

业务高速增长，细胞疗法研发费用大增

投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年度报告, 报告期内实现收入 2.31 亿美元, 同比增长 51.4%; 毛利 1.59 亿美元, 同比增长 51.5%; 净利润 0.21 亿美元, 同比下降 23.0%; 调整后净利润 0.30 亿美元, 同比下降 0.7%; 归属上市公司股东利润 0.21 亿美元, 同比下降 18.8%。
- **收入高速增长, 研发投入激增影响净利润:** 受益于 Janssen 向公司子公司南京传奇生物确认的预付款以及生物制剂开发业务的成长, 2018 年公司收入及毛利均实现了超过 50% 的高速增长。同时, 因集团加大投资研发力度, 2018 年研发开支达到 0.74 亿美元, 同比增长 309%; 其中, 与细胞疗法相关研发开支达 0.52 亿美元。研发开支大幅增长是收入及毛利快速增加而净利润降低的主要原因。
- **核心业务稳健增长, 生物制剂开发及工业合成业务势头强劲:** 报告期内, 公司传统核心业务, 生物科学服务及产品业务, 实现收入 1.41 亿美元(同比+29.1%, 占比 61.0%); 实现毛利 0.96 亿美元(占比 60.3%), 仍是贡献公司收入和利润的最核心业务。同时生物制剂开发服务和工业合成生物产品业务表现亮眼: 受益于生产竞争力提高和产品升级, 两项业务报告期内订单及客户数量大幅上升, 生物制剂开发服务实现收入 0.21 亿美元(同比+55.3%, 占比 8.9%); 工业合成生物产品业务实现收入 0.18 亿美元(同比+50.4%, 占比 7.7%)。
- **细胞疗法稳定推进, 收入有望逐步兑现:** 报告期内, 细胞疗法产生收入 0.52 亿美元, 同比增长 182.0%, 收入占比达到 22.3%, 成为带动公司业务增长的强劲动力。目前, LCAR-B38M 临床试验研究进展顺利, 已达成第一个里程碑, 临床 IB/II 阶段研究也已经在美国启动。据公司公布数据, CAR-T 细胞疗法 LCAR-B38M 展现出可控的安全性以及对多发性骨髓瘤病人深入持久的疗效, 截止目前试验总缓解率达 88%, 完全缓解率为 74%。我们认为公司产品试验数据优异, 成功概率大, 极可能 2 年内获批上市; 随着合作项目推进及里程碑达成, 后续收益将逐步确认。
- **盈利预测与评级:** 预计公司 19/20/21 年度净利润分别为 27/34/42 百万美元, EPS 分别为 1.5/1.8/2.3 美分(即 0.114/0.145/0.181 港元), 对应 PE 132/104/84 倍。公司为 CAR-T 疗法龙头企业, 核心业务维持稳定增长, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 汇率波动风险; 业务增长减缓风险; CAR-T 研发进展或不及预期。

指标/年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万美元)	152.6	231.0	293.2	361.2	447.6
增长率	33.1%	51.4%	26.9%	23.2%	23.9%
归属母公司净利润(百万美元)	26	21	27	34	42
增长率	-0.2%	-18.8%	25.9%	26.6%	24.9%
每股收益 EPS (美分)	1.52	1.16	1.46	1.84	2.30
净资产收益率	11.4%	4.3%	5.1%	6.1%	7.0%
PE	126.2	166.2	132.1	104.3	83.5

数据来源: 公司资料, 西南证券

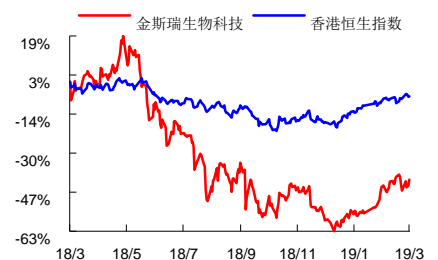
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-58351962
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林
执业证号: S1250516100001
电话: 023-67909731
邮箱: ctl@swsc.com.cn

联系人: 张祝源
电话: 021-58351907
邮箱: zzy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	9.48-30.85
3 个月平均成交量(百万)	6.24
流通股数(亿)	18.35
市值(亿)	276.77

相关研究

1. 金斯瑞生物科技(1548.HK): CAR-T 推进顺利, 收入与研发投入同步激增 (2018-08-28)

关键假设：

- 1) 行业：基因合成产业和工业酶行业高速增长，仍有较大发展空间；生物药研发外包服务持续高景气，国内外生物制药市场需求旺盛。
- 2) 公司：竞争力进一步提升，产能扩大及服务升级，促进订单及客户数量持续上升，核心业务维持较快增长；LCAR-B38M CAR-T 细胞疗法临床试验进展顺利，同时公司继续维持高研发投入以推进在研项目。
- 3) 毛利率：基因合成业务、工业合成生物产品、生物制剂开发业务毛利率维持稳定；细胞治疗业务未来 3 年持续确认之前强生的首付款收入并收获里程碑金，保持高毛利率。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分项收入预测

百万美元		2018A	2019E	2020E	2021E
生物科学服务及产品	收入	141.0	183.3	229.2	286.5
	增速	29.1%	30.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	67.8%	65.0%	65.0%	65.0%
工业合成生物产品	收入	17.7	25.7	34.7	46.9
	增速	50.4%	45.0%	35.0%	35.0%
	毛利率	14.2%	20.0%	20.0%	20.0%
细胞治疗	收入	51.6	54.2	56.9	59.7
	增速	182.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
生物制剂开发服务	收入	20.7	29.9	40.4	54.6
	增速	55.3%	45.0%	35.0%	35.0%
	毛利率	42.7%	42.0%	42.0%	42.0%
合计	收入	231.0	293.2	361.2	447.6
	增速	51.4%	26.9%	23.2%	23.9%
	毛利率	68.6%	65.2%	63.6%	62.2%

数据来源：wind，公司资料，西南证券

附：财务报表

损益表						现金流量表					
12月31年结(百万USD)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	12月31年结(百万USD)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	153	231	293	361	448	税前利润	39	23	36	44	54
毛利	105	159	191	230	278	税项	-4	6	-21	-7	-9
EBIT	39	24	36	44	54	營運資本變動	-243	92	-78	74	-1
財務收入(費用)	0	0	0	0	0	經營現金流量	-243	92	-78	74	-1
聯營公司	0	0	0	0	0	資本開支	-37	-77	-98	-121	-150
非經常性項目	0	0	0	0	0	自由現金流量	-245	43	-161	-10	-105
稅前利潤	39	23	36	44	54	股息	-3	0	0	0	0
稅項	-12	-2	-7	-9	-11	其他非流動資產變動	-7	-54	0	0	0
非控股權益	-1	0	-2	-1	-1	股本變動	0	0	0	0	0
已终止经营业务利润	0	0	0	0	0	其他	20	244	0	-0	-0
淨利潤(歸屬母公司)	26.1	21.2	26.7	33.8	42.2	淨現金流量	-235	234	-161	-10	-105
資產負債表						期初淨現金 (負債)	104	-131	103	100	90
12月31年结(百万USD)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	期終淨現金 (負債)	-131	103	-58	90	-15
現金及現金等價物	124	495	300	215	85	財務比率					
應收賬款	255	68	100	50	50	12月31年結	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
存貨	7	12	18	23	29	增長(%)					
其他流動資產	12	105	150	125	125	收入	33.1	51.4	26.9	23.2	23.9
物業、廠房及設備	81	158	256	378	528	EBITDA	18.5	-37.9	51.0	21.1	24.4
無形資產	2	20	20	20	20	EBIT	18.5	-37.9	51.0	21.1	24.4
其他非流動資產	23	60	60	60	60	淨利潤	-0.2	-18.8	25.9	26.6	24.9
總資產	504	917	903	869	896	每股盈利 (美元)	0.02	0.01	0.01	0.02	0.02
應付賬款	8	11	16	20	26	利潤率(%)					
短期借款	252	125	200	125	100	毛利	68.5	68.6	65.2	63.6	62.2
其他流動負債	13	10	7	9	11	EBITDA	25.2	10.4	12.3	12.1	12.2
長期借款	0	262	0	0	0	EBIT	25.2	10.4	12.3	12.1	12.2
遞延稅項負債	0	4	0	0	0	淨利潤	17.1	9.2	9.1	9.4	9.4
其他非流動負債	3	4	0	0	0	其他比率					
總負債	276	424	223	154	137	ROE(%)	11.4	4.3	5.1	6.1	7.0
股本	2	2	2	2	2	ROA(%)	5.2	2.3	3.0	3.9	4.7
儲備	216	477	504	537	580	淨負債率	57.4	-20.9	11.1	-16.1	2.5
股東權益	218	479	505	539	581	利息覆蓋率(倍)	NA	NA	NA	NA	NA
非控股權益	11	15	17	18	19	應收賬款周轉天數	610.6	107.2	124.5	50.5	40.8
總權益	228	493	522	557	601	應付賬款周轉天數	61.9	56.3	56.3	56.3	56.3
淨現金 (負債)	-128	107	100	90	-15	存貨周轉天數	52.2	62.6	62.6	62.6	62.6
						有效稅率(%)	29.9	8.6	20.0	20.0	20.0

数据来源：公司資料，西南證券

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20% 以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 -10% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数 -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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 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 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn