

医药	收盘价 港元 12.90	目标价 港元 28.75个	潜在涨幅 +122.9%
----	-----------------	------------------	-----------------

2024年8月12日

金斯瑞生物 (1548 HK)

行业波动中，1H24 非细胞疗法业务表现稳健，重申买入

我们调整了金斯瑞生物（1548 HK）的盈利预测及估值。我们认为，公司非细胞业务虽然短期承压，但蓬勃的新签订单复苏趋势明显、生命科学服务客户群和新业务稳健爬坡，因此 2H24 起业绩有望边际企稳改善；同时 Carvykti 产能释放将进一步催化销售放量。因此我们上调目标价至 28.75 港元。

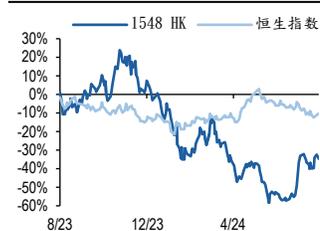
⊖ **基石业务稳健增长，新业务发力：**1H24 非细胞疗法业务收入同比基本持平，其中：1) 生命科学业务收入+10%，6月受到行业外部因素影响，美国市场有小幅波动，7月起恢复增长势头，**全年收入增速指引 10-15%**。活跃客户数量增长 5.4%至 3.9 万以上。2) 蓬勃生物受行业景气度下滑影响较大，但 1H 新签订单有复苏趋势，**全年指引收入下降 10-15%**。3) 百斯杰持续贯彻大客户战略和产品国际化战略，收入大幅增长 44%，其中饲料酶和工业酶分别+42%/+39%；中国以外地区增长约 60%；**全年收入增速指引 25-35%**。关于公司细胞疗法业务，详见我们发布的**传奇生物报告**。

⊖ **创新升级+产能合理扩张，长期成长逻辑清晰，重申买入评级：**虽然蓬勃的 CDMO 业务短期承压，但 1H24 蛋白/抗体药和 GCT 的新签订单分别恢复至 13/24 个（1H23 10/21 个，2H23 7/11 个），包括第一个 2,000L 级别的蛋白抗体药 CMO 订单，两大细分领域持续推出新升级能力、提升产能布局。生命科学服务方面，公司致力于提高从基因到蛋白的自动化和精益生产效率，1H24 蛋白业务收入+30%；目前该业务已形成中、美、新加坡全球综合产能布局，2024-26 年将继续扩增中美产能。基于 1H24 业绩，我们调整公司收入和利润预测，以反映更谨慎的非细胞疗法业务财务预测及更乐观的 Carvykti 销售预测（与我们对传奇生物的最新预测一致）。我们继续采用 SOTP 法对公司估值，**上调公司目标价至 28.75 港元（原 27.75 港元），重申买入评级**，坚定看好上述技术创新、产能布局以及 Carvykti 的巨大市场空间对公司业绩的长期推动作用。

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)	8.23
市值 (百万港元)	27,168.82
日均成交量 (百万)	5.83
年初至今变化 (%)	(35.05)
200天平均价 (港元)	12.30

资料来源: FactSet

丁政宁

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

盈利预测变动

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	1,230	1,265	-2.7%	1,760	1,684	4.5%	2,224	2,172	2.4%
毛利润	667	705	-5.4%	1,012	943	7.4%	1,325	1,281	3.4%
毛利率	54.2%	55.8%	-1.6ppt	57.5%	56.0%	1.5ppt	59.6%	59.0%	0.6ppt
经调整归母净利润	-72	-99	NA	18	13	42.4%	107	89	19.7%
经调整归母净利率	NA	NA	NA	1.0%	0.8%	0.3ppt	4.8%	4.1%	0.7ppt

资料来源: 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。

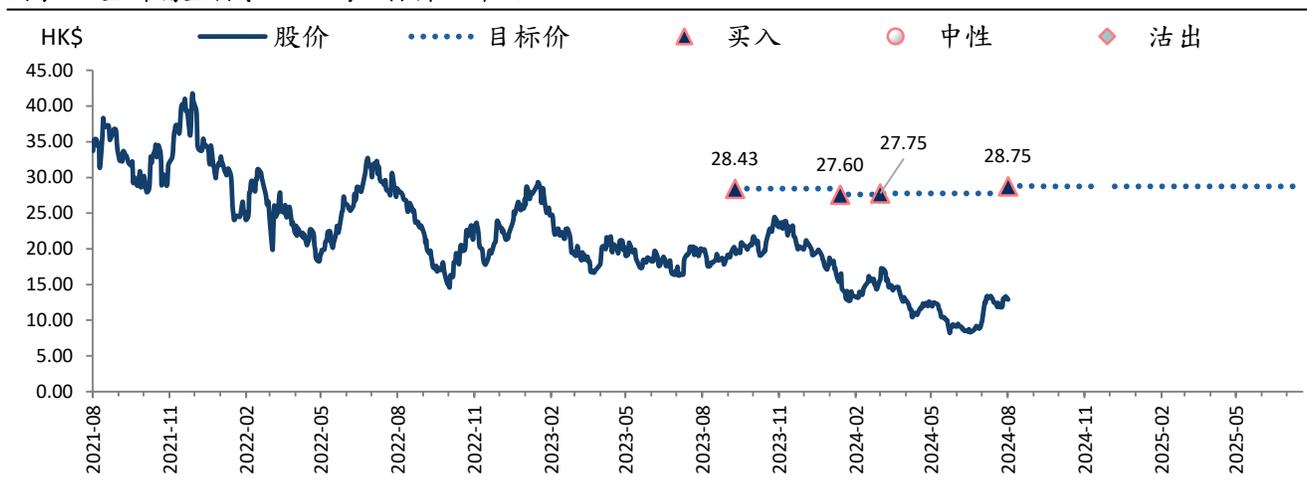
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 金斯瑞生物：SOTP 估值模型

业务板块	估值方法	目标倍数 (F12M)	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	1,456	100.00%	1,456	17%
生物药 CDMO	P/S	3.0x	332	70.32%	233	3%
工业生物合成产品	P/S	6.0x	408	82.59%	337	4%
细胞治疗	NPV	NA	13,853	48.29%	6,690	77%
				合计 (百万美元)	8,717	100%
				合计 (百万港元)	67,989	
				总股数 (百万)	2,128	
				集团化折价	10%	
				目标价 (港元)	28.75	

资料来源: 交银国际预测

图表 2: 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 3: 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
1548 HK	金斯瑞生物	买入	12.90	28.75	122.9%	2024年08月12日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	55.90	76.00	36.0%	2024年08月12日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	112.30	156.00	38.9%	2024年08月08日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	31.75	40.40	27.2%	2024年08月01日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	19.76	41.00	107.5%	2024年05月17日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	42.00	48.00	14.3%	2024年05月17日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	33.60	72.00	114.3%	2024年05月17日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	14.38	56.00	289.4%	2024年03月28日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	44.30	70.00	58.0%	2024年03月19日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	0.57	4.40	672.6%	2023年08月28日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	2.44	7.40	203.2%	2023年11月16日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	19.20	42.00	118.7%	2024年02月02日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	11.78	16.20	37.5%	2024年03月27日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	21.25	49.00	130.6%	2024年03月28日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	81.19	93.30	14.9%	2024年07月18日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	46.72	33.10	-29.2%	2024年07月18日	跨国处方药企
1177 HK	中国生物制药	买入	2.95	4.80	62.8%	2024年07月11日	制药
1093 HK	石药集团	买入	5.93	11.00	85.5%	2024年05月27日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	31.18	40.00	28.3%	2024年04月29日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.10	14.00	72.9%	2024年04月01日	制药
2096 HK	先声药业	买入	5.60	11.50	105.3%	2024年02月19日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	43.63	45.50	4.3%	2024年04月18日	制药
3692 HK	翰森制药	中性	18.50	16.00	-13.5%	2024年03月27日	制药

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 8 月 12 日

财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	626	840	1,230	1,760	2,224
主营业务成本	(322)	(430)	(563)	(747)	(899)
毛利	304	410	667	1,012	1,325
销售及管理费用	(351)	(388)	(458)	(514)	(569)
研发费用	(390)	(433)	(476)	(459)	(483)
其他经营净收入/费用	(24)	(29)	(31)	(44)	(56)
经营利润	(461)	(440)	(298)	(5)	217
财务成本净额	(13)	(28)	(30)	(30)	(30)
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	46	53	67
税前利润	(432)	(337)	(281)	18	254
税费	4	(4)	(16)	(15)	(25)
非控股权益	201	260	132	61	(39)
净利润	(227)	(82)	(165)	65	190
作每股收益计算的净利润	(227)	(82)	(165)	65	190

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1,024	1,446	1,099	1,101	1,331
应收账款及票据	104	217	154	220	279
存货	60	53	105	139	168
其他流动资产	577	636	636	636	636
总流动资产	1,765	2,353	1,994	2,096	2,413
物业、厂房及设备	522	608	942	1,070	1,169
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	1,595
总资产	2,546	3,387	3,362	3,593	4,008
应付账款	356	313	694	921	1,107
其他短期负债	190	181	160	160	160
总流动负债	546	495	854	1,081	1,268
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	1,656	1,883	2,070
股本	2	2	2	2	2
储备及其他资本项目	1,008	1,389	1,051	1,054	1,283
股东权益	1,011	1,391	1,053	1,056	1,285
非控股权益	352	653	653	653	653
总权益	1,363	2,044	1,706	1,710	1,939

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)	(281)	18	254
折旧及摊销	64	59	75	89	102
营运资本变动	138	(116)	12	(101)	(86)
利息调整	8	0	0	0	0
税费	1	(4)	(16)	(15)	(25)
其他经营活动现金流	100	125	410	256	216
经营活动现金流	(120)	(273)	200	249	461
资本开支	(204)	(146)	(408)	(218)	(200)
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)	(200)
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	(27)	(30)	(30)
融资活动现金流	419	1,068	(97)	(30)	(30)
汇率收益/损失	(13)	(1)	0	0	0
年初现金	1,181	1,024	1,446	1,099	1,101
年末现金	1,024	1,446	1,099	1,101	1,331

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)	(0.078)	0.030	0.090
全面摊薄每股收益	(0.108)	(0.039)	(0.078)	0.030	0.090
每股账面值	0.480	0.656	0.497	0.499	0.607
利润率分析(%)					
毛利率	48.6	48.8	54.2	57.5	59.6
EBITDA利润率	(63.4)	(45.4)	(18.1)	4.8	14.3
EBIT利润率	(73.7)	(52.4)	(24.2)	(0.3)	9.8
净利率	(36.3)	(9.8)	(13.4)	3.7	8.5
盈利能力(%)					
ROA	(8.9)	(2.4)	(4.9)	1.8	4.7
ROE	(16.6)	(4.0)	(9.7)	3.8	9.8
ROIC	(14.0)	(3.5)	(8.4)	3.3	8.6
其他					
流动比率	3.2	4.8	2.3	1.9	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竿指数**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竿指数**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竿指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年8月12日
金斯瑞生物 (1548 HK)

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、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、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、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、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、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公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股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，并可能受递送延误、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。