购买固定资产净值	(48)	(96)	(268)	(140)	(116)	(134)
投资减少/增加	15	0	(32)	0	0	0
其他投资现金流	19	17	(13)	10	0	0
投资活动产生的现金流	(14)	(14)	(78)	(313)	(130)	(116)
净增权益	481	124	106	0	0	0
净增债务	0	0	0	100	3,000	3,000
支付股息	(3)	1	(61)	(24)	(34)	(47)
其他融资现金流	0	2	6	(4)	1	12
融资活动产生的现金流	478	478	126	50	71	2,968
现金变动	517	273	(137)	572	3,089	3,025
期初现金	157	674	947	809	1,381	4,470
期末现金	674	947	809	1,381	4,470	7,495

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

**图表6: 主要比率**

年结日：12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力						
息税折旧前利润率(%)	18.0	18.0	26.5	25.7	32.5	32.7
息税前利润率(%)	12.2	21.8	21.1	24.5	25.9	28.5
税前利润率(%)	26.5	28.5	25.2	25.0	26.5	29.5
净利率(%)	20.2	23.0	17.1	18.8	19.9	21.6
流动性						
流动比率(倍)	4.3	4.2	1.5	2.2	3.9	5.4
利息覆盖率(倍)	(176.9)	(94.2)	(37.6)	71.7	(331.4)	(51.1)
净权益负债率(%)	(53.5)	(58.3)	55.5	(21.1)	(15.5)	(7.3)
速动比率(倍)	4.2	4.1	1.4	2.2	3.9	5.4
估值						
市盈率(倍)	293.0	182.1	195.1	136.9	99.1	70.3
核心业务市盈率(倍)	710.0	586.2	281.6	232.0	141.3	108.0
市净率(倍)	30.0	24.9	22.1	20.3	17.1	14.0
价格/现金流(倍)	637.2	147.9	264.7	52.8	140.3	172.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	392.9	323.6	154.6	133.7	78.7	61.0
周转率						
存货周转天数	8.7	12.3	17.0	16.1	14.5	16.1
应收帐款周转天数	82.6	75.8	339.7	348.6	212.3	244.7
应付帐款周转天数	12.1	13.3	19.1	18.7	60.9	97.0
回报率						

年结日: 12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
股息支付率(%)	2.7	13.7	10.3	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	11.7	14.8	12.0	14.8	17.3	20.0
资产收益率(%)	9.61	11.66	5.18	8.29	4.98	4.52

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

## 分析师介绍

**贺菊颖：**医药行业首席分析师，毕业于复旦大学，管理学硕士。10年医药行业研究经验，2017年加入中信建投证券研究发展部。

## 研究助理

**袁清慧：**010-85130634 yuanqinghui@csc.com.cn

## 研究服务

### 社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

### 北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

李雪梅 lixuemeizgs@csc.com.cn

### 私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

### 上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 xuejiao@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

### 深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859