

2023年08月30日

买入（首次覆盖）

报告原因：业绩点评

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

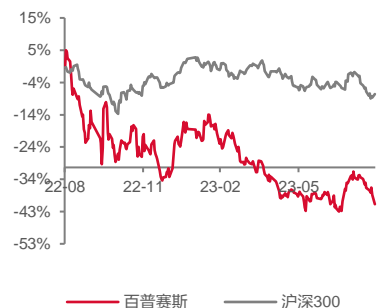
dyh@longone.com.cn

证券分析师

陈成 S0630522080001

chencheng@longone.com.cn

数据日期	2023/08/29
收盘价	63.78
总股本(万股)	12,000
流通A股/B股(万股)	6,285/0
资产负债率(%)	6.50%
市净率(倍)	3.00
净资产收益率(加权)	3.52
12个月内最高/最低价	165.66/56.66



百普赛斯（301080）：常规业务快速增长，产品种类持续丰富

——公司简评报告

投资要点

- 常规业务保持高增长。**2023上半年，公司实现收入2.68亿元（+17.40%）、归母净利润0.92亿元（-15.84%）、扣非净利润0.90亿元（-17.39%）。其中二季度单季实现收入1.32亿元（+15.02%），归母净利润0.47亿元（-15.88%）。2023上半年，公司常规主营业务实现收入2.40亿元，同比增长33.43%，延续高增长态势（2023Q1常规主营业务同比增速为32.27%）；新冠相关产品实现收入2873万元，同比下降41.37%。
- 费用支出增加。**2023上半年公司毛利率达到91.10%，同比下降2.68pp。2023H1公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为27.28%(+8.39pp)、14.98%(+2.55pp)、22.58%(+0.55pp)和-13.39%(-0.76pp)。报告期内，公司业务和人员持续扩张，销售费用和管理费用率同比增幅较大，从而使得净利率水平下降，2023H1公司净利率为32.33%(-14.29pp)。
- 海外市场增长强劲，应用领域持续拓宽。**从细分产品种类上看，报告期内重组蛋白实现收入22757.50万元（+20.66%）；检测服务实现收入665.94万元（-15.43%）；抗体、试剂盒及其他试剂实现收入2884.56万元（+2.32%）。目前公司产品和服务已经覆盖超过70多个国家和地区，全球工业和科研客户超过8000家。报告期内，公司境外常规业务同比增长超40%，品牌影响力不断提升，海外市场有望维持高增长。公司持续拓宽产品应用场景，积极探索CGT和ADC领域的产品研发，随着CGT和ADC研发需求的提升，公司相关产品有望实现良好放量。
- 研发持续投入，产品种类不断丰富。**近年来，公司研发人员数量快速增加，截至2023年中期，公司研发人员数量达227人。研发费用呈现快速增长趋势，2023上半年公司研发费用达0.61亿元，同比增长20.36%。公司开发了6大核心技术平台，持续进行技术和生产工艺创新，不断扩大全球研发布局。2023上半年，公司有超过3300种生物试剂产品实现了销售及应用，新品开发力度不断加大，产品种类不断丰富。
- 投资建议：**我们预计公司2023-2025年实现营收5.70亿元、7.75亿元、10.26亿元，实现归母净利润2.06亿元、2.70亿元、3.61亿元，对应EPS分别为1.72/2.25/3.01元，对应PE分别为36.1倍/27.5倍/20.6倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**新产品开发风险；海外市场不确定性风险；市场竞争加剧风险。

盈利预测与估值简表

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	246	385	474	570	775	1,026
增长率（%）	138.5%	56.3%	23.2%	20.1%	35.9%	32.4%
归母净利润（百万元）	116	174	204	206	270	361
增长率（%）	943.8%	50.3%	16.9%	1.03%	31.24%	33.71%
EPS（元/股）	1.93	1.69	1.70	1.72	2.25	3.01
市盈率（P/E）	0.00	125.23	60.48	36.09	27.50	20.56
市净率（P/B）	0.00	6.85	3.21	2.80	2.54	2.26

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至2023年8月29日收盘）

正文目录

1. 重组蛋白领域优质企业	4
2. 主营业务快速增长，海外市场发展强劲	6
3. 研发持续加大投入，产品种类不断丰富	8
4. 盈利预测与估值分析	9
5. 投资建议	10
6. 风险提示	10

图表目录

图 1 公司产品收入构成 (%)	5
图 2 近五年公司营收增长情况	6
图 3 近五年公司归母净利润增长情况.....	6
图 4 公司毛利率和净利率变化情况	6
图 5 公司四项费用 (%)	6
图 6 公司主营业务和新冠业务增长情况	7
图 7 公司研发费用投入情况	8
图 8 公司研发人员数量变化情况.....	8
图 9 公司 PE-Bands	10
图 10 可比公司一览.....	10
表 1 公司产品种类.....	4
表 2 公司产品销售区域分布 (常规主营业务, 单位: 万元)	8
表 3 公司六大技术平台	8
表 4 公司重组蛋白产品销售情况.....	9
表 5 盈利预测.....	9
附录: 三大报表预测值	11

1. 重组蛋白领域优质企业

百普赛斯主营业务为生物试剂产品及技术服务，处于生物药产业链的上游，主要为全球制药企业、生物科技公司、科研机构提供重组蛋白、抗体、试剂盒等生物试剂。公司主要产品及服务应用于肿瘤、自身免疫疾病、心血管病、传染病等疾病的药物早期发现及验证、药物筛选及优化、诊断试剂开发及优化、临床前实验及临床试验、药物生产过程及工艺控制等研发及生产环节。

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。从产品收入构成上看，重组蛋白为公司收入占比最大的品类。2023 上半年，重组蛋白实现收入 22757.50 万元 (+20.66%)，检测服务实现收入 665.94 万元 (-15.43%)，抗体、试剂盒及其他试剂实现收入 2884.56 万元 (+2.32%)。

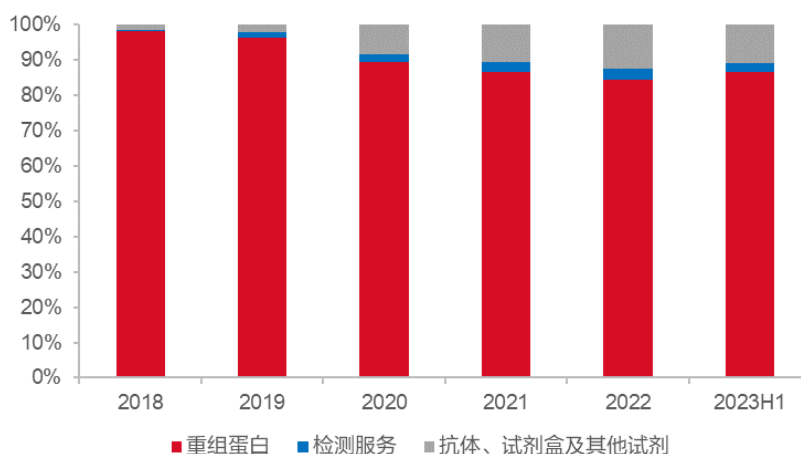
表1 公司产品种类

产品及服务类型	主要产品系列名称	主要产品系列描述	部分代表产品
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	Her2 蛋白、EGFR 蛋白、CD20 蛋白
	CAR-T 靶点蛋白	可以被 CAR-T 免疫细胞作用的蛋白，用于治疗肿瘤及其他疾病药物的开发	CD19 蛋白、BCMA 蛋白、GPC3 蛋白
	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	PD1 蛋白、CTLA-4 蛋白、LAG3 蛋白
	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	SARS-CoV-2 S1 蛋白
	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	FcRn 蛋白、CD64 蛋白、CD16 蛋白
	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	生物素标记 VEGF165 蛋白
	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	FITC, PE, APC 等多种类荧光标记靶点蛋白
	膜蛋白	跨膜蛋白是嵌入细胞膜磷脂双分子层中实现细胞内外跨越的一类蛋白，许多人类疾病与异常的跨膜蛋白功能有关，跨膜蛋白的多功能性使它们成为理想的药物作用靶点	膜蛋白 Claudin18.2、Claudin 6
试剂盒	细胞因子	由免疫细胞和某些非免疫细胞经刺激而合成、分泌的一类具有在细胞间传递信息、具有免疫调节和效应功能的蛋白质或小分子多肽，主要用于免疫细胞、干细胞等细胞培养	IL-2、IL-4、VEGF165
	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浓度的试剂盒	抗人血清中 PD1 单抗的 ELISA 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	CD47: SIRP alpha (生物素化) 抑制剂筛选 ELISA 试剂盒
	SARS-CoV-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	抗新冠病毒抗体 IgG 滴度血清学检测 ELISA 试剂盒 (刺突蛋白 RBD)

	细胞因子检测试剂盒	用于药物开发过程中生产质控、及临床前与临床研究等不同应用场景下细胞因子定量检测	人 TNF- α ELISA 检测试剂盒
	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，用于免疫捕获、细胞刺激等实验的产品	CD3E & CD3D 异源二聚体蛋白包被磁珠
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	抗曲妥珠单抗
	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	抗新冠病毒核衣壳蛋白抗体对
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	SPR 检测服务、BLI 检测服务
	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水平的服务	兔源多克隆抗体制备服务

资料来源：公司公告，东海证券研究所

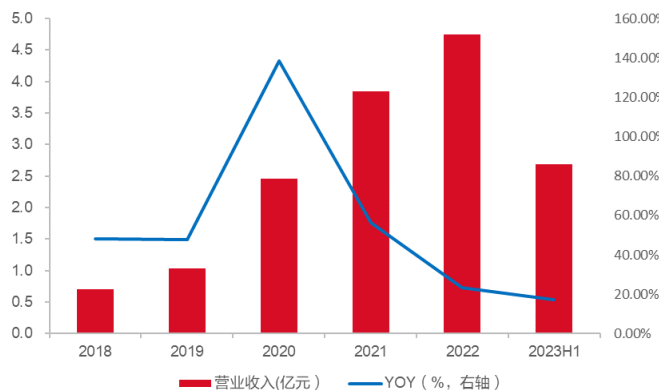
图1 公司产品收入构成 (%)



资料来源：公司公告，东海证券研究所

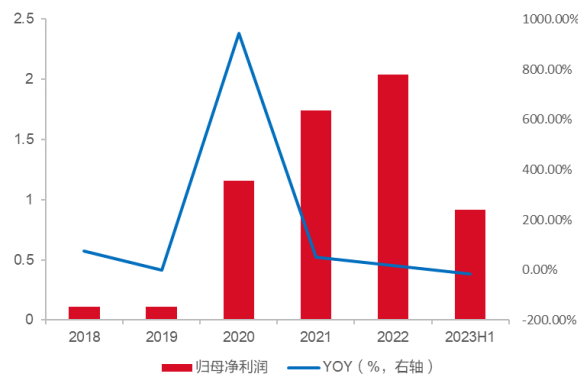
2018-2022 年间，公司营业收入从 0.7 亿元增长至 4.74 亿元，CAGR 达到 61.44%；归母净利润从 0.11 亿元增长至 2.04 亿元，CAGR 达到 105.87%。公司目前营收规模较小，处于快速成长阶段。2023 上半年，公司实现收入 2.68 亿元 (+17.40%)、归母净利润 0.92 亿元 (-15.84%)、扣非净利润 0.90 亿元 (-17.39%)。其中二季度单季实现收入 1.32 亿元 (+15.02%)，归母净利润 0.47 亿元 (-15.88%)。

图2 近五年公司营收增长情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 近五年公司归母净利润增长情况

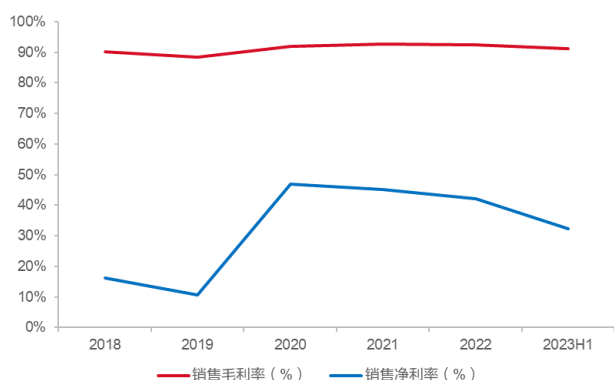


资料来源：Wind，东海证券研究所

公司毛利率基本维持在90%以上的高水平。2020年新冠病毒药物、疫苗研发用蛋白及诊断试剂原材料需求快速增长，公司新冠病毒防疫相关产品销售贡献近30%营收，2020年公司总营业收入同比大增138.47%，当期四项费用率下降明显，净利率也得到较大幅度提升。随着新冠病毒防疫相关产品对公司影响的逐步减小，公司费用率和盈利能力将趋于稳定。

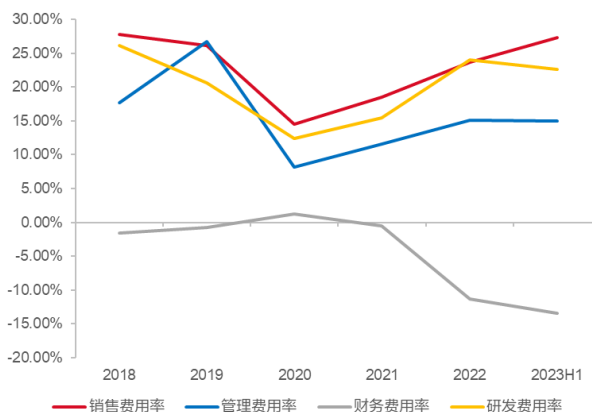
2023上半年公司毛利率达到91.10%，同比下降2.68pp。2023H1公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为27.28%(+8.39pp)、14.98%(+2.55pp)、22.58%(+0.55pp)和-13.39%(-0.76pp)。报告期内，公司业务和人员持续扩张，销售费用和管理费用率同比增幅较大，从而使得净利率水平下降，2023H1公司净利率为32.33%(-14.29pp)。

图4 公司毛利率和净利率变化情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 公司四项费用 (%)

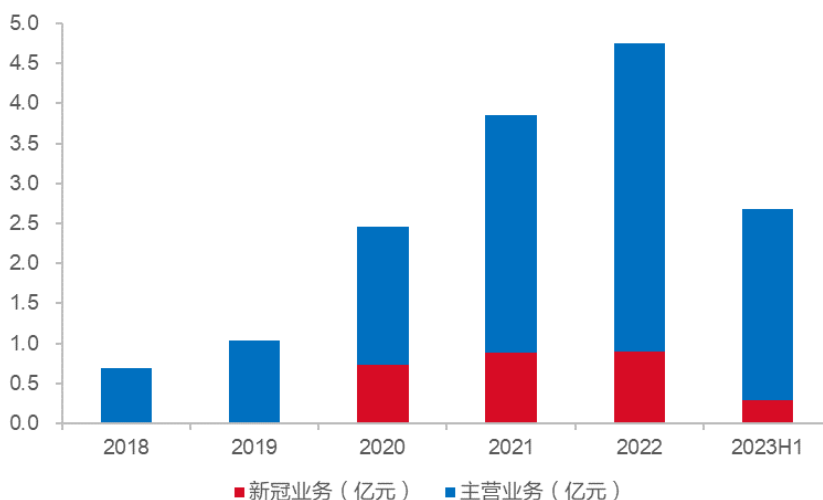


资料来源：Wind，东海证券研究所

2. 主营业务快速增长，海外市场发展强劲

2020年起公司收入结构中新增新冠相关产品，剔除这一部分收入增量，公司主营业务依旧维持快速增长趋势，主营业务从2018年的0.7亿元增长至2022年的4.74亿元，CAGR达53.24%。2023上半年，公司常规主营业务实现收入2.40亿元，同比增长33.43%，延续高增长态势（2023Q1常规主营业务同比增速为32.27%）；新冠相关产品实现收入2873万元，同比下降41.37%。

图6 公司主营业务和新冠业务增长情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

公司持续拓宽产品应用场景。除了在抗体药物的研发、生产及应用以外，公司积极探索细胞与基因治疗（CGT）和 ADC 药物领域。CGT 领域方面，公司开发的一系列 CD19、BCMA、GPC3 等重组蛋白和抗独特型抗体产品，可被广泛用于 CAR-T 产品开发的过程和测试，评估筛选相关产品质量和活性。ADC 领域方面，公司深入拓展相关产品和技术服务（靶点蛋白、裂解酶、抗体、偶联技术、技术服务）以满足 ADC 从抗体制备、筛选、偶联到后期的生产质控全流程，以加速 ADC 药物研发。随着 CGT 和 ADC 研发需求的提升，公司相关产品有望实现良好放量。

目前公司产品和服务已经覆盖超过 70 多个国家和地区，全球工业和科研客户超过 8000 家，客户覆盖强生、辉瑞、诺华、吉利德、罗氏、默克等全球 Top20 医药企业以及恒瑞医药、信达生物、君实生物、药明生物、百济神州、传奇生物等国内知名生物医药企业，以及赛默飞、VWR、Abcam、药明康德等全球生物科技及生命科学服务行业龙头企业。

公司销售渠道已覆盖亚太、北美及欧洲等地区，在欧洲、日本等地新设多家海外子公司，以进一步深挖国际市场，开拓国际药企、生物科技公司、科研院所等终端客户，提升产品市占率。从营收区域分布上看，近三年公司常规主营产品境外收入快速增长，境外销售占比超过 50%，其中又以美洲区占比最高。2023 上半年，公司境外常规业务同比增速超过 40%。随着产品种类的不断丰富和推广力度的持续加大，公司品牌影响力不断提升，海外市场有望维持高增长。

表2 公司产品销售区域分布（常规主营业务，单位：万元）

地区	2022 年度		2021 年度		2020 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
境内	14,468	38%	13,578	46%	6,698	39%
美洲区	17,683	46%	11,401	38%	7,400	43%
欧洲区	4,225	11%	2,733	9%	2,026	12%
亚太区	2,139	6%	1,955	7%	1,237	7%
境外小计	24,047	62%	16,089	54%	10,662	61%
合计	38,515	100%	29,668	100%	17,361	100%

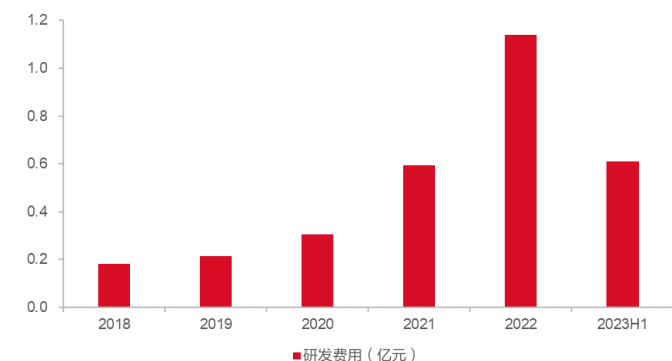
资料来源：公司公告，东海证券研究所

3.研发持续加大投入，产品种类不断丰富

近年来，公司研发人员数量快速增加，截至 2023 年中公司研发人员数量达 227 人，占比 33%。公司研发费用也呈现快速增长趋势，2023 上半年公司研发费用达 0.61 亿元，同比增长 20.36%。公司在中国和美国设有研发中心，并计划在欧洲通过新建实验室或外延式并购的方式，扩大全球研发布局，以加强与欧美制药企业、生物科技公司、科研机构的交流合作。

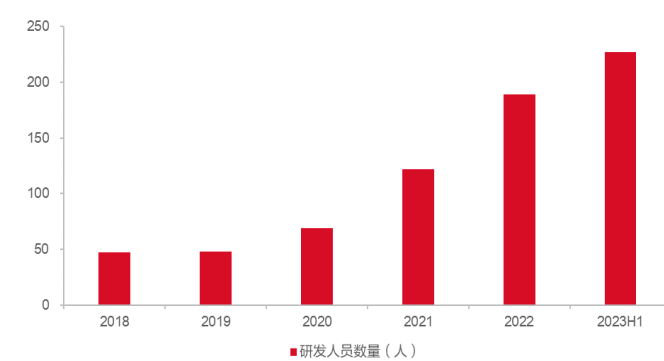
公司通过持续的技术和生产工艺创新，开发了 6 大核心技术平台，涵盖了重组蛋白研发、生产的各个环节。同时，公司积极通过自主研发、技术引进和国际合作，不断丰富前沿技术的研发与储备。

图7 公司研发费用投入情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

图8 公司研发人员数量变化情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

表3 公司六大技术平台

序号	平台名称	平台描述
1	高表达宿主与载体平台	包括多种基因元件的表达载体及便于定点整合无需进一步筛选的宿主细胞，用于提高困难蛋白表达的平台
2	高密度细胞培养平台	在规模化生产条件下，能在较短时间内达到高细胞密度，同时维持长时间的高密度细胞的生长，显著提高单位体积内细胞蛋白产率的细胞培养平台
3	蛋白制备及制剂平台	综合运用亲和层析、离子交换、疏水层析、分子筛、反相层析、膜分离等多种技术手段对蛋白进行分离制备并通过统计学实验设计（DoE）高通量筛选蛋白制剂组分及条件的平台

4	蛋白衍生修饰标记平台	通过对蛋白质的化学活性基团的作用以及对特定序列的酶学反应，将生物素及多种荧光素修饰标记到蛋白质特定位置以利于后续检测分析的技术平台
5	高整合性蛋白分析技术平台	综合应用多种免疫分析技术、细胞功能分析技术、分子相互作用技术及蛋白理化分析技术等，对蛋白产品活性、质量及蛋白产品应用方案进行开发的技术平台
6	膜蛋白表达技术平台	综合应用分子生物学手段、细胞工程技术提高困难药物靶点膜蛋白的表达水平，并运用多种不同的分离纯化技术（包括破膜、去垢、层析和纳米盘技术等）提取不同性质的膜蛋白的技术平台

资料来源：公司公告，东海证券研究所

2023 上半年，公司有超过 3300 种生物试剂产品实现了销售及应用，新品开发力度不断加大。以占比最大的重组蛋白产品为例，公司持续加大研发力度、不断丰富产品种类，重组蛋白产品数量从 2020 年的 1559 种快速增加至 2022 年的 2877 种。

表4 公司重组蛋白产品销售情况

报告期累计销售订单	2022 年			2021 年			2020 年		
	产品数量	数量占比	订单占比	产品数量	数量占比	订单占比	产品数量	数量占比	订单占比
100 万元以上	67	2%	22%	51	2%	30%	33	2%	39%
50-100 万元	102	4%	17%	93	4%	20%	49	3%	16%
5-50 万元	1092	38%	46%	890	40%	43%	537	34%	38%
0-5 万元	1616	56%	15%	1185	53%	7%	940	60%	7%
重组蛋白类产品实现销售情况	2877	100%	100%	2219	100%	100%	1,559	100%	100%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

4.盈利预测与估值分析

公司主营研究和试验发展业务，具体分为三大类：重组蛋白，检测服务，抗体、试剂盒及其他，针对三类产品分别做出以下假设和预测：

重组蛋白：公司重组蛋白类产品营收占比最大，经过多年的研发投入和技术沉淀，产品种类不断丰富，应用领域不断拓展，产品单价逐步抬升，销量快速增长。我们假设 2023-2025 年重组蛋白营收同比增速分别为 23.60%/39.05%/33.90%。

检测服务：公司向下游客户提供生物分析检测服务，其中包括分子互作分析检测服务和抗独特型抗体开发服务。目前该项业务处于发展初期阶段，收入规模小，我们预计 2023-2025 年检测服务同比增速分别为-5%/15%/20%。

抗体、试剂盒及其他：公司还在持续开发生物药研发过程中使用到的抗体、试剂盒、预偶联蛋白磁珠、培养基和填料等多类产品。以上产品种类较多且总收入规模较低，我们假设以上产品 2023-2025 年营收同比增速分别为 5%/20%/25%。

表5 盈利预测

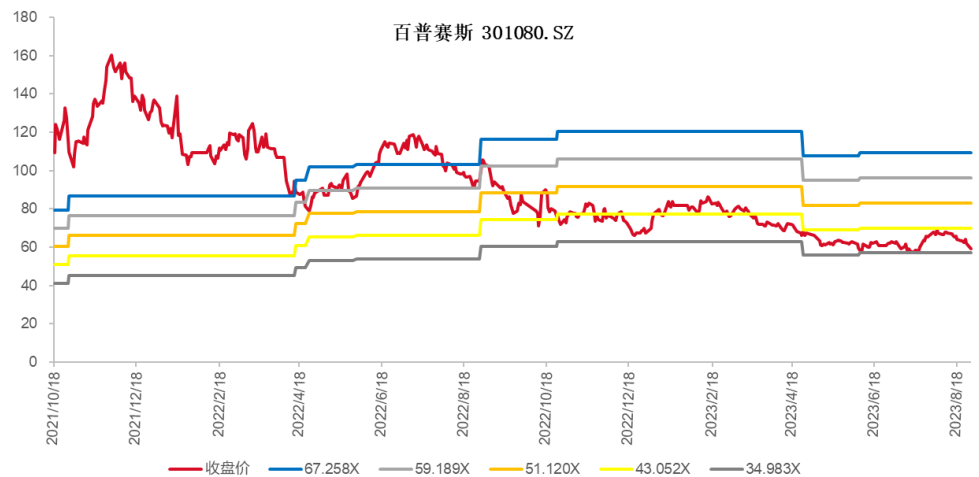
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
研究和试验发展业务收入（万元）	37,672	46,658	56,170	76,609	101,706
YOY	57.11%	23.85%	20.39%	36.39%	32.76%

一、重组蛋白		32,562	39,395	48,692	67,707	90,659
	YOY	52.16%	20.98%	23.60%	39.05%	33.90%
二、检测服务		1,133	1,485	1,411	1,622	1,947
	YOY	92.36%	31.07%	-5.00%	15.00%	20.00%
三、抗体、试剂盒及其他		3,977	5,778	6,067	7,280	9,100
	YOY	99.95%	45.29%	5.00%	20.00%	25.00%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

公司近一年 PE 最高为 61.1 倍，最低为 35.0 倍，均值为 42.3 倍。截至 2023 年 8 月 29 日收盘，公司 PE-TTM 为 41.0 倍。

图9 公司 PE-Bands



资料来源：Wind，东海证券研究所

公司产品属于上游试剂公司，我们选取 A 股 3 家同行业上市公司进行比较分析，从估值比较来看，公司的市盈率（2023 37.2 倍）低于行业平均水平（2023E 39.0 倍）。

图10 可比公司一览

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688105.SH	诺唯赞	107	26.69	0.73	1.22	1.74	36.5	21.9	15.3
301047.SZ	义翘神州	115	89.16	2.38	2.93	3.40	37.5	30.4	26.2
301393.SZ	昊帆生物	75	68.99	1.61	2.26	3.11	42.9	30.5	22.2
	行业均值						39.0	27.6	21.2
301080.SZ	百普赛斯	77	63.78	1.72	2.25	3.01	37.2	28.3	21.2

资料来源：Wind，东海证券研究所（截止至 2023 年 8 月 29 日收盘）

5.投资建议

我们预计公司 2023-2025 年实现营收 5.70 亿元、7.75 亿元、10.26 亿元，实现归母净利润 2.06 亿元、2.70 亿元、3.61 亿元，对应 EPS 分别为 1.72/2.25/3.01 元，对应 PE 分别为 36.1 倍/27.5 倍/20.6 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

6.风险提示

新产品开发风险：生物试剂和技术服务对产品性能和质量、种类、覆盖度及新产品的上市速度要求高，公司若不能及时研发出新产品满足市场最新需求，可能对公司业务产生不利影响；

海外市场不确定性风险：公司海外市场收入占比较大，若贸易政策发生重大不利变化，公司海外市场业务拓展可能受到负面影响，海外市场拓展具备一定不确定性风险；

市场竞争加剧风险：近年来生物试剂及技术服务行业发展迅速亦带动国内相关企业快速成长并积极布局，进一步加剧了国内生物试剂及技术服务行业的竞争，若公司不能保持自身的竞争优势，公司的市场份额和利润水平将会因市场竞争而导致下降。

附录：三大报表预测值

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	474	570	775	1,026
%同比增速	23%	20%	36%	32%
营业成本	36	42	54	68
毛利	439	528	721	958
%营业收入	93%	93%	93%	93%
税金及附加	1	1	1	2
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	112	148	198	257
%营业收入	24%	26%	26%	25%
管理费用	71	85	112	149
%营业收入	15%	15%	15%	15%
研发费用	114	142	190	246
%营业收入	24%	25%	25%	24%
财务费用	-53	-52	-44	-49
%营业收入	-11%	-9%	-6%	-5%
资产减值损失	-23	0	0	0
信用减值损失	-1	0	0	0
其他收益	25	17	23	31
投资收益	21	23	31	41
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	216	242	318	425
%营业收入	46%	42%	41%	41%
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	215	242	318	425
%营业收入	45%	42%	41%	41%
所得税费用	16	36	48	64
净利润	199	206	270	361
%营业收入	42%	36%	35%	35%
归属于母公司净利润	204	206	270	361
%同比增速	17%	1%	31%	34%
少数股东损益	-5	0	0	0
EPS (元/股)	1.70	1.72	2.25	3.01

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	1.70	1.72	2.25	3.01
BVPS	32.04	22.09	24.34	27.35
PE	60.48	36.09	27.50	20.56
PEG	3.57	34.93	0.88	0.61
PB	3.21	2.80	2.54	2.26
EV/EBITDA	34.87	25.31	17.53	12.48
ROE	8%	8%	9%	11%
ROIC	5%	6%	8%	9%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,828	1,598	1,801	2,092
交易性金融资产	246	246	246	246
应收账款及应收票据	62	76	101	134
存货	93	105	132	164
预付账款	5	7	9	12
其他流动资产	10	15	22	29
流动资产合计	2,244	2,048	2,310	2,676
长期股权投资	12	12	12	12
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	73	123	153	165
无形资产	12	23	36	50
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	45	43	43	43
其他非流动资产	350	607	625	651
资产总计	2,736	2,856	3,178	3,597
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	31	38	49	63
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	26	25	32	41
应交税费	22	28	39	51
其他流动负债	26	27	30	33
流动负债合计	105	118	150	188
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	5	5	5	5
其他非流动负债	57	77	97	117
负债合计	167	200	252	310
归属于母公司的所有者权益	2,563	2,650	2,921	3,282
少数股东权益	6	6	6	6
股东权益	2,569	2,656	2,926	3,287
负债及股东权益	2,736	2,856	3,178	3,597

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	202	209	269	351
投资	-914	0	0	0
资本性支出	-284	-342	-93	-95
其他	21	3	11	21
投资活动现金流净额	-1,176	-339	-82	-74
债权融资	0	22	20	20
股权融资	14	1	0	0
支付股利及利息	-120	-123	-4	-5
其他	-18	2	0	0
筹资活动现金流净额	-124	-98	16	15
现金净流量	-1,092	-230	202	292

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止 2023 年 8 月 29 日）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机:(8621) 20333275
 手机:18221959689
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机:(8610) 59707105
 手机:18221959689
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089