

百普赛斯 (301080.SZ)

增持

2022 年报及 2023 年一季报点评：常规产品收入维持高增速，海外业务持续拓展

核心观点

常规产品收入维持高增速。2022 全年实现营收 4.74 亿元 (+23.2%)，归母净利润 2.04 亿元 (+16.9%)，扣非归母净利润 1.83 亿元 (+11.7%)。其中，非新冠产品销售收入 3.85 亿元 (+29.8%)，新冠产品销售收入 8928 万元 (+1.1%)。

分季度来看，2022Q4/2023Q1 分别实现营收 1.22/1.37 亿元，分别同比 +11.9%/+19.8%，环比增长 12.3%，其中 2023Q1 非新冠产品收入 1.19 亿元 (+32.37%)，新冠产品收入 1752 万元 (-27.30%)。

海外业务持续拓展。2022 年公司境内/境外分别实现营收 1.79/2.88 亿元，分别同比 +14%/+31%，其中非新冠收入分别为 1.45/2.40 亿元，分别同比 +6.5%/+49.5%。公司现有销售渠道已覆盖亚太、北美及欧洲等地区，同时公司在欧洲、日本等地新设多家海外子公司，进一步开拓国际药企、生物科技公司、科研院所等终端客户。

加大研发投入，丰富产品种类。2022 年公司重组蛋白营收 3.94 亿元 (+21.0%)，抗体、试剂盒及其他试剂实现营收 5778 万元 (+45.3%)，检测服务实现营收 1485 万元 (+31.1%)，核心产品重组蛋白维持高增速，其他品类逐步增加覆盖率。2022 年公司投入研发费用 1.14 亿元 (+91.2%)，拥有研发人员 189 人 (+54.9%)，高研发投入有望支撑公司深入拓展细胞与基因治疗、伴随诊断、临床样本分析和临床用药监控等支撑临床应用的相关产品和技术服务，更大范围的满足客户需求。

风险提示：新产品研发失败风险、行业需求不确定性风险等。

投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级。

百普赛斯是全球领先的蛋白试剂提供商，产品种类丰富，贯穿传统生物药开发流程，同时加大研发投入，积极布局细胞和基因治疗等前沿疗法领域；深耕工业端客户，产品质量体系形成高壁垒；加速全球化布局，海外收入占比不断提升。预计公司 2023-2025 年营收分别为 5.83/7.28/9.16 亿元，归母净利润分别为 2.38/2.88/3.52 亿元，目前股价对应 PE 分别为 35/29/23x。结合绝对估值和相对估值，我们认为公司的合理股价区间为 113.24~123.07 元，相对目前股价有 10%~20% 的上涨空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 385 | 474 | 583 | 728 | 916 |
| (+/-%) | 56.3% | 23.2% | 22.8% | 24.9% | 25.8% |
| 净利润(百万元) | 174 | 204 | 238 | 288 | 352 |
| (+/-%) | 50.3% | 16.9% | 17.0% | 20.9% | 22.2% |
| 每股收益(元) | 2.18 | 2.55 | 2.98 | 3.60 | 4.40 |
| EBIT Margin | 46.8% | 42.9% | 40.8% | 39.9% | 39.4% |
| 净资产收益率 (ROE) | 7.1% | 7.9% | 8.7% | 9.8% | 11.1% |
| 市盈率 (PE) | 47.3 | 40.4 | 34.6 | 28.6 | 23.4 |
| EV/EBITDA | 44.0 | 38.4 | 34.2 | 27.8 | 22.3 |
| 市净率 (PB) | 3.34 | 3.21 | 3.00 | 2.79 | 2.60 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

医药生物 · 医疗服务

证券分析师：马千里
010-88005445
maqianli@guosen.com.cn
S0980521070001

证券分析师：陈益凌
021-60933167
chenyiling@guosen.com.cn
S0980519010002

基础数据

| | |
|-------------|----------------|
| 投资评级 | 增持(首次评级) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 100.61 元 |
| 总市值/流通市值 | 8049/4214 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 188.00/99.50 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 86.37 百万元 |

市场走势



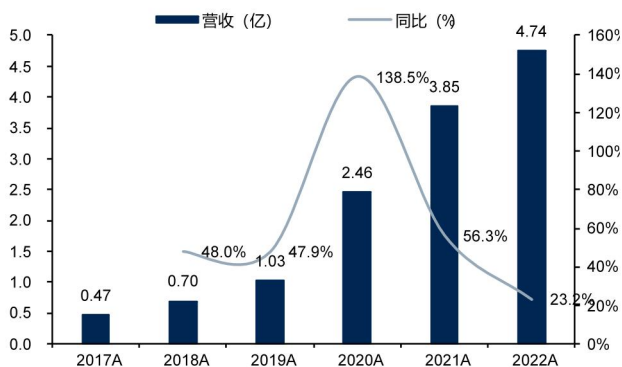
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

常规产品收入维持高增速。2022 全年实现营收 4.74 亿元 (+23.2%)，归母净利润 2.04 亿元 (+16.9%)，扣非归母净利润 1.83 亿元 (+11.7%)。其中，非新冠产品销售收入 3.85 亿元 (+29.8%)，新冠产品销售收入 8928 万元 (+1.1%)。

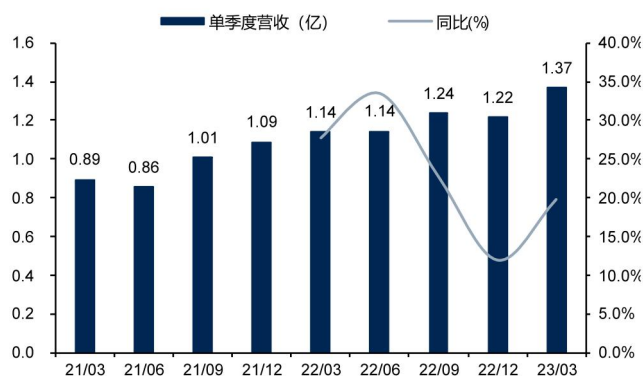
分季度来看，2022Q4/2023Q1 分别实现营收 1.22/1.37 亿元，分别同比 +11.9%/+19.8%，环比增长 12.3%，其中 2023Q1 非新冠产品收入 1.19 亿元 (+32.37%)，新冠产品收入 1752 万元 (-27.30%)。

图1: 百普赛斯营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 百普赛斯单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



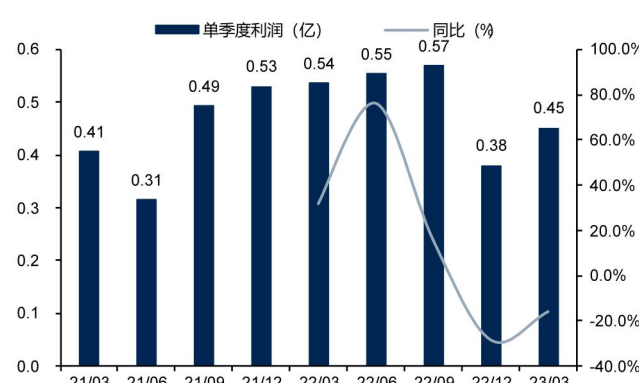
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 百普赛斯归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 百普赛斯单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)

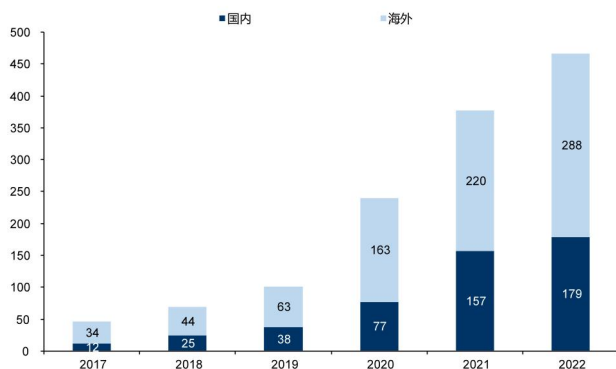


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分销售区域来看，2022 年境内/境外分别实现营收 1.79/2.88 亿元，分别同比 +14%/+31%，其中非新冠收入分别为 1.45/2.40 亿元，分别同比 +6.5%/+49.5%，公司海外市场拓展效果显著。

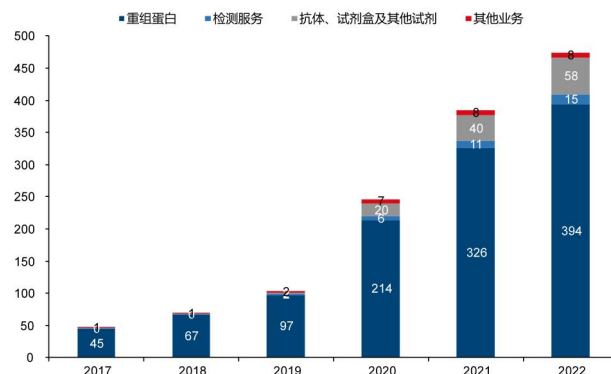
分产品来看，2022 年公司重组蛋白营收 3.94 亿元 (+21.0%)，抗体、试剂盒及其他试剂实现营收 5778 万元 (+45.3%)，检测服务实现营收 1485 万元 (+31.1%)，核心产品重组蛋白维持高增速，其他品类逐步增加覆盖率。

图5: 百普赛斯境内外销售情况 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

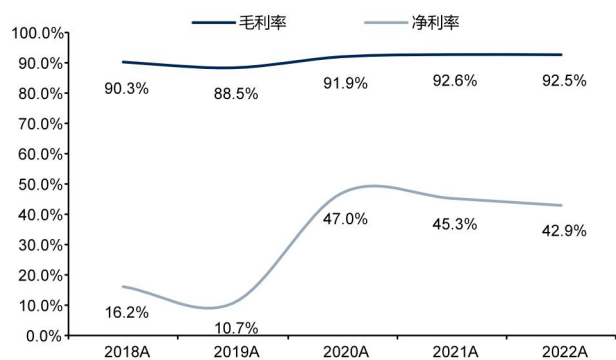
图6: 百普赛斯各产品销售情况 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

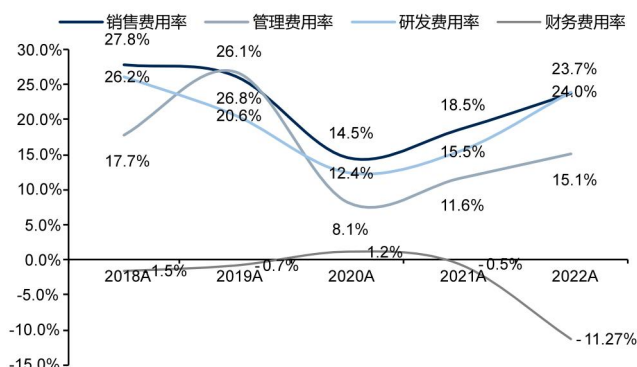
毛利率保持稳定, 期间费用率回升至往年正常水平。2022 年公司实现毛利率 92.5% (-0.1pp), 销售费用率 23.7% (+5.2pp)、管理费用率 15.1% (+3.5pp)、研发费用率 24.0% (+8.5pp)、财务费用率-11.3% (-10.7pp)。

图7: 百普赛斯毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 百普赛斯费用率变化情况



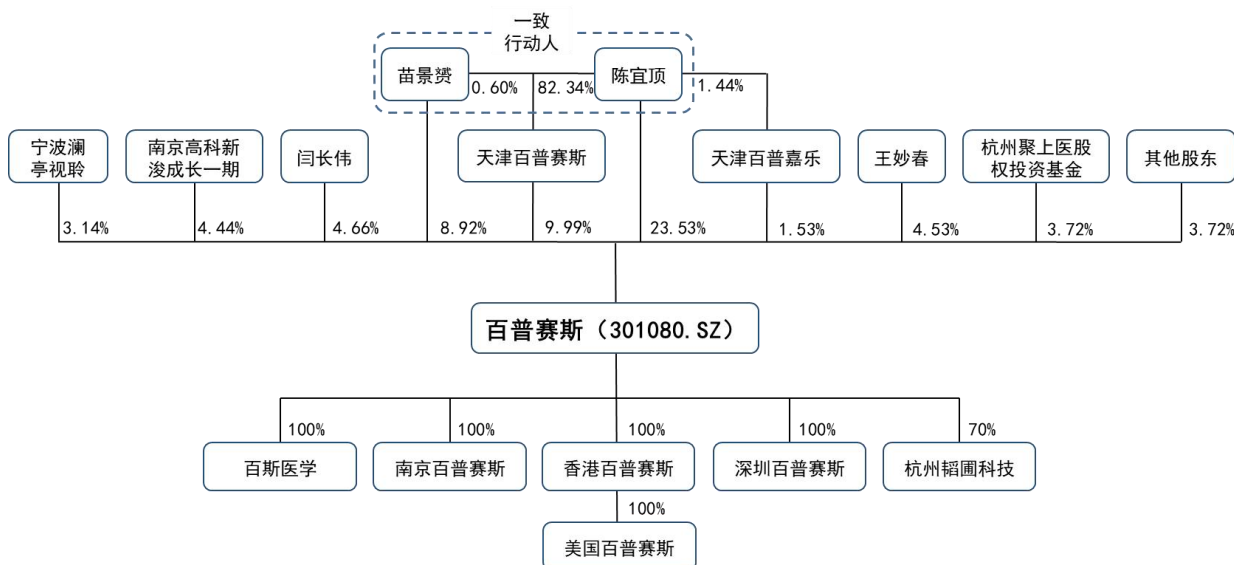
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司概况

百普赛斯成立于 2010 年，2021 年于创业板挂牌上市，是为全球生物医药、健康产业领域提供关键生物试剂产品及解决方案的行业平台型基石企业。公司在中国、美国、瑞士等 12 个城市设有办公室、研发中心及生产基地；旗下拥有 ACROBiosystems 百普赛斯、bioSeedin 柏思荃、Condense Capital 垦拓资本和 ACRODiagnostics 百斯医学等品牌；主要产品及服务包括蛋白、抗体、试剂盒及分析检测服务，应用于肿瘤、自身免疫疾病、心血管病、传染病、脑神经等疾病的药物筛选及优化、临床前实验及临床试验、药物生产过程及工艺控制（CMC）、诊断试剂开发及优化等研发及生产环节；目前累计服务客户超 7000 家，与全球 Top20 医药企业均建立了长期、稳定的合作伙伴关系。

公司股权结构集中。百普赛斯创始人、实际控制人陈宜顶先生直接或通过持股平台间接持有公司 31.78% 股份，公司联合创始人、一致行动人苗景赞先生直接或间接持有公司 8.98% 股份。

图9：百普赛斯股权结构及主要子公司



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

管理团队产业经验丰富。公司创始人、董事长、总经理陈宜顶先生拥有生物工程专业硕士研究生学历，中关村高端领军人才；先后任职于神州细胞、香港英杰生命技术（Invitrogen）、赛默飞世尔（Thermo Fisher）等企业，拥有丰富的行业经验。

表1: 百普赛斯主要职责及履历

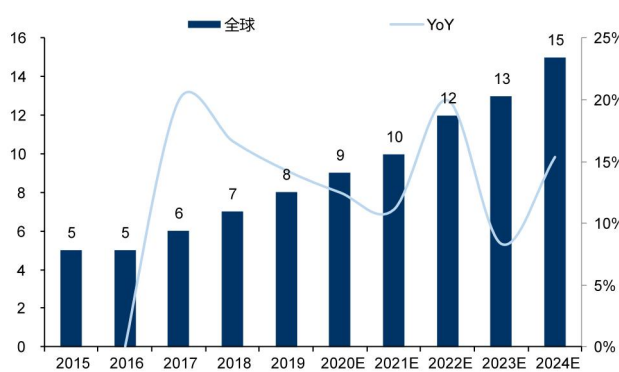
| 姓名 | 职务 | 个人经历 |
|-----|------------------|--|
| 陈宜顶 | 董事长、总经理 | 毕业于陕西科技大学生物工程专业，硕士研究生学历，中关村高端领军人才；曾任神州细胞工程有限公司细胞培养研究员，香港英杰生命技术有限公司 (Invitrogen) 北京办事处技术销售专家、应用开发科学家，赛默飞世尔生物化学制品 (北京) 有限公司生物工艺产品应用科学家，现任公司董事长及总经理、兼任公司全资子公司百斯医学诊断科技 (北京) 有限公司经理兼执行董事 |
| 黄旭 | 副总经理 | 毕业于中国科学院武汉病毒研究所微生物学专业，博士研究生学历，中级工程师职称；曾任北京亿利生物技术有限公司研发人员，香港英杰生命技术有限公司 (Invitrogen) 北京办事处技术支持，戴诺生物技术 (北京) 有限公司技术支持，英潍捷基 (上海) 贸易有限公司技术销售专家、华北区销售经理，现任公司销售和市场副总经理。 |
| 林涛 | 副总经理、财务负责人、董事会秘书 | 毕业于清华大学工商管理专业，硕士研究生学历，中国注册会计师，香港注册会计师，并持有中国法律职业资格证书；历任天职国际会计师事务所 (特殊普通合伙) 审计员、经理、高级经理，现任公司财务负责人、副总经理、董事会秘书，兼任公司全资子公司深圳百普赛斯执行董事、总经理 |
| 苗景贇 | 董事、副总经理 | 毕业于北京化工大学生物工程专业，硕士研究生学历，中级职称；曾任神州细胞工程有限公司工艺开发研究员，通用电气 (中国) 有限公司产品专家，通用电气医疗系统贸易发展 (上海) 有限公司产品专家、产品经理，现任公司副总经理、董事 |
| 陈劲秋 | 副总经理 | 毕业于意大利联合国国际遗传工程和生物技术中心 (International Center for Genetic Engineering and Biotechnology) 分子遗传学和生物技术专业，博士研究生学历；曾任北京大学生物系助教，北京大学讲师，美国宾夕法尼亚大学博士后，美国 Rockland Immunochemical Inc 高级科学家及研发经理，任美国 QPS, LLC 高级研究员，美国国立卫生研究院 (NIH) 癌症研究所抗体中心实验室 (Antibody Product and Production Laboratory) 高级研究员、蛋白质技术合作资源中心实验室 (Collaborative Protein Technology Resource) 负责人，现任公司产品及应用开发总监 |
| 陈震敏 | 副总经理 | 毕业于美国犹他大学，硕士研究生学历；曾任赛默飞世尔科技公司 (THERMO FISHER SCIENTIFIC) 财务分析专员、销售支持专家等，GE 医疗集团 (GE HEALTHCARE) 客户经理，现任公司北美运营总监 |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

行业：重组蛋白科研试剂行业长坡厚雪

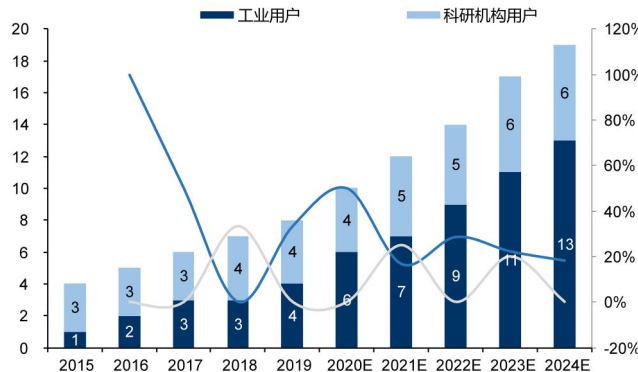
根据 Frost & Sullivan 报告，随着对于生物药的积极研发和生命科学机理的深入探索，全球重组蛋白科研试剂市场从 2015 年的 5 亿美元（33 亿元人民币）增长到 2019 年的 8 亿美元（52 亿元人民币），期间年复合增长率为 14.5%。预计 2024 年市场规模将达到 15 亿美元（98 亿元人民币），2019 年至 2024 年间年复合增长率为 13.6%。中国重组蛋白市场规模从 2019 年 9 亿人民币增长至 2024 年 19 亿人民币，2019 年至 2024 年间年复合增长率为 16.12%，高于全球生物药市场规模及生物科研试剂市场规模的增长。

图10: 全球重组蛋白科研试剂市场规模（单位：亿美元、%）



资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

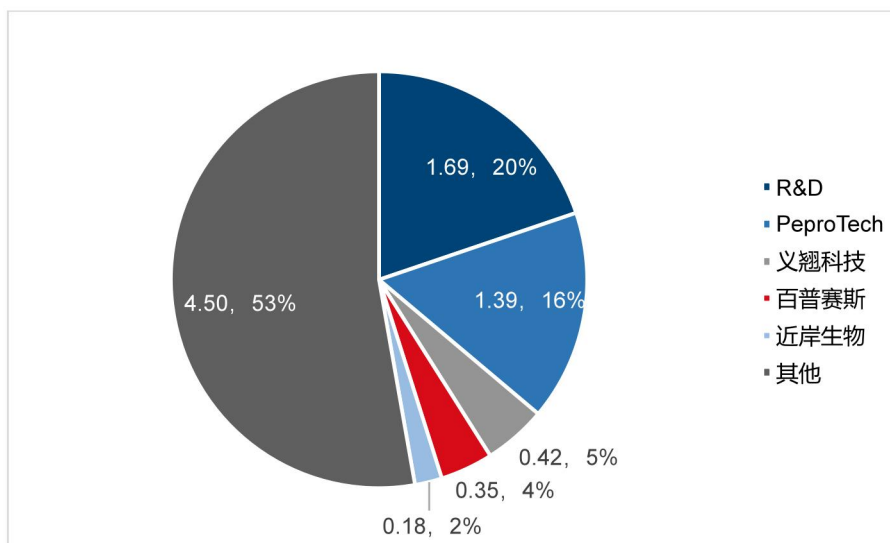
图11: 国内重组蛋白科研试剂市场规模（单位：亿元、%）



资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

国产替代空间大。中国重组蛋白试剂市场相对分散，2019 年国内市场前两名分别为进口品牌 R&D Systems 和 PeprTech，市占率合计达 36%，国内企业义翘神州和百普赛斯分列 3/4 位，市占率分别仅 4~5%。

图12: 2019 年国内重组蛋白科研试剂竞争格局



资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

公司主营业务

公司主要产品为重组蛋白和检测服务, 同时提供试剂盒、抗体、酶、填料等相关产品。

表2: 百普赛斯主要产品和服务类型

| 产品及服务类型 | 主要产品系列名称 | 主要产品系列描述 |
|----------|--------------------|--|
| 重组蛋白 | 肿瘤靶点蛋白 | 肿瘤细胞表达的特异性蛋白, 可以用于肿瘤靶向治疗药物的开发 |
| | CAR-T 靶点蛋白 | 可以被 CAR-T 免疫细胞作用的蛋白, 以用于治疗肿瘤及其他疾病药物的开发 |
| | 免疫检查点蛋白 | 调节免疫激活程度的蛋白, 用于免疫治疗药物的开发 |
| | 病毒蛋白 | 病毒相关蛋白, 用于疫苗、诊断试剂及治疗药物的开发 |
| | Fc 受体蛋白 | 与抗体 Fc 结合, 以决定抗体功能的蛋白, 主要用于抗体药开发及优化 |
| | 生物素标记蛋白 | 用生物素标记的药物靶点和生物标志物蛋白, 主要用于药物筛选和优化 |
| | 荧光素标记蛋白 | 用荧光素标记的药物靶点和生物标志物蛋白, 主要用于药物筛选和优化 |
| 试剂盒 | 血药浓度定量检测试剂盒 | 用于测定临床前和临床血液样本中的抗体药浓度的试剂盒 |
| | 抑制剂筛选试剂盒 | 快速、高通量的进行抗体或抑制剂药物筛选和验证的试剂盒 |
| | SARS-Co V-2 试剂盒类产品 | 用于新冠病毒抑制剂筛选、中和抗体筛选、抗体滴度检测、抗原检测等的试剂盒 |
| | 预偶联磁珠系列产品 | 将生物素化蛋白偶联到链霉亲和素磁珠上, 用于免疫捕获、细胞刺激等实验的产品 |
| 抗体 | 抗独特型抗体 | 主要能够识别血液中的药物抗体, 并产生特异性结合的抗体 |
| | 检测抗体 | 用于检测病毒抗原或其他生物标志物抗原的抗体 |
| 生物分析检测服务 | 分子互作分析测试服务 | 实现对蛋白、抗体及 Fab 片段等相互作用的定性定量分析, 主要服务包括抗体筛选、表征、一致性评价以及生物大分子间相互作用等 |
| | 抗独特型抗体开发服务 | 抗独特型抗体制备服务及特异性检测体内抗体药水平的服务 |

资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

盈利预测

关键假设：

- 1) 重组蛋白：非新冠类重组蛋白受益于生物药行业高增速以及 CGT 等前沿疗法占比提升，预计维持较快增速，新冠类重组蛋白收入预计逐步下降；
- 2) 检测服务：包括分子互作分析检测服务和抗独特型抗体开发服务等，随着公司重组蛋白种类数量提升以及对海内外工业客户拓展，预计维持较快增速；
- 3) 抗体、试剂盒及其他试剂：包括抗体、试剂盒、预偶联蛋白磁珠、培养基和填料等，预计非新冠类产品维持高双位数增速，新冠类产品收入预计逐步下降；
- 4) 费用率：预计随收入规模增长，公司费用率稳中有降。

表3: 百普赛斯盈利预测（单位：百万元）

| 单位：百万元 | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E备注 |
|--------------------|--------|-------|--------|-------|-------|---------|
| 收入 | 246 | 385 | 474 | 583 | 728 | 916 |
| YOY | 138% | 56% | 23% | 23% | 25% | 26% |
| 成本 | 20 | 29 | 36 | 43 | 52 | 64 |
| YOY | 67% | 43% | 24% | 21% | 21% | 22% |
| 毛利率 | 91.9% | 92.6% | 92.5% | 92.6% | 92.8% | 93.0% |
| 重组蛋白 | 214 | 326 | 394 | 490 | 617 | 781 |
| YOY | 120% | 52% | 21% | 24% | 26% | 27% |
| 成本 | 11.4 | 13.2 | 19.3 | 24.5 | 30.9 | 39.0 |
| YOY | 27% | 15% | 47% | 27% | 26% | 27% |
| 毛利率 | 94.7% | 96.0% | 95.1% | 95% | 95% | 95% |
| 检测服务 | 6 | 11 | 15 | 19 | 22 | 26 |
| YOY | 270% | 92% | 31% | 25% | 20% | 15% |
| 成本 | 1.9 | 2.4 | 2.6 | 3.3 | 4.0 | 4.6 |
| YOY | 162% | 26% | 11% | 28% | 20% | 15% |
| 毛利率 | 68.4% | 79.3% | 82.4% | 82% | 82% | 82% |
| 抗体、试剂盒及其他试剂 | 20 | 40 | 58 | 66 | 80 | 100 |
| YOY | 843% | 100% | 45% | 14% | 21% | 26% |
| 成本 | 2 | 6 | 7 | 8 | 10 | 12 |
| YOY | 281% | 262% | 13% | 18% | 21% | 26% |
| 毛利率 | 91.8% | 85.1% | 88.4% | 88% | 88% | 88% |
| 其他业务 | 7 | 8 | 8 | 8 | 9 | 9 |
| YOY | 186% | 27% | -5% | 5% | 5% | 5% |
| 成本 | 5.05 | 7.18 | 6.98 | 7.26 | 7.62 | 8.00 |
| YOY | 174% | 42% | -3% | 4% | 5% | 5% |
| 毛利率 | 22.8% | 13.3% | 11.1% | 12% | 12% | 12% |
| 销售费用率 | 14.5% | 18.5% | 23.7% | 23.5% | 23.3% | 23.0% |
| 管理费用率 | 8.2% | 11.6% | 15.1% | 14.9% | 14.7% | 14.5% |
| 研发费用率 | 12.4% | 15.5% | 24.0% | 23.5% | 23.0% | 22.5% |
| 财务费用率 | 1.2% | -0.5% | -11.3% | -7.4% | -4.7% | -4.0% |
| 净利润（亿元） | 116 | 174 | 204 | 238 | 288 | 352 |
| YoY | 944.0% | 50.3% | 16.9% | 17.0% | 20.9% | 22.2% |

资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

绝对估值：116.66~123.07 元

表4: 绝对估值法假设条件

| | | | |
|----------|--------|-------------|--------|
| 无杠杆 Beta | 0.82 | T | 12.00% |
| 无风险利率 | 3.00% | Ka | 8.74% |
| 股票风险溢价 | 7.00% | 有杠杆 Beta | 0.82 |
| 公司股价 | 102.91 | Ke | 8.75% |
| 发行在外股数 | 80 | E/(D+E) | 99.90% |
| 股票市值(E) | 8233 | D/(D+E) | 0.10% |
| 债务总额(D) | 8 | WACC | 8.74% |
| Kd | 5.00% | 永续增长率(10年后) | 2.00% |

资料来源：国信证券经济研究所预测

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价格区间为 116.66~123.07 元。

表5: FCFF 估值表

| | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | TV |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| EBIT | 237.5 | 290.3 | 360.5 | 446.4 | 544.9 | 654.9 | 772.9 | 894.2 | 1,002.9 | 1,102.6 | |
| 所得税税率 | 12.00% | 12.00% | 12.00% | 12.00% | 12.00% | 12.00% | 12.00% | 12.00% | 12.00% | 12.00% | 12.00% |
| EBIT*(1-所得税税率) | 209.0 | 255.5 | 317.2 | 392.8 | 479.5 | 576.3 | 680.2 | 786.9 | 882.5 | 970.2 | |
| 折旧与摊销 | 9.6 | 16.1 | 24.3 | 32.8 | 40.9 | 49.3 | 57.7 | 66.0 | 74.3 | 82.6 | |
| 营运资金的净变动 | 41.6 | 49.0 | 52.7 | 45.4 | 34.2 | 32.0 | 28.7 | 27.0 | 28.4 | 31.4 | |
| 资本性投资 | (120.3) | (155.4) | (186.7) | (154.1) | (165.4) | (168.7) | (162.8) | (165.6) | (165.7) | (164.7) | |
| FCFF | 140.0 | 165.1 | 207.5 | 316.9 | 389.3 | 488.9 | 603.8 | 714.2 | 819.5 | 919.5 | 13,914.4 |
| PV(FCFF) | 128.7 | 139.7 | 161.4 | 226.7 | 256.0 | 295.7 | 335.8 | 365.3 | 385.5 | 397.8 | 6,019.3 |
| 核心企业价值 | 8,711.9 | | | | | | | | | | |
| 减：净债务 | (869.8) | | | | | | | | | | |
| 股票价值 | 9,581.7 | | | | | | | | | | |
| 每股价值 | 119.77 | | | | | | | | | | |

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表6: 绝对估值对折现率和永续增长率的敏感性分析(横/纵轴: 折现率/永续增长率)

| | 8.5% | 8.6% | 8.74% | 8.8% | 8.9% |
|-------------|--------|--------|---------------|--------|--------|
| 2.3% | 127.96 | 125.70 | 123.51 | 121.39 | 119.33 |
| 2.2% | 126.57 | 124.36 | 122.22 | 120.15 | 118.14 |
| 2.1% | 125.22 | 123.07 | 120.98 | 118.95 | 116.99 |
| 2.0% | 123.92 | 121.81 | 119.77 | 117.79 | 115.87 |
| 1.9% | 122.65 | 120.59 | 118.60 | 116.66 | 114.78 |
| 1.8% | 121.43 | 119.41 | 117.46 | 115.56 | 113.73 |
| 1.7% | 120.23 | 118.26 | 116.35 | 114.50 | 112.70 |

资料来源：国信证券经济研究所预测

相对估值：113.24~125.16 元

我们选取同属生物试剂行业的义翘神州和诺唯赞作为可比公司，采用 PE 估值，给予百普赛斯 2023 年 38~42x PE，对应合理股价区间 113.24~125.16 元。

表7:

| 代码 | 公司 | 股价 230504 | 总市值 (亿元) | EPS | | | | PE | | | ROE | PEG | |
|-----------|-----------|--------------|-------------|------|------|------|------|-----|-----------|-----------|-----------|------|-------------|
| | | | | 22A | 23E | 24E | 25E | 22A | 23E | 24E | 25E | 22A | 23E |
| 301047.SZ | 义翘神州 | 102.86 | 133 | 2.35 | 2.39 | 2.96 | 3.38 | 42 | 43 | 35 | 30 | 4.8 | 0.67 |
| 688105.SH | 诺唯赞 | 35.89 | 144 | 1.49 | 0.82 | 1.29 | 1.77 | 36 | 44 | 28 | 20 | 12.9 | 0.41 |
| | 平均 | | | | | | | | 43 | 31 | 25 | | 0.54 |
| 301080.SZ | 百普赛斯 | 102.91 | 80 | 2.55 | 2.98 | 3.60 | 4.40 | 40 | 35 | 29 | 23 | 7.95 | 0.50 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及测算 注：义翘神州、诺唯赞盈利预测来自于万得一致预期

投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级

百普赛斯是全球领先的蛋白试剂提供商，产品种类丰富，贯穿传统生物药开发流程，同时加大研发投入，积极布局细胞和基因治疗等前沿疗法领域；深耕工业端客户，产品质量体系形成高壁垒；加速全球化布局，海外收入占比不断提升。预计公司 2023-2025 年营收分别为 5.83/7.28/9.16 亿元，归母净利润分别为 2.38/2.88/3.52 亿元，目前股价对应 PE 分别为 35/29/23x。结合绝对估值和相对估值，我们认为公司的合理股价区间为 113.24~123.07 元，相对目前股价有 10%~20% 的上涨空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值 FCFF 计算得出公司的合理估值,但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本(WACC)的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定,都加入了很多个人的判断:

- 1) 可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2) 加权资本成本(WACC)对公司估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.0%、风险溢价 7.0%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3) 我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.00%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险。

盈利预测的风险

可能对公司未来收入和利润增长偏乐观,考虑到未来市场格局有不确定性,行业竞争可能加剧,产品价格的下滑如果超过预期,将对收入增长带来较大的不利变化。

经营风险

公司由于渠道扩展而使得费用支出超出预期的风险。渠道的扩张会带来费用开支的大幅度增加,若控制不力,会对利润形成较大吞噬。

新产品研发不及预期的风险

公司在研新产品后续有研发进展的不确定性,存在研发失败或进度不达预期的风险。

市场竞争激烈的风险

科研蛋白试剂市场持续有增量供应商出现,公司面临行业竞争加剧的风险。

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 现金及现金等价物 | 2007 | 1828 | 1928 | 2049 | 2164 | 营业收入 | 385 | 474 | 583 | 728 | 916 |
| 应收款项 | 52 | 66 | 79 | 99 | 126 | 营业成本 | 29 | 36 | 43 | 52 | 64 |
| 存货净额 | 62 | 93 | 108 | 128 | 147 | 营业税金及附加 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 |
| 其他流动资产 | 8 | 11 | 15 | 17 | 22 | 销售费用 | 71 | 112 | 137 | 169 | 211 |
| 流动资产合计 | 2401 | 2244 | 2376 | 2540 | 2705 | 管理费用 | 44 | 71 | 87 | 107 | 133 |
| 固定资产 | 70 | 89 | 168 | 266 | 379 | 研发费用 | 60 | 114 | 137 | 167 | 206 |
| 无形资产及其他 | 3 | 12 | 11 | 11 | 10 | 财务费用 | (2) | (53) | (28) | (29) | (31) |
| 投资性房地产 | 71 | 379 | 379 | 379 | 379 | 投资收益 | 8 | 21 | 10 | 13 | 15 |
| 长期股权投资 | 0 | 12 | 16 | 21 | 28 | 资产减值及公允价值变动 | (6) | (23) | (10) | (13) | (15) |
| 资产总计 | 2545 | 2736 | 2950 | 3217 | 3502 | 其他收入 | (49) | (89) | (76) | (107) | (145) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 9 | 19 | 8 | 9 | 11 | 营业利润 | 196 | 216 | 265 | 321 | 392 |
| 应付款项 | 20 | 31 | 29 | 40 | 45 | 营业外净收支 | (0) | (1) | (1) | (1) | (1) |
| 其他流动负债 | 30 | 55 | 67 | 78 | 100 | 利润总额 | 195 | 215 | 264 | 320 | 391 |
| 流动负债合计 | 58 | 105 | 105 | 128 | 156 | 所得税费用 | 22 | 16 | 32 | 38 | 47 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | (1) | (5) | (6) | (7) | (8) |
| 其他长期负债 | 20 | 62 | 103 | 144 | 186 | 归属于母公司净利润 | 174 | 204 | 238 | 288 | 352 |
| 长期负债合计 | 20 | 62 | 103 | 144 | 186 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 79 | 167 | 208 | 272 | 342 | 净利润 | 174 | 204 | 238 | 288 | 352 |
| 少数股东权益 | (1) | 6 | 1 | (3) | (9) | 资产减值准备 | 3 | 18 | 22 | 29 | 34 |
| 股东权益 | 2467 | 2563 | 2741 | 2948 | 3168 | 折旧摊销 | 9 | 16 | 10 | 16 | 24 |
| 负债和股东权益总计 | 2545 | 2736 | 2950 | 3217 | 3502 | 公允价值变动损失 | 6 | 23 | 10 | 13 | 15 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | (2) | (53) | (28) | (29) | (31) |
| 每股收益 | 2.18 | 2.55 | 2.98 | 3.60 | 4.40 | 营运资本变动 | (52) | (260) | 42 | 49 | 53 |
| 每股红利 | 0.00 | 1.50 | 0.76 | 1.01 | 1.65 | 其它 | (3) | (20) | (26) | (34) | (39) |
| 每股净资产 | 30.84 | 32.04 | 34.26 | 36.85 | 39.60 | 经营活动现金流 | 135 | (20) | 296 | 361 | 439 |
| ROIC | 13.52% | 7.99% | 9% | 11% | 12% | 资本开支 | 0 | (28) | (120) | (155) | (187) |
| ROE | 7.06% | 7.95% | 9% | 10% | 11% | 其它投资现金流 | (266) | 25 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 93% | 93% | 93% | 93% | 93% | 投资活动现金流 | (266) | (14) | (124) | (161) | (194) |
| EBIT Margin | 47% | 43% | 41% | 40% | 39% | 权益性融资 | (2) | 14 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 49% | 46% | 42% | 42% | 42% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | 56% | 23% | 23% | 25% | 26% | 支付股利、利息 | 0 | (120) | (60) | (81) | (132) |
| 净利润增长率 | 50% | 17% | 17% | 21% | 22% | 其它融资现金流 | 2040 | 81 | (11) | 1 | 1 |
| 资产负债率 | 3% | 6% | 7% | 8% | 10% | 融资活动现金流 | 2038 | (146) | (71) | (80) | (130) |
| 股息率 | 0.0% | 1.5% | 0.7% | 1.0% | 1.6% | 现金净变动 | 1907 | (179) | 101 | 121 | 115 |
| P/E | 47.3 | 40.4 | 34.6 | 28.6 | 23.4 | 货币资金的期初余额 | 100 | 2007 | 1828 | 1928 | 2049 |
| P/B | 3.3 | 3.2 | 3.0 | 2.8 | 2.6 | 货币资金的期末余额 | 2007 | 1828 | 1928 | 2049 | 2164 |
| EV/EBITDA | 44.0 | 38.4 | 34.2 | 27.8 | 22.3 | 企业自由现金流 | 0 | (84) | 140 | 165 | 208 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | (3) | 154 | 192 | 236 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 说明 |
|------------|----|----------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032