

## 行稳则致远，AI 再创星辰大海

2025 年 04 月 29 日

➤ **事件:** 2025 年 4 月 26 日, 成都先导发布 2024 年年报及 2025 年一季报业绩。2024 年公司实现营业收入 4.27 亿元, 同比上升 14.99%; 归母净利润 0.51 亿元, 同比上升 26.13%。2025Q1 公司实现营业收入 1.07 亿元, 同比下滑 0.60%, 归母净利润 0.28 亿元, 同比上升 102.90%。

➤ **毛利率持续改善, 25Q1 利润端提升明显。**单季度来看, 公司 25Q1 收入 1.07 亿元, 同比-0.60%, 主要系英国子公司 Vernalis Limited 获得涉及或有对价的项目里程碑收入减少, 剔除此部分集团同比增长 8%, 归母净利润 0.28 亿元, 同比+102.90%, 主要系剔除 Vernalis 里程碑收入后的主营业务毛利率增加, 政府补助同比增加以及汇兑收益增加等。25Q1 公司毛利率 48.13%, 同比+2.92pcts, 环比+5.83pcts, 提升明显。费用端, 25Q1 公司研发费用率 12.01%, 同比-0.09pcts, 环比-0.17pcts; 销售费用率 3.53%, 同比-0.60pcts, 环比-0.62pcts; 管理费用率 16.70%, 同比+0.34pcts, 环比+6.61pcts。

➤ **各业务板块在稳健经营基础上实现结构性突破。**2024 年收入分板块来看, 1) DEL 板块, 作为公司的基石业务, 实现收入 1.99 亿元, 同比+8.55%, 持续巩固行业领先地位; 2) FBDD/SBDD 板块: 实现收入 1.20 亿元, 同比+30.99%, 得益于英国子公司 Vernalis 里程碑收入的确认; 3) OBT 板块: 实现收入 0.48 亿元, 同比+39.72%, 主要系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。

➤ **优化底层能力建设, AI 赋能加速。**2024 年, 公司成功完成了 DEL+AI+自动化的 DMTA 分子优化能力基础设施建设, 并在客户某靶点项目中实现了 AIDD 推动的两轮 DMTA 循环。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, 能够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。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。两轮 DMTA 循环的完成也表明公司正在建设的该能力平台在化合物优化过程中能够快速迭代, 以期能够在减少试错成本的同时加速从靶点发现到临床前候选物的转化进程, 同时今后一段时间的持续应用将积累更加丰富的数据, 有利于 AIDD 模型的训练。

➤ **投资建议:** 公司持续深化全球布局, 在不同市场实现更精准的定位和更高效的运营。我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 5.15/6.14/7.22 亿元, 同比增长 20.6%/19.1%/17.7%, 归母净利润分别为 0.65/0.84/1.03 亿元, 对应 PE 分别为 91/71/58 倍, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 下游需求风险、项目运营风险、核心技术人员流失风险、政策变化风险、汇率风险等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	427	515	614	722
增长率 (%)	15.0	20.6	19.1	17.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	51	65	84	103
增长率 (%)	26.1	27.3	28.9	22.7
每股收益 (元)	0.13	0.16	0.21	0.26
PE	116	91	71	58
PB	4.3	4.1	4.0	3.8

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 4 月 28 日收盘价)

### 推荐

维持评级

当前价格:

14.88 元



**分析师 王班**

执业证书: S0100523050002

邮箱: wangban@mszq.com

**分析师 朱凤萍**

执业证书: S0100524010001

邮箱: zhufengping@mszq.com

### 相关研究

1. 成都先导 (688222.SH) 2024 年三季报点评: 主营业务实现加速增长, 商业化项目稳健推进-2024/10/28

2. 成都先导 (688222.SH) 2023 年年报&2024 年一季报点评: DEL 核心业务显著恢复, 多元化特色平台加速商业化-2024/04/25

3. 成都先导 (688222.SH) 深度报告: 新分子发现平台优势明显, 业务拓展成效显著-2024/02/12

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	427	515	614	722
营业成本	206	249	297	351
营业税金及附加	2	2	2	3
销售费用	20	23	28	29
管理费用	69	85	98	112
研发费用	67	111	129	152
EBIT	85	53	69	87
财务费用	-4	-2	-1	0
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	12	13	18	22
营业利润	63	68	89	109
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	63	68	89	109
所得税	13	3	4	5
净利润	50	65	84	103
归属于母公司净利润	51	65	84	103
EBITDA	141	114	137	156

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	462	500	512	529
应收账款及票据	99	134	160	188
预付款项	13	25	30	35
存货	33	41	49	58
其他流动资产	579	534	538	542
流动资产合计	1,186	1,234	1,288	1,351
长期股权投资	9	22	41	62
固定资产	260	259	262	265
无形资产	62	61	60	60
非流动资产合计	570	599	612	634
资产合计	1,757	1,833	1,900	1,986
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	18	17	20	24
其他流动负债	171	201	214	229
流动负债合计	189	218	234	253
长期借款	93	100	100	100
其他长期负债	52	49	47	52
非流动负债合计	145	149	147	152
负债合计	334	367	381	405
股本	401	401	401	401
少数股东权益	29	29	29	29
股东权益合计	1,422	1,466	1,518	1,581
负债和股东权益合计	1,757	1,833	1,900	1,986

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	14.99	20.61	19.15	17.69
EBIT 增长率	169.43	-37.35	29.48	25.79
净利润增长率	26.13	27.34	28.92	22.66
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	51.86	51.74	51.64	51.41
净利润率	12.03	12.70	13.74	14.32
总资产收益率 ROA	2.92	3.57	4.44	5.21
净资产收益率 ROE	3.69	4.55	5.66	6.67
<b>偿债能力</b>				
流动比率	6.29	5.67	5.49	5.34
速动比率	5.68	5.00	4.80	4.63
现金比率	2.45	2.30	2.18	2.09
资产负债率 (%)	19.02	20.00	20.07	20.40
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	84.84	95.00	95.00	95.00
存货周转天数	59.24	60.00	60.00	60.00
总资产周转率	0.24	0.29	0.33	0.37
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.13	0.16	0.21	0.26
每股净资产	3.48	3.59	3.72	3.87
每股经营现金流	0.32	0.22	0.28	0.32
每股股利	0.06	0.08	0.10	0.13
<b>估值分析</b>				
PE	116	91	71	58
PB	4.3	4.1	4.0	3.8
EV/EBITDA	40.47	50.00	41.64	36.51
股息收益率 (%)	0.40	0.54	0.69	0.85

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	50	65	84	103
折旧和摊销	56	61	68	69
营运资金变动	-20	-31	-25	-28
经营活动现金流	128	86	113	128
资本开支	-71	-64	-58	-65
投资	51	50	0	0
投资活动现金流	-5	-21	-58	-65
股权募资	6	0	0	0
债务募资	-5	7	0	0
筹资活动现金流	-39	-27	-44	-46
现金净流量	88	38	12	17

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048