

医药	收盘价 港元 18.17	目标价 港元 28.75	潜在涨幅 +58.2%	2025年8月18日
----	-----------------	-----------------	----------------	------------

金斯瑞生物 (1548 HK)

1H25 蓬勃核心业务复苏势头良好，生命科学板块上调指引，维持买入

1H25，公司生命科学业务延续较快增长势头、蓬勃生物定制服务收入增速重回双位数。在战略性海外市场开拓、技术进步和产能扩张等因素推动下，我们看好公司核心业务收入中长期维持双位数增长的潜力；此外公司储备了较多可供授权抗体资产，有机会贡献更多授权合作交易、增厚收入。随着传奇生物指引在 2026 年实现盈亏平衡，金斯瑞整体盈利路径有望进一步清晰。

⊕ **1H25 业绩符合预期，略微上调生命科学板块指引：**1H25 持续经营业务收入同比增长 82% 至 5.19 亿（美元，下同），剔除礼新授权合作收入后基本符合我们的预期，经调整净利润增长 510% 至 1.78 亿，符合此前业绩预告区间。分业务板块看：**1）生命科学业务：**收入增长 11%，经调整毛利率 51.0%（同比-2.9ppts）。公司上调板块全年收入增速指引至 13-15%，对应 2H25 增速 15-18%，以反映蛋白/抗体业务的强劲增长、工业/药厂客户开发能力及收入贡献提升、以及持续的产能扩张和技术革新；预计经调整毛利率同比持平。**2）蓬勃生物：**定制服务收入增速重回双位数，1H25 新获 20 个抗体蛋白药项目（双抗、ADC 等新分子类型占比大幅提升）和 30 个 CGT 项目，相比 1H24 和 2H24 均有提升。公司维持全年定制服务收入增长 15-20% 的指引，预计 2H25 将有第一个非新冠 BLA 项目。在定制服务之外，蓬勃有望于 3Q25 确认第二笔礼新合作收款分成（约 0.75 亿），**目前管线中拥有超 30 款潜在可供授权抗体资产。****3）百斯杰：**收入增长 8%，经调整毛利率 40.4%（同比-1.8ppt），今年研发主要聚焦方向：**1）团队建设以支持酶制剂产品迭代更新及合成生物学探索；2）早期菌株筛选通量，**预计年底有望同比提升 153%。考虑到 1H25 受春节时间较早影响较大，公司维持百斯杰全年收入增 20-25%、经调整毛利率约 45% 的指引。

⊕ **维持买入评级：**我们上调公司 2025-27 年收入 1-5%，以反映蓬勃生物定制服务业务的复苏、以及生命科学板块更高的增速指引；但考虑到 1H25 传奇生物（LEGN US/买入）账面净亏损仍较大（主因非先进性汇兑损失，2Q25 经调整层面已实现盈亏平衡），下调 2025 年净利润预测。我们将 SOTP 模型滚动至 2026 年，各业务板块目标估值倍数保持不变，维持目标价和**买入**评级。

盈利预测变动

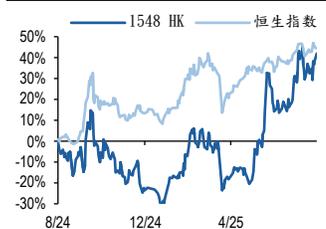
百万美元	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	959	912	5.2%	819	792	3.4%	961	953	0.8%
毛利润	532	541	-1.7%	371	362	2.5%	438	439	-0.2%
毛利率	55.5%	59.3%	-3.9ppts	45.3%	45.7%	-0.4ppt	45.6%	46.0%	-0.5ppt
归母净利润	15	239	-93.7%	183	180	1.6%	363	361	0.8%
归母净利率	1.6%	26.2%	-24.6ppts	22.3%	22.7%	-0.4ppt	37.8%	37.8%	0.0ppt

资料来源：FactSet，公司资料，交银国际预测

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)	18.56
52周低位 (港元)	8.97
市值 (百万港元)	39,136.54
日均成交量 (百万)	35.77
年初至今变化 (%)	84.65
200天平均价 (港元)	13.47

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

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 (FY26)	目标估值 (美元百万)	公司持股比例	归属公司的目标估值 (美元百万)	占公司整体目标估值比重
生命科学服务	P/E	15.0x	1,494	100%	1,494	17%
生物药 CDMO	P/S	3.0x	447	70%	315	4%
工业生物合成产品	P/S	6.0x	463	83%	382	4%
细胞治疗	rNPV	NA	13,589	48%	6,463	75%
合计 (美元百万)					8,653	100%
集团化折价					10%	
净现金 (美元百万)					252	
目标股权价值 (美元百万)					8,040	
目标股权价值 (港元百万)					62,712	
总股数 (百万)					2,181	
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) 评级及目标价



资料来源：FactSet，交银国际预测

2025 年 8 月 18 日

金斯瑞生物 (1548 HK)

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
LEGN US	传奇生物	买入	37.71	74.00	96.2%	2025 年 08 月 12 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	25.70	37.60	46.3%	2025 年 08 月 08 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	191.50	225.00	17.5%	2025 年 08 月 07 日	生物科技
1530 HK	三生制药	买入	33.54	33.00	-1.6%	2025 年 07 月 28 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	165.50	140.00	-15.4%	2025 年 07 月 11 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	70.60	72.50	2.7%	2025 年 07 月 02 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	97.50	84.00	-13.8%	2025 年 06 月 06 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	77.10	66.00	-14.4%	2025 年 05 月 22 日	生物科技
6990 HK	科伦博泰生物	买入	434.00	400.00	-7.8%	2025 年 05 月 16 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	73.90	57.00	-22.9%	2025 年 03 月 26 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	6.64	6.60	-0.6%	2025 年 03 月 24 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	9.00	5.00	-44.4%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	62.25	51.00	-18.1%	2025 年 03 月 25 日	医药研发服务外包
1548 HK	金斯瑞生物	买入	17.72	28.75	62.3%	2024 年 08 月 12 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	30.94	25.00	-19.2%	2025 年 03 月 26 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	16.10	18.00	11.8%	2025 年 03 月 31 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	79.17	93.30	17.8%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	48.44	33.10	-31.7%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
1177 HK	中国生物制药	买入	7.82	8.00	2.3%	2025 年 07 月 18 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	37.30	33.00	-11.5%	2025 年 06 月 19 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	12.45	14.30	14.8%	2025 年 06 月 04 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.44	14.00	65.9%	2024 年 04 月 01 日	制药
002422 CH	科伦药业	中性	36.39	40.20	10.5%	2025 年 06 月 19 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	10.96	7.20	-34.3%	2025 年 05 月 30 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	63.40	51.00	-19.6%	2025 年 04 月 01 日	制药
1951 HK	锦欣生殖	买入	3.15	3.75	19.1%	2025 年 04 月 01 日	民营医院
2273 HK	固生堂	买入	33.70	42.00	24.6%	2025 年 01 月 27 日	民营医院

资料来源：FactSet，交银国际预测 数据截至 2025 年 8 月 15 日

财务数据

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	560	594	959	819	961
主营业务成本	(290)	(322)	(427)	(448)	(523)
毛利	271	272	532	371	438
销售及管理费用	(187)	(202)	(226)	(258)	(297)
研发费用	(53)	(54)	(65)	(74)	(86)
其他经营净收入/费用	(6)	(3)	(5)	(4)	(5)
经营利润	25	13	236	36	50
财务成本净额	(6)	(8)	(17)	(17)	(17)
应占联营公司利润及亏损	(1)	(39)	(132)	64	156
其他非经营净收入/费用	(367)	2,893	(45)	121	224
税前利润	(349)	2,858	42	203	413
税费	(6)	(3)	(25)	(20)	(50)
非控股权益	260	107	(2)	0	0
净利润	(95)	2,962	15	183	363
作每股收益计算的净利润	(95)	2,962	15	183	363

截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1,446	132	94	344	790
应收账款及票据	217	116	120	103	120
存货	53	31	80	83	97
其他流动资产	636	556	556	556	556
总流动资产	2,353	835	849	1,086	1,564
物业、厂房及设备	608	518	1,070	1,042	1,020
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	4,968	4,945
总资产	3,387	5,278	5,845	6,053	6,509
应付账款	313	155	526	552	644
其他短期负债	181	152	100	100	100
总流动负债	495	307	626	652	745
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	1,505	1,530	1,623
股本	2	2	2	2	2
储备及其他资本项目	1,389	4,319	4,336	4,519	4,882
股东权益	1,391	4,321	4,338	4,521	4,884
非控股权益	653	2	2	2	2
总权益	2,044	4,323	4,340	4,523	4,886

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	42	203	413
折旧及摊销	59	75	89	102	99
营运资本变动	(116)	198	(52)	14	(32)
利息调整	0	0	0	0	0
税费	(5)	(23)	(25)	(20)	(50)
其他经营活动现金流	(393)	(3)	388	43	110
经营活动现金流	(805)	3,105	442	341	540
资本开支	(146)	21	(642)	(74)	(77)
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)	(74)	(77)
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	(14)	(17)	(17)
融资活动现金流	1,068	67	162	(17)	(17)
汇率收益/损失	(1)	(0)	0	0	0
年初现金	1,024	1,446	132	94	344
年末现金	1,446	132	94	344	790

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	0.007	0.085	0.168
全面摊薄每股收益	(0.043)	1.360	0.007	0.082	0.164
每股账面值	0.656	2.039	2.010	2.095	2.263
利润率分析(%)					
毛利率	48.3	45.8	55.5	45.3	45.6
EBITDA利润率	15.0	14.7	33.9	16.8	15.5
EBIT利润率	4.5	2.1	24.6	4.4	5.2
净利率	(17.0)	498.2	1.6	22.3	37.8
盈利能力(%)					
ROA	(2.8)	56.1	0.3	3.0	5.6
ROE	(4.7)	68.5	0.3	4.0	7.4
ROIC	(4.1)	68.2	0.3	3.8	7.1
其他					
流动比率	4.8	2.7	1.4	1.7	2.1
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9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、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、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、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团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。