金斯瑞生物科技(01548)



**│**

证券研究报告

2023 年 08 月 22 日

# 事件：

**-**

|  |  |
| --- | --- |
| **行 业：** | **医药生物/生物制品** |
| **投资评级：** | **买入（维持）** |
| **当前价格：** | 17.64 港元 |
| **目标价格：** | 27.69 港元 |

**细胞治疗明星产品 Carvykti 成为公司业绩核心推动力**

## 基本数据

公司发布中报，2023H1 实现营收 3.91 亿美元，同比+26.4%；毛利润 1.75

|  |  |
| --- | --- |
| 总股本/流通股本(百万股) | 2,118.67/2,118.67 |
| 流通市值(百万港元) | 37,373.28 |
| 每股净资产(港元) | 5.01 |
| 资产负债率(%) | 38.36 |
| 一年内最高/最低(港元) | 30.00/13.96 |

亿美元，同比+3.9%；经调整净亏损 1.62 亿美元，同比+20.2%；经调整公

司拥有人应占净亏损 0.94 亿美元，同比-30.9%；业绩基本符合预期。

## 非细胞疗法业务继续保持稳健增长

2023H1 非细胞疗法业务营收 2.82 亿美元，同比+13.8%；经调整净利润 0.62

亿美元，同比+31.4%。其中生命科学业务营收 1.99 亿美元，同比+16.6%，

受益于欧美业务量和海外生产效率提升，经调整毛利 1.1 亿美元，同比

+9.2%；生物药 CDMO 业务营收 0.65 亿美元，同比+3.8%，受产能利用率下降和生产工艺改进所致的存货拨备影响，经调整毛利 0.20 亿美元，同比-

18.4%；工业合成生物产品业务营收 0.18 亿美元，同比+8.3%。

## “Best-in-Class”细胞治疗产品 Carvykti 加速抢占市场

BCMA CAR-T 产品 Carvykti 在 2023H1 录得收入 1.10 亿美元，同比+76.9%， 包含与强生合作的0.15 亿美元里程碑付款与0.94 亿美元销售分成。2023H2 传奇生物与强生将进一步扩大细胞治疗产品产能供给，在推进一线治疗III 期临床 CARTITUDE-5 和 6 的同时，满足更多的商业化患者需求。Carvykti 用于治疗 2-4 线多发性骨髓瘤的 III 期临床 CARTITUDE-4 也已达到主要终点，预计在 2024 年 4 月于美国获批，加速海外市场销售放量。

## 盈利预测、估值与评级

考虑到生物药 CDMO 业务增速放缓、以及对公司扭亏为盈的时间预期，我们预计 2023-24 年收入分别为 9.16/13.41 亿美元（原值为 9.49/18.17 亿美元），对应增速分别为 46.34%/46.46%；归母净利润分别为-1.99/-0.93 亿美元（原值为-0.93/1.78 亿美元）。鉴于公司各业务板块差异性较大，我们采用分部估值法估值，给予公司 2023 年目标市值 585 亿港元，对应目标价

为 27.69 港元，维持“买入”评级。

## 股价相对走势

金斯瑞生物科技

20%

-3%

-27%

-50%

2022/8 2022/12 2023/4 2023/8

**作者**

|  |
| --- |
| 分析师：郑薇 |
| 执业证书编号：S0590521070002 |
| 邮箱：[zhengwei@glsc.com.cn](mailto:zhengwei@glsc.com.cn) |

**风险提示：**临床试验结果不及预期；新产品商业化不及预期；行业政策波动；市场竞争加剧；新冠疫情；汇率变化

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **财务数据和估值** | **2021** | **2022** | **2023E** | **2024E** | **2025E** |
| 营业收入（百万美元） | 511.06 | 625.70 | 915.65 | 1,341.10 | 2,061.52 |
| 增长率（%） | 30.76% | 22.43% | 46.34% | 46.46% | 53.72% |
| EBITDA（百万美元） | -446.22 | -354.17 | -116.27 | -72.26 | 36.60 |
| 归母净利润（百万美元） | -347.87 | -226.85 | -198.93 | -93.21 | 77.05 |
| 增长率（%） | -69.74% | 34.79% | 12.31% | 53.14% | 182.66% |
| EPS（美元/股） | -0.16 | -0.11 | -0.09 | -0.04 | 0.04 |
| 市盈率（P/E） | -107.4 | -164.7 | -187.9 | -401.0 | 485.0 |
| 市净率（P/B） | 42.5 | 37.0 | 2.0 | 1.0 | 0.7 |
| EV/EBITDA | 1.7 | 1.5 | 2.3 | 2.3 | -4.1 |
| 数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2023 年 08 月 21 日收盘价 | | | | | |

## 相关报告

**公司报告**

**港股**

**公司半年报点评**



**公司报告│港股-公司半年报点评**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| ***财务预测摘要*** |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| **资产负债表** |  |  |  |  |  |  | **利润表** |  |  |  |  |  |
| **单位:百万美元** | **2021** | **2022** | **2023E** | **2024E** | **2025E** |  | **单位:百万美元** | **2021** | **2022** | **2023E** | **2024E** | **2025E** |
| 货币资金 | 1,182.4 | 1,051.2 | 18,435.6 | 36,019.0 | 53,716.8 |  | **营业收入** | 511.1 | 625.7 | 915.7 | 1,341.1 | 2,061.5 |
| 应收账款+票据 | 142.3 | 104.1 | 246.5 | 361.0 | 554.9 |  | 营业成本 | 207.6 | 321.6 | 463.7 | 669.4 | 1,008.9 |
| 预付账款 | 17.3 | 71.8 | 56.2 | 82.3 | 126.4 |  | 税金及附加 | 13.0 | 24.3 | 35.5 | 39.0 | 0.0 |
| 存货 | 44.4 | 59.9 | 98.2 | 141.7 | 213.6 |  | 营业费用 | 168.0 | 168.3 | 257.6 | 377.3 | 579.9 |
| 其他 | 251.6 | 478.0 | 617.7 | 806.7 | 1,126.8 |  | 管理费用 | 492.9 | 572.6 | 338.9 | 431.5 | 539.9 |
| **流动资产合计** | 1,638.0 | 1,765.0 | 19,454.1 | 37,410.7 | 55,738.6 |  | 财务费用 | 2.4 | 13.3 | -20.7 | -82.6 | -144.4 |
| 长期股权投资 | 3.3 | 4.4 | 4.4 | 4.4 | 4.4 |  | 资产减值损失 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 固定资产 | 439.9 | 521.6 | 439.9 | 358.1 | 276.4 |  | 公允价值变动收益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 在建工程 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |  | 投资净收益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 无形资产 | 85.6 | 126.9 | 105.8 | 84.6 | 63.5 |  | 其他 | -372.8 | -474.4 | -159.3 | -93.4 | 77.2 |
| 其他非流动资产 | 66.0 | 128.6 | 127.7 | 126.8 | 125.9 |  | **营业利润** | -123.6 | 42.7 | -40.0 | 0.0 | 0.0 |
| **非流动资产合计** | 594.8 | 781.4 | 677.7 | 573.9 | 470.1 |  | 营业外净收益 | -496.4 | -431.7 | -199.3 | -93.4 | 77.2 |
| **资产总计** | 2,232.8 | 2,546.4 | 20,131.8 | 37,984.6 | 56,208.7 |  | **利润总额** | 4.6 | -3.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 短期借款 | 0.5 | 33.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |  | 所得税 | -501.0 | -428.0 | -199.3 | -93.4 | 77.2 |
| 应付账款+票据 | 30.2 | 55.8 | 76.0 | 109.8 | 165.4 |  | **净利润** | -153.1 | -201.1 | -0.4 | -0.2 | 0.2 |
| 其他 | 433.7 | 456.5 | 614.7 | 887.2 | 1,338.4 |  | 少数股东损益 | -347.9 | -226.9 | -198.9 | -93.2 | 77.1 |
| **流动负债合计** | 464.4 | 546.0 | 690.7 | 996.9 | 1,503.8 |  | **归属于母公司净利润** | 511.1 | 625.7 | 915.7 | 1,341.1 | 2,061.5 |
| 长期带息负债 | 121.1 | 261.0 | 261.0 | 261.0 | 261.0 |  |  |  |  |  |  |  |
| 长期应付款 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |  | **财务比率** |  |  |  |  |  |
| 其他 | 554.4 | 376.7 | 376.7 | 376.7 | 376.7 |  |  | **2021** | **2022** | **2023E** | **2024E** | **2025E** |
| **非流动负债合计** | 675.4 | 637.7 | 637.7 | 637.7 | 637.7 |  | **成长能力** |  |  |  |  |  |
| **负债合计** | 1,139.8 | 1,183.7 | 1,328.5 | 1,634.7 | 2,141.6 |  | 营业收入 | 30.8% | 22.4% | 46.3% | 46.5% | 53.7% |
| 少数股东权益 | 213.2 | 352.1 | 351.7 | 351.5 | 351.7 |  | EBIT | -78.7% | 15.3% | 47.4% | 20.0% | 61.8% |
| 股本 | 2.1 | 2.1 | 1,002.1 | 2,002.1 | 3,002.1 |  | EBITDA | -83.2% | 20.6% | 67.2% | 37.8% | 150.6% |
| 资本公积 | 877.7 | 1,008.4 | 17,648.4 | 34,288.4 | 50,928.4 |  | 归属于母公司净利润 | -69.7% | 34.8% | 12.3% | 53.1% | 182.7% |
| 留存收益 | 0.0 | 0.0 | -198.9 | -292.1 | -215.1 |  | **获利能力** |  |  |  |  |  |
| **股东权益合计** | 1,093.0 | 1,362.7 | 18,803.3 | 36,349.9 | 54,067.1 |  | 毛利率 | 59.4% | 48.6% | 49.4% | 50.1% | 51.1% |
| **负债和股东权益总计** | 2,232.8 | 2,546.4 | 20,131.8 | 37,984.6 | 56,208.7 |  | 净利率 | -98.0% | -68.4% | -21.8% | -7.0% | 3.7% |
|  |  |  |  |  |  |  | ROE | -39.5% | -22.4% | -1.1% | -0.3% | 0.1% |
| **现金流量表** |  |  |  |  |  |  | ROA | -15.6% | -8.9% | -1.0% | -0.2% | 0.1% |
| **单位:百万美元** | **2021** | **2022** | **2023E** | **2024E** | **2025E** |  | ROIC | -151.4% | -564.5% | -39.3% | -34.6% | -13.0% |
| 税后经营利润 | -376.2 | -470.3 | -159.3 | -93.4 | 77.2 |  | **估值倍数** |  |  |  |  |  |
| 折旧与摊销 | 47.8 | 64.2 | 103.8 | 103.8 | 103.8 |  | P/E | -107.4 | -164.7 | -187.9 | -401.0 | 485.0 |
| 财务费用 | 2.4 | 13.3 | -20.7 | -82.6 | -144.4 |  | P/S | 73.1 | 59.7 | 40.8 | 27.9 | 18.1 |
| 其他经营资金 | 189.3 | 272.5 | -126.3 | -67.0 | -123.2 |  | P/B | 42.5 | 37.0 | 2.0 | 1.0 | 0.7 |
| **经营性现金净流量** | -136.8 | -120.3 | -202.6 | -139.3 | -86.6 |  | 股息率 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **投资性现金净流量** | -212.5 | -443.3 | -40.0 | 0.0 | 0.0 |  | EV/EBIT | 1.5 | 1.2 | 1.2 | 0.9 | 2.3 |
| **筹资性现金净流量** | 902.1 | 419.3 | 17,627.0 | 17,722.6 | 17,784.4 |  | EV/EBITDA | 1.7 | 1.5 | 2.3 | 2.3 | -4.1 |
| **现金流量净额** | 552.8 | -144.3 | 17,384.4 | 17,583.4 | 17,697.8 |  | **EV/NOPLAT** | **2.0** | **1.1** | **1.5** | **0.9** | **2.3** |
| 数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2023 年 08 月 21 日收盘价 | | | | | | | |  |  |  |  |  |



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们

对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 评级说明

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 投资建议的评级标准 |  | 评级 | 说明 |
| 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 6 到 12 个  月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达  克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上 |
| 增持 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间 |
| 持有 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间 |
| 卖出 | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上 |
| 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上 |
| 中性 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间 |
| 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上 |

**一般声明**

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料， 但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做

出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品

等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 版权声明

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

|  |
| --- |
| **联系我们** |
| **北京：**北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场A 塔 4 楼 **上海：**上海市浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇二座 25 楼 |
| **无锡：**江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼 **深圳：**广东省深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心大厦 45 楼 |
| 电话：0510-85187583 |