

688133.SH

增持

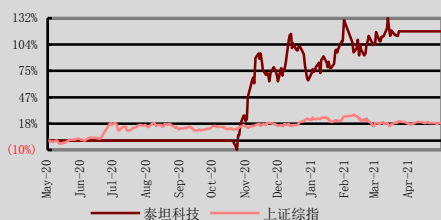
原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 189.00

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 综合型科学服务商

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	12.6	12.2	7.6	0.0
相对上证指数	14.4	12.5	13.5	(18.9)

发行股数(百万)	76
流通股(%)	21
总市值(人民币 百万)	14400
3个月日均交易额(人民币 百万)	75
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
谢应波	11

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2021 年 5 月 12 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备: 科学仪器及服务
证券分析师: 杨绍辉

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

证券分析师: 陶波

(8621)20328512

bo.tao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060002

泰坦科技

享受科技创新时代红利, 做中国未来的 Thermo Fisher

公司聚焦实验室场景, 拥有 SKU 超 85 万的自主+代理产品矩阵, OEM 模式生产保证资金需求, 自主创新研发+自建仓储物流体系形成“双核驱动”布局, “探索”科学服务平台加码销售和管理, 深度绑定企业类、高校及科研院所客户, 未来将持续受益于国家科研战略的高景气, 有望在广阔市场空间中成长为国内领头科学服务商。

支撑评级的要点

- **全球科学服务市场空间大, 国产替代正当时。**全球科研仪器、试剂、服务行业市场规模数千亿美元, 其中科研仪器约 300 多亿美元, 科研试剂约 300 多亿美元。大市场背景下, 诞生 Thermo Fisher、丹纳赫、默克等收入规模为 200-300 亿美元、市值 1500-2000 亿美元的国际龙头。我国科研仪器、试剂、服务行业市场规模估计 1000 亿人民币以上, 但外资品牌垄断了国内 90% 左右的市场份额, 国产化率不超 10%; 如 Thermo Fisher 在中国大陆年销售额约 30 亿美元, 而泰坦科技销售额仅 RMB 10 多亿元。
- **国家战略推动科研高景气, 带动科技创新时代红利。**全球科研保持高景气度, 研发经费保持稳定增长, 促进科学服务行业市场规模扩大。2021 年两会政府工作报告主要突出了三个方面: 一是要强化国家战略科技力量; 二是加强基础研究; 三是要用市场化机制激励企业加大研发投入。我国科研仪器、试剂、服务行业市场规模有望在过去 10% 左右的年均增速基础上, 继续加快增长。
- **客户粘性强, 产品盈利弹性强。**公司是专注于一站式实验室产品与配套服务的科学服务领域变革者, 探索平台的 SKU 超 85 万, 产品矩阵持续完善, 商业闭环促进快速成长, 在国内众多同业中处于综合优势地位。自主品牌贡献一半以上的收入与利润, 规模效应将提升第三方品牌业务的盈利能力。
- **外延并购改善业务的可行性强。**国际上 Thermo Fisher、丹纳赫均通过数百次外延并购来增强仪器、试剂的产品线和改善物流仓储配送能力, 本土科研仪器及试剂服务企业多而分散, 这为有潜力的本土企业提供了外延并购的可行性。

盈利预测和估值

- 预计公司 2021-2023 年营收分别为 19.2/25.9/34.1 亿元, 净利润 1.6/2.4/3.5 亿元, 对应 EPS 2.1/3.1/4.6 元/股, 当前股价对应 2021E-2023E 市盈率 90/61/42 倍。科技创新驱动全球科研景气高涨, 科学服务市场空间较大, 公司作为综合型科学服务商, 自有品牌提升和销售渠道完善将带动未来收入增长。首次覆盖给予 **增持** 评级。

评级面临的主要风险

- 公司对第三方品牌产品销售占比较高的风险; OEM 生产商受疫情影响导致生产效率下降的风险; 高校、科研院所采用招投标等多种采购方式风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	1,144	1,384	1,917	2,586	3,411
变动(%)	24	21	38	35	32
净利润(人民币 百万)	74	103	160	237	347
全面摊薄每股收益(人民币)	0.972	1.348	2.094	3.114	4.553
变动(%)	(14.4)	38.6	55.4	48.7	46.2
全面摊薄市盈率(倍)	194.4	140.2	90.2	60.7	41.5
价格/每股现金流量(倍)	(344.5)	(79.4)	5,785.8	95.5	(76.6)
每股现金流量(人民币)	(0.42)	(1.81)	0.02	1.51	(1.88)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	96.1	82.4	53.0	36.0	24.8
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.628	0.934	1.366
股息率(%)	n.a.	n.a.	0.4	0.6	0.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

专注于一站式实验室产品与配套服务，商业闭环促进快速成长	6
聚焦实验室场景，研发+物流“双核”驱动.....	6
业绩快速增长、盈利能力良好、运营能力稳定.....	7
聚焦科研创新，自主品牌系公司业绩增长动力.....	9
产品高度差异化，规模效应带动盈利提升.....	11
OEM 模式生产保证公司灵活运营.....	14
深度绑定华东地区和企业类客户，不严重依赖单个客户.....	15
线上：注重信息化高效管理，实现内外业务一体化.....	16
线下：自建智能仓储管理物流，“互联网+”闭环商业直达终端.....	17
国家战略带动科研高景气，科研试剂及耗材市场规模超千亿元	19
全球科研保持高景气度，国内研究经费主要流向华东地区.....	19
行业产品涉及范围广泛，国内中、东部市场潜力有待激发.....	21
竞争格局：国际巨头并购综合化，国内行业碎片式发展.....	22
对标科学服务行业国际巨头，并购整合+高效管理促成长	28
赛默飞世尔科技-并购整合、PPI 业务管理流程、创新研发赋予强大生命力.....	28
风险提示.....	37

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1.公司 2007-2017 年主要产品或服务、主要业务基础设施的演变情况.....	6
图表 2.公司 2007-2020 年发展历程.....	7
图表 3.公司管理层结构（截至 2020 年底）.....	7
图表 4.2020 年上市前公司股权结构.....	7
图表 5.公司营业收入及同比增速(亿元).....	8
图表 6.公司净利润及同比增速(亿元).....	8
图表 7.公司销售毛利率和归母净利率.....	8
图表 8.公司各项主营业务毛利占比.....	8
图表 9.公司期间费用率.....	9
图表 10.公司主要运营能力指标.....	9
图表 11.公司现金流情况(亿元).....	9
图表 12.公司自由现金流(亿元).....	9
图表 13.公司研发支出及占营收比重(亿元).....	10
图表 14.公司研发部门设置.....	10
图表 15.公司核心技术细分.....	10
图表 16.公司自主品牌、第三方品牌占主营业务收入比重.....	11
图表 17.公司各项主营业务中的自主品牌占比.....	11
图表 18.公司主要产品及服务.....	12
图表 19.公司主营收入的分板块比重.....	12
图表 20.公司主营收入的分板块比重-增长情况.....	12
图表 21.公司科研试剂收入及同比增长(亿元).....	13
图表 22.公司主营业务毛利率与科研试剂毛利率.....	13
图表 23.公司特种化学品收入及同比增长(亿元).....	13
图表 24.公司主营业务毛利率与特种化学品毛利率.....	13
图表 25.公司科研仪器及耗材收入及同比增长(亿元).....	14
图表 26.公司主营业务毛利率与科研仪器及耗材毛利率.....	14
图表 27.公司实验室建设及科研信息化收入及同比(亿元).....	14
图表 28.公司主营业务毛利率与实验室建设及科研信息化毛利率.....	14
图表 29.公司 OEM 生产流程图.....	15
图表 30.公司自主品牌中 OEM 成品采购及委外加工占比.....	15

图表 31.公司不同客户类别占营收比重	16
图表 32.公司不同地区销售收入比重	16
图表 33.公司前五大客户销售收入总和及营收占比(亿元)	16
图表 34. 2020 前五大客户销售收入比重	16
图表 35.公司科学服务平台-“探索平台”页面	17
图表 36.客户自助下单、委托下单占平台管理订单比重	17
图表 37.公司经营服务流程图	18
图表 38.全球研发经费变化情况(万亿美元)	19
图表 39.全球科学服务市场规模(亿美元)	19
图表 40.中国研究与试验发展 (R&D) 经费支出情况(亿元)	19
图表 41.全球及中国 R&D 经费支出占 GDP 比重	19
图表 42. 2019 年中国 R&D 经费支出活动主体占比	20
图表 43. 2019 年中国 R&D 经费投入超千亿元地区占比	20
图表 44. 中国历次人口普查概况	20
图表 45. 2011-2019 年中国总专利申请情况	20
图表 46. 2016-2023 全球生命科学实验耗材规模(亿美元)	22
图表 47. 2014-2015、2020 全球实验室通用设备规模(亿美元)	22
图表 48. 2016 年国家重点实验室分布领域	22
图表 49. 2016 年企业国家重点实验室分布领域(个)	22
图表 50.全球科学服务行业知名公司基本情况	23
图表 51.国内科学服务行业竞争生态基本情况	24
图表 52.中国地区科学服务行业主要参与者	25
图表 53. 国内主要可比公司的应收帐款周转率(次/年)	26
图表 54. 国内主要可比公司的存货周转率(次/年)	26
图表 55. 国内主要可比公司的总资产周转率(次/年)	26
图表 56. 2019 年国内主要可比公司的流动比率(倍)	26
图表 57. 2019 年国内主要可比公司的速动比率(倍)	26
图表 58. 2019 年国内主要可比公司的合并资产负债率(%)	27
图表 59. 2019 年主要可比公司的营收(万元)和毛利率(%)	27
图表 60. 2019 年国内主要可比公司的专利和产品种类数量	27
图表 61.赛默飞世尔科技自 2006 年起的市值变化(亿美元)及重大并购事件	28
图表 62. 赛默飞世尔科技 PPI 业务管理流程	29
图表 63. 赛默飞世尔科技净资产收益率 ROE (摊薄)	29
图表 64. 赛默飞世尔科技自由现金流(亿美元)	29
图表 65. 赛默飞世尔科技全球分支数目(个)及员工人数(名)	29

图表 66. 赛默飞世尔科技历史营收及净利润情况(亿美元)	30
图表 67. 赛默飞世尔科技毛利率(%)及净利率的增长(%).....	30
图表 68. 赛默飞世尔科技旗下主要品牌及业务板块	30
图表 69. 赛默飞世尔科技主营业务板块比重(%)-营收.....	31
图表 70. 赛默飞世尔科技主营业务板块比重(%)-净利润.....	31
图表 71. 赛默飞-实验室产品与服务板块收入(亿美元).....	31
图表 72. 赛默飞-实验室产品与服务板块毛利率(%)	31
图表 73. 赛默飞-生命科学解决方案板块收入(亿美元).....	32
图表 74. 赛默飞-生命科学解决方案板块毛利率(%)	32
图表 75. 赛默飞-分析仪器板块收入(亿美元)	32
图表 76. 赛默飞--分析仪器板块毛利率(%).....	32
图表 77. 赛默飞-临床诊断板块收入(亿美元)	33
图表 78. 赛默飞-临床诊断板块毛利率(%).....	33
图表 79. 赛默飞世尔科技地区收入分类比重(%).....	33
图表 80. 赛默飞世尔科技中国区收入及同比增速(亿美元)	33
图表 81. 赛默飞世尔科技客户收入分类比重(%).....	34
图表 82. 赛默飞世尔科技 R&D 支出及占营收比重(亿美元)	34
图表 83. 赛默飞的科学服务综合云平台 (图片经剪辑)	35
图表 84. 赛默飞世尔科技在中国设立现货供应中心	35
图表 85. 泰坦科技的主要品牌及业务板块.....	36
图表 86. 估值表 (美股上市公司单位: 股价(美元)、市值(亿美元)、EPS(美元/股)、市盈率(X)、每股净资产(美元/股))	36
损益表(人民币 百万)	38
资产负债表(人民币 百万).....	38
现金流量表(人民币 百万).....	38
主要比率 (%).....	38

专注于一站式实验室产品与配套服务，商业闭环促进快速增长

聚焦实验室场景，研发+物流“双核”驱动

公司的主营业务为科研试剂、特种化学品、科研仪器及耗材、实验室建设及科研信息化服务四大分类。可细分为高端试剂、通用试剂、分析试剂、特种化学品、安防耗材、仪器仪表、实验室建设、科研软件等八大产品线，产品覆盖研发准备、研发过程、研发后期和生产质控等各个阶段，充分满足科研人员、分析检测和质量控制人员的复杂需求。

公司在行业内率先形成以 OEM 模式生产自主品牌+代理第三方品牌的产品矩阵，共 6 个自主品牌，销售产品 SKU 超 85 万。公司的下游客户实现国内 985、211 工科高校全覆盖，并涵盖科研院所、政府机构和创新研发型企业等，支持众多生物医药、新材料、新能源、节能环保、食品日化、分析检测、智能制造等领域内领先企业的前沿研发，力求以多样化的产品服务赢得客户的信赖。

公司形成以自主创新研发、智慧仓储物流建设为“双核驱动”的发展模式。公司具备可持续的研发创新体系，力争在科学服务产品领域内提高自有国产化水平，具备技术集成整体解决方案，与自建的行业基础设施“探索”科学服务平台和仓储物流系统共同形成“双核驱动”发展模式，产品解决方案直达终端客户，是目前国内综合科学服务提供商的佼佼者。

图表 1.公司 2007-2017 年主要产品或服务、主要业务基础设施的演变情况



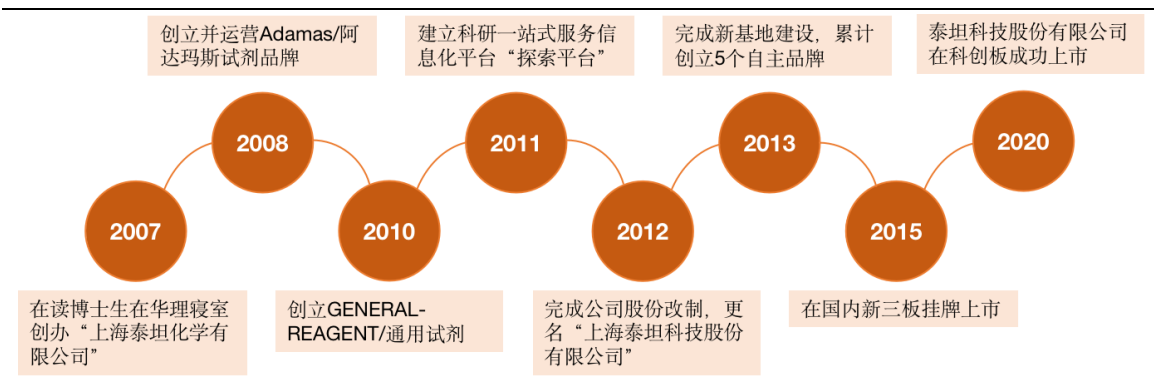
资料来源：招股说明书、中银证券

公司历史最早追溯至 2007 年的上海泰坦化学有限公司。2007 年由上海市科技创业中心和 6 名华东理工大学学生创办并命名为“上海泰坦化学有限公司”，当年即创建了初代服务平台“中国化学品搜索网”。2008 年创立并运营 Adamas/阿达玛斯高端科研试剂品牌。2010 年创立 GENERAL-REAGENT/通用试剂品牌。2011 年建立国内科研一站式服务信息化平台“探索平台”。2012 年完成公司股份改制，更名为“上海泰坦科技股份有限公司”，当年即建立了初代智慧物流-危化品车队。2013 年完成创新技术中心建设，累计创立了 5 个自主品牌。2015 年在国内新三板挂牌上市。2018 年获得国开行投资并成为战略股东。2020 年泰坦科技股份有限公司在科创板成功上市。

公司建立高素质、经验丰富的研发团队。截至 2020 年 12 月 31 日，公司员工整体年龄段为 40 岁以下，公司在职员工数为 696 人，比 2019 年增加 128 人；本科及硕士以上学历以上的人数为 344 人，占全体员工的 49.43%，比 2019 年增加 62 人。研发团队总人数为 190 人，占全体员工的 27.30%，比 2019 年增加 19 人；其中，30-40 岁员工占比 37.89%，30 岁及以下员工占比 60.00%，团队既有经验也保持活力。公司的核心技术人员普遍有 6 年以上就职年限，团队较稳定。其中，董事长谢应波先生为华东理工大学材料化学博士、总经理张庆先生入选徐汇区科技拔尖人才培养计划、副总经理王靖宇先生加入公司前有近 7 年的化工产品工作经验、副总经理张华先生加入公司前有近 5 年制药研究经验等，核心技术团队以扎实的教育背景和丰富的行业经验带动公司研发团队在产品研发中保持活力。

公司制定的限制性股票激励计划有效保证员工动力。激励计划的业绩考核目标为 2021-2023 年营收对比 2020 年增长分别大于 25%、56%、95%。若单个归属期业绩不达标，全激励失效。个人层面以绩效考核：优秀及良好员工获得 100% 股份归属，及格的获得 80%，不及格无股份归属。公司已对 159 名员工就 2020 年绩效授予 59.82 万股价格为 50 元/股的限制性股票，占总股本近 0.78%。

图表 2. 公司 2007-2020 年发展历程



资料来源：招股说明书、公司官网、中银证券

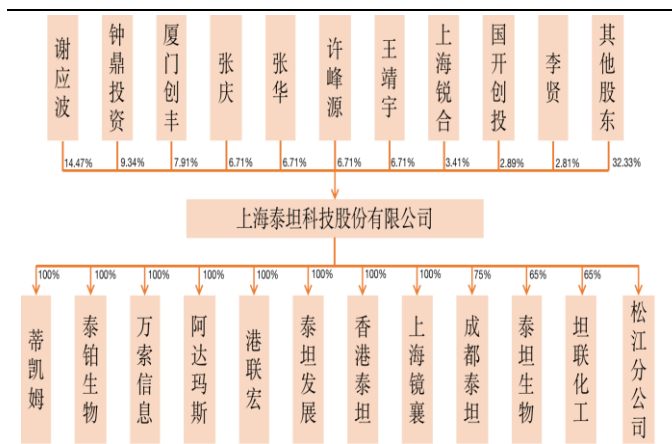
公司管理层持股较集中，共同实际控制人为谢应波、张庆、张华、许峰源、张维燕、王靖宇，上述股东为一致行动人。截至 2020 年 10 月公司上市前，六人合计直接持有公司 43.29% 的股份，其中，谢应波持股比例为 14.47% 并担任公司董事长，张庆、张华、许峰源、王靖宇均持股 6.71%，张维燕持股 1.98%。截至 2020 年底，六人持股合计近 32%，股权稳定，上市后没有大幅度变动。根据 2009 年 12 月和 2017 年 12 月签署的《一致行动协议》，协议约定在发生意见分歧或纠纷时以谢应波先生的意见为准，各方应配合谢应波先生并按照谢应波先生的意见进行投票。

图表 3. 公司管理层结构（截至 2020 年底）

名称	与公司关系
谢应波	公司实际控制人、董事长，持有公司 10.85% 股份
张庆	公司实际控制人、董事、总经理，持有公司 5.03% 股份
张华	公司实际控制人、董事、副总经理，持有公司 5.03% 股份
王靖宇	公司实际控制人、董事、副总经理，持有公司 5.03% 股份
许峰源	公司实际控制人、董事，持有公司 5.03% 股份
张维燕	公司实际控制人、行政人事总监，持有公司 1.48% 股份

资料来源：2020 年年度报告、中银证券

图表 4. 2020 年上市前公司股权结构

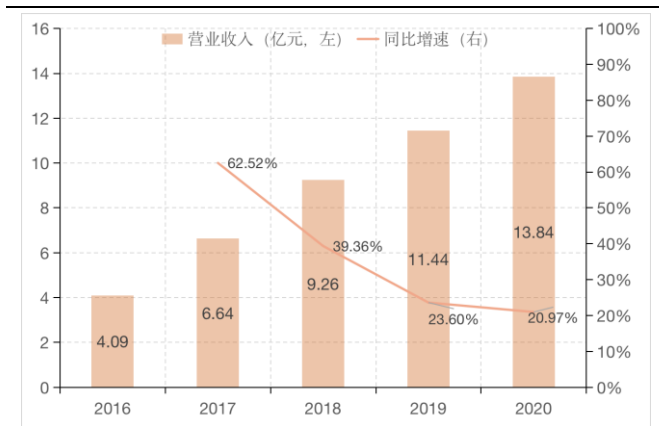


资料来源：招股说明书、中银证券

业绩快速增长、盈利能力良好、运营能力稳定

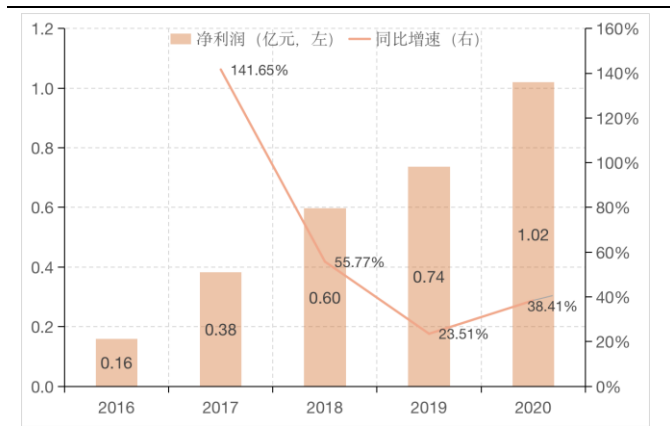
公司营收和净利润快速增长，CAGR4(2020 年)分别为 35.66%、59.27%。公司目前处于高速发展期，得益于公司产品矩阵差异化不断提升、新客户的持续开拓、货运物流的高效实施和智能平台的不断渗透，2017-2020 年营收为 6.6、9.3、11.4、13.8 亿元，分别同比增长 62.5%、39.4%、23.6%、21.0%；净利润为 0.4、0.6、0.7、1.0 亿元，分别同比增长 141.7%、55.8%、23.5%、38.4%。公司 2020 年上半年营业收入较上年同期同比下降 0.17%，主要系下游客户尤其是高校院所客户受疫情影响无法正常复学所致，但随着企业客户逐渐复工复产弥补了高校收入下降部分，全年经营业绩仍能保持稳定较快增长。基于限制性股票激励计划的有效推进，公司的盈利能力有望进一步提升。

图表 5.公司营业收入及同比增速(亿元)



资料来源：招股说明书、公司公告、万得、中银证券

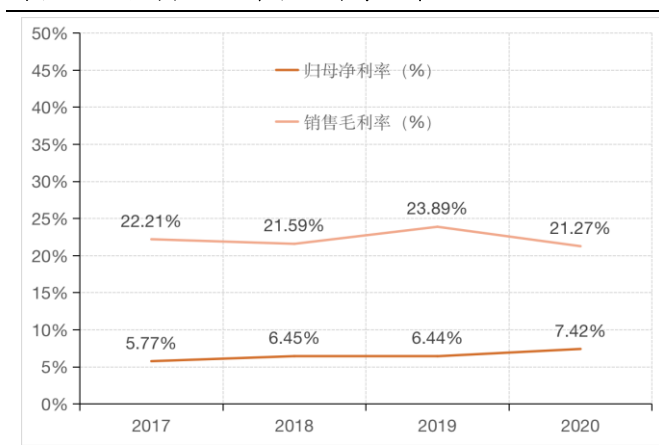
图表 6.公司净利润及同比增速(亿元)



资料来源：招股说明书、公司公告、万得、中银证券

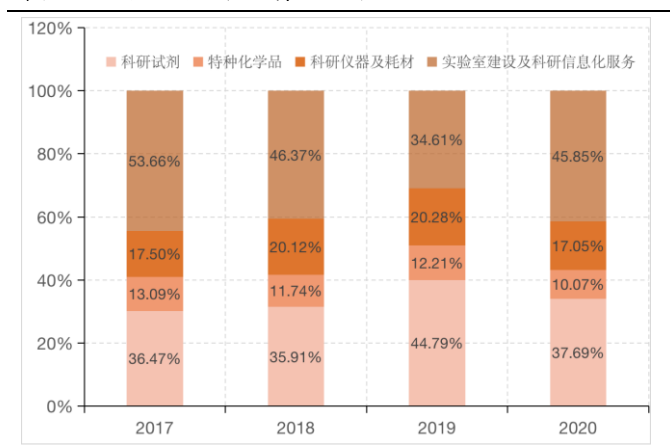
公司盈利能力良好，自主品牌产品、科研试剂为主要毛利贡献。2017-2020 年公司毛利率均超 20%，其中 2020 年毛利率有所下滑主要因为该年度运费计入成本而导致成本同比增速 (+25.2%) 高于收入同比增速 (+21.0%)；净利率保持在 5% 以上且保持上行趋势，自主品牌 (2020 年毛利率近 27.1%，按品类) 和科研试剂 (2020 年毛利率近 37.7%，按业务) 为主要毛利来源。虽然整体利润因业务扩张和研发投入加大而处于较低水平，但整体呈稳中上升趋势。公司正在不断提高自主品牌产品和服务占比，在高附加值和市场认可度持续提升下毛利有望保持稳定上涨。

图表 7.公司销售毛利率和归母净利率



资料来源：招股说明书、公司公告、万得、中银证券

图表 8.公司各项主营业务毛利占比

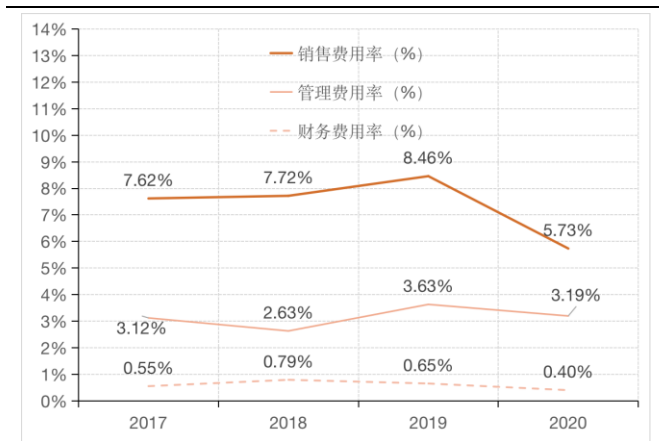


资料来源：招股说明书、公司公告、万得、中银证券

公司期间费用整体表现稳定。销售费用主要包括销售人员薪酬、仓储物流的租赁费用，整体呈上升趋势，系业务拓展带来的销售人员规模加大和仓储费用上升所导致的，整体较为稳定，2020 年销售费用率大幅下降主要是因为运输费用由销售费用调整计入成本所致。管理费用主要包括员工薪酬和办公费用，整体呈增长趋势是由于公司销售规模扩大带来的人员及相应费用的增长，而在 2019 年有较明显上浮主要是因为公司未上市支付给中介机构的咨询服务费较高。财务费用率整体在 0.6% 附近波动，保持较低水平，2020 年的财务费用率小幅下降主要系公司 IPO 募集资金后贷款金额降低所致。

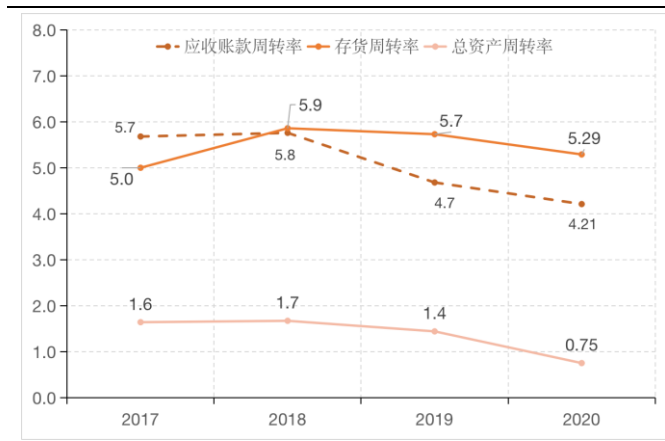
公司经营能力良好。公司各项运营能力比率表现稳定。其中，应收账款周转率持续下滑，主要系四季度收入快速增长导致公司应收账款大幅增加所致；同样，存货周转率保持在 5.0 以上且呈下降趋势，主要系公司为了丰富产品矩阵及扩大规模，区域中心仓库持续增加存货备货所致。总资产周转率下降主要系公司 2019 年通过新三板股权融资和 2020 年首次公开发行新股导致总资产增长所致。公司整体运营态势向好，且符合公司以仓储物流体系建设为核心之一来扩大规模的战略规划。

图表 9.公司期间费用率



资料来源：招股说明书、公司公告、万得、中银证券

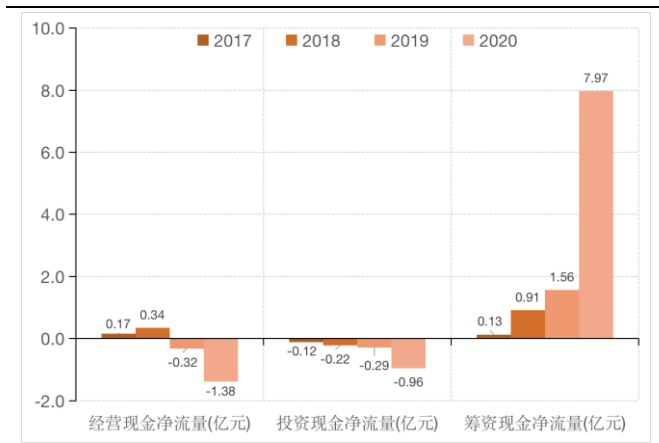
图表 10.公司主要运营能力指标



资料来源：招股说明书、公司公告、万得、中银证券

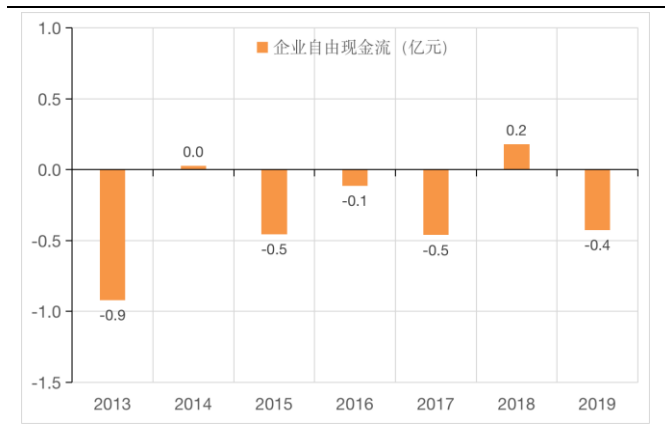
公司现金流情况符合公司高速发展态势。公司于2016年得到政府提供的313万元补助，并引入国开创投、上海科创等政府背景资本的战略入驻，公司扩张所需资金得到保证。2017-2020年公司经营现金净流量为：0.17亿元、0.34亿元、-0.32亿元、-1.38亿元，2020年同比增长近333.8%，经营性现金流的增长主要是公司进行主动存货管理和销售提升导致的应收账款增加导致的。投资活动现金净流出量逐年攀升，于2020年同比增长235.0%，主要由于公司募投项目的投入及子公司坦泰生物在松江购地及建设的相关投入所致。筹资活动现金流入量持续攀升，2020年约为8.0亿元，同比增长410.7%，主要是因为公司IPO募集资金带来增长。公司的现金流情况符合正处于高速发展期的态势，表现出积极筹备购置固定资产和硬件设施所需资金。公司作为成长型企业，其自由现金流整体呈逐年攀升的情况，整体成长扩张难度逐渐缓解。

图表 11.公司现金流情况(亿元)



资料来源：招股说明书、公司公告、万得、中银证券

图表 12.公司自由现金流(亿元)



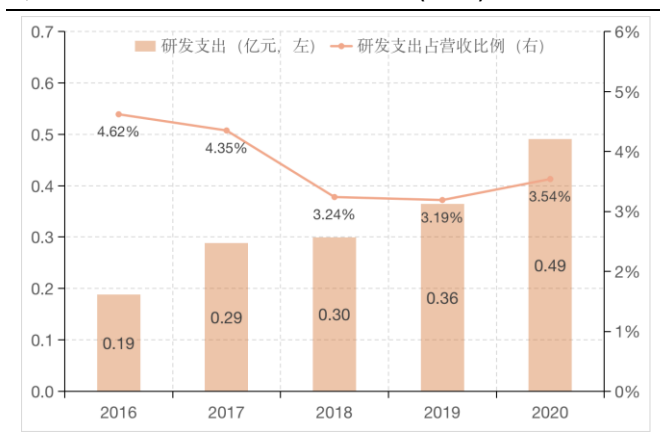
资料来源：万得、中银证券

聚焦科研创新，自主品牌系公司业绩增长动力

公司高度重视研发投入。公司研发费用主要包括研发人员的薪酬、研发材料消耗、研发设备的折旧，整体呈稳定上升趋势，2016-2020年研发投入分别为1887.4万元、2888.5万元、2998.4万元、3648.3万元、4905.3万元，CAGR(2020)为27.0%。研发投入占营收比重小幅下滑，主要系公司处于高速发展期营收增长较快和公司采购第三方品牌产品转售以满足客户一站式采购需求所致，但研发费用中职工薪酬和折旧摊销两项呈上升趋势，主因公司重视研发投入而引进研发人才和增加研发设备所致。2020年公司大幅增强在产品技术和平台技术的研发投入，研发费用占比有所回暖。

公司设立 6 大类专门研发部门，全员参与研发。公司设立创新研究院、科研试剂产品部、特种试剂产品部、仪器耗材产品部、科研信息化产品部、实验室设计与建设部等 6 个研究部门，通过加强研发团队建设和人员培训，推动公司产品自主国产化、保持行业竞争力，并且通过知识产权专利申报和制定《保密制度》对创新技术加以保护。公司遵循满足客户需求、保持技术创新、全员参与的研发模式，通过自身专业能力确定产品的技术指标、包装规格和定价，满足客户需求的基础上提供标准化、数据化的产品。

图表 13.公司研发支出及占营收比重(亿元)



资料来源：招股说明书、公司公告、万得、中银证券

图表 14.公司研发部门设置

序号	部门	职能
1	创新研究院	主要负责公司的技术研究规划、研发项目的可研分析、立项审批、组织实施、项目跟踪、项目验收及成果转化，最后评估市场化成效
2	科研试剂产品部	化学及生物类试剂的新产品研发，包括合成工艺、制备方法等；化学试剂的分析检测、质量控制；针对客户对生物、化学试剂需求设计解决方案，跟踪方案实施及解决实施过程中的问题
3	仪器耗材产品部	仪器、耗材类自主产品研发；仪器、耗材类自主产品的质量控制；针对客户对仪器耗材的需求设计解决方案，跟踪方案实施及解决实施过程中的问题
4	特种化学品产品部	使用量放大的特种化学品的产品研发，分析检测、质量控制；针对客户对特种化学品的需求设计解决方案，跟踪方案实施及解决实施过程中的问题
5	科研信息化产品部	公司的电商平台研发及运营维护；公司的内部管理系统研发及运营维护；数据分析管理系统的研发及运营维护；针对行业应用的结构式搜索、二维码、实验记录等技术的研发
6	实验室设计与建设产品部	实验室智能通风系统、实验室智能运行系统、高标准实验家具的研究、设计、开发，以及实验室整体建设方案的研究与设计

资料来源：招股说明书、中银证券

自主“双核”技术成果丰硕，拥有多项发明专利和软件著作权。公司拥有 2 类自主核心技术，分别为以自主品牌产品研发为主的产品类技术（合成、纯化技术、生物制品技术、特种配方技术）和以科学服务平台和仓储物流信息系统为核心的平台类技术（智能云平台技术、智慧仓储物流技术）。公司持续投入高附加值新品的开发和新技术的突破，截至 2020 年 4 月 2 日，积累并掌握化学品结构式数据 10.8 万条、化学品 MSDS 4.85 万种、产品标准谱图 3.15 万份、化学品质量标准 3.6 万条，累计完成检测报告 8.4 万份，实现耗材仪器标准化 430 个品类、标准化属性类目 1300 多条、标准化产品 2 万种、质量标准 2000 多份。截至 2020 年 12 月 31 日，公司已申请发明专利 79 项，获得授权发明专利 31 项，获得软件著作权 27 项，获得外观设计及实用新型专利共 28 项；

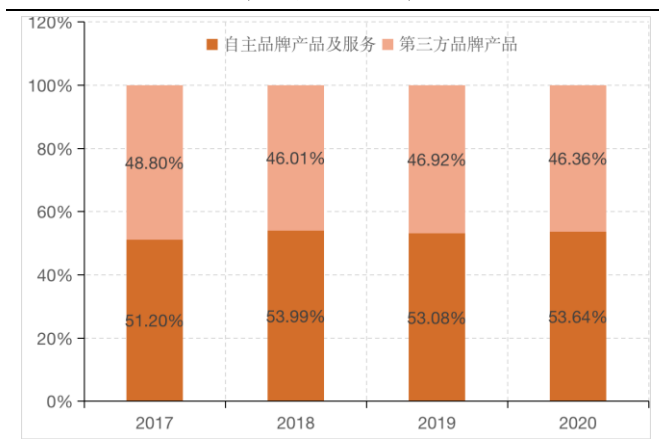
图表 15.公司核心技术细分

产 品 类 技 术	合成、纯化技术	<ol style="list-style-type: none"> 1) 用于有机合成的流动化学技术、平行反应技术，覆盖了不对称合成、催化加氢、光诱导反应、氟化、成环反应等诸多反应类型； 2) 应用于特种化学品、通用试剂、高端试剂的多种纯化分离技术； 3) 针对化学品的结构式确定、纯度确定的综合型分析检测方法和技术，主要包括：液相色谱-质谱联用分析、气相色谱-质谱联用分析、手性分析和测试技术、核磁共振分析技术、电感耦合等离子体发射光谱、元素分析、傅里叶红外光谱分析、紫外分析。
	生物制品技术	<ol style="list-style-type: none"> 1) 针对生物领域原材料的抗体、血清、酶、蛋白质的制备技术； 2) 针对生物领域耗材的精密模具设计技术、精密模具机械加工技术、红外灭菌技术、表面处理技术。
	特种配方技术	<ol style="list-style-type: none"> 1) 针对特种化学物在客户各个应用领域的材料配方技术。
平 台 类 技 术	智能云平台技术	<ol style="list-style-type: none"> 1) 基于分布式架构的电商平台，能够实现多地快速访问，并实现电商平台与运营 ERP 系统的实时对接方便业务运营效率高、准确度高； 2) 对客户的搜索、查找、购买等数据进行管理和分析的数据分析处理技术； 3) 基于客户特性的人工智能推荐技术； 4) 集成结构式绘制、搜索、数据集成管理的科研管理云平台技术。
	智慧仓储物流技术	<ol style="list-style-type: none"> 1) 基于分布式仓储的智能仓储分配技术、物料自动分拣技术； 2) 基于产品二维码、RFID 的智能识别技术、智能验证、质量跟踪技术； 3) 基于数据挖掘的智能物流规划技术。

资料来源：招股说明书、中银证券

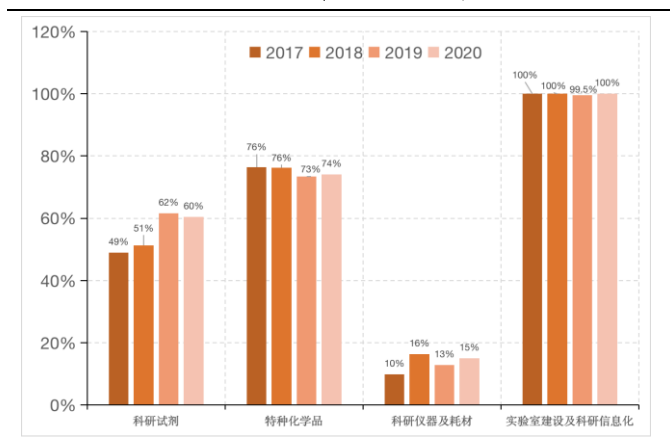
核心技术产业化主要为产品类技术，自主品牌收入贡献显著。公司核心技术产品收入主要来自产品类技术，对应自主品牌产品服务，平台类技术显著提升公司经营效率和客户使用体验。2017-2020年公司自主品牌产品及服务收入为3.4亿元、5.0亿元、6.1亿元、7.4亿元，占营收比重分别为51.20%、53.99%、53.08%和53.64%，CAGR3(2020)为1.6%，行业认可度和核心竞争力日渐提升。其中，2017-2020年自主品牌毛利率分别为28.2%、26.6%、29.2%和27.1%，占总毛利比重近68.3%。对比第三方品牌因采购为主的近16%毛利率和呈下降趋势的收入占比，自主品牌收入贡献显著且整体有望提升。各项主营业务中，特种化学品的自主品牌收入占比近75%，科研试剂的自主品牌收入占比攀升且逐渐稳定在60%附近，实验室建设及科研信息化服务全部为自主品牌，科研仪器及耗材主要以转售第三方品牌为主，自主品牌收入占比约14%。

图表 16. 公司自主品牌、第三方品牌占主营业务收入比重



资料来源：招股说明书、公司公告、万得、中银证券

图表 17. 公司各项主营业务中的自主品牌占比



资料来源：招股说明书、公司公告、万得、中银证券

产品高度差异化，规模效应带动盈利提升

公司建设丰富的产品矩阵，提高与客户合作的粘性。科学服务行业下游客户的需求多且复杂，公司加强自主品牌产品研发，同时采购第三方品牌产品并转售以全方位满足客户需求。公司拥有 Adamas（高端试剂）、General-Reagent（通用试剂）、Titan Scientific（实验室仪器、实验耗材）、Titan Scientific Lab（实验家具）、Titan SRM（科研信息化）、Tichem（特种化学品）6个自主品牌。截至2020年10月，Adamas的产品种类超3万种、规格超5万种，2020年新增产品种类2500余种，尤其是生物领域的血清、培养基等系列产品，实现了自主品牌产品的突破；General-reagent拥有2千多种产品；Titan Scientific产品规格超3000种；Titan Scientific的产品种类超350种；Tichem拥有超1500种产品等。公司还对外销售赛默飞、陶氏化学、3M等国际知名厂商产品，SKU超85万，是行业内SKU最丰富的公司之一。公司累计服务客户超过3万家，其中世界500强客户超过150家，国内985、211工科高校全覆盖，基本覆盖中国科学院、中国农业科学院、中国医药工业研究院等机构的下属研究所，全国研发创新生物医药企业覆盖率达80%以上，积极开拓国内新材料行业领先客户，建立高粘性、高增长、全方位的客户合作体系，凭借优质的产品和服务赢得客户的青睐。

图表 18.公司主要产品及服务

实验室整体解决方案		自有品牌	第三方品牌（具有代表性）
科研试剂	高端试剂		
	通用试剂		
特种化学品	特种化学品		
科研仪器及耗材	仪器设备		
	仪器耗材		
实验室设计建设及科研信息化服务	实验室设计建设		
	科研信息化服务		

资料来源：招股说明书、中银证券

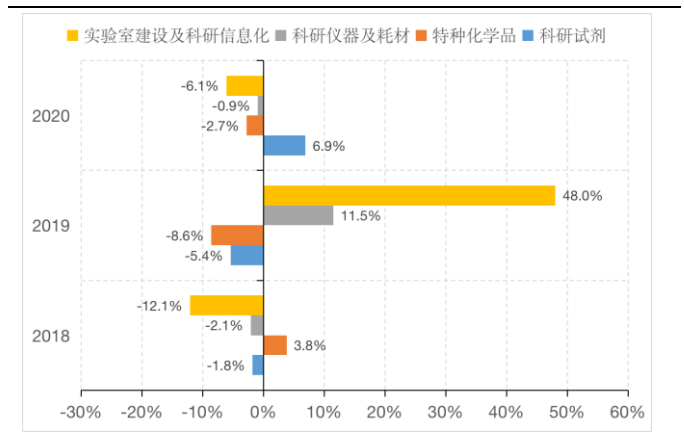
特种化学品为主要收入来源，科研仪器及耗材收入贡献提升明显。公司的主营产品为科研试剂、特种化学品和科研仪器及耗材（占比合计约 95%），主营业务收入结构基本稳定。特种化学品一直是公司的主要收入业务来源，2017-2020 年营收占比分别为 41.0%、42.6%、39.0%和 37.9%。科研仪器及耗材是公司第二大业务板块，营收占比分别为 28.6%、28.0%、31.2%和 30.9%，占比呈上升趋势。科研试剂收入占比稳定近 25%。实验室建设及科研信息化业务同比增长明显，目前收入规模占比较小约 5%。

图表 19.公司主营收入的分板块比重



资料来源：招股说明书、公司公告、万得、中银证券

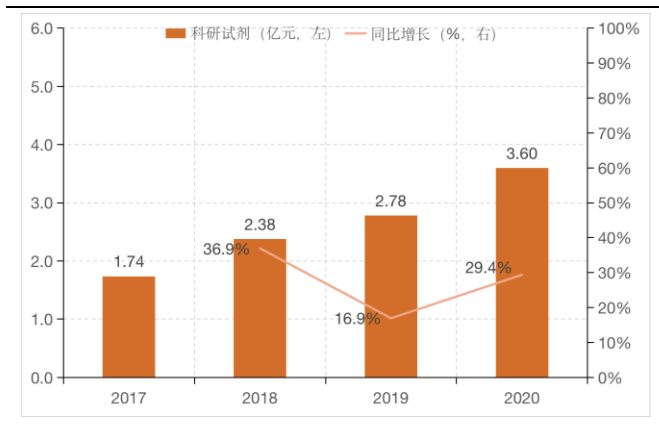
图表 20.公司主营收入的分板块比重-增长情况



资料来源：招股说明书、公司公告、万得、中银证券

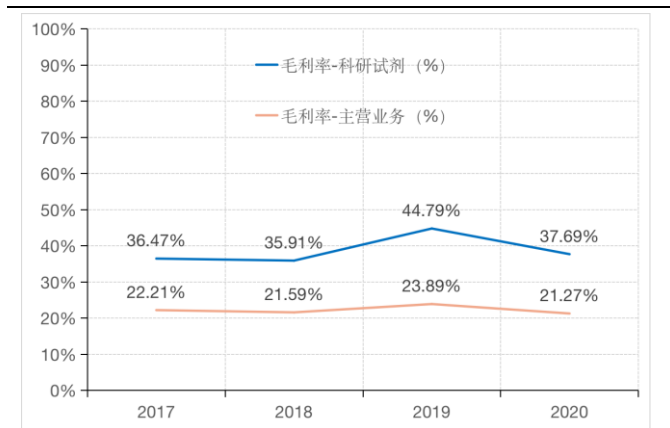
科研试剂分为高端试剂和通用试剂两大类，收入年均增速达 27.4%。公司拥有两个自主试剂品牌：Adamas 和 Greagent，同时代理 Sigma-Aldrich、Merck、Fisher、TCI 等国际知名品牌，提供产品种类超数十万种，产品线丰富且完善。公司的高端试剂产品已合计销售超 8 万个品种和 25 万种规格，其中，自主品牌 Adamas 及子品牌 Adamas-life 有超 3 万个品种和超 5 万种规格，且 2020 年新增产品种类 2500 余种，为主要销售的高端试剂品牌。公司提供的通用试剂均为自主品牌 Greagent，共超 2 千个品种。2017-2020 年科研试剂销售收入分别为 1.74 亿元、2.38 亿元、2.78 亿元和 3.60 亿元，CAGR3（2020）为 27.4%，整体呈稳步增长趋势。近年来，毛利率达 56.0%的自主品牌高端试剂的收入占比上升和通用试剂的毛利率从 2017 年的 36.34%上升至 2019 年的 41.9%，推动科研试剂的整体毛利率提升至 2019 年的 44.8%，为主要利润贡献的业务。2020 年在会计项目调整的情况下，科研试剂毛利率下滑但仍保持正常较高水平。

图表 21. 公司科研试剂收入及同比增长(亿元)



资料来源：招股说明书、公司公告、万得、中银证券

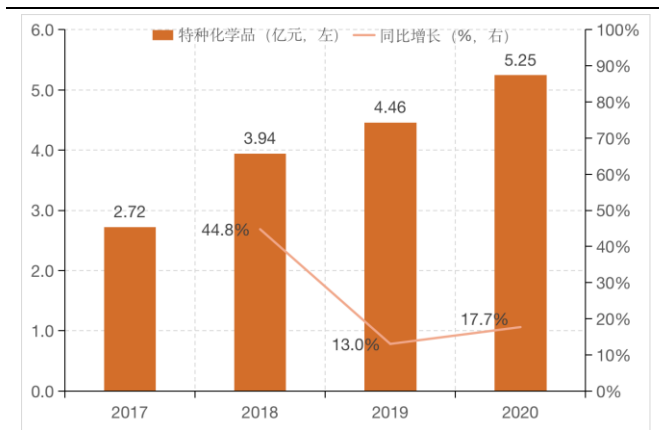
图表 22. 公司主营业务毛利率与科研试剂毛利率



资料来源：招股说明书、公司公告、万得、中银证券

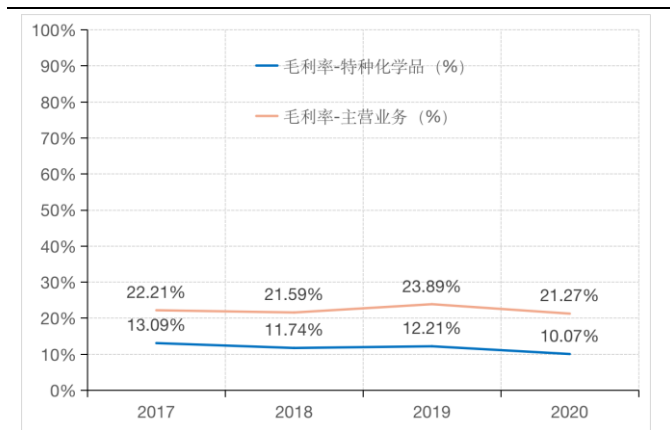
特种化学品销售主要以自主品牌 Tichem 为主。公司销售的特种化学品超 2000 种，包括自有品牌 Tichem 以及陶氏、巴斯夫、伊斯曼等多个国际知名品牌。其中，自有品牌 Tichem 拥有超 1500 种产品且为主要的销售品牌。特种化学品的市场供应竞争较激烈，公司特种化学品的毛利率较低但保持稳定水平，2017-2020 年特种化学品毛利率分别为 13.09%、11.74%、12.21% 和 10.07%。

图表 23. 公司特种化学品收入及同比增长(亿元)



资料来源：招股说明书、公司公告、万得、中银证券

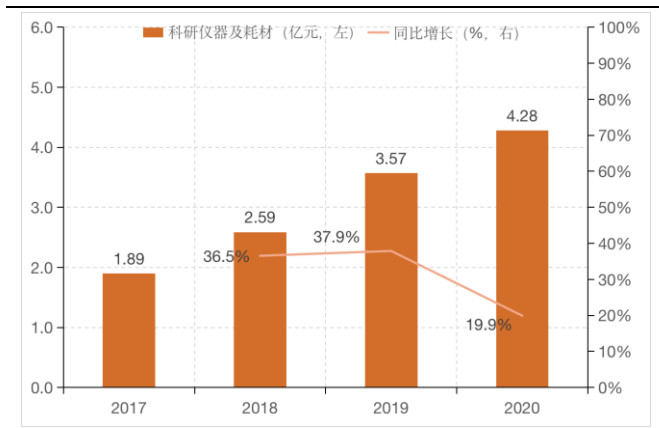
图表 24. 公司主营业务毛利率与特种化学品毛利率



资料来源：招股说明书、公司公告、万得、中银证券

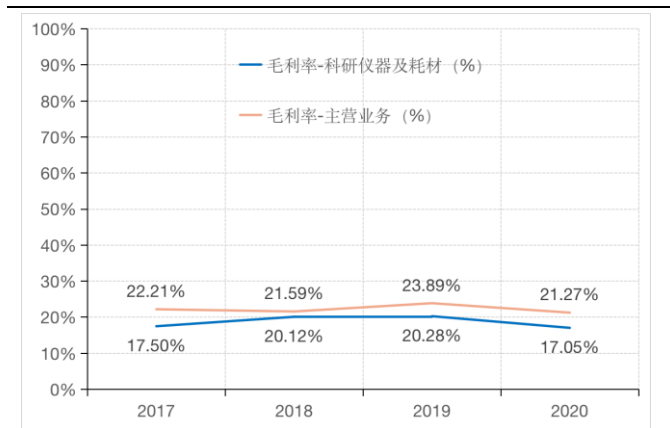
科研仪器及耗材销售以第三方品牌为主，有望通过规模效应增利。公司的科研仪器及耗材产品主要包括仪器设备和实验耗材，拥有两个自主仪器和耗材品牌：Titan Scientific 和 Titan，同时代理梅特勒-托利多、安捷伦、珀金埃尔默、赛默飞、3M、康宁等国际知名品牌产品。产品线提供产品种类超 2 万种，其中仪器设备有超 3 万种规格，实验耗材有超 4.5 万种规格，主要以第三方品牌为主。2017-2020 年科研仪器及耗材业务毛利率分别为 17.5%、20.1%、20.3% 和 17.1%，保持相对稳定，其中自主品牌科研仪器及耗材毛利率较高但收入占比较低，今后有望通过提高销售规模占比以提高盈利能力。

图表 25. 公司科研仪器及耗材收入及同比增长(亿元)



资料来源: 招股说明书、公司公告、万得、中银证券

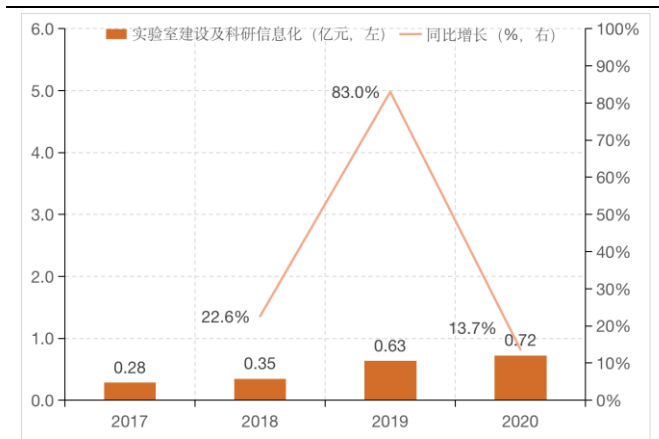
图表 26. 公司主营业务毛利率与科研仪器及耗材毛利率



资料来源: 招股说明书、公司公告、万得、中银证券

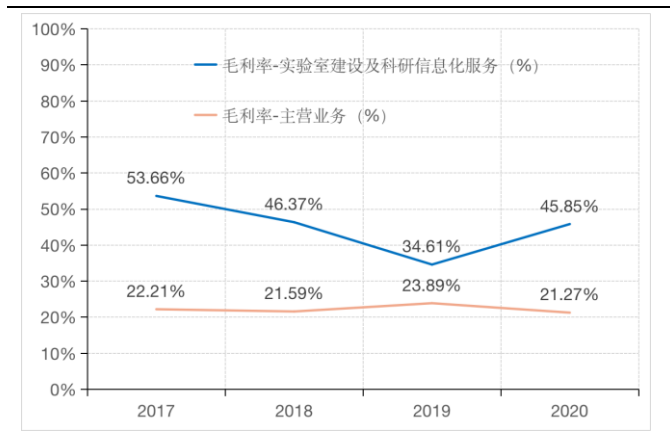
实验室建设及科研信息化收入有效改善。公司的实验室建设业务为客户提供实验室整体解决方案, 提供从实验室的需求分析、整体规划设计、设备采购安装、施工装修到实验室日常维护等一体化全方位服务。自主品牌“Titan Scientific Lab”可针对不同类型的需求和环节提供解决方案, 如: 生物医药研发实验室、科研教学平台实验室、国内国际认证实验室、通风控制、超净环境等, 逐步拓展服务至实验室维保、产品更换与升级及搬迁。安装设备主要包括实验台、实验桌、各种储存柜、通风柜及配套系统、废气处理装置等, 均为公司自有品牌设备。科研信息化服务销售软件产品, 基于研制和外购的标准化模块, 提供研发管理、实验记录、分析检测、质量控制的系统解决方案。自主品牌“Titan SRM”已有效用于国内多家生物医药领军企业。实验室建设及科研信息化业务规模较小, 但收入增长显著, 业务不断改善和提高, 2019 年收入同比增长 83.0%, 随后稳定在较高水平。2017-2020 年毛利率分别为 53.7%、46.4%、34.6%和 45.85%, 处于较高水平, 2019 年该业务的毛利率下降系新增实验室建设项目毛利率较低所致, 随着业务不断增长, 综合毛利率稳定在较高水平。

图表 27. 公司实验室建设及科研信息化收入及同比(亿元)



资料来源: 招股说明书、公司公告、万得、中银证券

图表 28. 公司主营业务毛利率与实验室建设及科研信息化毛利率



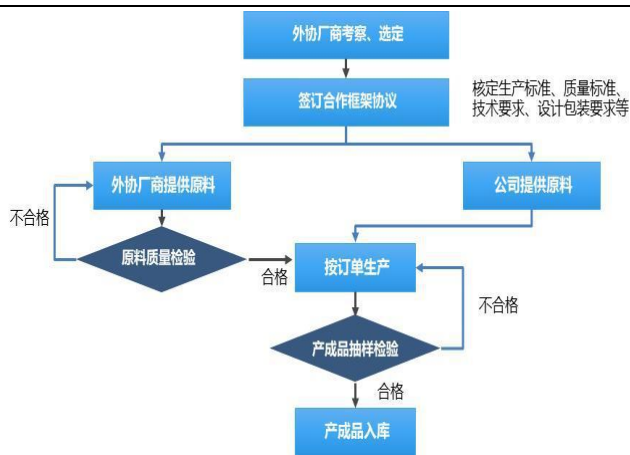
资料来源: 招股说明书、公司公告、万得、中银证券

OEM 模式生产保证公司灵活运营

公司采用 OEM 模式生产, 保证研发机制的灵活性。公司在高速发展阶段采用 OEM 模式生产, 避免因产品种类繁多和客户用量少致使资金投入过大的重运营风险, 保证研发机制的灵活性, 助力公司自有品牌的研发。公司 OEM 生产主要分为两种模式: OEM 厂商自主提供原材料生产模式、公司提供原材料委托 OEM 厂商加工模式。公司的通用试剂、部分高端试剂、科研仪器及耗材类自主产品以 OEM 成品采购模式为主, 高端试剂、特种化学品类自主产品主要采用委外分装加工模式。

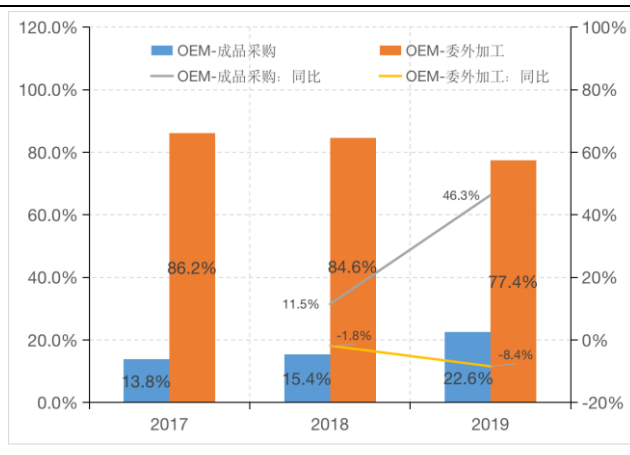
OEM-成品采购模式占比提高，进一步减轻运营负荷。公司逐年扩大采用 OEM-成品采购模式的规模，2017-2019 年占比分别为 13.8%、15.4%、22.6%，CAGR2(2019)为 27.7%，而成品采购成本占比维持在 12.5% 左右，对比原材料、委托加工费和人工成本的上涨，公司通过提高成品采购比例有效减轻运营压力。

图表 29.公司 OEM 生产流程图



资料来源：招股说明书、中银证券

图表 30.公司自主品牌中 OEM 成品采购及委外加工占比



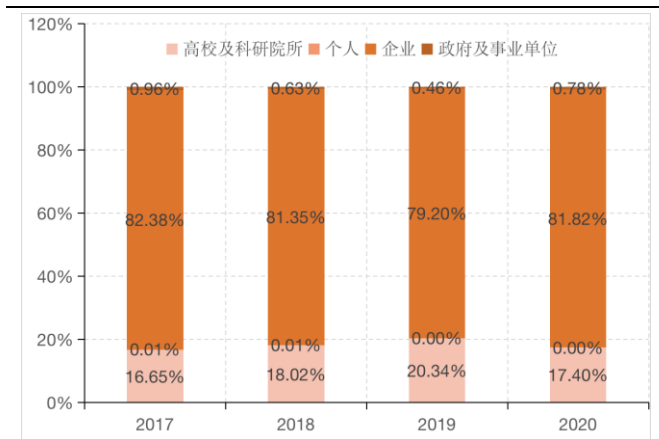
资料来源：招股说明书、中银证券

深度绑定华东地区和企业类客户，不严重依赖单个客户

生物医药类企业客户为主要客户群，高校及科研院所类客户占比稳定增长。2020 年公司终端客户收入占主营业务收入的比重近 93.3%，其中企业类客户占公司营业收入近 81.8%，2017-2020 年收入占比分别为 82.4%、81.4%、79.2%和 81.8%，主要为创新研发型企业类客户，所在行业占比较高的为新材料（37.0%）和生物医药（40.5%）。得益于 2018 年开始公司加速切入生物医药产业，生物医药客户销售占比逐年提升，未来公司将重点布局需求较紧迫的基础科学研究、资本活跃度高的生物医药、存量稳健的分析检测与生产质控等 3 大领域，生物医药类企业客户占比有望进一步提升。高校及科研院所类客户占比逐年上升，2017-2019 年收入占比分别为 16.65%、18.02%和 20.34%，年均复合增长率达到 10.50%，呈稳定增长状态。2020 年由于疫情的影响，高校类客户占比略有下降至 17.4%。

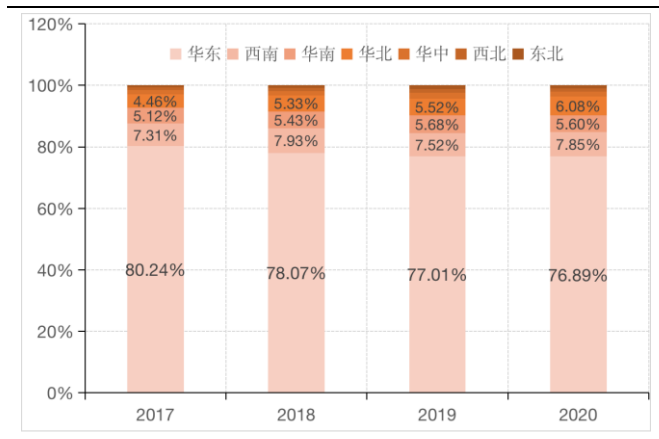
华东地区客户收入占比最高，华北和西南区域收入增长加速。公司主营业务收入主要来源于华东地区，占比近 77%，2017-2020 年华东地区销售收入占比分别为 80.2%、78.1%、77.0%和 76.9%，2020 年收入增速为 20.82%，主要原因系公司总部坐落于上海，拥有覆盖程度最高的销售网络和最为完善的售后服务体系。公司对华北仓库和西南仓库进行升级，由城市服务仓升级为区域中心仓，实现了对部分客户进行部分产品自送，区域服务能力显著增强，2020 年华北和西南区域收入增速分别为 33.2%和 26.3%，均高于公司平均增速。四季度新增了华南仓库并完成了备库和自送，2020 年华南地区收入增速达 19.31%，处于公司平均水平。2021 年底将完成华东、华南、华北、华中、西南五大区域中心仓建设，且建成 23 座城市前置服务仓，届时全部实现“次日达”自送上门服务。2017-2020 年华东以外地区销售比重年均复合增长率为 5.4%，预计销售比重会持续上升。

图表 31.公司不同客户类别占营收比重



资料来源：招股说明书、公司公告、中银证券

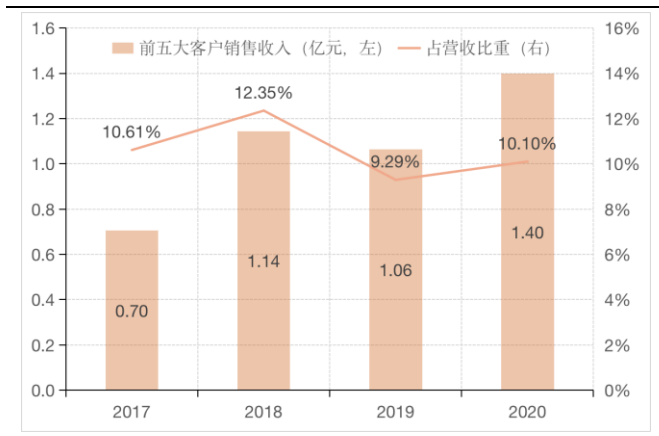
图表 32.公司不同地区销售收入比重



资料来源：招股说明书、公司公告、中银证券

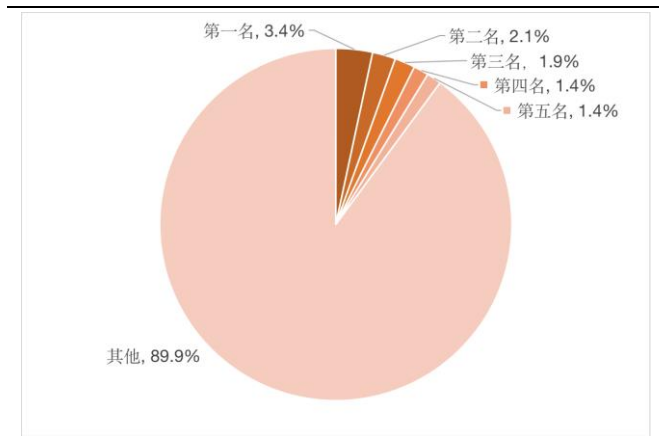
不存在严重依赖单个客户的情况。2017-2020 年前五大客户销售收入占营收比重均接近 10%，客户较分散。单个客户的销售金额占比较低，第一名占比仅 3.4%。不存在销售严重依赖于单个客户的情况。

图表 33.公司前五大客户销售收入总和及营收占比(亿元)



资料来源：招股说明书、公司公告、中银证券

图表 34. 2020 前五大客户销售收入比重



资料来源：公司公告、中银证券

线上：注重信息化高效管理，实现内外业务一体化

公司建设科学服务平台，确保行业运行效率和产品质量跟踪。公司通过引进和自建信息技术团队，把信息技术和行业应用融合，建立符合科学服务行业特性的“探索平台”，为战略客户提供实验室电子记录本 (ELN) 和实验室管理系统 (LIMS) 开发与维护服务。实现结构式检索、专业索引查找等多种精准检索方式，并提供在线采购管理、数据管理等管理云平台功能。在对试剂、特种化学品、耗材、仪器各种类进行深入数据分析的基础上，建立产品数据库和质量标准库，通过“探索平台”提供产品质量报告、质量数据，并通过二维码、RFID 芯片等技术实现产品全程跟踪，做到产品质量数据可溯源，较国内其他同行业公司具有先发优势。

公司将销售平台与内部业务流程融为一体。公司“探索平台”、内部 ERP 企业管理系统数据完全打通，全面整合公司的产品研发、商品管理、采购管理、OEM 制造、质量控制体系、仓储物流管理、销售管理、财务管理等流程，及时支持决策参考，实现客户在线同时选择产品、下单的销售流程，客户订单数据实时同步至 ERP 企业管理系统，流程化实现仓储配货出库、配送发货等功能，是科学服务领域真正的综合服务平台。

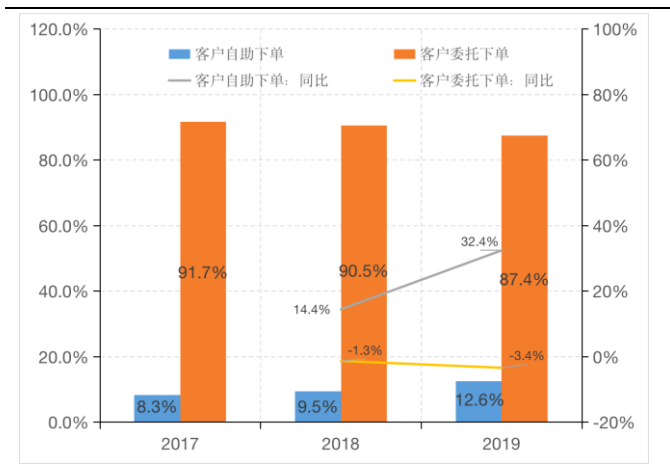
“探索平台”收入贡献逐年攀升。客户在“探索平台”的订单特性主要为单价低、小批量采购和重复采购, 2017-2019年通过探索平台及内部ERP企业管理系统统一管理订单收入分别为6.27 8.85 10.74亿元, CAGR2(2019)为30.9%, 业务高速增长。其中, 客户在“探索平台”自助下单收入逐年攀升, 2017-2019年分别为0.52亿元 0.84亿元 1.35亿元, CAGR2(2019)为61.1%, 占平台管理收入比重从2017年的8.3%提升至2019年的12.6%, “探索平台”等平台类技术带动收入显著。客户委托订单主要为新增客户或原有客户采购大批量、高价值的产品, 如特种化学品, 需要联系公司的销售工程师或客服进行落实, 2017-2019年委托订单收入分别为5.75亿元 8.01亿元 9.39亿元, CAGR2(2019)为27.8%, 占平台管理订单比重小幅下滑, 维持稳定态势。2021年初已启动“探索平台2.0”升级计划, 完成后可更好地衔接供应链前端和客户后端数据, 探索平台的收入带动力度将进一步增强。

图表 35. 公司科学服务平台-“探索平台”页面



资料来源: 招股说明书、中银证券

图表 36. 客户自助下单、委托下单占平台管理订单比重



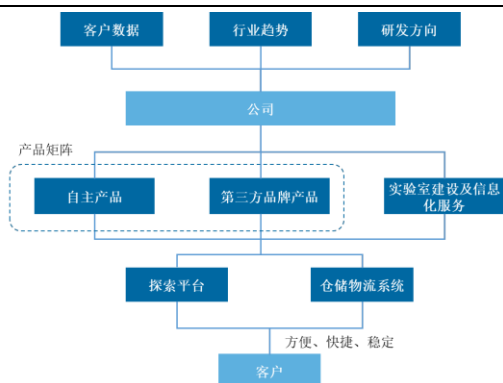
资料来源: 招股说明书、中银证券

线下: 自建智能仓储管理物流, “互联网+”闭环商业直达终端

公司自建专业化、智能化仓储管理物流体系, 覆盖区域进一步扩大。公司针对不同产品特性, 在仓储、配送环节建立智能化操作系统, 通过复检体系确保产品质量。正加快扩建危化品, 恒温除湿, 低温冷链, 洁净无尘, 无水无氧等特殊专用仓, 通过合理规划仓储、配送, 使存货流转效率保持较高水平, 并使用全库存二维码数字化管理, 保持信息永久追溯, 大幅提高存货的管理效率。公司组建的专业危化品物流公司拥有专业运输团队和专业车辆, 解决传统危化品物流企业难以匹配科研用物资的小包装、快速服务等需求, 结合自建智慧物流体系, 提供长三角地区配送的“当时达”、“次日达”服务, 2021年底将在华东、华南、华北、华中、西南五大区域全部实现“次日达”自送上门服务, 率先提供全程恒温冷链配送, 为客户提供合法、稳定、高效、准确的配送服务, 且覆盖区域进一步扩大。

公司开创院所服务新模式, 将地方科研院所等机构视为服务核心。公司将服务各大工科类高校、中科院院所、地方科研院所、核心化工企业作为业务核心之一, 针对不同高校提供一对一定制化服务, 如: 为清华大学提供危险品仓库管理和配送服务、为上海交通大学提供危化品回收管理服务、为复旦大学7栋实验室老楼同时改造升级等。在保障科研物资与服务供应稳定的基础上, 持续在产品矩阵、服务效率、合作机制等方面进行创新与探索, 针对科研物资的采购管理、节点配送、财务结算进行技术服务创新, 发挥市场化运营优势, 以“线上订单-线下生产-线上销售-线下物流”的“互联网+”闭环商业模式赢得更多客户的青睐。

图表 37.公司经营服务流程图



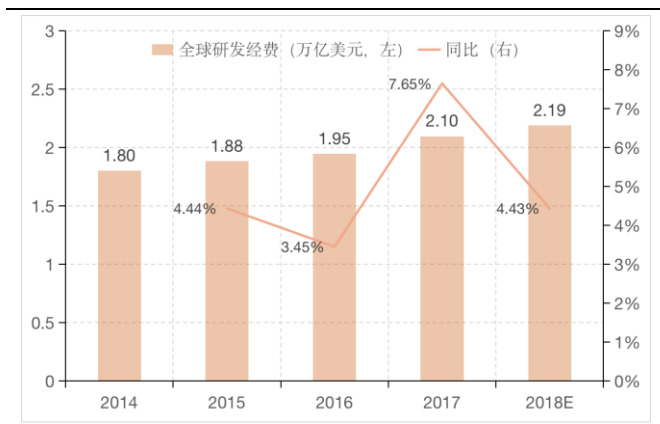
资料来源：招股说明书、中银证券

国家战略带动科研高景气，科研试剂及耗材市场规模超千亿元

全球科研保持高景气度，国内研究经费主要流向华东地区

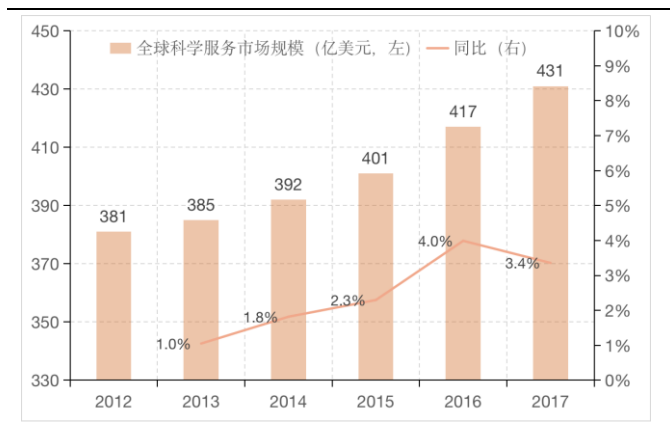
全球研发经费保持稳定增长，促进科学服务行业市场规模扩大。随着世界科技竞争的日趋激烈，全球正迅速进入知识密集型经济时代，目前已形成科学发展热潮，科学服务为行业发展提供了良好的成长环境。科学服务行业与国家科研经费投入紧密相关，目前各个国家均将资源集中到研发、教育等知识密集型领域，全球研发经费近年来始终保持稳定增长，2014-2018年年均复合增长率接近5.0%，同比增长率保持在4.4%附近，2017年同比增长高达7.7%。随着研发经费的持续增长，科学服务行业市场规模亦会持续扩大。2012-2017年全球科学服务市场规模逐年快速扩大，年均复合增长率为2.5%，同比增速呈逐年上涨趋势，2016年同比增长高达4.0%，基本与全球研发经费增长情况一致。

图表 38.全球研发经费变化情况(万亿美元)



资料来源：招股说明书、中银证券

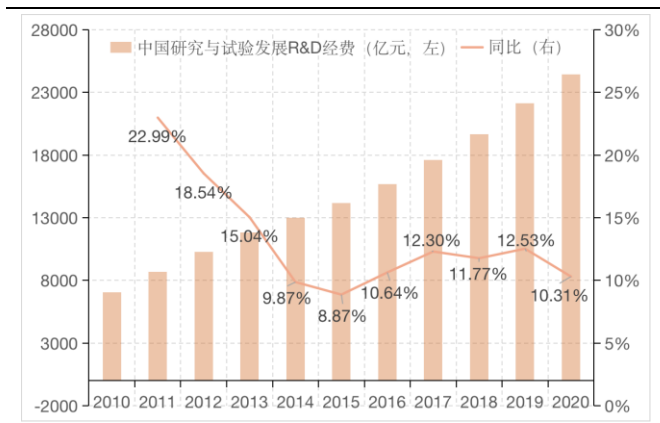
图表 39.全球科学服务市场规模(亿美元)



资料来源：招股说明书、中银证券

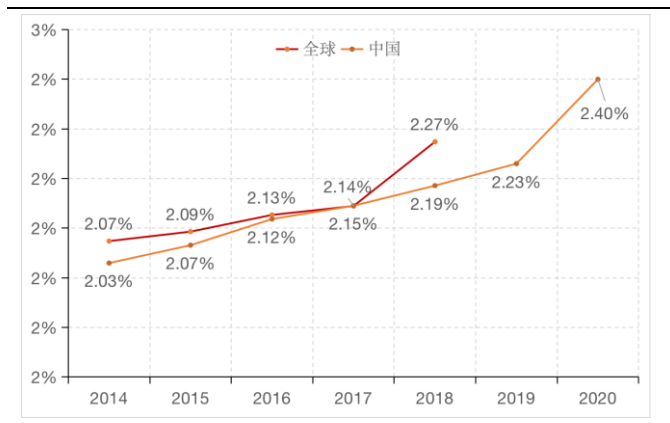
中国研发经费保持近11%的高速增长，2020年R&D占GDP比重位列世界第二。创新型国家是我国重要的发展战略之一，科技创新是提高社会生产力和综合国力的战略支撑，得益于国家政策对科技型企业自主创新的扶持，我国科学研究支出保持了高速增长，也带动了国内科学服务行业在近年来迎来了较快速的发展。2014-2020年中国研究与试验发展(R&D)经费支出年均复合增长率为11.1%，高于全球平均水平，在新冠疫情影响下2020年仍保持10.3%的增长速度。近年来中国研究与试验发展(R&D)经费支出占GDP比重稳步提升，2020年已达2.4%，稳居世界第二。在国际形势复杂多变下，“十四五”规划纲要草案中明确指出研发经费投入年均增长要大于7%，保持较高速增长。我国科研经费的持续增长，将带动市场对研究与试验用品需求的增加，为科研试剂、科研仪器及耗材实验室建设行业发展提供广阔的发展空间，科学服务行业市场容量将进一步扩大。

图表 40.中国研究与试验发展(R&D)经费支出情况(亿元)



资料来源：国家统计局、中银证券

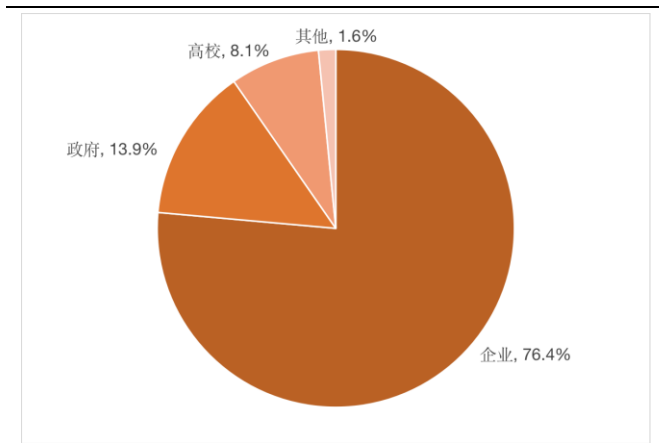
图表 41.全球及中国 R&D 经费支出占 GDP 比重



资料来源：世界银行、中银证券

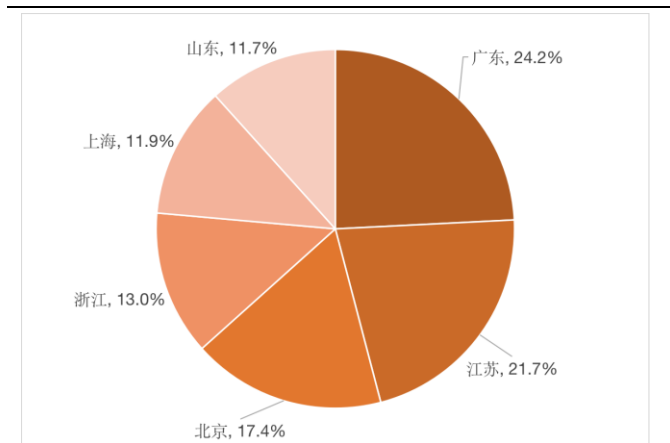
中国研发经费支出中企业占比较大，华东地区为研究经费投入的主要区域。2019年全国研究与试验发展（R&D）经费支出中，主要支出主体为各类企业，经费支出 16921.8 亿元，同比增长 11.1%。政府属研究机构经费支出 3080.8 亿元，同比增长 14.5%。高等院校支出增长最快，经费支出 1796.6 亿元，同比增长 23.2%。分地区来看，主要研究经费投入区域为华东地区。2019 年全国 R&D 经费投入超千亿元地区中，江苏、浙江、上海、山东四省代表的华东地区合计经费支出 7468.6 亿元，合计占比 58.4%，同比增长 7.4%。广东为研究经费投入最高省份，以其为代表的华南地区经费支出 3098.5 亿元，占比 24.2%，同比增长 14.6%。以北京为代表的华北地区研究经费投入增速最快，研究经费投入 2233.6 亿元，占比 17.4%，同比增长 19.4%。

图表 42. 2019 年中国 R&D 经费支出活动主体占比



资料来源：国家统计局、中银证券

图表 43. 2019 年中国 R&D 经费投入超千亿元地区占比

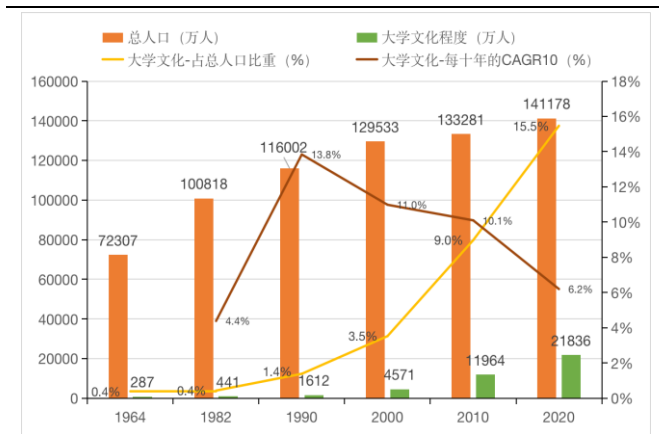


资料来源：国家统计局、中银证券

中国正在加速从“人口红利”转向“人才红利”。据历次全国人口普查数据显示，总人口从 1964 年的 72307 万人增长至 2020 年的 141178 万人，每十年增速呈逐渐下滑趋势并保持在较低水平，整体呈稳定状态。而大学文化程度人口占比从 2000 年的 3.5% 上升至 2020 年的 15.5%，20 年内扩大了近 12 个百分点，增加近 17265 万人，高文化程度人群对社会发展的驱动力度正逐渐加大，科学研究领域也获得越来越大的关注力度。

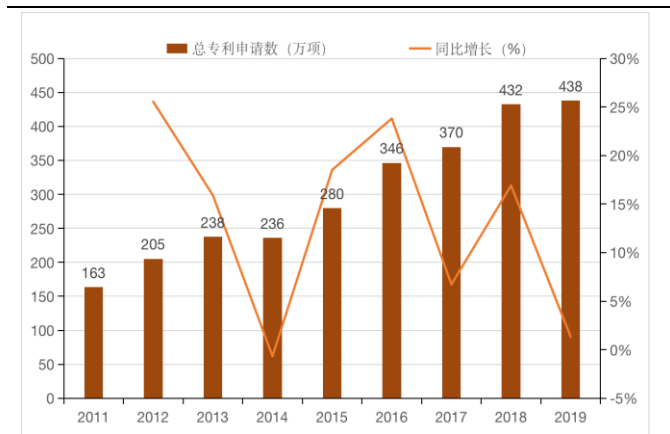
科技创新热情高企，符合创新型国家战略对基础研究增长的需求。据国家统计局数据，专利申请项从 2011 年的 163 万项增长到 2019 年的 438 万项，8 年时间增长近 2.7 倍。受国际政治摩擦导致贸易受阻的影响下，2018 年专利申请项增长 16.8%，且 2019 年申请项仍能与前期较高水平持平，表明科研领域的进一步高涨且符合国家重视基础研究的发展战略，科学服务市场空间进一步被打开。

图表 44. 中国历次人口普查概况



资料来源：国家统计局、中银证券

图表 45. 2011-2019 年中国总专利申请情况



资料来源：国家统计局、中银证券

行业产品涉及范围广泛，国内中、东部市场潜力有待激发

实验室用品涉及领域广泛，下游行业增长推动科学服务发展。科学服务行业下游可分为三类：第一类是科研机构，如化学实验室、生物科学研究所、应用测试机构等；第二类是教学和科研一体的高校院所实验室；第三类是创新型企业实验室，从事科学研究、分析检测等，促进企业技术研发和质量控制。实验室用品可用于检验、研究、教学等多方面，随着科研景气的上升，下游对科研用品的需求上升给实验室用品行业的发展带来积极的影响，推动科学服务行业更快成长。

全球实验室试剂空间将稳步增长，中国化学试剂增长快于平均水平。化学试剂是带一定纯度标准的单质、化合物和混合物，适用范围涵盖工农业生产、文教卫生、科学研究及国防建设等多方面。按复杂程度和用途分为高端试剂(专用试剂)、通用试剂；按状态分为固体试剂、液体试剂；按类别分为无机试剂、有机试剂；按性能分为危险试剂、非危险试剂。根据市场调研机构 WiseGuy 预测，全球实验室试剂市场空间将从 183 亿美元(2017)增至 298 亿美元(2025)，CAGR 达 6.3%，逐年稳步增长。中国石油和化学工业联合会公布数据显示，2018 年中国化工行业经济企稳向好态势进一步巩固，主要化学品增长保持平稳，全国化学试剂总产量 1647.7 万吨，同比增长 7.4%。

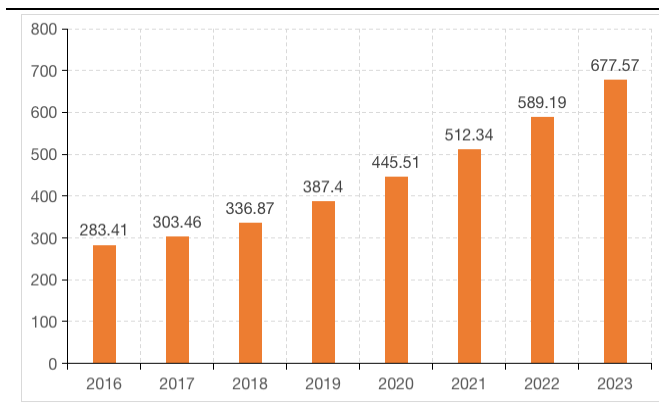
■ **国内科研试剂耗材市场规模将超 1000 亿元级别。**2020 年全国 R&D 经费支出为 24426 亿元，假设 2020 年科研机构(除企业) R&D 经费支出占国内 R&D 经费支出比例维持 2019 年的 23% 水平，则科研机构(除企业)研发经费支出约为 5,618 亿元。根据《国内实验试剂供应链现状、问题与对策》论文课题组调研，科研试剂及耗材约占科研机构(政府隶属研发机构、高等院校及其他事业单位)合计研发经费支出的 20%-25%，则科研试剂及耗材市场规模约为 1,124-1,404 亿元。考虑到 R&D 经费支出总额中企业单位占比约 77%，且生化类企业研发过程中亦对科研试剂耗材存在需求，因此国内科研试剂耗材市场规模将高于 1,124-1,404 亿元。

特种化学品领域国外依存度高，国产替代有较大的提升空间。特种化学品属于技术密集型的精细化工行业，关键技术包括化学工程技术、纯化技术、分析检验技术、分装技术、环境处理与监测技术、包装储存技术等。目前国内科研水平及产能不断提升，特种化学品行业正迅速发展，产品精细化率不断提高，产能、产量、产品种类、生产厂家都在不断增长。与发达国家相比，我国特种化学品的整体技术水平偏低，核心技术与国际先进水平存在一定差距，高性能、功能化、高附加值的特种化学品进口依存度较高，在精细化率提升方面仍具有较大空间。

全球实验室耗材市场稳步增长，国际巨头垄断高端耗材市场。实验耗材是科学研究、新产品开发、诊断检测等所必需的实验用品。与大型仪器设备相比，具有种类繁多、更新迭代快、单位价值低、消耗频率高等特点。目前，全球实验耗材的生产销售，尤其是高端实验耗材，大多被国际大型跨国公司垄断。根据丁香通网站数据显示，预计 2016 至 2023 年全球生物实验耗材年均增长 13.25%，2018 年市场规模达 336.87 亿美元，2023 年市场规模将达 677.57 亿美元。虽然国内生命科学实验耗材发展起步晚，但我国生命科学领域的进步带动了相关实验耗材产业的蓬勃发展，专业制造公司在国内和国际市场上努力扩大份额，并逐步国际参与者同台竞争。

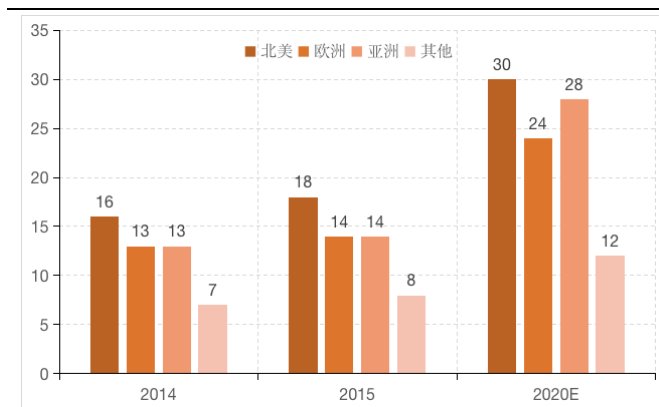
全球实验室仪器市场份额北美占比最大，中国市场潜力十足。科学仪器的发展水平是国家创新能力和科学技术先进性的直接体现，而实验仪器是科学仪器的重要组成部分。实验仪器在超过 50 多年的发展历程中，已经成为仪器仪表行业中的重要产业。根据 BCC Research《实验室通用设备全球市场研究报告》，2014 年全球实验室通用设备市场规模近 49 亿美元，2015 年达到 54 亿美元，预计 2020 年将达 94 亿美元，CAGR 为 11.7%，成长速度显著。其中，北美地区市场份额占比最大，2017 年将达 22 亿美元；欧洲市场与亚洲市场规模相当。但亚洲市场增速较高，有望在 2020 年成为世界最大的实验室通用设备市场。中国地区是亚洲实验室设备的第二大市场，年均增速约 20%，是全球业务发展最快的市场之一，中国市场具有十足的潜力。

图表 46. 2016-2023 全球生命科学实验耗材规模(亿美元)



资料来源: 招股说明书、中银证券

图表 47. 2014-2015、2020 全球实验室通用设备规模(亿美元)

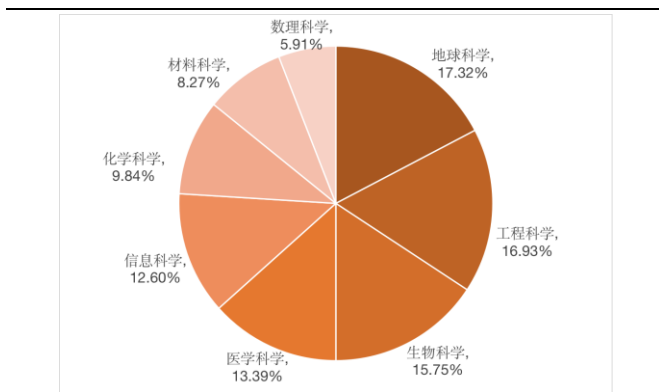


资料来源: BCC Research 《实验室通用设备全球市场研究报告》、中银证券

国家策略推动实验室建设行业规模扩张，北京和华东为主要分布地区。作为贯彻国家科教兴国战略的重要举措之一，重点实验室建设计划是国家科创体系的重要环节，是国家从事原始创新、高水平基础研究和应用基础研究的重要基地。根据《国家重点实验室 2016 年度报告》，截止 2016 年底，正在运行的国家重点实验室共 254 个，试点国家实验室 7 个。共覆盖 8 个不同学科，较多的为地球科学领域(44 个,占 17.3%)、工程科学领域(43 个,占 16.9%)、生物科学领域(40 个,占 15.7%)。分布地区与高校、中科院等机构所在地相符，分布地区前五为北京(79 个,占 31%)、上海(32 个,占 12.6%)、江苏(20 个,占 7.9%)、湖北(18 个,占 7.1%)、陕西(13 个,占 5.1%)。

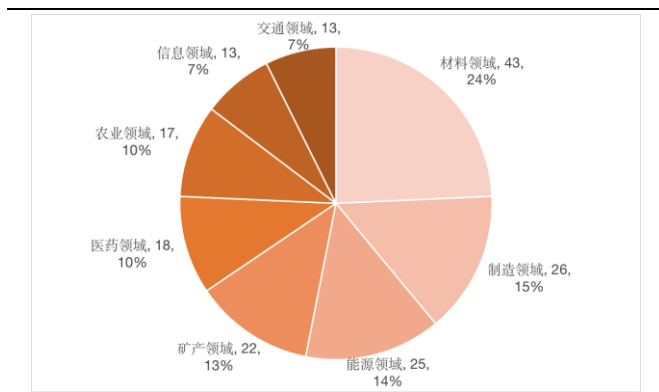
- 企业国家重点实验室聚焦材料领域，主要分布在中、东部省份。作为研发经费支出占比最大的主体，企业国家重点实验室的主要任务是洞察社会及行业的未来需求、开展应用基础研究和竞争前共性技术研究、制定国际标准、国家标准和行业标准，集合和培养专业人才，引领行业的技术进步，基本涵盖国民经济建设的主要领域。截止 2016 年底，正在建设和运行的企业国家重点实验室共 177 个，覆盖领域前 5 为：材料领域(43 个,占 24.3%)、制造领域(26 个,占 14.7%)、能源领域(25 个,占 14.1%)、矿产领域(22 个,占 12.4%)、医药领域(18 个,占 10.2%)。中、东部省份分布占比为 80.2%，排名前 5 的省份为北京(37 个,占 20.9%)、山东(17 个,占 9.6%)、江苏(13 个,占 7.3%)、广东(13 个,占 7.3%)、上海(11 个,占 6.2%)，华东地区合计约占 23.2%。

图表 48. 2016 年国家重点实验室分布领域



资料来源: 《国家重点实验室 2016 年度报告》、中银证券

图表 49. 2016 年企业国家重点实验室分布领域(个)



资料来源: 《国家重点实验室 2016 年度报告》、中银证券

竞争格局：国际巨头并购综合化，国内行业碎片式发展

发达国家相关行业发展基本成熟，市场竞争较平稳，形成巨头垄断局面。随着全球科研领域的蓬勃发展，科学服务行业在近年来成长迅速，美国、欧洲等发达国家内的行业发展基本成熟，市场竞争平稳。龙头公司通过频繁并购以规模化，行业集中度上升，诞生了众多其影响力在全球扩散的公司。

产品齐全、核心技术领先、高效服务推动国外巨头布局全球。国际科学服务行业巨头赛默飞(Thermo-Fisher)、德国默克(Merck)等企业不仅拥有领先技术的产品,而且产品种类基本覆盖科学实验过程的众多物资,如试剂、仪器、耗材等。在全球范围内拥有完善的销售网络和仓储物流设施,提供方便、快捷、高效的科学服务,为客户解决了因时间周期造成的科学实验不便。其中,赛默飞(Thermo-Fisher)的销售网络和仓储物流覆盖面极广,梅特勒-托利多(METTLER TOLEDO)利用其销售渠道和仓储物流在北美进行产品销售,皆在服务效率上大力投资建设。近年来,赛默飞(Thermo-Fisher)、丹纳赫(Danaher)、德国默克(Merck KgaA)等在中国积极扩张,其品牌声誉、产品质量等方面均具有较强竞争优势,积极推动中国科学服务市场发展,国内企业倍受鼓舞。

图表 50.全球科学服务行业知名公司基本情况

序号	公司名称	国家	2020年收入 (亿美元)	2020年利润 (亿美元)	主要产品及服务
1	赛默飞 (Thermo-Fisher)	美国	322	78	仪器、试剂、耗材、 信息化、服务
2	丹纳赫(Danaher)	美国	223	36	仪器、试剂、耗材
3	默克(Merck KgaA)	德国	208	24	仪器、试剂、耗材、 服务
4	安捷伦(Agilent)	美国	53.39	7.19	仪器、耗材、信息化
5	岛津 (SHIMADZU)	日本	35.66 (2019)	2.94 (2019)	仪器、耗材
6	梅特勒-托利多 (METTLER TOLEDO)	瑞士	30.85	6.05	仪器、耗材、试剂
7	珀金埃尔默 (Perkin Elmer)	美国	37.83	9.79	仪器、信息化
8	沃特世(Waters)	美国	23.65	5.21	仪器、耗材
9	堀场(HORIBA)	日本	18.39 (2019)	1.42 (2019)	仪器、耗材
10	亚速旺(AS ONE)	日本	6.51 (2019)	0.55 (2019)	耗材、试剂

资料来源: 公司官网、招股说明书、中银证券

国内行业集中度较低,产品单一、规模较小、区域依赖,与国外整体水平仍有一定差距。国内科学服务行业起步较晚,行业参与者众多,与国外成熟市场相比成长空间较大,但仍处于激烈竞争中。国内科学服务参与商根据经营模式可分为试剂、特种化学品、耗材、仪器等生产制造商、贸易商和综合服务商三个种类。生产制造商主要侧重于产品生产,其产品品类较单一,而下游客户的单品用量较少,所以企业规模普遍较小而精,无法满足科研对产品的综合需求。贸易商主要侧重于产品的采购和销售,产品种类多,但缺乏自主品牌产品,而且存在专业性技术不强和售后服务不完善等问题,普遍具有一定的区域性限制。

高端产品基本依赖进口,研发持续投入有望解决技术含量偏低的弱势。我国实验室用品行业缺乏高端产品及质量好、性价比高的品种,部分高端试剂和设备依赖进口,而且产品技术含量整体偏低,生产工艺及研发技术有待提高,需持续进行技术突破和新产品的研发投入。近年的科研行业高景气带来研发投入持续增长,有望改善国内高端科研用品国产化的技术瓶颈。

图表 51.国内科学服务行业竞争生态基本情况

国内科学服务行业的竞争生态基本情况						
项目	产品生产企业	贸易商	单品类领域服务企业	综合服务企业	外资科学服务巨头	
产品端	产品技术	单品类产品技术为主	相对较少	单品类产品技术为主	综合性产品核心技术矩阵	多领域全球领先的产品核心技术矩阵
	生产能力	自身产品生产技术较强	相对较少	单品类特定产品生产能力	具有核心产品生产能力,并能指导组织委托生产	具备核心产品生产能力,并拥有完整的产业链
	自主品牌产品-广度	部分厂商有自主品牌,单品类产品为主	相对较少	自主品牌覆盖特定行业客户,产品系列应用单一	品牌体系较完善,服务客户领域较广	品牌体系非常完善,服务客户行业领域广
	自主品牌产品-深度	部分厂商有自主品牌,各企业产品品种不一	相对较少	针对特定客户提供整体解决方案能力	提供整体解决方案能力	针对客户提供整体解决方案能力
	技术整合及综合解决能力	较低或没有	无	单品类领域具有技术整合能力	具备多领域专业技术整合能力	全球领先的技术整合能力
服务端	信息管理与购物平台	大多没有,或产品展示为主,或借助第三方	大多没有,或产品展示为主	产品展示为主,或简单功能信息平台	内部运营和客户服务全流程打通	内部运营和客户服务全流程打通
	仓储物流	基于自产产品为主,或依托于第三方	依托第三方	依托第三方	一般自建仓储物流体系	目前国内无自建仓储物流
	发明专利及自主知识产权	部分拥有特定产品知识产权	相对较少	细分领域的自主知识产权	自主品牌产品拥有发明专利及自主知识产权体系	拥有全球领先知识产权保护体系
	政府项目资金支持	基于自产产品为主	相对较少	选择性支持	重点支持	无
	客户覆盖	以品牌厂商代工为主,覆盖少量直接客户	覆盖所在区域目标客户	部分能够覆盖相应单品类全国客户	覆盖全国客户,以直接客户为主	覆盖全球客户

资料来源:招股说明书、中银证券

国内竞争者优势单一,综合服务商的出现有效提高行业集中度。国内的产品型科学服务提供商,如阿拉丁、洁特生物、安谱实验、西陇科学等,其产品优势领域专一,主要向客户提供特定种类的专业化产品,具有强专业性和特色,但缺乏整体解决方案。综合服务商侧重于为下游客户提供全方位科学服务,打造高度差异化的产品体系,搭配成熟的销售渠道和仓储物流系统,为客户提供方便、快捷、稳定的科学服务。对标国外发达国家相关行业和企业的发展,综合服务商可以刺激行业集中。

行业参与者主要分三类。第一类是综合服务型公司,如赛默飞(Thermo-Fisher)、德国默克(Merck KgaA)、丹纳赫(Danaher)、国药试剂;第二类是细分领域的专业产品或服务公司,以特定产品或服务出众,如试剂领域的西陇科学、阿拉丁,仪器耗材领域的安谱实验等;第三类是国际品牌在国内的大型代理商。

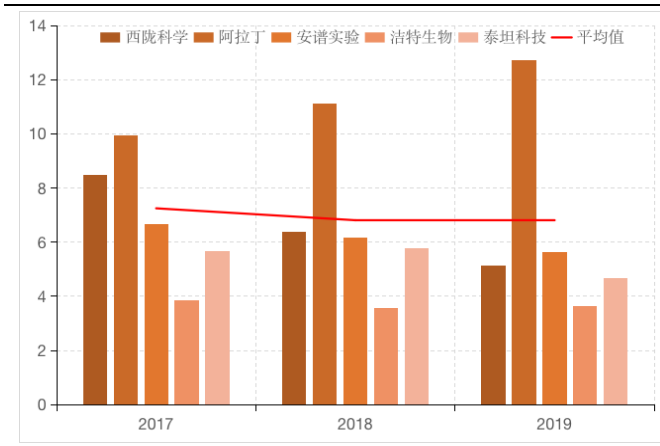
图表 52. 中国地区科学服务行业主要参与者

序号	主要竞争对手	简介	业务结构	2019年中国区收入 (亿元)
1	赛默飞	赛默飞是科学服务领域的领导者，产品主要包括分析仪器、实验室设备、试剂、耗材和软件等，并向客户提供实验室综合解决方案，其拥有多家分公司及工厂，市场覆盖范围较广。	实验室产品和服务、生命科学与解决方案、专业诊断、分析技术	192.0
2	默克	默克是全球领先的医药健康、生命科学及高性能材料行业科技公司，Sigma-Aldrich 为德国默克 (Merck KGaA) 子公司，是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，Sigma-Aldrich 公司的产品基本覆盖了化学试剂的各个领域。	生命科学、健康管理、高性能材料	160.1
3	丹纳赫	丹纳赫下属生命科学事业部为广大科研、商业实验室的生命科学研究工作者们提供先进的仪器系统、试剂和世界级的技术服务与支持，不断促进生物学科研究的新技术发展。	生命科学、诊断产品、环境及应用解决、牙科	161.0
4	国药试剂	国药试剂是国内化学试剂领域的领军企业，其主要通过 OEM 方式生产产品，产品覆盖面较广，主要在国内销售。国药试剂属于轻资产运营，国内销售渠道发达，供应商和客户资源丰富，品牌影响力强，产品种类丰富且易于扩展。	化学试剂、实验耗材、仪器设备、实验家具等产品	-
5	阿拉丁	阿拉丁业务立足于科研高端试剂行业，掌握了试剂的纯化和研发工艺技术，并成功研发生产出分析色谱、高端化学、生物试剂、新材料等领域的高端试剂产品。	化学试剂、生物试剂、生物工程产品领域内的技术开发、技术咨询、仪器仪表、玻璃制品等产品	2.0
6	安谱实验	安谱实验专注食品安全、环境检测和药品检验等领域，通过自主开发和生产，掌握了多项核心技术和专利，并开发出多种极具竞争力的产品，是集研发、生产、销售和服务为一体的综合性企业。	实验室用品、实验室用品的选型以及实验室技术方案的咨询、开发等服务	5.0
7	西陇科学	西陇科学是国内化学试剂专业制造商和集成供应商，为客户提供优质产品和化学试剂技术解决方案。西陇科学采用以销定产和批量化定制的生产模式，线上电子商务平台+线下销售联动的销售模式和自产、OEM 及集成供应相结合的供应链管理新模式。	化学试剂的生产、研发、销售以及化工原料销售	33.4
8	泰坦科技	泰坦科技聚焦实验室场景，专注于一站式实验室产品与配套服务。在行业内率先形成以OEM模式生产自主品牌+外销第三方品牌的产品矩阵，共6个自主品牌。以自主创新研发和仓储物流体系建设为“双核驱动”的模式定调发展。	科研试剂、特种化学品、科研仪器及耗材、实验室建设及科研信息化服务	11.4

资料来源：公司官网、招股说明书、中银证券

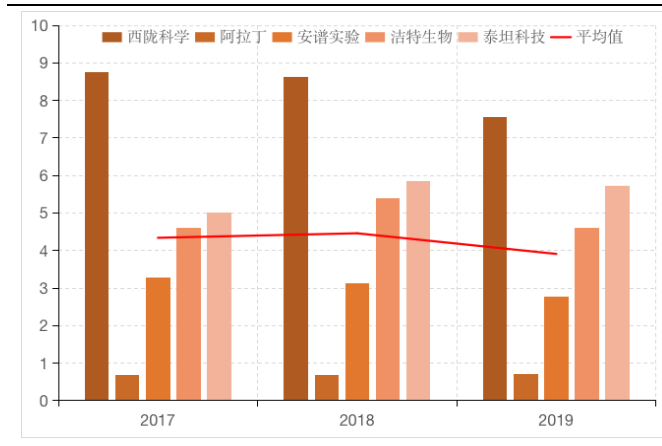
公司运营能力正常，处于同行正常波动区间。公司的应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率均处于稳定波动区间。应收账款周转率低于同行可比公司，主要原因系公司营业收入规模较大且保持稳定增长，同时主要客户为行业内信用等级较高的知名企业、高校等，公司对主要客户均提供账期。存货周转率高于同行业可比公司，是因为公司销售产品种类较多，积极备货以提升客户采购体验，整体存货规模较大且保持逐年增长。依托于公司良好的存货管理，存货周转率仍保持在较高水平。

图表 53. 国内主要可比公司的应收帐款周转率(次/年)



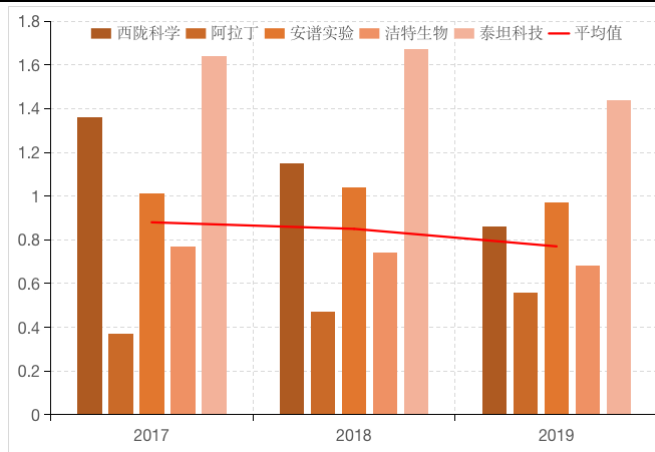
资料来源: 招股说明书、中银证券

图表 54. 国内主要可比公司的存货周转率(次/年)



资料来源: 招股说明书、中银证券

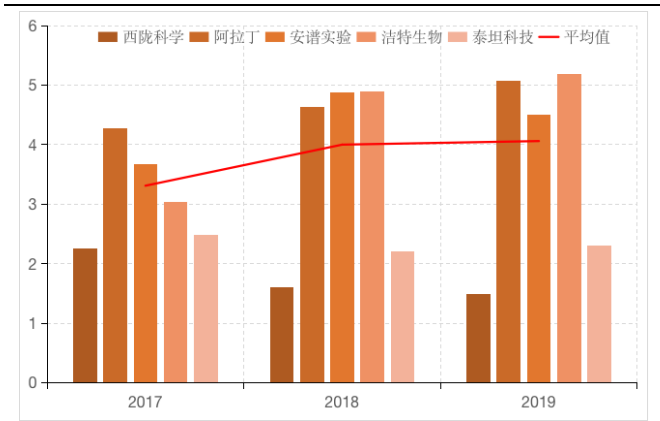
图表 55. 国内主要可比公司的总资产周转率(次/年)



资料来源: 招股说明书、中银证券

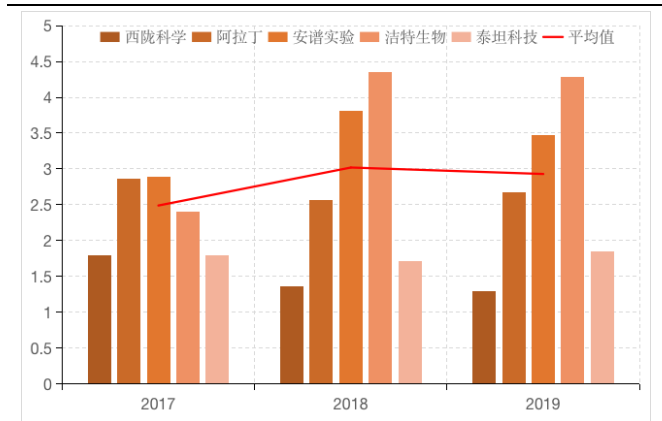
公司偿债能力处于正常水平。公司与同行业可比公司相比, 各项主要偿债能力指标正常, 流动比率、速动比率和资产负债率均保持稳定浮动。由于阿拉丁、安谱实验和洁特生物的经营规模均小于公司, 聚焦单一类别产品且运营成熟, 因此流动比率和速动比率均高于公司, 且资产负债率水平低于公司。而相比于经营规模较大的西陇科学, 公司拥有更高的流动比率和速动比率、更低的资产负债率。

图表 56. 2019 年国内主要可比公司的流动比率(倍)



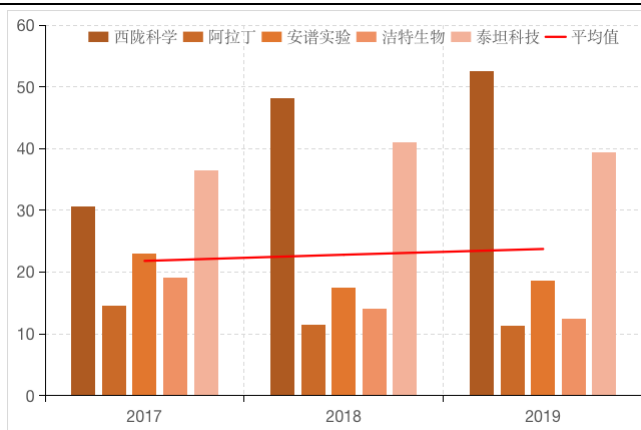
资料来源: 招股说明书、中银证券

图表 57. 2019 年国内主要可比公司的速动比率(倍)



资料来源: 招股说明书、中银证券

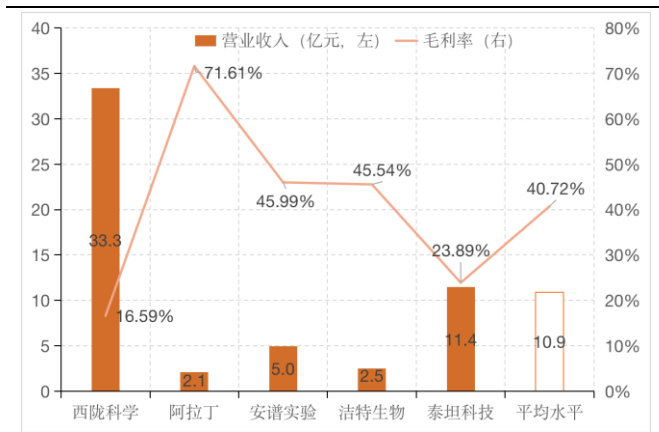
图表 58. 2019 年国内主要可比公司的合并资产负债率(%)



资料来源：招股说明书、中银证券

公司产品种类和研发能力均高于国内同行可比公司，毛利率有望提升。国内行业参与者中，西陇科学聚焦化工原料和化学试剂等业务，整体收入规模较大，但毛利率相对较低；阿拉丁聚焦科研试剂业务，整体收入规模小，但毛利率相对较高；安谱实验和洁特生物聚焦科研仪器及耗材业务，毛利率略高于平均水平。对于公司来说，国内竞争对手主要聚焦科学服务行业中特定类型产品的研发及销售，而公司以科研试剂、特种化学品、科研仪器及耗材和实验室建设及科研信息化服务四大产品体系对外销售，为下游客户提供综合全面的科学服务解决方案，并且加强自身研发能力，提高毛利率较高的自主品牌产品占比，在研发实力和产品种类方面均领先国内竞争对手。

图表 59. 2019 年主要可比公司的营收(万元)和毛利率(%)



资料来源：招股说明书、中银证券

图表 60. 2019 年国内主要可比公司的专利和产品种类数量

	西陇科学	阿拉丁	安谱实验	洁特生物	泰坦科技
专利数量 (截至2019年末)	未披露	发明专利11项、实用新型40项、外观设计61项，合计112项	合计拥有21项专利	发明专利25项、实用新型52项、外观设计17项，合计94项	发明专利26项、实用新型13项、外观设计14项，合计53项
产品种类	未披露	超过3.3万种	-	700余种产品	公司销售产品SKU超过60万种，其中公司高端试剂自主品牌 Adamas拥有30,000多个品种、超过5万种规格，通用试剂自主品牌 Greagent 拥有2,000多种产品，特种化学品自主品牌Tichem 拥有超过1,500种产品；公司科研仪器自主品牌Titan Scientific超过350个，耗材自主品牌“Titan”产品规格超过3000种。

资料来源：招股说明书、中银证券

对标科学服务行业国际巨头，并购整合+高效管理促成长

赛默飞世尔科技-并购整合、PPI 业务管理流程、创新研发赋予强大生命力

2006 年热电公司整合飞世尔科技，科学服务领域巨头由此诞生。美国热电公司（Thermo Electron Corporation）创办于 1956 年，是一家传统的大型仪器制造商和曾经世界第一的分析仪器供应商，专注于仪器的生产制造和销售，满足潜在市场的需求和服务，被称为“永恒的构思机器”。在公司成立五十周年之际成功整合飞世尔科技（Fisher Scientific）-曾经的全球化学品供应商和科学仪器代理商巨头，将原来热电和飞世尔旗下的众多品牌成功地整合为 Thermo Scientific 和 Fisher Scientific 两大旗舰品牌。Thermo Scientific 继承了原来热电公司的创新能力、产品高技术含量等品质特点，是赛默飞世尔科技为客户提供包括高端分析仪器、实验室装备、软件、服务、耗材和试剂在内的完整综合解决方案的首要品牌。Fisher Scientific 代表着最广泛的产品种类和最便捷的销售服务，是赛默飞世尔科技著名的渠道品牌。

两家业务结构互补的公司合并，为后来成为世界科学服务领域巨头奠定扎实的基础。从地理位置来看，美国热电在亚洲、欧洲有较高的市场份额，而飞世尔科技在美国有强大的销售网络，双方各自有自己的市场地理分布优势。从产品来看，美国热电的仪器硬件领先，而飞世尔科技在软件、耗材以及服务领域做得比较好。这样不会导致产品线重复而且销售互补的并购整合为公司后来高效率整合、运行奠定了良好基础。

专注于生命科学和体外诊断，仅 12 年内完成 230 起并购。赛默飞世尔科技通过在生命科学和体外诊断领域并购整合多个细分行业巨头，2021 年市值曾接近 2000 亿美元。截至 2021 年 1 月份，赛默飞世尔科技全球员工达 80000 名，在多个国家设有研发中心和工厂，服务客户超 350000 家。赛默飞世尔科技发展过程中的重大并购事件包含但不限于 2013 年的以 136 亿美元收购生命科学仪器、耗材和服务提供商 Life Technologies、2016 年的以 42 亿美元收购知名电子显微镜制造商 FEI 和 2017 年的以 72 亿美元收购药物研发外包公司 Patheon。2020 年拟以 115 亿美元收购全球领先的分子诊断和样品制备技术提供商 QIAGEN，但因新冠疫情 QIAGEN 业绩爆发增长，最终因未能说服足够多(3/4)的 QIAGEN 股东批准这笔潜在交易而不能达成并购行动。通过一系列的并购整合，赛默飞世尔科技逐渐发展成能为客户提供完整实验室综合解决方案的全球领先的科学服务公司。

图表 61.赛默飞世尔科技自 2006 年起的市值变化(亿美元)及重大并购事件



资料来源：万得、公司公告、中银证券

PPI 业务管理流程是运营和业务扩张的指导方针，促进盈利迅速转化为新增长动力。赛默飞世尔科技的 Practical Process Improvement Business System (PPI) 实用流程改进业务管理系统，帮助公司业务数据实时反馈、管理层决策跟进。PPI 核心理念主要为保证良好质量、高产出率、满足客户需求，具体表现为成本费用的把控、运营效率的提高、提高利润率、优化自由现金流的使用，引导公司在并购整合时的思考方向。

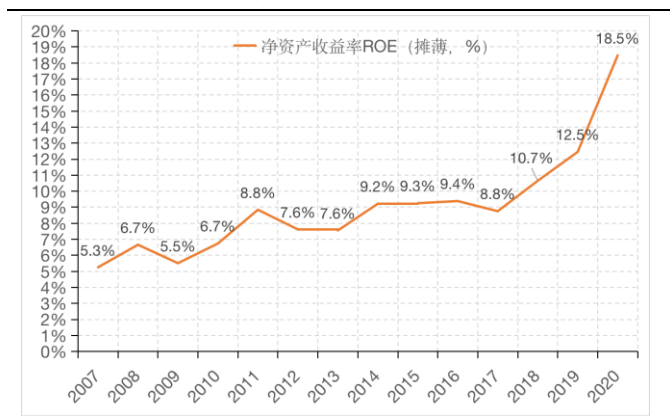
外延并购细分行业龙头，盈利能力显著提升。赛默飞世尔科技自合并以来重视公司业务领域的外延，通过对细分行业龙头的并购整合扩大公司业务范围。在 PPI 业务管理流程的指引下，并购时注重标的拥有高影响效用的创新能力、高增长和新兴市场的业务扩张能力、为客户提供独特的价值主张能力。整合时把不必要和重复的业务整合或打包出售，引导公司把并购进来的资源效用放大。2007-2019 年 ROE(摊薄)持续提升，CAGR3(2019)为 9.9%，公司的营运水平和盈利能力持续改善。2020 年在新冠疫情带动和客户信赖下，ROE (摊薄)显著攀升至 18.5%，其中主要贡献利润的业务为电子显微镜、质谱仪、生命科学和高通量 PCR 等领域。

图表 62. 赛默飞世尔科技 PPI 业务管理流程



资料来源：公司官网、中银证券

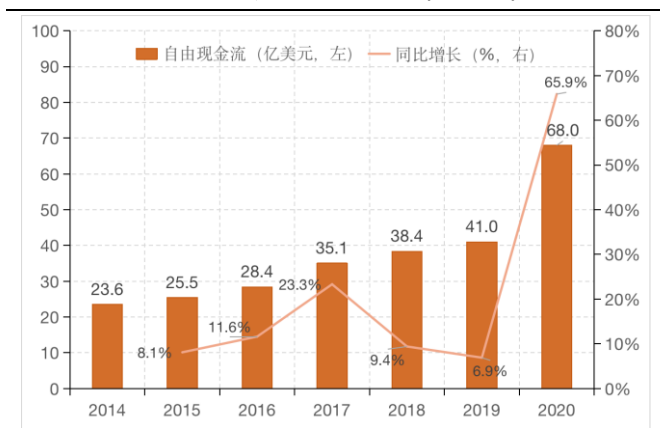
图表 63. 赛默飞世尔科技净资产收益率 ROE (摊薄)



资料来源：公司官网、中银证券

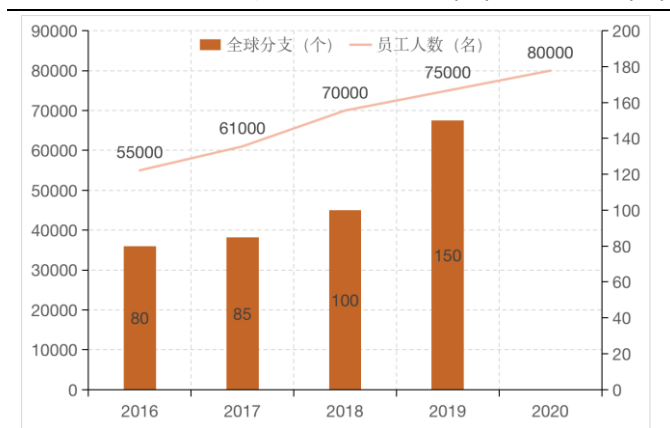
强劲自由现金流助力外延并购，规模扩张能力强。赛默飞世尔科技的自由现金流呈稳定增长趋势，CAGR3(2019)为 13.0%，流动性管理和资本配置能力优秀。在全球客户对于 COVID-19 相关产品的急切需求下，公司产品供不应求，2020 年自由现金流高达 68.0 亿美元，同比增长 65.9%，为赛默飞世尔科技持续的并购策略带来充足的现金流。赛默飞世尔科技积极推动在全球的扩张，2016-2019 年全球分支接近翻倍，员工人数增加了 2 万名。2020 年赛默飞世尔科技在中国苏州开办一次性生物生产制造工厂和新的商业中心以支持中国和韩国的客户，并宣布在中国杭州合资建立生物药物开发和生产设施基地 (CDMO 合资工厂)，积极扎根中国市场。

图表 64. 赛默飞世尔科技自由现金流(亿美元)



资料来源：公司官网、中银证券

图表 65. 赛默飞世尔科技全球分支数目(个)及员工人数(名)

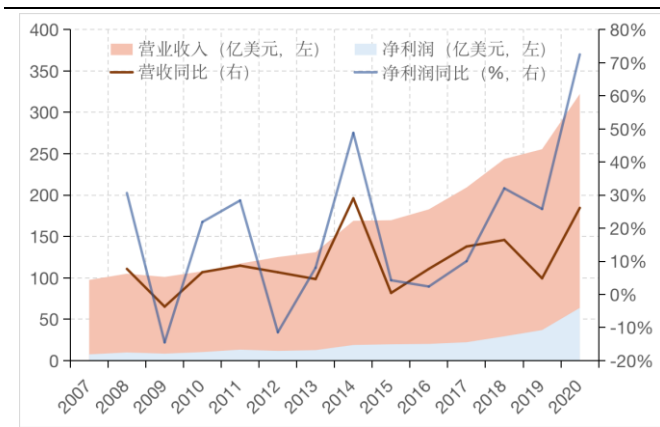


资料来源：公司官网、中银证券

业务稳定扩张，盈利增长出众。赛默飞世尔科技自成立以来不断通过并购整合来扩张业务规模，2007年营收同比增长超150%，随后保持较高速增长，2008-2019年营业收入增长近1.5倍，年均复合增长率为8.4%，保持稳定增长态势。净利润增长近1.7倍，年均复合增长率达14.1%，增长明显。2020年赛默飞世尔科技的业绩增长历史最佳，营业收入达322.2亿美元，同比增长26.1%，其中新冠疫情带动营业收入达66亿美元。2020年净利润为63.8亿美元，同比增长72.5%，成本管理和运营能力出众。

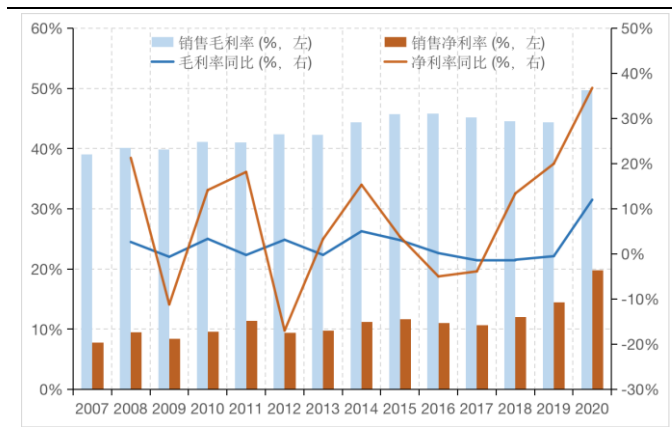
利润长期维持高水平。赛默飞世尔科技的销售毛利率长期处于40%以上并稳定增长，近年受国际地缘政治摩擦影响，毛利有所回落，但环比下降幅度小于1.5%，仍然维持较高水平。2020年销售毛利率为49.7%，同比增长12.0%，创造历史最佳增长。利润率CAGR3(2019)为9.4%，近年保持稳定增长态势，得益于产品的高附加值和公司的高效率运营。

图表 66. 赛默飞世尔科技历史营收及净利润情况(亿美元)



资料来源：公司官网、中银证券

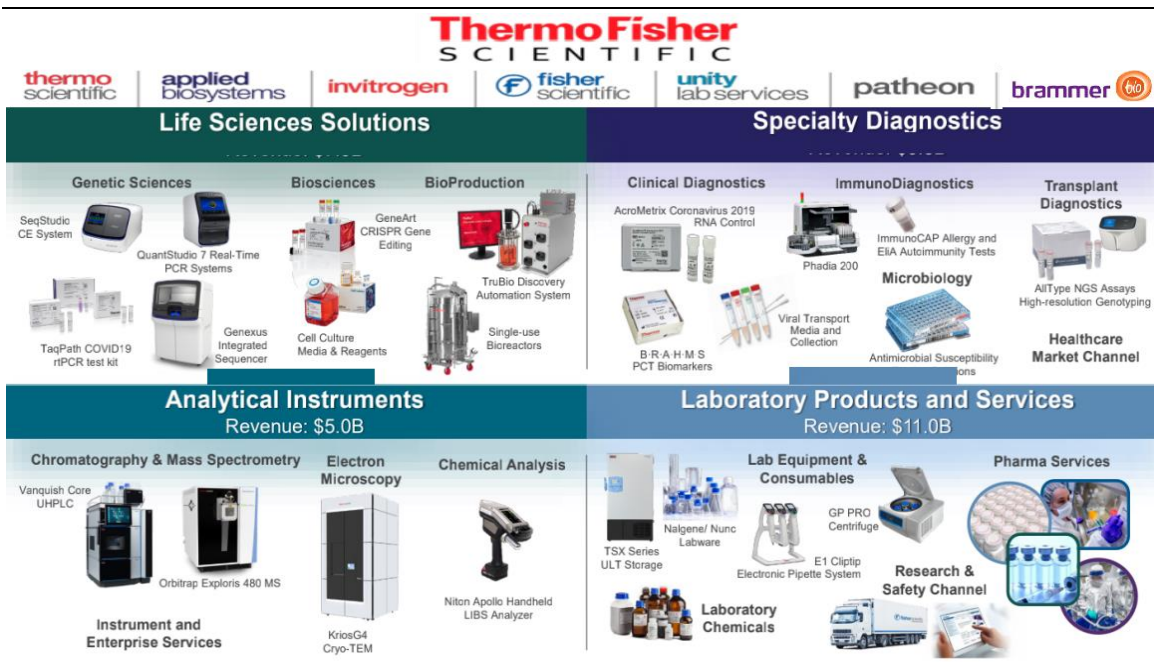
图表 67. 赛默飞世尔科技毛利率(%)及净利率的增长(%)



资料来源：公司官网、中银证券

旗下拥有7个主要品牌，共4大主营业务板块。赛默飞世尔科技拥有 thermo scientific、applied biosystems、invitrogen、fisher scientific、unity lab services、patheon、brammer 共7个自有品牌，在生命科学和医药定制研发生产业务领域有较完整的布局。其主营业务分为生命科学解决方案、分析仪器(工业和应用科学)、临床诊断、实验室与服务四个板块。

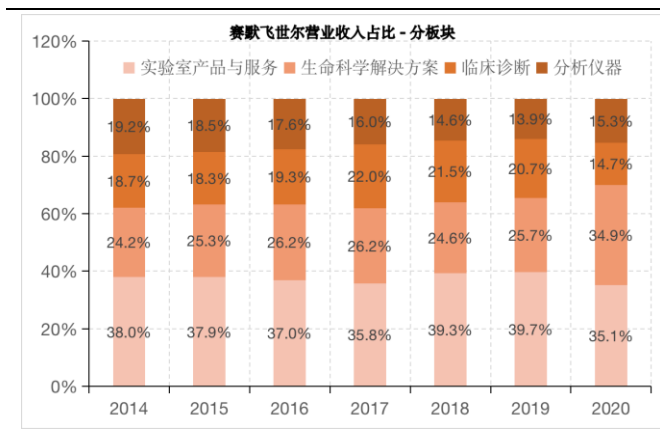
图表 68. 赛默飞世尔科技旗下主要品牌及业务板块



资料来源：万得、公司公告、中银证券

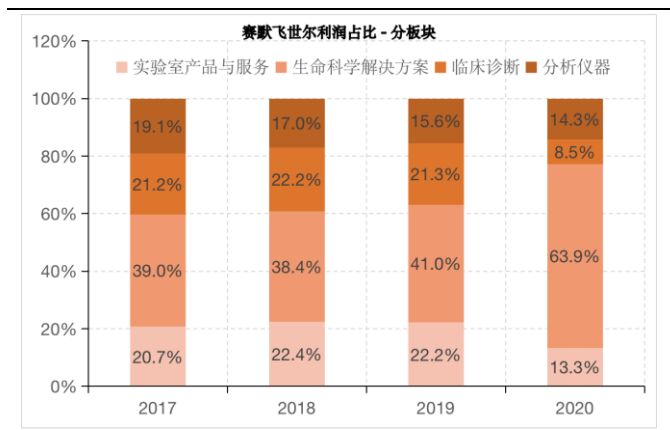
生命科学解决方案板块的盈利贡献增长最明显。赛默飞世尔科技的 4 个业务板块中，实验室产品与服务板块占比常年保持在 37%左右，生命科学解决方案板块和分析仪器板块占比整体呈增长态势，临床诊断板块占比有所回落。其中，2020 年实验室与服务板块收入 122.4 亿美元占总营业收入的 35.1%，生命科学解决方案板块收入 121.7 亿美元占总营业收入的 34.9%，为该公司的两大主要业务板块。

图表 69. 赛默飞世尔科技主营业务板块比重(%) - 营收



资料来源：公司官网、中银证券

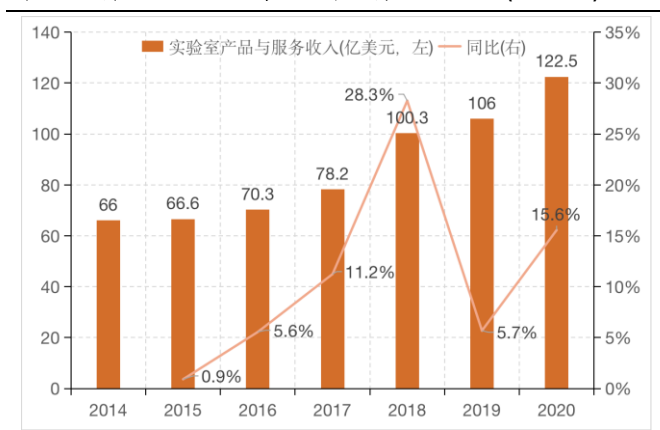
图表 70. 赛默飞世尔科技主营业务板块比重(%) - 净利润



资料来源：公司官网、中银证券

- **实验室产品与服务板块收入贡献最大。**实验室与服务板块业务是赛默飞世尔科技成立以来的传统业务，包括实验室耗材、含“两箱一柜”的实验室通用仪器设备、实验室化学品、含 CDMO 的制药服务、生物安全和样品储存管理等。近年以来，赛默飞世尔科技重视生物医药服务的业务扩张，于 2017 年收购医药合同定制研发生产(CDMO)公司 Patheon，于 2019 年收购提供基因治疗外包研究制药服务公司 BrammerBio。实验室产品和服务部门因医药研发、外包生产业务的扩张得到快速增长，2018 年收入同比增速达 28.3%。2020 年板块收入 122.4 亿美元，同比增长 15.5%，占总营业收入 35.1%，为赛默飞世尔科技营业收入占比最多的板块。

图表 71. 赛默飞-实验室产品与服务板块收入(亿美元)



资料来源：公司官网、中银证券

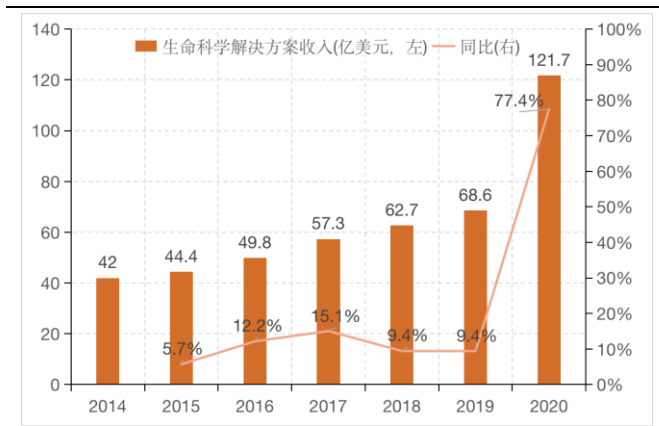
图表 72. 赛默飞-实验室产品与服务板块毛利率(%)



资料来源：公司官网、中银证券

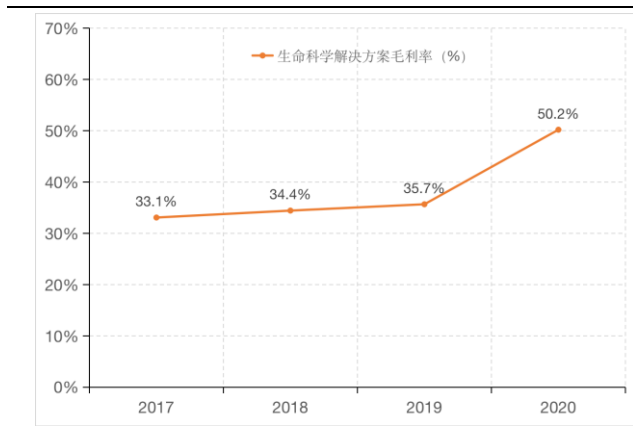
- **生命科学解决方案板块收入平稳增长，利润贡献最佳。**生命科学解决方案板块是赛默飞世尔科技第二大业务板块，部门于 2014 年并购生命科学仪器耗材和服务提供商 LifeTechnologies 后新增，业务主要包括抗体、蛋白表达/纯化、DNA/RNA 纯化、细胞分析/培养/转染等。随着公司对生命科学领域的重视和投入，该板块的市场竞争力逐渐得到市场认可，2014-2019 年生命科学解决方案板块收入年均复合增长率为 10.3%，保持平稳较快增速。板块毛利率近 34%并保持稳定上升，叠加板块收入快速增长，生命科学解决方案板块为利润贡献最大的板块。2020 年受新冠疫情带动，生命科学解决方案板块收入 121.7 亿美元，同比增长 77.4%，占总营业收入比重为 34.9%，同期毛利率为 50.2%，同比增长 40.8%。

图表 73. 赛默飞-生命科学解决方案板块收入(亿美元)



资料来源: 公司官网、中银证券

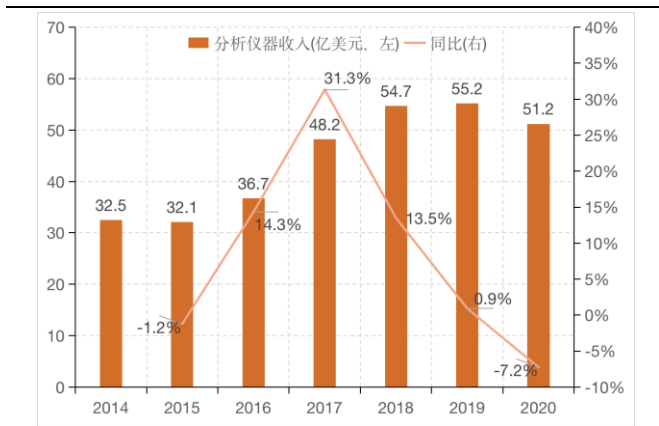
图表 74. 赛默飞-生命科学解决方案板块毛利率(%)



资料来源: 公司官网、中银证券

- 分析仪器板块收入维持较高水平。**分析仪器板块业务主要包括实验室场景的仪器、消耗品、软件服务等, 自赛默飞世尔科技并购电子显微镜制造商 FEI 后, 高精度电子显微镜、分子光谱分析仪器等物质和结构分析业务的补充带动销售业绩增长显著, CAGR3(2019)为 14.6%, 2017 年同比增速为 31.3%, 是四大部门中增速最明显的业务, 随后板块收入稳定在 50 亿美元以上的较高水平。2020 年分析仪器板块收入为 51.2 亿美元, 同比增长-7.2%, 占总营业收入比重为 14.7%, 主要因为 2020 年上半年新冠疫情导致的销售停滞拉低了全年的业绩, 2020 年第 4 季度分析仪器板块营收同比增速达 8%, 维持正常水平。

图表 75. 赛默飞-分析仪器板块收入(亿美元)



资料来源: 公司官网、中银证券

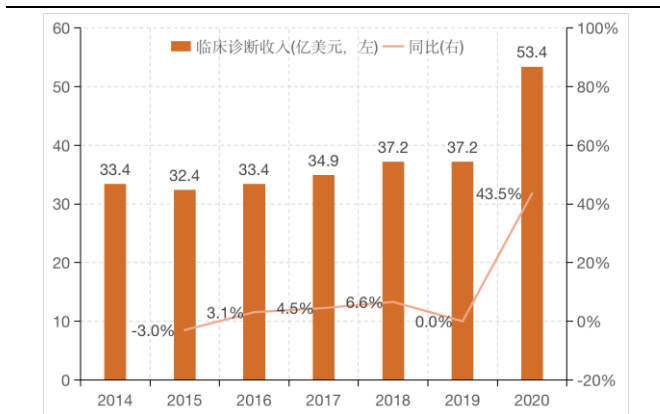
图表 76. 赛默飞-分析仪器板块毛利率(%)



资料来源: 公司官网、中银证券

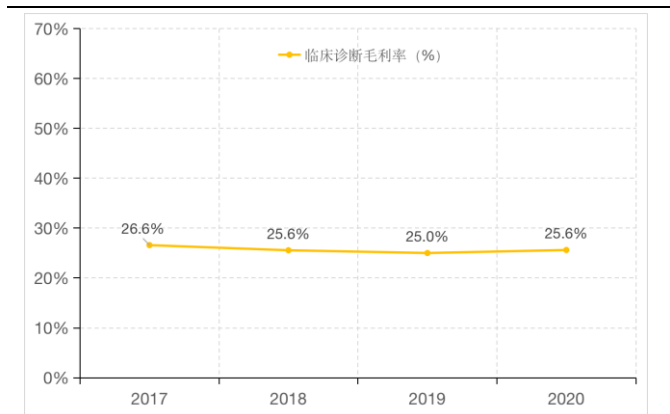
- 临床诊断板块健康成长, 2020 年业绩最佳。**临床诊断板块业务主要包括肿瘤学临床诊断测试、诊断测试套件、微生物鉴定等。自收购血检系统供应商 Phadia 后与原分析部门于 2011 年合并成立。2014-2019 年年均复合增长率为 2.2%, 增长保持平稳。同时毛利率保持平稳上涨, 近 25.5%, 业务正常发展。得益于新冠疫情体外诊断需求, 2020 年临床诊断板块表现优异, 板块收入 53.4 亿美元, 同比增速达 43.5%, 占总营业收入比重为 15.3%, 板块健康成长。

图表 77. 赛默飞-临床诊断板块收入(亿美元)



资料来源：公司官网、中银证券

图表 78. 赛默飞-临床诊断板块毛利率(%)

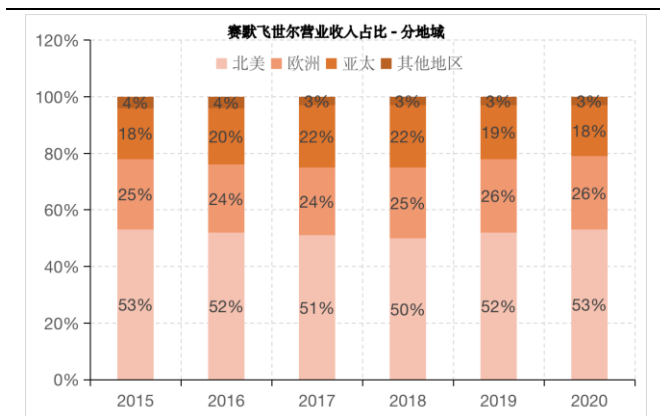


资料来源：公司官网、中银证券

北美地区为主要营收来源，中国地区营收在亚太地区占比近半。公司营收主要来源于北美地区，2019年营收占比为52%，2015-2019年占比均略超50%，本地化战略为主。第二大收入来源为欧洲地区，2015-2019年占比均接近25%，业务占比较稳定。公司正加强新兴发展地区的业务扩张，2015-2019年亚太地区营收占比稳定在20%左右，近年来有稳中上升的趋势。其中，中国地区收入占比近半而且以高增长的趋势发展中。

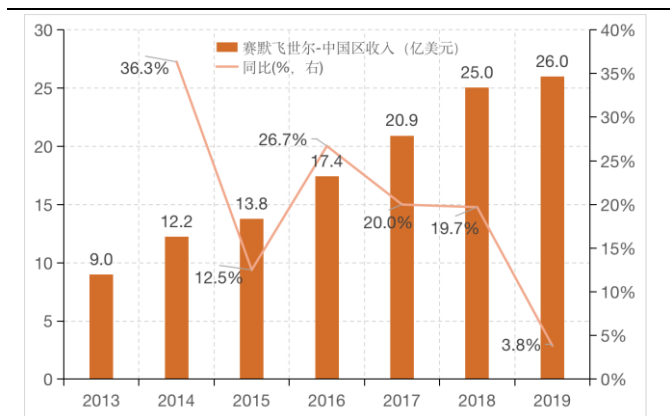
赛默飞世尔科技注重新兴市场的业务开拓。赛默飞世尔科技在亚太地区的业务增长中，中国地区业务开拓最为积极，2013-2019年中国区收入CAGR为22.8%，2017-2019年中国地区收入占赛默飞世尔科技总收入的比重分别为9.8%、10.3%、10.8%，占比逐年稳步增长。2019年受国际地缘政治摩擦影响仍保持3.8%的增速。赛默飞世尔科技在中国市场已经超过35年，在上海设立中国地区总部，现有8家工厂分别在上海、北京、苏州和广州等地运营，表示了赛默飞世尔科技对于中国市场的重视和积极投入。

图表 79. 赛默飞世尔科技地区收入分类比重(%)



资料来源：公司官网、中银证券

图表 80. 赛默飞世尔科技中国区收入及同比增速(亿美元)

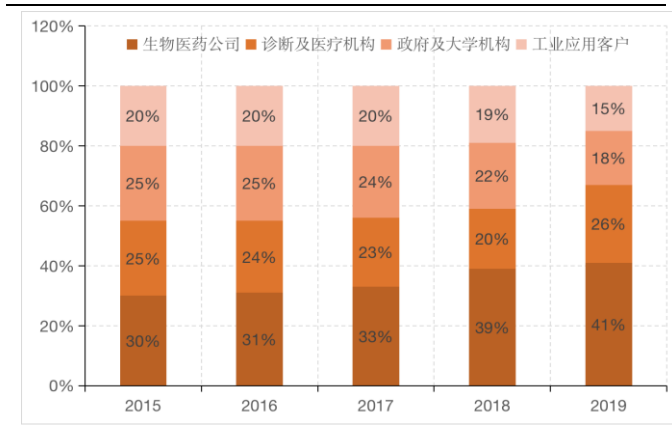


资料来源：公司官网、中银证券

生物医药公司为主要客户群，诊断及医疗机构客户占比稳定增长。赛默飞世尔科技的客户分为四类：生物医药公司、诊断及医疗机构、政府及大学机构和工业应用客户。其中，与公司的并购版图战略相符，生物医药公司客户为主要客户，其2019年营收占比41%，2015-2019年年均复合增长率为8.1%，保持逐年较快增长。公司的第二大客户为诊断及医疗机构，2019年营收占比26%，2015-2019年年均复合增长率为1.0%，保持稳定增长。随着公司对于生命科学和体外诊断领域的并购扩充，其生物医药客户及诊断医疗机构客户将继续保持较高比重。

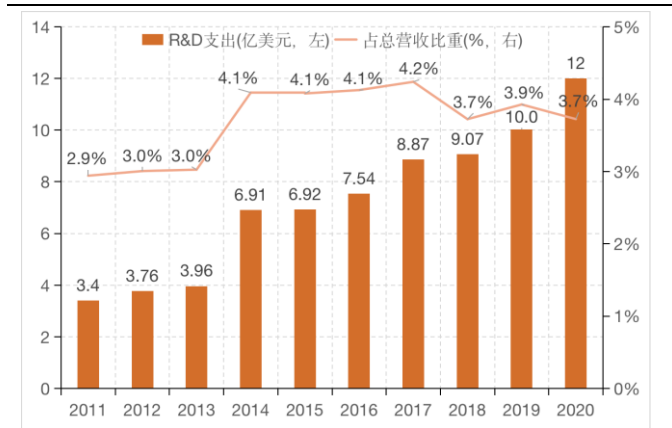
注重高影响力领域的研发投入。赛默飞世尔科技在发展过程中强调产品服务具有高影响力的创新，不仅在并购选择中关注细分行业的标的产品具有高技术壁垒，而且自身品牌也强调研发创新，近年来主要在高分辨质谱仪、透射电子显微镜、基因测序、细胞疗法等领域进行研发投入。位于中国上海和苏州的中国创新中心拥有 100 多位专业研究人员和工程师及 100 多项专利，针对中国客户需求研发更易接受的产品。R&D 经费支出占总营收保持近 4%。2011-2019 年 R&D 经费支出年均复合增长率高达 14.5%，其中，得益于并购 LifeTechnologies 后的 NGS 业务研发需求增加，2014 年 R&D 经费支出同比增长 74.5%。受新冠疫情的体外诊断需求和疫苗研发需求带动，2020 年 R&D 经费支出达 12 亿美元，同比增长 18%。

图表 81. 赛默飞世尔科技客户收入分类比重(%)



资料来源：公司官网、中银证券

图表 82. 赛默飞世尔科技 R&D 支出及占营收比重(亿美元)

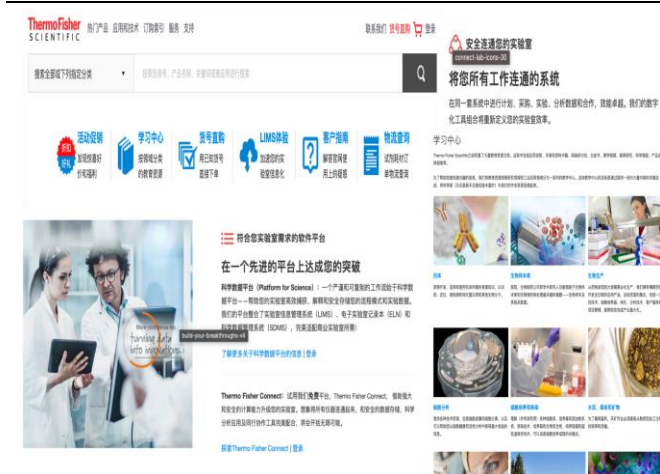


资料来源：公司官网、中银证券

线上：自建科学服务综合云平台，数字化配合自有产品。赛默飞世尔科技自建的网站 thermofisher.com 是旗下的综合产品采购销售、实验室数据分析、实验仪器管理软件、学习中心于一体的云平台。带给客户的不仅仅是实验室产品供应，而且包含相关的配套数字化服务，真正做到科学综合服务商。其中，学习中心积累了大量教育资源文库，包括应用说明、手册及资料书籍、网络研讨会、白皮书、教学视频、案例研究、科学海报、产品选择指南等。更提供多种移动终端使用的 App 配合公司的实验室产品共同使用，提供云端+终端协同实验室服务。

线下：设立“科研便利店”，现货最快 1 小时达。赛默飞在中国 19 个城市设立现货供应中心，搭配自建科学服务云平台，提供全网产品一站式订购服务。客户通过登录现货供应中心平台下订单，在配送范围内即可提供专人配送和现货最快 1 小时达的配送服务。目前现货供应中心主要设立在东部沿海和内陆城市，在北部和西南部部分城市也有设立，是集同城货仓、一站式采购、促销查询于一体的“科研便利店”，进一步提升配送效率和配送服务，避免了科研过程因时间周期造成的不便困扰。

图表 83. 赛默飞的科学服务综合云平台（图片经剪辑）



资料来源：公司官网、中银证券

图表 84. 赛默飞世尔科技在中国设立现货供应中心



资料来源：公司官网、中银证券

盈利预测和估值

预计公司 2021-2023 年营收分别为 19.2/25.9/34.1 亿元，净利润 1.6/2.4/3.5 亿元，对应 EPS 2.1/3.1/4.6 元/股，当前股价对应 2021E-2023E 市盈率 90/61/42 倍。科技创新驱动全球科研景气高涨，科学服务市场空间较大，公司作为综合型科学服务商，自有品牌提升和销售渠道完善将带动未来收入增长。首次覆盖给予**增持**评级。

图表 85. 泰坦科技的主要品牌及业务板块

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (百万元)							
科研试剂	174	238	278	360	522	730	1,022
特种化学品	272	394	446	525	649	779	896
科研仪器及耗材	189	259	357	428	642	930	1,303
实验室建设及科研信息化服务	28	35	63	72	105	147	190
合计	664	926	1,144	1,384	1,917	2,586	3,411
增速(%)							
科研试剂	78	37	17	29	45	40	40
特种化学品	60	45	13	18	24	20	15
科研仪器及耗材	61	37	38	20	50	45	40
实验室建设及科研信息化服务	23	23	83	14	45	40	30
合计	62	39	24	21	38	35	32
毛利率(%)							
科研试剂	36	36	45	38	38	38	38
特种化学品	13	12	12	10	10	10	10
科研仪器及耗材	18	20	20	17	18	18	19
实验室建设及科研信息化服务	54	46	35	46	43	44	45
合计	22	22	24	21	22	23	24

资料来源：万得、公司公告、中银证券

根据公司的主营业务，我们选取赛默飞世尔、丹纳赫、阿拉丁、莱伯泰科作为可比公司，行业平均 PE 估值 (2021 年) 为 45 倍，阿拉丁 PE 估值 (2021/2022 年) 为 87/64 倍。泰坦科技当前股价对应的 PE 估值 (2021/2022 年) 为 90/61 倍，在国内 R&D 支出超 20,000 亿人民币水平且占 GDP 比重排名全球第二的大环境下，参照赛默飞世尔通过外延并购增强自有品牌竞争力和配送效率并高速增长为近 2000 亿美元市值的行业龙头历史进程，泰坦科技未来大概率以高增长的态势逐步成长。

图表 86. 估值表 (美股上市公司单位: 股价(美元)、市值(亿美元)、EPS(美元/股)、市盈率(X)、每股净资产(美元/股))

代码	简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS(元/股)			市盈率(X)			每股净资产 (元/股)
					2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
688179	阿拉丁	无评级	101.00	102	0.74	1.17	1.57	136.96	86.58	64.31	8.30
688056	莱博泰科	无评级	47.90	32	0.97	1.13	1.38	49.21	42.52	34.72	11.27
TMO.N	赛默飞世尔 (美股)	无评级	464.00	1,827	16.19	22.10	19.85	28.66	21.00	23.38	89.03
DHR.N	丹纳赫 (美股)	无评级	257.91	1,840	5.11	8.79	9.06	50.46	29.34	28.47	52.16
	平均							66.32	44.86	37.72	
688133	泰坦科技	增持	189.00	144	1.35	2.09	3.11	140.24	90.26	60.69	

资料来源：万得、中银证券预测

注：未有评级公司盈利预测为万得一致预期，股价数据截止至 2021 年 5 月 12 日

风险提示

公司对第三方品牌产品销售占比较高的风险；

OEM 生产商受疫情影响导致生产效率下降的风险；

高校、科研院采用招投标等多种采购方式的风险；高校及科研院所采用开放式采购平台、统一采购平台、招投标采购、自行采购等。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	1,144	1,384	1,917	2,586	3,411
销售成本	(875)	(1,093)	(1,503)	(2,004)	(2,603)
经营费用	(157)	(167)	(218)	(293)	(378)
息税折旧前利润	113	125	196	289	431
折旧及摊销	(10)	(15)	(16)	(21)	(26)
经营利润(息税前利润)	103	110	180	268	405
净利息收入/(费用)	(7)	(3)	3	6	(4)
其他收益/(损失)	5	13	8	9	10
税前利润	84	117	188	279	408
所得税	(10)	(16)	(28)	(42)	(61)
少数股东权益	(0)	(1)	0	0	0
净利润	74	103	160	237	347
核心净利润	74	103	160	238	348
每股收益(人民币)	0.972	1.348	2.094	3.114	4.553
核心每股收益(人民币)	0.972	1.356	2.097	3.118	4.558
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.628	0.934	1.366
收入增长(%)	24	21	38	35	32
息税前利润增长(%)	52	7	64	49	51
息税折旧前利润增长(%)	53	11	57	47	49
每股收益增长(%)	(14)	39	55	49	46
核心每股收益增长(%)	(14)	40	55	49	46

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	308	874	588	582	682
应收帐款	288	379	600	644	1,021
库存	167	262	404	385	681
其他流动资产	34	98	53	148	130
流动资产总计	844	1,687	1,690	1,827	2,586
固定资产	55	91	137	178	214
无形资产	4	35	32	28	25
其他长期资产	6	13	7	9	10
长期资产总计	66	139	176	215	249
总资产	931	1,850	1,885	2,055	2,843
应付帐款	118	106	188	230	299
短期债务	173	169	0	0	111
其他流动负债	76	101	128	90	158
流动负债总计	366	377	317	320	568
长期借款	0	17	0	0	297
其他长期负债	1	3	2	2	2
股本	76	76	76	76	76
储备	506	1,363	1,474	1,641	1,884
股东权益	582	1,439	1,551	1,717	1,960
少数股东权益	0	16	16	16	16
总负债及权益	931	1,850	1,885	2,055	2,843
每股帐面价值(人民币)	7.64	18.87	20.34	22.52	25.70
每股有形资产(人民币)	7.58	18.41	19.92	22.15	25.38
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.77)	(9.02)	(7.71)	(7.63)	(3.60)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	84	117	188	279	408
折旧与摊销	10	15	16	21	26
净利息费用	7	6	0	(3)	7
运营资本变动	(97)	(178)	(33)	(156)	(229)
税金	(11)	(16)	(28)	(42)	(61)
其他经营现金流	(26)	(82)	(141)	15	(294)
经营活动产生的现金流	(32)	(138)	2	115	(143)
购买固定资产净值	8	66	53	53	53
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(37)	(163)	(107)	(106)	(106)
投资活动产生的现金流	(29)	(96)	(53)	(53)	(53)
净增权益	0	0	(48)	(71)	(104)
净增债务	51	14	(187)	0	408
支付股息	0	0	48	71	104
其他融资现金流	106	783	(48)	(68)	(111)
融资活动产生的现金流	156	797	(234)	(68)	297
现金变动	95	562	(286)	(7)	101
期初现金	215	308	874	588	582
公司自由现金流	(61)	(235)	(52)	62	(196)
权益自由现金流	(3)	(215)	(238)	59	218

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.9	9.0	10.2	11.2	12.6
息税前利润率(%)	9.0	7.9	9.4	10.3	11.9
税前利润率(%)	7.3	8.5	9.8	10.8	12.0
净利率(%)	6.5	7.4	8.3	9.2	10.2
流动性					
流动比率(倍)	2.3	4.5	5.3	5.7	4.6
利息覆盖率(倍)	14.9	14.4	44.9	n.a.	41.4
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.8	3.8	4.1	4.5	3.4
估值					
市盈率(倍)	194.4	140.2	90.2	60.7	41.5
核心业务市盈率(倍)	194.4	140.2	90.2	60.7	41.5
市净率(倍)	25.6	10.0	9.3	8.4	7.4
价格/现金流(倍)	(344.5)	(79.4)	5,785.8	95.5	(76.6)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	96.1	82.4	53.0	36.0	24.8
周转率					
存货周转天数	63.0	71.6	80.8	71.8	74.7
应收帐款周转天数	77.5	87.9	93.2	87.8	89.1
应付帐款周转天数	31.5	29.5	28.1	29.6	28.3
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	15.3	10.2	10.7	14.5	18.9
资产收益率(%)	11.4	6.8	8.2	11.5	14.1
已运用资本收益率(%)	2.9	2.1	2.5	3.6	4.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371