

业绩高增，项目数量迅速增加

——赛分科技 24 年报&25 一季报点评

核心观点

- 业绩高增速，盈利能力显著提升。**2024 年，公司实现营收 3.15 亿元（同比+28.7%），归母净利润 0.85 亿元（同比+62.3%），扣非归母 0.78 亿元（同比+69.2%），毛利率为 70.99%（同比-0.22pct），净利率为 27.41%（同比+5.32pct）。利润端显著提升主要系费用控制情况较好：24 年公司销售费用率为 12.12%（同比-0.8pct），管理费用率为 16.53%（同比-3.4pct），研发费用率为 13.59%（同比-4.4pct）。25Q1 实现营收 0.84 亿元（同比+8.9%），归母净利润 0.24 亿元（同比-1.0%），扣非归母净利润 0.23 亿元（同比-0.7%）。
- 生物药驱动工业纯化起量，分析色谱增长稳健。**分板块看，24 年工业纯化产品实现营收 1.87 亿元（同比+49.1%），其中抗体药物产品收入 0.66 亿元（同比+168.9%），胰岛素/多肽/GLP-1 产品收入 0.57 亿元（同比-7.0%），重组蛋白产品收入 0.43 亿元（同比+47.2%），其他产品收入 0.21 亿元（同比+107.1%），工业纯化收入增速较高主要系公司在抗体、胰岛素/多肽/GLP-1、重组蛋白等重点生物制药领域的临床和商业化项目增加。分析色谱产品实现营收 1.24 亿元（同比+7.8%），其中色谱柱产品收入 1.00 亿元，分析级填料收入 0.16 亿元，增长较为稳健。
- 项目数量迅速增加，成长空间大。**工业纯化板块已成为公司主要增长点，该板块增量主要来自项目数量增加以及项目进度向后推进。2024 年，公司工业纯化板块新增 209 个医药项目，其中处于研发阶段 159 个、临床 I 期阶段 11 个、临床 II 期阶段 7 个、临床 III 期阶段 11 个、商业化生产阶段 21 个，后期临床阶段和商业化阶段项目数量迅速增加。此外，公司正在规划建设扬州二期工程，建成后合计实现年产 22.5 万升生物大分子层析介质的产能，为业务拓展奠定坚实基础。

盈利预测与投资建议

- 根据 24 年报，我们上调营收预测并下调毛利率预测，预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.25、0.35 和 0.53 元（原 25-26 年预测为 0.27/0.32 元）。根据可比公司 2026 年平均估值，给予公司 2026 年 51 倍市盈率，对应目标价 17.85 元，维持“增持”评级。

风险提示

市场竞争加剧风险；产能释放低于预期风险；业绩增长不及预期风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	245	315	396	509	669
同比增长(%)	15.2%	28.7%	25.7%	28.4%	31.6%
营业利润(百万元)	61	100	120	169	256
同比增长(%)	17.4%	64.3%	19.8%	40.4%	51.4%
归属母公司净利润(百万元)	52	85	104	146	222
同比增长(%)	11.3%	62.3%	21.8%	40.6%	51.9%
每股收益(元)	0.13	0.20	0.25	0.35	0.53
毛利率(%)	71.2%	71.0%	71.6%	71.9%	72.2%
净利率(%)	21.4%	27.0%	26.2%	28.7%	33.1%
净资产收益率(%)	5.4%	8.2%	9.1%	11.5%	15.3%
市盈率	128.9	79.4	65.2	46.4	30.5
市净率	6.8	6.2	5.7	5.1	4.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

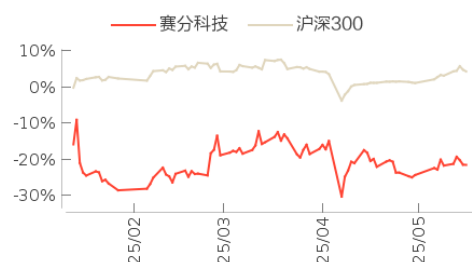
投资评级

增持（维持）

股价（2025 年 05 月 16 日）	16.24 元
目标价格	17.85 元
52 周最高价/最低价	29/14.21 元
总股本/流通 A 股（万股）	41,646/3,950
A 股市值（百万元）	6,763
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 05 月 20 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.25	-1.34	3.24	
相对表现%	-0.87	-4.42	4.51	
沪深 300%	1.12	3.08	-1.27	6.83



证券分析师

伍云飞 wuyunfei1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199

联系人

胡俊涛 hujuntao@orientsec.com.cn

相关报告

国产色谱领先者，迎新成长周期：——赛分科技首次覆盖报告 2025-03-06

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)		每股收益 (元)			市盈率			
		2025/5/16	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
百普赛斯	301080	49.52	1.03	1.34	1.72	2.17	47.99	36.95	28.75	22.79
泓博医药	301230	29.75	0.12	0.31	0.41	0.55	243.06	95.14	73.04	53.89
成都先导	688222	15.27	0.13	0.16	0.20	0.26	119.11	96.04	76.50	59.44
蓝晓科技	300487	45.32	1.55	2.04	2.54	3.11	29.23	22.19	17.87	14.58
最大值							243.06	96.04	76.50	59.44
最小值							29.23	22.19	17.87	14.58
平均数							109.85	62.58	49.04	37.67
调整后平均								66	51	38

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	259	103	391	402	469
应收票据、账款及款项融资	57	92	99	131	178
预付账款	1	5	5	6	9
存货	106	94	162	189	235
其他	11	296	105	138	181
流动资产合计	434	590	762	866	1,072
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	202	206	278	404	484
在建工程	9	3	225	387	282
无形资产	12	11	12	12	12
其他	445	371	373	384	366
非流动资产合计	668	592	888	1,188	1,145
资产总计	1,102	1,182	1,650	2,053	2,217
短期借款	0	0	351	602	530
应付票据及应付账款	8	13	20	21	29
其他	28	27	26	29	31
流动负债合计	37	41	397	652	591
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	59	44	50	48	47
非流动负债合计	59	44	50	48	47
负债合计	96	84	446	701	638
少数股东权益	8	10	12	16	20
实收资本（或股本）	366	366	416	416	416
资本公积	480	484	434	434	434
留存收益	152	237	341	487	709
其他	(1)	1	0	0	0
股东权益合计	1,006	1,098	1,203	1,353	1,579
负债和股东权益总计	1,102	1,182	1,650	2,053	2,217

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	54	86	106	149	226
折旧摊销	18	15	19	26	32
财务费用	(14)	(14)	5	15	18
投资损失	(0)	(0)	(2)	(1)	(1)
营运资金变动	(21)	(25)	(67)	(58)	(87)
其它	5	4	(1)	(18)	12
经营活动现金流	43	66	60	114	200
资本支出	(11)	(1)	(309)	(309)	(3)
长期投资	0	0	(0)	0	0
其他	(29)	(113)	192	(31)	(41)
投资活动现金流	(41)	(114)	(117)	(340)	(43)
债权融资	1	0	(0)	0	(0)
股权融资	3	4	0	0	0
其他	(15)	(21)	346	237	(90)
筹资活动现金流	(11)	(17)	345	237	(90)
汇率变动影响	1	1	-0	-0	-0
现金净增加额	(7)	(64)	288	11	67

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	245	315	396	509	669
营业成本	71	92	112	143	186
销售费用	32	38	44	49	56
管理费用	49	52	62	73	85
研发费用	44	43	49	55	61
财务费用	(14)	(14)	5	15	18
资产、信用减值损失	7	11	8	9	9
公允价值变动收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
投资净收益	0	0	2	1	1
其他	4	7	2	2	0
营业利润	61	100	120	169	256
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	61	100	120	169	256
所得税	7	14	14	19	29
净利润	54	86	106	149	226
少数股东损益	2	1	2	3	5
归属于母公司净利润	52	85	104	146	222
每股收益（元）	0.13	0.20	0.25	0.35	0.53

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	15.2%	28.7%	25.7%	28.4%	31.6%
营业利润	17.4%	64.3%	19.8%	40.4%	51.4%
归属于母公司净利润	11.3%	62.3%	21.8%	40.6%	51.9%
获利能力					
毛利率	71.2%	71.0%	71.6%	71.9%	72.2%
净利率	21.4%	27.0%	26.2%	28.7%	33.1%
ROE	5.4%	8.2%	9.1%	11.5%	15.3%
ROIC	4.3%	7.0%	8.3%	9.2%	11.9%
偿债能力					
资产负债率	8.7%	7.1%	27.1%	34.1%	28.8%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	15.2%	4.2%
流动比率	11.79	14.48	1.92	1.33	1.81
速动比率	8.91	12.18	1.51	1.04	1.42
营运能力					
应收账款周转率	4.7	4.2	4.2	4.4	4.3
存货周转率	0.7	0.9	0.9	0.8	0.9
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
每股指标（元）					
每股收益	0.13	0.20	0.25	0.35	0.53
每股经营现金流	0.12	0.18	0.14	0.27	0.48
每股净资产	2.40	2.61	2.86	3.21	3.74
估值比率					
市盈率	128.9	79.4	65.2	46.4	30.5
市净率	6.8	6.2	5.7	5.1	4.3
EV/EBITDA	98.0	63.9	44.9	30.8	21.2
EV/EBIT	136.0	74.6	51.8	35.2	23.6

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究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。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。