

医药	收盘价 港元 10.84	目标价 港元 27.75	潜在涨幅 +156.0%	2024年4月24日
----	-----------------	-----------------	-----------------	------------

金斯瑞生物 (1548 HK)

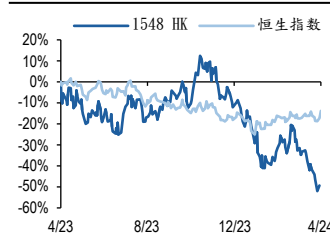
大适应症获批，Carvykti 快速放量可期；关注 2H 催化剂集中落地

- Carvykti 新增二线治疗 MM 适应症，关注初治 MM 临床进展。** 强生的 1Q24 报告显示，Carvykti 录得 1.57 亿美元的销售，同比+118.1%。2024 年 4 月，Carvykti 相继在美国和欧洲获批用于治疗早期复发 RRMM 患者（2-4L），成为首款获批该适应症的 BCMA CAR-T。产能方面，公司目标 2025 年底达到 1 万剂，比利时厂房一期项目将在 2024 年底前投用于商业化生产，二期有望在 2H25 投入商业化生产。4 月 1 日，传奇生物与诺华达成合作加强 Carvykti 的全球生产与供应能力。我们预计，新适应症的获批将推动产品 OOS 显著降低、叠加新产能逐步释放，下半年起销售有望逐季快速爬坡。此外，我们建议重点关注 CARTITUDE-2 试验中评价初治 MM 的 E 和 F 队列（传奇曾表示最快于年底读出数据），对进行中的 III 期 CARTITUDE-5 和 CARTITUDE-6 试验有重要指示意义。
- 投融资环境持续复苏下，CDMO 板块表现有机会超预期：**管理层曾指引，CDMO 业务（蓬勃生物）全年收入将和去年大致持平，2H 表现优于 1H。2024 年初以来，海外生物医药融资案例数和金额持续复苏，1Q24 分别同比增长 15%/78%（图表 1、2），而公司业务拓展重心也逐步转移至欧美。在此背景下，我们预计海外订单和收入比重将进一步提升，而考虑到当前市场对内地 CXO 企业的业绩表现有较悲观的预期，今年蓬勃的业绩和订单量有一定超预期的可能。对于生命科学服务板块和百斯杰，公司指引全年收入录得 15-20%和 20-30%（@CER）的强劲增速。
- 维持目标价，关注 2H 催化剂：**根据 1Q24 实际销售，我们略微下调了 Carvykti 2024-25 年销售预测至 9 亿/17 亿美元，但全球产能扩张和 2L MM 的成功获批提升了我们对长期销售爬坡的信心，将 Carvykti 的峰值销售预测略微调高至 65 亿美元。我们继续基于 SOTP 模型对公司进行估值，并维持 27.75 港元的目标价不变。我们认为，公司当前股价被明显低估，远未反映蓬勃、百斯杰和传奇的长期潜力以及标的本身在中国医药行业中的高稀缺性。近期催化剂包括 Carvykti 销售放量、CARTITUDE-2 试验 E/F 队列数据读出、以及 CDMO 板块业绩和订单量复苏，或将在 2H 集中落地。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	24.45
52周低位 (港元)	10.44
市值 (百万港元)	22,922.59
日均成交量 (百万)	21.59
年初至今变化 (%)	(45.42)
200天平均价 (港元)	17.67

资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com
(852) 3766 1854

财务数据一览

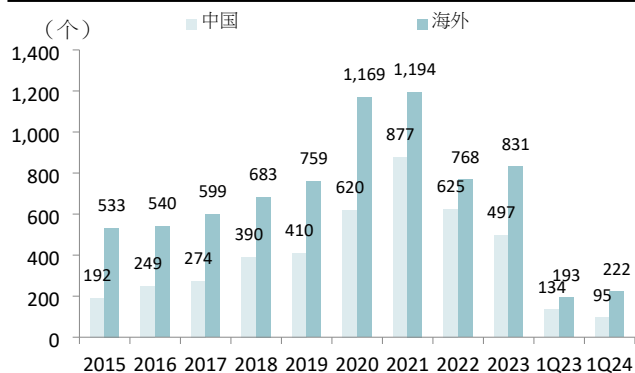
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万美元)	626	840	1,265	1,684	2,172
同比增长 (%)	27.7	34.2	50.6	33.1	29.0
净利润 (百万美元)	(227)	(82)	(126)	13	176
每股盈利 (美元)	(0.11)	(0.04)	(0.06)	0.01	0.08
同比增长 (%)	-38.8	-64.2	54.0	-110.4	1,249.2
前EPS预测值 (美元)			(0.07)	0.01	0.08
调整幅度 (%)			-10.2	-11.4	1.5
市盈率 (倍)	NA	NA	NA	224.2	16.6
每股账面净值 (美元)	0.48	0.66	0.53	0.51	0.60
市账率 (倍)	2.88	2.11	2.63	2.72	2.31

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

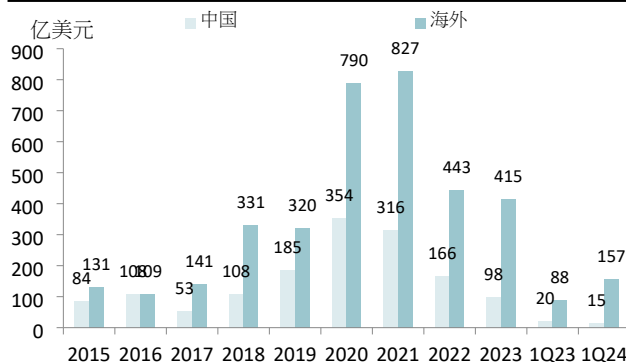
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 海外/中国创新药融资案例数



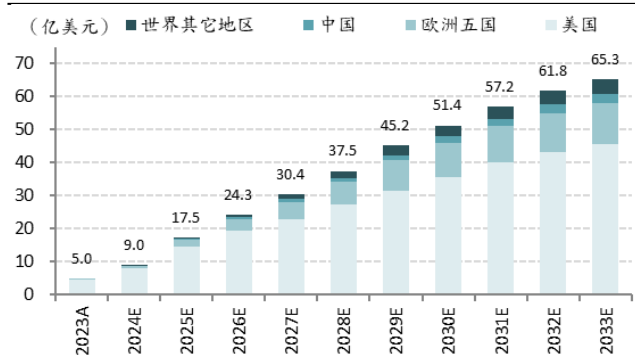
资料来源: 医药魔方, 交银国际

图表 2: 海外/中国创新药融资金额



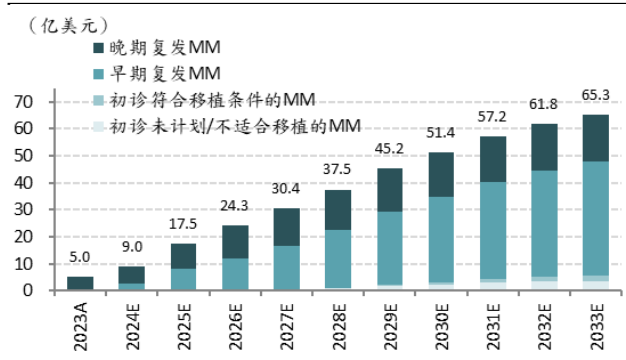
资料来源: 医药魔方, 交银国际

图表 3: Cilta-cel 销售额预测 (按地区划分)



资料来源: 医药魔方, 交银国际

图表 4: Cilta-cel 销售额预测 (按适应症划分)



资料来源: 医药魔方, 交银国际

图表 5: 金斯瑞财务预测变化

百万美元	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	1,265	1,320	-4.2%	1,684	1,743	-3.4%	2,172	2,156	0.8%
毛利润	705	733	-3.8%	943	979	-3.6%	1,281	1,270	0.8%
毛利率	55.8%	55.5%	0.2ppt	56.0%	56.2%	-0.1ppt	59.0%	58.9%	0.0ppt
归母净利润 (亏损)	-126	-141	-10.2%	13	15	-11.4%	176	174	1.5%

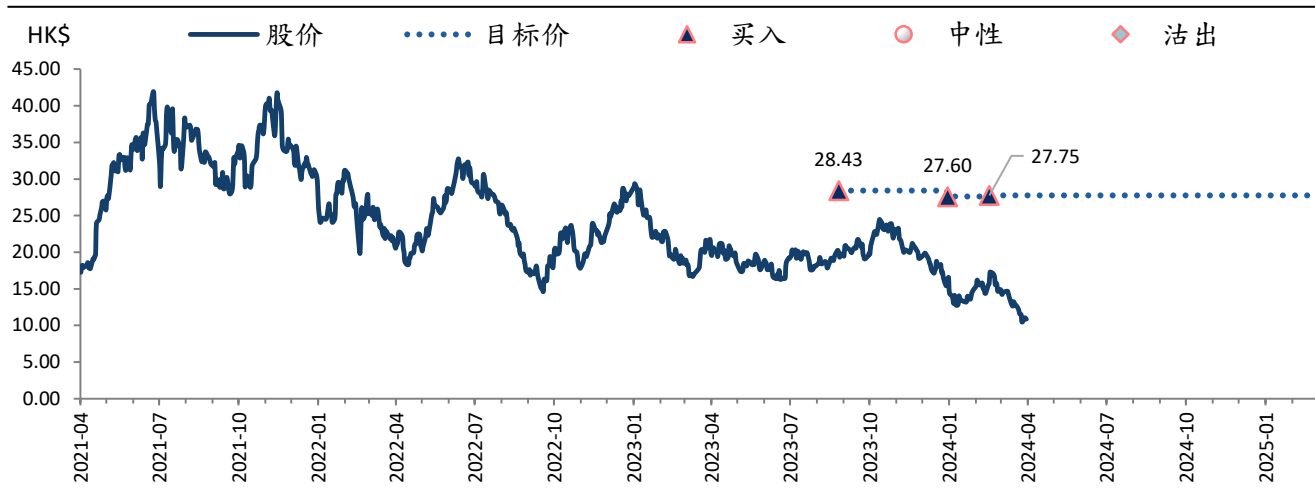
资料来源: 交银国际预测

图表 6: 金斯瑞生物：分部加总估值

业务板块	估值方法	目标倍数 (2024E)	目标估值 (百万美元)	公司持股比例	归属公司的目标估值 (百万美元)	占公司整体目标估值比重
生命科学服务	P/E	15.0x	1,312	100.00%	1,312	17%
生物药 CDMO	P/S	8.8x	1,056	70.32%	743	10%
工业合成生物产品	P/S	6.5x	354	82.59%	292	4%
细胞治疗	NPV	NA	10,783	48.29%	5,207	69%
合计 (百万美元)					7,554	100%
合计 (百万港元)					58,922	
总股数 (百万)					2,123	
目标价 (港元)					27.75	

资料来源: 交银国际预测

图表 7: 金斯瑞生物 (1548 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 8: 交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
9995 HK	荣昌生物	买入	29.40	56.00	90.5%	2024 年 03 月 28 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	47.45	70.00	47.5%	2024 年 03 月 19 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	10.84	27.75	156.0%	2024 年 03 月 12 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	0.87	4.40	406.2%	2023 年 08 月 28 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	4.41	7.40	67.7%	2023 年 11 月 16 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	18.98	42.00	121.3%	2024 年 02 月 02 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	12.90	16.20	25.6%	2024 年 03 月 27 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	31.25	49.00	56.8%	2024 年 03 月 28 日	医疗服务
1177 HK	中国生物制药	买入	2.68	4.80	79.1%	2024 年 04 月 01 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	9.92	14.00	41.2%	2024 年 04 月 01 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	5.24	11.50	119.4%	2024 年 02 月 19 日	制药
1093 HK	石药集团	买入	6.22	10.00	60.8%	2023 年 11 月 22 日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	30.06	36.70	22.1%	2023 年 11 月 22 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	43.70	45.50	4.1%	2024 年 04 月 18 日	制药
3692 HK	翰森制药	中性	16.80	16.00	-4.8%	2024 年 03 月 27 日	制药

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 4 月 24 日

财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	626	840	1,265	1,684	2,172
主营业务成本	(322)	(430)	(559)	(740)	(891)
毛利	304	410	705	943	1,281
销售及管理费用	(351)	(388)	(542)	(583)	(687)
研发费用	(390)	(433)	(418)	(371)	(370)
其他经营净收入/费用	(24)	(29)	(44)	(58)	(75)
经营利润	(461)	(440)	(298)	(69)	148
财务成本净额	(13)	(28)	(18)	(18)	(18)
应占联营公司利润及亏损	(0)	(0)	0	0	0
其他非经营净收入/费用	43	131	38	51	65
税前利润	(432)	(337)	(278)	(37)	195
税费	4	(4)	2	0	(4)
非控股权益	201	260	150	50	(15)
净利润	(227)	(82)	(126)	13	176
作每股收益计算的净利润	(227)	(82)	(126)	13	176

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1,024	1,446	1,153	1,125	1,319
应收账款及票据	104	217	158	211	272
存货	60	53	104	138	166
其他流动资产	577	636	636	636	636
总流动资产	1,765	2,353	2,052	2,110	2,393
物业、厂房及设备	522	608	942	1,070	1,164
无形资产	106	122	122	122	122
合资企业/联营公司投资	4	15	15	15	15
其他长期资产	150	289	289	289	289
总长期资产	781	1,034	1,368	1,496	1,590
总资产	2,546	3,387	3,420	3,606	3,983
应付账款	356	313	689	912	1,098
其他短期负债	190	181	160	160	160
总流动负债	546	495	849	1,072	1,258
长期贷款	261	287	261	261	261
其他长期负债	377	561	541	541	541
总长期负债	638	848	802	802	802
总负债	1,184	1,343	1,651	1,874	2,060
股本	2	2	2	2	2
储备及其他资本项目	1,008	1,389	1,113	1,076	1,267
股东权益	1,011	1,391	1,115	1,078	1,270
非控股权益	352	653	653	653	653
总权益	1,363	2,044	1,768	1,732	1,923

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(432)	(337)	(278)	(37)	195
折旧及摊销	64	59	75	89	102
营运资本变动	138	(116)	8	(86)	(89)
利息调整	8	0	0	0	0
税费	1	(4)	2	0	(4)
其他经营活动现金流	100	125	394	242	204
经营活动现金流	(120)	(273)	201	208	408
资本开支	(204)	(146)	(408)	(218)	(195)
投资活动	(377)	(11)	0	0	0
其他投资活动现金流	138	(200)	0	0	0
投资活动现金流	(443)	(358)	(408)	(218)	(195)
负债净变动	33	26	(69)	0	0
权益净变动	415	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(28)	1,042	(16)	(18)	(18)
融资活动现金流	419	1,068	(86)	(18)	(18)
汇率收益/损失	(13)	(1)	0	0	0
年初现金	1,181	1,024	1,446	1,153	1,125
年末现金	1,024	1,446	1,153	1,125	1,319

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(美元)					
核心每股收益	(0.108)	(0.039)	(0.060)	0.006	0.083
全面摊薄每股收益	(0.108)	(0.039)	(0.060)	0.006	0.083
每股账面值	0.480	0.656	0.526	0.509	0.599
利润率分析(%)					
毛利率	48.6	48.8	55.8	56.0	59.0
EBITDA利润率	(63.4)	(45.4)	(17.6)	1.2	11.5
EBIT利润率	(73.7)	(52.4)	(23.6)	(4.1)	6.8
净利率	(36.3)	(9.8)	(10.0)	0.8	8.1
盈利能力(%)					
ROA	(8.9)	(2.4)	(3.7)	0.4	4.4
ROE	(16.6)	(4.0)	(7.1)	0.8	9.2
ROIC	(14.0)	(3.5)	(6.2)	0.7	8.1
其他					
流动比率	3.2	4.8	2.4	2.0	1.9
存货周转天数	68.0	45.3	68.0	68.0	68.0
应收账款周转天数	60.7	94.5	45.7	45.7	45.7
应付账款周转天数	404.6	266.0	449.6	449.6	449.6

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极觅速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、長久股份有限公司、乐思集团有限公司及出门问问有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。