



# 海外业务持续高增长，国内业务增速稳定

## 投资要点

- 事件：**公司发布2023年报及2024年一季报，2023年公司实现收入5.4亿元，同比增长14.6%；实现归母净利润1.5亿元，同比下降24.6%；实现扣非归母净利润1.4亿元，同比下降23.4%。2024年一季度公司实现收入1.5亿元，同比增长6.7%，实现归母净利润0.3亿元，同比下降31.9%，实现扣非归母净利润0.3亿元，同比下降32.1%。
- 海外业务持续高增长，国内业务增速稳定。**分季度看，公司2023Q1/Q2/Q3/Q4分别实现营业收入1.4/1.3/1.4/1.5亿元(+19.8%/+15%/+16.3%/+7.6%)，实现归母净利润0.45/0.47/0.37/0.25亿元(-15.8%/-15.9%/-35.8%/-33%)。利润端下滑主要系公司销售费用率增加较多所致。从盈利能力看，公司2023年毛利率为91.3%(-1.25pp)，毛利率下降主要系新冠产品销售占比下降所致，净利率为27.1%(-14.85pp)，销售费用率为30.8%(+7.15pp)，管理费用率为15.5%(+0.442pp)，研发费用率为22.98%(-1.02pp)。
- 海外常规业务高增，重组蛋白产品占比稳定。**从区域来看，2023年公司扣除新冠产品业务后实现收入5亿元(+29.3%)，其中海外地区常规业务收入3.3亿元(+37%)，国内常规业务收入1.7亿元(+17%)。从产品类型来看，公司2023年重组蛋白实现收入4.6亿元(+16%)。检测服务实现收入0.16亿元(+4.3%)，抗体、试剂盒及其他试剂实现收入0.6亿元(+5%)，重组蛋白产品占比仍然较高。
- 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近9000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：**预计2024-2026年EPS分别为1.46元、1.91元、2.33元。
- 风险提示：**产品销售不及预期风险，研发进度不及预期风险。

## 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

分析师：张殊豪  
执业证号：S1250524030002  
电话：021-68416017  
邮箱：zhshh@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源：聚源数据

## 基础数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股)     | 1.20        |
| 流通A股(亿股)    | 0.67        |
| 52周内股价区间(元) | 34.55-103.8 |
| 总市值(亿元)     | 44.80       |
| 总资产(亿元)     | 28.12       |
| 每股净资产(元)    | 21.86       |

## 相关研究

1. 百普赛斯(301080):重组蛋白试剂龙头，创新产品不断升级 (2023-12-21)

| 指标/年度         | 2023A   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|---------------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 543.65  | 621.56 | 776.84 | 971.74 |
| 增长率           | 14.59%  | 14.33% | 24.98% | 25.09% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 153.59  | 175.32 | 229.53 | 279.25 |
| 增长率           | -24.61% | 14.15% | 30.92% | 21.66% |
| 每股收益EPS(元)    | 1.28    | 1.46   | 1.91   | 2.33   |
| 净资产收益率ROE     | 5.70%   | 6.19%  | 7.59%  | 8.58%  |
| PE            | 29      | 26     | 20     | 16     |
| PB            | 1.73    | 1.64   | 1.53   | 1.42   |

数据来源：Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 关键假设：

假设 1：重组蛋白方面，公司品种齐全，创新属性较强，国内外客户信赖逐渐增加，预计 24-26 年销量增速分别为 12%/25%/25%，价格保持平稳。

假设 2：检测服务方面，因市场整体规模较小，发展相对平稳，预计 24-26 年销量增速分别为 15%/15%/15%。

假设 3：抗体、试剂盒及其他试剂方面，公司品类逐渐拓展，因此前基数较低，我们预计此块业务增速快于行业。预计 24-26 年销量增速分别为 30%/30%/30%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元      |     | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-----|-------|-------|-------|-------|
| 重组蛋白        | 收入  | 456.5 | 513.3 | 641.6 | 802.0 |
|             | 增速  | 15.9% | 12.4% | 25.0% | 25.0% |
|             | 毛利率 | 94.7% | 94.7% | 94.7% | 94.7% |
| 检测服务        | 收入  | 15.5  | 17.8  | 20.5  | 23.5  |
|             | 增速  | 4.3%  | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
|             | 毛利率 | 91.3% | 91.3% | 91.3% | 91.3% |
| 抗体、试剂盒及其他试剂 | 收入  | 60.8  | 79.0  | 102.8 | 133.6 |
|             | 增速  | 5.2%  | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
|             | 毛利率 | 91.3% | 91.3% | 91.3% | 91.3% |
| 其他          | 收入  | 10.9  | 11.4  | 12.0  | 12.6  |
|             | 增速  | 38.2% | 5.0%  | 5.0%  | 5.0%  |
|             | 毛利率 | 91.0% | 91.5% | 92.0% | 92.0% |
| 合计          | 收入  | 543.7 | 621.6 | 776.8 | 971.7 |
|             | 增速  | 14.6% | 14.3% | 25.0% | 25.1% |
|             | 毛利率 | 91.0% | 91.5% | 92.0% | 92.0% |

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)          | 2023A          | 2024E          | 2025E          | 2026E          | 现金流量表 (百万元)       | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入               | 543.65         | 621.56         | 776.84         | 971.74         | 净利润               | 147.55       | 168.43       | 220.51       | 268.26       |
| 营业成本               | 47.49          | 52.83          | 62.15          | 77.74          | 折旧与摊销             | 39.05        | 14.93        | 14.93        | 14.93        |
| 营业税金及附加            | 2.52           | 2.01           | 2.69           | 3.48           | 财务费用              | -62.65       | -11.72       | -13.49       | -15.78       |
| 销售费用               | 167.62         | 205.11         | 233.05         | 291.52         | 资产减值损失            | -37.65       | -5.00        | -5.00        | -10.00       |
| 管理费用               | 84.32          | 139.85         | 186.44         | 233.22         | 经营营运资本变动          | 35.61        | -51.06       | -21.43       | -35.62       |
| 财务费用               | -62.65         | -11.72         | -13.49         | -15.78         | 其他                | -10.73       | 20.49        | -6.80        | 13.18        |
| 资产减值损失             | -37.65         | -5.00          | -5.00          | -10.00         | 经营活动现金流净额         | 111.20       | 136.06       | 188.72       | 234.98       |
| 投资收益               | 4.70           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 资本支出              | -265.18      | -100.00      | -90.00       | -90.00       |
| 公允价值变动损益           | 0.66           | 0.55           | 0.60           | 0.59           | 其他                | 173.86       | 0.55         | 0.60         | 0.59         |
| 其他经营损益             | 0.00           | 15.00          | 15.00          | 15.00          | 投资活动现金流净额         | -91.32       | -99.45       | -89.40       | -89.41       |
| <b>营业利润</b>        | <b>161.07</b>  | <b>195.94</b>  | <b>256.50</b>  | <b>312.03</b>  | 短期借款              | 6.01         | -6.01        | 0.00         | 0.00         |
| 其他非经营损益            | -0.40          | -0.10          | -0.10          | -0.10          | 长期借款              | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| <b>利润总额</b>        | <b>160.67</b>  | <b>195.84</b>  | <b>256.40</b>  | <b>311.93</b>  | 股权融资              | -5.18        | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 所得税                | 13.12          | 27.42          | 35.90          | 43.67          | 支付股利              | -120.00      | -30.72       | -35.06       | -45.91       |
| <b>净利润</b>         | <b>147.55</b>  | <b>168.43</b>  | <b>220.51</b>  | <b>268.26</b>  | 其他                | -36.76       | -15.23       | 13.49        | 15.78        |
| 少数股东损益             | -6.04          | -6.90          | -9.03          | -10.98         | 筹资活动现金流净额         | -155.93      | -51.96       | -21.58       | -30.13       |
| 归属母公司股东净利润         | 153.59         | 175.32         | 229.53         | 279.25         | <b>现金流量净额</b>     | -122.20      | -15.35       | 77.74        | 115.44       |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2023A</b>   | <b>2024E</b>   | <b>2025E</b>   | <b>2026E</b>   |                   |              |              |              |              |
| 货币资金               | 1984.14        | 1968.79        | 2046.53        | 2161.97        | <b>财务分析指标</b>     | <b>2023A</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> |
| 应收和预付款项            | 83.35          | 94.25          | 117.64         | 147.31         | <b>成长能力</b>       |              |              |              |              |
| 存货                 | 136.72         | 138.82         | 176.92         | 218.38         | 销售收入增长率           | 14.59%       | 14.33%       | 24.98%       | 25.09%       |
| 其他流动资产             | 22.79          | 25.71          | 31.54          | 38.85          | 营业利润增长率           | -25.59%      | 21.65%       | 30.91%       | 21.65%       |
| 长期股权投资             | 12.10          | 12.10          | 12.10          | 12.10          | 净利润增长率            | -25.93%      | 14.15%       | 30.92%       | 21.66%       |
| 投资性房地产             | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA 增长率        | -26.96%      | 44.86%       | 29.52%       | 20.64%       |
| 固定资产和在建工程          | 344.39         | 438.62         | 522.85         | 607.08         | <b>获利能力</b>       |              |              |              |              |
| 无形资产和开发支出          | 36.84          | 32.74          | 28.65          | 24.55          | 毛利率               | 91.26%       | 91.50%       | 92.00%       | 92.00%       |
| 其他非流动资产            | 193.17         | 188.11         | 183.04         | 177.98         | 三费率               | 34.82%       | 53.61%       | 52.26%       | 52.38%       |
| <b>资产总计</b>        | <b>2813.50</b> | <b>2899.15</b> | <b>3119.28</b> | <b>3388.24</b> | 净利润率              | 27.14%       | 27.10%       | 28.39%       | 27.61%       |
| 短期借款               | 6.01           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | ROE               | 5.70%        | 6.19%        | 7.59%        | 8.58%        |
| 应付和预收款项            | 153.29         | 137.60         | 171.88         | 217.81         | ROA               | 5.24%        | 5.81%        | 7.07%        | 7.92%        |
| 长期借款               | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | ROIC              | 24.32%       | 26.67%       | 28.84%       | 29.82%       |
| 其他负债               | 65.93          | 42.42          | 42.82          | 43.50          | EBITDA/销售收入       | 25.29%       | 32.04%       | 33.20%       | 32.02%       |
| <b>负债合计</b>        | <b>225.22</b>  | <b>180.01</b>  | <b>214.70</b>  | <b>261.31</b>  | <b>营运能力</b>       |              |              |              |              |
| 股本                 | 120.00         | 120.00         | 120.00         | 120.00         | 总资产周转率            | 0.20         | 0.22         | 0.26         | 0.30         |
| 资本公积               | 2094.59        | 2094.59        | 2094.59        | 2094.59        | 固定资产周转率           | 7.28         | 8.46         | 11.48        | 15.70        |
| 留存收益               | 378.12         | 522.73         | 717.19         | 950.53         | 应收账款周转率           | 7.80         | 7.80         | 8.12         | 8.12         |
| 归属母公司股东权益          | 2589.56        | 2727.31        | 2921.78        | 3155.12        | 存货周转率             | 0.36         | 0.37         | 0.38         | 0.39         |
| 少数股东权益             | -1.29          | -8.18          | -17.21         | -28.19         | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 101.48%      | —            | —            | —            |
| <b>股东权益合计</b>      | <b>2588.27</b> | <b>2719.13</b> | <b>2904.57</b> | <b>3126.93</b> | <b>资本结构</b>       |              |              |              |              |
| 负债和股东权益合计          | 2813.50        | 2899.15        | 3119.28        | 3388.24        | 资产负债率             | 8.01%        | 6.21%        | 6.88%        | 7.71%        |
| <b>业绩和估值指标</b>     | <b>2023A</b>   | <b>2024E</b>   | <b>2025E</b>   | <b>2026E</b>   | 带息债务/总负债          | 2.67%        | 0.00%        | 0.00%        | 0.00%        |
| EBITDA             | 137.48         | 199.15         | 257.94         | 311.19         | 流动比率              | 12.03        | 15.92        | 13.59        | 11.60        |
| PE                 | 29.17          | 25.55          | 19.52          | 16.04          | 速动比率              | 11.29        | 14.93        | 12.58        | 10.62        |
| PB                 | 1.73           | 1.64           | 1.53           | 1.42           | 股利支付率             | 78.13%       | 17.52%       | 15.28%       | 16.44%       |
| PS                 | 8.24           | 7.21           | 5.77           | 4.61           | <b>每股指标</b>       |              |              |              |              |
| EV/EBITDA          | 17.29          | 11.88          | 8.87           | 6.98           | 每股收益              | 1.28         | 1.46         | 1.91         | 2.33         |
| 股息率                | 2.68%          | 0.69%          | 0.78%          | 1.02%          | 每股净资产             | 21.58        | 22.73        | 24.35        | 26.29        |
|                    |                |                |                |                | 每股经营现金            | 0.93         | 1.13         | 1.57         | 1.96         |
|                    |                |                |                |                | 每股股利              | 1.00         | 0.26         | 0.29         | 0.38         |

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 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 崔露文 | 销售副总监      | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 谭世泽 | 高级销售经理     | 13122900886  | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn      |
|    | 汪艺  | 高级销售经理     | 13127920536  | 13127920536 | wyf@swsc.com.cn      |
|    | 李煜  | 高级销售经理     | 18801732511  | 18801732511 | yliyu@swsc.com.cn    |
|    | 卞黎旸 | 高级销售经理     | 13262983309  | 13262983309 | bly@swsc.com.cn      |
|    | 田婧雯 | 高级销售经理     | 18817337408  | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn      |
|    | 张玉梅 | 销售经理       | 18957157330  | 18957157330 | zymyf@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   |
| 北京 | 欧若诗 | 销售经理       | 18223769969  | 18223769969 | ors@swsc.com.cn      |
|    | 李嘉隆 | 销售经理       | 15800507223  | 15800507223 | lijlong@swsc.com.cn  |
|    | 龚怡芸 | 销售经理       | 13524211935  | 13524211935 | gongyy@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  | 资深销售经理     | 15652285702  | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn  |
|    | 姚航  | 高级销售经理     | 15652026677  | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn    |
|    | 胡青璇 | 高级销售经理     | 18800123955  | 18800123955 | hqx@swsc.com.cn      |

|    |     |           |             |             |                      |
|----|-----|-----------|-------------|-------------|----------------------|
|    | 张鑫  | 高级销售经理    | 15981953220 | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn    |
|    | 王一菲 | 销售经理      | 18040060359 | 18040060359 | wyf@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 | 广深销售联席负责人 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn      |
|    | 张文锋 | 高级销售经理    | 13642639789 | 13642639789 | zwf@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  |
|    | 陈紫琳 | 销售经理      | 13266723634 | 13266723634 | chzlyf@swsc.com.cn   |
|    | 陈韵然 | 销售经理      | 18208801355 | 18208801355 | cryrf@swsc.com.cn    |