

【广发医药&海外】金斯瑞生物科技(01548.HK)

本土创新，全球视野

核心观点:

*如非特别说明，本报告货币为美元

● 美国 1b 期数据优异，Best-in-Class 创新药确定性进一步提高

2019 年 12 月 8 日，金斯瑞生物科技公告其子公司南京传奇与美国强生合作开发的用于治疗多发性骨髓瘤的 BCMA CAR-T 美国 1b 期临床试验数据。在中位随访期 6 个月时，可评估患者共 29 人，总缓解率 (ORR) 为 100%。其中，69% 的患者达到完全缓解 (CR); 17% 的患者达到非常好的部分缓解 (VGPR); 14% 的患者达到部分缓解 (PR); 66% 的患者为严格意义上的完全缓解 (sCR)。在输注后的第 28 天，100% 可评估 MRD 状态的患者达到微小残留病灶 (MRD) 阴性的状态。中位随访 6 个月后，有 27 例 (93%) 患者保持无疾病进展。与 Bluebird 的 BCMA CAR-T 相比，传奇的产品在极低的剂量下达到较高的 CR，Best-in-Class 确定性不断提高。

● 再获美国 FDA 突破性疗法认证，中国本土原创新药走向全球

综合美国 1b 和中国 IIT 临床数据来看，金斯瑞 BCMA CAR-T 较现有疗法在有效率和无进展生存期等指标上均有突破性的进展。强生重磅产品达雷木单抗单抗药用于三线之后治疗的 ORR 为 29%，CR 为 3%，mPFS 仅为 3.7 个月。2019 年 2 月，金斯瑞 BCMA CAR-T 获得 FDA 孤儿药资格认证; 2019 年 4 月，该产品获得欧洲 EMA PRIME 药物资格。2019 年 12 月 8 日，金斯瑞生物科技公告，该产品依靠优异的美国 1b 期临床数据获得 FDA 的突破性疗法认证。三项认证表明欧美药监部门对于金斯瑞 BCMA CAR-T 优秀疗效和创新性的认可，将加速该产品在全球的上市。

● 投资建议：传统业务稳健增长，CAR-T 具备较高弹性

预计 19-21 年收入 2.8/3.3/4.0 亿美元，同比增长 20%/19%/22%。采用 SOTP 方法得到公司合理价值为 29.02 港元/股。公司传统业务增长稳健，CAR-T 产品上市后将贡献较大利润弹性，维持“买入”评级。

● 风险提示 费用投入超预期; 研发进展低于预期; 临床数据不达预期

盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(万美元)	15,265	23,102	27,779	32,976	40,317
增长率(%)	33%	51%	20%	19%	22%
EBITDA(万美元)	4,556	3,588	(4,429)	(6,657)	(8,668)
净利润(万美元)	2,612	2,122	(4,470)	(6,611)	(8,337)
增长率(%)	0%	-19%	-311%	48%	26%
EPS(美元/股)	0.02	0.01	(0.02)	(0.04)	(0.04)
市盈率(P/E)	166.7	217.5	-	-	-
市净率(P/B)	19.1	9.4	10.8	13.0	17.7
EV/EBITDA	103.4	131.7	-	-	-

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

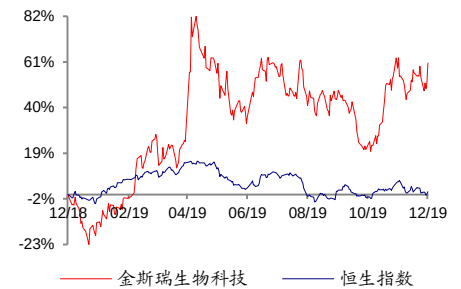
*本表格货币为美元

公司评级

买入

当前价格	19.72 港元
合理价值	29.02 港元
前次评级	买入
报告日期	2019-12-09

相对市场表现



分析师:

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004



SFC CE No. BOR756



021-60750612



luojiarong@gf.com.cn

分析师:

马步云



SAC 执证号: S0260519080009



SFC CE No. BOS189



0755-88286935



mabuyun@gf.com.cn

相关研究:

【广发医药&海外】金斯瑞生 2019-11-07

物科技(01548.HK):美国

1b 期数据优异, Best-in-

Class 确定性不断提高

【广发医药&海外】金斯瑞生 2019-09-11

物科技(01548.HK):细胞治

疗进展顺利, CDMO 业务快

速发展

强生/传奇BCMA CAR-T美国1b临床数据优异，Best-in-Class创新药确定

2019年12月8日，金斯瑞生物科技公告，评估JNJ-4528有效性和安全性的1b/2期CARTITUDE-1研究的初始结果将于12月9日在美国血液学会（ASH）进行口头汇报。2019年12月7日，美国强生公司已于其官网公布CARTITUDE-1的初步数据结果。JNJ-4528由美国强生和金斯瑞子公司南京传奇联合开发，是用于治疗多发性骨髓瘤，以BCMA为靶点的CAR-T疗法，含有4-1BB共刺激域和两个靶向BCMA的单域抗体，拥有较高的亲和力。

截至2019年11月6日，美国1b期临床试验可评估患者共29人，患者中位年龄为60岁（范围：50-75岁），既往治疗方案的中位数线数为5线（范围：3-18），中位给药剂量为 0.73×10^6 CAR+活T细胞/kg。所有患者均接受过3种或以上药物治疗，25例患者（86%）对蛋白酶抑制剂（PI）、免疫调节剂（IMiD）和抗CD38单抗均耐药。21例患者（72%）接受过5种或以上药物治疗，9例患者（31%）对 ≥ 2 个PI、 ≥ 2 个IMiD和抗CD38均耐药。

数据结果：在6个月的中位随访期，总缓解率（ORR）为100%。其中，69%的患者达到完全缓解（CR）或更佳；86%的患者达到非常好的部分缓解（VGPR）或更佳；14%的患者达到部分缓解（PR）；66%的患者为严格意义上的完全缓解（sCR），即实验室检查和显微镜检查均未发现血液、尿液和骨髓中有骨髓瘤蛋白或细胞的证据。此外，在输注后的第28天，100%的可评估MRD状态的患者达到早期微小残留病灶（MRD）阴性的状态。中位随访6个月后，有27例（93%）患者保持无疾病进展。

不良事件：最常见的不良事件为细胞因子释放综合征（CRS）（93%）、中性粒细胞减少症（93%）、血小板减少症（86%）和贫血症（86%）。27例患者（93%）报告了CRS，大多数患者（80%）为1-2级CRS，此外有1例3级事件和1例治疗第99天发生的5级事件（来自4级CRS（剂量限制性毒性）后遗症）。在CRS患者中，中位发生时间为7天，>90%在第5-9天之间发生。在CRS发生下很少观察到神经毒性，通常为低级（1例患者为3级）。

表1：传奇BCMA CAR-T2019年ASH摘要临床数据

临床试验/中心	患者数	ORR	sCR	CR	VGPR	PR	MRD 阴性	PFS	PFS of MRD 阴性
美国 1b 期 (随访 6 个月)	29	100%	19/29 (66%)	1/29 (3%)	5/29 (17%)	4/29 (14%)	29/29 (100%)		
			4/21	2/21	7/21	6/21	12/15		
美国 1b 期	21	91%	(19%)	(10%)	(33%)	(29%)	(80%)		
中国 IIT (西交大二附院)	57	88%	42/57 (74%)		2/57 (4%)	6/57 (11%)	39/42 (93%)	20M	28M
中国 IIT (瑞金医院、长征 医院、江苏省人民医院)	17	88%	14/17 (82%)		1/17 (6%)		14/14 (100%)	12M	18M

数据来源：ASH2019 Abstract577/579/1858、公司公告、广发证券发展研究中心

*中国数据未区分 sCR 与 CR

过往数据：

截至2019年6月24日，美国25位病人接受了该产品的1b期治疗，病人中位年龄为61岁（50-75岁），先前接受过的中位疗法数为5（3-16）。目前共计21位可评估患

者，中位随访期3个月（1-10个月），ORR为91%，sCR为19%（4/21），CR为10%（2/21），VGPR为33%（7/21），PR为29%（6/21），MRD阴性患者率80%（12/15）。

西安交大二附院为最早的临床中心，中位PFS高达20个月

西安交通大学第二附属医院为南京传奇BCMA CAR-T最早开始IIT的临床中心，共计进行57位病人的治疗，截至2018年12月31日，中位随访期为19个月。所有接受治疗的患者ORR为88%，CR为74%（42/57），VGPR为4%（2/57），PR为11%（6/57）。在42位CR患者中，MRD（微小残留病灶）阴性的患者为39位（93%）。所有患者的中位无进展生存期（PFS）为20个月，MRD阴性患者的中位无进展生存期（PFS）高达28个月，该数据较2018年ASH会议发布的数据有进一步提高。

中国其他三家临床中心CR进一步提升至82%

除西安交大二附院之外，金斯瑞陆续在上海瑞金医院、上海长征医院和江苏省人民医院进行17例患者的治疗。三家医院整体来看ORR为88%，CR高达82%（14/17），VGPR为6%（1/17）。所有14位CR患者均为MRD阴性。截止2019年7月20日，中位随访期为22个月，6位病人（38%）仍处于无进展生存。所有患者的中位PFS为12个月，MRD阴性患者的中位PFS为18个月，中位总生存期仍未达到。

图1：金斯瑞历次发布的中国IIT数据



数据来源：金斯瑞业绩简报、广发证券发展研究中心

综合美国和中国临床数据来看，金斯瑞BCMA CAR-T较现有疗法在有效率和生存期等指标上均有突破性的进展。强生重磅产品达雷木单抗单药用于三线之后治疗的ORR仅为29%，CR仅为3%，mPFS仅为3.7个月。2019年2月，金斯瑞BCMA CAR-T获得FDA孤儿药资格认证；2019年4月，该产品获得欧洲EMA PRIME药物资格。2019年12月8日，金斯瑞生物科技公告，该产品依靠优异的美国1b期临床试验数据获得FDA的突破性疗法认证。三项认证表明欧美药监部门对于金斯瑞BCMA CAR-T优秀疗效和创新性的认可，将加速该产品在美国和欧洲的上市。

Celgene/Bluebird: bb2121二期临床数据发布, 目前来看逊于传奇数据

2019年12月6日, BMS和Bluebird宣布其用于治疗多发性骨髓瘤的CAR-T产品bb2121的关键性2期临床试验结果。该试验已经顺利结束并达到了主要终点和次要终点。该临床试验共入组140例患者, 可评估的128例患者在 $150-450 \times 10^6$ CAR-T细胞的剂量水平接受了治疗。所有受试者的平均随访时间为11.3个月。整体来看, ORR为73.4%, CR为31.3%, 逊色于传奇的美国1b期数据。

不良事件: 共计83.6% (107/128) 的患者发生了CRS, 18% (23/128) 的患者发生了神经毒性。5.5% (7/128) 的患者发生了3级或更高级别的细胞因子释放综合征 (CRS), 包括一次致命的CRS事件。3.1% (4/128) 的患者发生了3级或更高的神经毒性事件, 没有4级神经毒性事件。

表2: bb2121临床2期试验数据

剂量	150x10 ⁶ 个 CAR+T 细胞	300x10 ⁶ 个 CAR + T 细胞	450x10 ⁶ 个 CAR +T 细胞	150-450x10 ⁶ 个 CAR +T 细胞
可评估患者	(N = 4)	(N = 70)	(N = 54)	(N = 128)
ORR, n (%)	2 (50.0)	48 (68.6)	44 (81.5)	94 (73.4)
CR / sCR, n (%)	1 (25.0)	20 (28.6)	19 (35.2)	40 (31.3)
DoR 中位数, 月	---	9.9	11.3	10.6
PFS 中位数, 月	---	5.8	11.3	8.6

数据来源: 2019ASH、Bluebird 官网、广发证券发展研究中心

bb2121过往临床1期数据: 2018年6月ASCO会议上, Bluebird公布1期临床爬坡数据。高剂量组 ($>150 \times 10^6$, 22例病人): ORR= 95.5%, PR=9.1%, VGPR=36.4%, sCR / CR=50%。中剂量组 ($=150 \times 10^6$, 14例病人): ORR= 57.1%, PR=7.1%, VGPR=7.1%, sCR / CR=42.9%。低剂量组 (50×10^6 , 3例病人): ORR=33.3% (1/3)。在 $150 \times 10^6-800 \times 10^6$ 剂量中, ORR=80.6%。

表3: bb2121不同剂量有效率对比

合计	ORR	PR	VGPR	sCR
新基/ Bluebird bb2121 剂量 $>150 \times 10^6$ 组 病例总数 22				
人数	21	2	8	11
%	95.5%	9.1%	36.4%	50.0%
新基/ Bluebird bb2121 剂量 $=150 \times 10^6$ 组 病例总数 18				
人数	8	1	1	6
%	57.1%	7.1%	7.1%	42.9%

数据来源: Bluebird 业绩简报、广发证券发展研究中心

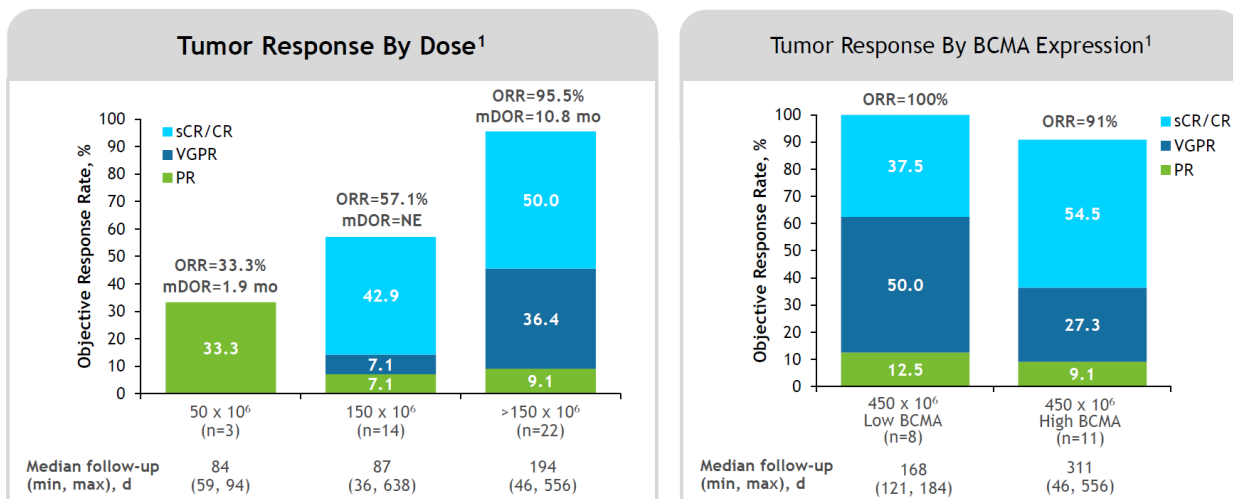
表4: bb2121临床1期试验不良事件总结

级别	未出现	1 级	2 级	3 级	4 级
新基/ Bluebird bb2121 剂量 $>150 \times 10^6$ 组 病例总数 22					
例数	4	11	5	2	0
比例	18.2%	50.0%	22.7%	9.1%	0.0%
新基/ Bluebird bb2121 剂量 $=150 \times 10^6$ 组 病例总数 18					
例数	3	3	4	7	0
比例	16.7%	16.7%	22.2%	38.9%	0.0%

数据来源: Bluebird 业绩简报、广发证券发展研究中心

图2: bb2121临床1期数据

CRB-401 data at ASCO 2018 - tumor response: dose-related and independent of Myeloma BCMA expression levels



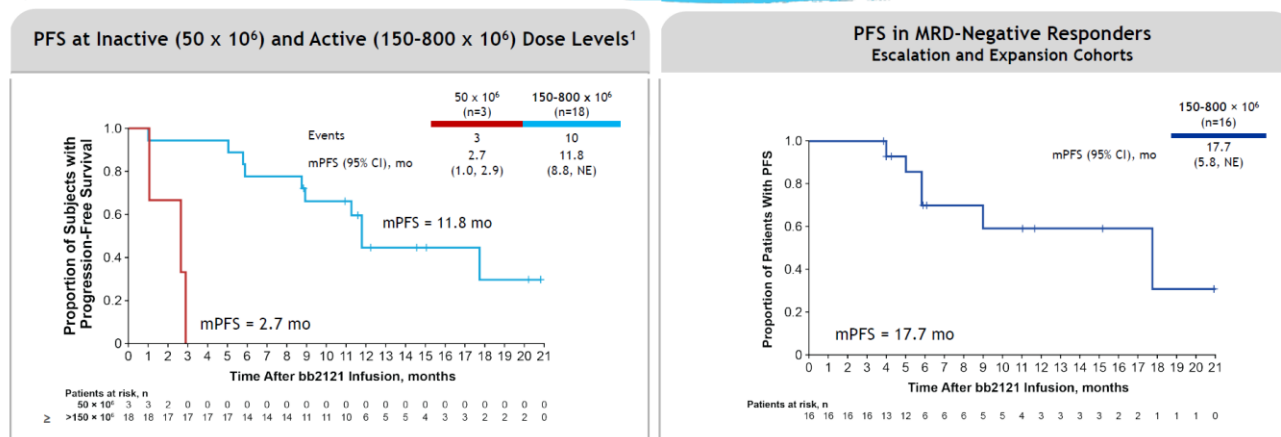
80.6% ORR across active dose cohorts (150-800 x 10⁶)

CR, complete response; mDOR, median duration of response; ORR, objective response rate; PD, progressive disease; PR, partial response; sCR, stringent CR; VGPR, very good partial response. Data cut-off: March 29, 2018. ¹Patients with ≥2 months of response data or PD/death within <2 months. ORR is defined as attaining sCR, CR, VGPR, or PR, including confirmed and unconfirmed responses. Low BCMA is <50% bone marrow plasma cells expression of BCMA; high BCMA is defined as ≥50%.

数据来源: Bluebird 公司简报、广发证券发展研究中心

图3: bb2121临床1期数据

CRB-401 data at ASCO 2018: hitting the mark for progression free survival



mPFS of 11.8 months at active doses (≥150 x 10⁶ CAR+ T cells) in 18 subjects in dose escalation

mPFS of 17.7 months in 16 responding subjects from all study cohorts who are MRD-negative

Data cut-off: March 29, 2018. Median and 95% CI from Kaplan-Meier estimate. NE, not estimable. ¹PFS in dose escalation cohort.

PFS progression-free survival; MRD, minimal residual disease. Includes patients treated with <50 x 10⁶ CAR T cells who were MRD-negative at >1 postbaseline time point.

数据来源: Bluebird 公司简报、广发证券发展研究中心

盈利预测与投资建议

不考虑后续公司可能收到的里程碑款，我们预计公司2019-2021年收入27779/32976/40317万美元，增速分别为20.2%/18.7%/22.3%；净亏损分别为4470、6611、8337万美元；EPS为-0.02/-0.04/-0.04美元/股。若不考虑细胞治疗业务的收入，预计公司的传统业务2019-2021年收入22268/27924/35570万美元，增速分比为24.1%/25.4%/27.4%，增长稳健且不断提速。

考虑传奇BCMA CAR-T的美国1b期临床数据优于竞争对手Bluebird的同类产品，且临床进度超预期，突破性疗法的认证也将加速其在全球的上市进度，我们提高对于传奇BCMA CAR-T产品在欧洲和美国市场份额的预期及未来的现金流预测。按照DCF估值，该产品对应每股价值约24.08港元。而如果该产品成功推进至一线治疗，销售额和对应的每股价值有望进一步提升。考虑该产品处于报产前的全球二期临床，我们预计其成功上市的概率为90%，风险调整后当前其反应在金斯瑞市值中的合理估值为21.68港元/股。

*汇率：1美元=7.1043人民币元

表5：金斯瑞BCMA CAR-T全球收入和利润汇总（亿美元/人民币元）

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球收入（亿美元）	0.0	9.2	19.0	14.3	21.5	23.4	25.4	24.2	25.4	26.8
中国收入（亿美元）	0.0	0.7	1.1	0.6	1.5	1.9	1.8	2.0	2.3	2.3
美国收入（亿美元）	0.0	3.3	12.3	6.8	9.1	10.0	11.9	11.8	12.3	13.3
欧洲收入（亿美元）	0.0	4.2	4.3	5.7	8.9	9.1	9.1	7.6	7.8	7.9
其它地区收入（亿美元）	0.0	0.9	1.2	1.2	2.0	2.4	2.5	2.8	3.1	3.3
收入合计（亿人民币元）	0.0	65.4	135.0	101.6	152.7	166.5	180.3	172.0	180.7	190.5
全球净利润（亿美元）	0.0	3.4	7.0	5.2	7.9	8.6	9.3	8.9	9.3	9.8
中国净利润（亿美元）	0.0	0.3	0.4	0.3	0.6	0.8	0.7	0.8	0.9	0.9
美国净利润（亿美元）	0.0	1.2	4.5	2.5	3.3	3.6	4.3	4.3	4.5	4.8
欧洲净利润（亿美元）	0.0	1.6	1.6	2.1	3.3	3.3	3.4	2.8	2.9	2.9
其它地区净利润（亿美元）	0.0	0.3	0.4	0.4	0.7	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2
合计净利润（亿人民币元）	0.0	24.1	49.4	37.2	56.1	61.2	66.2	63.2	66.4	69.9

数据来源：Global Cancer Statistics 2018、ECIS、cancer statistics、瑞金医院血液科、广发证券发展研究中心

表6：金斯瑞BCMA CAR-T现金流假设情况（亿美元）

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中国										
收入	0	0.7	1.1	0.6	1.5	1.9	1.8	2	2.3	2.3
EBIT(%)	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%
EBIT	0	0.3	0.5	0.3	0.7	0.9	0.8	0.9	1	1.1
tax rate	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
EBIT*(1-T)	0	0.3	0.4	0.3	0.6	0.8	0.7	0.8	0.9	0.9

美国

收入	0	3.3	12.3	6.8	9.1	10	11.9	11.8	12.3	13.3
EBIT(%)	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%
EBIT	0	1.5	5.7	3.1	4.2	4.6	5.5	5.4	5.7	6.1
tax rate	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
EBIT*(1-T)	0	1.2	4.5	2.5	3.3	3.6	4.3	4.3	4.5	4.8

欧洲

收入	0	2.3	4.3	5.7	8.9	9.1	9.1	7.6	7.8	7.7
EBIT(%)	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%
EBIT	0	1.1	2	2.6	4.1	4.2	4.2	3.5	3.6	3.5
tax rate	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
EBIT*(1-T)	0	0.8	1.6	2.1	3.3	3.3	3.4	2.8	2.9	2.8

全球其他地区

收入	0	0.9	1.2	1.2	2	2.4	2.5	2.8	3.1	3.3
EBIT(%)	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%
EBIT	0	0.4	0.5	0.6	0.9	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5
tax rate	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
EBIT*(1-T)	0	0.3	0.4	0.4	0.7	0.9	0.9	1	1.1	1.2

合计 FCFF	0	2.6	6.9	5.3	7.9	8.6	9.3	8.9	9.4	9.7
---------	---	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

数据来源: Global Cancer Statistics 2018、ECIS、cancer statistics、瑞金医院血液科、广发证券发展研究中心

表7: 金斯瑞WACC核心假设

核心假设	
WACC	11.41%
股权成本 (根据 CAPM 模型计算 $K_e = R_f + \beta (R_m - E_f)$)	18.28%
债权成本 (参照公司债券融资成本)	4.00%
股权 Beta (上市以来公司收益率相对恒生指数收益率回归计算)	1.53
无风险利率 (参照十年期国债到期收益率)	3.00%
市场风险溢价 (参考恒生指数近三年年均收益率)	9.00%
目标资产负债率 (公司当前资产负债率略高于 40%)	40.00%
企业所得税税率 (医药高新企业所得税率 15%)	15.00%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

表8: 金斯瑞BCMA CAR-T的DCF估值

假设项目	
WACC	11.41%
永续增长率	3.0%
终值 (百万美元, 2031 年)	3646
风险调整现值 (百万美元)	6757
股票价值 (百万美元)	6757
发行股数 (百万股)	1866
归属传奇的每股净现值 (美元)	3.62

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

归属传奇的每股净现值（港元）	28,39
汇率（美元/港元）	7.84
上市公司对于传奇的持股比例	84.84%
归属上市公司股东的每股净现值（港元）	24.08

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

表9：金斯瑞BCMA CAR-T DCF估值的敏感性分析（港元/股）

	永续增长率												
WACC	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	4%	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	6%
12.41%	18.17	18.53	18.93	19.36	19.84	20.36	20.94	21.59	22.31	23.12	24.04	25.10	26.32
12.16%	18.68	19.07	19.50	19.96	20.47	21.04	21.66	22.36	23.14	24.03	25.03	26.19	27.54
11.91%	19.23	19.64	20.10	20.59	21.14	21.75	22.42	23.18	24.03	24.99	26.09	27.37	28.86
11.66%	19.79	20.24	20.72	21.26	21.85	22.50	23.23	24.05	24.97	26.02	27.24	28.65	30.30
11.41%	20.39	20.86	21.38	21.96	22.59	23.29	24.08	24.97	25.98	27.13	28.47	30.03	31.88
11.16%	21.01	21.52	22.08	22.69	23.38	24.14	24.99	25.96	27.06	28.33	29.80	31.54	33.61
10.91%	21.66	22.21	22.81	23.47	24.21	25.03	25.96	27.02	28.22	29.62	31.25	33.19	35.51
10.66%	22.35	22.93	23.58	24.29	25.09	25.98	27.00	28.15	29.48	31.02	32.83	35.00	37.63
10.41%	23.07	23.70	24.39	25.16	26.03	27.00	28.10	29.37	30.83	32.53	34.56	36.99	39.98

数据来源：Global Cancer Statistics 2018、ECIS、cancer statistics、瑞金医院血液科、广发证券发展研究中心

*该表格已换为港元/股，且已经考虑上市公司对于传奇生物持股比例为 84.84%；汇率：1 美元=7.10 人民币元；1 港元=0.90 人民币元

我们采用SOTP对公司进行估值，得到公司整体的合理价值为29.02港元/股，其中：**1）生命科学服务及产品业务：**每股价值3.42港元；**2）生物制剂开发服务：**每股价值2.78港元；**3）工业合成生物产品：**每股价值1.14港元；**4）细胞治疗业务：**考虑该产品处于报产前的全球二期临床，且美国1b临床数据优异，我们预计其成功上市的概率为90%，当前反应在公司市值中的合理价值为21.68港元/股。

公司传统业务增长稳健，CAR-T产品美国1b期临床试验和中国IIT的数据优异，成为Best-in-Class创新药的确定性不断提高，上市后将贡献较大利润弹性，维持“买入”评级。

风险提示

费用投入超预期；研发进展低于预期；临床数据不达预期

资产负债表						现金流量表					
单位: 万美元						单位: 万美元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	39,790	67,946	59,862	48,404	36,488	经营活动现金流	2,137	29,541	-4,769	-8,513	-9,862
货币资金	12,386	49,456	25,381	25,774	10,712	净利润	2,701	2,076	-5,368	-7,690	-9,631
应收及预付	25,535	6,784	7,611	9,035	11,046	折旧摊销	700	1,293	1,405	1,728	1,851
存货	688	1,243	1,721	1,983	2,313	营运资金变动	-2,199	25,851	-1,228	-2,617	-2,147
其他流动资产	1,181	10,463	25,149	11,613	12,417	其它	935	321	422	65	65
非流动资产	10,637	23,751	27,942	31,414	34,763	投资活动现金流	-3,645	-18,167	-5,200	-5,200	-5,200
长期股权投资	61	292	299	299	299	资本支出	-2,922	-7,084	-5,000	-5,000	-5,000
固定资产	8,051	15,801	19,601	23,101	26,501	投资变动	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	其他	-723	-11,083	-200	-200	-200
无形资产	247	1,964	1,784	1,584	1,364	筹资活动现金流	204	25,727	-14,106	14,106	0
其他长期资产	2,278	5,694	6,258	6,430	6,599	银行借款	0	1,050	-14,106	14,106	0
资产总计	50,427	91,698	87,804	79,818	71,251	股权融资	294	25,129	0	0	0
流动负债	27,272	15,352	16,328	16,478	16,284	其他	-90	-452	0	0	0
短期借款	0	1,050	1,715	1,715	1,715	现金净增加额	-1,304	37,102	-24,075	393	-15,062
应付及预收	950	1,025	1,348	2,706	2,300	期初现金余额	13,646	12,386	49,456	25,381	25,774
其他流动负债	26,322	13,277	13,265	12,057	12,269	期末现金余额	12,386	49,456	25,381	25,774	10,712
非流动负债	323	27,016	27,965	27,291	28,550	主要财务比率					
长期借款	0	26,213	26,213	26,213	26,213	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
应付债券	0	0	0	0	0	成长能力					
其他非流动负债	323	803	1,752	1,078	2,337	营业收入增长	33.04%	51.34%	20.25%	18.71%	22.26%
负债合计	27,595	42,368	44,293	43,770	44,834	营业利润增长	18.57%	-40.47%	-354.2%	43.73%	25.44%
股本	173	184	186	186	186	归母净利润增长	-0.19%	-18.76%	-310.6%	47.92%	26.10%
资本公积	0	0	0	0	0	获利能力					
留存收益	21,608	3,569	4,745	6,132	7,781	毛利率	68.52%	68.63%	65.21%	63.43%	61.92%
归属母公司股东权益	21,781	47,866	43,172	36,561	28,224	净利率	17.69%	8.99%	-19.32%	-23.32%	-23.89%
少数股东权益	1,051	1,464	566	-513	-1,807	ROE	13.21%	6.09%	-9.82%	-16.58%	-25.74%
负债和股东权益	50,427	91,698	87,804	79,818	71,251	ROIC	25.87%	227.19%	-26.75%	-63.64%	-54.95%
利润表						偿债能力					
单位: 万美元						资产负债率	54.72%	46.20%	50.45%	54.84%	62.92%
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	净负债比率	-54.25%	-89.81%	-44.96%	-55.36%	-18.53%
营业收入	15,265	23,102	27,779	32,976	40,317	流动比率	1.46	4.43	3.67	2.94	2.24
营业成本	-4,806	-7,248	-9,663	-12,061	-15,351	速动比率	0.96	0.85	0.59	0.74	0.56
营业税金及附加	0	0	0	0	0	营运能力					
销售费用	-2,491	-3,877	-6,192	-7,430	-8,916	总资产周转率	0.30	0.25	0.32	0.41	0.57
管理费用	-4,009	-4,058	-5,346	-6,415	-7,698	应收账款周转率	0.60	3.41	3.65	3.65	3.65
研发费用	-1,806	-7,408	-13,824	-16,589	-19,906	存货周转率	6.99	5.83	5.62	6.08	6.64
财务费用	0	-5	-45	-45	-45	每股指标 (美元)					
资产减值损失	0	0	0	0	0	每股收益	0.02	0.01	(0.02)	(0.04)	(0.04)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股经营现金流	0.01	0.16	(0.03)	(0.05)	(0.05)
投资净收益	13	130	50	50	50	每股净资产	0.13	0.27	0.23	0.19	0.14
营业利润	3,856	2,295	-5,834	-8,385	-10,519	估值比率					
营业外收支	639	1,894	1,718	1,440	1,343	P/E	166.68	217.55	-	-	-
利润总额	3,852	2,270	-5,899	-8,450	-10,584	P/B	19.07	9.36	10.76	12.99	17.73
所得税	-1,152	-194	531	761	953	EV/EBITDA	103.44	131.66	-	-	-
净利润	2,701	2,076	-5,368	-7,690	-9,631						
少数股东损益	88	-46	-899	-1,078	-1,294						
归属母公司净利润	2,612	2,122	-4,470	-6,611	-8,337						
EBITDA	4,538	3,565	-4,454	-6,685	-8,699						
EPS (美元)	0.02	0.01	(0.02)	(0.04)	(0.04)						

广发医药行业研究小组

罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
 孙辰阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
 孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
 马步云：高级分析师，清华大学金融学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
 李安飞：联系人，中山大学医学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
 李东升：联系人，上海交通大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。