

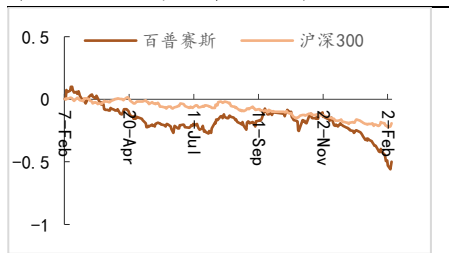
评级： 买入

核心观点

王斌
医药行业分析师
SAC 执证编号: S0110522030002
wangbin3@sczq.com.cn
电话: 86-10-81152644

陈智博
研究助理
chenzhibo@sczq.com.cn

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	39.30
一年内最高/最低价 (元)	88.60/33.00
市盈率 (当前)	28.39
市净率 (当前)	1.82
总股本 (亿股)	1.20
总市值 (亿元)	47.16

资料来源：聚源数据

相关研究

- 百普赛斯：海外业绩延续高增，业务扩张利润端短期承压
- 百普赛斯：常规业务持续高增，海外业绩表现亮眼
- 百普赛斯：国内业务稳中有升，海外业绩表现持续强劲

- 生物医药投融资是生命科学上游的业绩先行指标，目前海外已完成筑底，国内仍静待复苏。我们认为后续若美国进入降息周期，海外生物医药投融资有望迎来复苏，带动生物医药行业研发活跃度逐步提升。
- 公司海外收入占比高且增速强劲，有望受益于海外生物医药复苏。公司 2023H1 海外收入占比为 66.6%，2023 年前三季度公司海外非新冠常规业务继续延续快速增长趋势，同比增长超过 40%。目前公司销售渠道已覆盖亚太、北美及欧洲等全球生物医药研发活跃地区；我们认为，重组蛋白产品市场空间大，增速稳定，行业竞争格局相对分散，公司在海外市场凭借产品性价比优势和品牌效应的逐步积累，海外业务有较大增长潜力。
- 国内市场短期承压，中长期需求仍然向好。受投融资下滑等因素影响，行业龙头公司 BIO-TECHNE 2023 财年第四季度中国地区业绩下滑超过 20%，国内需求端短期处于承压状态。从中长期看，BIO-TECHNE 认为蛋白质组学等相关的试剂的全球行业增速仍有望保持中等个位数的速度增长，同时仍长期看好中国是全球生命科学行业增长最快的区域，此外参考全球生命科学龙头企业赛默飞在 JP 摩根健康论坛上的发言，其认为中国生物医药行业长期增速有望保持 10% 左右。从长远看，国内创新药研发活跃度仍然保持在较高水平，研发相关试剂/耗材需求仍将保持稳定增长。
- 对标海外龙头公司和自身业绩，公司目前估值已具备性价比。近期公司股价回调较多，根据我们预测，公司 2024 年对应为 22X PE，对标的全球龙头公司 BIO-TECHNE 近十年 PE (TTM) 平均值为 54X，最新 (2024.2.6) PE-TTM 为 47X，从成长性上看，2017 年-2022 年百普赛斯和 BIO-TECHNE 收入复合增速分别为 59% 和 15%，从公司体量和成长性上我们认为未来几年百普赛斯也具备更好的成长性，目前估值已具备良好的性价比。
- 盈利预测和投资建议：基于行业和公司经营情况，我们调整此前盈利预测，预计 2023-2025 年，公司营业收入分别为 5.52 亿元/6.66 亿元/7.95 亿元，同比增速分别为 16.4%/20.6%/19.3%，归母净利润分别为 1.82 亿元/2.19 亿元/2.61 亿元，同比增速分别为 -10.8%/20.7%/19.2%。最新收盘价 (2024.2.6) 对应 PE 分别为 26/22/18 倍，维持“买入”评级。

-
- 风险提示：客户流失；销售不及预期；新品研发不及预期；海外业务拓展不及预期；贸易摩擦风险。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收(百万元)	474.4	552.3	666.2	794.6
营收增速(%)	23.2%	16.4%	20.6%	19.3%
净利润(百万元)	203.7	181.6	219.3	261.4
净利润增速(%)	16.9%	-10.8%	20.7%	19.2%
EPS(元/股)	2.55	1.51	1.83	2.18
PE	-	26.0	21.5	18.0

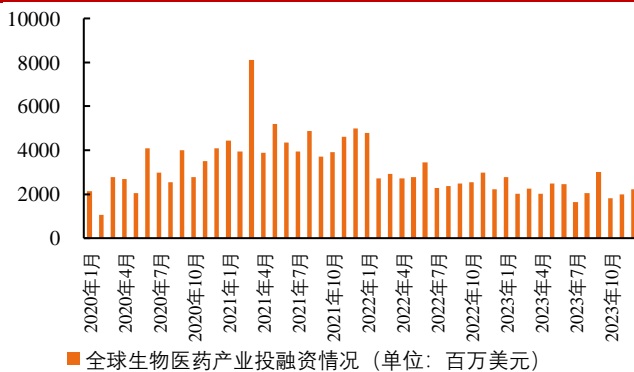
资料来源：Wind，首创证券预测

1 估值具备性价比，有望受益于海外生物医药复苏

生物医药投融资是生命科学上游的业绩先行指标，目前海外已完成筑底，国内仍静待复苏。全球生物医药一级市场投融资自 2021 年开始经历了 2 年的调整后，目前月度投融资金额已经有企稳回升的迹象。分区域来看，2022 年以来，海外生物医药行业一级市场投融资较为稳定，筑底态势明显；但国内生物医药一级市场投融资目前仍处于磨底状态，2023 年 12 月出现阶段性好转，但考虑到国内二级市场仍处于相对低迷状态，持续性后续仍有待观察。美股生物医药二级市场融资自 2021 年开始经历了一年多年的调整后，于 22Q3 开始企稳回升并保持稳定。国内生物医药二级市场融资目前仍处于磨底状态，A 股和港股募资金额和项目数仍在底部。我们认为后续若美国进入降息周期，海外生物医药投融资有望迎来复苏，带动行业研发活跃度逐步提升。

公司各类重组蛋白主要用于生物药、细胞免疫治疗及诊断试剂的研发与生产，涵盖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）等各个环节。由于 biotech 公司在全球创新药早期项目研发中占据重要地位，随着海外一级/二级市场投融资恢复，预计研发相关试剂/耗材需求有望逐步恢复，公司海外业务有望继续保持快速增长。

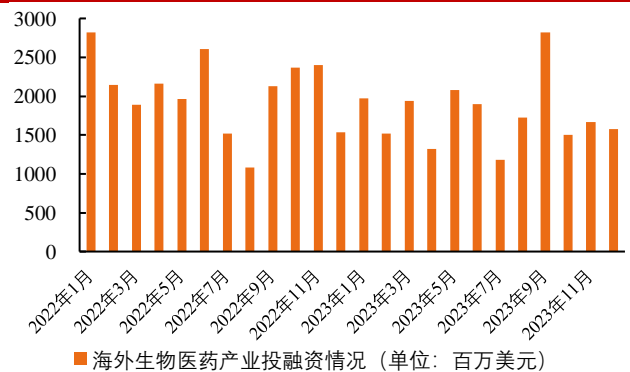
图 1 全球生物医药产业投融资情况（单位：百万美元）



全球生物医药产业投融资情况（单位：百万美元）

资料来源：动脉网，首创证券

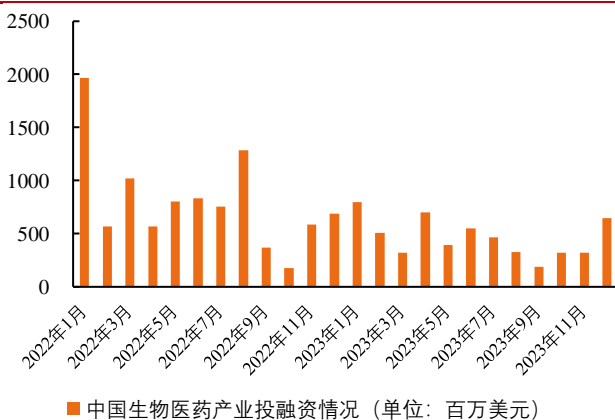
图 2 海外生物医药产业投融资情况（单位：百万美元）



海外生物医药产业投融资情况（单位：百万美元）

资料来源：动脉网，首创证券

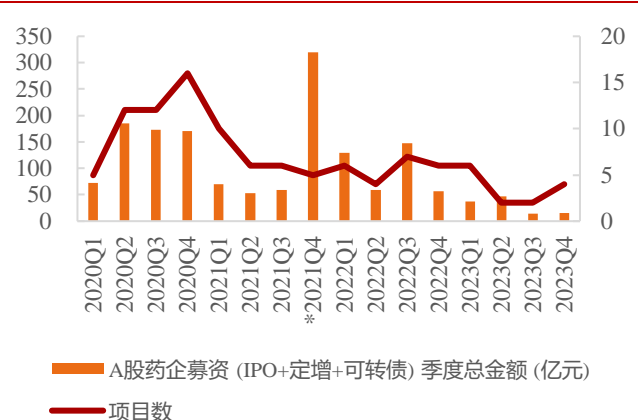
图 3 中国生物医药产业投融资情况（单位：百万美元）



中国生物医药产业投融资情况（单位：百万美元）

资料来源：动脉网，首创证券

图 4 A 股药企募资季度总金额和项目数



A 股药企募资 (IPO+定增+可转债) 季度总金额 (亿元)
项目数

资料来源：Wind，首创证券，*2021Q4 百济神州 IPO 募资金额为 222 亿元

图 5 港股药企募资季度总金额和项目数

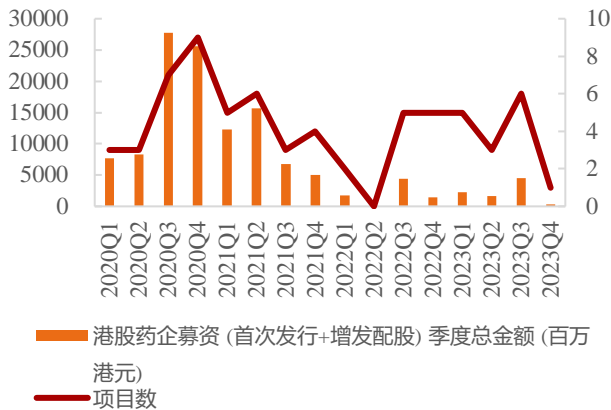
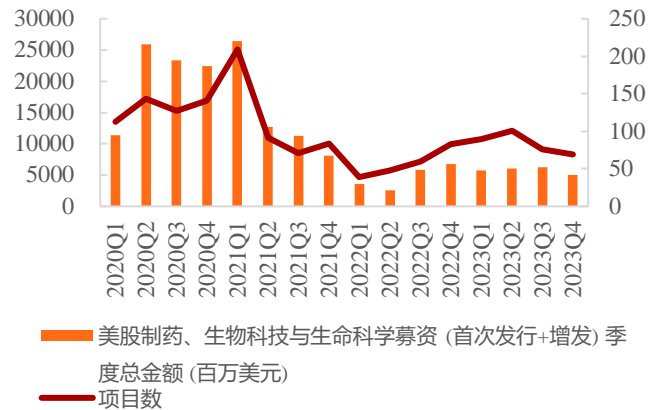


图 6 美股制药、生物科技与生命科学募资季度总金额和项目数



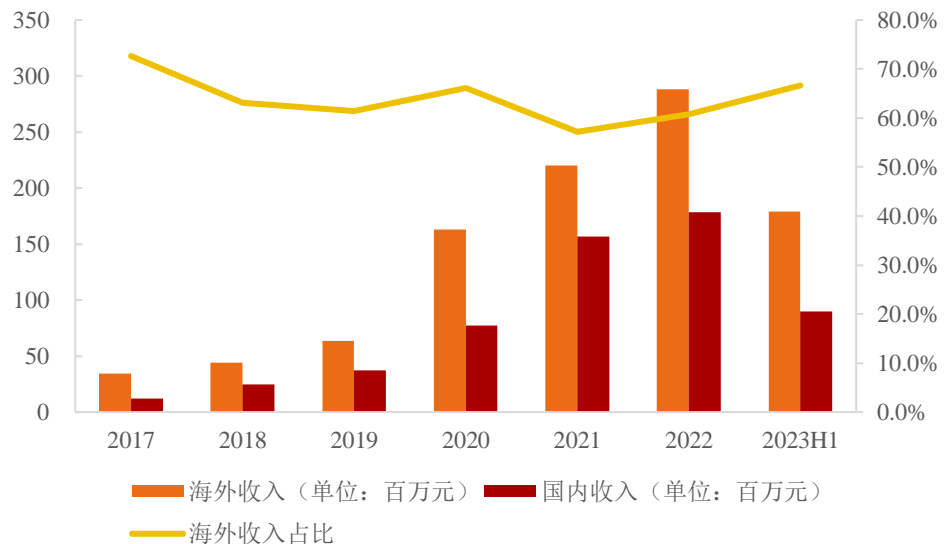
资料来源: Wind, 首创证券

资料来源: Wind, 首创证券

公司海外收入占比高且增速强劲，有望受益于海外生物医药复苏。公司 2023H1 海外收入占比为 66.6%，2023 年前三季度公司海外非新冠常规业务继续延续快速增长趋势，同比增长超过 40%。海外市场前景广阔，公司目前销售渠道已覆盖亚太、北美及欧洲等主要生物医药地区，展望未来公司海外业绩有望持续提升。

根据公司对标的全球龙头公司 BIO-TECHNE 2023 年三季度电话会内容，BIO-TECHNE 在 CGT 相关产品和服务收入单季度增速超过 25%，其中 GMP 蛋白增速超过 40%，同时看好中国在该领域快速增长的需求。百普赛斯目前已有 CGT 相关产品，同时也已积极布局 CGT GMP 蛋白，此外 ADC 和伴随诊断等产品也有望成为公司未来新增增长点。

图 7 百普赛斯国内外收入情况 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 首创证券

根据 BIO-TECHNE 在 2023 年 Investor Day 中披露的数据，该公司核心品种组合 (Core Products, 包括蛋白质组学研究试剂、免疫分析试剂、诊断试剂和控制试剂等)2023

年市场规模约为 60 亿美元，目前公司市占率约为 10%左右，预计整体市场将以中等个位数速度增长，2033 年市场规模达到约 90 亿美元，2033 年公司该项业务收入预计将接近 10 亿美元，市占率约为 15%，2023-2033 年复合增速约为 7%。我们认为，重组蛋白产品市场空间大，增速稳定，行业竞争格局相对分散，公司在海外市场凭借产品性价比优势和品牌效应的逐步积累，未来仍有较大增长空间。

图 8 BIO-TECHNE 各业务对应终端市场规模、渗透率和历史业绩

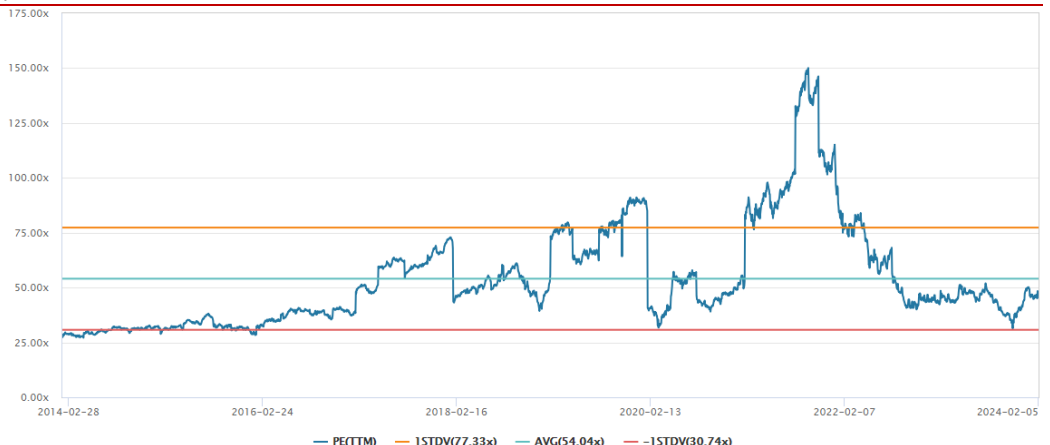
Product End Markets	2023 Market Size	Bio-Techne 2023 Market Penetration	Long-Term Market Growth Rate	2033 Market Size	Bio-Techne Long-Term Growth Rate	Potential Bio-Techne 2033 Revenue	Bio-Techne 2033 Market Penetration
Core Products	~\$6B	~10%	Mid-Single Digit	~\$9B	~7%	~\$1B	~15%
Proteomic Analytical Instruments	~\$3B	~10%	Low-Double Digit	~\$7B	~15%	~\$1B	~15%
Spatial Biology	~\$5B	~2%	Low-Double Digit	~\$13B	>20%	\$0.5B-\$1.0B	~5%
Liquid Biopsy & Molecular Diagnostics	~\$9B	~1%	Low-Double Digit	~\$24B	>20%	>\$0.5B	<5%
Cell & Gene Therapy	~\$4B	~2%	Low-Teens	~\$12B	>30%	\$1.0B-\$1.5B	~10%
	~\$27B			~\$65B		\$4B - \$5B	

资料来源: BIO-TECHNE, 首创证券

国内市场短期承压，中长期需求仍然向好。受投融资下滑等因素影响，公司对标海外龙头公司 BIO-TECHNE 2023 年第四季度中国地区业绩下滑超过 20%，国内需求端短期处于承压状态。从中长期看，BIO-TECHNE 认为蛋白质组学等相关的试剂的全球行业增速仍有望保持中等个位数速度的增长，同时仍长期看好中国是全球生命科学行业增长最快的区域，此外参考全球生命科学龙头企业赛默飞在 JP 摩根健康论坛上的发言，其认为中国生物医药行业长期增速有望保持 10%左右。从长远看，国内创新药研发活跃度仍然保持在较高水平，研发相关试剂/耗材需求仍将保持稳定增长。

对标海外龙头公司和自身业绩，公司目前估值已具备性价比。近期公司股价回调较多，根据我们预测，公司 2024 年对应为 22X PE，对标的全球龙头公司 BIO-TECHNE 近十年 PE (TTM) 平均值为 54X，最新 (2024.2.6) PE-TTM 为 47X，从成长性上看，2017 年-2022 年百普赛斯和 BIO-TECHNE 收入复合增速分别为 59%和 15%，从公司体量和成长性上我们认为未来几年百普赛斯也具备更好的成长性，目前估值已具备良好的性价比。

图 9 BIO-TECHNE 10Y PE (TTM)



资料来源: Wind, 首创证券

表 1 公司盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收(百万元)	474.4	552.3	666.2	794.6
营收增速(%)	23.2%	16.4%	20.6%	19.3%
净利润(百万元)	203.7	181.6	219.3	261.4
净利润增速(%)	16.9%	-10.8%	20.7%	19.2%
EPS(元/股)	2.55	1.51	1.83	2.18
PE	-	26.0	21.5	18.0

资料来源: Wind, 首创证券预测

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2243.9	2315.4	2426.6	2559.9	经营活动现金流	202.2	144.7	173.5	224.0
现金	1827.9	1878.5	1960.9	2068.2	净利润	203.7	181.6	219.3	261.4
应收账款	61.9	54.5	65.8	78.4	折旧摊销	25.2	21.8	28.6	31.7
其它应收款	4.5	5.2	6.3	7.5	财务费用	0.1	-36.5	-38.4	-40.3
预付账款	5.3	7.3	8.2	8.9	投资损失	-21.0	-30.0	-25.0	-20.0
存货	93.1	117.7	131.9	141.9	营运资金变动	17.2	1.8	-17.9	-15.0
其他	5.6	6.5	7.9	9.4	其它	-18.5	6.8	8.0	7.6
非流动资产	492.1	522.7	536.4	547.7	投资活动现金流	-1176.4	-29.5	-20.5	-25.5
长期投资	11.9	11.9	11.9	11.9	资本支出	-284.3	-59.0	-45.0	-45.0
固定资产	72.9	103.8	117.7	129.2	长期投资	2810.6	0.0	0.0	0.0
无形资产	11.8	15.6	19.0	22.1	其他	-3702.7	29.5	24.5	19.5
其他	273.9	273.9	273.9	273.9	筹资活动现金流	-124.1	-64.7	-70.6	-91.3
资产总计	2736.0	2838.1	2963.0	3107.5	短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债	105.5	109.1	124.8	140.8	长期借款	10.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	其他	-74.1	-82.2	-109.0	-131.6
应付账款	31.1	42.8	47.9	51.6	现金净增加额	-1098.3	50.6	82.4	107.2
其他	0.1	0.2	0.2	0.2					
非流动负债	61.8	61.8	61.8	61.8	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其他	56.7	56.7	56.7	56.7	营业收入	23.2%	16.4%	20.6%	19.3%
负债合计	167.3	170.9	186.6	202.6	营业利润	10.6%	-5.9%	21.4%	19.7%
少数股东权益	5.5	4.6	3.5	2.2	归属母公司净利润	16.9%	-10.8%	20.7%	19.2%
归属母公司股东权益	2563.2	2662.6	2772.9	2902.7	获利能力				
负债和股东权益	2736.0	2838.1	2963.0	3107.5	毛利率	92.5%	91.2%	91.8%	92.6%
					净利率	42.9%	32.9%	32.9%	32.9%
					ROE	7.9%	6.8%	7.9%	9.0%
					ROIC	5.7%	5.5%	6.6%	7.7%
利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
营业收入	474.4	552.3	666.2	794.6	资产负债率	6.1%	6.0%	6.3%	6.5%
营业成本	35.5	48.9	54.8	58.9	净负债比率	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
营业税金及附加	0.9	1.0	1.2	1.4	流动比率	21.27	21.22	19.44	18.17
营业费用	112.4	138.1	166.5	194.7	速动比率	20.39	20.14	18.38	17.17
研发费用	113.9	127.0	153.2	182.7	营运能力				
管理费用	71.5	80.1	96.6	111.2	总资产周转率	0.17	0.19	0.22	0.26
财务费用	-53.5	-36.5	-38.4	-40.3	应收账款周转率	8.49	9.49	11.08	11.02
资产减值损失	-24.5	-20.0	-10.0	-10.0	应付账款周转率	1.39	1.32	1.21	1.18
公允价值变动收益	0.6	0.0	0.0	0.0	每股指标(元)				
投资净收益	46.5	30.0	25.0	20.0	每股收益	2.55	1.51	1.83	2.18
营业利润	216.5	203.7	247.2	295.8	每股经营现金	2.53	1.21	1.45	1.87
营业外收入	0.1	0.1	0.1	0.1	每股净资产	32.04	22.19	23.11	24.19
营业外支出	1.6	1.6	1.6	1.6	估值比率				
利润总额	215.0	202.3	245.8	294.4	P/E	15.4	26.0	21.5	18.0
所得税	15.8	21.5	27.6	34.3	P/B	1.23	1.77	1.70	1.62
净利润	199.2	180.7	218.2	260.1					
少数股东损益	-4.5	-0.9	-1.1	-1.3					
归属母公司净利润	203.7	181.6	219.3	261.4					
EBITDA	176.9	189.1	237.5	287.2					
EPS (元)	2.55	1.51	1.83	2.18					

分析师简介

王斌，医药行业分析师，北京大学药物化学专业博士，曾就职于太平洋证券研究院、开源证券研究所等，具有多年卖方从业经验。作为团队核心成员，于 2019 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 5 名，公募榜单第 4 名；于 2020 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 3 名，公募榜单第 2 名。

陈智博，医药行业研究助理，英国南安普顿大学商务分析和金融硕士，北京大学药学学士；拥有 3 年大型医疗集团总部供应链和医疗信息化工作经验。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现