

阿拉丁 (688179.SH)
国产科研试剂领军企业, “产品+渠道” 加宽护城河

2023年07月07日

——公司首次覆盖报告
投资评级: 买入 (首次)
蔡明子 (分析师)
余汝意 (联系人)
汪晋 (联系人)

caimingzi@kysec.cn

yuruyi@kysec.cn

wangjin3@kysec.cn

证书编号: S0790520070001

证书编号: S0790121070029

证书编号: S0790123050021

日期	2023/7/7
当前股价(元)	20.29
一年最高最低(元)	51.75/20.15
总市值(亿元)	40.20
流通市值(亿元)	20.95
总股本(亿股)	1.98
流通股本(亿股)	1.03
近3个月换手率(%)	78.11

● 根植科研试剂领域, “产品+渠道” 赋能自主品牌

阿拉丁是国内领先的研产销一体化科研试剂制造商, 历经14年发展, 业务涵盖高端化学、生命科学、分析色谱及材料科学四大领域。公司坚持自主研发扩充产品线, 并顺应行业发展趋势, 加大对生物试剂的研发投入力度。短期看, 高端化学业务稳定贡献收入, 受益于生命科学领域的快速兴起, 生物试剂业务快速增长。中长期看, 公司积极开发新试剂品种, “阿拉丁” 品牌的市场认可度逐渐提升; 同时, 公司不断加强渠道端建设, 持续完善全国仓储布局, 并积极开拓海外市场, 有望打开未来的成长空间。我们看好公司长期发展, 预计2023-2025年归母净利润为1.32/1.74/2.33亿元, EPS为0.67/0.88/1.18元, 当前股价对应PE为30.4/23.1/17.2倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 国内科技自主创新的浪潮助推科学服务市场不断扩容, 中国企业未来可期

随着全国研究与试验发展(R&D)经费投入稳健增长, 国内科研服务市场持续扩容。以赛默飞、德国默克、丹纳赫为代表的海外科研服务龙头企业起步早, 已占据国内科研服务主要市场份额。中国科研服务企业起步虽晚, 但通过多年积累, 在部分科研试剂产品、设备上已实现进口替代; 随着国内科研服务企业研发力度不断加大, 产品质量不断提高, 有望打破外资企业主导的竞争格局。

● “产品+渠道” 双轮驱动, 研产销一体化模式初见雏形

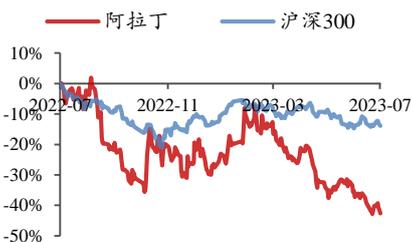
公司坚持自主研发, 针对重点科研试剂品种进行技术攻关, 研产销一体化模式初见雏形。产品端, 公司凭借成熟的研发工艺体系加速新品开发, 并持续拓展生命科学领域产品线, 目前常备库存产品超过4万种, 品牌影响力持续增强。渠道端, 公司借助电商模式率先实现线上销售, 新注册用户数量日益增加, 客户粘性不断提高; 同时, 公司积极推进线下仓储基地的建设, 保证发货的及时性, 并通过3家海外子公司积极布局海外市场, 中长期成长路径清晰。

● 风险提示: 新产品研发失败、核心技术失密、市场竞争加剧、安全生产风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	288	378	490	648	869
YOY(%)	22.8	31.4	29.7	32.2	34.1
归母净利润(百万元)	89	92	132	174	233
YOY(%)	20.1	3.3	43.3	31.3	34.2
毛利率(%)	62.3	58.7	59.6	60.1	60.5
净利率(%)	31.1	24.4	27.0	26.8	26.8
ROE(%)	10.4	9.5	12.3	14.6	17.3
EPS(摊薄/元)	0.45	0.47	0.67	0.88	1.18
P/E(倍)	45.0	43.5	30.4	23.1	17.2
P/B(倍)	4.7	4.4	3.9	3.5	3.1

数据来源: 聚源、开源证券研究所

股价走势图


数据来源: 聚源

内容目录

1、 阿拉丁：国内领先的研产销一体化科研试剂制造商.....	4
1.1、 根植科研试剂领域，“产品+渠道”赋能自主品牌.....	4
1.2、 业绩增长稳健，生命科学业务快速增长.....	7
2、 科研试剂市场前景广阔，中国企业未来可期.....	9
2.1、 政策+资金推动国内科学服务行业快速发展.....	9
2.2、 海外头部企业先发优势明显，中国科研服务企业追赶步伐加快.....	11
3、 聚焦自主创新研发，“产品+渠道”构建核心竞争力.....	13
3.1、 技术攻关科研试剂重点品种，“研产销”一体化模式雏形初现.....	13
3.2、 产品端：产品线扩充+业务面拓展，不断打开成长空间.....	14
3.3、 渠道端：电商模式把握先发优势，仓储布局持续完善.....	16
4、 盈利预测与投资建议.....	18
4.1、 关键假设.....	18
4.2、 盈利预测与估值.....	19
5、 风险提示.....	19
附：财务预测摘要.....	20

图表目录

图 1： 公司产品+渠道赋能自主品牌.....	4
图 2： 公司股权结构清晰，员工激励到位.....	5
图 3： 2017-2022 年公司员工数量逐年增长.....	6
图 4： 客户群体广泛，覆盖国内众多高等院校及高新技术企业.....	7
图 5： 2017-2023Q1 公司业绩整体稳健增长.....	7
图 6： 2017-2023Q1 公司扣非归母净利润整体稳健增长.....	7
图 7： 高端化学贡献主要收入，各业务板块稳健增长（单位：百万元）.....	8
图 8： 2020 年起受多因素影响毛利率略微下滑.....	8
图 9： 2017-2022 年公司期间费用率整体向下.....	8
图 10： 科研试剂领域产品种类繁多，下游应用广泛.....	9
图 11： 全国 R&D 经费支出逐年稳定增长（亿元）.....	11
图 12： 科研试剂及实验耗材市场规模逐年增长（亿元）.....	11
图 13： 科研试剂的品质、品种丰富度与渠道建设构成了行业核心壁垒.....	11
图 14： 2017-2023Q1 公司研发投入持续增长（百万元）.....	14
图 15： 公司研发费用率在国内科研试剂公司中保持前列.....	14
图 16： 2017-2022 年公司库存商品总量持续增长.....	15
图 17： 公司不断拓展四大业务板块产品线，加大对生物试剂板块的布局.....	15
图 18： 阿拉丁在科研试剂企业电商平台排名中追赶势头明显.....	16
图 19： 公司全国仓储布局逐渐完善.....	17
表 1： 公司在科研试剂领域已有 14 年发展历史.....	4
表 2： 各子公司协同发展，业务覆盖不同领域.....	5
表 3： 公司高管与技术团队行业经验丰富.....	6
表 4： 多项政策利好科研服务行业.....	10

表 5: 外资企业占据科研服务市场绝大部分市场份额 (单位: 亿元)	12
表 6: 国内科研服务公司逐步建立自身优势, 追赶国际行业龙头的步伐加快	13
表 7: 公司积极推进基础设施建设	14
表 8: 公司部分试剂产品技术指标已达到国际先进水平	16
表 9: 公司积极布局海外市场, 已建立 3 家海外子 (孙) 公司	17
表 10: 2023-2025 年阿拉丁各子版块营收预计稳健增长 (单位: 百万元)	18
表 11: 与可比公司相比, 公司估值合理	19

1、阿拉丁：国内领先的研产销一体化科研试剂制造商

阿拉丁成立于 2009 年，业务涵盖高端化学、生命科学、分析色谱及材料科学四大领域。作为国内领先的集研发、生产及销售为一体的科研试剂制造商，公司多年来致力于满足用户多样化的需求，旗下的科研试剂产品已广泛应用于高等院校、科研院所及生物医药、新材料、新能源等诸多领域相关企业的研发机构。公司在行业内首先建立电商平台，与下游客户购买频繁且单次购买量小的消费特点相匹配，客户粘性逐渐增强。

表1：公司在科研试剂领域已有 14 年发展历史

时间	事件
2009 年	有限公司成立，提供科研试剂研发、生产及销售服务
2011 年	公司自主电商平台上线，是国内科研试剂行业中成立时间较早的网站之一
2013 年	公司改制为股份有限公司；公司位于上海奉贤区南桥镇的耗材工厂（28000 平方米）开工建设
2014 年	公司挂牌新三板
2015 年	公司南桥镇耗材工厂（28000 平方米）竣工落成，同时位于杭州湾奉贤化工区的第二座现代化工厂（36000 平方米）开工建设；公司实验耗材品牌“芯硅谷”上线
2016 年	公司位于杭州湾奉贤化工区的第二座现代化工厂（36000 平方米）竣工落成；公司天津分拨中心成立
2020 年	公司于上交所科创板成功上市
2022 年	公司张江生物实验室已投入运营；成立 3 家海外子公司

资料来源：阿拉丁官网、开源证券研究所

1.1、根植科研试剂领域，“产品+渠道”赋能自主品牌

公司主要产品为科研试剂和部分配套实验耗材，服务客户早期研发。科研试剂为公司的核心业务，产品涵盖高端化学、生命科学、分析色谱及材料科学四大领域；实验耗材产品包括安全防护、玻璃器皿、仪器工具等产品，是公司试剂类产品的配套补充。针对科研试剂与实验耗材业务，公司分别打造了“阿拉丁”和“芯硅谷”两大自主品牌，经过多年的探索、积累与发展，品牌知名度逐渐提升。

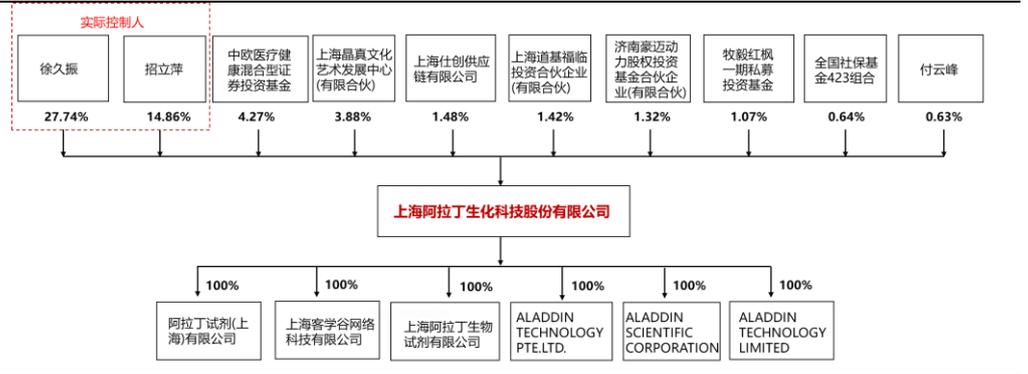
图1：公司产品+渠道赋能自主品牌



资料来源：阿拉丁招股说明书、开源证券研究所

股权结构清晰，员工激励到位。截至 2023Q1，公司控股股东、实际控制人为徐久振、招立萍夫妇，二人直接持有 42.60% 的股份，并通过任创供应链与晶真文化间接持有 2.38% 的股份，合计持股比例达 44.98%。为有效调动公司高管与核心业务骨干的积极性，公司设立了上海晶真文化员工持股平台，目前共持有公司 3.88% 的股份，为实现公司快速、持续、健康发展奠定了人才基础。阿拉丁旗下共有 6 个全资子公司，专注于不同业务领域，实现平台式协同发展。

图2：公司股权结构清晰，员工激励到位



资料来源：阿拉丁招股说明书、Wind、开源证券研究所

表2：各子公司协同发展，业务覆盖不同领域

子/孙公司	成立时间	持股比例	主营业务
阿拉丁试剂(上海)有限公司	2012.06	100%	化学试剂生产、批发、零售
上海客学谷网络科技有限公司	2019.03	100%	网络科技、计算机科技技术开发
上海阿拉丁生物试剂有限公司	2021.02	100%	生物试剂的研发、零售
ALADDIN TECHNOLOGY PTE.LTD.	2021.12	100%	高端试剂研发及销售
ALADDIN SCIENTIFIC CORPORATION	2022.1	100%	高端试剂研发及销售
ALADDIN TECHNOLOGY LIMITED	2022.10	100%	试剂研发及销售

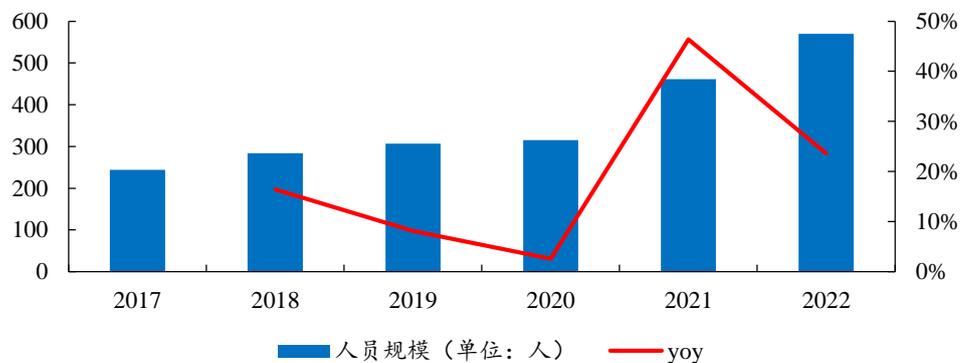
资料来源：阿拉丁招股说明书、阿拉丁 2022 年年报、Wind、开源证券研究所

公司高管团队与核心技术人员经验丰富，员工数量逐年增长。公司董事长徐久振曾担任复盛生物、上海仕博生物、仕元科学、仕创投资等多家企业高管，拥有 15 年以上的从业经验。公司其余核心高管也均具备丰富的行业经验。公司员工数量增长稳健，2022 年达 570 人，同比增长 23.64%，为公司未来的业务拓展提供了人才保障。

表3：公司高管与技术团队行业经验丰富

姓名	职位	简历
徐久振	董事长、总经理、核心技术人员	曾担任复盛生物执行董事、仕博生物技术有限公司董事长、总经理、仕元科学执行董事、仕创投资监事，2011年6月至2017年8月担任ALADDIN INDUSTRIAL CORPORATION 董事，2009年3月起历任公司监事、技术总，2017年4月起担任公司董事长、总经理
赵新安	董事、副总经理、董事会秘书	曾任天同证券有限责任公司经理、恒信证券有限责任公司行业研究员、长江证券股份有限公司行业研究员、太平资产管理有限公司研究员、东北证券股份有限公司行业研究员，2013年11月至2018年12月任公司董事、董事会秘书，2019年1月至今担任公司董事、董事会秘书、副总经理，2017年4月至今担任佳农食品控股（集团）股份有限公司独立董事
顾玮或	董事、副总经理、财务总监	曾任亚太农用化学（集团）公司会计、上海明凯照明有限公司财务主管、特瑞堡工程织物（上海）有限公司财务经理；2011年4月起历任公司财务主管、财务经理、董事、财务总监、董事会秘书，2019年1月至今担任公司董事、财务总监、副总经理
招立萍	副总经理	曾任上海中卡智能卡有限公司副总经理、仕创投资执行董事，2012年10月起历任公司董事长、总经理、行政人事部总监；2019年1月至今担任公司副总经理，2012年6月至今担任阿拉丁试剂执行董事，2014年12月至今担任晶真文化执行事务合伙人，2019年3月至今担任客学谷执行董事
凌青	副总经理、核心技术人员	曾任上海药明康德新药开发有限公司有机合成研究员、杰达维（上海）医药科技发展有限公司高级研究员兼实验室主任、无锡立诺康医药科技有限公司研发主管，2012年4月起历任公司研发经理、研发总监，2019年1月至今担任公司副总经理、研发中心负责人

资料来源：阿拉丁招股说明书、开源证券研究所

图3：2017-2022年公司员工数量逐年增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

客户群体广泛，覆盖国内众多高等院校及高新技术企业。截至2021年底，公司拥有超过18万名线上注册用户，拥有广泛而坚实的客户基础。客户类型以有研发需求的科研端客户为主，直接客户包括北京大学、清华大学、复旦大学等国内知名高等院校以及药明康德、信立泰、普门科技等各战略新兴行业创新型企业。

图4：客户群体广泛，覆盖国内众多高等院校及高新技术企业

资料来源：阿拉丁招股说明书

1.2、业绩增长稳健，生命科学业务快速成长

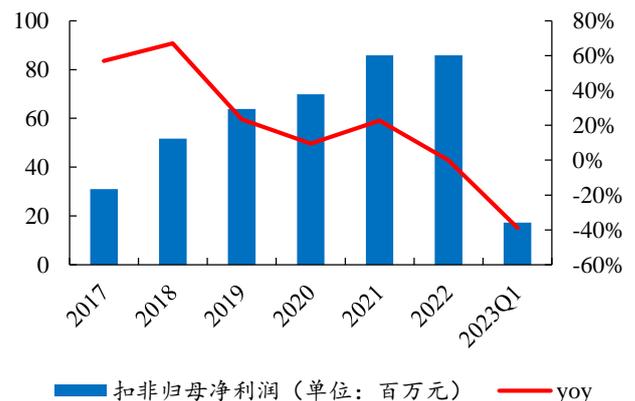
近5年来公司业绩增长稳健，短期内受多因素影响暂时承压。随着“阿拉丁”科研试剂品牌的知名度持续提升，网站注册客户数量与部分粘性客户订单量持续增长，公司业务规模逐渐扩大。2022年公司实现营收3.87亿元，同比增长31.44%；扣非后归母净利润为8585万元，同比增长0.06%，增速放缓主要系公司为加快新品开发加大研发投入。2023Q1公司实现营收8654万元，同比下滑5.93%；扣非归母净利润为1728万元，同比下滑38.88%，主要系疫情管控放开及春节假期对科研端客户销售影响较大。

图5：2017-2023Q1公司业绩整体稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2017-2023Q1公司扣非归母净利润整体稳健增长

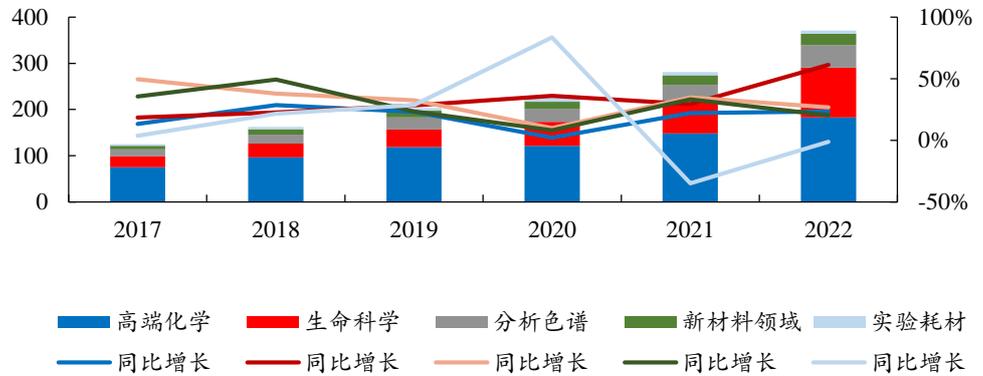


数据来源：Wind、开源证券研究所

高端化学业务贡献收入主体，生命科学业务成长性较高。分业务看，科研试剂收入作为公司的核心技术产品，收入占比稳定保持在90%以上。科研试剂中高端化学占比较高且较稳定，为公司主要的收入来源；2022年高端化学收入1.83亿元，同比增长23.30%，占整体营收比例为48.31%。同时，随着全球生命科学和生物产业快速发展，基因工程、蛋白质组学及分子生物学等生命科学研究领域的快速兴起，

生物试剂正处于市场的旺盛需求期。近年来公司顺应行业发展趋势，加大对生物试剂的研发投入力度，加强生命科学类产品的开发速度；生命科学业务于 2022 年实现营收 1.08 亿元，同比增长 61.10%，逐渐为公司业绩贡献新的增长点。

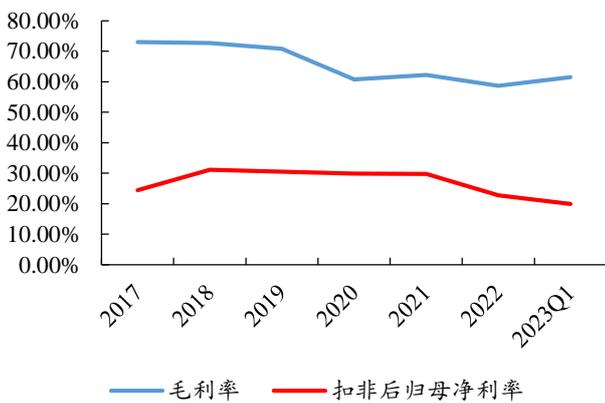
图7：高端化学贡献主要收入，各业务板块稳健增长（单位：百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

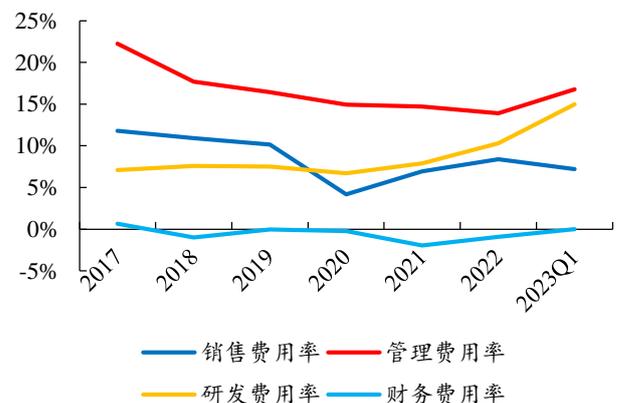
受多因素影响毛利率略微下滑，期间费用率整体向下。2020 年，公司毛利率较 2019 年下降约 10 个 pct，主要系 2020 年 1 月 1 日起执行的新收入准则下原计入销售费用的 1116.14 万元运输费用及运输打包耗费转入营业成本所致。2022 年，公司毛利率达 58.65%，较之前略有下降主要系受到原材料成本上涨，以及公司对经销商优惠政策发生改变的影响。近年来公司持续优化管理结构、提升运营效率，期间费用率从 2017 年的 34.69% 稳步下降至 2022 年的 21.40%；2022 年扣非后归母净利润率略微下降，主要系公司为加速新品开发加大研发投入，研发费用率提升明显。

图8：2020 年起受多因素影响毛利率略微下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2017-2022 年公司期间费用率整体向下

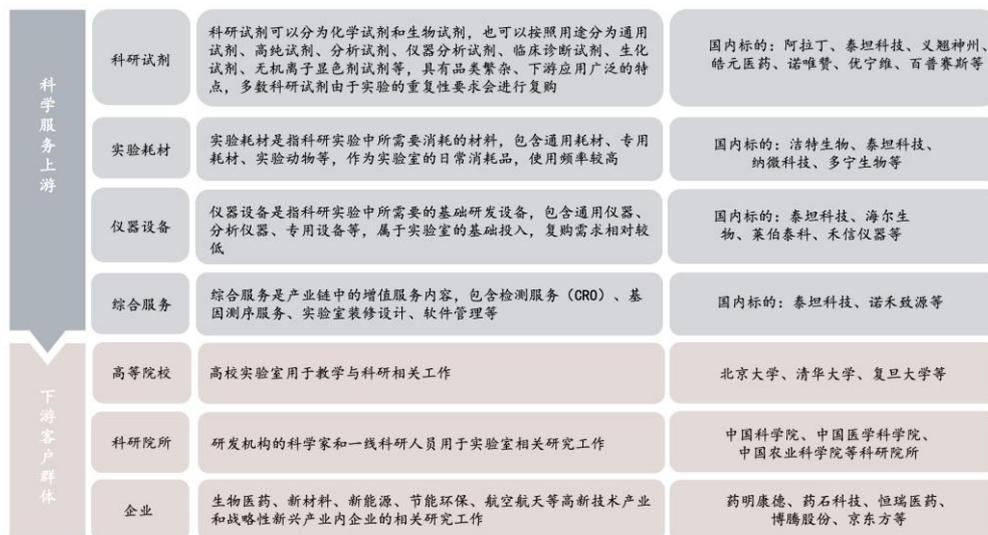


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、科研试剂市场前景广阔，中国企业未来可期

科学服务行业处于研发链最上游，服务于高校、科研机构以及研发型企业，主要产品包括科研试剂、实验耗材、仪器设备和综合服务四大类。其中，科研试剂领域产品种类繁多，是生命科学研究的核心工具库。按照产品功能划分，科研试剂可以分为化学试剂（包括通用化学试剂、高端化学试剂）和生物试剂（包括蛋白类、分子类、细胞类）两大类，具有品类繁杂、下游应用广泛的特点。科研试剂的上游供应商主要为各类化学物质、生物产品生产厂商以及试剂代工厂商，下游客户主要为高等院校、科研院所以及各类创新型企业的研发部门，多数科研试剂由于实验的重复性要求会进行复购，具有购买频繁且单次购买量较小的特点。

图10：科研试剂领域产品种类繁多，下游应用广泛



资料来源：阿拉丁招股说明书、开源证券研究所

2.1、政策+资金推动国内科学服务行业快速发展

多方利好因素下，科学服务行业迎来机遇期。随着生物医药、新材料、新能源、节能环保、航空航天等下游战略新兴产业的快速发展，市场对高纯试剂等提出了新的需求，未来化学试剂将从通用试剂进一步向高端专用试剂发展；同时，随着基因工程、蛋白质组学及分子生物学等生命科学研究领域的快速发展，市场对生物试剂的需求将迅速放大。近年来，国家部门出台多项政策，鼓励国产具备自主知识产权的原创性科研用试剂的研发应用，尤其注重通用试剂和高端高纯专用试剂的研发。随着国家不断加快创新体系建设，加大国产自主研发力度，我国科研服务产业有望逐步实现国产替代。

表4：多项政策利好科研服务行业

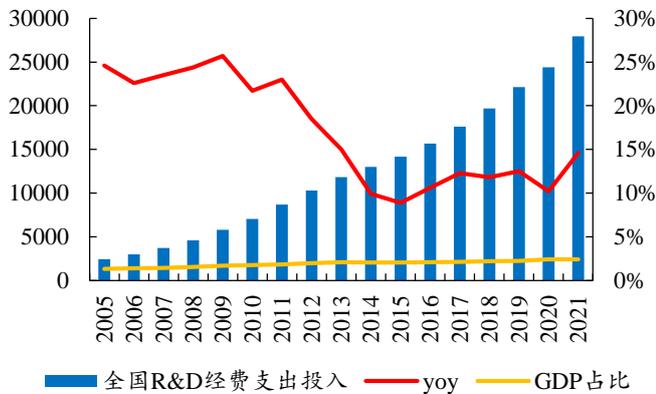
政策文件	发布机构	发布时间	相关主要内容
《国家创新驱动发展战略纲要》	中国共产党中央委员会、国务院	2016年5月	为适应大科学时代创新活动的特点，针对国家重大战略需求，建设一批具有国际水平、突出学科交叉和协同创新的国家实验室。加快建设大型共用实验装置、数据资源、生物资源、知识和专利信息服务等科技基础条件平台；此外还提出2020年要将研究与试验发展（R&D）经费支出占国内生产总值比重提升到2.5%
《“十三五”国家科技创新规划》	国务院	2016年7月	以提升原始创新能力和支撑重大科技突破为目标，加强大型科学仪器设备、实验动物、科研试剂、创新方法等保障研究开发的科研条件建设，夯实科技创新的物质和条件基础，提升科研条件保障能力；加强国产科研用试剂研发、应用与示范，研发一批填补国际空白、具有自主知识产权的原创性科研用试剂，不断满足我国科学研究和高端检测领域的需求
《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	国务院	2016年11月	要推进适应生命科学新技术发展的新仪器和试剂研发；加快生物产业创新发展步伐，培育生物经济新动力，到2020年形成一批具有较强国际竞争力的新型生物技术企业和生物经济集群
《“十三五”国家基础研究专项规划》	科学技术部等四部门	2017年5月	以提升原始创新能力为目标，完善科学与工程研究类国家科技创新基地建设布局，在重大创新领域组建若干国家实验室，推进国家重点实验室的优化布局和发展；注重研发具有自主知识产权的通用试剂和高端高纯专用试剂
《关于全面加强基础科学研究的若干意见》	国务院	2018年1月	瞄准世界科技前沿，强化基础研究，深化科技体制改革，促进基础研究与应用研究融通创新发展，着力实现前瞻性基础研究、引领性原创成果重大突破，全面提升创新能力，全面推进创新型国家和世界科技强国建设
《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	中国共产党中央委员会	2020年10月	发展战略性新兴产业。加快壮大新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等产业
《长三角科技创新共同体建设发展规划》	科学技术部	2020年12月	聚焦公共安全、食品安全、民生保障、生态环境、智慧城市、智慧医疗等社会发展领域，优化区域科研力量布局，完善民生领域科研体系。加大民生领域科技投入，加强检测试剂、疫苗和生物药物、新型化学药物制剂研制，共同加强传染病防治药物、罕见病药物和高性能医疗设备研发，提高疫病防控和公共卫生领域研发水平和技术储备能力
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	全国人民代表大会	2021年3月	聚焦新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等战略性新兴产业，加快关键核心技术创新应用，增强要素保障能力，培育壮大产业发展新动能。推动生物技术和信息技术融合创新，加快发展生物医药、生物育种、生物材料、生物能源等产业，做大做强生物经济

资料来源：阿拉丁招股说明书、毕得医药招股说明书、近岸蛋白招股说明书、开源证券研究所

资金端，研究与试验发展经费投入带动上游试剂市场规模的快速增长。科研试剂行业发展受益于科研服务行业科研经费投入的持续增长。根据国家统计局数据，近几年全国研究与试验发展（R&D）经费投入力度持续加大，总研发经费从2005年的2450亿元增长至2021年的27956亿元，年均复合增速达16.9%。其中科研院所的科研投入为5898亿元，占比约21%。根据国家科技基础条件平台中心资助项目“高校院所实验试剂需求分析与管理研究”基金项目调研发现，科研试剂、实验耗材支出约占政府隶属研究机构、高等院校研究与试验发展（R&D）经费支出的20%-25%左右，据此估计全国科研试剂耗材总费用约为1180-1475亿元（不包含企

业 R&D 经费投入中的科研试剂及实验耗材支出), 科研试剂与实验耗材达到超千亿市场规模。

图11: 全国 R&D 经费支出逐年稳定增长 (亿元)



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图12: 科研试剂及实验耗材市场规模逐年增长 (亿元)



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

2.2、海外头部企业先发优势明显，中国科研服务企业追赶步伐加快

科研试剂的品质、品种丰富度与渠道建设构成了行业核心壁垒。科研试剂企业下游客户主要为高等院校、科研院所以及高新技术产业和战略性新兴产业研发机构的科学家和一线科研人员，客户分散且大多为研发机构，并不从事生产活动，对产品的诉求更多体现在种类、品质等方面，单类产品需求量有限，对产品价格不太敏感。近年来科研试剂行业发展迅速，科学家所需科研试剂品种较多且技术特点各异，因此作为一线科研人员对科研试剂的需求多样且要求较高的时效性，倾向于一站式采购，这对于试剂供应商提出了较高的要求，需要供应商能够具备一站式、多产品线供应的能力。此外，渠道建设能够满足客户对产品需求的及时性，也是提升行业参与者服务水平的重要因素之一。

图13: 科研试剂的品质、品种丰富度与渠道建设构成了行业核心壁垒

科研试剂行业	自主核心产品的先进性	核心产品的先进性是指参与者的产品在纯度、精密度、稳定性等方面具备优势。
	产品矩阵的完善性	产品矩阵完善性是考虑到下游客户实验的复杂性、对基础实验产品种类需求的多样性，参与者的产品能够根据下游客户实验需求，为其提供合适的产品系列。
	销售网络及仓储物流系统的布局范围	销售网络及仓储物流系统是考虑到客户实验过程中对实验产品需求的及时性，参与者需要提前对行业有深入的服务布局，能够方便、及时、高效的对客户需求进行反应。

资料来源: 阿拉丁公告

海外头部企业在科研服务领域起步早、市占率高，中国科研服务企业数量多、规模小、技术相对落后，与海外头部企业仍存在较大差距。同时，国内科研试剂研发周期长、耗费成本高、更新速度慢，因此产品种类少，难以满足下游科学研究的基本需求。尤其是高端试剂的市场缺口较大，有相当一部分品种尚属空白，只能长期依赖进口解决。目前我国科研服务行业还处于起步阶段，外国厂商在市场竞争中占据主导地位，国内企业通过自主研发或代理经销模式切入市场，满足科研客户的多样化产品需求。其中，大多数国内企业倾向于通过代理外资品牌的方式先做市场，对客户需求和产品情况有了一定了解后再尝试进行进口试剂的复制或仿制，市场主体以小型经销商为主。

表5：外资企业占据科研服务市场绝大部分市场份额（单位：亿元）

科研服务行业	公司名称	特点	收入规模（2022年）
国外公司	赛默飞（Thermo-Fisher）	国际巨头通过跨国收购、集团化经营，横跨科研试剂、实验耗材及仪器设备领域；具备强大的研发能力、响亮的品牌知名度、齐全的试剂品种、布局全球的经营网络以及雄厚的资金实力	3128.15
	默克（Merck）		4128.82
	丹纳赫（Danaher）		2191.83
	安捷伦（Agilent）		491.47
国内公司	阿拉丁	国内科学服务企业以中小型企业为主，往往资金匮乏、规模较小，仅能专注于生产科研试剂、实验耗材或者仪器设备中的某一类产品	3.78
	泰坦科技		26.08
	皓元医药		13.58
	毕得医药		8.34
	义翘神州		5.75
	百普赛斯		4.74

资料来源：Wind、阿拉丁招股说明书、开源证券研究所

国内科研服务企业近年来营收增长稳健，国产替代稳步推进。近几年，我国科研试剂产业竞争格局由外资企业绝对垄断向相对垄断过渡，主要表现为内资品牌部分产品达到了国际同等技术水平或实现了部分进口替代，逐步打破了外企绝对垄断的态势。随着国内经济技术发展以及多年的投入积累效果显现，国产替代路径清晰并进入高速发展轨道，国内企业在技术质量、产品数量、服务配送方面的能力持续提升，以阿拉丁、毕得医药、百普赛斯等为代表的国内科研服务公司近5年来营收增长稳健。未来我国具有研发创新实力的科研试剂企业将通过技术创新、工艺开发等持续研发新的试剂品种，科研试剂国产化趋势将越发明显。

表6：国内科研服务公司逐步建立自身优势，追赶国际行业龙头的步伐加快

公司名称	主营业务	近五年营收增速					科研试剂品种数量
		2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	
阿拉丁	高端科研试剂的研发、生产及销售	31.46%	26.05%	11.74%	22.82%	31.44%	高端化学试剂常备库存产品超过4万种
泰坦科技	一站式科研服务平台，业务范围覆盖科研试剂、特种化学品、科研仪器及耗材、综合服务	39.36%	23.60%	21.01%	56.32%	20.50%	高端试剂超过3万个品种，通用试剂超过2000个品种
义翘神州	生物试剂的研发、生产、销售及技术服务	37.36%	29.88%	782.77%	-39.53%	-40.47%	产品现货品种超过6.8万种
百普赛斯	重组蛋白等关键生物试剂产品及技术服务	48.03%	47.90%	138.47%	56.30%	23.23%	重组蛋白产品种类数超2800种
皓元医药	工具化合物等科研服务	72.56%	36.23%	55.29%	52.61%	40.12%	累计储备超8.7万种分子砌块和工具化合物，其中自主合成超过1.8万种
毕得医药	提供药物分子砌块及科学试剂等产品	/	52.54%	57.47%	54.86%	37.55%	现货库存产品种类数超9.5万种，其中分子砌块为8.6万种，科学试剂为0.9万种

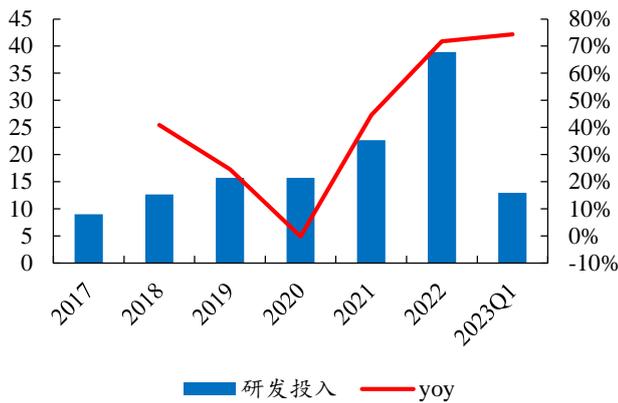
资料来源：Wind、阿拉丁招股说明书、泰坦科技招股说明书、义翘神州年报、百普赛斯年报、皓元医药年报、毕得医药年报、开源证券研究所

3、聚焦自主创新研发，“产品+渠道”构建核心竞争力

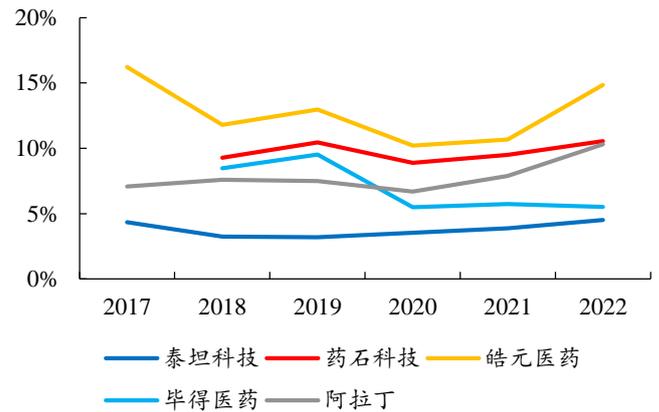
科学服务行业的参与者的主要经营模式包含以下几种：部分生产技术能力较强的参与者主要进行产品生产，为其他规模较大的参与者代工；部分销售能力较强的参与者主要进行产品贸易，不涉及产品研发及生产；部分科研能力较强但规模较小的参与者主要进行某几项领域的产品研发及生产；部分企业提供综合技术服务，参与整个产品研发、产品整合、销售渠道开拓和仓储物流系统建立的产业链。公司自成立以来便专注于发展自有品牌，放弃了同行许多企业选择代理国外品牌快速提高销售额的发展模式，坚持自主开发新品种，保持了行业中较高利润率和竞争优势。

3.1、技术攻关科研试剂重点品种，“研产销”一体化模式雏形初现

针对重点科研试剂品种进行技术攻关，研发投入逐年增长。具体而言，在产品自主研发方面，公司针对我国依靠进口的科研试剂品种重点进行研究分析和技术攻关，加强科研试剂制备过程中核心技术的开发力度，持续进行技术投入、积累、储备和优化，通过自主研发掌握了科研试剂成套制备方法。公司研发投入逐年增长，2022年达3893万元，同比增长71.80%；研发费用率从2020年的6.69%提升至2022年的10.30%，在国内科研试剂公司中保持前列。

图14: 2017-2023Q1 公司研发投入持续增长 (百万元)


数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 公司研发费用率在国内科研试剂公司中保持前列


数据来源: Wind、开源证券研究所

为快速开发新的试剂品种、抢占市场份额，公司积极建设创新研发中心与生产基地。作为技术先导型企业，公司十分注重研究开发与技术创新，目前已设立了超过 3000m² 的研发中心，配有专业技术人员及先进仪器设备，形成了良好的科研环境；12000m² 的化学和生化试剂研发中心正在建设中，预计 2024 年投入使用。同时，目前公司拥有总建筑面积超过 60000m² 的生产基地，另有 77000m² 的药用科研试剂研发生产基地正在规划中，研产销一体化模式初见雏形。

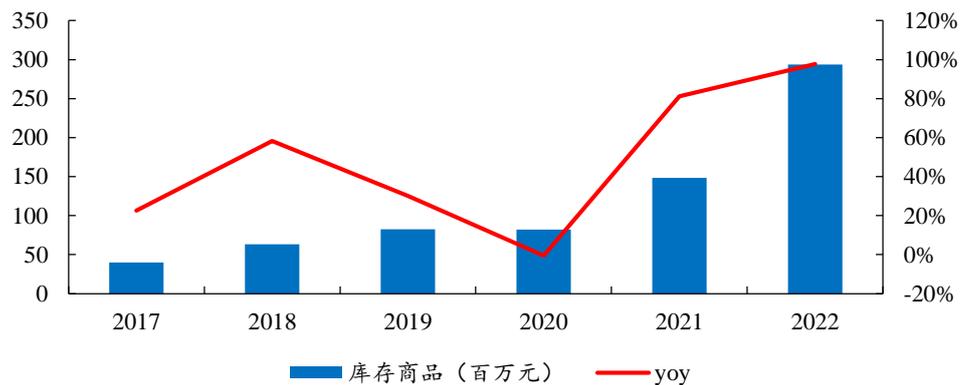
表7: 公司积极推进基础设施建设

类型	基础设施	面积	运营状态
生产基地	阿拉丁第一工厂(红旗港路 1008 号)	建筑面积达 2.8 万平方米	已投入使用
	阿拉丁第二工厂(楚华支路 809 号)	建筑面积达 3.6 万平方米	已投入使用
药用科研试剂	投资达 4 亿元的阿拉丁生命科技园项目	面积达 7.7 万平方米	正在规划中
化学和生化试剂研发中心	阿拉丁上海高纯试剂研发中心	1.2 万平方米	正在建设中, 预计 2023 年建成, 2024 年春节投入使用
蛋白和抗体研发中心	投资达亿元的阿拉丁浦东张江蛋白和抗体研发中心(伽利略路 11 号 7 号楼)	1600 平方米	已投入使用

资料来源: 阿拉丁官网、阿拉丁公告、开源证券研究所

3.2、产品端: 产品线扩充+业务面拓展, 不断打开成长空间

公司科研试剂产品品类齐全, 库存商品总量持续增长。在产品深度方面, 为满足下游科研客户一站式采购的核心需求, 公司依托于成熟的研发工艺体系, 加快新产品研发, 自有品牌 SKU 数量不断上升。自 2021 年起, 公司计划每年开发近 1 万个新产品; 截至 2022 年 4 月, 公司拥有常备库存产品超过 4 万种, 是国内品种最齐全的供应商之一。随着公司产品品类的不断扩充以及前瞻性备货需求的提升, 库存商品金额持续上涨, 2022 年达 2.94 亿元, 同比增长 97.7%。

图16：2017-2022 年公司库存商品总量持续增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

不断拓展四大业务板块产品线，加大对生物试剂板块的布局。在产品广度方面，公司不断拓展四大业务板块产品线，科研试剂产品覆盖药物化学、有机化学、化学生物学、基因组学、蛋白质组学、代谢组学、糖组学等诸多领域，包含合成砌块、合成试剂、化学生物学试剂、催化剂和无机物、高纯试剂、手性试剂、生化试剂、细胞培养试剂、小分子抑制剂等各类产品。现阶段公司正在逐步加大对生物试剂板块的布局，持续拓展生物科学领域产品线，提高生物试剂研发能力，现阶段能够提供的生命科学试剂产品品类超过 4800 种。

图17：公司不断拓展四大业务板块产品线，加大对生物试剂板块的布局


资料来源：阿拉丁招股说明书、开源证券研究所

凭借长期技术积累形成独有的技术配方，部分自主研发产品质量已达到或超过海外竞品。在产品品质方面，公司根据试剂产品的技术指标、参数特征及纯化工艺、合成路线，通过长期研究累积和技术总结，形成了包括纯化配方、合成配方及复配配方技术在内的配方技术。目前公司自主研发的部分试剂产品如苯甲醇（用于 GC 顶空测试， $\geq 99.9\%$ ）、双酚 A 分析标准品（ $> 99.8\%$ ，HPLC）、钨酸（99.999%，metals basis）、金胺 O（90%，用于生物染色）等技术指标已经达到或超过国际先进企业西格玛奥德里奇（Sigma-Aldrich）同类产品。满足下游科研客户对产品的技术条件、规格、用途等方面的严格要求。

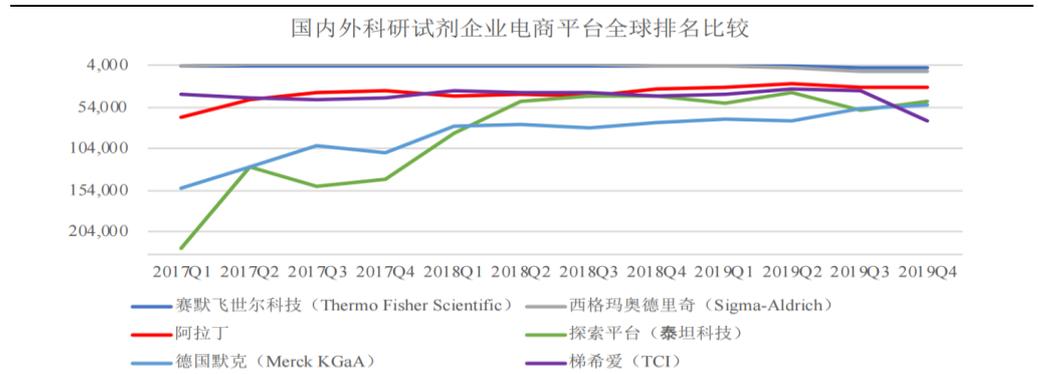
表8：公司部分试剂产品技术指标已达到国际先进水平

产品类别	产品名称	英文名称	CAS号	技术水平	阿拉丁	国药试剂	西格玛奥德里奇
高端化学	碘乙酰胺 (≥99%, NMR)	Iodoacetamide	144-48-9	进口替代	99%, NMR	98%	99%, NMR
	硫代硫酸钠 (五水, 99.999%, metals basis)	Sodium thiosulfate	10102-17-7	进口替代	99.999%	99%	99.999%
分析色谱	苯甲醇 (用于 GC 顶空测试, ≥99.9%)	Benzyl alcohol	100-51-6	国际先进	99.9%	99%	99.5%
	双酚 A 分析标准品 (>99.8%, HPLC)	Bisphenol A	80-05-7	国际先进	99.8%	99.5%	99%
材料科学	N-甲基吡咯烷酮 (电子级, 99.9%)	N-Methyl-2-pyrrolidone	872-50-4	国际先进	99.9%	99.5%	99.5%
	钨酸 (99.999%, metals basis)	Tungstic acid	7783-03-1	国际先进	99.999%	-	99%
生命科学	金胺 O (90%, 用于生物染色)	Auramine O	2465-27-2	国际先进	90%	80%	85%
	萝卜硫素 (95.0%)	DL-Sulforaphane	4478-93-7	国际先进	95%	-	90%

资料来源：阿拉丁招股说明书、开源证券研究所

3.3、渠道端：电商模式把握先发优势，仓储布局持续完善

抓住下游客户消费习惯率先搭建电商平台，注册用户数已超过 18 万名。科研试剂和实验耗材是科研活动经常性消耗品，购买频率高，呈现出多批次、小批量的特点，下游客户分散。公司依托互联网兴起的大背景，在行业中首先建立起电商模式，将供应链管理贯穿于销售、采购、研发、生产、检测及仓储的始终，形成了线下生产、线上销售的经营模式。该模式和科研用品客户分散、购买频繁且单次购买量小的特点相适应，在业内起到了良好的示范效应。截至 2021 年底，公司直接注册用户数量超过 18 万名，随着终端用户口碑的不断积累及影响，公司网站新注册用户数量日益增加，也将增强现有客户的粘性。

图18：阿拉丁在科研试剂企业电商平台排名中追赶势头明显


资料来源：阿拉丁招股说明书

另一方面，科研试剂产品用户的需求时效性较强，发货及时性是影响电商企业客户体验的重要指标。为确保供货及时性、提高客户粘性，公司需要保有大量的现货品种储备，对部分畅销产品进行常规备货，确保该类产品的安全库存。目前公司在全国的五大仓储布局已经形成，其中华东仓库货值最高，华南华北仓库种类齐全，西南仓库和华中仓库也在备货中，能够实现全国五大仓库（华东、华南、华中、华北、西南）同步发货，完善的仓储系统大大提升了公司自身的服务水平。自华北区域的仓库 2022 年年初开始运营以来，华北地区销售收入占比增长明显。目前公司上海总仓面积超过 20000m²，华北、华南、西南、华中仓库面积还在陆续拓展中。

图19：公司全国仓储布局逐渐完善



资料来源：阿拉丁官网

公司积极布局海外市场，已建立 3 家海外子（孙）公司。公司正在积极进行海外布局，通过市场调研把握海外市场需求、进行精准备货，同时通过各项资料进行大数据分析，研判市场热点产品及未来发展方向，有针对性地进行产品开发。公司于 2021-2022 年分别在新加坡、美国、爱尔兰建立了 3 家海外子（孙）公司，目前已经开始向海外仓库发货。在海外销售策略方面，公司计划依旧通过电商模式，并与经销商合作进行销售，在价格策略方面，公司会根据市场供需变化及竞争对手定价策略动态调整产品价格，预计总体价格会高于国内。

表9：公司积极布局海外市场，已建立 3 家海外子（孙）公司

子/孙公司	成立时间	地区	持股比例	主营业务
ALADDIN TECHNOLOGY PTE.LTD.	2021.12	新加坡	100%	高端试剂研发及销售
ALADDIN SCIENTIFIC CORPORATION	2022.1	美国	100%	高端试剂研发及销售
ALADDIN TECHNOLOGY LIMITED	2022.10	爱尔兰	100%	试剂研发及销售

资料来源：阿拉丁 2022 年年报、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

现阶段，阿拉丁坚持自主研发新品，并积极搭建海内外仓储布局，我们预计：

(1) 随着高端化学试剂新品数量持续增加，海外市场的持续开拓，2023-2025年高端化学业务的收入增速为 22.00%、23.00%、24.00%；毛利率基本保持稳定，2023-2025年高端化学业务的毛利率为 58.00%、59.00%、60.00%；

(2) 随着全球生命科学和生物产业快速发展以及公司在生命科学领域的研发力度持续加大，2023-2025年生命科学业务的收入增速为 50.00%、50.00%、50.00%；毛利率基本保持稳定，2023-2025年生命科学业务的毛利率为 60.00%、60.00%、60.00%；

(3) 同时，分析色谱业务有望保持稳健增长，2023-2025年分析色谱业务的收入增速为 25.00%、26.00%、27.00%；毛利率基本保持稳定，2023-2025年分析色谱业务的毛利率为 65.00%、65.00%、65.00%。；

(4) 同时，新材料业务有望保持稳健增长，2023-2025年新材料业务的收入增速为 25.00%、30.00%、30.00%；毛利率基本保持稳定，2023-2025年新材料业务的毛利率为 65.00%、65.00%、65.00%；

(5) 同时，实验耗材业务有望保持稳健增长，2023-2025年实验耗材业务的收入增速为 10.00%、10.00%、10.00%；毛利率基本保持稳定，2023-2025年实验耗材业务的毛利率为 33.00%、33.00%、33.00%；

(6) 随着收入规模不断增加，公司的销售、管理、研发及财务费用率有望稳步下降。

表10：2023-2025年阿拉丁各子版块营收预计稳健增长（单位：百万元）

子版块	财务表现	2022A	2023E	2024E	2025E
高端化学试剂	营收	182.67	222.86	274.11	339.90
	同比增速	23.30%	22.00%	23.00%	24.00%
	毛利率	58.01%	58.00%	59.00%	60.00%
生命科学业务	营收	107.92	161.88	242.82	364.23
	同比增速	61.10%	50.00%	50.00%	50.00%
	毛利率	57.85%	60.00%	60.00%	60.00%
分析色谱业务	营收	48.66	60.83	76.64	97.33
	同比增速	26.62%	25.00%	26.00%	27.00%
	毛利率	62.62%	65.00%	65.00%	65.00%
新材料领域	营收	24.60	30.75	39.98	51.97
	同比增速	20.35%	25.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	64.15%	65.00%	65.00%	65.00%
实验耗材	营收	7.16	7.88	8.66	9.53
	同比增速	-1.24%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	33.24%	33.00%	33.00%	33.00%

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：2023-2025年关键假设数据来自开源证券研究所

4.2、盈利预测与估值

阿拉丁是国内领先的研产销一体化科研试剂制造商，历经 14 年发展，业务涵盖高端化学、生命科学、分析色谱及材料科学四大领域。公司坚持自主研发扩充产品线，并顺应行业发展趋势，加大对生物试剂的研发投入力度。短期看，高端化学业务稳定贡献收入，受益于生命科学领域的快速兴起，生物试剂业务快速成长。中长期看，公司积极开发新试剂品种，“阿拉丁”品牌的市场认可度逐渐提升；同时，公司不断加强渠道端建设，持续完善全国仓储布局，并积极开拓海外市场，有望打开未来的成长空间。我们看好公司长期发展，预计 2023-2025 年归母净利润为 1.32/1.74/2.33 亿元，EPS 为 0.67/0.88/1.18 元，当前股价对应 PE 为 30.4/23.1/17.2 倍。我们选取与公司业务相近的科研试剂头部企业泰坦科技、毕得医药与百普赛斯作比较。与可比公司的平均估值相比，阿拉丁估值相对较低，“研产销”一体化建设凸显核心竞争力，首次覆盖，给予“买入”评级。

表11：与可比公司相比，公司估值合理

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
688133.SH	泰坦科技	63.41	-13.3	80.7	40.9	41.4	93.3	33.2	23.6	16.7
688073.SH	毕得医药	65.9	49.6	39.9	36.9	36.8	29.3	29.4	21.5	15.7
301080.SZ	百普赛斯	59.14	16.9	0.7	26.0	31.0	34.8	34.6	27.5	21.0
	平均		17.7	40.4	34.6	36.4	52.4	32.4	24.2	17.8
688179.SH	阿拉丁	20.29	3.3	43.3	31.3	34.2	43.5	30.4	23.1	17.2

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：泰坦科技盈利预测来自 Wind 一致预期，百普赛斯、毕得医药、阿拉丁盈利预测来自开源证券研究所，数据截止 2023 年 7 月 7 日收盘

5、风险提示

新产品研发失败、核心技术失密、市场竞争加剧、安全生产风险等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	635	1124	1185	1736	2106
现金	349	571	740	978	1312
应收票据及应收账款	24	46	0	0	0
其他应收款	2	3	3	5	6
预付账款	19	61	43	95	91
存货	181	375	330	590	629
其他流动资产	60	69	69	69	69
非流动资产	297	352	415	499	615
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	173	219	278	357	467
无形资产	21	37	37	38	40
其他非流动资产	103	97	100	105	108
资产总计	932	1476	1600	2236	2721
流动负债	61	155	237	806	1173
短期借款	0	0	120	675	1028
应付票据及应付账款	32	101	0	0	0
其他流动负债	29	54	117	130	145
非流动负债	13	346	292	241	198
长期借款	0	326	271	221	178
其他非流动负债	13	20	20	20	20
负债合计	74	502	528	1047	1371
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	101	141	198	198	198
资本公积	539	511	455	455	455
留存收益	218	270	352	444	579
归属母公司股东权益	858	975	1072	1188	1350
负债和股东权益	932	1476	1600	2236	2721

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	15	-43	148	-110	244
净利润	89	92	132	174	233
折旧摊销	10	14	17	20	26
财务费用	-6	-4	-10	1	17
投资损失	-4	0	-1	-1	-1
营运资金变动	-89	-159	10	-302	-28
其他经营现金流	13	13	-1	-2	-2
投资活动现金流	53	-62	-78	-103	-140
资本支出	113	62	80	105	142
长期投资	162	0	0	0	0
其他投资现金流	4	0	2	2	2
筹资活动现金流	-59	320	-20	-104	-124
短期借款	-1	0	120	556	352
长期借款	0	326	-54	-50	-44
普通股增加	0	40	57	0	0
资本公积增加	3	-28	-57	0	0
其他筹资现金流	-60	-18	-85	-609	-433
现金净增加额	9	215	50	-317	-19

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	288	378	490	648	869
营业成本	109	156	198	259	343
营业税金及附加	2	3	3	5	6
营业费用	20	32	39	49	61
管理费用	42	53	64	81	104
研发费用	23	39	49	62	78
财务费用	-6	-4	-10	1	17
资产减值损失	-0	1	0	0	0
其他收益	2	6	4	5	4
公允价值变动收益	0	1	1	1	1
投资净收益	4	0	1	1	1
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	104	106	153	200	268
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	0	1	1	1
利润总额	102	106	152	199	267
所得税	12	13	20	26	34
净利润	89	92	132	174	233
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	89	92	132	174	233
EBITDA	101	124	163	226	317
EPS(元)	0.45	0.47	0.67	0.88	1.18

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	22.8	31.4	29.7	32.2	34.1
营业利润(%)	19.9	2.2	44.5	30.8	33.8
归属于母公司净利润(%)	20.1	3.3	43.3	31.3	34.2
获利能力					
毛利率(%)	62.3	58.7	59.6	60.1	60.5
净利率(%)	31.1	24.4	27.0	26.8	26.8
ROE(%)	10.4	9.5	12.3	14.6	17.3
ROIC(%)	9.3	7.3	8.3	8.3	9.6
偿债能力					
资产负债率(%)	7.9	34.0	33.0	46.8	50.4
净负债比率(%)	-39.9	-23.9	-25.9	-0.6	-1.8
流动比率	10.4	7.2	5.0	2.2	1.8
速动比率	6.9	4.3	3.4	1.3	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	13.6	10.8	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.5	2.3	3.9	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.47	0.67	0.88	1.18
每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	-0.22	0.75	-0.56	1.23
每股净资产(最新摊薄)	4.33	4.66	5.15	5.74	6.56
估值比率					
P/E	45.0	43.5	30.4	23.1	17.2
P/B	4.7	4.4	3.9	3.5	3.1
EV/EBITDA	35.7	30.1	22.6	17.5	12.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn