

百普赛斯（301080）

证券研究报告

2025 年 11 月 07 日

2025Q3 增长超预期，拟赴港上市拓宽多元渠道

事件

近日公司发布 2025 年第三季度报告。2025Q1-Q3，公司营业收入为 6.13 亿元，同比增长 32.26%；归母净利润 1.32 亿元，同比增长 58.61%。扣非归母净利润为 1.33 亿元，同比增长 58.77%。

2025Q3，公司营业收入为 2.26 亿元，同比增长 37.50%，环比增长 12.32%；归母净利润 4862 万元，同比增长 81.46%，环比增长 12.49%；扣非归母净利润为 4851 万元，同比增长 87.68%，环比增长 5.50%。

降本增效，提升公司运营效率

费用管控持续优化、运营效率稳步提升。2025Q1-Q3，公司销售费用为 1.77 亿元，销售费用率 28.90%，同比下降 2.62pct；管理费用为 9005 万元，费用率 14.69%，同比下降 2.44pct；研发费用为 1.35 亿元，费用率 22.10%，同比下降 4.18pct。2025Q3，公司销售费用为 6,213 万元，销售费用率 27.54%，同比下降 2.57pct、环比下降 3.06pct；管理费用为 3,055 万元，费用率 13.54%，同比下降 5.54pct、环比下降 1.86pct；研发费用为 4,538 万元，费用率 20.11%，同比下降 6.45pct、环比下降 3.73pct。

公司拟赴港上市，深化海外布局

公司于 2025 年 10 月 28 日召开战略委员会和董事会会议，审议通过启动境外发行 H 股并在香港联交所上市的前期筹备工作。此次拟发行 H 股旨在落实国际化战略、加强海外业务布局、拓宽全球融资与并购渠道、提升国际知名度和整体竞争力。境外销售收入是公司的一大收入来源。公司将持续深化海外布局，通过新设海外子公司以及新建仓储物流中心，实现对全球市场的全面覆盖。持续加大海外研发投入，全面强化实验室与国际化团队建设，推动技术创新；建立海外生产基地，提升全球多国多地的供应能力，强化供应链优势，确保在全球市场竞争中保持领先地位。

聚焦重组蛋白与 GMP 级原材料，赋能全球 CGT 创新药研发生产

公司的核心业务是重组蛋白产品。重组蛋白在抗体药物和以 CAR-T 为代表的细胞免疫治疗中发挥重要作用，这类药物的研发和生产过程需要高质量、高批间一致性的重组蛋白。公司在拥有 GMP 级别质量管理体系平台基础上，结合细胞治疗药物生产的特殊规范，以严格的质量管理和药品级放行检测标准，已成功开发近 60 款高质量的 GMP 级别产品，涵盖细胞因子、细胞激活用抗体和磁珠、全能核酸酶以及 Cas 酶等，适用于 CGT 药物的规模化生产和临床研究。2024 年公司位于苏州的 GMP 级别生产厂房已正式投产，该工厂采用先进的工艺控制和全面的 GMP 级别质量管理体系，提供符合法规要求的 GMP 级别原材料。

盈利预测与投资评级

考虑到公司产品销售趋势良好，我们将公司 2025 至 2026 年收入从 7.59 亿、9.16 亿元上调至 8.45、10.41 亿元；预计 2025 至 2026 年的归母净利润为 2.08、2.33 亿元。预计 2027 年的营业收入和归母净利润为 12.88 亿元和 2.96 亿元。维持“买入”评级。

风险提示：销售放量不及预期，研发进展不及预期，国际环境变化的风险

投资评级

行业	医药生物/生物制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	60.6 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	167.85
流通 A 股股本(百万股)	126.67
A 股总市值(百万元)	10,171.60
流通 A 股市值(百万元)	7,676.13
每股净资产(元)	15.74
资产负债率(%)	10.00
一年内最高/最低(元)	74.24/36.40

作者

杨松	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
曹文清	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523120003	
caowenqing@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《百普赛斯-年报点评报告:常规业务增长趋势较好，研发储备充分》 2024-05-08
- 2 《百普赛斯-季报点评:海外非新冠业务高速增长，整体收入符合预期》 2022-11-08
- 3 《百普赛斯-半年报点评:非新冠防疫产品业务快速增长，国际商业化迅速推进》 2022-09-06

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	543.65	645.02	845.00	1,041.30	1,287.50
增长率(%)	14.59	18.65	31.00	23.23	23.64
EBITDA(百万元)	306.32	335.43	278.54	305.24	365.22
归属母公司净利润(百万元)	153.59	123.83	208.37	233.48	296.22
增长率(%)	(24.61)	(19.38)	68.27	12.05	26.88
EPS(元/股)	1.28	1.03	1.24	1.39	1.76
市盈率(P/E)	46.72	57.95	48.17	42.99	33.88
市净率(P/B)	2.77	2.74	3.74	3.64	3.51
市销率(P/S)	13.20	11.13	11.88	9.64	7.80
EV/EBITDA	16.06	9.94	28.49	25.91	21.41

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,984.14	1,888.10	1,884.38	1,969.00	2,058.89
应收票据及应收账款	74.29	100.91	112.50	156.38	179.40
预付账款	5.41	9.00	10.79	12.22	16.89
存货	136.72	197.13	183.73	304.63	312.08
其他	26.43	40.62	28.81	32.43	38.40
流动资产合计	2,227.00	2,235.76	2,220.22	2,474.66	2,605.67
长期股权投资	12.10	13.00	13.00	13.00	13.00
固定资产	76.31	410.17	363.89	317.61	271.33
在建工程	268.08	34.33	39.33	46.33	56.33
无形资产	36.84	37.11	33.43	29.75	26.07
其他	193.17	184.24	231.85	171.40	169.56
非流动资产合计	586.50	678.85	681.50	578.08	536.29
资产总计	2,813.50	2,914.61	2,901.72	3,052.74	3,141.95
短期借款	6.01	88.23	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	104.15	89.72	104.31	169.36	170.90
其他	74.94	100.91	80.08	98.60	92.97
流动负债合计	185.09	278.86	184.39	267.96	263.87
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	40.13	25.03	42.31	35.82	34.39
非流动负债合计	40.13	25.03	42.31	35.82	34.39
负债合计	225.22	303.89	226.70	303.78	298.25
少数股东权益	(1.29)	(4.93)	(7.01)	(9.54)	(12.57)
股本	120.00	120.00	167.85	167.85	167.85
资本公积	2,094.59	2,091.69	2,050.76	2,050.76	2,050.76
留存收益	378.12	394.20	461.58	537.07	632.86
其他	(3.15)	9.76	1.84	2.82	4.81
股东权益合计	2,588.27	2,610.72	2,675.02	2,748.96	2,843.70
负债和股东权益总计	2,813.50	2,914.61	2,901.72	3,052.74	3,141.95

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	147.55	120.04	208.37	233.48	296.22
折旧摊销	39.05	50.13	49.96	49.96	49.96
财务费用	(3.30)	(2.02)	(57.00)	(61.61)	(64.40)
投资损失	(4.70)	1.48	(8.08)	(3.77)	(3.46)
营运资金变动	48.21	(151.94)	(19.37)	(32.98)	(46.15)
其它	(115.62)	67.01	(6.41)	(7.44)	(9.64)
经营活动现金流	111.20	84.71	167.48	177.65	222.54
资本支出	323.99	147.49	(12.28)	13.49	11.44
长期投资	0.18	0.89	0.00	0.00	0.00
其他	(415.50)	(35.54)	15.36	(17.52)	(17.45)
投资活动现金流	(91.32)	112.85	3.08	(4.03)	(6.01)
债权融资	69.84	149.51	(36.62)	62.70	65.46
股权融资	(114.99)	(73.77)	(137.66)	(151.70)	(192.11)
其他	(110.78)	(134.21)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(155.93)	(58.48)	(174.28)	(89.00)	(126.64)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(136.05)	139.08	(3.72)	84.62	89.89

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	543.65	645.02	845.00	1,041.30	1,287.50
营业成本	47.49	58.49	76.61	94.41	116.71
营业税金及附加	2.52	2.70	2.99	4.29	5.08
销售费用	167.62	207.10	247.59	320.72	386.25
管理费用	84.32	110.70	145.03	168.27	208.06
研发费用	124.92	165.35	185.90	239.50	296.13
财务费用	(62.65)	(59.80)	(57.00)	(61.61)	(64.40)
资产/信用减值损失	(39.36)	(41.93)	(35.26)	(38.85)	(38.68)
公允价值变动收益	0.66	0.00	0.00	0.40	(0.27)
投资净收益	4.70	(1.48)	8.08	3.77	3.46
其他	15.63	8.28	0.00	0.00	0.00
营业利润	161.07	125.37	216.70	241.03	304.18
营业外收入	0.10	0.19	0.13	0.14	0.15
营业外支出	0.50	0.64	0.91	0.68	0.74
利润总额	160.67	124.91	215.92	240.49	303.59
所得税	13.12	4.87	13.96	14.86	16.74
净利润	147.55	120.04	201.96	225.63	286.85
少数股东损益	(6.04)	(3.79)	(6.41)	(7.84)	(9.38)
归属于母公司净利润	153.59	123.83	208.37	233.48	296.22
每股收益（元）	1.28	1.03	1.24	1.39	1.76

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	14.59%	18.65%	31.00%	23.23%	23.64%
营业利润	-25.59%	-22.17%	72.85%	11.23%	26.20%
归属于母公司净利润	-24.61%	-19.38%	68.27%	12.05%	26.88%
获利能力					
毛利率	91.26%	90.93%	90.93%	90.93%	90.93%
净利率	28.25%	19.20%	24.66%	22.42%	23.01%
ROE	5.93%	4.73%	7.77%	8.46%	10.37%
ROIC	67.16%	14.49%	22.83%	28.98%	35.88%
偿债能力					
资产负债率	8.01%	10.43%	7.81%	9.95%	9.49%
净负债率	-75.65%	-67.88%	-69.61%	-70.78%	-71.55%
流动比率	12.03	8.02	12.04	9.24	9.87
速动比率	11.29	7.31	11.04	8.10	8.69
营运能力					
应收账款周转率	7.99	7.36	7.92	7.75	7.67
存货周转率	4.73	3.86	4.44	4.26	4.18
总资产周转率	0.20	0.23	0.29	0.35	0.42
每股指标（元）					
每股收益	1.28	1.03	1.24	1.39	1.76
每股经营现金流	0.93	0.71	1.00	1.06	1.33
每股净资产	21.58	21.80	15.98	16.43	17.02
估值比率					
市盈率	46.72	57.95	48.17	42.99	33.88
市净率	2.77	2.74	3.74	3.64	3.51
EV/EBITDA	16.06	9.94	28.49	25.91	21.41
EV/EBIT	17.27	10.96	34.72	30.99	24.81

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com