

投资评级 优于大市 维持

国际延续高增长, 布局新药研发需求产品

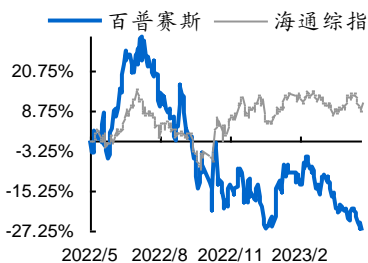
股票数据

05月05日收盘价(元)	99.88
52周股价波动(元)	99.50-188.00
总股本/流通A股(百万股)	80/42
总市值/流通市值(百万元)	8233/4311

相关研究

《重组蛋白高增长, 细胞因子助力 CGT 客户拓展》2022.09.19
 《常规业务收入比增 45%, 推出 2022 年股权激励计划》2022.04.25

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-5.2	-14.3	-17.5
相对涨幅 (%)	-5.9	-13.3	-13.9

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 余文心

Tel: (0755) 82780398

Email: ywx9461@haitong.com

证书: S0850513110005

分析师: 郑琴

Tel: (021) 23219808

Email: zq6670@haitong.com

证书: S0850513080005

联系人: 彭婷

Tel: (010) 68067998

Email: pp13606@haitong.com

投资要点:

- 事件:** 公司发布 2022 年年报, 实现营业收入 4.74 亿元 (+23.23%), 归母净利润 2.04 亿元 (+16.94%), 扣非归母净利润 1.83 亿元 (+11.69%), 其中新冠病毒防疫相关产品营业收入为 8928.24 万元, 剔除相关影响后营收同比增长 29.82%。分季度来看, 公司单 Q4 实现营收 1.22 亿元 (+11.95%), 归母净利润 0.38 亿元 (-28.26%), 扣非归母净利润 0.32 亿元 (-27.18%)。
- 进一步深挖国际市场, 欧洲市场开拓收效显著。** 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, 2022 年境外非新冠业务实现营收 2.40 亿元 (+49.46%, 收入占比为 62.44%), 其中美洲/欧洲/亚太区域收入占比分别为 46%/11%/5.6%, 美洲优势继续扩大, 欧洲新设了三个子公司和位于瑞士的仓储物流中心后也有较明显的增长。
- 产品数量稳步增长, 研发布局贴近创新药发展方向。** 2022 年公司有 3200 多种重组蛋白、抗体等生物试剂产品实现了销售及应用, 积累了丰富的研究、生产、分析经验, 能迅速地运用到后续新产品开发中。公司持续加大研发投入, 2022 年投入研发费用 1.14 亿元 (+91.17%), 拥有研发人员 189 人 (+54.92%), 未来的开发方向将覆盖细胞治疗、免疫检查点、酶产品、细胞因子、传染病相关蛋白、抗体、磁珠及试剂盒产品, 以满足不同客户的研发和生产需求。2022 年, 公司持续深入拓展细胞治疗相关的产品和服务, 开发出一系列可支持 CAR-T 细胞疗法开发的产品和技术平台; 针对 ADC 药物研发需求, 公司也开发了一系列产品, 可满足 ADC 从抗体制备、筛选、偶联到后期的生产质控全流程。
- 客户覆盖范围广, 大客户贡献明显。** 公司产品和服务覆盖 70 多个国家和地区, 全球工业和科研客户超过 7000 家。公司有 2800 多种重组蛋白, 产品覆盖了绝大部分经临床验证过的疾病靶点和生物标志物。从 2022 年公司重组蛋白销售情况来看, 50 万以上的产品数量共计 169 个, 数量占比为 5.88%, 收入占比为 38.70%, 我们认为这贴合工业客户品类更集中、批量更大、频次更高的采购特点。
- 盈利预测:** 我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润分别为 2.16/2.86/3.80 亿元, 同比分别增长 5.8%/32.7%/32.8%, 对应 EPS 分别为 2.69/3.58/4.75 元。公司深耕重组蛋白研发领域, 良好的产品力使得公司在工业客户中拥有好口碑, 海外业务的布局助力市场格局进一步打开, 我们给予公司 2023 年 35-45X PE, 对应合理价值区间为 94.30-121.24 元, 维持“优于大市”评级。
- 风险提示: 进口替代不及预期的风险, 市场竞争加剧的风险, 新产品研发失败的风险。**

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	385	474	578	746	982
(+/-)YoY(%)	56.3%	23.2%	21.9%	29.0%	31.7%
净利润(百万元)	174	204	216	286	380
(+/-)YoY(%)	50.3%	16.9%	5.8%	32.7%	32.8%
全面摊薄 EPS(元)	2.18	2.55	2.69	3.58	4.75
毛利率(%)	92.6%	92.5%	92.6%	92.7%	92.9%
净资产收益率(%)	7.1%	7.9%	7.8%	9.3%	11.0%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 百普赛斯收入分析 (百万元)

报告期	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总表						
营业收入 (百万元)	246.32	384.99	474.43	578.40	745.86	982.11
yoy	138.5%	56.3%	23.2%	21.9%	29.0%	31.7%
营业成本 (百万元)	19.93	29.92	35.47	43.07	54.18	69.73
毛利率	91.9%	92.2%	92.5%	92.6%	92.7%	92.9%
扣除新冠疫情影响						
营业收入 (百万元)	173.61	296.71	385.15	522.40	710.86	962.11
增速 (%)	68.1%	70.9%	29.8%	35.6%	36.1%	35.3%
重组蛋白						
重组蛋白收入 (百万元)	214.00	325.62	393.95	486.07	629.89	831.60
yoy	119.9%	52.2%	21.0%	23.4%	29.6%	32.0%
毛利率	94.7%	95.6%	95.1%	95.0%	95.0%	95.0%
扣除新冠疫情影响						
常规业务收入 (百万元)	153.22	260.32	334.38	448.07	604.89	816.60
增速 (%)	57.5%	69.9%	28.5%	34.0%	35.0%	35.0%
其他主营业务 (包括抗体、试剂盒、磁珠、培养基等)						
其他主营业务收入 (百万元)	19.89	39.77	57.78	62.91	77.36	99.31
yoy	842.7%	100.0%	45.3%	8.9%	23.0%	28.4%
毛利率	91.7%	85.1%	88.4%	88.0%	88.0%	88.0%
扣除新冠疫情影响						
常规业务收入 (百万元)	7.96	16.79	28.07	44.91	67.36	94.31
增速 (%)	277.3%	110.9%	67.2%	60.0%	50.0%	40.0%
检测服务						
检测服务收入 (百万元)	5.89	11.33	14.85	20.79	29.11	40.75
yoy	270.4%	92.3%	31.1%	40.0%	40.0%	40.0%
毛利率	68.5%	79.2%	82.8%	83.0%	83.0%	83.0%
其他业务						
其他业务收入 (百万元)	6.54	8.28	7.85	8.64	9.50	10.45
yoy	185.6%	26.5%	-5.1%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	22.8%	13.2%	11.2%	11.0%	11.0%	11.0%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值

代码	简称	收盘价 (元)		每股收益 (元)			市盈率 (X)		
		2023/5/5	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
301047	义翘神州	100.11	2.66	2.39	2.96	37.62	41.94	33.82	
688105	诺唯赞	34.73	1.49	1.02	1.46	23.31	34.12	23.74	
688133	泰坦科技	126.20	1.58	2.65	3.74	79.87	47.55	33.70	
688179	阿拉丁	33.06	0.65	0.94	1.25	50.86	35.32	26.45	
均值							47.91	39.73	29.43

资料来源: Wind, 海通证券研究所 注: 收盘价为 2023 年 5 月 5 日价格, EPS 为 Wind 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业收入	474	578	746	982
每股收益	2.55	2.69	3.58	4.75	营业成本	36	43	54	70
每股净资产	32.04	34.73	38.31	43.06	毛利率%	92.5%	92.6%	92.7%	92.9%
每股经营现金流	2.53	2.32	3.04	3.98	营业税金及附加	1	1	1	2
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
价值评估 (倍)					营业费用	112	136	173	226
P/E	39.22	37.07	27.94	21.04	营业费用率%	23.7%	23.5%	23.2%	23.0%
P/B	3.12	2.88	2.61	2.32	管理费用	71	88	113	147
P/S	16.84	13.81	10.71	8.14	管理费用率%	15.1%	15.3%	15.2%	15.0%
EV/EBITD	34.87	27.79	19.91	14.01	EBIT	141	210	283	381
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-53	-29	-32	-36
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-11.3%	-5.0%	-4.3%	-3.7%
毛利率	92.5%	92.6%	92.7%	92.9%	资产减值损失	-23	0	0	0
净利润率	42.9%	37.3%	38.3%	38.7%	投资收益	21	17	25	33
净资产收益率	7.9%	7.8%	9.3%	11.0%	营业利润	216	238	315	417
资产回报率	7.4%	7.3%	8.8%	10.3%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	5.0%	6.6%	8.2%	9.8%	利润总额	215	239	315	417
盈利增长 (%)					EBITD	185	218	291	390
营业收入增长率	23.2%	21.9%	29.0%	31.7%	所得税	16	23	29	38
EBIT 增长率	-23.8%	48.6%	34.8%	34.7%	有效所得税率%	7.3%	9.7%	9.2%	9.0%
净利润增长率	16.9%	5.8%	32.7%	32.8%	少数股东损益	-5	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	204	216	286	380
资产负债率	6.1%	5.7%	6.0%	6.3%					
流动比率	21.27	23.28	20.60	18.72	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	20.34	22.27	19.57	17.66	货币资金	1828	2009	2261	2596
现金比率	17.33	19.13	16.92	15.37	应收账款及应收票据	62	75	97	128
经营效率指标					存货	93	99	129	167
应收账款周转天数	47.60	47.30	47.40	47.40	其它流动资产	261	262	266	270
存货周转天数	955.48	841.52	871.43	875.47	流动资产合计	2244	2446	2753	3161
总资产周转率	0.17	0.20	0.23	0.27	长期股权投资	12	12	12	12
固定资产周转率	6.50	6.75	8.03	9.89	固定资产	73	86	93	99
					在建工程	16	16	16	16
					无形资产	12	12	13	13
					非流动资产合计	492	505	513	520
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	2736	2951	3266	3681
净利润	204	216	286	380	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-5	0	0	0	应付票据及应付账款	31	30	41	52
非现金支出	68	8	9	9	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-40	-17	-25	-33	其它流动负债	74	75	93	116
营运资金变动	-25	-21	-27	-38	流动负债合计	105	105	134	169
经营活动现金流	202	185	243	318	长期借款	0	0	0	0
资产	-284	-21	-16	-16	其它长期负债	62	62	62	62
投资	-914	0	0	0	非流动负债合计	62	62	62	62
其他	21	17	25	33	负债总计	167	167	195	231
投资活动现金流	-1176	-4	8	17	实收资本	80	80	80	80
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	2563	2779	3065	3444
股权募资	14	0	0	0	少数股东权益	6	6	6	6
其他	-138	0	0	0	负债和所有者权益合计	2736	2951	3266	3681
融资活动现金流	-124	0	0	0					
现金净流量	-1092	181	252	335					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 05 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业
郑琴 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 天士力, 华润三九, 人福医药, 凯莱英, 纳微科技, 药康生物, 片仔癀, 华兰生物, 沃森生物, 同仁堂, 微芯生物, 万泰生物, 康泰生物, 康龙化成, 迈瑞医疗, 贝达药业, 百普赛斯, 海泰新光, 诺唯赞, 惠泰医疗, 诺禾致源, 普瑞眼科, 以岭药业, 博腾股份, 科伦药业, 泰格医药, 东阿阿胶, 博济医药, 万孚生物, 康华生物

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。