

实验分析仪器国内龙头二次创业， 分析测试仪器、实验耗材有望迎来突破

投资要点

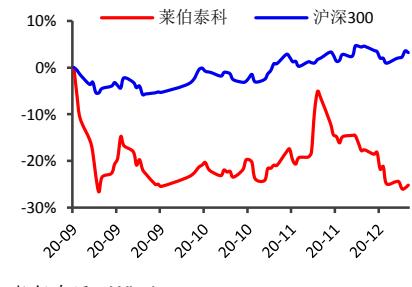
- 推荐逻辑:** 公司是实验分析仪器国内龙头企业，实控人、高管均有较强的专业背景。公司前期收购的美国样品前处理、实验耗材资产将进行产品升级和国产化，我们预计明年对应板块业绩增速可达 23.0%、80.0%。在分析测试仪器领域，公司积极开拓临床质谱蓝海，产品已进入样机试制阶段，有望打破国外对高端质谱的垄断，我们预计明后年形成营收规模可达 2250 万、4500 万。鉴于实验分析仪器为碎片化的利基市场，公司未来仍将持续通过并购方式扩充产品线，增加公司规模，加速国际化战略布局。
- 实验分析仪器国内龙头，实控人、高管和技术团队均有较强专业背景。**公司是实验分析仪器国内龙头企业，在样品前处理领域处于行业领先水平。公司实际控制人胡克博士师承电感耦合等离子体质谱仪开拓人 R.S.Houk，并曾任赛默飞世尔公司首席研究员、大中国区总经理，主导设计了世界首台商用电感耦合等离子体光质谱仪。公司其他高管多数亦来自赛默飞世尔，核心技术团队来源于海内外知名高校，覆盖多个技术领域。
- 下游以检验检测为主，国产实验分析仪器发展空间广阔。**检验检测行业是实验分析仪器的主要下游市场，近年来国内该行业发展迅速，近 6 年规模复合增长率达 14.8%。国内实验分析仪器企业 2019 年营收规模为 313.9 亿元，但目前在研发技术、质量和规模等方面与国际巨头存在较大的差距，高端产品市场基本被赛默飞、安捷伦、岛津等所垄断，每年仍有大量仪器需要进口，以质谱仪为例，年进口额超过 100 亿元，高端仪器的国产替代空间仍大。
- 样品前处理仪器和实验耗材国产化改善业绩，分析测试仪器和外延并购有较大潜力。**公司先后收购样品前处理领域的美国 CDS 公司和 3M 公司旗下的实验耗材资产，并对相关产品的国产化生产和升级开发，将有效增厚相关业务领域的业绩，我们预计明年对应板块业绩增速可达 23.0%、80.0%。在分析测试仪器领域，公司瞄准临床质谱蓝海市场积极开拓，产品已进入样机试制阶段，我们预计明后年贡献收入为 2250 万、4500 万。由于实验分析仪器市场碎片化特征和较高的技术壁垒，公司未来仍将持续通过并购等方式扩充产品线，增强公司竞争力。
- 盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.01 元、1.35 元、1.65 元，对应 PE 为 35/26/22 倍。我们看好公司未来两年业绩持续改善，以质谱仪为代表的新产品有望陆续推出，给予公司 2021 年 35 倍 PE 的目标估值，对应目标价 47.25 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 新产品研发和销售不及预期，募投项目投产进度不及预期，并购整合效果不及预期。

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351926
邮箱: hch@swsc.com.cn

联系人: 赵千里
电话: 021-58351929
邮箱: zhaoql@swsc.com.cn

相对指数表现



基础数据

总股本(亿股)	0.67
流通 A 股(亿股)	0.15
52 周内股价区间(元)	34.14-63.10
总市值(亿元)	23.76
总资产(亿元)	4.48
每股净资产(元)	6.61

相关研究

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	380.52	361.46	490.36	606.88
增长率	8.70%	-5.01%	35.66%	23.76%
归属母公司净利润 (百万元)	61.32	67.48	90.27	110.30
增长率	2.52%	10.03%	33.77%	22.19%
每股收益 EPS (元)	0.92	1.01	1.35	1.65
净资产收益率 ROE	18.83%	8.33%	10.03%	10.92%
PE	39	35	26	22
PB	7.25	2.94	2.64	2.35

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：行稳致远，实验分析仪器国内领先企业	1
1.1 主营业务：实验分析仪器国内领先企业	1
1.2 股东和管理层：实控人及高管团队多为行业资深专家	2
1.3 历史业绩：行稳致远，成长质量较高	3
2 行业分析：实验分析仪器前景广阔，下游发展迅速	3
2.1 样品前处理仪器是实验分析仪器的重要组成	3
2.2 分析测试仪器仍被海外厂商主导，公司寻求新突破	5
2.3 下游检验检测领域发展迅猛，实验分析仪器空间广阔	6
3 公司分析：坚实样品前处理仪器优势，分析测试仪器、实验耗材寻求突破	7
3.1 公司主营业务分析：实验分析仪器为主，毛利率水平较高	7
3.2 竞争优势：人才、研发为根，产品线、销售网络完备，客户、品牌积累深厚	8
3.3 发展战略：坚实前处理主业，质谱、耗材及并购有较大潜力	9
4 盈利预测与估值	12
4.1 盈利预测	12
4.2 相对估值	13
5 风险提示	14

图 目 录

图 1: 公司 2019 年主营业务结构情况	2
图 2: 公司 2019 年主营业务毛利结构情况	2
图 3: 公司 2016 年以来营业收入及增速	3
图 4: 公司 2016 年以来净利润及增速	3
图 5: 化学分析误差来源构成	4
图 6: 2013-2019 年中国检测行业营业收入情况	6
图 7: 2013-2019 年我国检验检测仪器设备数量	6

表 目 录

表 1: 莱伯泰科主要产品展示	1
表 2: 2020 年三季报公司股东持股情况	2
表 3: 样品前处理全过程	4
表 4: 样品前处理仪器领域主要厂商	5
表 5: 分析测试仪器领域主要厂商	5
表 6: 2016 年-2019 年我国实验分析仪器行业收入及利润情况	6
表 7: 主营业务收入结构变动	7
表 8: 主营业务毛利率结构变动	8
表 9: 分业务收入及毛利率	13
表 10: 可比公司估值	13
附表: 财务预测与估值	15

1 公司概况：行稳致远，实验分析仪器国内领先企业

1.1 主营业务：实验分析仪器国内领先企业

北京莱伯泰科仪器股份有限公司成立于 2002 年，是专业从事实验分析仪器研发、生产、销售、提供洁净环保型实验室解决方案以及实验室耗材和相关服务的高新技术企业，于 2020 年 9 月在科创板上市。

公司致力于研发全自动实验检测平台，是全球范围内能将多种类和多功能的样品前处理技术与全自动分析实验分析检测平台组合成全自动实验分析仪器系统的主要实验分析仪器供应商之一。公司主要产品包括全自动多功能高通量热裂解仪器、全自动高通量固相萃取系列仪器、全自动和高通量样品消解仪器系列、全自动和高通量浓缩产品系列等，如表 1 所示。目前公司拥有 LabTech、CDS、Empore 等行业知名品牌，在中国和美国设有研发和生产基地，并在中国内地主要城市、中国香港、美国马萨诸塞州和宾夕法尼亚州等地设有产品营销和服务中心；公司建立了实验分析仪器研发创新体系，积累了较为雄厚的技术实力和研发成果，拥有 60 余项专利和 20 项软件著作权，核心技术人员在国内外相关期刊杂志中发表多篇 SCI 文章。公司产品已销往全球 90 多个国家和地区，共计服务客户近 3 万家。

表 1：莱伯泰科主要产品展示

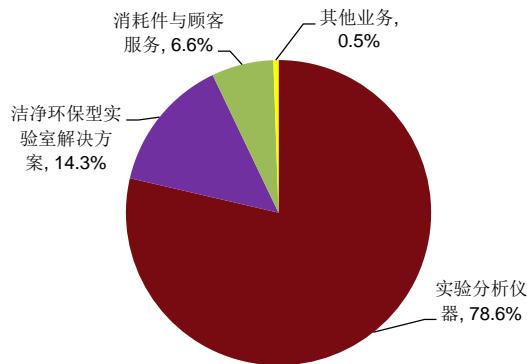
主要产品	产品系列	图示	应用领域
实验分析仪器	全自动热裂解仪/热解吸仪		广泛地应用在高分子高熔点化合物分析，是烟草研究、新能源、新材料的样品前处理产品，还可用于油漆、橡胶、纤维、石化、食品、药片涂层。
			全自动的热解吸仪可使样品蒸气以适当的流量进入 GC/MS 进行分离分析。广泛应用于工业环境空气监测、汽车轿厢空气监测、室内空气检测。
	全自动高通量固相萃取系列仪器		SPE1000 全自动固相萃取系统可自动完成固相萃取柱的活化、样品过柱、清洗、氮气干燥、洗脱等操作，处理样品量大，自动化程度高，整套系统密封环保。
			双通道同时萃取，效率更高。
	全自动高通量样品消解仪器系列		在非常难溶样品消解中是一种性能较高的处理仪器，同时可用于微波消解的预处理和赶酸处理。
	全自动和高通量浓缩产品系列		MultiVap 十通道平行浓缩仪是一种快速便捷的样品浓缩仪，蒸发时间短，可代替传统的浓缩装置。
			利用水浴加热、氮吹等方式对样品进行快速浓缩，能将繁琐的浓缩过程变得自动化、简单化。
洁净环保型实验室			在分析检测过程中，提供洁净/超净实验室环境，具备先进的自动监控系统，实现了实验室日常维护的量化概念。

主要产品	产品系列	图示	应用领域
实验室耗材	Empore 固相萃取膜柱		Empore 产品线将盘片式结构用于固相萃取的耗材产品，设计独特，膜片结构简单而高效，吸附剂选择丰富，在环境水分析中应用非常广泛。

数据来源：公司公告，西南证券整理

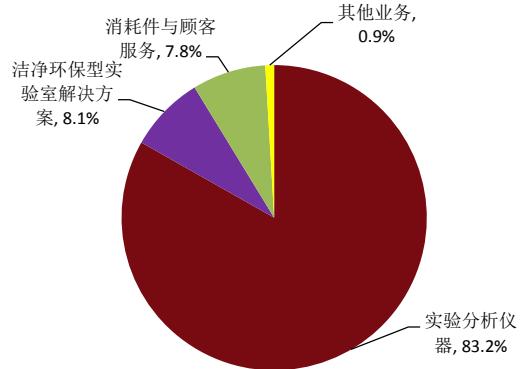
2019 年公司营业收入为 3.8 亿元，归属母公司净利润为 6132 万元。公司收入主要来自实验分析仪器，占比 78.6%；同时贡献 83.2% 的毛利。洁净环保型实验室解决方案和消耗件与顾客服务收入占比分别为 14.3% 和 6.6%，毛利占比分别为 8.1% 和 7.8%。

图 1：公司 2019 年主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：公司 2019 年主营业务毛利结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 股东和管理层：实控人及高管团队多为行业资深专家

公司董事长兼总经理胡克，是公司的实际控制人；截止 2020 年三季报，其通过北京莱伯泰科管理咨询有限公司、LabTech Holdings、北京兢业诚成咨询服务有限公司，间接持有公司股份的比例为 40.76%，实际控制公司的股份比例为 60.89%，持股比例较高。北京宏景浩润管理顾问有限公司是公司的员工持股平台，持有股份比例为 8.21%。

公司董事长胡克历任美国热电佳尔-阿许公司（赛默飞世尔公司前身）首席研究员、产品经理、国际经理、大中国区总经理，具有在先进技术国家长期的学习和工作实践经历，曾率先提出电感耦合等离子质谱 (ICP-MS) 中离子偏转离子镜技术、离子接口加速技术、离子检测加速技术，主导设计了世界首台商用电感耦合等离子体质谱仪 (POEMS)，并率先在美国设计商用电感耦合等离子体质谱仪，且成功将上述产品投入商业化应用。此外公司高管中黄图江、邓宛梅、丁良诚、刘海霞，监事马宏祥，也都曾任职于热电佳尔-阿许公司，有较强的专业知识和行业背景。

表 2：2020 年三季报公司股东持股情况

序号	股东名称	持股数 (万股)	持股比例
1	北京莱伯泰科管理咨询有限公司	2417.70	36.09%
2	LabTech Holdings, Inc.	1611.8	24.06%
3	北京宏景浩润管理顾问有限公司	550.00	8.21%

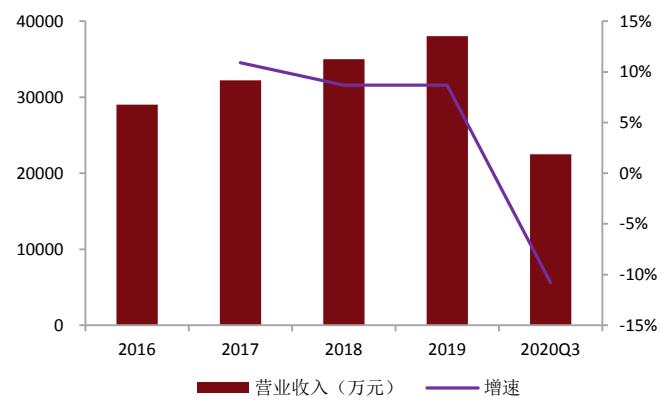
序号	股东名称	持股数 (万股)	持股比例
4	WI Harper Fund VII Hong Kong Limited	370.5	5.53%
5	招商证券投资有限公司	81.40	1.21%
6	北京兢业诚成咨询服务有限公司	50.00	0.75%
	合计	5081.4	75.85%

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 历史业绩：行稳致远，成长质量较高

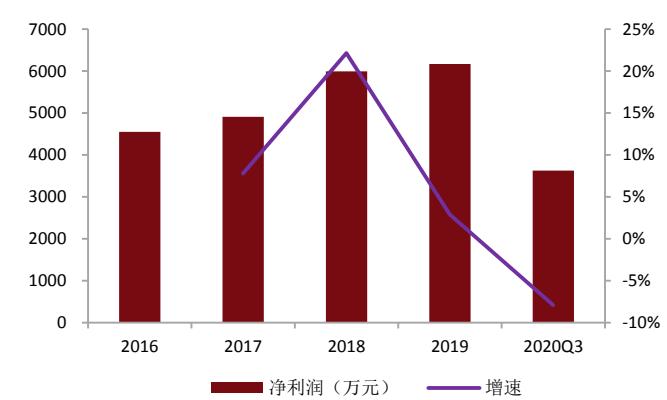
从2012年到2019年，公司营业收入从1.9亿元增长至3.8亿元，年复合增长率10.4%，净利润从2429万元增长到6168万元，年复合增长率14.2%。2020年前三季度受新冠疫情影响，收入和净利润利润同比分别下滑10.8%和7.9%。随着疫情影响逐渐消散，公司业绩回暖，2020年三季度，公司收入和净利润实现同比增长0.8%和24.2%。

图3：公司2016年以来营业收入及增速



数据来源：Wind, 西南证券整理

图4：公司2016年以来净利润及增速



数据来源：Wind, 西南证券整理

公司历史上毛利率和净利率都比较稳定，毛利率在50%左右，净利率在15%左右，2020年前三季度虽然有疫情影响，但毛利率和净利率同比仍有所提升。从人均创收指标来看，公司从2012年的51万元稳步提升至2019年的99万元，年复合增长率9.9%，体现公司成长有较高的质量。

2 行业分析：实验分析仪器前景广阔，下游发展迅速

2.1 样品前处理仪器是实验分析仪器的重要组成

实验分析仪器是用于测定物质的组成、结构等特性的仪器，广泛应用于新型材料研究、新能源、生命科学、医疗健康、航天和海洋探测、环境保护、食品安全等领域。按照实验分析流程，可以进一步把实验分析仪器划分为样品前处理仪器和分析测试仪器。

顾名思义，样品前处理仪器主要是用于完成对实验样本的预处理，这是实验分析流程中十分重要的前置环节，主要功能是将待分析的原始样品或样品组转变成可以进行仪器分析的形态。一个完整的化学分析过程，大致可分为以下步骤：样品采集与制备、样品分解、样品

净化、进样、样品测定、数据处理、报告结果及分析。广义而言，前四步均属于样品前处理范畴，即包括样品进入检测仪器之前的所有操作环节，每个环节的操作步骤和常用方法如下表所示：

表 3：样品前处理全过程

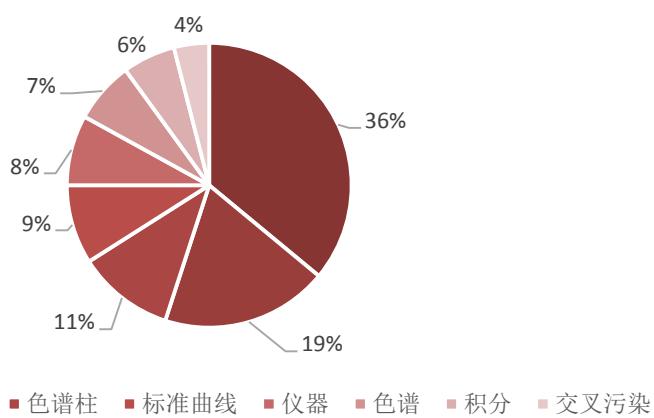
	样品采集与制备	样品分解	样品净化	进样
操作步骤	采样、现场处置、保存、运输	从固体或半固体样品基体中释放出来，并将其转移至溶液或其他中	采用各种分离技术将目标组分与各类干扰物质分离，或使目标组分富集	将符合测定要求的待测样品输送至分析测试仪器
常用方法和技术	对于固体样品需干燥、粉碎、缩分	索氏提取、微波萃取、超临界流体萃取、压力溶剂萃取等	经典溶剂萃取、溶剂微萃取、胶团萃取等液-液萃取技术；索氏提取、微波萃取、超声提取、加速溶剂萃取等固-液萃取技术；固相萃取、固相微萃取、固相分散萃取等液-固萃取技术；微滤、超滤、渗析等膜分离技术；凝胶色谱、薄层色谱、柱层析等色谱分离技术；电渗析、电泳、电解等电化学分离技术等	无

数据来源：公司官网，西南证券整理

除表中内容外，在实际工作中还会涉及一些其他的样品前处理工作环节，例如样品溶液pH调整、溶剂更换、浓缩复溶、稀释、衍生化等。

实际操作中，绝大多数分析样品均需要进行较为复杂的前处理工作。随着化学分析样品的构成越来越复杂，目标组分的含量越来越低、实验灵敏度和准确度的标准越来越高，对样品前处理的要求也越来越高。在所有化学分析结果误差来源中，由于不恰当的样品前处理所占的比重远高于其他原因。由此可见，样本前处理在整个实验分析中占据十分重要的一环，很大程度上影响甚至决定着化学分析结果的准确性和可参考性。

图 5：化学分析误差来源构成



数据来源：仪器信息网，西南证券整理

此外，样品前处理还会影响甚至决定着化学分析的效率。相较于后续分析测定而言，样品前处理环节众多、流程复杂、耗时较长。以食品安全检测为例，食品样品前处理所耗费的时间约占整体分析检测流程耗时的 70% 左右，对实验和检测的运行效率产生较大影响。

为了帮助实验分析人员便捷、高效地获取更为丰富、精准的实验数据，从而保证化学分析结果的准确性和可参考性，进而最大限度提升实验运行效率，降低人工误差和人为操作风险，样本前处理仪器在整个实验分析仪器行业中受重视程度越来越高，其未来的发展前景和空间不言而喻。

样本前仪器是公司的核心业务板块，目前在全球样本前处理仪器市场中，公司的技术实力和产品市场份额均位居前列，竞争优势明显。除公司以外，其他样品前处理仪器领域的主要参与者情况如下表所示：

表 4：样品前处理仪器领域主要厂商

公司名称	经营和市场概况
美国吉尔森公司	创建于上世纪四十年代，吉尔森公司的产品系列包括高效液相色谱仪、高通量自动化工作站、移液器、馏分收集器、固相萃取仪、检测器、进样器等。吉尔森主要为制药业和生物科技业提供产品。
德国 LCTech 公司	一家专业样品前处理设备生产厂商，具有多年的生产经验，主要生产全自动固相萃取仪、凝胶净化系统以及固相萃取-凝胶净化-定量浓缩联机系统等样品前处理仪器，其用户遍及世界各地。
美国 J2 公司	成立于 2000 年，是一家分析仪器和样品前处理仪器专业设备制造商，特别是在凝胶净化和自动进样设备领域具有较强优势，在仪器仪表的分析化学领域也具有研发生产经验。
上海屹尧仪器科技发展有限公司	专业从事于“微波化学”和“样品前处理”仪器设计、研发、生产、销售、服务于一体的综合性企业。主导产品包括微波消解仪、微波合成仪、固相萃取仪、凝胶净化仪等。

数据来源：公司官网，西南证券整理

2.2 分析测试仪器仍被海外厂商主导，公司寻求新突破

分析测试仪器应用领域广泛、种类繁多，目前主要仪器厂商以海外龙头为主，市场情况如下表所示：

表 5：分析测试仪器领域主要厂商

公司名称	经营和市场概况
美国赛默飞世尔科技公司	纽约证券交易所上市公司，为全球科学服务领域的主要企业。主要客户类型包括：医药和生物公司，医院和临床诊断实验室，大学、科研院所和政府机构，以及环境与工业过程控制装备制造商等。
美国安捷伦科技有限公司	一家专业样品前处理设备生产厂商，具有多年的生产经验，主要生产全自动固相萃取仪、凝胶净化系统以及固相萃取-凝胶净化-定量浓缩联机系统等样品前处理仪器，其用户遍及世界各地。
日本岛津公司	成立于 1875 年，在分析测试仪器、医疗仪器、航空产业机械等领域具有较强竞争力，以光技术、X 射线技术、图像处理技术这三大核心技术为基础不断推出新产品，以满足市场的需求。

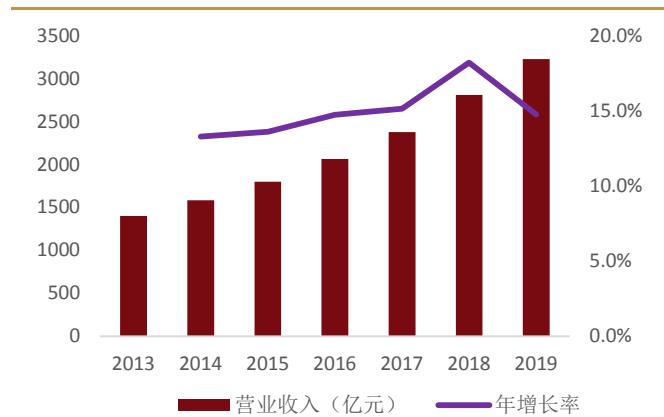
数据来源：公司官网，西南证券整理

受限于资金实力、人员规模等因素，公司在分析测试仪器领域投入相对较少，分析测试仪器实力相对薄弱。针对这一情况，公司积极发展差异化竞争策略，谋求在质谱仪等细分领域完成弯道超车。

2.3 下游检验检测领域发展迅猛，实验分析仪器空间广阔

检验检测行业是实验分析仪器和样品前处理仪器的主要下游市场，涵盖环境监测、食品安全检测、医疗检测、工业检测等细分领域。相较于全球市场而言，我国检验检测行业起步较晚但发展迅速，近年来行业规模不断扩大。根据国家市场监督管理总局发布的数据，2013-2019年我国检验检测行业的营业收入从1398.5亿元增长至3225.1亿元，年复合增长率达到14.8%。与此同时，检验检测行业整体的快速发展也为相关仪器设备的规模扩张提供支撑。根据国家市场监督管理总局发布的数据，2013年我国共有各类检验检测仪器设备328万台/套，此后保持逐年上升，2019年增长至711万台/套，年复合增长率达到13.8%。预计未来我国检验检测行业收入和相关仪器设备数量均将保持高速增长态势。

图 6：2013-2019 年中国检测行业营业收入情况



数据来源：国家市场监督管理总局，西南证券整理

图 7：2013-2019 年我国检验检测仪器设备数量



数据来源：国家市场监督管理总局，西南证券整理

近年来，伴随国家转型升级进程的深入推进以及新材料、节能环保、生物医药等新兴领域的迅速发展，实验分析仪器的下游应用领域不断拓宽，广泛应用于环境监测、食品检测、医药研发和检测、医疗诊断、商品检验、材料分析等行业，在产品研发、检测等关键环节扮演着重要角色，为各行业的高质量发展提供强大的基础支撑。另一方面，下游应用领域的不断发展将为上游实验分析仪器带来可观的需求增量，也将对仪器产品的性能、精度、效率提出更高要求，从而成为实验分析仪器行业技术升级和产品迭代的源动力。

作为仪器仪表产业重要的细分领域，实验分析仪器是典型的高附加值、技术密集型产业，近年来技术水平发展迅速，市场规模持续扩大，已步入高速度、高质量发展时期。实验分析仪器产量方面，根据上海仪器仪表行业协会发布的数据，2019年我国共计制造实验分析仪器279万台/套，相较于2018年的197万台/套，产品需求和有效供给实现跃升。

收入规模和盈利能力方面，根据上海仪器仪表行业协会发布的数据，2019年我国实验分析仪器行业实现主营业务收入313.9亿元，实现利润总额44.3亿元。2016-2019年各项指标总体呈现上升趋势，发展态势良好。

表 6：2016 年-2019 年我国实验分析仪器行业收入及利润情况

	2016	2017	2018	2019
主营收入（亿元）	295.20	313.19	318.33	313.87
利润总额（亿元）	30.41	34.98	45.46	44.27

数据来源：上海仪器仪表行业协会，西南证券整理

相较于发达国家，我国实验分析仪器行业起步较晚，在研发技术、质量和规模等方面存在较大的差距，特别是在精密仪器等高精尖领域内尚难与技术实力雄厚的国外厂商竞争，国际巨头在行业内依然具有较强的竞争优势，全球的高端产品市场基本被赛默飞、安捷伦、默克、岛津等国际巨头所垄断。但随着国家相关产业政策的支持，下游行业需求的不断释放，国内企业自主研发实力的逐步增强，未来我国实验分析仪器行业具备广阔的发展前景。

3 公司分析：坚实样品前处理仪器优势，分析测试仪器、实验耗材寻求突破

3.1 公司主营业务分析：实验分析仪器为主，毛利率水平较高

公司 2017 年至 2019 年，营业收入从 3.2 亿元增长至 3.8 亿元，复合增长率为 8.7%，比公司 2012-2016 年增长有所放缓。分业务看，实验分析仪器是公司主营业务收入的主要来源，分为样品前处理仪器和分析测试仪器两部分业务。2017 至 2019 年，样品前处理仪器收入基本维持在 2 亿左右水平，在整体营业收入占比逐步下滑，但仍然是公司最大的业务板块；同期分析测试仪器收入逐期上升，从 6998 万增长至 9580 万，占比总体呈上升趋势。

公司的洁净环保型实验室解决方案收入总体快速增长，从 2017 年的 2655 万元增长至 2019 年的 5428 万元，尤其是 2018 年相对 2017 年有较快增长，主要因为大型项目增加较多。

表 7：主营业务收入结构变动

项目	2019 年度		2018 年度		2017 年度	
	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)
实验分析仪器	29,921.17	79.06	27,325.82	78.51	27,377.43	85.41
其中：样品前处理仪器	20,340.86	53.76	20,296.09	58.31	20,379.27	63.58
分析测试仪器	9,580.31	25.31	7,029.73	20.20	6,998.16	21.83
洁净环保型实验室解决方案	5,428.24	14.34	5,524.71	15.87	2,655.37	8.28
实验室耗材与顾客服务	2,495.89	6.60	1,954.08	5.61	2,019.70	6.30
合计	37,845.30	100.00	34,804.61	100.00	32,052.50	100.00

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司综合毛利率一直处于较高水平，2017-2019 年分别为 51.9%、48.3%、46.3%，主要是因为公司下游客户多为政府、高校、科研机构、大型企业等单位，更加注重产品的性能和质量，对产品价格敏感性较低；且公司具备较强的研发能力，产品附加值较高。由于公司实验分析仪器的产品种类及配置型号较为丰富，洁净环保型实验室解决方案项目间背景各异，因此公司各类产品和项目之间的毛利率各不相同。与此同时，随着各期订单类型和数量的变化，各类产品和项目的收入结构也存在变化，导致公司各期的综合毛利率存在波动。

从结构上看，公司主营业务实验分析仪器毛利率较高，在 50% 左右；此外实验室耗材与顾客服务毛利率在 60% 左右；洁净环保型实验室解决方案毛利率相对较低。

表 8：主营业务毛利率结构变动

项目	2019 年度		2018 年度		2017 年度	
	毛利率	变动	毛利率	变动	毛利率	变动
实验分析仪器	49.00%	-2.75%	51.75%	-1.22%	52.97%	0.08%
其中：样品前处理仪器	52.05%	-1.12%	53.17%	-1.85%	55.01%	0.90%
分析测试仪器	42.53%	-5.13%	47.66%	0.65%	47.01%	-1.70%
洁净环保型实验室解决方案	25.31%	-1.24%	26.55%	-7.89%	34.44%	9.87%
实验室耗材与顾客服务	56.98%	-3.21%	60.19%	-0.36%	60.56%	6.34%
合计	46.13%	-2.09%	48.22%	-3.69%	51.91%	1.41%

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 竞争优势：人才、研发为根，产品线、销售网络完备，客户、品牌积累深厚

3.2.1 人才储备丰富，研发实力强

公司属于专业化、技术密集型的高科技企业，长期致力于技术研发创新和产品应用实践。公司自创立伊始，便以人才为先，经过多年的培养和引进，成功储备了一批研发经验丰富、技术水平过硬、行业认知深刻的高端复合型人才，能够准确把握客户需求，顺应行业发展趋势，进行前瞻性和针对性的技术研发和储备，为公司在前沿技术研究、新型产品开发以及产业化应用等方面奠定良好的基础，并形成了明显的人才优势。

公司创始人、技术带头人胡克具有在先进技术国家长期的学习和工作实践经历，曾率先提出电感耦合等离子质谱 (ICP-MS) 中离子偏转离子镜技术、离子接口加速技术、离子检测加速技术，主导设计了世界首台商用电感耦合等离子体光质谱仪 (POEMS) ，并率先在美国设计商用电感耦合等离子体质谱仪，且成功将上述产品投入商业化应用。公司成立后，胡克博士指导开发了全自动固相萃取系列产品(SPE)、全自动凝胶渗析色谱净化仪(CPC)、全自动定量浓缩系列产品、全自动高效溶剂萃取系统 (HPSE) 、全自动凝胶净化-固相萃取-浓缩样品处理工作站、制冷加热循环槽以及循环水冷却器系列产品、全自动消解仪等公司主导产品，获得多项专利。

公司研发人员分别来自美国爱荷华州立大学、斯坦福大学、北京大学、吉林大学、中南大学等众多院校和科研院所，专业涵盖了分析化学、土木与环境工程、生物物理、生物化工、机械设计等多个领域。

公司在丰富专业人才储备的基础上，建立起一支创新能力强、优势互补、经验丰富的专业研发团队，并在多年的研发实践和产研结合的过程中，创立了一套高效的研发工作机制和考核体系。同时，为加快发展，公司在中国和美国均建立了研发和生产基地，能够充分利用境内外不同的比较优势，实现信息共享，在生产、研发、销售等方面产生协同效应，从而保证公司能够将国际先进技术与中国广阔的市场和丰富的资源优势相结合，始终保持技术研发和产品生产方面的优势。

在上述有利因素的驱动下，公司自成立以来取得了一系列优异的研发成果。截至本招股说明书签署日，公司在境内共拥有已授权专利 62 项，其中，发明专利 4 项，实用新型 48

项，外观专利 10 项，在境外拥有 1 项发明专利。此外，公司自主研发的各主导产品也得到了市场和业界的高度认可，公司研制的全自动凝胶净化-定量浓缩系统、Sepaths 全自动柱-膜通用固相萃取仪、MV5 全自动高通量平行浓缩仪先后获得中国科学仪器发展年会颁发的科学仪器优秀新产品奖项；SPE1000 全自动固相萃取系统获得中国分析测试协会颁发的 BCEIA 金奖。公司聘请了中国科学院院士、分析化学家张玉奎先生作为公司的技术顾问。公司研发人员的科研能力水平较高，且公司拥有保持技术不断创新的机制。

3.2.2 产品线丰富，销售网络完备，客户和品牌积累深厚

丰富的产品种类和多样化的产品型号已成为公司重要的市场竞争优势。目前公司产品线覆盖实验分析仪器各类主要产品，包括样品前处理仪器、分析测试仪器等，此外，公司还能为客户提供实验室工程整体解决方案，能够满足各类客户的不同需求。上述产品和服务的推出，使得公司产品种类基本涵盖从实验室工程建设到样品前处理、分析测试的整个化学分析流程的各个模块，能为客户提供实验室“一站式”采购和服务。各类产品的销售能相互促进、互相带动。对不同类别产品实施配套的计算机控制流程不但能避免客户使用产品所遇到的软件兼容性问题，保证样品前处理的稳定性和可靠性，还能增加客户黏性，培养稳定的客户群体。

公司广泛的销售服务网络和及时响应的售后服务体系使公司在市场上建立了良好的口碑，增强了公司市场竞争优势。公司目前在全国主要大中城市设有销售和售后技术服务中心，并在美国和香港设有全资子公司，建立了以国内为主、延伸美国的广泛销售网络，目前公司产品已销往世界多个国家和地区，为公司的进一步发展奠定了基础。公司将全国各地划分为若干个销售区域，根据不同的产品类别建立相应专业销售队伍，并按照产品类别设置销售经理，包括：无机样品前处理仪器销售经理、有机样品前处理仪器销售经理、洁净环保型实验室解决方案销售经理、分析测试仪器销售经理。公司销售人员对最终用户提供全程的技术支持与指导，通过与终端用户的交流，更加深入地了解客户的需求特点，为客户提供最适合的产品方案，提升用户体验。依托以客户需求为核心的销售理念，公司建立了多样化的营销渠道以及快速高效的市场反馈机制，形成了以“交货-安装-售后维修-售后产品应用支持”等模块为主的售后服务体系。

经过在实验分析仪器领域内的长期积淀，公司已经形成了较好的客户和品牌优势。公司在技术、产品及服务方面积累了大量的原始技术资料和宝贵实践经验，凭借高质量的产品及优质的售后服务，莱伯泰科在高端实验分析仪器领域逐渐树立起良好形象，获得下游客户的广泛认可，赢得了较好的市场声誉，目前公司客户已涵盖食品检测、环境监测、医疗检测、农产品检测、商品检验、生命科学、材料分析等众多领域，客户类型包括政府部门、科研机构、大中型检测厂商以及众多国内知名高等院校。

3.3 发展战略：坚实前处理主业，质谱、耗材及并购有较大潜力

3.3.1 样品前处理：技术升级，产品和应用拓展，CDS 仪器国产化是近年重点

在样品前处理领域，公司将针对现有固相萃取、GPC 净化、压力溶剂萃取、热裂解、热解吸吹扫-捕集和在线浓缩技术进行升级或改造，开发人机界面友好的软件和流程技术、集成液路阀门技术、酸气和有机溶剂蒸汽的回收技术，在现有产品技术上对自动化工作站技术、

液体传感器技术、自动进样技术、分析仪器接口技术等进行完善和升级，提升对自动化机械构造、自动化控制、传感器、产品配套集成软件和关键材料等领域的研发实力，开发出更加快速、高效、准确和智能的溶剂萃取、净化、浓缩、热裂解、热解吸-吹扫-捕集、吸附分离、消解等样品前处理技术。

目前公司能自主研发的前处理产品包括高效压力提取、固相萃取、凝胶净化、定量浓缩、热裂解、热解吸、吹扫-捕集、动态顶空进样、电热消解、振荡水浴、旋转蒸发等，未来将沿着样品前处理流程完成开发更多的产品或技术，如样品前处理平台、多功能压力溶剂提取、高效常压溶剂提取、样品前处理直接进样、酸气和有机蒸气回收、预加压消解等技术的产品。

公司目前产品主要应用于食品检测、环境监测、农产品检测、商品检验、生命科学、医疗健康等。未来，公司将顺应国家产业发展趋势，逐步满足国内外对高端实验分析仪器产品的需求，拓宽产品在更多领域的应用。针对市场需求的发展变化，公司目前已组建了医疗产品开发和市场团队，将快速开发医疗检验产品，大力拓展医疗检验市场。

2015年，公司收购了美国内布拉斯加州的公司 CDS Analytical, LLC 的绝大部分资产及业务，对公司在热裂解、热解析、吹扫捕集等前处理领域的产品做了极大的补强。公司正对CDS公司的仪器产品进行国产化生产和升级开发，将更加有效的利用国内成本、渠道等优势开拓国内市场。我们预计明后年CDS相关仪器产品收入将有较大幅度的增长。

3.3.2 分析测试仪器：质谱仪是公司发展核心看点

在分析测试仪器方面，目前公司销售的产品主要为有机分析仪器紫外/可见分光光度计、液相色谱仪和无机分析仪器直接测汞仪等产品类别，公司未来将通过自主设计、技术引进以及合作开发等多种手段开发高端产品，如液相色谱-质谱联用仪、气相色谱-质谱联用仪等，加大与样品前处理系统联用的开发能力，在实验分析仪器市场占据一定市场地位。

质谱仪是通过测量带电粒子的质量进而对物质进行定性和定量分析的高端分析仪器，广泛应用于环境保护、医疗健康、食品等行业。根据 Transparency Market Research 数据，2019年全球质谱仪市场空间约66亿美元，且有望保持稳健增长，其中亚洲地区有望实现快速增长。

我国质谱仪市场规模超百亿元，但是进口依赖程度高，2018年国内厂商在我国质谱仪市占率仅为14.4%。未来随着质谱仪等精密监测仪器在医疗健康、食品安全等领域的应用更加深入，质谱仪行业未来前景良好。

从全球竞争格局来看，当前全球质谱仪行业主要被国外行业巨头所占据，国外行业巨头公司的收入规模均较大，其产品竞争力与质谱分析技术实力亦较强。我国已经涌现了一批具备一定技术实力的质谱仪等分析仪器的生产商，下游应用领域亦较为丰富。长远来看，我国质谱行业存在很大的国产替代空间。

公司2019年8月正式组建十多人的质谱仪研发团队，进行医疗痕量元素分析仪的研发。公司创始人、技术带头人胡克在质谱仪领域有长期的学习和工作实践经历，曾率先提出电感耦合等离子质谱 (ICP-MS) 中离子偏转离子镜技术、离子接口加速技术、离子检测加速技术，主导设计了世界首台商用电感耦合等离子体光质谱仪 (POEMS)，并率先在美国设计商用电感耦合等离子体质谱仪，且成功将上述产品投入商业化应用。

目前公司自主研发的生物医疗样品微量元素检测质谱仪已经进入样机试制阶段，未来将实现销售。该仪器主要针对血液、细胞、单颗粒等生物医疗样品进行多种微量元素的定性、定量检测，解决生物医疗样品高盐、高纤维、高浓度、结构复杂等问题，以高效、快速、准确的尖端质谱检测技术，为建立在生物医疗样品化学分析检测基础之上的元素组学、代谢组学、大分析标记免疫学等生物医疗研究，以及精准医疗、疾病跟踪等临床应用领域提供前沿检测仪器，并根据相关领域的具体需求，优化软件操作和数据分析系统，提供更有刻度性的分析报告。未来公司也将不断拓展质谱仪在医药研发、半导体等领域的应用。

3.3.3 实验室耗材：Empore 品牌耗材国产化是重点

公司旗下的 CDS 公司于 2018 年 12 月购买了美国知名企业 3M 公司旗下的 Empore 品牌固相萃取膜柱技术及相关生产设备。Empore 品牌固相萃取膜柱广泛销售于世界各地，是全球范围内固相萃取仪厂家的优选耗材。收购之后，经过多轮技术培训和交流，目前该系列产品生产工艺已全面转移成功，并确立了生产资源和质控体系。公司在耗材产品方面的技术优势为本项目顺利实施打好了基础。公司对微波消解、电热消解产品有着长期的销售、维修、应用经验以及深厚的用户基础，很大程度上保证了耗材生产能够准确、充分地满足用户要求。

公司在固相萃取和电热消解产品多年的生产时间和应用经验，有助于公司技术人员第一时间了解并掌握市场的需求，生产部门能够得到极为专业和充分的反馈，充分保障了耗材产品的高品质、高性能和高竞争力。

公司 IPO 募集资金中有 7434 万元投向为实验室分析仪器耗材生产项目。本项目拟在公司现有场所，以 CDS 公司现有生产技术和经营体系为基础，新建“实验分析仪器耗材”生产线，主要内容包括建筑工程、设备引进及人员招募等。其中建筑工程主要包括在原有厂房基础上按用途进行装修建设全封闭洁净生产车间，建设高洁净度产品检验检测中心；设备引进以自动化智能化为指导，根据产品生产工艺要求定制关键设备和购买标准设备，主要包括智能化配料、成膜、机械加工、检测检验设备及办公设备等。项目没有新增用地，利用部分原有厂房面积共 4050 平米进行生产线建设。

项目建成后将生产“实验分析仪器耗材”，包括圆盘式固相萃取膜片、固相萃取柱、固相萃取 96 孔板、微波消解罐、电热消解管等产品。

相对于仪器产品，耗材生产制造过程中消耗的原材料品种较少、生产工艺和管理流程相对简单，因而一般毛利率较高。同时耗材相对更容易实现稳定持久的渠道化和地域化销售，在市场拓展过程中可以摊薄销售成本，又没有后期设备维修成本，在良好的经营中可实现较高的利润率。大力投入这一重要业务，将直接地强有力地促进公司的经营收益。

另一方面，耗材相对于仪器设备的重要性，就如同弹药相对现代武器的重要性。而没有好的耗材产品，则谈不上完备的分析检测产品解决方案。对于自动化固相萃取系统，只有一致性非常优秀并且分析性能优异的固相萃取小柱或膜片才能满足系统要求，才能充分体现自动化系统的优势。通过本项目的实施，公司将重点满足这些特殊化、专业化的要求，为向智能化、自动化方向发展的分析检测样品前处理领域提供匹配的优质耗材。这是公司从质量、性能和设计品质层面上推动产品发展的战略中的重要一环。

3.3.4 产业并购：利用产业并购丰富产品线，加快国际化布局

实验分析仪器行业产品种类众多、应用行业广泛，而大部分实验分析仪器生产商提供的产品种类较为单一，很难完全满足客户多样化的需求，且实验分析仪器制造业是典型的技术密集型行业，涉及多个专业技术领域。企业在不同细分领域进行业务拓展时需要企业具备雄厚的技术储备和丰富的经验积累，如果仅依靠企业自身的积累达到业务扩展的目的不但成本高且耗时长，所以通过行业并购整合成为许多上市仪器厂商扩充核心业务、丰富产品种类、提升市场地位的重要途径和手段。美国著名的赛默飞世尔公司的主要资本开支用于并购重组，通过并购来丰富产品线，增强公司上市战略地位，终于成就其实验室分析仪器行业的龙头地位，公司目前市值已达 1868 亿，为股东创造了丰厚的回报。

公司历史上已进行过几次并购，2015 年公司收购了美国内布拉斯加州的公司 CDS Analytical, LLC 的绝大部分资产及业务，补强了热裂解、吹扫捕集等前处理产品的短板。2018 年 12 月，公司通过 CDS 收购了美国大型多元化企业 3M 公司旗下的 Empore 品牌固相萃取产品生产设备及技术。通过收购 3M 相关资产，公司丰富了耗材领域的业务类别，在配套分离富集各种水质化合物仪器的耗材方面取得了突破性的进展，填补了产品线的空白。

公司上市以后，公司将充分利用资本市场平台和优势，进行行业内产业并购，进一步完善发行人的产品线，巩固公司的市场竞争地位，加速公司的国际化战略布局。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：受益于 CDS 前处理仪器国产化和其他自研新品的推出，公司样品前处理仪器板块明后两年增速将显著提升，2020-2022 年营收同比增长 0%、23%、20%；2020-2022 年样品前处理板块毛利率维持在 52% 的水平；

假设 2：质谱仪新产品推出，我们预计明后年公司分别实现销售 15 台、30 台，以单台价值量 150 万计算，形成收入 2250 万、4500 万。公司分析测试仪器板块明后两年增速将提升至较快的水平，2020-2022 年营收同比增长 6%、30%、30%；板块毛利率未来三年维持在 42%；

假设 3：受益于 CDS 公司耗材产品的国产化，公司消耗件与顾客服务板块明后两年将迎来快速增长，预计 2020-2022 年营收同比增长 20%、80%、40%；同时毛利率水平也将有望受益于国产化，维持在 58% 的水平；

假设 4：今年洁净环保型实验室解决方案业务受疫情影响较大，营收同比下滑 55%，明后年随着疫情影响消退，工程施工和交付有望恢复，明后两年营收增速分别为 113%、10%；

假设 5：其他业务板块维持营收规模和毛利率不变。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 9：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
样品前处理仪器	收入	203.41	203.00	249.69	299.63
	增速	0%	0%	23%	20%
	毛利率	52.06%	52.00%	52.00%	52.00%
分析测试仪器	收入	95.80	102.00	132.60	172.38
	增速	36%	6%	30%	30%
	毛利率	42.52%	42.00%	42.00%	42.00%
消耗件与顾客服务	收入	24.96	30.00	54.00	75.60
	增速	28%	20%	80%	40%
	毛利率	56.97%	58.00%	58.00%	58.00%
洁净环保型实验室 解决方案	收入	54.28	24.39	52.00	57.20
	增速	-2%	-55%	113%	10%
	毛利率	25.31%	25.00%	25.00%	25.00%
其他业务	收入	2.07	2.07	2.07	2.07
	增速	3%	0%	0%	0%
	毛利率	79.71%	79.71%	79.71%	79.71%
合计	收入	380.52	361.46	490.36	606.88
	增速	8.70%	-5.01%	35.66%	23.76%
	毛利率	46.31%	48.01%	47.21%	47.46%

数据来源: Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取实验室分析领域企业，包括美国上市的赛默飞世尔科技、安捷伦科技、沃特世，日本上市的岛津，作为可比对象。目前国内专门从事实验分析领域的公司较少，A股上市公司中尚无与公司处于专业领域同行业的可比对象。2020年四家公司平均PE为32倍，2021年平均PE为31倍，2022年平均PE为28倍。

预计公司2020-2022年归属母公司净利润分别为6748万元、9027万元、1.1亿元。我们看好公司未来两年业绩持续改善，以质谱仪为代表的新产品有望陆续推出，给予公司2021年35倍PE的目标估值，对应目标价47.25元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (美元/日元)	EPS (美元/日元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
TMO.N	赛默飞世尔科技	466.68	12.33	18.61	20.47	20.23	37.85	25.08	22.80	23.07
A.N	安捷伦科技	119.3	3.37	3.24	3.69	4.15	35.40	36.82	32.33	28.75
WAT.N	沃特世	250.38	8.81	8.30	9.22	9.98	28.42	30.17	27.16	25.09
7701.T	岛津	3795.00	110.41	109.84	92.49	107.63	34.37	34.55	41.03	35.26
平均值							34.01	31.65	30.83	28.04

数据来源: Market Watch, 西南证券整理

5 风险提示

新产品研发和销售不及预期，募投项目投产进度不及预期，并购整合效果不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	380.52	361.46	490.36	606.88	净利润	61.68	67.48	90.27	110.30
营业成本	204.29	186.26	257.21	317.22	折旧与摊销	5.16	8.61	8.61	8.61
营业税金及附加	2.89	3.00	4.02	4.94	财务费用	-1.80	-6.03	-9.94	-10.65
销售费用	56.28	58.88	78.10	96.24	资产减值损失	-0.08	0.00	0.00	0.00
管理费用	19.74	21.20	28.14	34.53	经营营运资本变动	-14.23	28.80	-87.59	-31.13
财务费用	-1.80	-6.03	-9.94	-10.65	其他	0.82	-3.25	1.09	0.87
资产减值损失	-0.08	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流量净额	51.55	95.61	2.43	77.99
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-26.78	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-0.72	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量净额	-27.50	0.00	0.00	0.00
营业利润	73.51	78.67	105.40	129.86	短期借款	7.68	-7.68	0.00	0.00
其他非经营损益	0.15	2.08	2.08	1.76	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	73.66	80.75	107.48	131.61	股权融资	-2.64	421.60	0.00	0.00
所得税	11.98	13.27	17.22	21.32	支付股利	-30.00	0.00	0.00	0.00
净利润	61.68	67.48	90.27	110.30	其他	2.64	-0.69	9.94	10.65
少数股东损益	0.36	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流量净额	-22.32	413.23	9.94	10.65
归属母公司股东净利润	61.32	67.48	90.27	110.30	现金流量净额	3.16	508.84	12.37	88.64
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	195.28	704.12	716.49	805.13	成长能力				
应收和预付款项	58.79	34.41	46.37	56.36	销售收入增长率	8.70%	-5.01%	35.66%	23.76%
存货	89.62	87.65	118.77	147.95	营业利润增长率	14.92%	7.01%	33.98%	23.20%
其他流动资产	7.38	6.90	88.26	115.31	净利润增长率	2.91%	9.39%	33.77%	22.19%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	11.72%	5.70%	28.08%	22.82%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	51.76	43.93	36.09	28.26	毛利率	46.31%	48.47%	47.55%	47.73%
无形资产和开发支出	37.61	37.17	36.73	36.28	三费率	19.51%	20.49%	19.64%	19.79%
其他非流动资产	9.18	8.84	8.51	8.17	净利润率	16.21%	18.67%	18.41%	18.17%
资产总计	449.62	923.00	1051.22	1197.46	ROE	18.83%	8.33%	10.03%	10.92%
短期借款	7.68	0.00	0.00	0.00	ROA	13.72%	7.31%	8.59%	9.21%
应付和预收款项	105.23	104.55	140.02	174.07	ROIC	39.61%	39.34%	44.05%	40.88%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.20%	22.48%	21.22%	21.06%
其他负债	9.20	8.58	11.06	12.95	营运能力				
负债合计	122.11	113.13	151.08	187.02	总资产周转率	0.87	0.53	0.50	0.54
股本	50.00	67.00	67.00	67.00	固定资产周转率	8.34	7.62	12.38	19.10
资本公积	39.48	444.08	444.08	444.08	应收账款周转率	7.53	9.38	17.99	17.28
留存收益	230.53	298.01	388.28	498.57	存货周转率	2.16	2.07	2.46	2.35
归属母公司股东权益	326.73	809.09	899.36	1009.66	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.04%	—	—	—
少数股东权益	0.78	0.78	0.78	0.78	资本结构				
股东权益合计	327.51	809.87	900.14	1010.44	资产负债率	27.16%	12.26%	14.37%	15.62%
负债和股东权益合计	449.62	923.00	1051.22	1197.46	带息债务/总负债	6.29%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	流动比率	2.94	7.53	6.53	6.10
EBITDA	76.87	81.26	104.07	127.82	速动比率	2.19	6.74	5.73	5.29
PE	38.74	35.21	26.32	21.54	股利支付率	48.92%	0.00%	0.00%	0.00%
PB	7.25	2.94	2.64	2.35	每股指标				
PS	6.24	6.57	4.85	3.91	每股收益	0.92	1.01	1.35	1.65
EV/EBITDA	20.55	20.50	15.89	12.24	每股净资产	4.89	12.08	13.42	15.07
股息率	1.26%	0.00%	0.00%	0.00%	每股经营现金	0.77	1.43	0.04	1.16
					每股股利	0.45	0.00	0.00	0.00

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间

卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

行业评级

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌嵒	销售经理	13642362601	13642362601	tlr@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn