

阿拉丁 (830793.OC) 化学原料行业

评级: 买入 首次评级

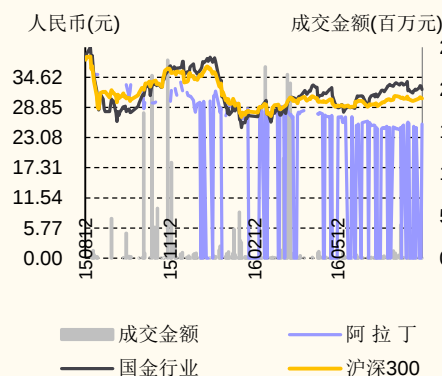
公司深度研究

市场价格(人民币): 25.70 元
目标价格(人民币): 29.00-31.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 19.24
总市值(百万元) 972.75
年内股价最高最低(元) 38.00/24.60
沪深 300 指数 3233.36



国内高端科研试剂及实验耗材仪器专业提供商

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.807	0.787	0.966	1.222	1.549
每股净资产(元)	4.26	6.87	7.84	9.10	10.67
每股经营性现金流(元)	0.96	0.26	0.94	1.25	1.48
市盈率(倍)	N/A	40.68	26.62	21.03	16.59
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	29.53%	23.01%	22.75%	26.55%	26.76%
净资产收益率(%)	17.41%	11.45%	12.31%	13.43%	14.51%
总股本(百万股)	30.00	37.85	37.85	37.85	37.85

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司是高端科研试剂和实验耗材仪器专业提供商。**公司深耕高端科研试剂领域,有分析科学、高端化学、生命科学、材料科学四大产品系列,具有高纯度及标准试剂的自主生产能力;同时公司于 2015 年推出 OEM 方式生产的“芯硅谷”耗材仪器产品,形成“阿拉丁”科研试剂+“芯硅谷”实验耗材仪器两大业务主线。2015 年公司营收 1.01 亿元,毛利率 73.72%,高端化学试剂销售最好,收入占比 65.87%,耗材仪器业务还未形成规模收入。
- **行业增长+进口替代,公司市场空间广阔。**公司产品位于化学试剂的通用化学试剂细分行业,行业增速 8%左右,预计 2014 年通用化学试剂市场规模 55 亿元,占比化学试剂市场 42%。我国科研经费投入超过 10%的增长将继续推动通用化学试剂市场规模的增加。目前国内化学试剂市场中,国际巨头市场份额占比在 80%以上,随着阿拉丁等中高端国产试剂公司的加快研发,国家政策对进口替代的大力支持,未来国产化学试剂企业将逐步实现高端产品的进口替代,国产企业进口替代空间巨大。
- **公司在高端科研试剂领域位于国内企业前列。**国内化学试剂市场,数个国际巨头几乎垄断高端产品市场,众多国产企业在中低端领域激烈竞争。大部分国产企业规模较小、技术传统、品种单一、产品低端,且多为代理,没有自主生产能力,尚未形成具有垄断地位的大型企业。公司自主生产的试剂品种高达 34,000 种,产品定位高端,主要走进口替代路线,位于国内企业前列。
- **电商模式、技术、产品及口碑优势支撑公司持续发展。**品种、客户双分散,化学试剂行业天生适合采用电商模式,公司目前已实现几乎 100%的电商销售;高端化学试剂加工工艺的核心是原料的纯化和研发配方工艺,公司分析测试中心配备的进口仪器达 100 多套,位于行业前列水平,公司掌握的生物活性小分子、衍生化高端科研试剂、无水试剂、荧光试剂等技术为我国高端科研试剂行业中首创;公司产品定位高端、种类丰富,具有远高于行业的毛利率和净利率;产品高质量带来市场好口碑,公司具有较高的市场知名度及美誉度,同时积累了一批高粘性的优质客户。
- **“双引擎”驱动公司未来成长。**对于“阿拉丁”试剂业务,公司扩大产能、持续丰富产品种类,以更好满足客户的个性化需求,同时不断扩张销售区域,提高国内市场渗透率、布局北美海外市场,业绩将持续稳增;对于“芯硅谷”耗材仪器业务,公司新建产能逐步投放,目前种类已经达到 8000 多种,且在持续丰富。依靠已有电商平台,基于公司已有市场口碑及高粘性优

王艺国

联系人
(8621)60937185
wangyiguo@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
(8621)60230235
heguowen@gjzq.com.cn

质客户，与试剂业务协同销售，耗材仪器业务将成为公司业绩新的增长点。

投资建议

- 结合以上分析，我们认为公司深耕化学试剂领域，产品定位高端、种类丰富，具有标准试剂生产能力，位于国内行业前列，主要走进口替代路线，基于国内销售区域扩张和布局海外市场，业绩将持续稳增。同时公司新增“芯硅谷”耗材仪器业务，新建产能逐步投放，通过已有的电商平台，与试剂业务协同销售，是公司未来业绩新的增长点。

估值

- 我们预计公司 2016E-2018E 的收入分别为 1.22、1.56、2.05 亿，净利润分别为 3700 万、4600 万、5900 万。EPS 分别为 0.966、1.222、1.549 元。考虑新三板流动性，按 2016 年 PE30X 予以估值，目标价 29-31 元，给予买入评级。

风险

- 通用化学试剂市场需求低于预期风险。
- 国内市场扩张及海外市场开拓低于预期风险。
- 通用化学试剂市场竞争加剧。一方面西陇科学和光华科技逐步加大通用化学试剂领域高端科研试剂产品的布局，另一方面行业竞争者也逐步纷纷采用电商模式进行销售。
- 公司核心竞争力持续性风险。公司工艺的核心在于纯化和研发配方，其中精密分析仪器的作用十分重要，而这些仪器均为进口，没有保护壁垒，存在潜在进入者风险。
- “芯硅谷”耗材业务推进速度不达预期风险。

内容目录

1. 公司是高端科研试剂和实验耗材仪器专业提供商	5
1.1 公司深耕高端科研试剂领域，扩展实验耗材仪器业务	5
1.2 “订单生产+电商销售”的商业模式	6
1.3 公司近四年营收、净利持续稳增	8
1.4 公司满足创新层标准一，融资节奏良好	9
2. 行业增长+进口替代，我国化学试剂企业迎来发展机遇	10
2.1 我国化学试剂市场增速 10%左右，通用化学试剂增速 8%左右	10
2.2 科研经费持续增长，推动我国化学试剂市场规模不断扩大	11
2.3 高端产品进口替代，国产企业迎来机遇	12
3. 公司在高端科研试剂领域位于国内企业前列	13
3.1 国际巨头占据 80%以上市场，公司位于国内企业前列	13
3.2 “互联网电商”模式领先行业	14
3.3 研发实力强，公司紧跟市场步伐	15
3.4 产品定位高端、种类丰富，公司毛利净利均高于行业	16
3.5 口碑卓越+客户高粘性，公司市场地位稳固	17
4. “双引擎”驱动公司未来成长	18
4.1 “阿拉丁”试剂业务：产能扩张+产品线延长+销售区域扩张	18
4.2 “芯硅谷”耗材仪器业务：配套试剂产品，市场逐步打开	19
5. 投资建议及盈利预测	20
6. 风险提示	22

图表目录

图表 1: 公司“阿拉丁”品牌科研试剂产品	5
图表 2: 公司“芯硅谷”品牌实验耗材仪器产品	5
图表 3: 公司 2015 年收入按产品分解	6
图表 4: 公司 2015 年收入按地域分解	6
图表 5: 公司主要面向四大类终端客户	6
图表 6: 公司 2015 年前五大客户	7
图表 7: 公司电商平台“阿拉丁”网站	7
图表 8: 公司电商平台提供四大服务	7
图表 9: 公司 2015 年前五大供应商	7
图表 10: 2012-2015 年公司营收复合增速 26.46%	8
图表 11: 2012-2015 年公司净利复合增速 29.13%	8
图表 12: 2012-2015 年公司毛利率、净利率较为稳定	8
图表 13: 2012-2015 年公司费用率较为稳定	8
图表 14: 2012-2015 年公司分产品收入（万元）	9
图表 15: 2012-2015 年公司分产品毛利率	9

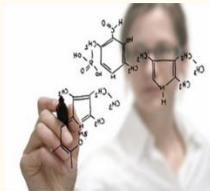
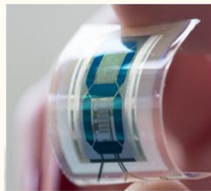
图表 16: 2011-2015 年公司经营情况	9
图表 17: 2012-2015 年公司资金效率和员工效率	9
图表 18: 公司股权结构	10
图表 19: 公司新三板融资节奏良好	10
图表 20: 化学试剂所属行业及分类	11
图表 21: 化学试剂按纯度分类	11
图表 22: 2007-2015 年中国化学试剂市场规模	11
图表 23: 预计 2014 年中国化学试剂市场结构	11
图表 24: 2005-2015 年中国科研经费 (R&D) 投入	12
图表 25: 2014 年我国科研经费投入分解	12
图表 26: 2005-2014 年我国企业研发投入规模	12
图表 27: 高端化学试剂行业国内外生产厂商	13
图表 28: 化学试剂行业天生适合电商销售	14
图表 29: 公司“互联网电商”模式的优势	15
图表 30: 化学试剂各电商网站运营对比	15
图表 31: 公司研发部门结构	16
图表 32: 2012-2015 年公司持续加大研发投入	16
图表 33: 公司技术人员占比达 29%	16
图表 34: 公司本科学历以上员工占比达 39.41%	16
图表 35: 2015 年公司毛利率 73.72%，远高于行业	17
图表 36: 2015 年公司净利率 29.38%，远高于行业	17
图表 37: 公司产品种类和国际厂商的对比	17
图表 38: 化学试剂行业天然具有高客户粘性	18
图表 39: 公司“阿拉丁”试剂基地鸟瞰图	19
图表 40: 公司芯硅谷耗材基地鸟瞰图	20
图表 41: 主板及三板可比化学试剂及实验耗材仪器公司估值对比	21
图表 42: 分产品的盈利预测	22

1. 公司是高端科研试剂和实验耗材仪器专业提供商

1.1 公司深耕高端科研试剂领域，扩展实验耗材仪器业务

- 上海阿拉丁生化科技股份有限公司成立于 2009 年，是集研发、生产和销售为一体的高端科研试剂和材料专业提供商，2015 年公司又推出“芯硅谷”品牌实验耗材仪器业务，形成了“阿拉丁”科研试剂+“芯硅谷”实验耗材仪器两大业务线。
- 公司目前主营八大产品系列。公司在科研试剂领域有分析科学、高端化学、生命科学、材料科学四大产品系列，目前产品种类超过 34,000 种，现货总量 20,000 多种，各种规格型号产品 SKU 总量高达 60,000 多种，并持续增长；公司在实验耗材仪器领域目前有耗材、器具、器皿和仪器四大产品系列，产品种类已达到 8,000 多种。

图表 1：公司“阿拉丁”品牌科研试剂产品

分析科学	高端化学	生命科学	材料科学
			
代表产品 卡尔菲休水分试剂、分析标准品、无水溶剂、离子对色谱系列试剂、衍生试剂	代表产品 拉布催化剂、格氏试剂、吡啶等	代表产品 聚乙二醇修饰剂、荧光试剂、氨茶碱、氯化乙酰硫代胆碱	代表产品 碳纳米管、浴铜灵
主要用途 离子传感器材料，色谱和生物分离介质，分析标准等。	主要用途 药物化学，如有机和杂环砌块，有机金属试剂，催化和无机化学，不对称合成等。	主要用途 分子生物学，抗体，细胞培养，癌症研究，功能基因组学，蛋白组学等。	主要用途 替代能源、生物材料、金属和陶瓷科学、纳米材料、微纳电子材料、高分子等。

来源：公开转让说明书，公司官网，国金证券研究所

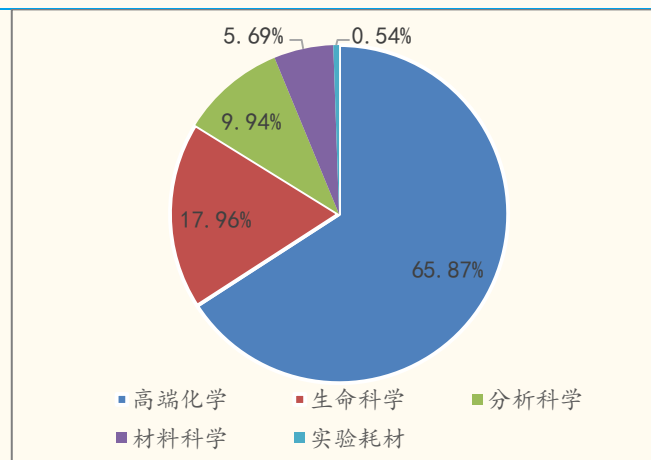
图表 2：公司“芯硅谷”品牌实验耗材仪器产品

耗材	器具	器皿	仪器
			
代表产品 防护服、袋子、刷子、细胞培养、色谱耗材各类实验用耗材。	代表产品 酒精灯、干燥器、钳子、解剖器具、放大镜等各类实验用器具。	代表产品 烧杯、烧瓶、量筒、滴定管、漏斗、坩埚等各类瓶管试验用器皿。	代表产品 密度计、比重计、电极、温湿度仪器、量具量仪等各类实验用仪器

来源：公开转让说明书，公司官网，国金证券研究所

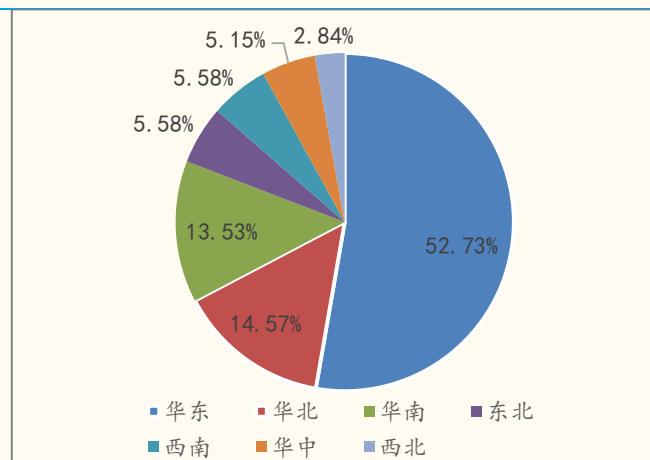
- 高端化学试剂为公司主要收入来源，收入占比 **65.87%**。2015 年公司营收 10,133.08 万元，从产品结构看，高端化学试剂销售最好，收入占比 65.87%；从销售地域看，公司产品目前主要在国内销售，华东地区销售最好，收入占比 52.73%。

图表 3：公司 2015 年收入按产品分解



来源：Choice，国金证券研究所

图表 4：公司 2015 年收入按地域分解

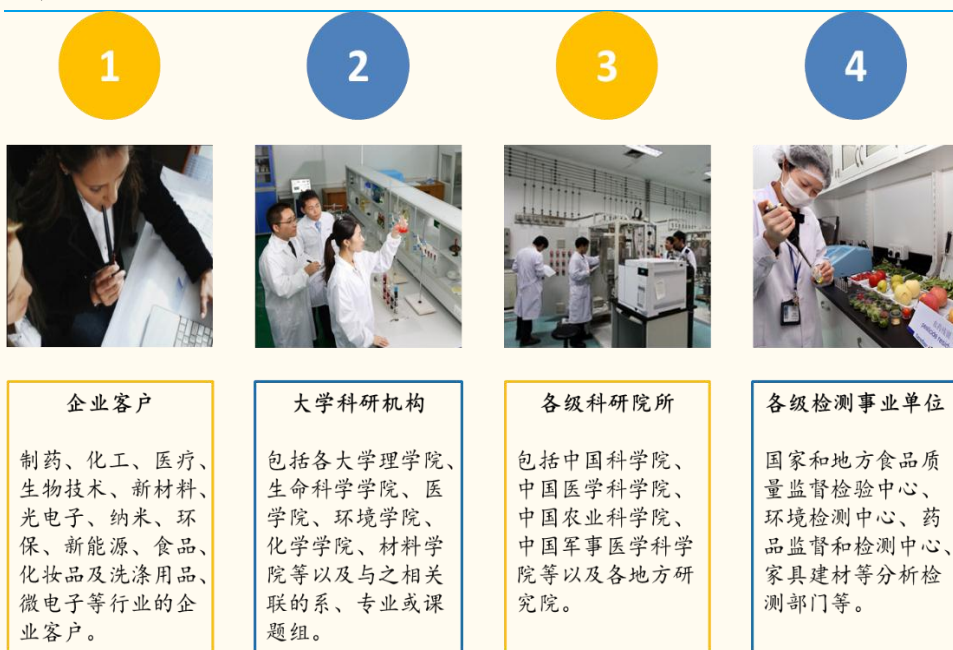


来源：Choice，国金证券研究所

1.2 “订单生产+电商销售”的商业模式

- 公司面向企业研发部门、大学科研机构、国家和地方科研院所和国家地方检测事业单位等客户，提供高端科研试剂和实验耗材仪器两类产品，以 ERP 系统按订单生产，以电子商务模式销售给客户，形成了“线上订单—线下生产—线上销售—线下物流”闭环商业模式。
- **四类客户：**公司的终端客户主要有四大类，企业研发部门、大学科研机构、国家和地方科研院所、国家和地方检测事业单位。其中大学科研机构和企业研发部门是公司的主要客户，近年来大学科研机构客户收入稳中有增，企业研发部门客户收入增速较快；公司直接客户一部分是终端客户，一部分是经销商，终端客户占比更高。

图表 5：公司主要面向四大类终端客户



来源：公司调研，国金证券研究所

图表 6：公司 2015 年前五大客户

序号	客户名称	销售金额 (万元)	年度销售占比	是否存在关 联关系
1	南京晚晴化玻仪器有限公司	272.46	2.69%	否
2	上海思域化工科技有限公司	196.04	1.93%	否
3	国药集团化学试剂有限公司	182.48	1.80%	否
4	浙江大学	143.39	1.42%	否
5	上海昀冠机电设备有限公司	141.44	1.40%	否
合计		935.80	9.24%	-

来源：公司 2015 年年报，国金证券研究所

- **电商销售：**公司收入目前几乎全部来自于线上销售。公司建立自主的电商平台（<http://www.aladdin-e.com>），为客户提供产品查询、客服咨询、产品下单、在线支付四大服务。同时公司还积极开发手机网站和 APP 模式，另外客户也可通过手机和固定电话等方式实现预定。公司正努力打造串联“互联网”、“移动互联网”、“通讯网”的“三网合一”营销模式。

图表 7：公司电商平台“阿拉丁”网站



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 8：公司电商平台提供四大服务



来源：公司官网，国金证券研究所

- **生产模式：**公司建立了 ERP 内部管理系统，对接电商平台的订单信息。对于**高端科研试剂产品**，公司自主生产，采用订单生产式生产并保持适量库存，从而既保证了产品的高质量，又能做到快速、高效的供应；对于**实验耗材仪器产品**，公司采用 OEM 生产方式，同样采用 ERP 系统进行订单、生产、库存的管理。
- **原料采购：**公司的采购主要为原材料，原材料成本占到产品成本的 85%以上。公司大约需要采购 20,000 多种试剂原料，采购较为分散。目前，市场上能提供公司所需原材料的企业较多，竞争充分，不存在原材料的供应依赖问题，价格波动一般不大。

图表 9：公司 2015 年前五大供应商

序号	供应商名称	采购金额 (万元)	年度采购占比	是否存在关 联关系
1	景明化工股份有限公司	184.59	4.13%	否
2	上海保瑞纸品有限公司	97.11	2.17%	否
3	上海诗董贸易有限公司	65.04	1.46%	否
4	江苏信达医药科技有限公司	60.44	1.35%	否
5	广州化学试剂厂	57.72	1.29%	否
合计		464.90	10.40%	-

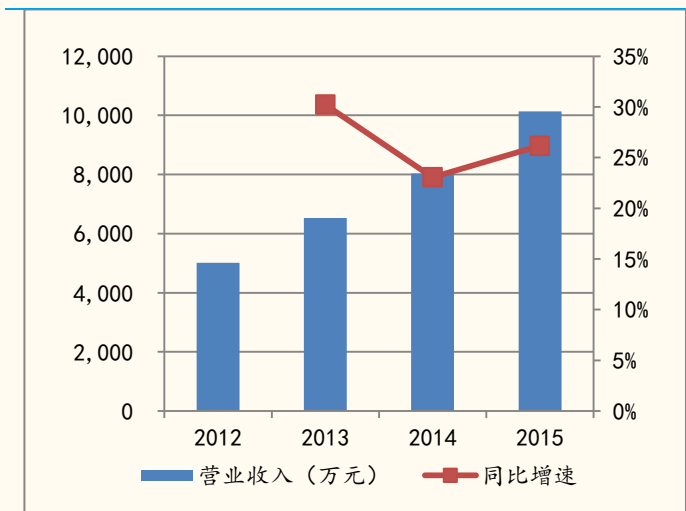
来源：公司 2015 年年报，国金证券研究所

- **仓储物流**：公司已建立起现代化的仓储管理系统及物流网络。仓储上，公司在上海和天津拥有两个仓库分拨中心，可以满足南北地区不同客户的订购需求，有效减少物流成本、缩短配送时间；物流上，公司通过有危险化学品运输资质的物流企业进行物流配送运输。

1.3 公司近四年营收、净利持续稳增

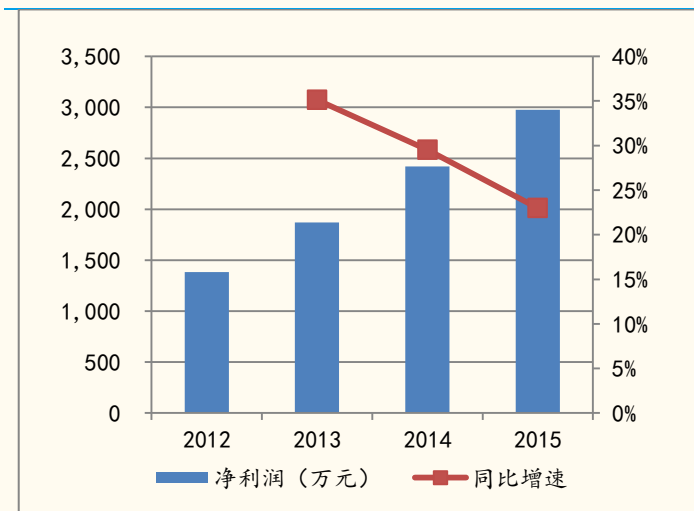
- **公司近四年营收、净利 CAGR 分别为 26.46%、29.13%**。公司 2015 年营收 10,133.08 万元，同比增长 26.18%，近五年复合增速 26.46%；公司 2015 年净利润 2,977.48 万元，同比增长 23.01%，近五年复合增速 29.13%。

图表 10：2012-2015 年公司营收复合增速 26.46%



来源：WIND，国金证券研究所

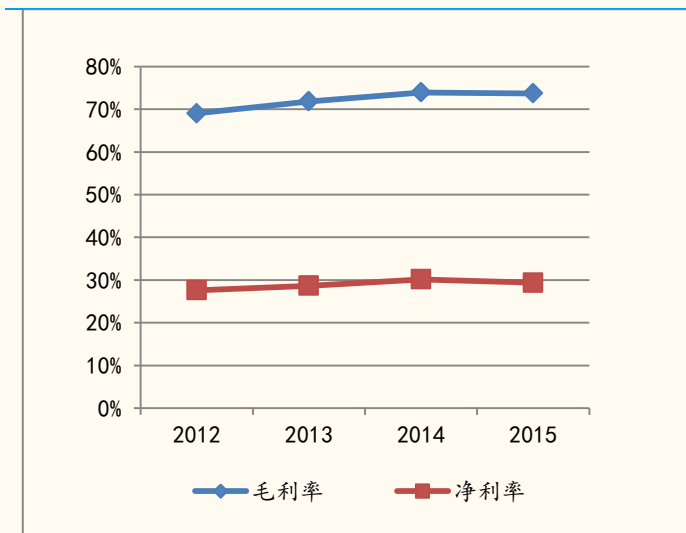
图表 11：2012-2015 年公司净利复合增速 29.13%



来源：WIND，国金证券研究所

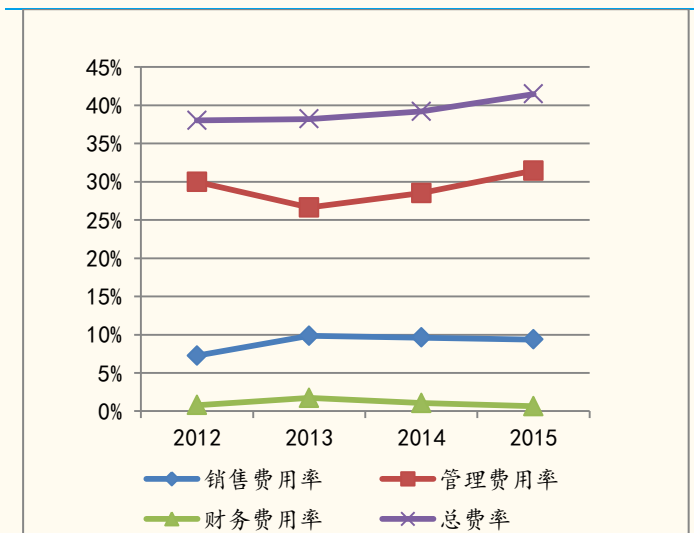
- **2015 年公司毛利率、净利率分别为 73.72%、29.38%，较为稳定**。毛利率方面，公司产品定位在高端科研试剂，毛利率较高；费用率方面，公司销售和财务费率均较为稳定，管理费用率略有上升，总费率稳中略升；净利率方面，毛利率和费用率的稳定带来了净利率的稳定。

图表 12：2012-2015 年公司毛利率、净利率较为稳定



来源：WIND，国金证券研究所

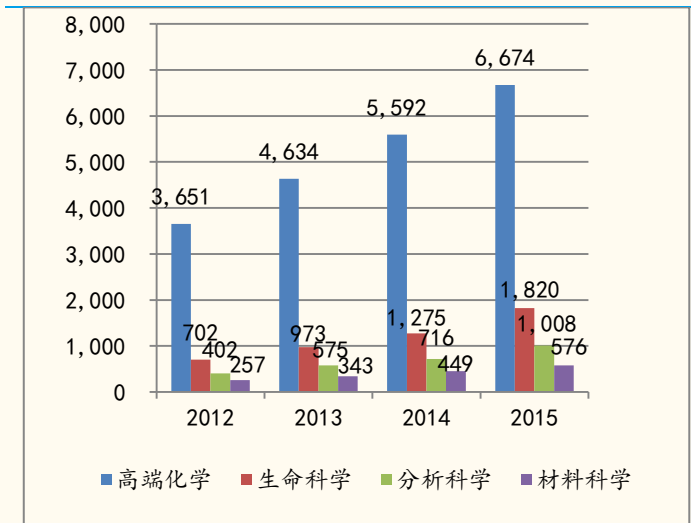
图表 13：2012-2015 年公司费用率较为稳定



来源：WIND，国金证券研究所

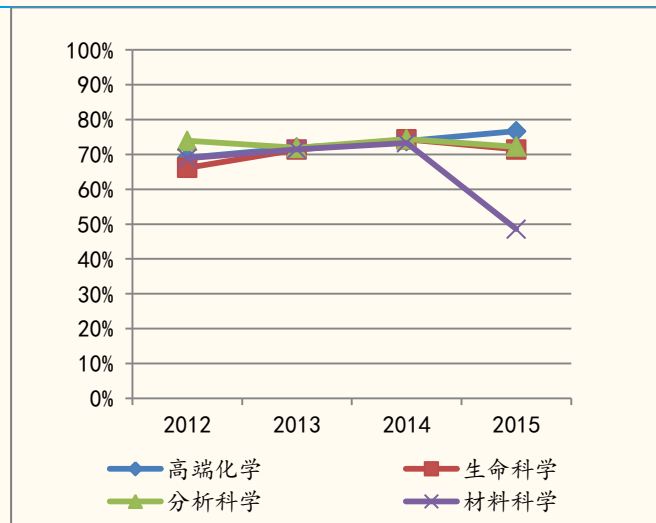
- **收入分产品看**，公司科研试剂四类产品收入均稳步增长，2015 年公司的“芯硅谷”耗材仪器产品收入 55.12 万元，收入规模还较小；**毛利率分产品看**，公司科研试剂四类产品毛利率历年均较为一致和稳定，只有 2015 年材料科学毛利率下滑至 48.59%，新业务“芯硅谷”耗材仪器产品毛利率也较高，为 77.82%。

图表 14: 2012-2015 年公司分产品收入 (万元)



来源: WIND, 国金证券研究所

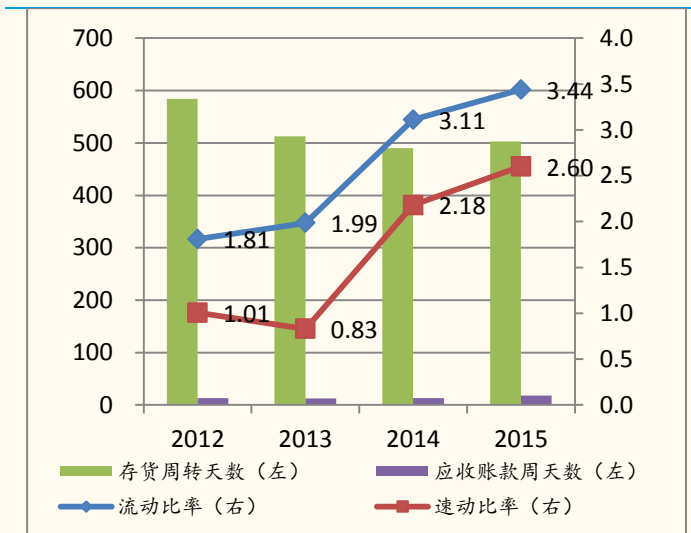
图表 15: 2012-2015 年公司分产品毛利率



来源: WIND, 国金证券研究所

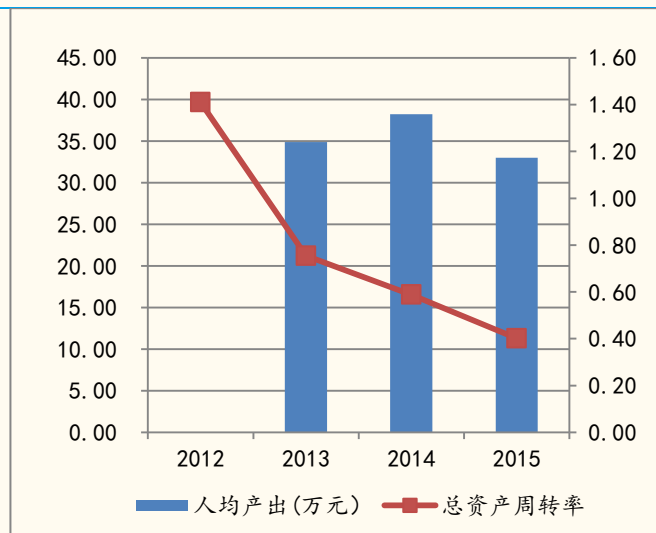
- 公司存货周转天数较高, 原因系公司订单生产并保持一定库存, 原材料及产品存货一直处于较高水平, 加上公司 2015 年开始大量备货“芯硅谷”耗材仪器产品, 所以存货周转较慢; 公司应收账款周转天数仅为 18 天, 效率较高; 公司流动比率和速动比率 2015 年分别为 3.44 和 2.60, 公司货币资金充沛, 偿债能力很好; 公司总资产周转率逐年降低, 人均产出在 35 万元左右。

图表 16: 2011-2015 年公司经营情况



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 17: 2012-2015 年公司资金效率和员工效率

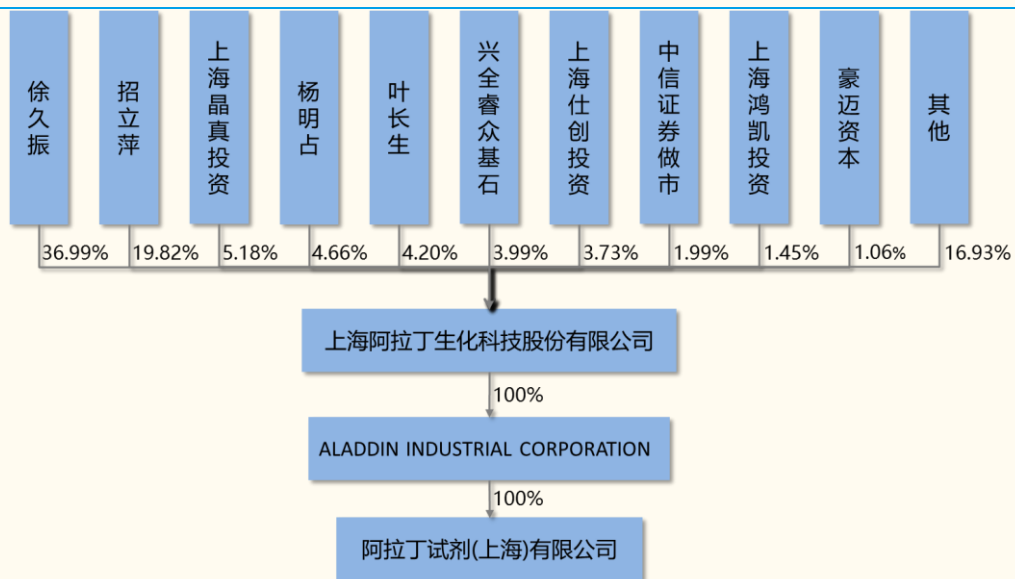


来源: WIND, 国金证券研究所 注: 人均产出=营业收入/员工总数

1.4 公司满足创新层标准一, 融资节奏良好

- 公司的控股股东为徐久振, 实际控制人为徐久振、招立萍夫妇。徐久振直接持股比例为 36.99%, 现担任公司技术总监; 招立萍直接持股比例为 19.82%, 担任公司董事长兼总经理, 徐久振、招立萍夫妇共计直接持股 56.81%, 通过仕创投资间接持股 3.73%, 两人为公司共同实际控制人。

图表 18：公司股权结构



来源：公司 2015 年年报，国金证券研究所

- 公司 2014 年 6 月 12 日挂牌新三板，主办券商为中信证券。2015 年 5 月 8 日转为做市交易，目前做市商 2 家，分别为中信证券、兴业证券。公司满足创新层的标准一，公司挂牌后已完成 4 次定向增发，融资节奏良好，融资的主要用途一是进行试剂和耗材仪器生产基地的建设，二是补充流动资金。

图表 19：公司新三板融资节奏良好

公告日期	融资方向	最新进度	发行价格 (元/股)	发行股数 (万股)	募集资金总 额(万元)	募集资金用途
2014/11/17	投资者	实施完成	13.95	265.00	3696.75	奉贤化工园区工厂建设及补充流动资金
2015/03/10	券商做市	实施完成	6.50	50.00	325.00	补充流动资金
2015/03/10	股权激励	实施完成	3.00	195.90	587.70	补充流动资金
2015/09/02	投资者	实施完成	30.00	274.10	8223.00	补充流动资金

来源：公司公告，国金证券研究所

2. 行业增长+进口替代，我国化学试剂企业迎来发展机遇

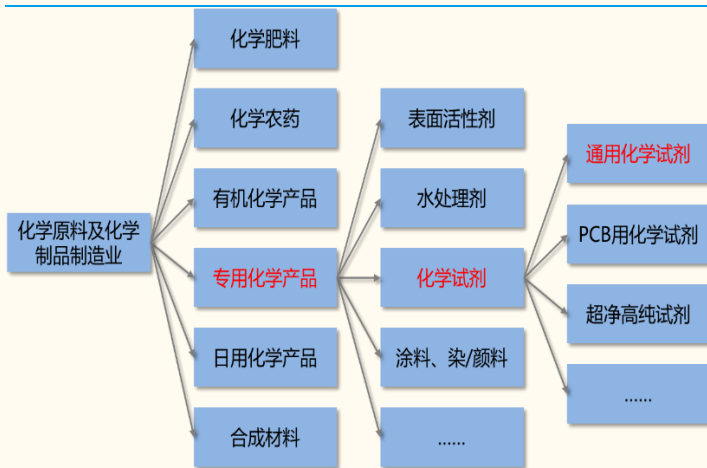
2.1 我国化学试剂市场增速 10%左右，通用化学试剂增速 8%左右

- 工业级化学品对纯度和各种杂质的规格精度要求往往较低，多用于传统、大宗产品的生产，化学试剂是在工业级化学品基础上提纯制得的精细化工产品。

按用途分类，化学试剂可分为通用化学试剂、PCB 用化学试剂、超净高纯试剂等。通用化学试剂是化学试剂的主要种类，广泛用于工业、教育、科研、医疗、精细化工等领域，PCB 用化学试剂主要用于印刷电路板，超净高纯试剂主要应用于大规模、超大规模集成电路、电子元器件、高端普通芯片、分立器、太阳能电池等高科技领域；**按纯度分类**，可分为实验纯试剂、化学纯试剂、分析纯试剂、优级纯试剂、高纯试剂及基准试剂，其中化学纯、分析纯、优级纯及基准试剂为主要品种。

公司生产的化学试剂属于通用化学试剂，各类纯度及基准试剂均有自主生产能力，主要用于科研实验及测定分析。

图表 20：化学试剂所属行业及分类



来源：2014 年化学试剂行业分析报告，国金证券研究所

图表 21：化学试剂按纯度分类

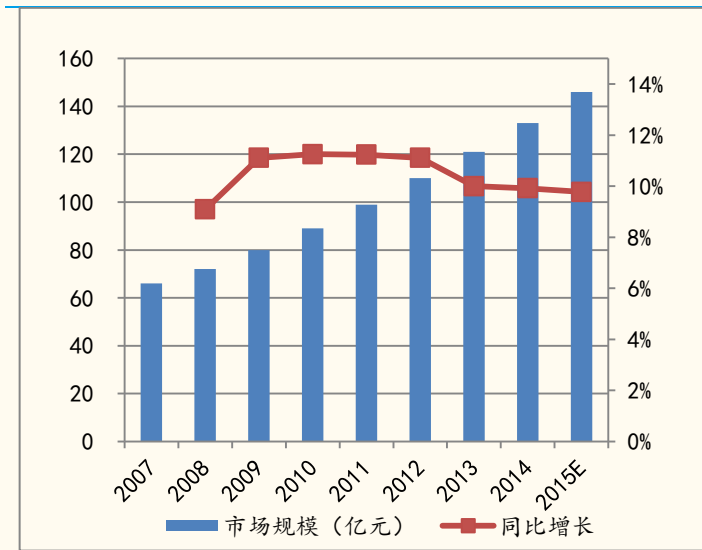
纯度等级	主含量	适用范围
实验纯	≥ 90%	主成分含量高、纯度较差，杂质含量不做选择，只适用于一般化学实验和合成制备。
化学纯	≥ 99.5%	主成分含量高、纯度较高，存在干扰杂质，适用于要求较高的化学实验和合成制备。
分析纯	≥ 99.7%	主成分含量很高、纯度较高，干扰杂质很低，适用于一般科学研究及工业分析。
优级纯	≥ 99.8%	主成分含量很高、纯度很高，适用于精确分析和研究工作，有的可作为基准物质。
高纯试剂	≥ 99.99%	纯度比优级纯更高，杂质含量比优级试剂低 2 个、3 个、4 个或更多数量级，有些可作为基准物质。
基准试剂	≥ 99.99%	纯度很高、杂质很少，组分恒定，专门作为基准物用，可直接配制标准溶液。

来源：2014 年化学试剂行业分析报告，网络资料整理，国金证券研究所

- 从化学试剂市场来看，根据中国化工信息中心统计，2009 年国内化学试剂行业的市场规模约为 80 亿元。2014 年我国化学试剂市场规模达到 133 亿元，2007-2014 年复合增速达到 10.53%，预计 2015 年国内化学试剂行业的市场规模将超过 146 亿元。

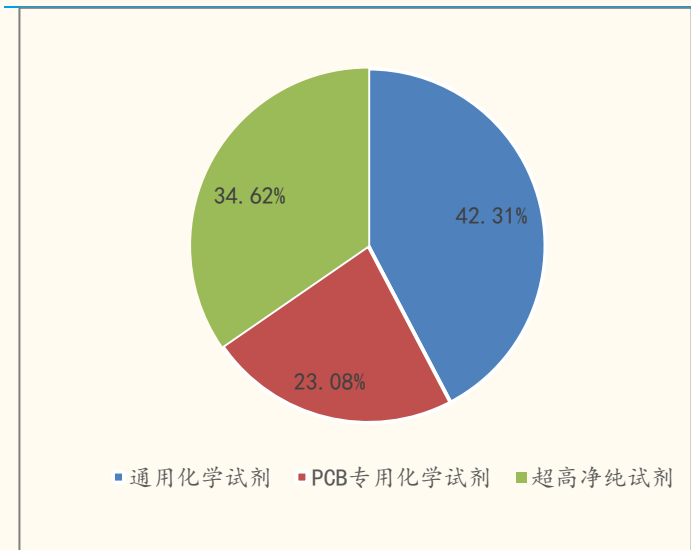
从通用化学试剂市场来看，2009 年国内通用化学试剂的市场规模为 38 亿元，占国内化学试剂市场规模的 47%。预计 2009-2014 年国内通用化学试剂市场规模的年均增长率为 8%，预计 2014 年国内通用化学试剂的市场规模将超过 55 亿元，占国内化学试剂市场规模的 42%以上。

图表 22：2007-2015 年中国化学试剂市场规模



来源：中国化工信息中心，国金证券研究所

图表 23：预计 2014 年中国化学试剂市场结构

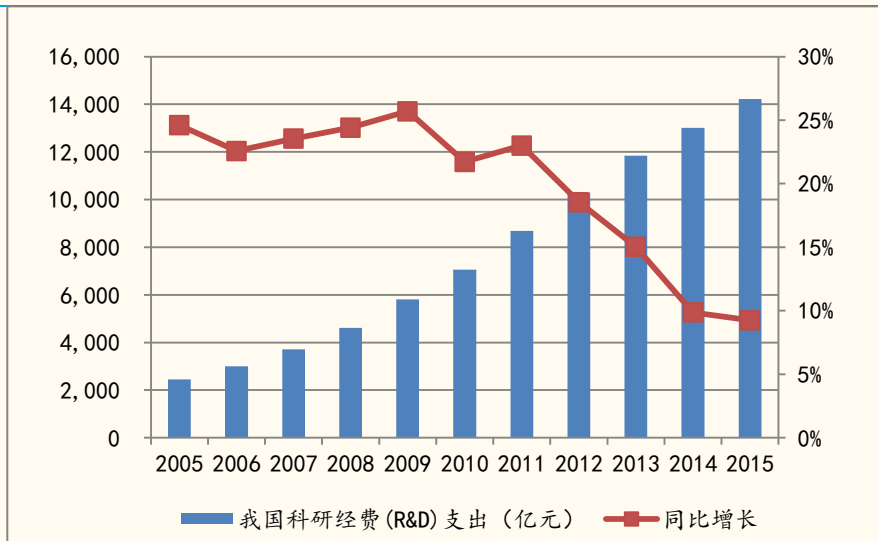


来源：中国化工信息中心，国金证券研究所

2.2 科研经费持续增长，推动我国化学试剂市场规模不断扩大

- 创新型国家是我国重要的发展战略之一，2016 年 5 月国务院印发《国家创新驱动发展战略纲要》，再次强调科技创新是提高社会生产力和综合国力的战略支撑，必须摆在国家发展全局的核心位置。在这一背景下，我国科研经费 (R&D) 持续快速增长，根据《2015 年国民经济和社会发展统计公报》，2015 年中国的科研经费 (R&D) 总投入达到 14,200 亿元，GDP 占比 2.1%，相较于 2014 年增加了 1204.4 亿元，增速为 9.25%。
- 《国家创新驱动发展战略纲要》要求 2020 年我国研究与试验发展 (R&D) 经费支出占国内生产总值比重达到 2.5%，按此推算，未来五年我国科研经费 (R&D) 投入复合增速将在 10%以上。

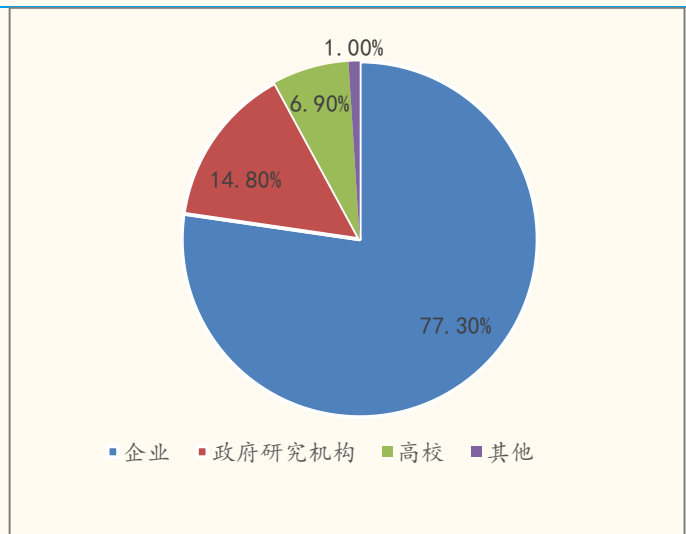
图表 24：2005-2015 年中国科研经费 (R&D) 投入



来源：历年全国科技经费投入统计公报，2015 年国民经济和社会发展统计公报，国金证券研究所

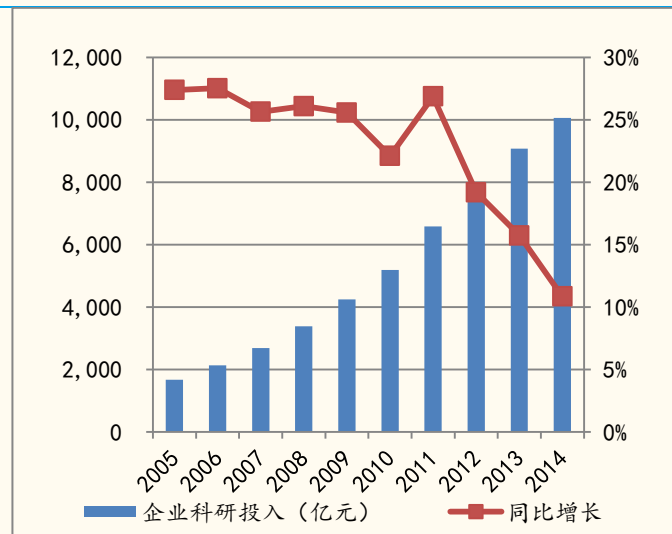
- **企业研发市场是化学试剂市场未来的重要增长点。**化学试剂市场一般高校院所客户占比较高，近年来企业客户快速增长，占比越来越高。我国科研经费投入中，企业科研投入占比达到 70%以上，随着企业科研投入的持续增加及企业科研投入中化学试剂比重增加，企业研发市场将是化学试剂市场未来的一个重要增长点。

图表 25：2014 年我国科研经费投入分解



来源：2014 年全国科技经费投入统计公报，国金证券研究所

图表 26：2005-2014 年我国企业研发投入规模



来源：历年全国科技经费投入统计公报，国金证券研究所

2.3 高端产品进口替代，国产企业迎来机遇

- 由于技术研发落后，目前国内化学试剂市场上，高端科研试剂产品基本被国际巨头垄断，国际巨头占领超过 80% 的市场份额，国产企业则集中在中低端产品市场。
- 目前国际上流通的化学试剂超过 20 万种，国产企业有能力生产的却不超过 5 万种，尤其是高端科研试剂产品缺口更大。随着阿拉丁等中高端国产试剂公司的加快研发，国家政策对进口替代的大力支持，未来国产化学试剂企业将逐步实现高端产品的进口替代，国产企业进口替代空间巨大。

3. 公司在高端科研试剂领域位于国内企业前列

3.1 国际巨头占据 80%以上市场，公司位于国内企业前列

- 目前国内化学试剂市场格局为：数个国际巨头几乎垄断高端产品，占据 80% 以上的市场份额，众多国产企业在中低端领域激烈竞争。国内厂商数量较多，目前有超过 400 家企业获得了相关生产许可，但大部分企业规模较小、技术传统、品种单一、产品低端，尚未形成具有垄断地位的大型企业。公司在国内化学试剂企业中产品定位高端、产品线丰富，主要走进口替代路线，位于国内行业前列。
- 目前高端科研试剂国内外厂商：国外厂商主要有美国 Sigma-Aldrich（2014 年被德国 Merck 收购）、美国 Thermo Fisher、德国 Merck、英国 Alfa Aesar、日本 WAKO、日本 TCI 等企业；国内厂商主要有西陇科学、百灵威科技、广东光华科技、阿拉丁、南京试剂、安普实验、广州化学试剂、泰坦科技、月旭科技、上海麦克林等。

图表 27：高端化学试剂行业国内外生产厂商

企业分类	企业名称	业务情况
国外企业	美国 Sigma-Aldrich	主要从事生物/化学试剂业务，包括：1) 实验室化学品；2) 分析试剂及生化产品；3) 生物技术研究特殊试剂盒；4) 生物制药及临床诊断。全球最大的化学试剂供应商，旗下包括 Sigma、Aldrich、Fluka、Rdh 等数个品牌，产品线完整，配套服务质量高，价格高，整体收入约 30 亿美元。
	美国 Thermo Fisher	主要产品为化学试剂和各种实验仪器。在试剂方面 Thermo Fisher 都是通过收购公司或者代销，目前其在中国最有影响力的品牌为比利时的 ACROS 化学试剂，主要涉及有机、无机领域，2015 年收入 169 亿美元。
	德国 Merck	主要从事制药业务及化工业务，包括：1) 生命科学用化学品；2) 化妆品用化学品；3) 食品用化学品；4) 液晶及液晶混合物；5) 药用化学品；6) 涂料、塑料涂层用化学品。全球化的医药化工企业集团，在 53 个国家设立分公司，拥有员工约有 4,0000 人，整体收入规模超过 100 亿欧元，2014 年收购美国 Sigma-Aldrich。
	英国 Alfa Aesar	主要从事研发，生产和销售各种金属纯元素、高纯金属氧化物及卤化物等。高纯无机试剂方面在国内具有一定竞争力，收入超规模过 4 亿美元。
	日本 WAKO	主要从事化学试剂的生产开发，1) 生物化学类；2) 分析用试剂；3) 环境分析用试剂；4) 合成用试剂；5) 新材料研究用试剂；6) 实验室用清洗剂；7) 分析设备；8) 临床诊断试剂。全球领先的实际制造厂商，产品种类全面，涵盖了生物化学、分析化学、有机化学、环境分析、食品和医药品分析、高纯度及认证标准品等 6 万种试剂，收入规模超过 8 亿美元。
	日本 TCI	主要产品为特殊有机化学试剂，新的有机化学品及各种中间体的委托合成。公司供货系统快捷且有机试剂产品线丰富，收入规模超过 4 亿美元。
A 股上市	西陇科学	创立于 1987 年，现已具有 1,000 多种化学试剂产品研发和生产能力，已经发展成为化学试剂集成供应商，主要产品包括化学试剂（超净高纯化学试剂、PCB 用化学试剂、通用化学试剂）、原料药及食品添加剂、化工原料及其他多个系列，2015 年营收 25.14 亿元，其中通用化学试剂收入 6.96 亿元。
	光华科技	主要从事 PCB 化学品、化学试剂等专用化学品的研发、生产、销售和服务。34 项专利，主持 12 项化学试剂国家标准和 1 项化学试剂行业标准的修订。公司已有 62 个化学试剂产品经国家标准化管理委员会和广东省质量技术监督局审核，被确认为采用国际标准产品。公司 2015 年收入 8.63 亿元，其中化学试剂收入 2.73 亿元。
新三板挂牌	阿拉丁	主要从事研发用高端科研试剂和实验耗材仪器业务。公司为国内行业领先者，化学试剂产品自产种类高达 34,000 种，较早采用电商销售模式，销售额超过 1 亿元，竞争优势明显。
	泰坦科技	公司通过自主研发、品牌运营、品牌代理、集成打包服务等方式为生物医药、新材料、新能源、化工化学、精细化工、食品日化、分析检测等领域的实验室提供全方位的综合服务。2015 年公司营收 2.68 亿，其中科研试剂收入 1.92 亿元，实验仪器耗材收入 0.65 亿元
	月旭科技	公司是一家色谱分离纯化耗材提供商，主营业务为：色谱分离材料的研发、生产和销售。公司主要产品包括色谱柱、固相萃取柱和色谱填料，其中色谱柱是公司最主要的产品。公司提供的产品和服务广泛应用于制药、食品、环保、检测和精细化工等领域。公司 2015 年收入 4333 万，基本均为耗材收入。
	南京试剂	公司长期耕耘在化学试剂领域，在国内化学试剂行业位于前列，2014 年 9 月被全国化学试剂信息站和中国化学试剂工业协会评为“中国化学试剂行业十强企业”。主要产品有化学试剂、药用辅料、催化剂、电子化学品等十余类共 1300 多种。公司 2015 年收入 1.83 亿元，

		其中试剂收入 0.96 亿元。
	安谱实验	公司主要从事实验室用品,包括实验室用仪器、试剂和标准品、实验室耗材的批发、销售和生
	百灵威科技	产。公司 2015 年收入 2.15 亿元,其中耗材仪器收入 1.46 亿元,试剂收入 0.69 亿元。
未上市、挂牌	广州化学试剂	百灵威科技有限公司是主营产品为化学试剂及耗材仪器。产品品类达 600,000 余种,包括高纯有机试剂、无机试剂、生化试剂、分析试剂、标准品、金属有机催化剂、医药中间体、超精细材料、以及实验室仪器、耗材等众多产品。
	上海麦克林	广州化学试剂厂成立于 1965 年,主营产品为化学试剂、精细化学品。产品种类 3000 多种规格,服务于电子、电镀、日化、科研、制药、生化等行业。
		麦克林成立于 2013 年,公司总部设在上海浦东新区张江高科技园区,在美国加州、北京、广州、成都、武汉、郑州等主要城市设立有分公司和办事处,可为全球客户提供便捷全方位的服务。公司目前产品已达 20000 多种,并呈持续增长态势。产品包括通用试剂、药物合成试剂、手性化合物、催化剂及配体、分析试剂、生物试剂等。

来源: 公司公开转让说明书, 光华科技公开转让说明书, 网络资料整理, 国金证券研究所

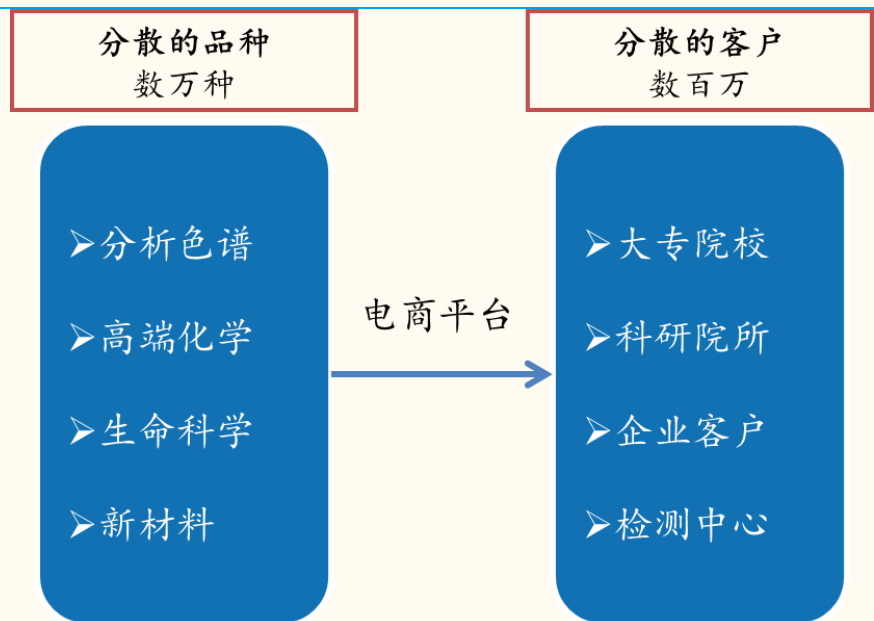
3.2 “互联网电商”模式领先行业

■ 品种、客户双分散, 化学试剂行业天生适合采用电商销售

公司所处科研试剂行业具有产品品种、客户双分散的特性, 天然适合采用电商销售的模式。一方面, 化学试剂产品种类极其丰富, 对品类管理要求较高; 另一方面, 化学试剂的客户多达数百万, 需求较为个性化, 客户单次采购的平均金额较低。

电商销售模式可以高效率的为客户提供海量产品信息以供筛选, 同时与客户实时互动, 及时满足分散客户的个性化需求。

图表 28: 化学试剂行业天生适合电商销售



来源: 公司调研, 国金证券研究所

■ “互联网电商”模式为公司经营带来系统性优化

在电商平台的推动下, 辅助 ERP 管理系统, 公司形成了“线上订单一线下生产—线上销售—线下物流”的“互联网电商”闭环商业模式。相比于化学试剂行业传统线下模式, 公司的“互联网+”模式具有显著优势。

图表 29：公司“互联网电商”模式的优势

	传统线下	互联网电商
生产模式	少品种、大批量、较慢相应反应	多品种、小批量、快速响应
销售模式	渠道分销 价低利低	电商直销 价高利高
消费者服务	门店选购 不够便利	精准下单 快递上门
市场跟踪	线下调研	大数据分析
管理模式	模拟化管理	数字化管理
信息交互	线下渠道 时效性差	线上渠道 快速精准

来源：公司调研，国金证券研究所

■ 公司电商销售处于行业前列

公司 2012 年即上线电商销售平台，目前产品已基本实现全部线上销售，电商销售处于行业领先地位。目前科研用高端化学试剂领域，自建电商销售平台的公司有美国 Sigma-Aldrich、西陇科学、阿拉丁、西亚试剂等，另外还有一些化学试剂综合电商平台，如摩贝商城、元素商城、盖得化学试剂网等。

图表 30：化学试剂各电商网站运营对比

公司	网站地址	日均 IP (万)	日均 PV (万)	百度 权重	谷歌 PR	域名创建 时间	百度索 引量 (万)	百度收 录 (万)	百度反链 (万)
阿拉丁	http://www.aladdin-e.com/zh_cn/	0.90	2.70	2	4	2011/06/15	15.97	15.97	2.55
西陇科学	http://www.drmaolab.com/	-	-	1	0	2015/04/13	0.69	1.20	16.60
光华科技		-	-	1	0	2006/09/17	4.49	4.49	3.93
Sigma-Aldrich	http://www.sigmaaldrich.com	15.98	63.90	4	7	1998/07/20	19.78	34.30	169.00
西亚试剂	http://www.xiyashiji.com	0.09	0.09	4	4	2009/05/15	4.78	4.78	1.71
麦克林	http://www.macklin.cn	0.09	0.18	2	0	2013/12/09	4.91	4.91	0.45
摩贝	zh.molbase.com/	0.98	3.61	3	2	2011/04/01	37.31	37.31	2.15
盖得化工	http://shiji.guidechem.com	-	-	1	0	2010/05/18	-	-	1.48
元素商城	http://b2star.com	-	-	4	1	2011/11/26	12.12	12.12	72.90

来源：站长工具 <http://seo.chinaz.com/?m=&host=www.macklin.cn>，2016 年 8 月 8 日 16 时分析数据，国金证券研究所

注：IP 为访问该网站的独立 IP 数量，PV 为页面访问数量，百度权重和谷歌权重均是对网站的综合评级，索引、收录、反链则反应了网站在进行百度搜索时的活跃度。

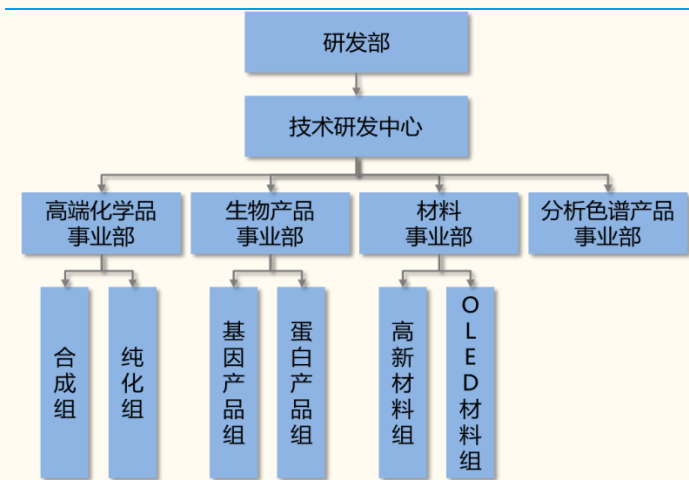
3.3 研发实力强，公司紧跟市场步伐

■ 公司注重技术研发，持续加大研发投入

研发创新是公司一直坚持的发展战略，公司专门设立了一个企业级技术研发中心，下设四个研发型事业部，公司还拥有一流的研发团队，涵盖具有专业背景的博士、硕士、学士等专业人士 60 余名，包括从赛默飞世尔

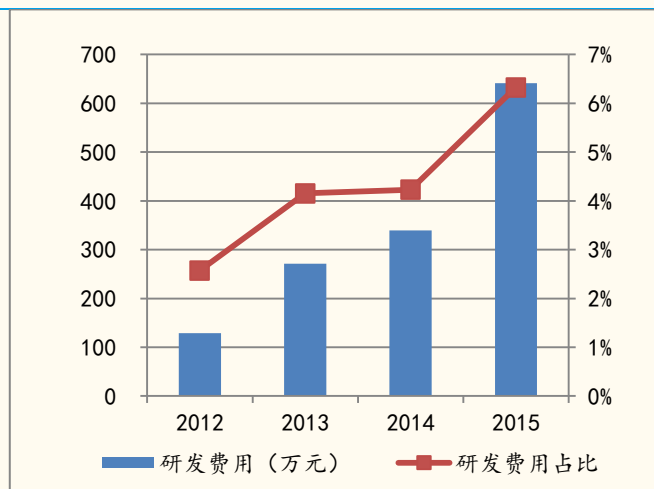
(Thermo Fisher Scientific)、瑞士诺华 (NOVARTIS) 等国际知名公司吸引的一批管理、技术人才。另外公司还对中层干部、核心员工进行了股权激励, 进一步激发公司人才的工作热情和积极性。2015 年公司研发费用 640.87 万, 占比达 6.32%, 公司不断加大技术研发投入。

图表 31: 公司研发部门结构



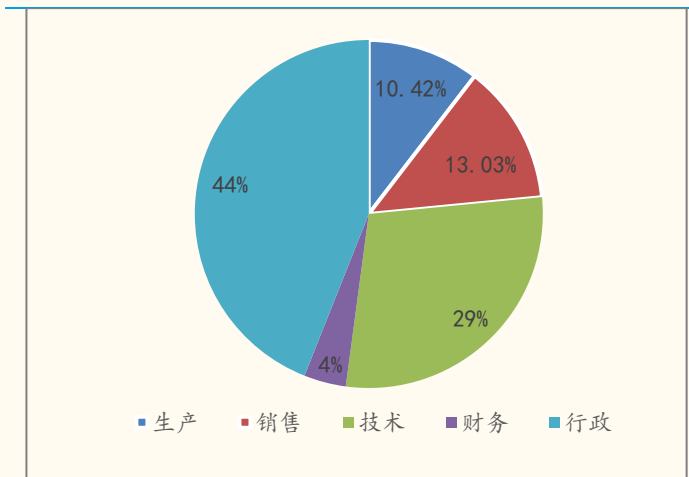
来源: 公开转让说明书, 国金证券研究所

图表 32: 2012-2015 年公司持续加大研发投入



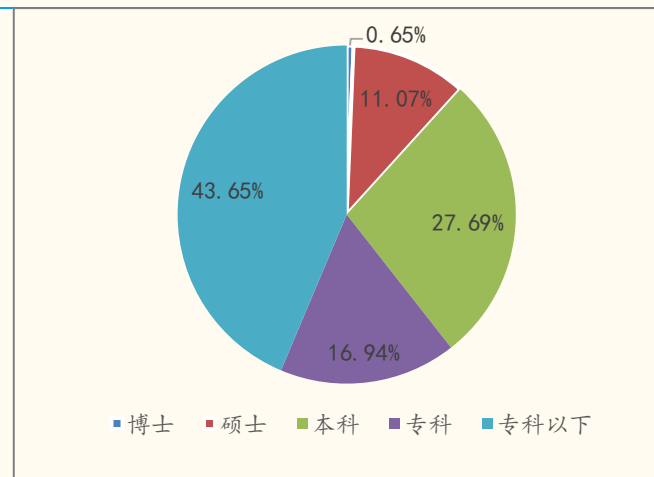
来源: 公司历年年报, 国金证券研究所

图表 33: 公司技术人员占比达 29%



来源: 公司 2015 年年报, 国金证券研究所

图表 34: 公司本科学历以上员工占比达 39.41%



来源: 公司 2015 年年报, 国金证券研究所

■ 公司技术优势明显

经过多年积累, 公司在行业内的技术优势明显, 目前拥有十多项实用新型专利, 数项发明专利, 另有数个发明专利在申请中。其中, 公司掌握的生物活性小分子、衍生化高端科研试剂、无水试剂、荧光试剂等技术为我国高端科研试剂行业中首创。高端科研试剂加工工艺的核心是原料的纯化和研发配方工艺, 公司分析测试中心配备的进口仪器品种和数量达 100 多套, 位于行业前列水平。公司首次建立了色谱级、农残级、光谱级、质谱级、分子生物学级、液质连用级、气质连用级、细胞生物学级等近万种高纯试剂分析方法体系, 建立了同位素试剂、无水试剂、格氏试剂和纳米试剂产品的包装及储运质控和评价体系, 建立了科研用高纯试剂的产学研用相结合的良性机制模式。

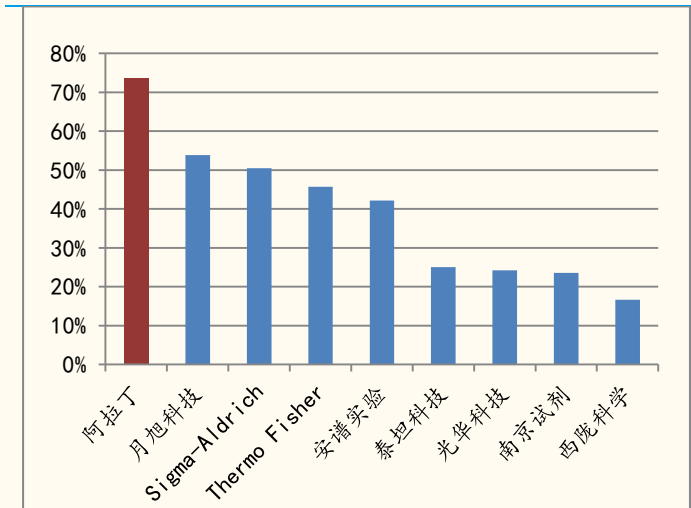
3.4 产品定位高端、种类丰富, 公司毛利净利均高于行业

■ 产品定位高端, 带来高毛利、高净利优势

公司产品定位于化学试剂的高端产品, 具有各类纯度及标准试剂的生产能力, 主要应用在科研领域, 走国产替代进口高端产品之路, 公司对美国

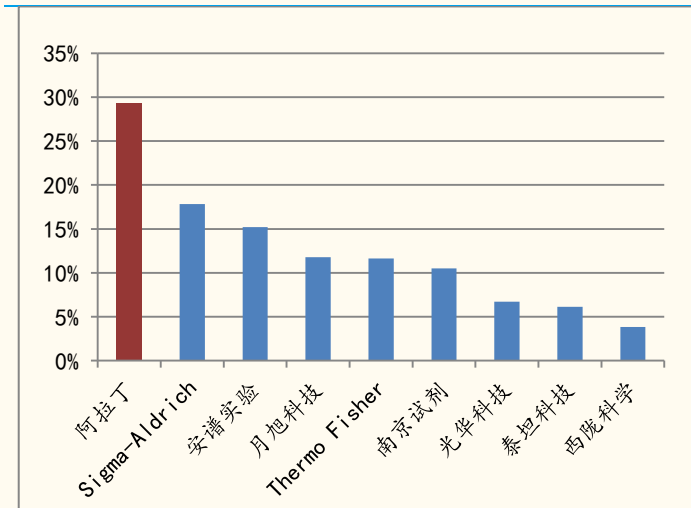
Sigma-Aldrich、美国 Thermo Fisher 的高端产品替代市场反应良好。公司产品质量较高，电商零售的价格较高（零售客户单次购买量较小，注重质量，价格不敏感），加上公司经销商客户占比较低，利润分流较少，而行业其他参与者主要还是大宗经销模式，经销商利润分流较大，所以公司毛利率、净利率显著高于国内外行业水平。

图表 35：2015 年公司毛利率 73.72%，远高于行业



来源：WIND，国金证券研究所注：Sigma-Aldrich 为 2014 年数据

图表 36：2015 年公司净利率 29.38%，远高于行业

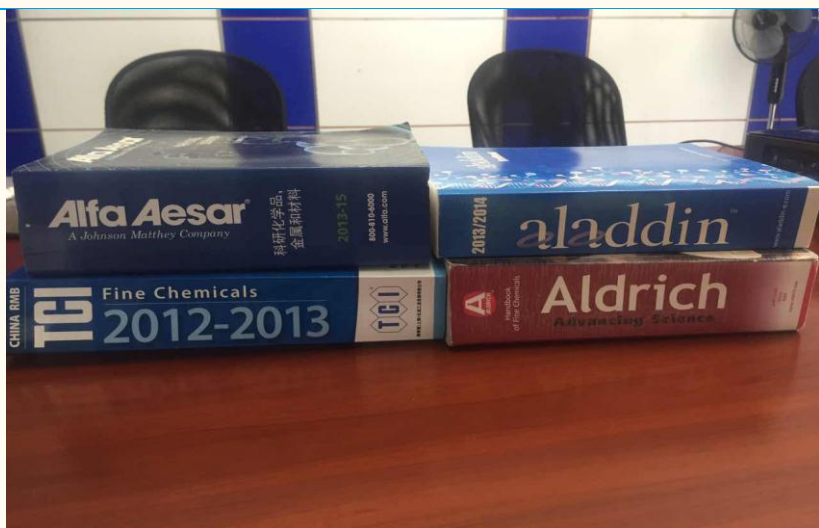


来源：WIND，国金证券研究所注：Sigma-Aldrich 为 2014 年数据

■ 产品线丰富，更好的满足客户个性化需求

公司以技术研发为支撑，市场需求为导向，不断扩充产品线，具有领先国内行业其他竞争者的丰富产品线优势。国外巨头厂商的产品线品种最多，如 Sigma-Aldrich 的试剂品种超过 17 万种，国内化学试剂厂商产品品种较少，大部分企业品种都在几千左右。公司目前试剂产品种类 34,000 多种，现货总量 20,000 多种，各种规格型号产品 SKU 总量高达 60,000 多种，并持续增长；耗材仪器类产品种类达到 8,000 多种，仍在持续增加中。丰富的产品线及存货让公司能更好、更及时的满足客户的个性化需求。

图表 37：公司产品种类和国际厂商的对比



来源：公司调研，国金证券研究所

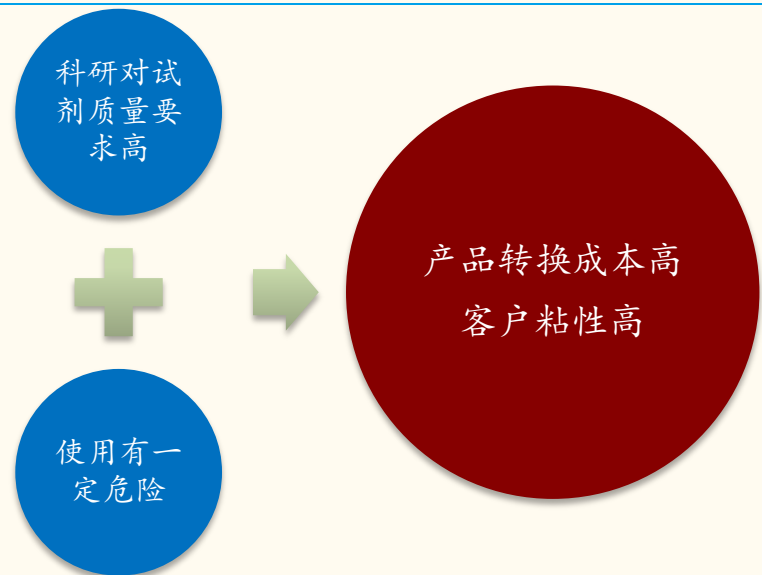
3.5 口碑卓越+客户高粘性，公司市场地位稳固

■ 化学试剂行业天然具有客户高粘性

公司生产的化学试剂主要用在高端的科研领域，供科研院所进行学术研究、事业单位进行生化检测研发，或者企业进行产品研发。科研对结果的精度

要求很高，加上部分产品使用有一定危险，所以客户对试剂产品的质量要求很高，同时客户对产品的粘性很高，一旦用到质量可靠的产品，便不会轻易更换。

图表 38：化学试剂行业天然具有高客户粘性



来源：公司调研，国金证券研究所

■ 产品高质量带来市场好口碑，公司市场地位稳固

公司是国内最早进入高端科研试剂电商化销售企业之一，产品定位高端、质量可靠，凭借“阿拉丁”品牌和电商模式进入由国外品牌垄断的细分市场，目前公司在高端科研试剂领域具有较高的知名度和美誉度，形成了较好的品牌优势；公司产品和服务历经市场考验，深受客户信赖，积累了一大批高粘性的优质客户。公司的大学实验室客户在进入企业研发部门或国家事业单位工作后，基本仍会沿袭大学期间的试剂购买习惯，为公司带来持续的收入。

4. “双引擎”驱动公司未来成长

4.1 “阿拉丁”试剂业务：产能扩张+产品线延长+销售区域扩张

■ 产能扩张，为公司业务扩张提供支撑

公司 2015 年募集资金的一部分用于化学试剂生产基地的再建设，目前工厂建筑面积 36,000 平方米，主要用于生产“阿拉丁”品牌高端化学试剂产品，为公司试剂业务的扩张提供强大支撑。

图表 39: 公司“阿拉丁”试剂基地鸟瞰图



来源: 公司调研, 国金证券研究所

■ 产品线延长, 提高公司市场竞争力

公司目前化学试剂的产品种类已经达到 34,000 多种, 但和国际巨头相比还是有差距, 世界供应品种最多的 Sigma-Aldrich 公司的产品达到 250,000 种, 具有绝对的品种优势, 公司也将继续积极增加产品种类, 增加销售。

■ 销售区域扩张, 提高国内市场渗透率+扩展海外市场

目前公司试剂产品的销售区域以华东为主, 兼顾华北、华南和中西部地区, 公司加大对其他地区的营销力度, 正逐步提高国内其他地区的市场渗透率。

另外公司 2011 设立美国子公司阿拉丁实业 (ALADDIN INDUSTRIAL CORPORATION), 负责北美市场的开发、维护, 截至 2015 年末备案投资总额为 320 万美元。欧美市场占了全球 80% 的试剂销售份额, 公司产品性价比高, 有望在北美市场打开新的成长空间。

4.2 “芯硅谷”耗材仪器业务: 配套试剂产品, 市场逐步打开

- 高端化学试剂作为研究用消耗品, 常常是和仪器及其它的实验用耗材仪器产品配套使用, 化学试剂和实验用耗材仪器的结合会在市场竞争中产生 1+1 大于 2 的独特优势。预计国内实验用耗材仪器市场规模近 200 亿, 2015 年公司凭借“芯硅谷”耗材和小仪器项目顺利切入科研仪器耗材市场, 目前已拓展到 8,000 个品种, 该业务预期将成为公司利润新的增长点。
- 公司 2015 年募集资金一部分用于“芯硅谷”耗材基地的建设, 建筑面积超过 28,000 平方米, 主要生产“芯硅谷”品牌系列的高端实验室耗材仪器产品, 包括玻璃器皿、塑料耗材、安全防护耗材、小型仪器设备等, 目前已逐步投入生产。

图表 40：公司芯硅谷耗材基地鸟瞰图



来源：公司调研，国金证券研究所

5. 投资建议及盈利预测

- **公司是高端科研试剂和实验耗材仪器专业提供商。**公司深耕高端科研试剂领域，有分析科学、高端化学、生命科学、材料科学四大产品系列，具有高纯度及标准试剂的自主生产能力；同时公司于 2015 年推出 OEM 方式生产的“芯硅谷”耗材仪器产品，形成“阿拉丁”科研试剂+“芯硅谷”实验耗材仪器两大业务主线。2015 年公司营收 1.01 亿元，毛利率 73.72%，高端化学试剂销售最好，收入占比 65.87%，耗材仪器业务还未形成规模收入。
- **行业增长+进口替代，公司市场空间广阔。**公司产品位于化学试剂的通用化学试剂细分行业，行业增速 8%左右，预计 2014 年通用化学试剂市场规模 55 亿元，占比化学试剂市场 42%。我国科研经费投入超过 10%的增长将继续推动通用化学试剂市场规模的增加。目前国内化学试剂市场中，国际巨头市场份额占比在 80%以上，随着阿拉丁等中高端国产试剂公司的加快研发，国家政策对进口替代的大力支持，未来国产化学试剂企业将逐步实现高端产品的进口替代，国产企业进口替代空间巨大。
- **公司在高端科研试剂领域位于国内企业前列。**国内化学试剂市场，数个国际巨头几乎垄断高端产品市场，众多国产企业在中低端领域激烈竞争。大部分国产企业规模较小、技术传统、品种单一、产品低端，且多为代理，没有自主生产能力，尚未形成具有垄断地位的大型企业。公司自主生产的试剂品种高达 34,000 种，产品定位高端，主要走进口替代路线，位于国内企业前列。
- **电商模式、技术、产品及口碑优势支撑公司持续发展。**品种、客户双分散，化学试剂行业天生适合采用电商模式，公司目前已实现几乎 100%的电商销售；高端化学试剂加工工艺的核心是原料的纯化和研发配方工艺，公司分析测试中心配备的进口仪器达 100 多套，位于行业前列水平，公司掌握的生物活性小分子、衍生化高端科研试剂、无水试剂、荧光试剂等技术为我国高端科研试剂行业中首创；公司产品定位高端、种类丰富，具有远高于行业的毛利率和净利率；产品高质量带来市场好口碑，公司具有较高的市场知名度及美誉度，同时积累了一批高粘性的优质客户。
- **“双引擎”驱动公司未来成长。**对于“阿拉丁”试剂业务，公司扩大产能、

持续丰富产品种类，以更好满足客户的个性化需求，同时不断扩张销售区域，提高国内市场渗透率、布局北美海外市场，业绩将持续稳增；对于“芯硅谷”耗材仪器业务，公司新建产能逐步投放，目前种类已经达到8000多种，且在持续丰富。依靠已有电商平台，基于公司已有市场口碑及高粘性优质客户，与试剂业务协同销售，耗材仪器业务将成为公司业绩新的增长点。

- 结合以上分析，我们认为公司深耕化学试剂领域，产品定位高端、种类丰富，具有标准试剂生产能力，位于国内行业前列，主要走进口替代路线，基于国内销售区域扩张和布局海外市场，业绩将持续稳增。同时公司新增“芯硅谷”耗材仪器业务，新建产能逐步投放，通过已有的电商平台，与试剂业务协同销售，是公司未来业绩新的增长点。
- 我们预计公司 2016E-2018E 的收入分别为 1.22、1.56、2.05 亿，净利润分别为 3700 万、4600 万、5900 万。EPS 分别为 0.966、1.222、1.549 元。考虑新三板流动性，按 2016 年 PE30X 予以估值，目标价 29-31 元，给予买入评级。

图表 41：主板及三板可比化学试剂及实验耗材仪器公司估值对比

股票代码	股票名称	总市值 (亿元)	总股本 (亿股)	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	净利率 (%)	ROA (%)	ROE (摊 薄1%)	EPS (摊 薄1元)	每股净资 产(元)	每股经营性 现金流 (元)	PE (静 态)	PB (静 态)
主板公司													
002584.SZ	西陇科学	78.42	5.85	25.14	16.67	3.85	6.38	5.27	0.39	7.36	0.22	86.37	4.55
002741.SZ	光华科技	80.28	3.60	8.63	24.22	6.72	8.67	7.95	0.16	2.02	-0.19	138.52	11.02
三板公司													
830793.OC	阿拉丁	9.47	0.38	1.01	73.72	29.38	13.16	11.45	0.79	6.87	0.26	31.79	3.64
835124.OC	泰坦科技	13.16	0.44	2.68	25.06	6.13	10.51	9.44	0.38	4.02	-0.32	79.05	7.46
832021.OC	安谱实验	3.27	0.31	2.15	42.16	15.20	25.40	23.82	1.05	4.40	0.99	10.02	2.39
833179.OC	南京试剂	4.12	0.80	1.83	23.59	10.51	9.74	9.28	0.60	6.47	0.13	21.42	1.99
832463.OC	月旭科技	1.36	0.17	0.43	53.86	11.80	12.97	10.03	0.29	2.87	0.20	27.07	2.72
美股公司													
TMO.N	Thermo Fisher	615.09	3.94	169.65	45.72	11.64	5.62	9.25	4.92	53.42	7.05	31.14	2.89
SI.A.O	Sigma- Aldrich	167.70	1.20	27.85	50.95	17.95	17.03	15.97	4.17	26.30	5.38	33.54	4.99

来源：WIND，国金证券研究所 注：股价基准日为 2016 年 8 月 10 日收盘，财务数据报告期为 2015 年年报；Sigma-Aldrich 由于 2014 年被收购后退市，财务数据报告期为 2014 年年报；美股公司的 PB 为 MRQ。

图表 42：分产品的盈利预测

项 目	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
分析色谱						
销售收入（百万元）	5.75	7.16	10.08	13.00	17.00	22.00
增长率（YOY）	-85.63%	24.52%	40.78%	28.97%	30.77%	29.41%
毛利率	71.91%	74.39%	72.25%	72.00%	71.00%	70.00%
销售成本（百万元）	1.62	1.83	2.80	3.64	4.93	6.60
增长率（YOY）	-94.76%	13.53%	52.55%	30.13%	35.44%	33.87%
毛利（百万元）	4.13	5.33	7.28	9.36	12.07	15.40
增长率（YOY）	-54.94%	28.82%	36.73%	28.52%	28.95%	27.59%
占总销售额比重	8.81%	8.91%	9.95%	10.70%	10.90%	10.73%
占主营业务利润比重	8.82%	8.97%	9.75%	10.54%	10.47%	10.15%
高端化学						
销售收入（百万元）	46.34	55.92	66.74	75.00	92.00	115.00
增长率（YOY）	24289.47%	20.67%	19.35%	12.38%	22.67%	25.00%
毛利率	71.93%	73.82%	76.70%	76.00%	77.00%	77.50%
销售成本（百万元）	13.01	14.64	15.55	18.00	21.16	25.88
增长率（YOY）	9072.19%	12.55%	6.22%	15.75%	17.56%	22.28%
毛利（百万元）	33.33	41.28	51.19	57.00	70.84	89.13
增长率（YOY）	69077.24%	23.84%	24.01%	11.35%	24.28%	25.81%
占总销售额比重	71.02%	69.62%	65.86%	61.73%	58.97%	56.10%
占主营业务利润比重	71.12%	69.52%	68.53%	64.17%	61.43%	58.74%
生命科学						
销售收入（百万元）	9.73	12.75	18.20	24.00	31.00	40.00
增长率（YOY）	5021.05%	31.04%	42.75%	31.87%	29.17%	29.03%
毛利率	71.41%	74.36%	71.46%	71.00%	72.00%	71.00%
销售成本（百万元）	2.78	3.27	5.19	6.96	8.68	11.60
增长率（YOY）	1861.56%	17.52%	58.89%	33.99%	24.71%	33.64%
毛利（百万元）	6.95	9.48	13.01	17.04	22.32	28.40
增长率（YOY）	14320.12%	36.45%	37.18%	31.02%	30.99%	27.24%
占总销售额比重	14.91%	15.87%	17.96%	19.75%	19.87%	19.51%
占主营业务利润比重	14.83%	15.97%	17.41%	19.18%	19.35%	18.72%
实验耗材						
销售收入（百万元）	0.00	0.00	0.55	2.50	7.00	17.00
增长率（YOY）	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!	354.55%	180.00%	142.86%
毛利率	30.00%	31.00%	77.28%	77.00%	76.00%	75.00%
销售成本（百万元）	0.00	0.00	0.12	0.58	1.68	4.25
增长率（YOY）	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!	360.15%	192.17%	152.98%
毛利（百万元）	0.00	0.00	0.43	1.93	5.32	12.75
增长率（YOY）	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!	352.90%	176.36%	139.66%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.54%	2.06%	4.49%	8.29%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.57%	2.17%	4.61%	8.40%
新材料						
销售收入（百万元）	3.43	4.49	5.76	7.00	9.00	11.00
增长率（YOY）	1705.26%	30.90%	28.29%	21.53%	28.57%	22.22%
毛利率	71.47%	73.33%	48.59%	50.00%	53.00%	55.00%
销售成本（百万元）	0.98	1.20	2.96	3.50	4.23	4.95
增长率（YOY）	590.03%	22.37%	147.29%	18.19%	20.86%	17.02%
毛利（百万元）	2.45	3.29	2.80	3.50	4.77	6.05
增长率（YOY）	4987.62%	34.31%	-15.00%	25.05%	36.29%	26.83%
占总销售额比重	5.26%	5.59%	5.68%	5.76%	5.77%	5.37%
占主营业务利润比重	5.23%	5.54%	3.75%	3.94%	4.14%	3.99%

来源：国金证券研究所

6. 风险提示

- 通用化学试剂市场需求低于预期风险。
- 国内市场扩张及海外市场开拓低于预期风险。
- 通用化学试剂市场竞争加剧。一方面西陇科学和光华科技逐步加大通用化学试剂领域高端科研试剂产品的布局，另一方面行业竞争者也逐步纷纷采用电商模式进行销售。
- 公司核心竞争力持续性风险。公司工艺的核心在于纯化和研发配方，其中精密分析仪器的作用十分重要，而这些仪器均为进口，没有保护壁垒，存在潜在进入者风险。
- “芯硅谷”耗材业务推进速度不达预期风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	65	80	101	122	156	205
增长率		23.1%	26.2%	19.9%	28.4%	31.4%
主营业务成本	-18	-21	-27	-33	-41	-53
%销售收入	28.2%	26.1%	26.3%	26.9%	26.1%	26.0%
毛利	47	59	75	89	115	152
%销售收入	71.8%	73.9%	73.7%	73.1%	73.9%	74.0%
营业税金及附加	0	-1	-1	-1	-1	-2
%销售收入	0.6%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-6	-8	-9	-12	-16	-21
%销售收入	9.8%	9.6%	9.4%	10.0%	10.0%	10.0%
管理费用	-17	-23	-32	-38	-50	-68
%销售收入	26.6%	28.5%	31.4%	31.0%	32.0%	33.0%
息税前利润 (EBIT)	23	28	33	38	49	62
%销售收入	34.8%	35.0%	32.2%	31.3%	31.1%	30.2%
财务费用	-1	-1	-1	1	1	1
%销售收入	1.7%	1.1%	0.6%	-0.5%	-0.5%	-0.6%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	22	27	32	39	49	63
营业利润率	33.5%	33.9%	31.3%	31.8%	31.7%	30.8%
营业外收支	0	1	1	2	2	2
税前利润	22	28	33	41	51	65
利润率	33.9%	35.3%	32.5%	33.4%	32.9%	31.8%
所得税	-3	-4	-3	-4	-5	-7
所得税率	15.4%	14.7%	9.5%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	19	24	30	37	46	59
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	19	24	30	37	46	59
净利率	28.6%	30.1%	29.4%	30.1%	29.6%	28.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	19	24	30	37	46	59
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	2	3	4	9	10	11
非经营收益	1	1	1	-4	-1	-1
营运资金变动	-12	4	-24	-5	-8	-13
经营活动现金净流	10	31	10	36	47	56
资本开支	-37	-17	-69	-37	-38	-38
投资	8	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-30	-17	-69	-37	-38	-38
股权募资	13	37	91	0	1	1
债权募资	3	-3	18	-7	-5	1
其他	-1	-1	3	-1	-1	-1
筹资活动现金净流	16	33	112	-8	-5	1
现金净流量	-4	47	52	-10	4	19

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	10	58	110	100	104	123
应收款项	3	5	9	8	10	14
存货	27	30	45	46	57	74
其他流动资产	6	8	19	23	28	36
流动资产	47	100	183	177	200	247
%总资产	45.8%	58.3%	54.9%	49.4%	48.5%	50.7%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	22	39	118	154	189	221
%总资产	21.7%	22.8%	35.3%	43.1%	45.9%	45.4%
无形资产	33	32	33	27	23	19
非流动资产	55	71	150	181	212	241
%总资产	54.2%	41.7%	45.1%	50.6%	51.5%	49.3%
资产总计	102	171	333	358	411	488
短期借款	13	10	12	5	0	0
应付款项	10	19	39	38	48	63
其他流动负债	1	3	2	2	3	4
流动负债	24	32	53	45	51	67
长期贷款	0	0	16	16	16	17
其他长期负债	0	0	4	0	0	0
负债	24	32	73	61	67	84
普通股股东权益	78	139	260	297	344	404
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	102	171	333	358	411	488

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.623	0.807	0.787	0.966	1.222	1.549
每股净资产	2.614	4.258	6.873	7.843	9.099	10.674
每股经营现金净流	0.320	0.965	0.258	0.944	1.251	1.478
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	23.83%	17.41%	11.45%	12.31%	13.43%	14.51%
总资产收益率	18.33%	14.15%	8.94%	10.21%	11.25%	12.02%
投入资本收益率	20.91%	16.10%	10.12%	10.77%	12.13%	13.24%
增长率						
主营业务收入增长率	30.23%	23.07%	26.18%	19.90%	28.40%	31.41%
EBIT 增长率	45.85%	24.08%	15.95%	16.56%	27.64%	27.56%
净利润增长率	35.14%	29.53%	23.01%	22.75%	26.55%	26.76%
总资产增长率	43.47%	67.78%	94.73%	7.43%	14.85%	18.65%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.6	13.5	18.4	18.0	18.0	18.0
存货周转天数	519.9	497.2	510.0	510.0	510.0	510.0
应付账款周转天数	192.4	86.3	203.1	200.0	200.0	200.0
固定资产周转天数	123.4	100.3	87.5	122.7	129.7	121.1
偿债能力						
净负债/股东权益	3.73%	-34.19%	-31.58%	-26.58%	-25.60%	-26.20%
EBIT 利息保障倍数	20.1	33.1	49.7	-66.7	-58.0	-51.4
资产负债率	23.08%	18.73%	21.91%	17.06%	16.21%	17.16%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD