



2025 年 12 月 29 日

公司深度研究

买入/维持

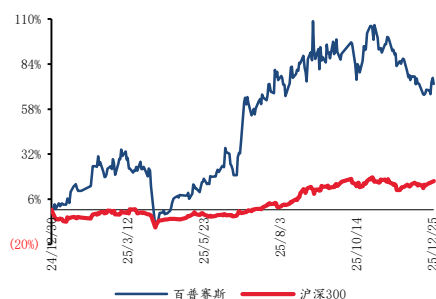
百普赛斯(301080)

目标价: 74.25

昨收盘: 54.10

重组蛋白专家，科研试剂新星

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 1.67/1.26
 总市值/流通(亿元) 90.44/68.17
 12个月内最高/最低价(元) 74.24/36.4

相关研究报告

证券分析师：周豫

电话：

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523060002

证券分析师：张巍

电话：

E-MAIL: zhangwei@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524060001

报告摘要

深耕重组蛋白多年，赋能医药研发。百普赛斯成立于2010年，是一家专业提供重组蛋白、抗体等关键生物试剂产品及技术服务的高新技术企业，主要业务包括：重组蛋白、抗体试剂盒及其他试剂、技术服务。公司是重组蛋白行业内中的主要生产供应商之一，业务实现全球化布局，覆盖全球70个国家，累计服务客户超11000家。

科研试剂市场不断扩容，内资逐步实现进口替代。研发的持续投入是医药创新的重要驱动力，预计2030年全球及中国医药研发市场规模分别为4177、766亿美元。医药研发的持续投入推动科研试剂市场规模不断扩容，2024年全球及中国科研试剂市场规模已增长到1599、260亿元。此外，在主流科研试剂市场，外资占据90%的高端市场份额，近年来内资试剂因为供货周期短、研发投入加大以及价格优势，正逐步实现国产替代。

重组蛋白业务起家，持续拓展多元业务。重组蛋白是一类关键的生物试剂，公司深耕该领域多年，目前成功开发近50款高质量的GMP级别产品。2024年中国重组蛋白行业空间为19亿元，单一市场空间较为有限，因此公司不断推动多元化经营战略，多个新业务（技术服务、抗体、试剂盒等）收入占比不断提升，收入占比从2019年的5.79%持续提升至2024年的16.95%，2025上半年为17.73%，成长天花板逐渐被打开。

战略布局工业客户，业务出海持续推进。重组蛋白的客户主要分为工业和科研客户，公司战略聚焦工业客户，该类客户的需求特点是品类更集中、批量更大、频次更高，公司过往工业客户占比高达90%+。此外，公司不断加大海外市场开拓力度，海外收入占比从2021年的58.29%提高至2024年的66.46%，2025上半年为66.57%，随着美联储降息周期的开启，未来海外需求有望持续复苏，公司订单和业绩或受益其中。

投资建议：我们预计2025年-2027年公司营业收入分别为8.26/10.59/13.61亿元，同比增长28.0%/28.3%/28.5%；归母净利润为1.70/2.26/2.99亿元，同比增长37.5%/32.8%/32.3%，我们给予公司2026年预测归母净利55倍PE，对应目标市值124.30亿元，目标价74.25元/股，给予“买入”评级。

风险提示：中美贸易战、汇率波动、存货减值、研发进度不及预期、市场竞争加剧、工业客户需求不及预期等风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	645	826	1,059	1,361
营业收入增长率(%)	18.65%	28.02%	28.26%	28.50%
归母净利（百万元）	124	170	226	299
净利润增长率(%)	-19.38%	37.45%	32.77%	32.27%
摊薄每股收益（元）	0.74	1.02	1.35	1.79
市盈率（PE）	71.66	52.13	39.27	29.69

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 重组蛋白领域专家，收入利润快速增长.....	5
(一) 深耕重组蛋白多年，公司股权结构清晰.....	5
(二) 业绩快速增长，毛利率保持 90%+	7
二、 科研试剂市场不断扩容，内资逐步实现进口替代.....	10
(一) 国内外医药研发持续投入，科研试剂市场不断扩容	10
(二) 外资占据主要市场份额，内资逐步实现国产替代	13
三、 重组蛋白业务起家，持续拓展多元业务.....	15
(一) 重组蛋白应用范围广，公司具备 GMP 级别能力	15
(二) 单一细分市场规模有限，多元化打开成长天花板	17
四、 战略布局工业客户，业务出海持续推进.....	19
(一) 下游客户类型多元，战略布局工业客户	19
(二) 海外业务高占比，全球化持续推进.....	20
五、 盈利预测与投资建议	23
(一) 盈利预测	23
(二) 投资建议	24
六、 风险提示	25

图表目录

图表 1: 公司业务遍及全球、客户类型多元	5
图表 2: 公司主要产品及服务	6
图表 3: 公司股权结构	7
图表 4: 2019 年-2025Q3 营业收入及增速 (亿元)	8
图表 5: 2019 年-2025Q3 归母净利润及增速 (亿元)	8
图表 6: 2019 年-2025Q3 毛利率及净利率	9
图表 7: 2019 年-2025Q3 费用率	10
图表 8: 2017 年-2030 年全球医药研发投入 (亿美元)	11
图表 9: 2017 年-2030 年中国医药研发投入 (亿美元)	11
图表 10: 2015 年-2024 年全球生物试剂市场规模 (亿元)	12
图表 11: 2015 年-2024 年中国生物试剂市场规模 (亿元)	13
图表 12: 科研试剂内外资高端市场份额	14
图表 13: 2024 年中国重组蛋白科研试剂国产厂商竞争格局	15
图表 14: 重组蛋白试剂的应用情况	16
图表 15: 公司主要重组蛋白试剂产品	17
图表 16: 2024 年中国生物科研试剂市场拆分	18
图表 17: 2024 年中国蛋白类科研试剂市场拆分	18
图表 18: 2015-2024 年全球重组蛋白科研试剂市场规模 (亿元)	18
图表 19: 2015-2024 年中国重组蛋白科研试剂市场规模 (亿元)	18
图表 20: 2019 年-2025H1 各业务营收占比	19
图表 21: 科研及工业客户的需求差异	20
图表 22: 2019 年-2025H1 国内外收入及占比 (亿元)	21
图表 23: 2019 年-2025H1 国内外业务毛利率	21
图表 24: 美联储利率点阵图	22
图表 25: 收入拆分与盈利预测	24
图表 26: 可比公司估值表	24

一、重组蛋白领域专家，收入利润快速增长

(一)深耕重组蛋白多年，公司股权结构清晰

业务遍及全球，客户类型多元。百普赛斯成立于 2010 年，是一家专业提供重组蛋白、抗体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 and 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。目前，公司业务实现了全球化布局，遍及全球 70 个国家，客户覆盖全面，累计服务客户超 11000 家，客户类型包括制药企业、生物科技公司、疫苗公司、科研机构、体外诊断公司以及 CRO/CDMO。

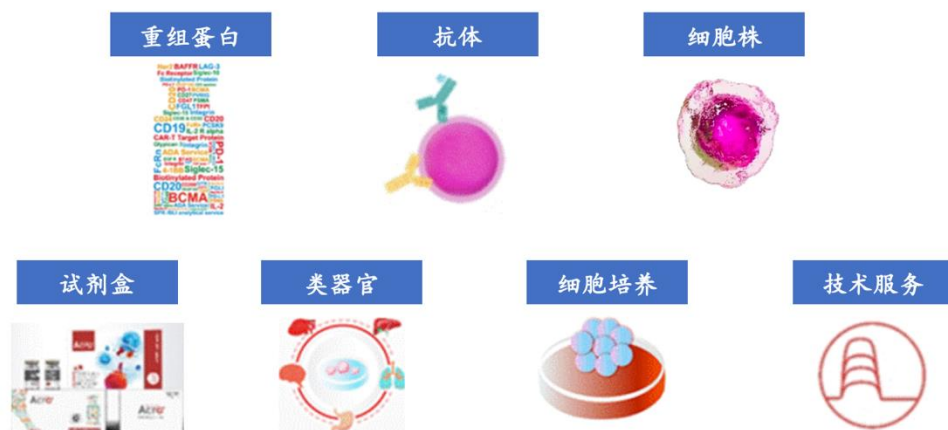
图表1：公司业务遍及全球、客户类型多元



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

深耕重组蛋白领域多年，覆盖新药研发全周期。目前，公司主要提供重组蛋白和技术服务，同时提供抗体、试剂盒、磁珠等相关产品，主要应用于肿瘤、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。源于对重组蛋白的专注，公司产品已在品牌、质量、种类、生产、研发、技术服务、供应链管理能力等方面形成较强竞争优势，综合实力位于行业领先地位，是重组蛋白行业内中的主要生产供应商之一。

图表2：公司主要产品及服务



资料来源：公司 2024 年年报，太平洋证券整理

公司股权结构清晰，股权激励保障中长期发展。截至 2025 年 9 月 30 日，公司控股股东为陈宜顶和苗景赞，直接持股比例分别为 23.56%、8.78%，二人为一致行动人，合计直接持股 32.34%，此外，陈宜顶、苗景赞对安义百普赛斯的持股比例分别为 82.35%、0.60%，陈宜顶对安义百普嘉乐的持股为 1.44%。此外，公司于 2025 年 5 月发布公告，公司拟对 168 名核心业务骨干实施股权激励计划，拟授予限制性股票 146 万股，占激励草案公告时总股本的 1.22%，授予价格为 25.44 元/股，首次授予的归属期共分为 3 期，比例分别为 40%、30%、30%，公司层面业绩考核年度为 2025-2027 年，2025 年公司营收目标值为 10.9 亿元，毛利目标值和触发值分别为 9.8、6.62 亿元；2026-2027 年营收增速目标值分别为 15%、15%，毛利增速目标值为 20%、20%，触发值为 10%、10%，股权激励的出台进一步绑定核心人才，从而保障公司中长期的发展。

图表3：公司股权结构

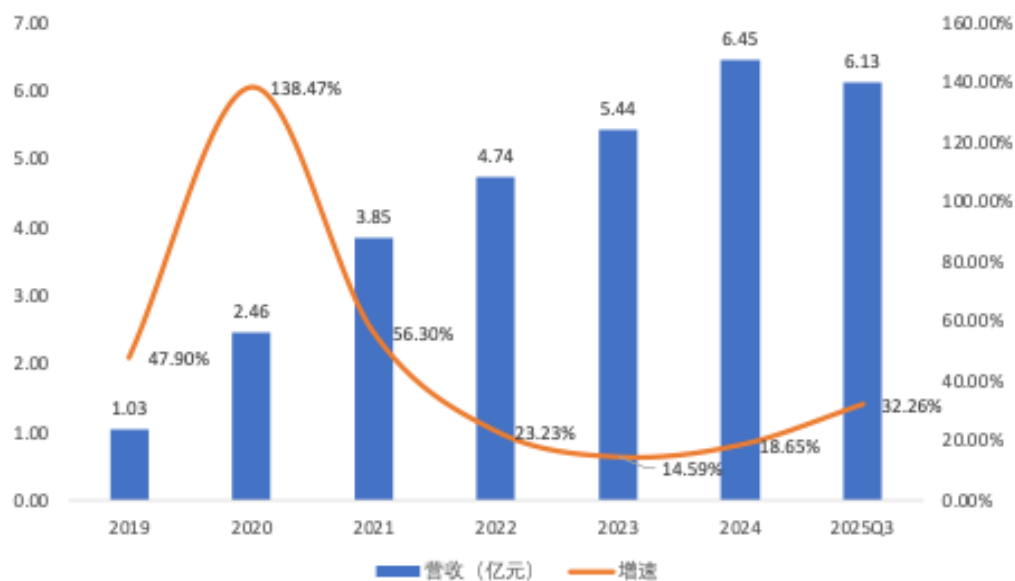


资料来源：iFind，公司 2025 年三季度，太平洋证券整理

(二) 业绩快速增长，毛利率保持 90%+

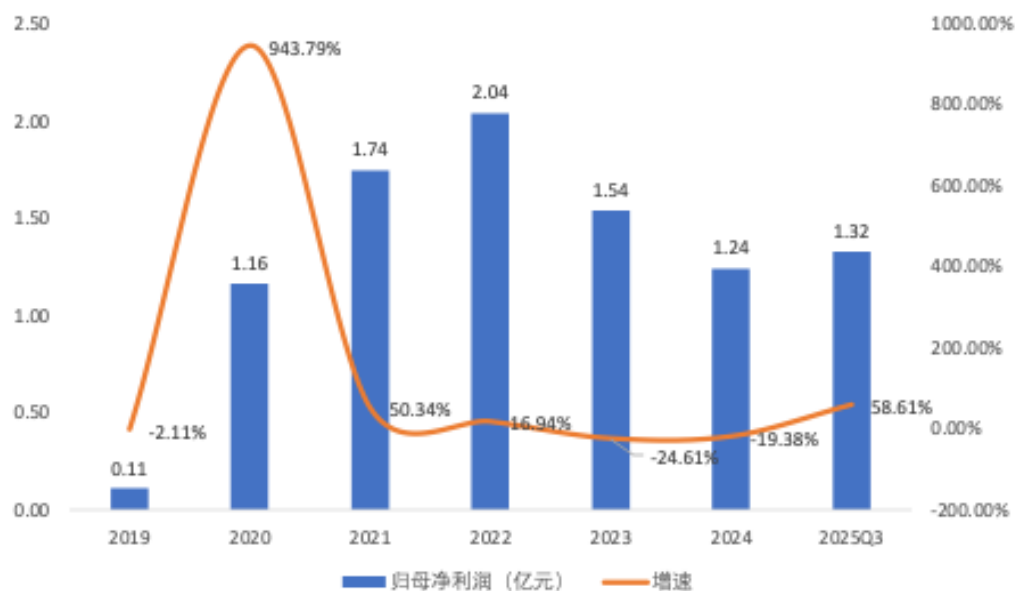
收入、利润快速增长，CAGR 分别为 40%+、60%+。从收入端来看，公司 2019 年营业收入为 1.03 亿元，随后快速增长到 2024 年的 6.45 亿元，2019 年-2024 年 CAGR 为 44.25%，2025 年前三季度营业收入为 6.13 亿元，同比增长 32.26%；从利润端来看，公司 2019 年归母净利润为 0.11 亿元，随后快速增长到 2024 年的 1.24 亿元，2019 年-2024 年 CAGR 为 61.99%，2025 年前三季度归母净利润为 1.32 亿元，同比增长 58.61%。

图表4：2019 年-2025Q3 营业收入及增速（亿元）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表5：2019 年-2025Q3 归母净利润及增速（亿元）

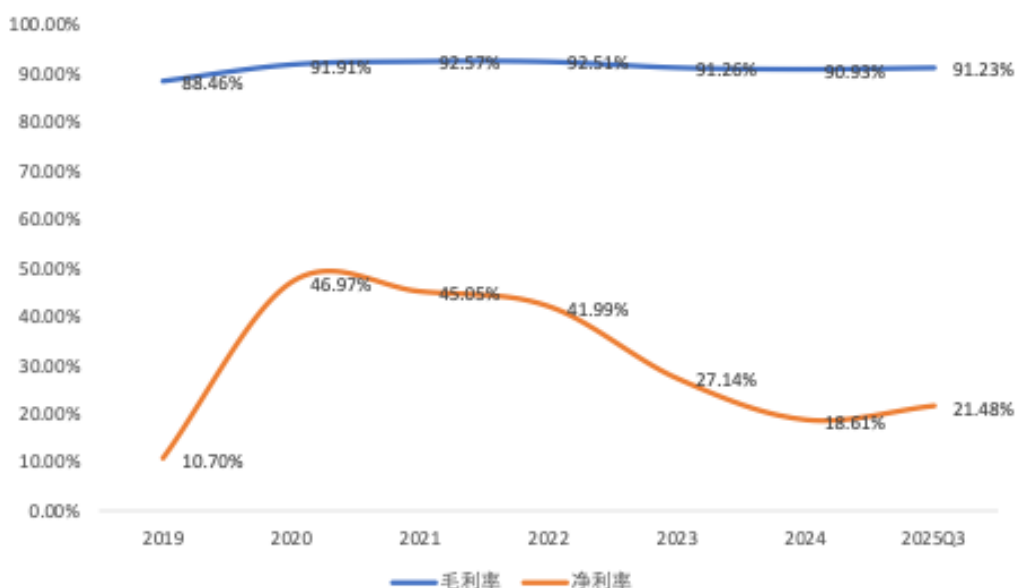


资料来源：iFinD，太平洋证券整理

90%的高毛利率持续维持，净利率有所波动。2019 年至 2024 年期间，公司毛利率持续保持在

较高水平，基本维持在 90% 左右，2025 年前三季度毛利率为 91.23%；而净利率有所波动，整体展现出先上升、再下降、再上升的趋势，净利率从 2019 年的 10.70% 快速提升至 2020 年 46.97%，主要原因是高利润率的新冠相关产品快速放量以及多项费用率快速下降，此后随着新冠疫情退散导致相关产品占比逐步下滑以及医药行业的周期性调整，净利率从 2021 年的 45.05% 下滑至 2024 年的 18.61%，2025 年前三季度净利率为 21.48%，目前已展现出企稳回升的趋势。

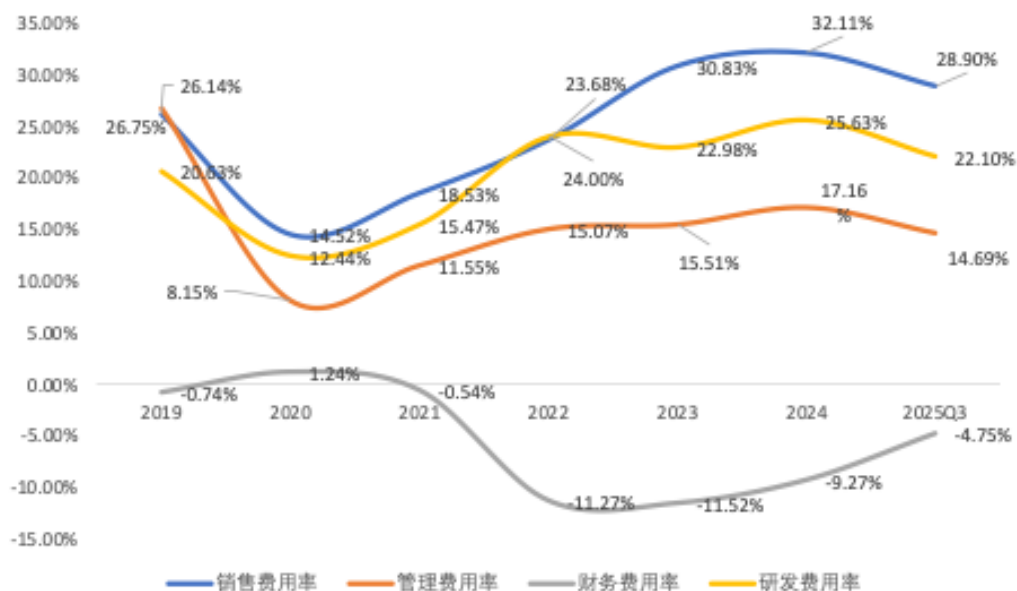
图表6：2019 年-2025Q3 毛利率及净利率



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

费用率有所波动，目前逐步优化。近年来公司多项费用率有所波动，整体展现出先下降、再上升、再下降的趋势，主要原因是 2020 年新冠期间相关产品快速放量，收入端实现快速增长，而费用增长较慢，因此费用率快速下降，公司销售、管理、研发费用率分别从 2019 年的 26.14%、26.75%、20.63% 快速下降至 2020 年的 14.52%、8.15%、12.44%；此后随着新冠相关产品需求的逐步消退，收入端增速放缓，费用端快速增长，因此费用率不断提升，2024 年公司销售、管理、研发费用率分别为 32.11%、17.16%、25.63%；目前公司多项费用率逐步优化，2025 年前三季度公司销售、管理、研发费用率分别为 28.90%、14.69%、22.10%。

图表7：2019年-2025Q3 费用率



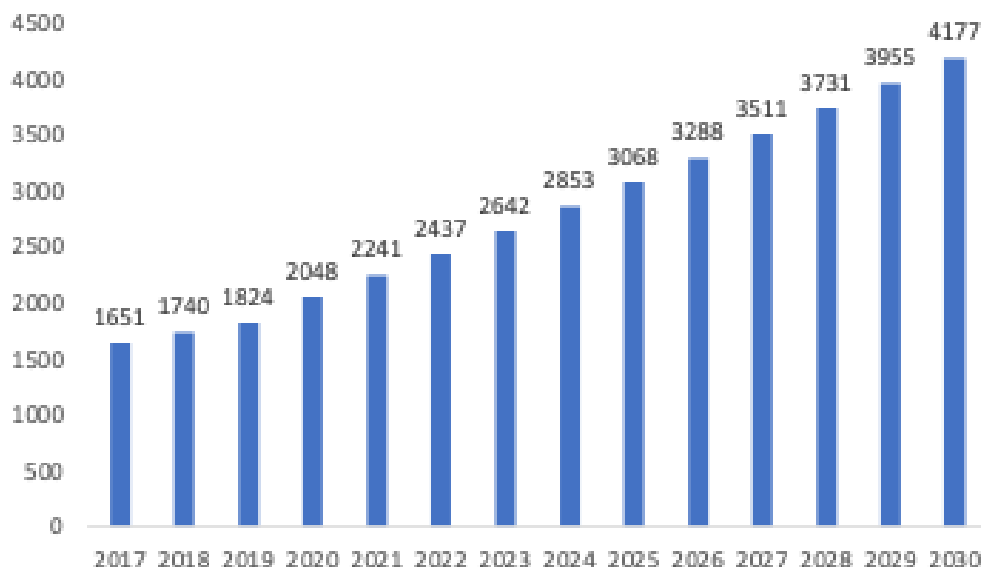
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

二、 科研试剂市场不断扩容，内资逐步实现进口替代

(一) 国内外医药研发持续投入，科研试剂市场不断扩容

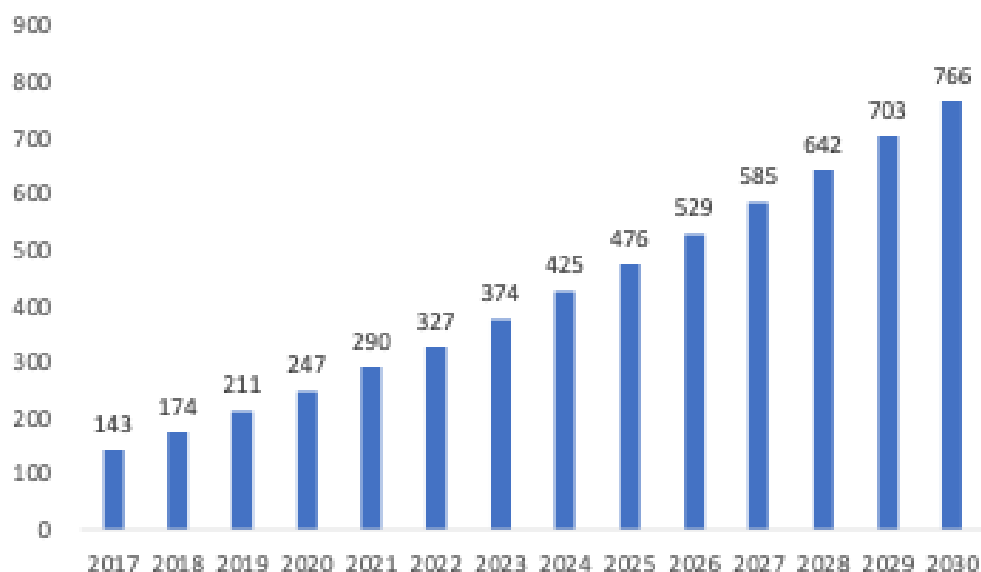
创新是医药核心竞争力，国内外医药研发持续投入。创新是医药行业的核心竞争力之一，研发的持续投入是医药创新的重要驱动力。全球医药市场的研发投入规模从2017年的1651亿美元增长至2025年的3068亿美元，预计2030年将达到4177亿美元，2025-2030年期间CAGR达到6%以上。随着国内药物创新需求的提升、国家政策的扶持以及一级市场投融资等因素，我国医药研发投入总体呈现显著上升趋势，研发投入规模从2017年的143亿美元增长至2025年的476亿美元，预计2030年将达到766亿美元，2025-2030年期间CAGR达到10%以上。

图表8：2017年-2030年全球医药研发投入（亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，太平洋证券整理

图表9：2017年-2030年中国医药研发投入（亿美元）

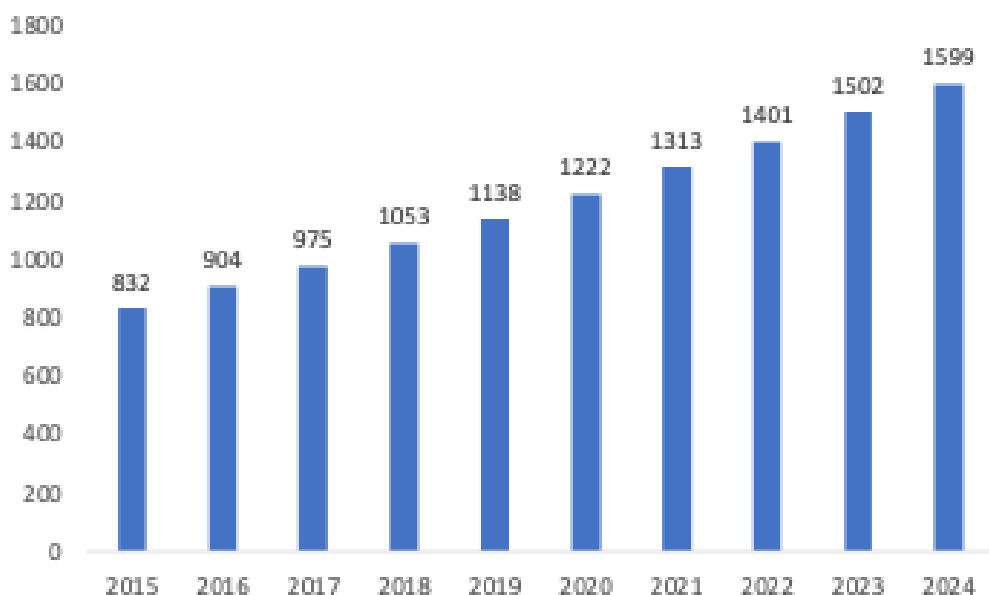


资料来源：弗若斯特沙利文，太平洋证券整理

生物科研试剂重要且基础，全球及中国市场不断扩容。科研试剂是科学研究与产业发展中必

备的基础实验材料，涵盖生物、化学等领域，广泛应用于实验室研究与技术开发，其质量直接影响科研成果及产业进程。科研试剂主要分为化学科研试剂和生物科研试剂，其中生物科研试剂可分为细胞类、蛋白类和核酸类三种，而蛋白类试剂又可以进一步细分为抗体、重组蛋白等。根据弗若斯特沙利文，2015 年全球及中国生物科研试剂市场规模分别为 832、72 亿元，随后快速增长到 2024 年的 1599、260 亿元，预计未来随着医药研发的持续投入，全球及中国生物试剂市场规模持续扩容。

图表10：2015 年-2024 年全球生物试剂市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，太平洋证券整理

图表11：2015 年-2024 年中国生物试剂市场规模（亿元）

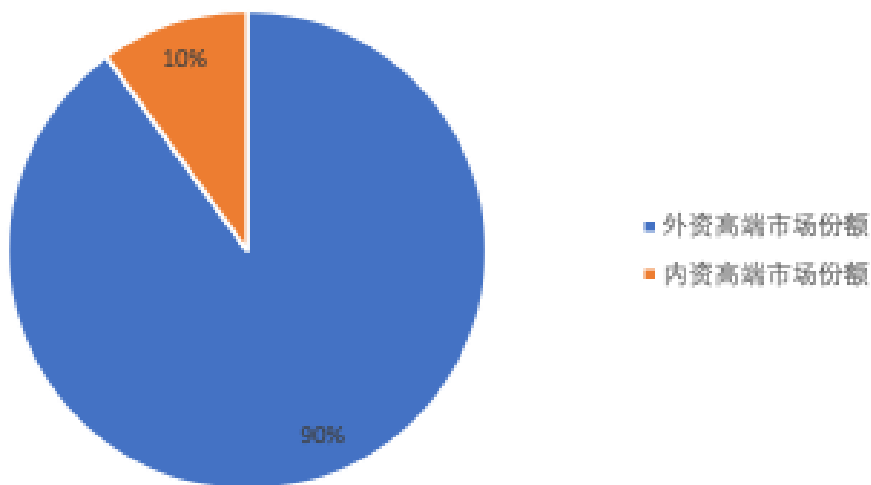


资料来源：弗若斯特沙利文，太平洋证券整理

（二）外资占据主要市场份额，内资逐步实现国产替代

外资科研试剂具备品牌效应，目前占据 90% 高端市场份额。随着全球生物技术的不断发展以及生命科学研究的持续投入，科研试剂的市场规模持续增长，但在主流的科研试剂市场，由于外资科研试剂的品牌效应，外资品牌目前仍占据较大的市场份额，在高端的科研试剂领域，外资品牌的市场份额为 90%；而中国作为发展中国家，整体科学研究领域起步较晚，相较国外发达国家具有明显差距。

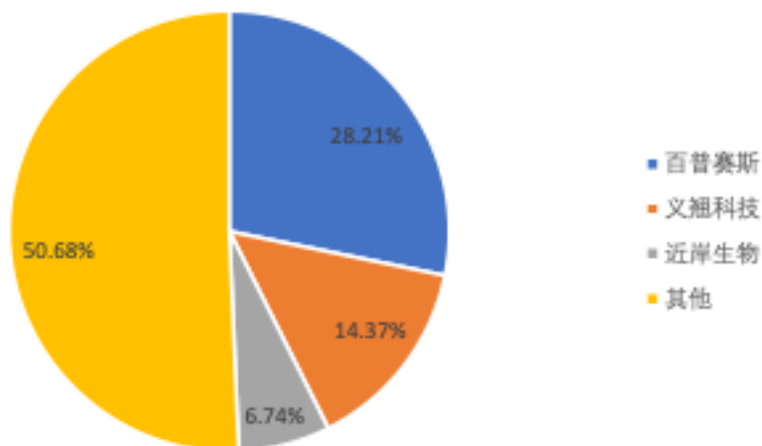
图表12：科研试剂内外资高端市场份额



资料来源：皓元医药 2024 年半年报，太平洋证券整理

国产重组蛋白龙头已现，未来国产有望逐步替代。目前，国内重组蛋白科研试剂市场竞争格局较为分散，2024 年中国重组蛋白科研试剂市场国产厂商份额前三名分别为：百普赛斯、义翘科技、近岸生物，市场份额分别为 28.21%、14.37%、6.74%。未来，国产品牌凭借供货周期短、研发投入大以及价格等优势，市场份额有望逐步提升，从而逐步实现国产替代。

图表13：2024 年中国重组蛋白科研试剂国产厂商竞争格局



资料来源：各公司 2024 年年报，太平洋证券整理

三、 重组蛋白业务起家，持续拓展多元业务

(一) 重组蛋白应用范围广，公司具备 GMP 级别能力

重组蛋白是关键生物试剂，下游应用范围广泛。重组蛋白是运用基因工程和细胞工程等技术，获得的具有一定功能和活性的蛋白质，是生物药、细胞免疫治疗及诊断试剂研发和生产过程不可或缺的关键生物试剂。从应用范围来看，重组蛋白试剂可用于生物药的研发、生产及应用等环节，如研发环节中的分子互作实验、生产环节中的质量放行、应用环节中的血药浓度监控等。

图表14：重组蛋白试剂的应用情况



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

公司产品种类丰富，具备 GMP 级别能力。公司依托自主研发的生物技术平台，开发出众多高质量、高活性的重组蛋白，涵盖多种疾病靶点及生物标志物，满足生物药研发和生产各环节的需求，目前已成功开发近 50 款高质量的 GMP 级别产品，包括细胞因子、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。

图表15：公司主要重组蛋白试剂产品

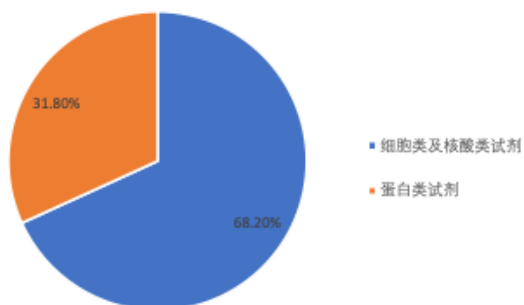
重组蛋白				
免疫检查点蛋白 <ul style="list-style-type: none"> 免疫检查点蛋白 激动性靶点蛋白 免疫检查点双靶点 	GMP级别产品 <ul style="list-style-type: none"> 细胞生长因子 细胞激活抗体 DLL4/CD19/BCMA等细胞级蛋白偶联磁珠 细胞培养基质蛋白 全能核酸酶 耐高盐全能核酸酶 CRISPR-Cas酶 CelThera™GMP级别T细胞培养基 GMP级 vs Premium(Pre-GMP)级别 	<ul style="list-style-type: none"> BCMA靶点蛋白 实体瘤CAR靶点 血液瘤CAR靶点 Star Staining 荧光标记蛋白 更多 >> 	<ul style="list-style-type: none"> 基质金属蛋白酶, MMP 更多 >> 	肿瘤微环境蛋白 <ul style="list-style-type: none"> TL1A DLL3 Integrin Notch 更多 >>
自免疫疾病靶点 <ul style="list-style-type: none"> 炎症性肠病靶点 银屑病靶点 类风湿关节炎靶点 更多 >> 	<ul style="list-style-type: none"> 全长多次跨膜蛋白 Claudins Claudin 18.2 GPCRs CD20 更多 >> 	ADC靶点蛋白 <ul style="list-style-type: none"> ADAM9 B7-H3 Cadherin-17 PSMA 更多 	信号通路蛋白 <ul style="list-style-type: none"> TSLP TSLP R EGF EGF R 更多 >> 	
代谢疾病靶点 <ul style="list-style-type: none"> 糖代谢疾病 脂代谢疾病 更多 >> 	脑与神经蛋白 <ul style="list-style-type: none"> APOE Alpha-Synuclein Tau TREM2 更多 >> 	Enzymes <ul style="list-style-type: none"> 激肽释放酶, KLK mRNA原料酶 CRISPR-Cas酶 耐高盐全能核酸酶 全能核酸酶 抗体表征工具酶 ADC多肽Linker裂解酶 腺苷酸通路靶点, CD39/CD73 	细胞因子靶点 <ul style="list-style-type: none"> VEGF系列蛋白 白介素家族蛋白 IL-2及IL-2受体蛋白 IL-4及IL-4受体蛋白 IL-6及IL-6受体蛋白 IGF及其受体家族 趋化因子家族 重组补体因子 IFN家族蛋白 集落刺激因子及其受体 更多 >> 	其它蛋白 <ul style="list-style-type: none"> 生物素标记蛋白 CD3蛋白 重组血清白蛋白 IgG Fc系列产品(同型对照) 低内毒素蛋白
Fc受体蛋白 <ul style="list-style-type: none"> FcRn Fc gamma Receptor 更多 	细胞疗法靶点 <ul style="list-style-type: none"> CD19靶点蛋白 			

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

(二) 单一细分市场有限，多元化打开成长天花板

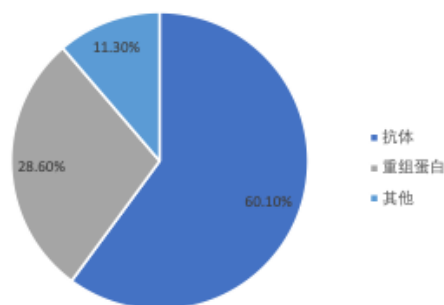
单一细分领域市场空间有限，2024 年中国重组蛋白行业空间为 19 亿元。生物科研试剂主要分为三类，分别是细胞类、核酸类、蛋白类，其中蛋白类科研试剂可以进一步分为抗体类、重组蛋白类和其他类。重组蛋白类科研试剂是较为细分的单一行业，2024 年蛋白类生物试剂占中国生物试剂总体市场的 31.8%，其中抗体占蛋白类生物试剂的 60.1%，重组蛋白占 21.6%；此外，重组蛋白类科研试剂市场规模有限，2024 年全球重组蛋白科研试剂市场规模为 98 亿元，而中国重组蛋白市场规模为 19 亿元，未来出海以及多元化经营才能打开市场天花板。

图表16：2024 年中国生物科研试剂市场拆分



资料来源：公司 2024 年年报，太平洋证券整理

图表17：2024 年中国蛋白类科研试剂市场拆分



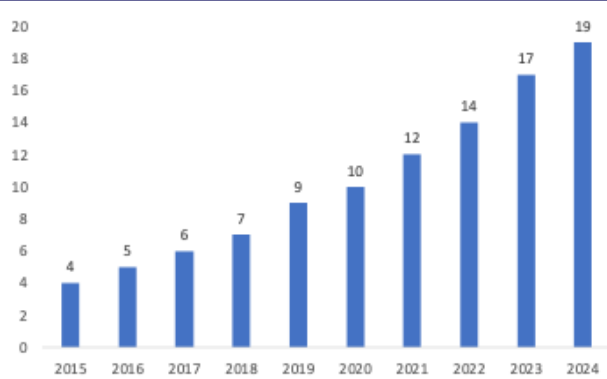
资料来源：公司 2024 年年报，太平洋证券整理

图表18：2015-2024 年全球重组蛋白科研试剂市场规模（亿元）



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

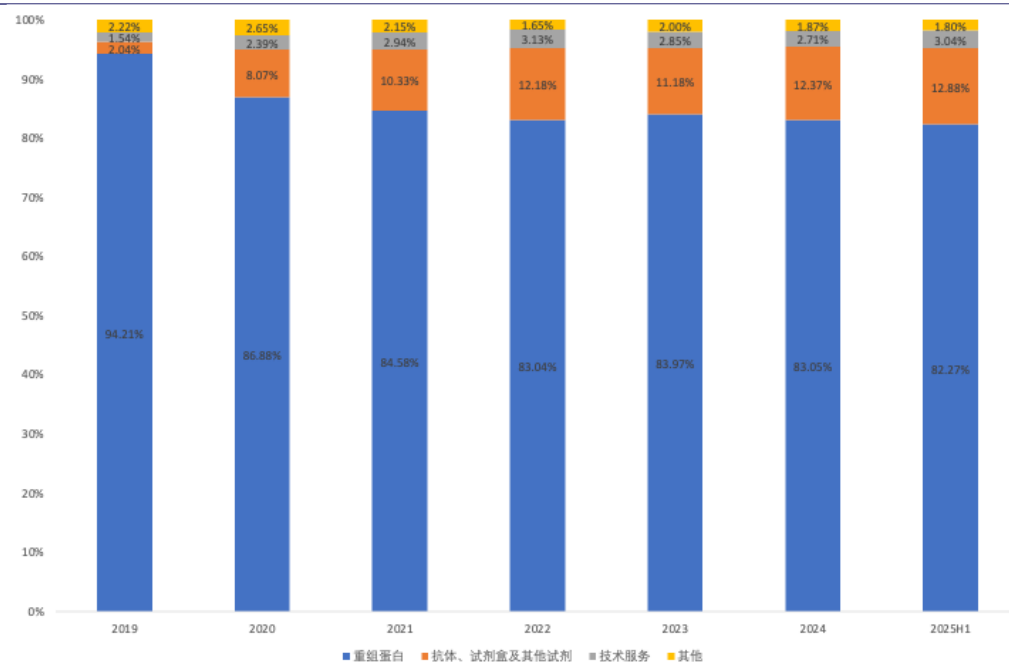
图表19：2015-2024 年中国重组蛋白科研试剂市场规模（亿元）



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

公司重组蛋白起家，不断拓展多元业务。目前，公司主要产品为重组蛋白和技术服务，同时提供抗体、试剂盒、磁珠等产品。公司深耕重组蛋白业务多年，近年来不断致力于多元化经营，从收入占比的角度来看，重组蛋白业务是公司的核心业务，2019 年重组蛋白收入占比为 94.21%，而抗体、试剂盒等其他产品收入占比为 1.61%、技术服务收入占比仅为 0.36%，随着公司多元化经营战略的持续推进，其他新兴业务快速增长，收入占比不断提升，2024 年及 2025 年上半年，公司抗体、试剂盒等其他产品的收入占比分别为 12.37%、12.88%，技术服务的收入占比分别为 2.71%、3.04%，而重组蛋白的收入占比有所降低，2024 年及 2025 年上半年分别为 83.05%、82.27%。

图表20：2019年-2025H1 各业务营收占比



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

四、战略布局工业客户，业务出海持续推进 (一)下游客户类型多元，战略布局工业客户

重组蛋白客户分为两类，科研、工业客户需求不同。重组蛋白的客户主要分为工业客户及科研客户，工业客户主要为药企、CRO、诊断试剂及生物科技公司等企业，科研客户主要为高校、医院、政府研究机构等科研机构。其中，工业客户对产品质量、产品供应稳定性及后期技术支持服务要求高，相对科研客户，具有品类更集中、批量更大、频次更高的采购特点；科研客户类型较多，对重组蛋白的丰富度要求更高。

图表21：科研及工业客户的需求差异

指标分类	指标名称	科研客户	工业客户				
			抗体发现及免疫	抗体筛选与表征	工艺开发及优化	临床前研究	临床研究
质量	定量准确性		✓	✓✓	✓✓	✓✓	✓✓
	活性及活性数据丰富度	✓	✓	✓✓	✓✓	✓✓	✓✓
	纯度	✓		✓	✓✓	✓✓	✓✓
	均一性		✓	✓	✓✓	✓✓	✓✓
	批间一致性			✓	✓✓	✓✓	✓✓
	产品稳定性			✓	✓✓	✓✓	✓✓
	内毒素含量		✓				
	蛋白标记度			✓	✓	✓	✓
供应链	供应稳定性				✓✓	✓✓	✓✓
	货期	✓✓	✓✓	✓✓	✓	✓	✓
品牌及质量体系	品牌影响力	✓✓	✓	✓	✓✓	✓✓	✓✓
	质量体系				✓✓	✓✓	✓✓
服务	技术支持服务	✓		✓	✓✓	✓✓	✓✓
	价格	✓✓	✓✓	✓	✓	✓	✓
	品种及数量丰富度	✓✓	✓	✓			

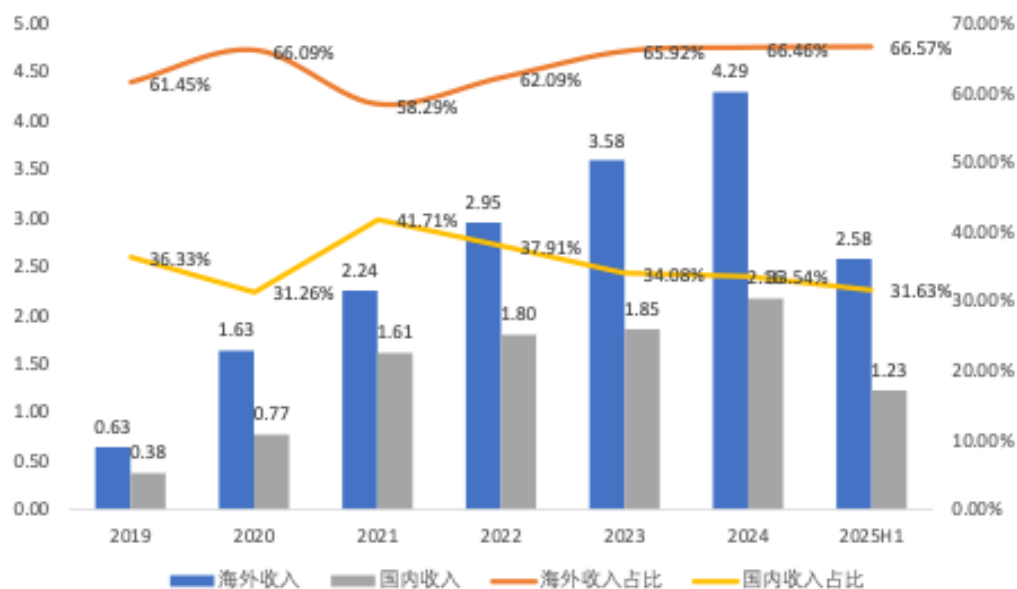
资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

客户覆盖全面，聚焦工业客户。公司业务已实现全球化布局，客户覆盖全面，目前累计服务客户超 11000 家，与全球知名药企建立了长期、稳定的合作伙伴关系，如：强生、辉瑞等全球 Top20 医药企业以及恒瑞医药、信达生物等国内知名生物医药企业，以及赛默飞、药明康德等全球生物科技及生命科学服务行业龙头企业。此外，公司采取工业客户战略，主要聚焦生物医药产业链的工业客户，如：药企、CRO 等，过往公司直销客户中工业客户占比高达 90%。

(二) 海外业务高占比，全球化持续推进

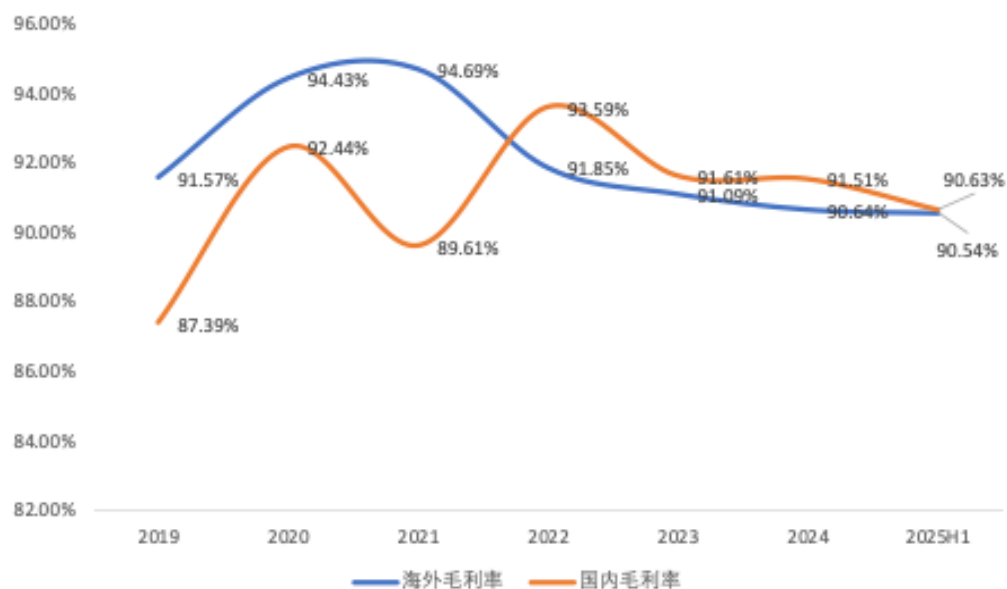
海外业务占比超过 65%，毛利率维持 90%。近年来，公司不断加大海外市场开拓力度，2019 年海外收入实现 0.63 亿元，占比为 61.45%，随后海外收入占比略有下滑，2021 年海外收入实现 2.24 亿元，占比为 58.29%，此后海外收入占比有所回升，2025 年上半年海外收入实现 2.58 亿元，占比为 66.57%。此外，公司国内、国外业务毛利率保持稳定，近几年基本维持在 90% 左右，未来随着美联储降息周期的开启，未来海外需求有望率先复苏，公司订单和业绩有望持续受益其中。

图表22：2019 年-2025H1 国内外收入及占比（亿元）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表23：2019 年-2025H1 国内外业务毛利率

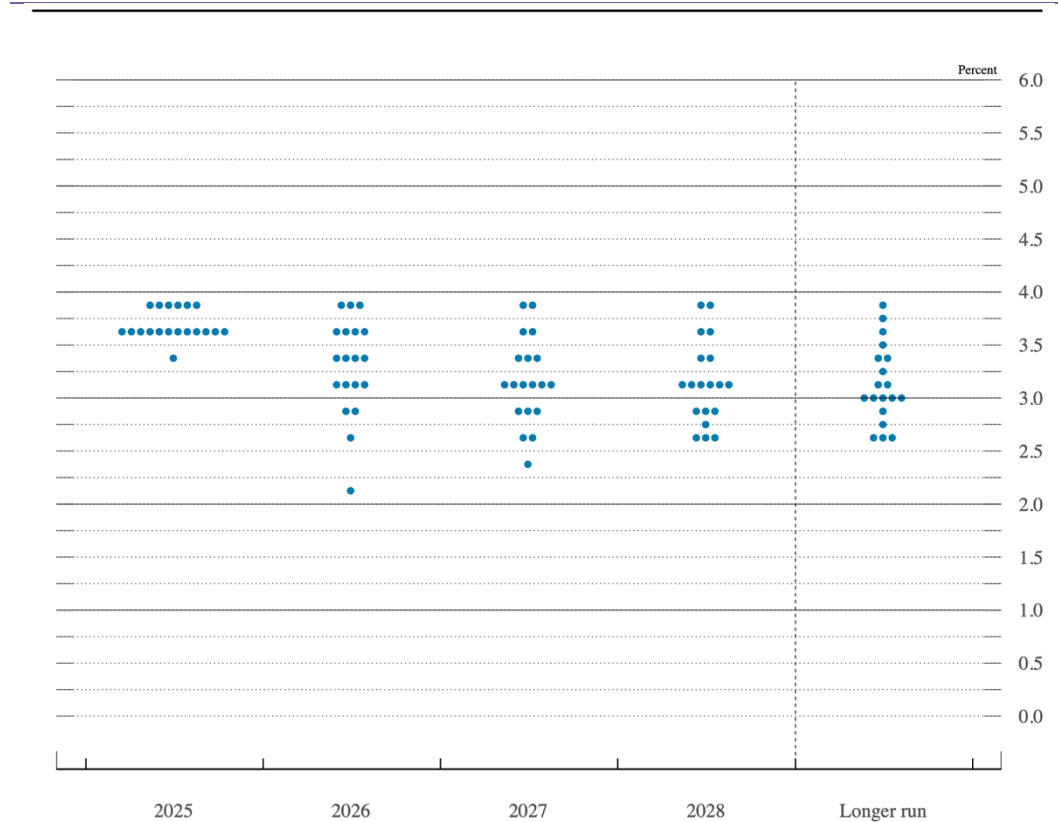


资料来源：iFinD，太平洋证券整理

美联储降息周期开启，有望助力海外业务增长。美联储于 2025 年 12 月 9-10 日举行议息会

议，FOMC 官员投票下调联邦基金利率 25 个基点至 3.5%-3.75%，此外 12 月点阵图显示 2026 年和 2027 年各再降 25bp（和 9 月保持一致）。未来未来随着美联储降息进程的逐步推进，市场流动性整体有望逐步宽松，海外、国内生物医药投融资有望接续复苏，从而带动生命科学上游以及 CXO 行业回暖，公司海外业务也有望受益其中。

图表24：美联储利率点阵图



资料来源：美联储，太平洋证券整理

公司业务全球化布局，拟港股 IPO 助力出海战略。目前，公司业务已实现全球化布局，在全球范围内已成功覆盖近 80 个国家和地区，服务 11,000 多家工业和科研客户，已在中国、美国和欧洲成功建立仓储物流体系，实现对全球市场的全面覆盖，从而迅速响应客户需求，有效提升发货效率，缩短到货周期。此外，公司于 2025 年 10 月 28 日发布公告，公司拟在境外发行股份（H 股）并在香港联交所上市，具体细节尚未确定，在港股 IPO 将进一步加强公司海外业务布局、拓宽海内外并购和融资渠道，从而提高公司国际知名度及竞争力。未来，公司将持续推进出海战略，不断加大海外研发投入，强化海外实验室与团队建设，并计划建立海外生产基地，进一步提升发

货效率，强化供应链优势。

五、盈利预测与投资建议

(一) 盈利预测

截至 2025 年 12 月 29 日，公司的收盘价为 53.08 元，我们预计 2025 年-2027 年公司营业收入分别为 8.26/10.59/13.61 亿元，同比增长 28.0%/28.3%/28.5%；归母净利润为 1.70/2.26/2.99 亿元，同比增长 37.5%/32.8%/32.3%，EPS 分别为 1.02/1.35/1.79 元/股，市盈率分别为 52/39/30 倍，关键假设如下：

1) 收入假设：公司主营业务为重组蛋白，随着海外降息周期的开启以及国内本土需求的复苏，我们预计重组蛋白业务 2025-2027 年的营业收入分别为 6.70/8.37/10.46 亿元，分别同比增长 25.00%/25.00%/25.00%，考虑到该业务毛利率过往几年均维持在较高水平，我们预计 2025-2027 年的毛利率分别为 91.00%/91.00%/91.00%；公司持续推进多元化经营战略，多个新业务快速增长，我们预计抗体、试剂盒及其他试剂业务 2025-2027 年的营业收入分别为 1.16/1.68/2.43 亿元，同比增长 45.00%/45.00%/45.00%，毛利率分别为 91.00%/91.00%/91.00%；技术服务业务 2025-2027 年的营业收入分别为 0.25/0.35/0.48 亿元，同比增长 45.00%/40.00%/35.00%，毛利率分别为 75.00%/75.00%/75.00%；其他业务 2025-2027 年的营业收入分别为 0.15/0.19/0.24 亿元，同比增长 25.00%/25.00%/25.00%，毛利率分别为 67.00%/67.00%/67.00%。

2) 费用率假设：研发费用方面，考虑到公司对研发的重视以及研发费用的持续投入，我们预计 2025-2027 年研发费用率分别为 22.00%/22.00%/22.00%；销售费用方面，考虑到公司不断加大海外市场开拓力度，我们预计 2025-2027 年销售费用率分别为 29.00%/29.00%/29.00%；管理费用方面，我们预计 2025-2027 年管理费用率分别为 15.00%/15.00%/15.00%；所得税方面，我们预计 2025-2027 年所得税率为 8.00%。

图表25：收入拆分与盈利预测

亿元	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	0.70	1.03	2.46	3.85	4.74	5.44	6.45	8.26	10.59	13.61
yoy		47.90%	138.47%	56.30%	23.23%	14.59%	18.65%	28.02%	28.26%	28.50%
营业总成本	0.07	0.12	0.20	0.29	0.36	0.47	0.58	0.81	1.05	1.35
总毛利	0.63	0.91	2.26	3.56	4.39	4.96	5.87	7.44	9.54	12.26
总毛利率	90.26%	88.46%	91.91%	92.57%	92.51%	91.26%	90.93%	90.13%	90.10%	90.09%
重组蛋白										
收入	0.67	0.97	2.14	3.26	3.94	4.57	5.36	6.70	8.37	10.46
yoy		44.42%	119.92%	52.15%	20.99%	15.88%	17.35%	25.00%	25.00%	25.00%
成本	0.06	0.09	0.11	0.13	0.19	0.24	0.39	0.60	0.75	0.94
毛利	0.62	0.88	2.03	3.12	3.75	4.32	4.97	6.09	7.62	9.52
毛利率(%)	91.51%	90.81%	94.68%	95.96%	95.11%	94.69%	92.72%	91.00%	91.00%	91.00%
业务收入比例(%)	96.47%	94.21%	86.88%	84.58%	83.04%	83.97%	83.05%	81.09%	79.03%	76.88%
抗体、试剂盒及其他试剂										
收入	0.01	0.02	0.20	0.40	0.58	0.61	0.80	1.16	1.68	2.43
yoy		87.91%	843.16%	99.99%	45.29%	5.24%	31.23%	45.00%	45.00%	45.00%
成本	0.00	0.00	0.02	0.06	0.07	0.05	0.08	0.10	0.15	0.22
毛利	0.01	0.02	0.18	0.34	0.51	0.56	0.72	1.05	1.53	2.21
毛利率(%)	91.41%	79.69%	91.73%	85.10%	88.43%	91.33%	89.69%	91.00%	91.00%	91.00%
业务收入比例(%)	1.61%	2.04%	8.07%	10.33%	12.18%	11.18%	12.37%	14.01%	15.84%	17.87%
技术服务										
收入	0.00	0.02	0.06	0.11	0.15	0.15	0.17	0.25	0.35	0.48
yoy		523.59%	271.72%	92.17%	31.11%	4.32%	12.63%	45.00%	40.00%	35.00%
成本	0.00	0.01	0.02	0.02	0.03	0.04	0.02	0.06	0.08	0.11
毛利	0.00	0.01	0.04	0.09	0.12	0.12	0.15	0.19	0.27	0.37
毛利率(%)	71.35%	55.29%	68.52%	79.21%	82.42%	76.69%	87.75%	77.00%	77.00%	77.00%
业务收入比例(%)	0.36%	1.54%	2.39%	2.94%	3.13%	2.85%	2.71%	3.06%	3.34%	3.51%
其他业务										
收入	0.01	0.02	0.07	0.08	0.08	0.11	0.12	0.15	0.19	0.24
yoy		110.67%	185.35%	26.62%	-5.12%	38.24%	11.35%	25.00%	25.00%	25.00%
成本	0.01	0.02	0.05	0.07	0.07	0.14	0.09	0.05	0.06	0.08
毛利	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	-0.04	0.03	0.10	0.13	0.16
毛利率(%)	15.94%	19.78%	22.78%	13.23%	11.15%	-32.51%	24.57%	67.00%	67.00%	67.00%
业务收入比例(%)	1.56%	2.22%	2.65%	2.15%	1.65%	2.00%	1.87%	1.83%	1.78%	1.73%

资料来源：太平洋证券整理

(二) 投资建议

公司业务主要为重组蛋白等科学试剂，可比上市公司包括皓元医药、毕得医药、泰坦科技、阿拉丁等。参考可比公司的平均市盈率，我们给予公司 2026 年预测归母净利 55 倍 PE，对应目标市值 124.30 亿元，目标价 74.25 元/股，给予“买入”评级。

图表26：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	市值(亿元)	净利润(亿元)				PE			
				2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
688131.SH	皓元医药	71.85	152.40	2.02	3.52	4.77	6.19	76	43	32	25
688073.SH	毕得医药	64.44	58.56	1.17	1.88	2.54	3.28	50	31	23	18
688133.SH	泰坦科技	22.15	36.42	0.13	0.11	0.25	0.40	283	331	146	91
688179.SH	阿拉丁	12.84	42.71	0.99	1.36	2.02	2.46	43	31	21	17
	平均	42.82	72.52	1.08	1.72	2.40	3.08	113	109	55	38
301080.SZ	百普赛斯	53.08	88.74	1.24	1.70	2.26	2.99	72	52	39	30

资料来源：iFinD，太平洋证券整理

六、风险提示

1) **中美贸易战风险。**近年来大国博弈持续存在，中美贸易战反复，而公司海外业务占比高，若贸易战持续或升级，则会影响公司海外业务。

2) **汇率波动风险。**受到中美关税等因素影响，美元/人民币汇率出现较大波动，公司若不能做好外汇的套期保值，将对业绩带来一定影响，因此存在一定汇率波动风险。

3) **存货减值风险。**若公司重组蛋白的销售不及预期，则存货增长较多，公司将会根据会计政策进行计提减值，因此存在一定存货减值风险。

4) **研发进度不及预期风险。**公司重组蛋白等业务需要把握市场热点，不断研发新品，而新品的研发有不确定性，因此存在一定研发进度不及预期的风险。

5) **市场竞争加剧风险。**近年来科研试剂行业整体竞争有所加剧，若订单报价降低则会影响业务毛利率，因此存在一定市场竞争加剧的风险。

6) **工业客户需求不及预期风险。**公司主要聚焦工业客户，该类客户需求更受到投融资及研发支出等因素影响，若该类客户需求不及预期，则会影响公司订单和业绩。

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,984	1,888	1,566	1,616	1,679
应收和预付款项	80	110	135	169	214
存货	137	197	194	183	179
其他流动资产	26	41	358	378	399
流动资产合计	2,227	2,236	2,253	2,347	2,471
长期股权投资	12	13	13	13	13
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	76	410	396	407	427
在建工程	268	34	64	94	124
无形资产开发支出	37	37	37	37	37
长期待摊费用	51	44	29	30	32
其他非流动资产	2,370	2,376	2,380	2,459	2,567
资产总计	2,813	2,915	2,919	3,040	3,201
短期借款	6	88	8	9	11
应付和预收款项	104	90	75	96	124
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	115	126	208	235	270
负债合计	225	304	291	340	405
股本	120	120	167	167	167
资本公积	2,095	2,092	2,044	2,044	2,044
留存收益	378	394	447	520	617
归母公司股东权益	2,590	2,616	2,634	2,707	2,804
少数股东权益	-1	-5	-6	-7	-8
股东权益合计	2,588	2,611	2,628	2,700	2,795
负债和股东权益	2,813	2,915	2,919	3,040	3,201

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	111	85	263	352	431
投资性现金流	-91	113	-414	-146	-164
融资性现金流	-156	-58	-169	-156	-204
现金增加额	-122	147	-322	50	63

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	544	645	826	1,059	1,361
营业成本	47	58	81	105	135
营业税金及附加	3	3	3	4	5
销售费用	168	207	239	307	395
管理费用	84	111	124	159	204
财务费用	-63	-60	-32	-32	-32
资产减值损失	-38	-40	-55	-53	-50
投资收益	5	-1	8	11	14
公允价值变动	1	0	0	0	0
营业利润	161	125	184	244	323
其他非经营损益	0	0	0	0	0
利润总额	161	125	184	244	323
所得税	13	5	15	20	26
净利润	148	120	169	225	297
少数股东损益	-6	-4	-1	-1	-1
归母股东净利润	154	124	170	226	299

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	91.26%	90.93%	90.13%	90.10%	90.09%
销售净利率	28.25%	19.20%	20.61%	21.34%	21.96%
销售收入增长率	14.59%	18.65%	28.02%	28.26%	28.50%
EBIT 增长率	-34.07%	-27.58%	125.69%	39.67%	37.14%
净利润增长率	-24.61%	-19.38%	37.45%	32.77%	32.27%
ROE	5.93%	4.73%	6.46%	8.35%	10.66%
ROA	5.32%	4.19%	5.81%	7.55%	9.53%
ROIC	3.22%	2.35%	5.23%	7.11%	9.42%
EPS (X)	0.92	0.74	1.02	1.35	1.79
PE (X)	57.77	71.66	52.13	39.27	29.69
PB (X)	3.43	3.39	3.37	3.28	3.17
PS (X)	16.32	13.76	10.75	8.38	6.52
EV/EBITDA (X)	33.78	25.41	28.71	22.33	17.31

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。