

## 与杨森达成 CAR-T 全球合作, 输出中国创新药

### 投资要点

- **事件:** 12月22日, 公司公告子公司南京传奇生物科技(Legend Biotech)与 Janssen Biotech(杨森生物科技)达成合作协议, 杨森将获得南京传奇重磅 CAR-T 疗法 LCAR-B38M 的开发、生产、以及市场推广许可。在大中华地区, 南京传奇与杨森将以 70/30 的比例共同承担成本和分享收益。在全球的其他地区, 比例为 50/50 分配。在该协议日期十个工作日内, 杨森将支付 3.5 亿美元的先期资金。随着开发、监管及商业化批准等里程碑的到来, 杨森将提供额外的资金。
- **LCAR-B38M 实验结果达国际一流水平, 为 CFDA 审理的第一个 CAR-T 疗法。** 子公司南京传奇生物科技在 2017 年 6 月美国临床肿瘤学会年会(ASCO)公布了 CAR-T 疗法在多发性骨髓瘤治疗上的优异成果。1) 公司在研 CAR-T 药物是一款靶向 BCMA(B 细胞成熟抗原)和 CD38 的双靶点 CAR-T 疗法。BCMA 是 CD19 之外 CAR-T 中最有希望的靶点之一; 2) 公司结果显示 35 名复发性或耐药性多发性骨髓瘤患者(平均已接受过 3 种疗法治疗)参与的临床试验中, 该疗法的客观缓解率为 100%。在最早的 19 名患者中, 14 名达到了严格的完全缓解, 5 名部分缓解, 并且 5 名接受治疗超过 1 年的患者依旧处于完全缓解期; 3) 同样重要的是, 公司数据显示该疗法有较好的安全性; 4) 主要竞争对手 Bluebird 虽然入组病人质量(平均已接受过 7 种治疗方案)及剂量设计方面优于金斯瑞, 但是金斯瑞的病人数接近 Bluebird 两倍, 并且试验结果更好。截止至 2017 年 9 月 18 日, 公司已完成 71 例病人的治疗。2017 年 12 月 11 日, LCAR-B38M 成为 CFDA 审理的第一个 CAR-T 疗法。
- **杨森在新药研发推广领域积累深厚, 本次合作将利于 LCAR-B38M 商业化。** 杨森生物技术为全球制药巨头强生子公司杨森的附属公司。杨森已经开发过约 70 种新药, 其中包括知名药物吗丁啉、洛哌丁胺、达克宁等, 其研究覆盖抗真菌、抗感染、心血管系统、肿瘤学等多个领域。本次合作预计将提升公司临床研究及产品商业化的经验, 保障相关基础设施的建设, 促进产品成功商业化。
- **盈利预测与评级:** 鉴于公司计划推进 CAR-T 细胞疗法的研究, 我们预计公司未来三年的研发费用支出会有较大幅度的增加, 在暂不考虑强生合作的影响下, 预计公司 17/18/19 年度净利润分别为 29/32/33 百万美元, EPS 分别为 1.7/1.9/2.0 美分(即 0.133/0.146/0.152 港元)。公司为国内乃至全球 CAR-T 疗法龙头, 标的稀缺, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 汇率波动风险; 行业竞争或导致公司主营业务订单数量增速不及预期; CAR-研发进展或不及预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万美元)	115	143	185	243
增长率	32%	25%	29%	31%
净利润(百万美元)	26	29	32	33
增长率	51%	10%	9%	5%
每股盈利(美元)	0.02	0.02	0.02	0.02
市盈率	102	94	86	83

数据来源: 公司资料, 西南证券

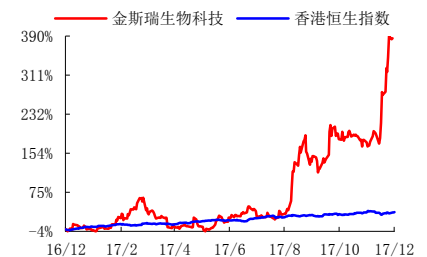
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513110001  
电话: 021-68413530  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 施跃  
执业证号: S1250515080001  
电话: 021-68413878  
邮箱: syue@swsc.com.cn

联系人: 张祝源  
电话: 021-68415832  
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)	3.19-16.32
3 个月平均成交量(百万)	15.0
流通股数(亿)	17.31
市值(亿)	280.07

### 相关研究

1. 金斯瑞生物科技(1548.HK): CAR-T 临床获受理, 华丽转型创新药 (2017-12-11)
2. 金斯瑞生物科技(1548.HK): 业绩高速增长, 看好工业酶和 CAR-T 研发为未来 (2017-08-30)
3. 药明生物(2269.HK): 中报营收符合预期, 生物药龙头订单增长强劲 (2017-08-23)
4. 金斯瑞生物科技(1548.HK): CAR-T 疗法数据闪耀亮相 ASCO (2017-06-11)

**附：财务报表**

<b>损益表</b>						<b>现金流量表</b>					
12月31日年结 (百萬USD)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	12月31日年结 (百萬USD)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	87	115	143	185	243	稅前利潤	23	33	38	43	46
毛利	57	76	93	117	148	稅項	-2	-5	-4	-8	-9
EBIT	23	33	38	43	46	營運資本變動	-23	4	-8	-8	-11
財務收入(費用)	0	-0	0	0	0	經營現金流量	-23	4	-8	-8	-11
聯營公司	0	0	0	0	0	資本開支	-0	-6	-3	-4	-5
非經常性項目	0	0	0	0	0	自由現金流量	-2	25	23	23	20
稅前利潤	23	33	38	43	46	股息	-111	-3	0	0	0
稅項	-5	-6	-8	-9	-10	其他非流動資產變動	-0	-7	0	0	0
非控股權益	0	0	-1	-2	-2	股本變動	1	0	0	0	0
非終止經營業務利潤	0	0	0	0	0	其他	69	11	3	0	-0
淨利潤(歸屬母公司)	17.5	26.5	29.2	31.9	33.3	淨現金流量	-42	26	26	23	20
						期初淨現金(負債)	9	77	103	130	152
						期終淨現金(負債)	-33	103	130	152	172
<b>資產負債表</b>						<b>財務比率</b>					
12月31日年结 (百萬USD)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	12月31日年结 (百萬USD)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
現金及現金等價物	104	136	163	192	222	增長(%)					
應收賬款	17	20	27	35	47	收入	24.2	32.1	25.0	29.0	31.4
存貨	2	4	6	7	10	EBITDA	178.6	41.5	17.5	12.0	6.4
其他流動資產	10	3	3	3	3	EBIT	178.6	41.5	17.5	12.0	6.4
物業、廠房及設備	38	44	47	50	55	淨利潤	183.5	51.6	10.0	9.2	4.5
無形資產	1	2	2	2	2	每股盈利	NA	0.02	0.02	0.02	0.02
其他非流動資產	10	16	16	16	16	利潤率(%)					
總資產	182	226	264	307	356	毛利	65.8	66.5	65.2	63.2	60.9
						EBITDA	26.5	28.4	26.7	23.2	18.8
應付賬款	2	4	5	7	10	EBIT	26.5	28.4	26.7	23.2	18.8
短期借款	25	30	33	40	50	淨利潤	20.2	23.1	20.4	17.2	13.7
其他流動負債	4	5	8	10	10	其他比率					
長期借款	0	0	0	0	0	ROE(%)	11.7	14.4	13.5	12.7	11.7
遞延稅項負債	0	0	0	0	0	ROA(%)	9.6	11.7	11.1	10.4	9.4
其他非流動負債	2	3	0	0	0	淨負債率	22.4	(56.2)	(59.8)	(60.9)	(60.3)
總負債	33	42	47	58	70	利息覆蓋率(倍)	NA	3251.9	NA	NA	NA
						應收賬款周轉天數	71.1	63.7	70.0	70.0	70.0
股本	2	2	2	2	2	應付賬款周轉天數	29.6	41.3	40.0	40.0	40.0
儲備	148	176	208	240	273	存貨周轉天數	24.9	40.2	40.2	40.2	40.2
股東權益	149	178	210	242	275	有效稅率(%)	23.8	18.4	22.0	22.0	22.0
非控股權益	0	6	7	9	11						
總權益	149	184	217	250	286						
淨現金(負債)	77	106	130	152	172						

数据来源：公司资料，西南证券

## 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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn