

重组蛋白试剂龙头，创新产品不断升级

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 公司作为国内重组蛋白龙头企业产品质量过硬，且海外市场规模较国内更大，预计公司海外业务增速保持高速稳定增长，未来三年海外收入增速 CAGR 为 30%+。2) 行业竞争格局较为分散，国产化率有望提升。目前重组蛋白行业外资占比仍然较大，公司市占率约为 4%，在产品质量、性价比优势、服务质量等因素加持下，国产厂商份额有望提升。3) 创新+质量+品牌三轮驱动，助力公司业绩放量，目前服务客户数量超 8000 家，覆盖全球 70 个国家及地区。
- 海外重组蛋白市场广阔，公司凭借产品质量过硬及供应链优势预计海外业务保持高增长。**受生物药下游需求快速拉动，重组蛋白科研试剂市场增速显著快于整体生物科研试剂市场。根据 Frost&Sullivan 数据显示，全球重组蛋白科研试剂市场从 2015 年的 33 亿元增长到了 2019 年的 52 亿元，16-19 年 CAGR 为 12%，预计 19-24 年 CAGR 约为 14%，到 2024 年约为 98 亿元，海外市场规模较国内更大。公司通过多年积累，部分产品质量已经比肩甚至超过海外巨头，同时公司积极在海外市场新建实验室拓展全球研发布局，以及在美国、瑞士建立物流仓储系统打造全球化供应链体系，品牌力已逐渐形成。由此预计公司海外业务未来三年收入 CAGR 约为 30%+。
- 行业竞争格局较为分散，国产替代正当时。**重组蛋白作为生物药、疫苗、细胞免疫研发生产的关键试剂，行业增速快于整体试剂行业。但除头部两家外资企业市占率高外 (R&D 以及 PeproTech 分别占比为 20% 以及 16%)，其余市场整体较为分散，国内品牌中义翘科技、百普赛斯以及近岸生物分别占 3-5 名。市占率分别为 5%/4%/2%。随着国内厂商各个技术平台的搭建，以及新产品的不断推陈出新，国内厂商与国外厂商的产品质量已经比较接近，同时国内厂商可提供的服务更加优质及时，有望以此增加客户黏性，逐步拓宽市场份额。
- 创新+质量+品牌三轮驱动，助力公司业绩放量。**公司持续加大研发投入，聚集行业优秀人才，目前接近 50% 的研发人员拥有硕士、博士学位，行业领先。公司拥有六大技术平台，打造了多个行业稀缺重组蛋白产品 (在 ADC、CGT、脑科学等多领域均有布局)，单产品平均应用检测数据个数为 3.09 个，处于市场第一。同时公司原材料中最关键的细胞株均来自国家机构供应，较为稳定，产品均一性、活性等关键评价指标均领先于行业可比公司，且借疫情契机扩大产能，短期内无产能限制。品牌力方面，公司通过线上线下双渠道宣传方式，加大品牌影响力，目前公司下游客户数量已经超过 8000 家，覆盖了全球 70 个国家和地区，包括国内外知名生物医药企业、科学服务企业以及顶尖科研机构。
- 盈利预测与投资建议:** 我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.37/1.77/2.37 元。公司作为重组蛋白行业龙头，拥有人源细胞表达系统，产品质量高于行业平均水平，渠道品牌影响力借疫情契机有望不断扩大，且公司海外业务维持高速增长，预计后续国内市场恢复后将带来较大业绩弹性，建议积极关注。
- 风险提示:** 产品结构过于单一的风险；产品品类扩充以及销售不及预期的风险；海外业务拓展不及预期的风险；汇率波动风险。

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



基础数据

总股本(亿股)	1.20
流通 A 股(亿股)	0.63
52 周内股价区间(元)	56.66-91.14
总市值(亿元)	78.0
总资产(亿元)	27.26
每股净资产(元)	21.23

相关研究

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	474.43	553.11	668.21	863.97
增长率	23.23%	16.58%	20.81%	29.30%
归属母公司净利润 (百万元)	203.73	164.87	212.27	283.87
增长率	16.94%	-19.08%	28.75%	33.73%
每股收益 EPS (元)	1.70	1.37	1.77	2.37
净资产收益率 ROE	7.76%	5.99%	7.25%	8.95%
PE	36	45	35	26
PB	2.87	2.74	2.57	2.37

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 国内领先生物试剂供应商，重组蛋白市场龙头企业	1
2 生物科研试剂行业高景气，国产替代正当时	3
2.1 生物科研试剂行业受下游需求带动维持高增长	3
2.2 外资企业仍占主导，国产凭借性价比优势有望逐渐替代	6
3 创新、生产、渠道三轮驱动的重组蛋白试剂龙头	8
3.1 创新为导向，快速扩增优质产品	8
3.2 生产质量优势明显，有望抓住机遇实现国产替代	13
3.3 凭借品牌力拓宽渠道，下游客户黏性强	15
4 盈利预测	16
5 风险提示	17
6 附录	18

图 目 录

图 1: 公司股权结构图 (截至 2023 年 10 月 31 日)	1
图 2: 2017-2023Q1-3 公司收入和归母净利润情况.....	2
图 3: 2018-2023H1 公司境内外营业收入占比.....	2
图 4: 2020-2023H1 公司新冠与非新冠产品收入 (亿元)	2
图 5: 2020-2023H1 公司产品分类型收入.....	2
图 6: 2018-2023H1 三费率变化.....	3
图 7: 2018-2023H1 毛利率及净利率变化.....	3
图 8: 2015-2024 年全球/中国生物药市场规模 (亿人民币)	4
图 9: 2015-2024 年全球/中国药物研发支出 (亿人民币)	4
图 10: 2015-2024 年生物科研试剂行业市场 (亿人民币)	4
图 11: 中国生物科研试剂市场按科研试剂类型拆分 (2019 年)	4
图 12: 重组蛋白试剂应用场景.....	5
图 13: 15-24 年全球/中国重组蛋白科研试剂市场 (亿人民币)	5
图 14: 行业内重组蛋白分产品类型数量对比 (2019 年)	5
图 15: 重组蛋白产业链.....	6
图 16: 2019 年中国重组蛋白科研试剂市场竞争格局	6
图 17: 2017~2023H1 重组蛋白企业常规收入对比 (百万元)	7
图 18: 2017-2023H1 重组蛋白企业海外收入 (百万元)	7
图 19: 2017~2023H1 重组蛋白企业国内收入对比 (百万元)	7
图 20: 2018-2022 年重组蛋白企业国内业务毛利率	8
图 21: 2018-2022 年重组蛋白企业海外业务毛利率	8
图 22: 2018-2023H1 行业内可比公司研发费用率水平	8
图 23: 2018-2022 年可比公司研发人员占比情况	8
图 24: 重组蛋白厂商产品数量合计	10
图 25: 重组蛋白厂商单产品平均应用检测数据个数	10
图 26: 目前主要的重组蛋白表达系统	11
图 27: 2018-2020 年三类膜蛋白生产销售情况 (万元)	11
图 28: 21-22 年公司订单情况.....	16

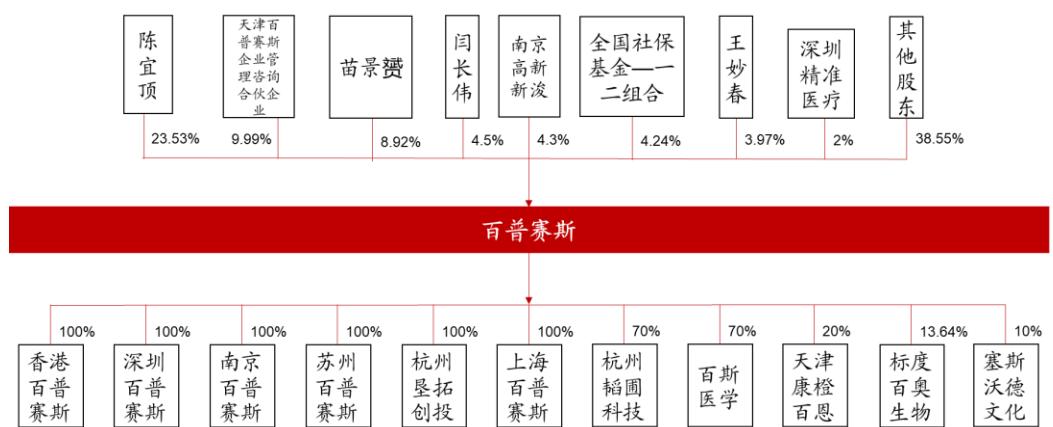
表 目 录

表 1: 公司发展历史.....	1
表 2: 百普赛斯主要技术平台介绍及未来规划.....	9
表 3: 百普赛斯主要产品下游需求数量统计	9
表 4: 百普赛斯 ADC 产品线.....	12
表 5: 百普赛斯脑科学产品线	13
表 6: 重组蛋白质量指标.....	13
表 7: 公司在相关质量指标上的表现均较好	14
表 8: 试剂和耗材对产品质量和性能的影响程度	15
表 9: 分业务收入及毛利率	16
表 10: 主要产品	18
附表: 财务预测与估值	19

1 国内领先生物试剂供应商，重组蛋白市场龙头企业

百普赛斯成立于 2010 年 7 月，是一家专业提供重组蛋白等关键生物试剂产品及技术服务的高新技术企业，助力全球生物医药公司、生物科技公司和科研机构等进行生物药、细胞免疫治疗及诊断试剂的研发与生产，矢志成为生物医药、健康产业领域的基石企业。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 (CMC) 等研发及生产环节，并且采取市场和品牌驱动的销售模式，综合运用互联网营销、专业学术期刊、行业展会、行业研讨会等多种市场推广手段，构建公司行业品牌影响力，促进公司产品销售。

图 1：公司股权结构图（截至 2023 年 10 月 31 日）



数据来源: Wind, 西南证券整理

公司股权结构较为集中，控股股东为陈宜顶。直接拥有 23.5% 的公司股权；同时，陈宜顶还通过天津百普赛斯和天津百普嘉乐，间接拥有 8.4% 的公司股权。公司的实际控制人为陈宜顶。

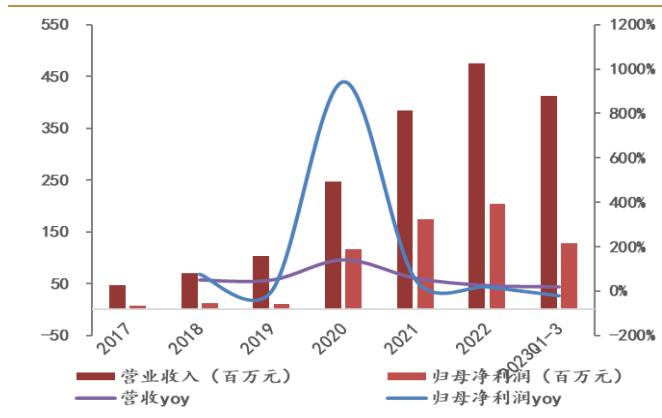
表 1：公司发展历史

时间	里程碑事件
2010	北京百普赛斯公司成立
2013	美国百普赛斯成立，建立自有销售团队，强大客户管理，促进公司产品的海外销售与研发
2016	香港百普赛斯成立，用于拓展海外市场，增强销售能力
2018	美国实验室落地，保证持续的技术和生产工艺创新
2019	杭州韬圆科技成立，负责公司产品市场推广及行业交流平台构建，建立 bioSeedin 子品牌，构建行业研讨会、行业峰会等多层次行业交流平台，树立品牌形象
2020	深圳、上海百普赛斯成立，用于公司产品市场推广，扩大境内产品销售渠道
2021	公司登陆创业板上市
2022	海外市场不断扩张，海外收入占比达到 62%

数据来源: 百普赛斯招股说明书, 西南证券整理

业绩保持稳健增长，海外市场发力明显。公司 20 年因销售新冠试剂产品业绩实现大幅增长，后续随新冠市场体量缩减，公司表观业绩增速有所下滑。从业务占比来看，公司海外业务占比从 21 年开始逐渐提升，主要系公司海外市场渠道逐渐拓宽，在亚太、北美以及欧洲等地区全面覆盖，同时在欧洲、日本等多地新设多家海外子公司。公司有望凭借疫情契机，提升品牌知名度以及和客户来源。从而有效拓展海外市场。

图 2：2017-2023Q1-3 公司收入和归母净利润情况

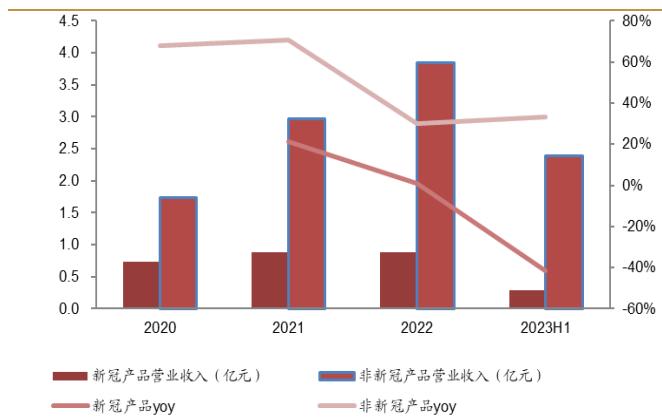


数据来源：Wind，西南证券整理

常规业务实现快速增长，新冠业务体量逐渐下降。公司新冠产品业务体量受整体新冠市场需求减少呈下降趋势，常规业务实现快速增长，其中 2023H1 常规业务增长 33%，海外常规业务增长超过 40%，国内市场受整体市场需求环境影响，增速相对较慢。我们预计随后续国内市场恢复，公司业绩有望实现加速增长。

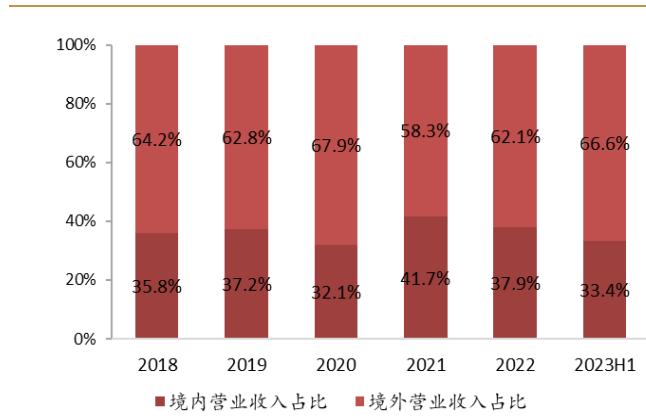
从产品收入结构看，重组蛋白试剂占比最大，持续保持在 80%以上。公司依托自主研发的生物技术平台，开发了多种疾病靶点及生物标志物的重组蛋白，满足生物药研发和生产过程中不同环节对于重组蛋白的需求。由于受到新冠疫情的影响，抗体、试剂盒等其他业务的收入有所提升，但公司主要收入来源还是重组蛋白相关产品，并且由于公司优先采用 HEK293 细胞表达系统进行重组蛋白生产，同时具备多个表达系统工艺，产品能够有效满足工业客户对重组蛋白品种及数量丰富程度的需求，因此不存在产品单一或集中度过高的风险。

图 4：2020-2023H1 公司新冠与非新冠产品收入



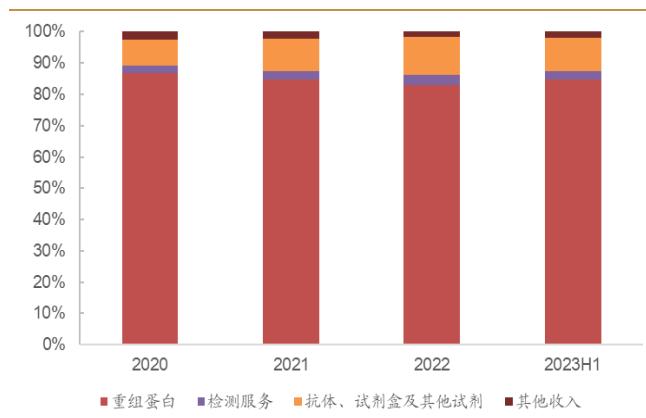
数据来源：公司年报，西南证券整理

图 3：2018-2023H1 公司境内外营业收入占比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：2020-2023H1 公司产品分类型收入



数据来源：公司年报，西南证券整理

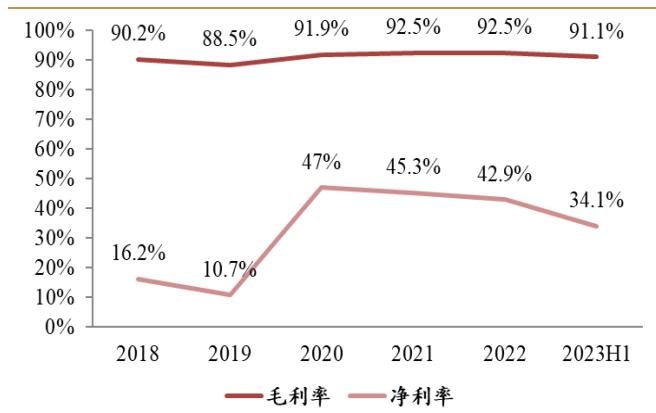
公司盈利能力：近三年，公司的毛利率始终维持在较高的水平，且非常稳定；净利率在2020年实现大幅度增长，从10.7%提高到47%，主要系新冠疫情影响下，相关防疫产品收入大幅度提升，新冠产品费用端相对消耗较少。从2020年开始净利率陆续下降主要系公司新冠产品收入呈下降趋势。中长期来看，国内生物药发展促进内需快速扩张，国内叠加海外市场外需驱动，公司常规业务整体净利率水平预计在消耗完新冠业务影响后逐步实现稳定。

图 6：2018-2023H1 三费率变化



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：2018-2023H1 毛利率及净利率变化

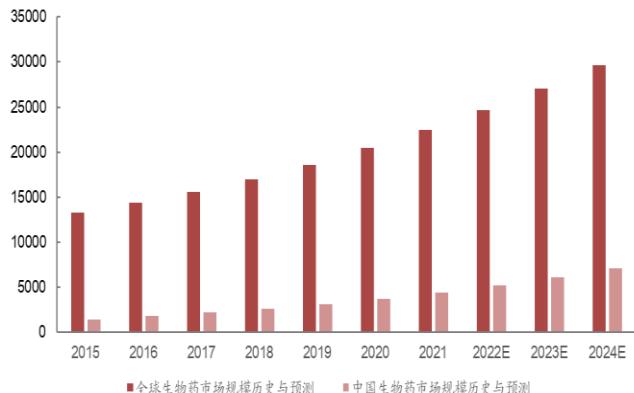


数据来源：Wind，西南证券整理

2 生物科研试剂行业高景气，国产替代正当时

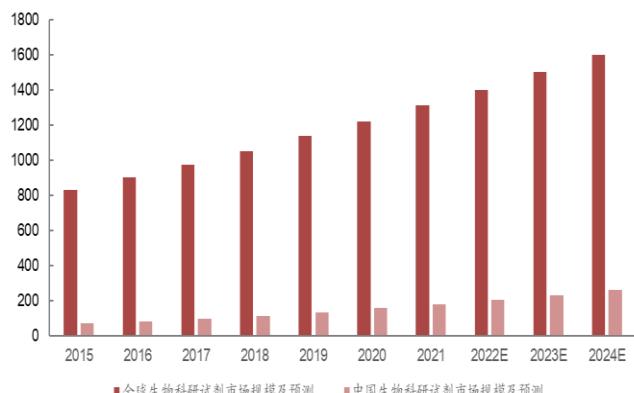
2.1 生物科研试剂行业受下游需求带动维持高增长

下游生物药行业创新属性突出，投入持续加码，公司有望受益于行业红利。公司主营业务涉及生物药产业链上游，根据 Frost&Sullivan 数据显示，全球生物药市场规模处于持续扩张当中，预计 2024 年将达到 29686 亿人民币，2019-2024 年 CAGR 为 9.7%。国内生物药行业规模 2019-2024 年 CAGR 为 18%，快于全球增速，主要系政策、资金、产业三方面共同促进。自 CDE 新政实行以来，国家更加注重以创新为导向的药物研发设计。资金方面，医保支付能力增加，医保基金腾笼换鸟以及患者自费承担能力都有较大增强。产业方面，我国创新药企业研发投入持续加码，预计到 2024 年，中国药物研发支出将达到 3094 亿人民币，19-24 年 CAGR 为 18.3%。公司在研发、试验、生产、质控端提供的生物试剂将持续享受行业扩容带来的需求增加。

图 8：2015-2024 年全球/中国生物药市场规模（亿人民币）


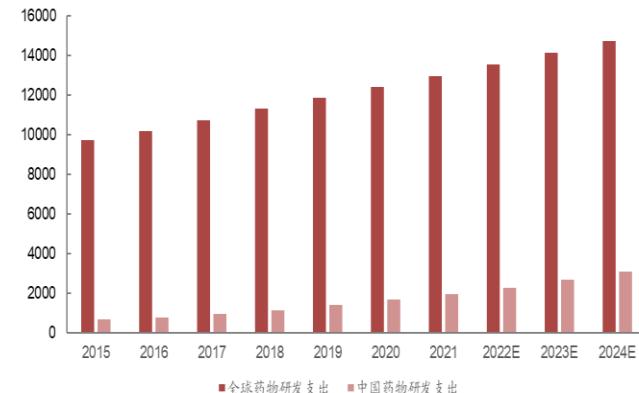
数据来源：Frost&Sullivan, 西南证券整理

受益于国内创新药、创新疫苗等行业的蓬勃发展，国内科研试剂市场加速扩容。中国生物科研试剂市场预计将在 2024 年达到 260 亿人民币。且国内生物科研试剂 19-24 年 CAGR（14.8%）高于全球（7.2%），其中生物科研试剂主要可分为细胞类、蛋白类和核算类，目前占比最大的是细胞类。公司主要涉及的产品属于蛋白类生物科研试剂，主要包括重组蛋白和抗体。

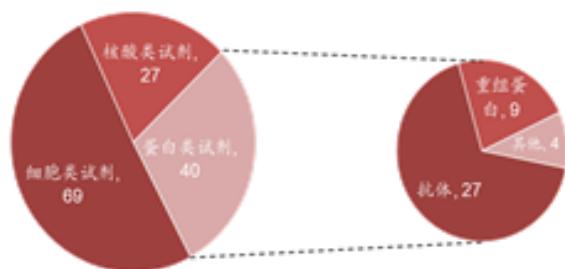
图 10：2015-2024 年生物科研试剂行业市场（亿人民币）


数据来源：Frost & Sullivan, 西南证券整理

目前在癌症、自身免疫疾病等领域中，单单应用小分子药已经不能解决患者需求，联合用药以及靶向用药更加重要，其中生物药、细胞免疫治疗的地位显著。而重组蛋白试剂可用于生物药的研发、生产及应用等各个环节，在药物研发各个阶段的需求拉动效应明显。

图 9：2015-2024 年全球/中国药物研发支出（亿人民币）


数据来源：百普赛斯招股书，西南证券整理

图 11：中国生物科研试剂市场按科研试剂类型拆分（2019 年）


数据来源：Frost & Sullivan, 西南证券整理

图 12：重组蛋白试剂应用场景

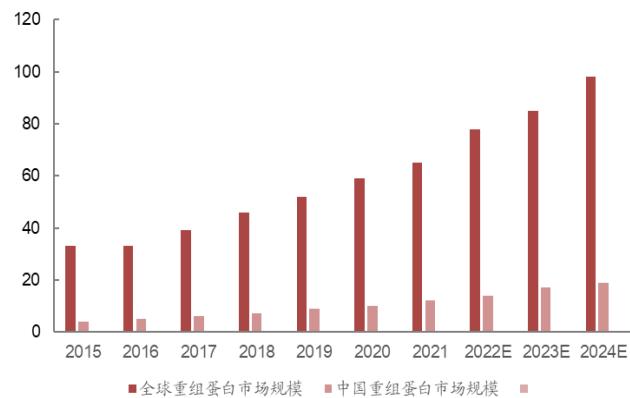


数据来源：招股说明书，西南证券整理

受生物药下游需求快速拉动，重组蛋白科研试剂市场增速显著快于整体生物科研试剂市场。根据 Frost&Sullivan 数据显示，全球重组蛋白科研试剂市场从 2015 年的 33 亿人民币增长到了 2019 年的 52 亿人民币，2016-2019 年 CAGR 为 12%，预计 19-24 年 CAGR 约为 14%，到 2024 年约为 98 亿元。

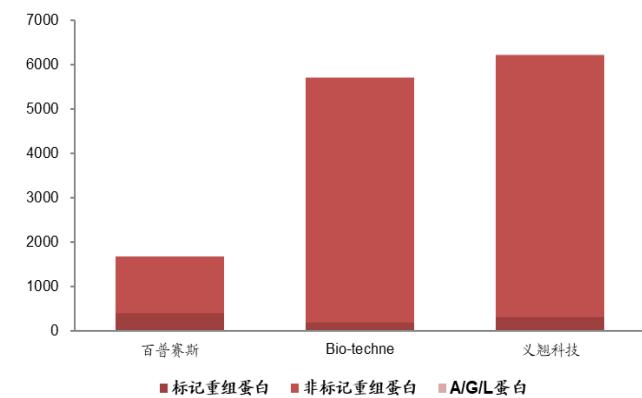
百普赛斯标记蛋白占比大，处于行业领先地位。公司对比其他可比公司的重组蛋白产品数量和类别来看，公司标记蛋白数量较多（拥有 401 个，占比公司重组蛋白产品总数比例为 24%），处于行业领先地位。标记蛋白的优势在于批间差异以及蛋白失活的风险较小，且平均单价较高。

图 13：15-24 年全球/中国重组蛋白科研试剂市场（亿人民币）



数据来源：招股说明书，西南证券整理

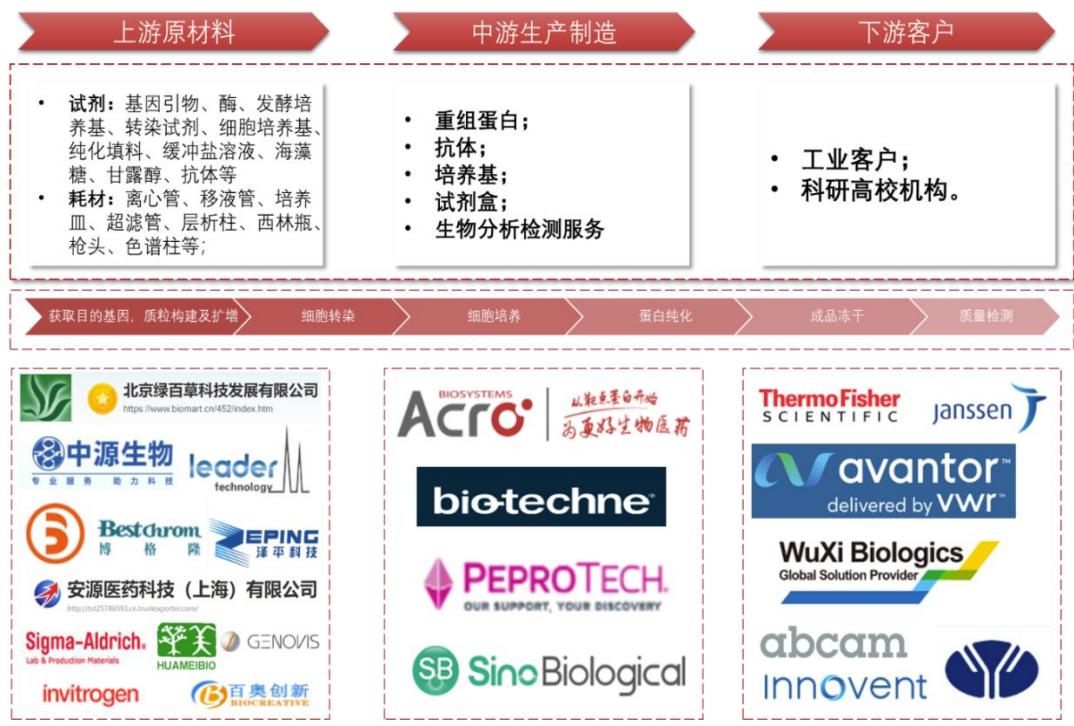
图 14：行业内重组蛋白分产品类型数量对比（2019 年）



数据来源：招股说明书，西南证券整理

产业链整体格局较为分散，注重质量、服务提升是关键。从重组蛋白产业链来看，上游原材料主要为各类型生化试剂和实验耗材，在产业链市场规模中约占 10%，占比较小。因原材料供应商较多，各家占比均较小，中游制造企业需要与上游供应商保持稳定供应关系。中游制造企业中目前仍以外资企业为主，国内领先品牌如百普赛斯和义翘科技等市占率仍有较大提升空间。下游客户中主要分为两类，工业客户以及科研院校，由于科研试剂行业品类众多，下游客户需求也较为分散，需要制造企业通过品质提升以及渠道宣传等多维度拓宽客户数量。

图 15：重组蛋白产业链

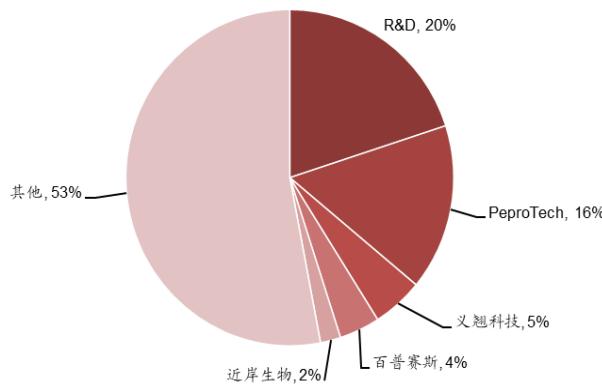


数据来源：各公司官网，招股说明书，西南证券整理

2.2 外资企业仍占主导，国产凭借性价比优势有望逐渐替代

国内重组蛋白科研试剂竞争格局较为分散，目前外资品牌占比仍然较大。其中 R&D 以及 PeproTech 分别占比为 20% 以及 16%，国内品牌中义翘科技、百普赛斯以及近岸生物分别占 3-5 名。前五名市占率合计约为 47%。

图 16：2019 年中国重组蛋白科研试剂市场竞争格局

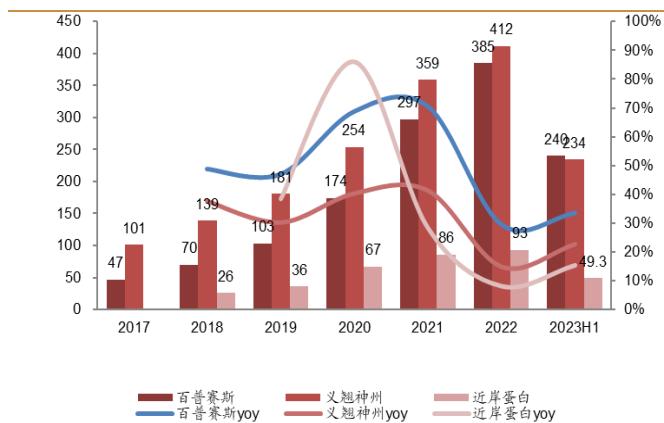


数据来源：招股说明书，西南证券整理

重组蛋白常规业务增速处于行业领先地位。从常规收入来看，百普赛斯收入增速在行业内处于领先地位，经历 2022 年疫情以及国内大环境需求影响后，行业内各家企业常规业务增速已经开始逐渐回暖，百普赛斯受益于海外市场的增速较快，2023H1 常规业务增速为 34%。

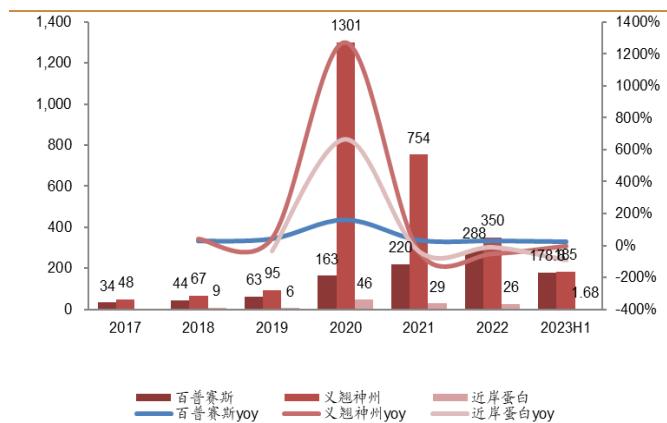
百普赛斯海外市场稳定高速增长，国内市场期待需求复苏。与同行业其他公司对比，百普赛斯海外业务进展顺利，增速近年来保持 30% 左右增速。国内业务来看，目前行业整体下游需求较差，传导至上游试剂企业的业绩增速普遍在 10% 以下，期待后续国内需求端回暖带来业绩复苏。

图 17：2017~2023H1 重组蛋白企业常规收入对比（百万元）



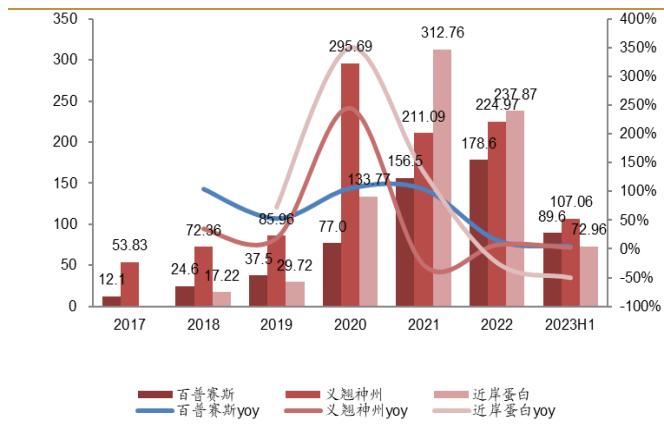
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 18：2017~2023H1 重组蛋白企业海外收入（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19：2017~2023H1 重组蛋白企业国内收入对比（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

从毛利率水平来看，各家企业基本恢复至疫情前水平，其中义翘神州因国内业务结构中包含培养基及 CRO 等毛利率相对较低业务，拉低了综合毛利率水平，重组蛋白试剂业务各家毛利率水平基本维持在 90% 左右。

图 20：2018-2022 年重组蛋白企业国内业务毛利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 21：2018-2022 年重组蛋白企业海外业务毛利率

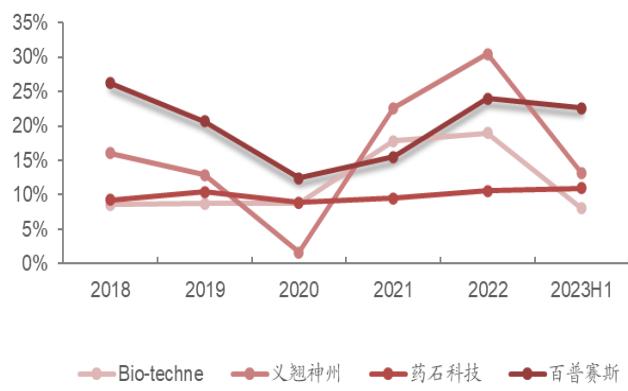

数据来源：公司公告，西南证券整理

3 创新、生产、渠道三轮驱动的重组蛋白试剂龙头

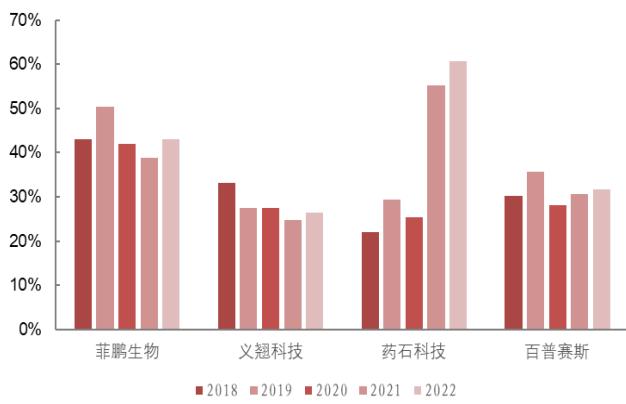
3.1 创新为导向，快速扩增优质产品

3.1.1 研发投入力度大、高级研发人员占比大

公司持续加大研发投入，聚集行业优秀人才。从研发费用率水平来看，公司明显高于同行业大部分公司，因 2020 年有新冠疫情影 响，行业整体研发费用率有所下降。从研发人员上来看，虽然从整体数量上来看，公司处于早期积累阶段人数较少，但公司积极招募海内外行业专家，目前接近 50% 的研发人员拥有硕士、博士学位。

图 22：2018-2023H1 行业内可比公司研发费用率水平


数据来源：各公司公告，西南证券整理

图 23：2018-2022 年可比公司研发人员占比情况


数据来源：各公司公告，西南证券整理

3.1.2 技术平台优势显著，产品种类不断升级

六大技术平台支撑公司不断推陈出新，打造高竞争壁垒产品。目前公司已经在生物药、细胞免疫疗法、体外诊断试剂等应用场景搭建了六大技术平台，其中主要核心技术工艺均为自主研发，解决了目前主要的下游客户需求，目前公司的产品主要集中在生物药的研发及生产阶段，未来可延伸到患者的伴随诊断等环节。

技术平台国内先发优势明显，积极规划平台更新路径赶超国际品牌。公司在技术平台的搭建过程中经过了多次的迭代试错过程，主要包括宿主的升级替代选择、细胞培养平台的生产工艺优化以提升高密度生产稳定性、放大蛋白纯化规模，达到克级生产批次、迭代分析技术平台等等。由此构成的差异化壁垒处于国内领先地位，在国内企业中拥有先发优势。同时在未来规划上，公司六大平台主要通过设计、生产优化等方式赶超国际品牌，强化公司品牌影响力。

表 2：百普赛斯主要技术平台介绍及未来规划

序号	平台名称	平台描述	未来规划
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	结合蛋白分泌表达调控机理和基因定点整合技术，开发可以满足更高蛋白生产需求的工程细胞株平台
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	开发更大培养规模、多样化的培养体系，并通过不断优化工艺，缩短生产周期，使细胞培养过程更高效，更稳定
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	进一步放大蛋白纯化规模，单批次生产规模达到 10 克以上并满足 GMP 要求
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	新型定点标记技术，新型标记染料的开发和尝试，提高检测灵敏度，进一步改善标记后蛋白溶解度和稳定性
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	从蛋白的理化性质，空间结构，生物学功能角度，搭建对应的分析平台(功能细胞株构建平台、CAR-T 类产品的功能性分析平台等)
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	开发新的膜蛋白纯化平台，应对不同膜蛋白产品的市场需求，扩充膜蛋白的产品种类

数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司主要产品以解决客户需求为导向，有的放矢拓宽优质产品。重组蛋白的应用场景目前主要集中在研发和生产端，工业客户的主要需求是与某一靶点的临床研究数量以及药物上市批准数量成正相关的，公司目前前五大重组蛋白品种以及稀缺品种的覆盖方式均是以解决上市需求为目标而开发的，从而在复杂市场需求中寻找到效率最大化的拓品类方式。

表 3：百普赛斯主要产品下游需求数量统计

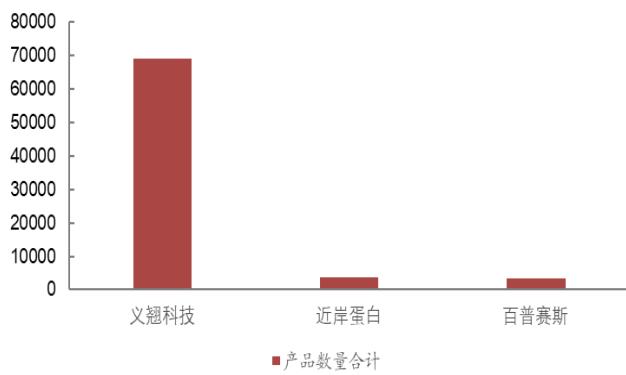
序号	产品名称	临床案例数量	药品申请上市数量	药品批准上市数量
前五大非标记蛋白				
1	重组人 BCMA/TNFRSF17 蛋白	89	2	1
2	新冠 S 蛋白 (HisTag)	567	4	42
3	重组人 PD-1/PDCD1 蛋白 (HisTag)	3331	4	8
4	重组人 PD-1/PDCD1 蛋白 (HisTag)	1388	0	3
5	新冠核衣壳蛋白 (HisTag)	567	7	44
前五大标记蛋白				
1	生物素标记人 CD19 蛋白 (FcTag)	380	4	6

序号	产品名称	临床案例数量	药品申请上市数量	药品批准上市数量
2	生物素标记新冠 SRBD 蛋白 (HisTag)	567	4	42
3	荧光素标记人 BCMA 蛋白 (FcTag)	89	1	1
4	荧光素标记人 BCMA 蛋白 (FcTag)	26	0	0
5	生物素标记新冠 S1 蛋白 (HisTag)	567	7	44
百普赛斯拥有的市场稀缺产品				
1	全长人 CD20/MS4A1 膜蛋白 (HisTag) 系列产品	2395	4	24
2	全长人 PD-1/PD-1CD1 蛋白 (HisTag) 系列产品	3331	4	8
3	重组人 TNF-alpha 蛋白活性三聚体系列产品	1671	5	44
4	超稳定三聚体新冠 S 蛋白系列产品	567	7	44
5	重组人 JAK1 蛋白 (HisTag)	582	0	5

数据来源：招股说明书，西南证券整理

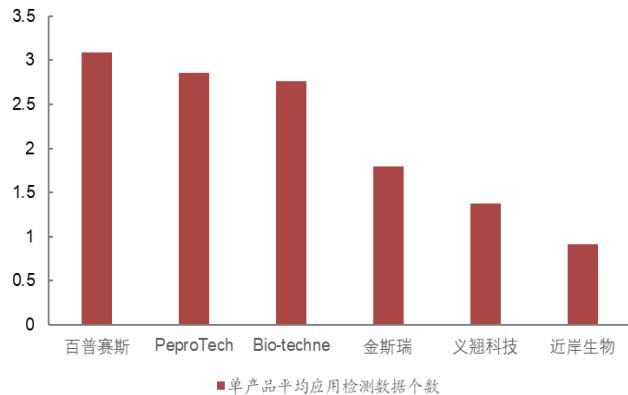
公司单产品平均应用检测数据个数处于市场领先地位。截至 2023 年 6 月 30 日，公司产品总数量约 3300 种，在行业内排名靠前，但单产品平均应用检测数据为 3.09 个，处于行业第一，检测数据数量对比同行业公司更加丰富，可以为客户提供经过验证和优化的实验方案，有利于下游客户应用。公司未来将持续推进产品开发，主要覆盖细胞治疗、免疫检查点、酶产品、细胞因子、传染病相关蛋白、抗体、磁珠及试剂盒产品，以满足不同客户的研究和生产需求。

图 24：重组蛋白厂商产品数量合计



数据来源：各公司官网，西南证券整理

图 25：重组蛋白厂商单产品平均应用检测数据个数



数据来源：各公司官网，西南证券整理

人源蛋白表达系统应用成熟，属于行业领先。从重组蛋白的表达系统上来看，公司使用的为真核哺乳动物细胞（人源 HEK293 细胞）蛋白表达系统，相较于其他表达系统，其通过蛋白修饰、蛋白折叠、蛋白结构更加接近天然人源蛋白，可以更好满足下游工业客户对于人用药物研发上的精度和成功率，对比义翘科技 51% 的使用比例，公司 HEK293 细胞表达的重组蛋白比例大 97%，应用的更为成熟。

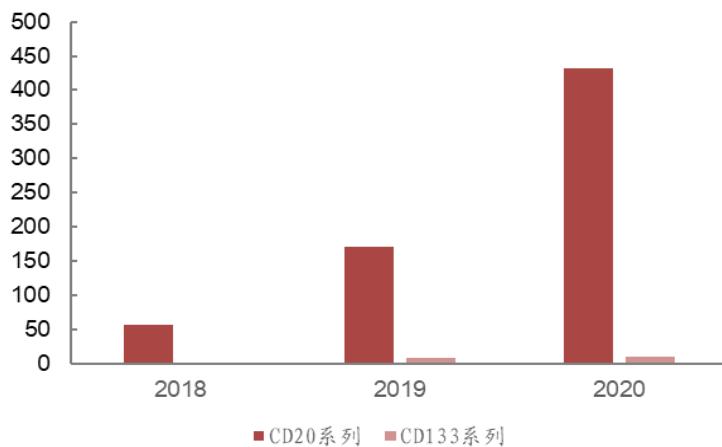
图 26：目前主要的重组蛋白表达系统



数据来源：招股说明书，西南证券整理

拥有部分市场稀缺产品，可做到独家供应享受定价权。目前市场上全长膜蛋白靶点产品稀缺，而其在多种抗体药、细胞免疫治疗中当中的研发价值显著。公司专门搭建了相应的表达平台和膜蛋白 Nanodisc 组装技术满足下游需求。主要包括全长人 CD20 膜蛋白、全长人 CD133 膜蛋白、人 CCR5 GPCR 膜蛋白等产品。

图 27：2018-2020 年三类膜蛋白生产销售情况（万元）



数据来源：招股说明书，西南证券整理

3.1.3 ADC 领域全面布局

ADC 药物具备独特优势：相较化疗药物，ADC 的毒性更可控，多个创新 ADC 药物取得了显著优于化疗疗法的临床治疗数据。相较传统靶向疗法，ADC 进一步拓宽了治疗人群：1) 应用于未被传统靶向疗法覆盖的新靶点；2) 针对老靶点，应用于对传统靶向疗法不响应的患者；3) 针对老靶点，拓展靶点蛋白表达量较低的患者群体。

ADC 结构复杂，凸显研发生产壁垒：1) 技术平台是 ADC 药企的首要壁垒，毒素和偶联方式是主要的创新方向；2) ADC 药物的 CMC 难度更高，需要高效的工具及丰富的经验；3) ADC 药物的放大生产综合能力要求高，单抗的放大生产，小分子毒素的合成以及药物的偶联反应需要不同的技术、物料及生产设施。

鉴于 ADC 药物在肿瘤等疾病的治疗中展现出极佳的应用前景，现已成为抗体药物研发的新热门方向。合适的抗原靶点、高度特异性的抗体、高效的毒素分子、连接子、DAR 值 (Drug Antibody Ratio)，这 5 个方面是 ADC 药物开发需要关注的重点，也是 ADC 药物开

发的关键要素。为满足 ADC 药物研发需求，公司深入拓展相关产品和技术服务，例如：多种高质量靶点蛋白，用于 Linker 酶切的 MMP/Cathepsin/uPA 酶，可用于 ADC PK 研究的多种抗小分子抗体（如抗 MMAE/DXD/SN38/DM1 抗体）及抗独特型抗体，AGLink® ADC 定点偶联试剂盒，以及分子互作及抗独特型抗体开发服务。这一系列产品可满足 ADC 从抗体制备、筛选、偶联到后期的生产质控全流程，以加速 ADC 药物研发。

表 4：百普赛斯 ADC 产品线

产品类型	主要相关产品名称	主要产品系列描述	代表产品
靶点蛋白	靶点蛋白	高纯度、高生物活性的 ADC 靶点蛋白，可用于免疫、抗体筛选、细胞功能验证及质控等	LIV-1、TROP-2、ROR1、PSMA、Her2、BCMA 等 50 多种 ADC 热门靶点蛋白
裂解酶	多肽 Linker 裂解酶	用于酶切验证，以评估 Linker 的酶切效果，保证 payload 在胞内高效释放	Cathepsin 系列、MMPs 系列以及 uPA 系列裂解酶
抗体	抗小分子药物抗体	鼠源抗小分子药物单克隆抗体，用于 ADC 药物 PK 分析	抗 MMAE 单克隆抗体、抗 DM1 单克隆抗体、抗 SN38 单克隆抗体、HRP 标记的抗 MMAE 单克隆抗体、HRP 标记的抗 DXD 单克隆抗体等
	抗独特型抗体	抗独特型抗体是能够识别另一抗体可变区，并产生特异性结合的抗体，用于免疫原性分析和药代动力学研究	ADB-Y19、BEB-Y10、CEB-Y27、RIB-Y36、TRB-Y5b 等抗独特型抗体
偶联技术	AGLink ADC 定点偶联试剂盒	AGLink®ADC 定点偶联试剂盒能实现对具有Fc 结构域的抗体进行位点特异性定量偶联，产生稳定且 DAR 值均一的抗体偶联物，可用于 ADC 药物早期科学的研究	AGLink®ADC 定点偶联试剂盒，偶联 MMAE
技术服务	SPR&BKLI 分子互作 检测服务	基于 Biacore 及 ForteBio Octet 平台提供抗体筛选、表征，一致性评价以及生物大分子间相互作用等技术服务	SPR 检测服务、BLI 检测服务
	抗独特型抗体 开发服务	抗独特型单/多克隆抗体、ADA assay/PKassay 试剂盒开发服务	兔源多克隆抗体制备服务、鼠源单克隆抗体制备服务、ADA assay/PKassay 试剂盒开发服务

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.1.4 CGT 领域有望成为新增长点

CGT 领域预期近年来随着国内外越来越多的细胞、基因治疗产品的获批，细胞和基因疗法领域迎来了蓬勃的发展机遇。与此同时，来自于研发技术、产品质量、生产工艺、商业化、供应链稳定等方面挑战也随之而来。公司基于内部丰富的蛋白管线，丰富的蛋白制备及分析方法开发技术经验以及大量的实验数据，可以为细胞与基因治疗客户提供整体解决方案，覆盖早期的药物靶点发现及验证阶段到临床试验、商业化生产的每个阶段。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。针对目前 CAR-T 细胞治疗领域中应用最广泛的靶点 CD19，公司推出特异性靶向 FMC63 scFv 抗原识别表位的抗独特型抗体，此抗体灵敏度高、特异性好，进一步丰富了 FMC63 CAR 的检测手段。公司持续深入拓展细胞治疗相关的产品和技术服务，开发出一系列可支持细胞疗法开发的产品和技术平台。例如，用于人类诱导多能干细胞 (iPSCs) 诱导分化培养的 IL-3、IL-7、DLL4、Flt-3L 等细胞因子产品以及 Laminin 521、Laminin 511 等蛋白产品，用于 CAR 细胞的特异性激活扩增、富集、体

外分析的靶点特异性激活磁珠，以及残留检测试剂盒、EPO 定量检测试剂盒、多因子定量检测试剂盒等多种试剂盒类的产品，以进一步加速 CAR-T 细胞疗法的研发进程。具体产品列表详见附录。

3.1.5 脑科学产品线

据世界卫生组织的统计，各种退行性、功能性和精神性的脑相关疾病，已为社会造成巨大负担，在所有疾病中占比超过心血管疾病与癌症。以阿尔茨海默病为例，全球阿尔茨海默症发病率不断提升，AD 诊疗市场持续扩容。国际阿尔茨海默病协会网站显示，全球大约每 3.2 秒就有 1 位痴呆患者。WHO《2023 年世界社会报告》数据显示，2021 年全球 65 岁以上老年人口数约为 7.6 亿，预计 2050 年全球老年人口数将增至 16 亿以上，人口老龄化背景下痴呆及轻度认知损害患者数将持续增加。截至 2018 年全球约 5000 万人患有痴呆，2050 年这一数字将增至 2.42 亿。阿尔茨海默症发病率持续提升带动全球 AD 诊疗市场持续扩容。重大脑疾病的诊断和干预，是未来脑科学一项非常重要的研究内容，对改善现代社会的健康、推进传统药物工业、新型生物工程企业发展科学都具有重大意义。公司作为专注于医药研发领域的蛋白供应商，拥有专业的蛋白研发平台、蛋白标记平台、稳定株开发平台和流式细胞分析平台，Aneuro 是公司聚焦脑科学的研究产品线，为脑科学的研究领域提供优质的重要蛋白产品，分享脑科学的研究新思路，助力脑科学的研究。

表 5：百普赛斯脑科学产品线

产品类别	具体疾病	代表产品
退行性疾病	阿尔茨海默症	APP/A beta, APOE, ACHE, BCHE, BACE-1, GSK-3beta, NPTX2, Nogo Receptor, Tau, TREM2, VLDL R
	帕金森病	Alpha-Synuclein, CNTF R alpha, DDC, GFR alpha-like, LRRK2, MAOA, MAOB
	肌萎缩侧索硬化症	SOD1, TDP-43
	亨廷顿病	HTT

数据来源：公司官网，西南证券整理

3.2 生产质量优势明显，有望抓住机遇实现国产替代

3.2.1 公司生产工艺优秀，产品质量行业领先

重组蛋白产品质量有多个评价指标，经检测的质量指标达标的越多代表其质量越优异，其中产品活性是最关键的指标。

表 6：重组蛋白质量指标

指标名称	定义
定量准确性	重组蛋白的含量或浓度的准确性，对药物实验和检测结果有重要影响
活性	重组蛋白具有的生物学功能
活性数据丰富度	重组蛋白生物学功能在不同检测方法下得到验证的数量多少
纯度	目的蛋白在产品中占总的蛋白量的比例
均一性	重组蛋白产品中蛋白主要聚集状态的含量以及和天然蛋白聚集状态的一致性
批间一致性	各批次重组蛋白的各项质量指标的相似度
产品稳定性	重组蛋白在不同温度和条件下，各项质量指标保持稳定的程度

指标名称	定义
内毒素含量	内毒素是重组蛋白生产中,由于环境等外源性因素及表达宿主等内源性因素而引入的热源物质,一般为革兰氏阴性细菌细胞壁的一种脂多糖成分,含量高会影响客户端的下游细胞培养和动物免疫实验
蛋白标记度	给定含量的蛋白,其中成功标记上蛋白的标记物数量与蛋白总量的比值
定量准确性	重组蛋白的含量或浓度的准确性,对药物实验和检测结果有重要影响

数据来源:招股说明书,西南证券整理

公司产品主要评价指标均处于行业领先地位,有利于建立稳定黏性的供应体系。公司重组蛋白试剂单产品活性数据、纯度、均一性等关键数据较好,提高了下游客户试验准确性以及成功率。公司凭借良好的质量管理体系与体系,有望不断拓新品类,实现业绩持续放量。

表 7: 公司在相关质量指标上的表现均较好

指标分类	指标名称	公司优劣势
质量	定量准确性	公司使用了紫外分光光度法、BCA、电泳等三种方式进行定量准确性检测,同行业可比公司情况无法通过公开渠道获取
	活性及活性数据丰富度	公司采用ELISA法、SPR/BLI、细胞检测多种检测方式,单个产品活性数据丰富度优于行业平均水平
	纯度	公司使用电泳法,重要产品还使用高效液相色谱法(HPLC法)进行检测,行业主要采用单一电泳法,发行人采用HPLC检测比例高于可比公司
	均一性	公司采用更高精度MALS/HPLC联用的方法,行业通常采用HPLC检测
	批间一致性	公司重视批间一致性检测,批次检测覆盖率达100%,同行业可比公司情况无法通过公开渠道获取
	产品稳定性	公司重视产品稳定性,批次检测覆盖率达100%,同行业可比公司情况无法通过公开渠道获取
	内毒素含量	<1 EU/ug,行业平均水平
供应链	蛋白标记度	公司各批次都有明确的标记数据和质量标准,可比公司披露其蛋白标记度较少
	供应稳定性	公司产能充足,供应稳定性好
品牌及质量体系	货期	公司三天以内发货订单占比超过93%,货期较短
	品牌影响力	公司新客户增长较快,产品复购率超过80%,2019年公司的重组蛋白试剂营业收入,按全球市场销售口径统计,在中国国产厂商中排名第二
服务	质量体系	公司获得ISO9001:2015、ISO13485:2016等国际标准认证,得到美国FDA药品主文件(DMF)备案确认;同行业R&D Systems、PeproTech未披露,义翘科技、近岸生物主要获得ISO9001质量体系认证
	技术支持服务	公司于中美两地有售前、售后技术服务团队,对客户提供及时的技术支持
品种及数量丰富程度	价格	产品平均价格处于行业中上水平,低于R&D Systems,高于义翘科技
	品种及数量丰富程度	产品数量少于R&D Systems、义翘科技,多于PeproTech,在获取科研客户时存在一定劣势

数据来源:招股说明书,西南证券整理

3.2.2 原材料供应稳定,产能无瓶颈

主要原材料供货稳定,重组蛋白试剂生产中对产品质量和性能影响最大的的原材料是**细胞培养基及其组分**,主要影响产品活性、均一性和稳定性。公司采购的细胞株主要来自于北京中国医学科学院基础医学研究所、中国食品药品检定研究院、上海中国科学院上海生命科学院、武汉大学生命科学研究院等国家机构,供货渠道稳定,产品质量可靠。

表 8：试剂和耗材对产品质量和性能的影响程度

生物化学试剂及实验室耗材		影响程度
生物化学试剂	细胞培养基及其组分	
	细胞株	
	引物	
	蛋白胨	
	酵母粉	
	转染试剂	
	缓冲液组分	
	工具酶	
实验室耗材	色谱柱	
	层析柱	
	非免染预制胶	
	传感芯片	
	纯化填料	
	酶标板	

数据来源：招股说明书，西南证券整理，注：颜色越深影响越大

3.3 凭借品牌力拓宽渠道，下游客户黏性强

市场投入逐步加大，品牌力持续提升。公司通过市场+品牌驱动的销售模式，以互联网营销、专业学术期刊、行业展会、研讨会等多种形式扩大品牌影响力。公司逐年加大宣传费用的投入，以及销售人员队伍的扩充，截至 2023 年 6 月 30，公司共有 159 名销售人员，未来仍将进一扩充。

下游客户覆盖面广，以工业客户为主。公司下游客户以大型医药公司、科研机构、政府部门为主，且较为分散，同时重组蛋白产品销售呈现以小批量、多频次等特征，单个合同或订单金额以 10 万元以内为主。公司在目录价基础上，纳入客户分类、产品分类等考虑因素给予客户目录价一定折扣。截至 2023 年三季度末，公司下游客户数量已经超过 8000 家，覆盖了全球 70 个国家和地区，包括国内外知名生物医药企业、科学服务企业以及知名科研机构。

目前以 10 万元以内订单为主，期待大体量占比提升。公司主要采取直销+经销的销售模式，其中直销比重较大。直销客户中，主要分为医药企业和科研单位，医药企业为主导。截至 2020 年，公司直销客户中已有 1351 家医药企业以及 335 家科研单位。在品牌力的拓宽过程中，公司新增直销客户数量占比逐年提升，2020 年达到 48.3%，新增客户销售收入占比也达到 23.7%。

图 28: 21-22 年公司订单情况

类别 (报告期累计销售 订单)	产品 数量	数量 占比	报告期内订单 占比	产品 数量	数量 占比	报告期内订单 占比
	2022 年			2021 年		
100 万元以上	67	2.33%	21.75%	51	2.30%	30.17%
50-100 万元	102	3.55%	16.95%	93	4.19%	20.42%
5-50 万元	1092	37.96%	46.06%	890	40.11%	42.85%
0-5 万元	1616	56.17%	15.24%	1185	53.40%	6.57%
重组蛋白类产品 实现销售情况	2877	100.00%	100.00%	2219	100.0%	100.0%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 盈利预测

关键假设:

假设 1: **重组蛋白**: 新冠部分由于市场需求下滑较为明显, 预计新冠重组蛋白 23 年销量下滑 50%, 价格不变。24-25 年预计没有新冠重组蛋白收入。常规部分有望借疫情契机逐步实现国产替代, 预计 23-25 年销量同比增长分别为 26%/30%/30%, 价格保持稳定。毛利率预计在规模效应下有所提升, 23-25 年分别为 92%/92.3%/93%。

假设 2: **检测服务**: 公司目前此业务占比较小, 基数较低, 但属于公司未来拓展品类的重要拼图, 预计 23-25 年销量同比增加分别为 25%/20%/20%, 价格保持稳定。

假设 3: **抗体、试剂盒及其他试剂**: 1) 新冠抗体预计 23 年销量下滑 70%, 24-25 年没有收入。2) 试剂盒、磁珠、培养基类产品随公司研发逐步加码, 非新冠业务中抗体、试剂盒及其他试剂预计 23-25 年收入同比增长分别为 101%/46%/30%。

基于以上假设, 我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表:

表 9: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
重组蛋白	收入	390.9	453.1	542.4	705.2
	增速	20.1%	15.9%	19.7%	30.0%
	毛利率	92.0%	92.0%	92.3%	93%
检测服务	收入	14.8	18.5	22.3	26.7
	增速	31.1%	25.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	82.4%	82.4%	82%	82%
抗体、试剂盒 及其他试剂	收入	58.5	72.0	93.6	121.6
	增速	47.8%	22.9%	30.0%	30.0%
	毛利率	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%
其他业务	收入	7.9	9.4	9.9	10.4
	增速	-5.1%	20.0%	5.0%	5.0%

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
合计	毛利率	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	收入	474.4	553.1	668.2	864.0
	增速	23.2%	16.6%	20.8%	29.3%
	毛利率	93.9%	91.0%	91.5%	92.0%

数据来源: wind, 西南证券

根据以上假设, 我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 5.5/6.7/8.6 亿元, 归母净利润分别为 1.6/2.1/2.8 亿元。

5 风险提示

- 1) 产品结构过于单一的风险;
- 2) 产品品类扩充以及销售不及预期的风险;
- 3) 海外业务拓展不及预期的风险。
- 4) 汇率波动风险

6 附录

公司主要产品为重组蛋白和检测服务，同时包括提供试剂盒、抗体、填料、培养基等相关产品。

表 10：主要产品

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、CD2 蛋白
	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	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、HIVGP120 蛋白、Influenza A HA1 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、生物素标记 CD3E 蛋白、生物素标记 LDLR 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	PE 标记的 PD1 蛋白、FITC 标记的 CD22 蛋白、FITC 标记的 BAFF 蛋白
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	抗人血清中 PD1 单抗的 ELISA 试剂盒、抗人血清中 HER2 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: SIRPalpha (生物素化) 抑制剂筛选 ELISA 试剂盒、PCSK9: LDLR (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)、新冠病毒 S1 抗原血清学检测 ELISA 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	CD3E&CD3D 异源二聚体蛋白包被磁珠、BCMA 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、抗阿达木单抗
	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、抗 ANGPTL3 单克隆抗体
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	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药水平的服务	兔源多克隆抗体制备服务、鼠源单克隆抗体制备服务

数据来源：招股说明书，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	474.43	553.11	668.21	863.97	净利润	199.21	161.21	207.56	277.57
营业成本	35.55	49.78	56.80	69.12	折旧与摊销	25.24	10.68	10.68	10.68
营业税金及附加	0.86	1.02	1.23	1.59	财务费用	-53.47	-10.60	-11.74	-14.00
销售费用	112.35	165.93	190.44	233.27	资产减值损失	-23.46	-5.00	-5.00	-10.00
管理费用	71.49	121.68	140.32	181.43	经营营运资本变动	-59.90	-58.29	-24.42	-49.04
财务费用	-53.47	-10.60	-11.74	-14.00	其他	114.57	-7.12	-13.49	22.69
资产减值损失	-23.46	-5.00	-5.00	-10.00	经营活动现金流量净额	202.19	90.89	163.59	237.90
投资收益	21.01	0.00	0.00	0.00	资本支出	-21.29	-100.00	-90.00	-90.00
公允价值变动损益	0.62	0.33	0.38	0.41	其他	-1155.14	0.33	0.38	0.41
其他经营损益	0.00	15.00	15.00	15.00	投资活动现金流量净额	-1176.43	-99.67	-89.62	-89.59
营业利润	216.46	187.55	241.45	322.85	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.47	-0.10	-0.10	-0.10	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	214.99	187.45	241.35	322.75	股权融资	9.70	0.00	0.00	0.00
所得税	15.77	26.24	33.79	45.19	支付股利	-120.00	-40.75	-32.97	-42.45
净利润	199.21	161.21	207.56	277.57	其他	-13.81	-7.22	11.74	14.00
少数股东损益	-4.52	-3.66	-4.71	-6.30	筹资活动现金流量净额	-124.11	-47.97	-21.23	-28.45
归属母公司股东净利润	203.73	164.87	212.27	283.87	现金流量净额	-1091.93	-56.75	52.74	119.85
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1827.92	1771.17	1823.91	1943.76	成长能力				
应收和预付款项	71.68	83.67	100.76	129.84	销售收入增长率	23.23%	16.58%	20.81%	29.30%
存货	93.05	156.89	200.87	233.25	营业利润增长率	10.64%	-13.35%	28.74%	33.71%
其他流动资产	251.25	252.19	253.55	255.87	净利润增长率	14.86%	-19.08%	28.75%	33.73%
长期股权投资	11.92	11.92	11.92	11.92	EBITDA 增长率	-8.70%	-0.31%	28.12%	32.92%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	88.90	184.06	269.22	354.38	毛利率	92.51%	91.00%	91.50%	92.00%
无形资产和开发支出	11.76	10.48	9.19	7.90	三费率	27.48%	50.08%	47.74%	46.38%
其他非流动资产	379.48	374.92	370.36	365.81	净利润率	41.99%	29.15%	31.06%	32.13%
资产总计	2735.96	2845.29	3039.77	3302.72	ROE	7.76%	5.99%	7.25%	8.95%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.28%	5.67%	6.83%	8.40%
应付和预收款项	79.47	87.73	106.85	133.32	ROIC	75.89%	50.46%	43.28%	44.63%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	39.67%	33.92%	35.98%	36.98%
其他负债	87.78	67.30	68.08	69.44	营运能力				
负债合计	167.25	155.03	174.93	202.76	总资产周转率	0.18	0.20	0.23	0.27
股本	80.00	120.00	120.00	120.00	固定资产周转率	7.83	7.84	10.17	14.20
资本公积	2139.77	2099.77	2099.77	2099.77	应收账款周转率	8.06	7.87	8.01	8.25
留存收益	344.53	468.65	647.95	889.36	存货周转率	0.35	0.33	0.30	0.31
归属母公司股东权益	2563.20	2688.42	2867.72	3109.13	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.01%	—	—	—
少数股东权益	5.50	1.84	-2.87	-9.17	资本结构				
股东权益合计	2568.71	2690.26	2864.85	3099.96	资产负债率	6.11%	5.45%	5.75%	6.14%
负债和股东权益合计	2735.96	2845.29	3039.77	3302.72	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	流动比率	21.27	24.28	21.03	18.18
EBITDA	188.22	187.64	240.39	319.53	速动比率	20.39	22.59	19.25	16.52
PE	36.16	44.69	34.71	25.96	股利支付率	58.90%	24.71%	15.53%	14.96%
PB	2.87	2.74	2.57	2.37	每股指标				
PS	15.53	13.32	11.03	8.53	每股收益	1.70	1.37	1.77	2.37
EV/EBITDA	13.41	26.74	20.65	15.16	每股净资产	21.36	22.40	23.90	25.91
股息率	1.63%	0.55%	0.45%	0.58%	每股经营现金	1.68	0.76	1.36	1.98
					每股股利	1.00	0.34	0.27	0.35

数据来源：Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
公司评级	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
行业评级	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗峰	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
北京	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑冀	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn