

医药	收盘价 港元 12.80	目标价 港元 28.75	潜在涨幅 +124.6%
----	-----------------	-----------------	-----------------

2025年3月13日

金斯瑞生物 (1548 HK)

2H24 核心业务板块增速复苏，新业务将迎增长拐点，维持买入

剔除传奇生物 (LEGN US/买入) 脱表影响后的 2024 全年收入和经调整净利润基本符合业绩预告或我们的预期，生命科学和 CDMO 业务在 2H24 迎来增速反弹，2025 年蓬勃生物和百斯杰有望迎来关键增长拐点。维持买入评级和 28.75 港元目标价。

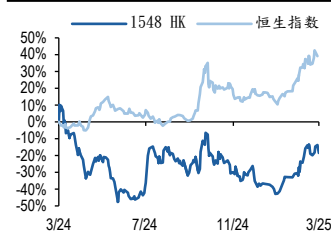
⊕ **核心业务板块复苏势头明显：生命科学业务** 对外收入同比+10%，基本走出 2024 上半年因地缘因素导致的波动，其中蛋白业务增速近 50%，拉动基因业务的交付量提升，基因与蛋白业务的协同效应持续凸显。公司在该业务板块持续缩短服务交付周期，推出了 Flash 基因合成服务、TurboCHO 蛋白表达服务、Rush mRNA 合成服务，有效提升了服务性价比和客户黏性。**蓬勃生物 CDMO 业务** 收入受行业景气度影响同比-18%，但 2H24 增速已恢复至 20% 左右。全年新获 28 个抗体蛋白药项目（2023 年 21 个），50% 来自中国以外市场，侧面印证海外融资和订单需求复苏。蓬勃正处于从 D 向 M 进化的关键期，抗体蛋白药和 CGT 均有订单进入 CMO 生产/BLA 阶段，2025 年起有望进入关键爆发期；同时近 2 亿美元现金+礼新合作 2.35 亿美元首付款分成，现金储备充沛。**百斯杰** 按人民币计价收入同比+27%，受下游龙头企业需求驱动，2025 年洗涤酶系列产品销售有望迎来爆发式增长，同时工业酶+合成生物学新品推出也已进入加速期。

⊕ **2025 年指引强劲表现，维持买入评级：** 公司对 2025 年业绩指引包括：1) 生命科学业务收入增长 10-15%，毛利率持平或微降但保持在 50% 以上；2) CDMO 业务本身收入增长 15-20%，礼新项目首付款分成将全额确认为 2025 年收入；3) 百斯杰人民币计价收入增长 20-25%，毛利率提升至 45% 左右。基于此指引，我们调整公司 2025/26 年收入预测至 9.1 亿/7.9 亿美元、净利润预测至 2.4 亿/1.8 亿美元，扣除礼新交易影响后分别对应 14%/17% 的 2025/26 年收入增速。综合考虑礼新交易经 POS 调整后的 NPV 贡献，我们维持买入评级和 28.75 港元的 SOTP 目标价，看好蓬勃和百斯杰迎来新增长拐点、传奇逐步进入盈亏平衡等因素驱动下的估值修复。

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)	17.28
52周低位 (港元)	8.23
市值 (百万港元)	27,121.66
日均成交量 (百万)	28.89
年初至今变化 (%)	30.08
200天平均价 (港元)	11.38

资料来源: FactSet

丁政宁

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

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

盈利预测变动

百万美元	2025E			2026E			2027E		
	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	912	709	28.6%	792	842	-6.0%	953		
毛利润	541	342	58.1%	362	409	-11.6%	439		
毛利率	59.3%	48.2%	11.1ppt	45.7%	48.6%	-2.9ppt	46.0%		
归母净利润	239	64	NA	180	190	-5.3%	361		
归母净利率	26.2%	9.0%	17.2ppt	22.7%	22.5%	0.2ppt	37.8%		

资料来源: FactSet, 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: 金斯瑞生物：SOTP 估值模型

业务板块	估值方法	目标倍数 (2025E)	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	1,374	100%	1,374	16%
生物药 CDMO (除合作收入)	P/S	3.0x	308	70%	217	2%
礼新合作分成	rNPV	NA	829	70%	583	7%
工业生物合成产品	P/S	6.0x	402	83%	332	4%
细胞治疗	rNPV	NA	13,223	48%	6,289	72%
				合计(百万美元)	8,795	100%
				合计(百万港元)	68,600	
				总股数(百万)	2,147	
				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 发布日期	子行业
LEGN US	传奇生物	买入	37.19	72.00	93.6%	2025 年 03 月 12 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	146.50	208.80	42.5%	2025 年 03 月 03 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	24.25	44.00	81.4%	2025 年 01 月 07 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	52.50	56.20	7.0%	2024 年 12 月 04 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	71.60	87.00	21.5%	2024 年 10 月 02 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	38.90	60.00	54.2%	2024 年 08 月 29 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	34.40	66.00	91.8%	2024 年 08 月 28 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	16.26	24.00	47.6%	2024 年 08 月 19 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	12.80	28.75	124.6%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	3.10	4.40	42.1%	2023 年 08 月 28 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	5.00	5.00	0.1%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	35.20	44.00	25.0%	2024 年 08 月 21 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	23.60	12.30	-47.9%	2024 年 08 月 22 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	13.96	24.50	75.5%	2024 年 09 月 02 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	74.24	93.30	25.7%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	61.51	33.10	-46.2%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
3692 HK	翰森制药	买入	18.80	24.00	27.6%	2024 年 12 月 02 日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	30.90	42.50	37.5%	2024 年 08 月 30 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	7.91	10.00	26.4%	2024 年 08 月 23 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	3.53	4.80	36.1%	2024 年 07 月 11 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	7.56	14.00	85.2%	2024 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	4.76	5.80	21.8%	2024 年 11 月 18 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	45.00	45.00	0.0%	2024 年 10 月 28 日	制药
2273 HK	固生堂	买入	35.50	42.00	18.3%	2025 年 01 月 27 日	民营医院
1951 HK	锦欣生殖	买入	2.54	3.05	19.9%	2025 年 01 月 27 日	民营医院

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2025 年 3 月 12 日

财务数据

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	560	594	912	792	953
主营业务成本	(290)	(322)	(371)	(430)	(514)
毛利	271	272	541	362	439
销售及管理费用	(187)	(202)	(201)	(225)	(262)
研发费用	(53)	(54)	(51)	(59)	(71)
其他经营净收入/费用	(6)	(3)	(23)	(20)	(24)
经营利润	25	13	267	57	83
财务成本净额	(6)	(8)	(30)	(30)	(30)
应占联营公司利润及亏损	(1)	(39)	(26)	62	150
其他非经营净收入/费用	(367)	2,893	41	110	207
税前利润	(349)	2,858	251	200	410
税费	(6)	(3)	(13)	(20)	(49)
非控股权益	260	107	0	0	0
净利润	(95)	2,962	239	180	361
作每股收益计算的净利润	(95)	2,962	239	180	361

截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1,446	132	263	551	1,002
应收账款及票据	217	116	114	99	119
存货	53	31	69	80	96
其他流动资产	636	556	556	556	556
总流动资产	2,353	835	1,002	1,285	1,773
物业、厂房及设备	608	518	1,070	1,040	1,017
无形资产	122	79	79	79	79
合资企业/联营公司投资	15	3,668	3,668	3,668	3,668
其他长期资产	289	179	179	179	179
总长期资产	1,034	4,443	4,995	4,965	4,943
总资产	3,387	5,278	5,998	6,251	6,715
应付账款	313	155	457	530	634
其他短期负债	181	152	100	100	100
总流动负债	495	307	557	630	734
长期贷款	287	17	261	261	261
其他长期负债	561	630	617	617	617
总长期负债	848	648	878	878	878
总负债	1,343	955	1,435	1,508	1,612
股本	2	2	2	2	2
储备及其他资本项目	1,389	4,319	4,558	4,738	5,098
股东权益	1,391	4,321	4,560	4,740	5,101
非控股权益	653	2	2	2	2
总权益	2,044	4,323	4,562	4,742	5,103

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	(349)	2,858	251	200	410
折旧及摊销	59	75	89	102	99
营运资本变动	(116)	198	(36)	4	(36)
利息调整	0	0	0	0	0
税费	(5)	(23)	(13)	(20)	(49)
其他经营活动现金流	(393)	(3)	331	103	134
经营活动现金流	(805)	3,105	624	388	557
资本开支	(146)	21	(642)	(71)	(76)
投资活动	(11)	(3,652)	0	0	0
其他投资活动现金流	(200)	2,175	0	0	0
投资活动现金流	(358)	(1,456)	(642)	(71)	(76)
负债净变动	26	(245)	176	0	0
权益净变动	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	1,042	312	(26)	(30)	(30)
融资活动现金流	1,068	67	149	(30)	(30)
汇率收益/损失	(1)	(0)	0	0	0
年初现金	1,024	1,446	132	263	551
年末现金	1,446	132	263	551	1,002

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(美元)					
核心每股收益	(0.045)	1.398	0.113	0.085	0.170
全面摊薄每股收益	(0.043)	1.360	0.110	0.083	0.166
每股账面值	0.656	2.039	2.152	2.237	2.407
利润率分析(%)					
毛利率	48.3	45.8	59.3	45.7	46.0
EBITDA利润率	15.0	14.7	39.1	20.1	19.0
EBIT利润率	4.5	2.1	29.3	7.3	8.7
净利率	(17.0)	498.2	26.2	22.7	37.8
盈利能力(%)					
ROA	(2.8)	56.1	4.0	2.9	5.4
ROE	(4.7)	68.5	5.2	3.8	7.1
ROIC	(4.1)	68.2	5.0	3.6	6.7
其他					
流动比率	4.8	2.7	1.8	2.0	2.4
存货周转天数	67.2	35.2	68.0	68.0	68.0
应收账款周转天数	141.6	71.4	45.7	45.7	45.7
应付账款周转天数	394.6	175.9	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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安集团股份有限公司、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、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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。