

# 成都先导 (688222.SH)

优于大市

核心业务稳步增长, “DEL+AI+自动化” 助力新药研发

## 核心观点

**2024年全年收入稳中有升, 业绩稳步增长。**公司2024年全年实现营收4.27亿元(+14.99%), 归母净利润0.51亿元(+26.13%), 扣非归母净利润0.57亿元(+1563.94%); 其中, 2024年Q4实现营业收入1.29亿元(+2.49%), 归母净利润0.21亿元(-5.33%), 扣非归母净利润0.40亿元(+1153.08%)。2025年第一季度实现营业收入1.07亿元(-0.60%), 剔除Vernalis的影响后, 营业收入同比增长8%, 归母净利润0.28亿元(+102.90%), 扣非归母净利润0.18亿元(+113.63%)。

**核心板块业务互相协同, 项目商业化进程稳步推进。**2024年, 公司核心技术平台与关键新药研发能力发挥协同效应, 稳步推进研发项目商业化进程, 各业务板块在稳健经营基础上实现突破。DEL板块实现收入1.99亿元(+8.55%), FBDD/SBDD板块实现收入1.20亿元(+30.99%), OBT板块实现收入0.48亿元(+39.72%), TPD板块实现收入0.18亿元(-1.75%)。

**“DEL+AI+自动化”平台搭建顺利推进, 助力创新分子全流程研发。**公司将DEL、AI和自动化的能力结合, 成功完成DEL+AI+自动化的“设计-合成-测试-分析”(DMTA)分子优化能力的基础设施建设, 并在客户项目中运用AIDD(人工智能驱动药物设计)技术实现两轮DMTA循环。同时, 将DEL技术的海量信息制造能力与AI的海量信息处理能力相结合, 进一步拓展筛选分子的化学空间, 丰富先导化合物的发现途径, 在丰富数据的基础上, 进一步训练和优化AI模型。

**风险提示:**平台建设及商业化进展不及预期风险; 订单增长不及预期风险; 行业竞争风险; 汇率波动风险; 地缘政治风险。

**投资建议:**公司2024年业绩稳中有升, 各业务板块商业化进展顺利, 维持“优于大市”评级。考虑到2025年第一季度公司营收受Vernalis或有对项目里程碑收入减少的影响, 加之公司加速发展“DEL+AI+自动化”平台建设, 以及自研管线推进至临床II期, 公司正处于能力拓展及快速发展阶段, 略微下调2025/2026年营业收入和归母净利润, 新增2027年盈利预测。预计2025-2027年公司营收分别为5.05/6.08/7.44亿元(原2025/2026年5.56/7.10亿元), 同比增长18.3%/20.5%/22.3%, 归母净利润0.63/0.78/0.97亿元(原2025/2026年0.63/0.83亿元), 同比增长22.1%/25.0%/23.3%, 当前股价对应PE=99.6/79.7/64.6x。

## 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	371	427	505	608	744
(+/-%)	12.6%	15.0%	18.3%	20.5%	22.3%
归母净利润(百万元)	41	51	63	78	97
(+/-%)	61.2%	26.1%	22.1%	25.0%	23.3%
每股收益(元)	0.10	0.13	0.16	0.20	0.24
EBIT Margin	2.4%	16.2%	8.8%	7.6%	8.5%
净资产收益率(ROE)	3.0%	3.7%	4.5%	5.4%	6.5%
市盈率(PE)	153.3	121.6	99.6	79.7	64.6
EV/EBITDA	143.0	61.7	88.5	81.4	65.3
市净率(PB)	4.60	4.48	4.45	4.29	4.18

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 医药生物·医疗服务

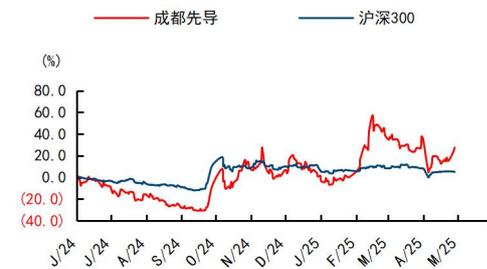
证券分析师: 陈曦炳 0755-81982939  
chenxibing@guosen.com.cn  
S0980521120001

证券分析师: 彭思宇 0755-81982723  
cnpengsiyu@guosen.com.cn  
S0980521060003

### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	15.58元
总市值/流通市值	6243/6243百万元
52周最高价/最低价	20.00/8.35元
近3个月日均成交额	246.82百万元

### 市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

《成都先导(688222.SH)-前三季度业绩稳步回升, “DEL+AI+自动化”打造新药研发新动能》——2024-11-05

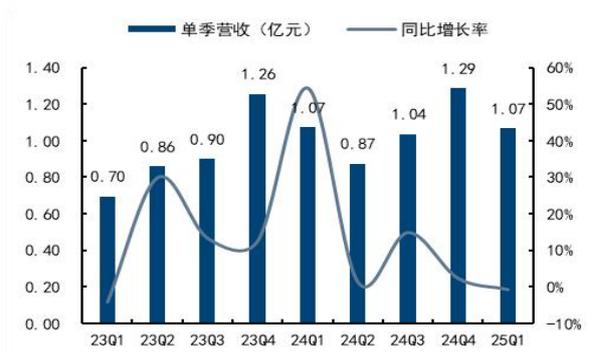
**2024 年全年收入稳中有升，业绩稳步增长。**公司 2024 年全年实现营收 4.27 亿元（+14.99%），归母净利润 0.51 亿元（+26.13%），扣非归母净利润 0.57 亿元（+1563.94%）；其中，2024 年 Q4 实现营业收入 1.29 亿元（+2.49%），归母净利润 0.21 亿元（-5.33%），扣非归母净利润 0.40 亿元（+1153.08%）。2025 年第一季度实现营业收入 1.07 亿元（-0.60%），归母净利润 0.28 亿元（+102.90%），扣非归母净利润 0.18 亿元（+113.63%）。2025 年第一季度营业收入同比稍有下降，主要由于英国子公司 Vernalis 获得涉及或有对价的项目里程碑收入减少，剔除此影响后，营业收入同比增长 8%。

图1：成都先导营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：成都先导单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



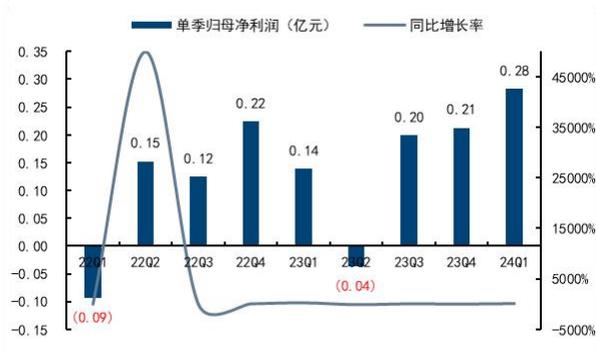
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：成都先导归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：成都先导单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

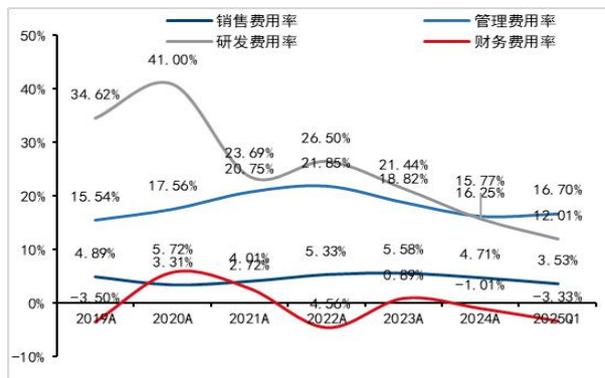
**盈利能力逐步恢复，期间费用稳中有降。**2024 年公司整体毛利率为 51.86%（+2.61pp），归母净利率为 12.03%（+1.06pp），公司经营效率提升及平台业务协同组合的变化助推毛利率提升。2025 年 Q1 毛利率为 51.87%（-2.92pp），归母净利率为 26.49%（+13.51pp）。费用方面，伴随业务订单收入增加，随行业趋势进行战略调整，公司研发费用率下降，管理费用率、财务费用率和销售费用率稳中有降。

图5: 成都先导药毛利率、归母净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 成都先导期间费用率变化情况

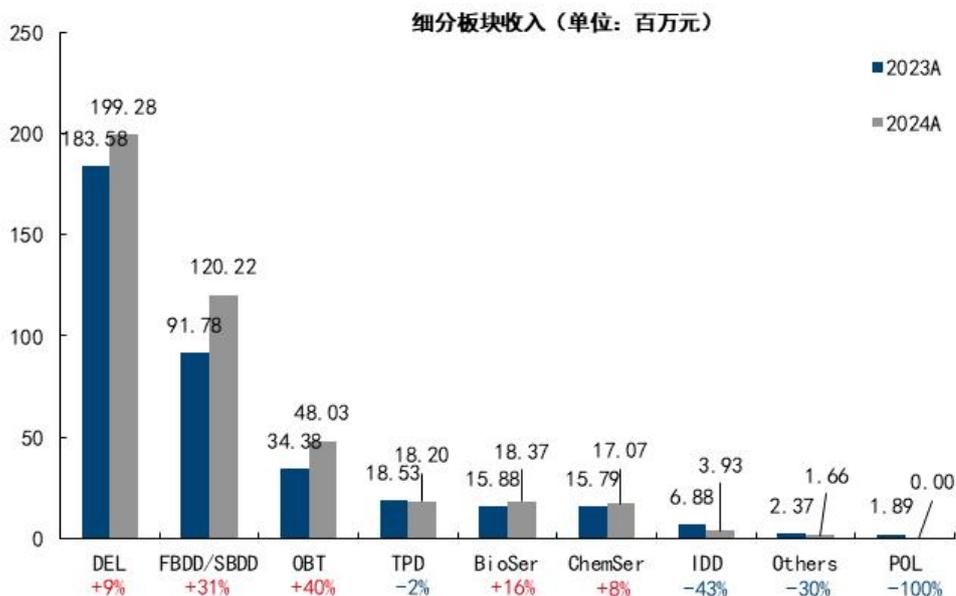


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**核心板块业务互相协同，项目商业化进程稳步推进。**2024年，公司核心技术平台与关键新药研发能力发挥协同效应，稳步推进研发项目商业化进程，各业务板块在稳健经营基础上实现突破。

- ◆ **DEL 板块:** 作为公司的基石业务，实现收入 1.99 亿元 (+8.55%)，持续巩固公司在行业内的领先地位。2024年，公司与辉瑞、阿斯利康、百时美施贵宝、强生、默沙东、罗氏等国际药企共同组建全球首个 DNA 编码化合物库 (DEL) 联盟，以实现创新合作模式共享资源，继续高效构建更具价值和多样性的 DEL 库，加速药物发现进程。
- ◆ **FBDD/SBDD 板块:** 该板块实现收入 1.20 亿元 (+30.99%)，收入增长主要得益于英国子公司 Vernalis 里程碑收入的确认，进一步验证公司全球化布局的成果。
- ◆ **OBT 板块 (基于寡核苷酸的药物研发平台):** 该板块实现收入 0.48 亿元 (+39.72%)，主要由于公司在巩固核苷单体合成与寡聚核酸合成等核心业务的同时，递送分子商业化项目实现从技术验证到收入转化的突破。小核酸一站式项目商业转化与核酸 CDMO 交付能力获得客户认可，标志公司逐步形成差异化竞争优势。
- ◆ **TPD 板块:** 通过 PROTAC 平台项目合作与分子胶技术的商业化落地，该板块实现收入 0.18 亿元 (-1.75%)。2024年内，公司的 TRIM21 靶点分子完成分子胶机制验证，证实该分子具备特异性杀伤肿瘤的作用，自研的 E3 配体在 2 个项目上实现商业转化。
- ◆ **ChemSer 服务板块:** 公司自主设计并搭建的自动化高通量化学合成平台正式投入使用，获得 0.17 亿元收入 (+8.09%)。“DEL+AI+自动化”的“设计-合成-测试-分析”(DMTA) 分子优化平台建设取得阶段性的成果，为化学合成效率提升提供技术支撑。
- ◆ **BioSer 服务板块:** 基于小分子药物相关的生物体内/体外评价、ADME/DMPK 等相关服务实现营业收入 0.18 亿元 (+15.71%)。

图7：成都先导 2024 年各板块营业收入情况



资料来源：成都先导投资者交流材料，国信证券经济研究所整理

“DEL+AI+自动化”平台搭建顺利推进，助力创新分子全流程研发。公司将 DEL、AI 和自动化的能力结合，成功完成了 DEL+AI+自动化的“设计-合成-测试-分析”（DMTA）分子优化能力的基础设施建设，并在客户项目中运用 AIDD（人工智能驱动药物设计）技术实现两轮 DMTA 循环。在技术平台建设方面，公司通过 AI 自动化加速探索广泛的化学空间，快速锁定 SAR（结构-活性关系）优化方向，从而加速化合物优化进程。同时，将 DEL 技术的海量信息制造能力与 AI 的海量信息处理能力相结合，进一步拓展筛选分子的化学空间，丰富先导化合物的发现途径，在丰富数据的基础上，进一步训练和优化 AI 模型。公司采用“干湿结合”模式，进一步加速化合物优化进程，为新药研发的优化环节提供技术赋能。

图8：成都先导 DMTA 平台



资料来源：成都先导投资者交流材料，国信证券经济研究所整理

**投资建议：**公司 2024 年业绩稳中有升，各业务板块商业化进展顺利，维持“优于大市”评级。考虑到 2025 年第一季度公司营收受 Vernalis 或有对价项目里程碑收入减少的影响，加之公司加速发展“DEL+AI+自动化”平台建设，以及自研管线推进至临床 II 期，公司正处于能力拓展及快速发展阶段，略微下调 2025/2026 年营业收入和归母净利润，新增 2027 年盈利预测。预计 2025-2027 年公司营收分别为 5.05/6.08/7.44 亿元（原 2025/2026 年 5.56/7.10 亿元），同比增长 18.3%/20.5%/22.3%，归母净利润 0.63/0.78/0.97 亿元（原 2025/2026 年 0.63/0.83 亿元），同比增长 22.1%/25.0%/23.3%，当前股价对应 PE=99.6/79.7/64.6x。

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	24/4/30 股价	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE			ROE	PEG	投资评级	
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	24A		25E
688222.SH	成都先导	15.58	62	0.51	0.63	0.78	0.97	121.6	99.6	79.7	64.6	3.69%	4.12	优于大市
300363.SZ	博腾股份	15.02	82	-2.88	0.61	2.11	5.03	-29.9	133.5	38.9	16.3		0.72	无评级
301230.SZ	泓博医药	29.63	41	0.17	0.47	0.65	1.00	208.5	88.0	63.6	41.4	1.65%	1.92	无评级
300725.SZ	药石科技	32.16	64	2.20	2.37	2.73	3.18	30.6	27.1	23.6	20.2	7.35%	1.71	无评级

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理、预测 注: 除成都先导外, 盈利预测均来自于 Wind 一致预期, 计算 PEG 时使用 2025~2027 年复合增速

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	377	462	508	559	615	营业收入	371	427	505	608	744
应收款项	99	110	139	162	198	营业成本	188	206	242	298	364
存货净额	28	33	39	48	60	营业税金及附加	4	2	2	4	4
其他流动资产	97	81	137	146	174	销售费用	21	20	28	36	43
<b>流动资产合计</b>	<b>1181</b>	<b>1186</b>	<b>1323</b>	<b>1416</b>	<b>1548</b>	管理费用	70	69	90	105	124
固定资产	279	307	341	356	364	研发费用	80	67	101	122	149
无形资产及其他	67	62	60	59	57	财务费用	3	(4)	(4)	(2)	0
投资性房地产	190	192	192	192	192	投资收益	17	12	17	14	14
长期股权投资	12	9	12	13	13	资产减值及公允价值变动	(14)	(39)	(9)	(21)	(25)
<b>资产总计</b>	<b>1730</b>	<b>1757</b>	<b>1928</b>	<b>2036</b>	<b>2173</b>	其他收入	(56)	(44)	(98)	(92)	(115)
短期借款及交易性金融负债	14	110	265	305	390	营业利润	32	63	57	69	84
应付款项	11	18	22	24	32	营业外净收支	4	(0)	(2)	1	2
其他流动负债	60	60	72	94	112	<b>利润总额</b>	<b>35</b>	<b>63</b>	<b>56</b>	<b>70</b>	<b>86</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>86</b>	<b>189</b>	<b>359</b>	<b>424</b>	<b>534</b>	所得税费用	(5)	13	(6)	(7)	(9)
长期借款及应付债券	194	93	93	93	93	少数股东损益	0	(1)	(1)	(2)	(2)
其他长期负债	67	52	44	35	24	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>41</b>	<b>51</b>	<b>63</b>	<b>78</b>	<b>97</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>261</b>	<b>145</b>	<b>137</b>	<b>128</b>	<b>117</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>347</b>	<b>334</b>	<b>496</b>	<b>552</b>	<b>651</b>	净利润	41	51	63	78	97
少数股东权益	25	29	29	28	27	资产减值准备	1	(13)	0	0	0
股东权益	1358	1393	1402	1456	1495	折旧摊销	37	38	32	38	42
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1730</b>	<b>1757</b>	<b>1928</b>	<b>2036</b>	<b>2173</b>	公允价值变动损失	14	39	9	21	25
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	3	(4)	(4)	(2)	0
每股收益	0.10	0.13	0.16	0.20	0.24	营运资本变动	40	(24)	(83)	(26)	(61)
每股红利	0.03	0.08	0.13	0.06	0.14	其它	(1)	12	(0)	(1)	(1)
每股净资产	3.39	3.48	3.50	3.63	3.73	<b>经营活动现金流</b>	<b>133</b>	<b>103</b>	<b>20</b>	<b>110</b>	<b>102</b>
ROIC	1.38%	5.51%	4%	4%	5%	资本开支	0	(8)	(73)	(73)	(73)
ROE	3.00%	3.69%	4%	5%	6%	其它投资现金流	(38)	80	0	0	0
毛利率	49%	52%	52%	51%	51%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(41)</b>	<b>75</b>	<b>(75)</b>	<b>(73)</b>	<b>(73)</b>
EBIT Margin	2%	16%	9%	8%	9%	权益性融资	0	6	0	0	0
EBITDA Margin	12%	25%	15%	14%	14%	负债净变化	(4)	(100)	0	0	0
收入增长	13%	15%	18%	20%	22%	支付股利、利息	(11)	(31)	(53)	(25)	(57)
净利润增长率	61%	26%	22%	25%	23%	其它融资现金流	(43)	163	155	40	84
资产负债率	21%	21%	27%	28%	31%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(72)</b>	<b>(94)</b>	<b>102</b>	<b>15</b>	<b>27</b>
股息率	0.2%	0.5%	0.9%	0.4%	0.9%	<b>现金净变动</b>	<b>19</b>	<b>85</b>	<b>46</b>	<b>51</b>	<b>56</b>
P/E	153.3	121.6	99.6	79.7	64.6	货币资金的期初余额	358	377	462	508	559
P/B	4.6	4.5	4.5	4.3	4.2	货币资金的期末余额	377	462	508	559	615
EV/EBITDA	143.0	61.7	88.5	81.4	65.3	企业自由现金流	0	61	(75)	(11)	(21)
						权益自由现金流	0	124	80	29	63

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032