

2025 年 03 月 18 日

证券研究报告•2024 年年报点评

金斯瑞生物科技 (1548.HK) 医疗保健

当前价: 12.82 港元

目标价: —— 港元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

利润大幅提升，盈利能力持续改善

投资要点

- **事件:** 公司披露 2024 年年报, 2024 年集团持续经营业务收益 5.9 亿美元 (+6.1%), 实现毛利 2.7 亿美元。报告期内公司的利润增加至 29 亿美元, 系细胞疗法业务解除合并的收益为公司带来重大利润增长。2024 年 10 月, 金斯瑞生物科技宣布解除与传奇生物合并, 将传奇生物重新归类为联营公司。
- **非细胞疗法: 生命科学业务保持稳健增速, 生物药 CDMO 收入利润同比下降。**
 - 1) 生命科学服务及产品:** 2024 年实现外部收入约 4.5 亿美元 (+10.2%), 增长归因于改造升级平台、新生产基地生产及运营效率进一步提升、欧美市场稳健的商业拓展;
 - 2) 生物制剂开发服务:** 2024 年实现外部收入 0.95 亿美元 (-13.2%), 收益减少归因于市场环境不佳导致价格下降及新建的 GMP 设施产能利用度较低;
 - 3) 工业合成生物产品:** 2024 年实现外部收入约 5370 万美元 (+24.6%), 收益增加受中国饲料和工业酶市场渗透率快速提升及中国以外饲料和工业酶业务快速扩张。
- **发展策略:**
 - 1) 生命科学服务及产品:** 投资研发, 在抗体药开发、人工智能药物开发及其他先进疗法领域加速创新; 继续推进精益管理和工艺自动化, 提升产品及服务可靠性、品质及成本效益; 提升全球生产产能, 针对美国、新加坡及中国内地提供本地化供应链解决方案, 支持业务长期增长; 开展营销活动提升品牌影响力。
 - 2) 生物制剂开发服务:** 通过在先进治疗领域获取新客户并巩固与现有客户的关系, 持续增加北美和欧洲的市场渗透率; 扩建北美地区产能, 以灵活的服务选择满足客户需求并降低供应链风险; 与客户共同成长, 助力客户项目取得商业成功; 通过研发和建立伙伴关系来升级我们的生产平台, 并投资品质改善举措。
 - 3) 工业合成生物产品:** 通过创新及工艺优化推动酶制剂业务的收益及利润增长; 增强商业化能力, 专注于大客户, 扩大海外市场份额; 利用合成生物学研发能力, 在新的应用领域提供更多创新产品。
- **盈利预测:** 预计公司 2025-2027 年营收为 9.4、8.3 和 9.8 亿美元, 归母净利润为 3.1、1.3 和 2.1 亿美元。
- **风险提示:** 新业务拓展或不及预期; 蓬勃生物在手订单转化或不及预期; 公司产能扩张进度或不及预期; 政策波动风险; 公允价值变动风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元美元)	594.49	937.21	829.90	981.93
增长率	-29.19%	57.65%	-11.45%	18.32%
归属母公司净利润(百万元美元)	2961.88	309.95	130.72	208.01
增长率	3202.19%	-89.54%	-57.82%	59.12%
每股收益 EPS	1.37	0.14	0.06	0.10
净资产收益率	68.54%	6.69%	2.75%	4.19%
PE	9.35	89.34	211.83	133.12

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 汤泰萌
执业证号: S1250522120001
电话: 021-68416017
邮箱: ttm@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)	8.23-16.74
3 个月平均成交量(百万)	15.55
流通股数(亿)	21.60
市值(亿)	276.90

相关研究

1. 金斯瑞生物科技 (1548.HK): Cilta-cel 持续高速放量, 四位一体未来可期 (2024-03-15)

盈利预测

关键假设

1) 生命科学研究服务及产品：预计 2025-2027 年生命科学研究服务单价保持稳定，假设收入增速分别为 15%、20%和 20%，毛利率保持平稳增长，假设毛利率分别为 52.2%、53%和 54%。

2) 生物制剂开发服务：受行业一级市场投融资情绪波动影响，2024 年 CDMO 板块增速略有放缓。我们预计 2025 年 CDMO 业务订单有望持续修复，假设 2025-2027 年收入增速分别为 20%、10%和 10%，假设毛利率分别为 15.5%、16%和 17%。2024 年，蓬勃生物的 NME 授权客户礼新医药与默沙东签署总价约为 33 亿美元的合作协议，其中首付款为 5.88 亿美元。蓬勃有权获得礼新和默沙东交易中首付款的 40%(对应 2.35 亿美元)以及礼新获得的未来里程碑及销售分成的 25%，预计首付款将于 2025 年确认。

3) 工业合成生物产品：随着新产品不断推出、大客户战略持续推进，假设 2025 年-2027 年收入增速分别为 25%、18%和 18%，假设毛利率分别为 45%、45%和 45%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：金斯瑞生物科技各业务收入拆分及盈利预测

单位：百万美元		2024A	2025E	2026E	2027E
生命科学研究服务及产品	收入	455	523.2	627.8	753.4
	yoy	16.0%	15.00%	20.0%	20.0%
	毛利率	52.20%	52.20%	53%	54%
生物制剂开发服务	收入	95	114	125.4	138
	yoy	-13.2%	20.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	15.1%	15.5%	16%	17%
工业合成生物产品	收入	53.7	65.0	76.7	90.6
	yoy	25%	25%	18%	18%
	毛利率	42.1%	45%	45%	45%
礼新和默沙东交易分成	收入		235		
经营管理分部	收入	56.89			
抵消及其他	收入	-66.05			
合计	收入	594.5	937.2	829.9	982
	yoy	-30.1%	57.6%	-11.4%	18.3%

数据来源：Wind，西南证券

附：财务报表

资产负债表 (百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	149.91	303.39	588.83	820.38	营业额	594.49	937.21	829.90	981.93
应收账款	116.29	183.33	162.34	192.08	销售成本	322.36	381.44	442.34	510.61
预付款项	29.14	45.93	40.67	48.13	其他费用	3.10	4.89	4.33	5.12
其他应收款	0.00	0.03	0.03	0.03	销售费用	88.12	89.03	91.29	98.19
存货	31.10	36.80	42.67	49.26	管理费用	168.16	168.70	174.28	176.75
其他流动资产	508.54	663.16	612.98	684.08	财务费用	8.03	1.98	-0.72	-1.63
流动资产总计	834.98	1232.65	1447.53	1793.96	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3667.73	3667.73	3667.73	3667.73	投资收益	-39.07	0.00	0.00	0.00
固定资产	518.00	436.85	355.69	274.54	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	-34.36	291.17	118.39	192.89
无形资产	90.65	75.54	60.43	45.33	其他非经营损益	-136.43	7.63	7.63	7.63
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	-170.80	298.80	126.02	200.52
其他非流动资产	166.91	166.26	165.62	164.97	所得税	-3026.08	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	4443.29	4346.38	4249.48	4152.57	税后利润	2855.29	298.80	126.02	200.52
资产总计	5278.27	5579.03	5697.00	5946.53	归属于非控制股东利润	-106.59	-11.15	-4.70	-7.49
应付账款	29.84	35.31	40.94	47.26	归属于母公司股东利润	2961.88	309.95	130.72	208.01
其他流动负债	188.76	274.00	260.32	303.00	EBITDA	-162.77	397.68	222.20	295.80
流动负债合计	307.34	309.31	301.26	350.27	NOPLAT	2999.89	293.11	117.61	191.20
长期借款	17.31	17.31	17.31	17.31	EPS(元)	1.37	0.14	0.06	0.10
其他非流动负债	630.26	630.26	630.26	630.26					
非流动负债合计	647.57	647.57	647.57	647.57	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	954.91	956.88	948.83	997.83	成长能力				
股本	2.14	2.14	2.14	2.14	营收额增长率	-29.19%	57.65%	-11.45%	18.32%
留存收益	0.00	309.95	440.67	648.68	EBIT 增长率	49.68%	284.7%	-58.34%	58.74%
归属于母公司股东权益	4321.17	4631.12	4761.84	4969.85	EBITDA 增长率	34.74%	344.3%	-44.13%	33.12%
归属于非控制股东权益	2.19	-8.96	-13.67	-21.15	税后利润增长率	904.03%	-89.5%	-57.82%	59.12%
权益合计	4323.36	4622.16	4748.18	4948.70	盈利能力				
负债和权益合计	5278.27	5579.03	5697.00	5946.53	毛利率	45.77%	59.30%	46.70%	48.00%
					净利率	480.30%	31.88%	15.18%	20.42%
					ROE	68.54%	6.69%	2.75%	4.19%
					ROA	56.11%	5.56%	2.29%	3.50%
					ROIC	351.35%	7.17%	2.82%	4.78%
现金流量表 (百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E	估值倍数				
税后经营利润	4.79	293.17	119.20	194.22	P/E	9.35	89.34	211.83	133.12
折旧与摊销	0.00	96.91	96.91	96.91	P/S	46.58	29.55	33.37	28.20
财务费用	8.03	1.98	-0.72	-1.63	P/B	6.41	5.98	5.82	5.57
其他经营资金	62.82	-153.48	62.52	-65.88	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
经营性现金净流量	75.65	238.58	277.90	223.62	EV/EBIT	1.25	-1.45	-5.85	-4.84
投资性现金净流量	-1456.3	5.63	6.81	6.30	EV/EBITDA	1.25	-1.10	-3.30	-3.25
筹资性现金净流量	66.52	-90.72	0.72	1.63	EV/NOPLAT	-0.07	-1.49	-6.23	-5.04
现金流量净额	-1314.2	153.48	285.44	231.55					

数据来源：公司公告，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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告及附录版权为西南证券所

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录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及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 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 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

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	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn