

公司研究

细胞治疗业务解除合并报表，其余业务有望保持增长态势

——金斯瑞生物科技（1548.HK）2024 年报点评

要点

事件：公司发布 24 年年报，实现收入 5.94 亿美元（YOY+6.1%），实现净利润约 29 亿美元，同比大幅扭亏，主要系细胞治疗业务解除合并报表后带来 32 亿美元收益，后续相关业务利润将归入联营公司损益。根据传奇生物公司公告，CARVYKTI 2024 年全年销售收入为 9.63 亿美元，较 2023 年的 5 亿美元有大幅提升。

点评：

生命科学业务全球化布局成效显著。24 年生命科学板块收入达 4.55 亿美元（YOY+ 10.2%）；经调整经营利润为 0.90 亿美元（YOY+ 15.5%）。公司通过对蛋白质及分子生物学等平台进行创新和自动化升级改造，实现了高效、优质的交付。在全球化本土战略下，新加坡、美国及中国多地产能扩张的同时运营效率也得到提升，且在欧美市场的商务拓展稳健，进一步推动了业务增长。随着在抗体药开发、人工智能药物开发及其他先进疗法领域的创新加速，以及全球生产产能的不断提升，该板块收入有望持续增长。

生物制剂及开发（CDMO）业务 24H2 回暖。24 年公司 CDMO 业务实现收入 0.95 亿美元，同比减少 13.2%；经调整经营亏损为 0.43 亿美元，同比扩大 46.1%。市场环境不佳、价格下降、竞争加剧以及新建 GMP 设施产能利用率较低是业绩下滑的主要原因。其中，抗体蛋白药 2024 年新获 28 个项目，较上年同期 17 个大幅增长，50%项目来自中国以外市场；细胞与基因治疗新获 33 个项目，与上年同期基本持平。预计 2025 年 CDMO 业务收入将增长 15%-20%（不含礼新分成），且 25H1 有望确认礼新对外授权首付款 5.88 亿美元的 40%，业务有望回归增长趋势。

合成生物学业务快速拓展市场。2024 年合成生物学业务实现收入 0.54 亿美元（YOY+24.6%），实现经调整经营利润约为 210 万美元，同比持平。公司成功拓展关键客户群，来自大客户收入同比增长 40%。中国饲料和工业酶市场渗透率快速提升，海外市场饲料和工业酶业务也快速扩张，推动了收益及经调整毛利的增加。

盈利预测、估值与评级：考虑到生命科学业务全球产能仍在逐步释放，细胞治疗产品由于产能限制导致放量节奏低于预期，但 25 年公司会收到礼新医药的首付款分成，更新 25-26 年归母净利润为 2.48/2.35 亿美元（前值为 1.00/3.50 亿美元）；新增 27 年归母净利润为 5.05 亿美元，主要系传奇生物产能将在 27 年快速释放带来利润增长，对应 EPS 分别为 0.12/0.11/0.23 美元，PE 分别为 14/15/7 倍，当前估值处于低位，维持“买入”评级。

风险提示：产能扩张不及预期，产品销售不及预期，行业监管风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万美元）	842	594	917	773	879
营业收入增长率	34.6%	-29.5%	54.3%	-15.6%	13.7%
归母净利润（百万美元）	-95	2962	248	235	505
EPS（美元）	-0.05	1.38	0.12	0.11	0.23
PE	NA	1	14	15	7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025.3.14，23-25 年股本数为 21.23/21.44/21.53 亿股；美元兑港元汇率为 7.77

买入（维持）

当前价：12.50 港元

作者

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

021-52523867

wangmingrui@ebscn.com

分析师：叶思奥

执业证书编号：S0930523050003

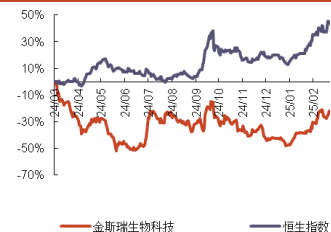
021-52523837

yesa@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	21.53
总市值(亿港元):	269.08
一年最低/最高	7.43-17.26
(港元):	
近 3 月换手率:	71.2

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3	4	-71
绝对	13	24	-27

资料来源：Wind

相关研报

细胞治疗产品持续放量，下半年各项业务有望改善——金斯瑞生物科技（1548.HK）2024 年半年报点评

生命科学业务发展稳健，细胞治疗产品快速放量——金斯瑞生物科技（1548.HK）2023 年年报点评

CAR-T 销售快速爬坡，主营业务经营稳健

——金斯瑞生物科技（1548.HK）2023 年半年报业绩公告点评

CAR-T 商业化元年，静待产能释放

——金斯瑞生物科技（1548.HK）2022 年报点评(20230403)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
来自客户合约的收入	842	594	917	773	879
销售成本	432	322	347	391	444
毛利	410	272	569	382	435
其他收入	90	39	20	20	20
管理+销售费用	388	203	176	185	194
研发开支	433	54	53	55	57
财务费用	28	8	9	10	11
其他支出	29	3	3	3	3
优先股收益/亏损	0	124	0	0	0
金融资产减值	-16	-53	0	0	46
金融工具公允价值变动 (收益为负)	-43	0	0	0	0
应占联营亏损 (收益为负)	0	38	20	-108	-325
营业利润	-351	-171	329	258	561
所得税	4	3	33	26	56
净利润 (含少数股东权益)	-355	2855	296	233	505
少数股东损益	-260	-107	47	-3	0
归母净利润	-95	2962	248	235	505
股本	2123	2144	2153	2153	2153
EPS (美元)	-0.05	1.38	0.12	0.11	0.23

现金流量表 (百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营运资本变动前之现金流	-253	-19	489	434	751
经营活动所用现金净额	-287	76	325	495	758
投资活动所得现金净额	-358	-1456	-241	-255	-271
融资活动所得现金净额	1068	67	-4	-4	-4
现金及现金等价物净增加	424	-1314	80	236	483
汇率变动的影响	-1	0	0	0	0
期末现金及现金等价物	1446	132	212	448	932

资产负债表 (百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
物业、厂房及设备	630	525	612	692	763
土地使用权	121	78	78	78	79
无形资产	19	13	8	4	0
联营投资	15	3668	3668	3668	3668
其他非流动资产	156	4	4	5	6
商誉	1	1	1	1	1
其他长期投资	92	155	170	187	206
非流动资产合计	1034	4443	4543	4636	4724
存货	53	31	62	70	80
应收票据及应收账款	217	116	183	155	176
按金、预付款项及其他应收	103	29	92	77	88
其他短期投资	376	264	317	381	457
交易性金融资产	106	225	106	106	106
按公允价值计入的损益	106	106	106	106	106
货币资金	1446	132	212	448	932
其他流动资产	51	37	45	54	64
流动资产合计	2353	835	1017	1291	1902
交易性金融负债	0	0	0	0	0
应付票据及应收账款	40	30	52	59	67
应交税费	18	9	11	14	16
一年内到期的非流动负债	57	89	89	89	89
其他租赁负债, 流动负债	0	0	0	0	0
其他租赁负债, 流动负债	9	8	6	5	5
流动负债合计	495	307	263	249	261
流动资产净值	1858	528	754	1042	1642
总资产减流动负债	2892	4971	5297	5678	6365
合约负债	2	2	3	3	3
长期借款	287	17	17	17	17
其他非流动负债, 租赁负债	555	624	481	517	560
非流动负债合计	848	648	507	543	586
资产净值	2044	4323	4790	5135	5779
储备	1398	4325	4792	5136	5780
股本	2	2	2	2	2
所有者权益合计	2044	4323	4790	5135	5779
少数股东权益	653	2	2	3	3
归属于母公司所有者权益合计	1391	4321	4788	5132	5776

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼