2023 年 02 月 03 日
证券研究报告•公司研究报告
阿 拉 丁（688179）基础化工

买入（首次）
当前价：44.89 元
目标价：54.00 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

国内科研试剂领军企业

投资要点

- **推荐逻辑：**1）科研试剂行业发展迅速，国内市场规模超千亿，国产替代正当时。2）公司品牌力、产品力、渠道力均处于国内领先地位。连续 11 年被评为“最受用户欢迎试剂品牌”客户数量占据绝对优势地位，年新增客户数可达 2 万左右。公司自有品牌 SKU 数量喜人，未来三年有望新增三万个以上。电商平台已成业界标杆，拥有超过 20 多万名注册用户。3）未来三年业绩增速预计在 30%左右，降本增效正当时。

- **科研试剂行业发展迅速，国产替代正当时。**科研试剂行业发展受益于科研服务行业科研经费投入的持续增长。根据国家统计局数据，近几年全国研究与试验发展（R&D）经费投入力度持续加大，2021 年，全国共投入研究与试验发展（R&D）经费 2.8 万亿元，较 2020 年增加 3563.20 亿元，增幅 14.6%。科研试剂应用场景广泛，品类持续扩增。国产试剂数量已从 2006 年仅有的 3000 种左右跃升至 2015 年的 3 万多种。进入“十四五”以来，我国整体经济实力快速提升，国家对科技创新、自主研发也愈发重视，我国科研试剂行业发展进入关键时期。2021 国内科研试剂耗材市场规模将高于 1174-1468 亿元，国产企业份额不足 10%，未来替代潜力十足。

- **他山之石——科研服务企业外延内驱是成长的必经之路。**近几年来，行业巨头赛默飞、丹纳赫、默克等加大了在中国的投资力度，其在品牌声誉、产品质量等方面均具有较强竞争优势，通过复盘其成长路径，我们认为国内科研服务企业外延内驱是发展的必经之路，需要专注于高技术壁垒产品线拓展、并购重组具有协同效应的标的、通过精细化、企业化管理模式加强并购后的复利效应。

- **品牌力、产品力、渠道力打造公司龙头地位。**公司自设立伊始就坚持打造自主品牌，与国内竞争对手存在显著差异。连续 11 年被评为“最受用户欢迎试剂品牌” 。公司客户数量占据绝对优势地位，年新增客户数可达 2 万左右。公司注重自主创新，自有品牌 SKU 数量喜人，未来三年有望新增三万个以上。电商平台已成业界标杆，拥有超过 20 万名注册用户。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.78 元、1.08 元、1.43 元，未来三年归母净利润将保持 31%的复合增长率，给予公司 2023 年 50 倍 PE，对应目标价 54 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**产品渠道销售不及预期的风险；行业竞争格局恶化的风险；新产品研发失败的风险。

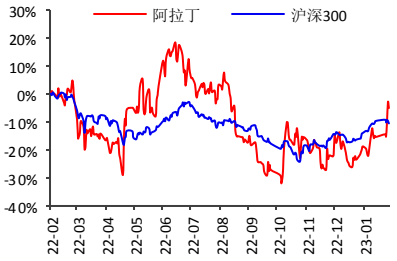
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	287.66	378.00	498.00	658.00
增长率	22.82%	31.40%	31.75%	32.13%
归属母公司净利润（百万元）	89.36	110.60	153.13	202.26
增长率	20.06%	23.77%	38.45%	32.08%
每股收益 EPS（元）	0.63	0.78	1.08	1.43
净资产收益率 ROE	10.41%	11.63%	14.15%	16.14%
PE	71	57	41	31
PB	7.39	6.67	5.86	5.06

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.41
流通 A 股(亿股)	0.74
52 周内股价区间(元)	30.90-58.63
总市值(亿元)	63.43
总资产(亿元)	13.81
每股净资产(元)	6.31

相关研究

目 录

1 以科技创新为引擎，根植科研试剂领域 1

2 科研试剂行业发展欣欣向荣 5

2.1 促进行业发展因素 5

2.2 他山之石—国外企业成长路径复盘 8

2.3 国内市场竞争情况 13

3 国内科研试剂龙头企业 16

3.1 品牌力——国内知名度高 16

3.2 产品力——质量优秀，品类扩充快 18

3.3 渠道力——电商平台提高客户黏性 23

4 盈利预测与估值 26

4.1 盈利预测 26

4.2 相对估值 27

5 风险提示 27

图 目 录

图 1：阿拉丁大事记 1
图 2：阿拉丁业务覆盖领域 1
图 3：阿拉丁部分客户群体 2
图 4：阿拉丁股权结构(截至 2022 年 12 月) 3
图 5：2012-2022 前三季度公司营业收入及增速 3
图 6：2012-2022 前三季度公司归母净利润及增速 3
图 7：2016-2021 年公司各大业务占比 4
图 8：2016-2021 年公司总体毛利率&主营业务毛利率 4
图 9：2017-2022 前三季度公司费用率情况 4
图 10：2019-2022H1 公司研发人员数量及增速变化 4
图 11：全国 2008-2022 研究与试验发展(R&D)经费投入与科研强度 5
图 12：2012-2020 世界主要国家研发投入总额(亿美元) 6
图 13：全球 2016-2021 科研试剂市场规模 7
图 14：2015-2024E 全球生物科研试剂市场规模及预测 8
图 15：2015-2024E 中国生物科研试剂市场规模及预测(亿元) 8
图 16：2005-2022 前三季度赛默飞营业收入及增速 9
图 17：2005-2021 赛默飞毛利率及净利率 9
图 18：DBS 系统 11
图 19：2005-2021 丹纳赫营业收入及增速 12
图 20：2005-2021 丹纳赫毛利率及净利率 12
图 21：2015-2021 默克生命科学业务营业收入 12
图 22：2021 年行业内部分企业在科研试剂与耗材市场份额占比 14
图 23：阿拉丁与主要竞争公司客户数量对比 18
图 24：公司每年新增客户数量 18
图 25：阿拉丁与主要竞争公司资产经营效率指标对比 19
图 26：阿拉丁与主要竞争公司专利数量对比(个) 23
图 27：阿拉丁与主要竞争公司历史研发费用率对比 23
图 28：公司自主电商平台 24
图 29：公司自主电商平台销售流程 24
图 30：公司近年月度活跃用户数与年新增注册用户数 25
图 31：各大主要试剂电商平台排名(按浏览量) 25

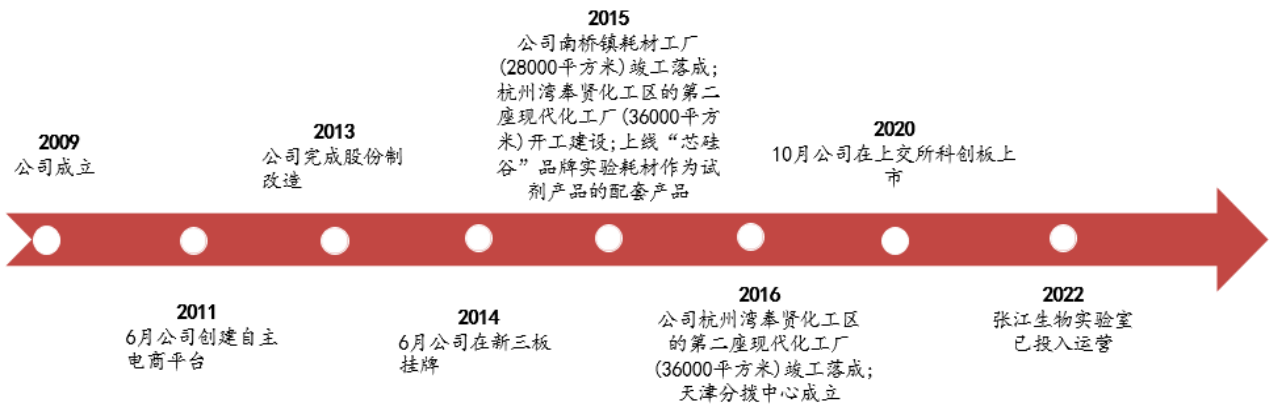
表 目 录

表 1：授予限制性股票(含预留)公司层面各年度业绩考核目标 5
表 2：国内主要公司科研试剂种类情况 6
表 3：赛默飞主要并购历史 9
表 4：丹纳赫主要并购历史 10
表 5：阿拉丁技术水平先进性 14
表 6：公司与国内竞争公司业务范围、收入结构与销售模式的差异情况 16
表 7：公司与国内竞争公司财务数据相关情况 17
表 8：公司与主要竞争公司 SKU 数量的相关情况 19
表 9：公司 2021 年在研项目情况 20
表 10：泰坦科技 2021 年在研项目情况 21
表 11：公司近几年直销与经销情况(万元) 26
表 12：分业务收入及毛利率 26
表 13：可比公司估值 27
附表：财务预测与估值 28

1 以科技创新为引擎，根植科研试剂领域

公司成立于 2009 年，是国内科研试剂品种最齐全的生产商之一。业务模式为通过研发、生产、销售一体化为客户提供各类科研试剂。领域涵盖高端化学、生命科学、分析色谱及材料科学等，同时配套少量实验耗材。

图 1：阿拉丁大事记



数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

公司目前已成长为多客户类型、多领域覆盖的国产优质科研试剂企业。产品使用者多为科学家和一线研发工程师，赢得了众多知名客户的信赖。公司自主打造“阿拉丁”品牌科研试剂和“芯硅谷”品牌实验耗材，主要依托自身电子商务平台(www.aladdin-e.com)实现线上销售。

图 2：阿拉丁业务覆盖领域

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

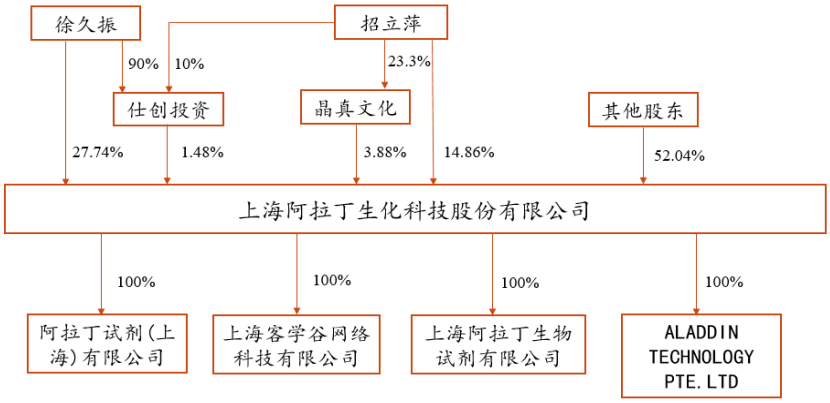
通过多年的行业深耕和技术积累，公司科研试剂常备库存产品超过 5 万种，是国内品种最齐全的供应商之一。**公司拥有超过 20 万名注册用户，积累了优质、坚实、广泛的客户群体**，直接客户有以中国科学院、中国医学科学院、中国农业科学院等为代表的科研院所；有以普门科技、药明康德、药石科技、深天马 A、亿纬锂能、信立泰、新和成及硕世生物等为代表的各战略新兴行业内创新型企业群体（覆盖 220 余家 A 股上市公司）；有以北京大学、清华大学、复旦大学为代表的众多高等院校（覆盖全部 985 工程大学、90%以上 211 工程大学）。

图 3：阿拉丁部分客户群体

数据来源：公司招股书，西南证券整理

徐久振、招立萍夫妇系公司的控股股东、实际控制人。根据 2022 年中报披露，徐久振和招立萍直接和间接合计持有公司 44.98%的股份，股权结构集中，具有稳定性。上海晶真文化艺术发展中心持有公司 3.88%股份，公司通过该员工持股平台对公司的员工实施股份激励。全资子公司阿拉丁试剂（上海）有限公司、上海阿拉丁生物试剂有限公司主要负责公司化学试剂、生物试剂的研发、生产与销售，尤其是上海阿拉丁生物试剂有限公司的设立对公司拓展生物科学领域产品线，提高生物试剂研发能力具有重要意义。子公司上海客学谷网络科技有限公司主要负责公司电商平台的技术开发与维护工作。ALADDIN TECHNOLOGY PTE.LTD 暂无业务开展，以备公司拓展海外业务所需。

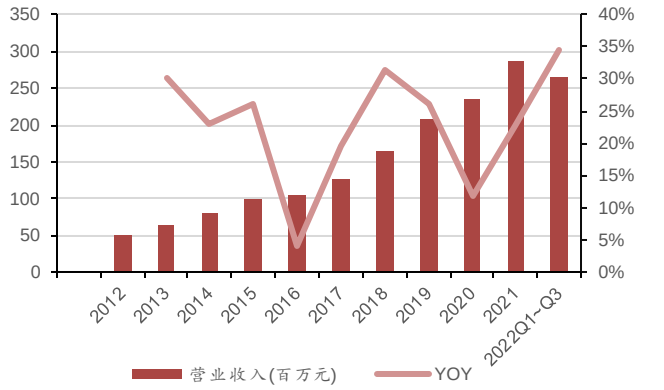
图 4：阿拉丁股权结构(截至 2022 年 12 月)



数据来源：Wind，西南证券整理

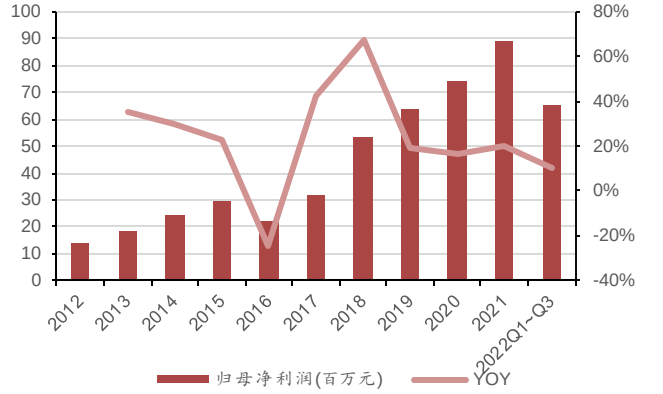
上市后营收增长迅速，归母净利润稳中向好。从历史财务指标来看，收入端从 2012 年的 0.5 亿元增长到 2021 年的 2.9 亿元，CAGR 为 21.43%，利润端从 2012 年的 0.1 亿元增长到 2021 年的 0.9 亿元，CAGR 为 23.03%。2020 年受疫情影响，2021 年受 ERP 系统更新影响，业绩增速略有下降。2022 年前三季度公司营收同比增速恢复历史高值，有望持续保持稳健增长。

图 5：2012-2022 前三季度公司营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

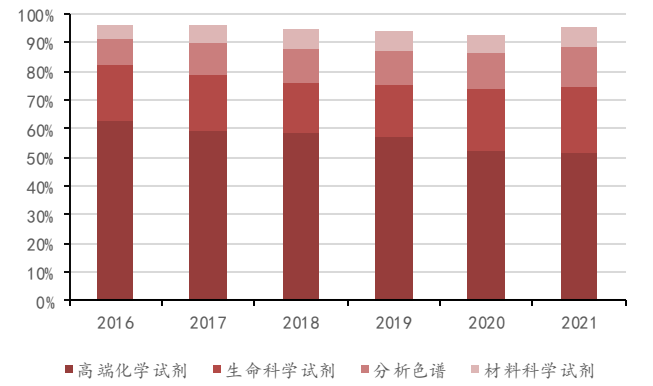
图 6：2012-2022 前三季度公司归母净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

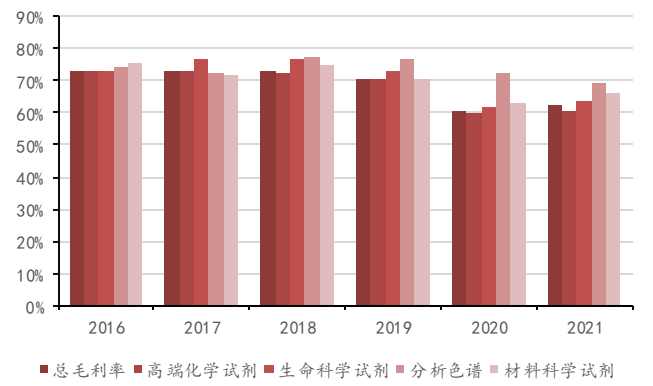
科研试剂占公司主营收入的 95%左右，其中高端化学试剂占比 50%以上。2016~2021 期间，公司高端化学试剂占比均 50%以上，同时公司对高度依赖进口的生物试剂进行了深度开发，拓展了生命科学科研试剂产品线，生命科学试剂占比不断提高。**从毛利率来看，公司综合毛利率与科研试剂产品毛利率保持一致，均在 60%以上。**同行业可比公司药石科技毛利率处于 50%左右，泰坦科技仅为 20%上下，因此公司毛利率处于国内行业较高水平。2020 年公司总体毛利率降至 60.8%，此番降幅主要是由于 2020 年 1 月起境内企业执行了新的收入准则，公司运输费用及运输打包耗费转入营业成本所致。

图 7：2016-2021 年公司各大业务占比



数据来源：Wind，西南证券整理

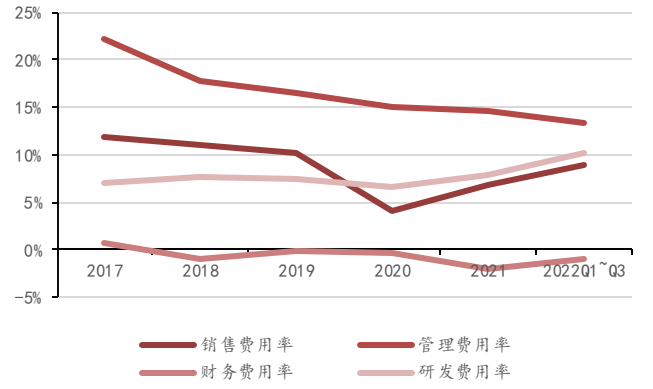
图 8：2016-2021 年公司总体毛利率&主营业务毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

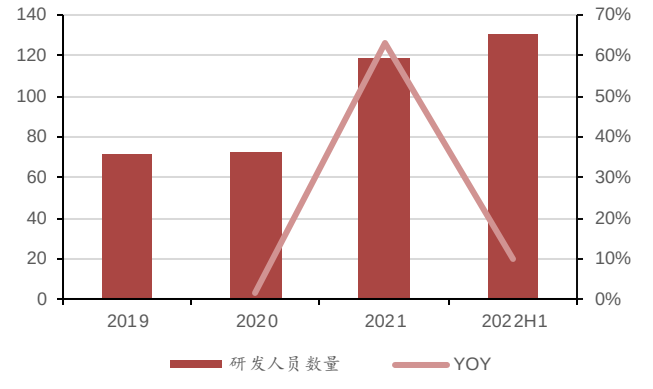
公司三费率整体下降，研发费用率持续上升。2017 至 2022 年前三季度，公司管理费用率由 22.3%降至 13.3%，是期间费用率下降的主要贡献力量。销售费用的走低受惠于公司电商经营模式，电商平台使公司集中面向多而散的下游客户，节省了销售费用开支，其中 2020 年销售费用的快速下降一部分原因也源自于会计政策的变化。自 2020 年以来，公司销售费用率有所上涨，主要原因是销售及客服人员增加及市场开拓力度加大所致。从研发费用来看，公司每年的研发费用率呈逐年增长态势，研发人员也由 2019 年的 72 人增至 2022H1 的 131 人，尤其 2021 年人员数实现快速增长，同比增速达 63%。公司“高端”、“科技”、“创新”的定位也注定其研发费用将会持续保持上升状态。

图 9：2017-2022 前三季度公司费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：2019-2022H1 公司研发人员数量及增速变化



数据来源：Wind，西南证券整理

股权激励计划彰显公司长期发展信心，有助于提高基层技术人才积极性。2021 年 11 月 12 日，公司发布限制性股票激励计划(草案)。据最新公告，本激励计划拟向激励对象共 128 人授予限制性股票总量合计 97.6 万股(占公司股本 0.97%)，授予价格为 40 元/股。**激励对象人员范围为公司的重要业务及技术人员，不包括独立董事、监事，也不包括单独或合计持有上市公司 5%以上股份的股东、上市公司实际控制人及其配偶、父母、子女以及外籍员工，可见此次股权激励计划的重点在于鼓励公司基层技术人才，促进业务的持续高速增长。**该激励计划的考核年度为 2022-2025 年四个会计年度，每个会计年度考核一次。业绩考核以 2021 年营收为基数，不同考核年度对应增长率触发值与目标值如下表所示。尽管以目前信息初步估计，限制性股票费用的摊销对有效期内各年净利润有所影响，但同时此次限制性股票激励

计划实施后，将进一步提升员工的凝聚力、团队稳定性，并有效激发管理团队的积极性，从而提高经营效率，给公司带来更高的经营业绩和内在价值。

表 1：授予限制性股票(含预留)公司层面各年度业绩考核目标

归属期	对应考核年度	各年度营业收入相较于 2021 年增长率（A）	
		目标值（Am）	触发值（An）
第一个归属期	2022	30%	20%
第二个归属期	2023	69%	44%
第三个归属期	2024	120%	73%
第四个归属期	2025	186%	107%

数据来源：公司公告，西南证券整理

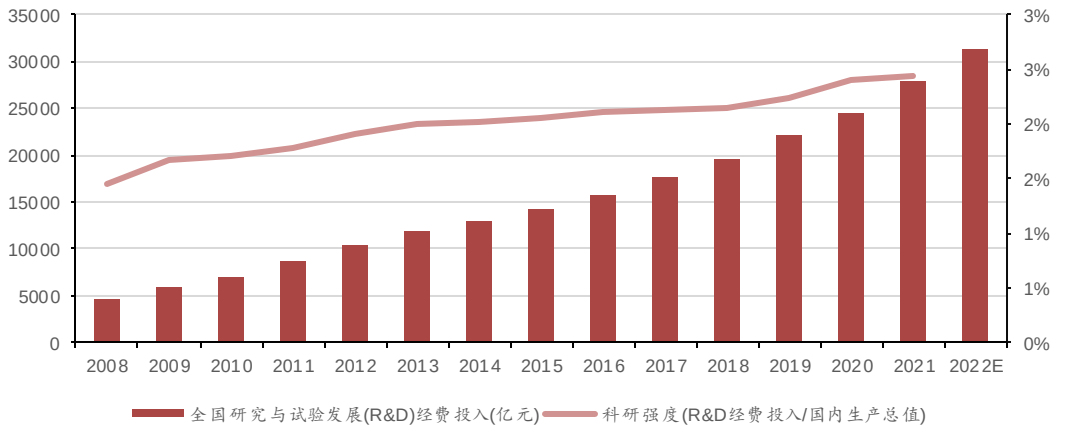
2 科研试剂行业发展欣欣向荣

2.1 促进行业发展因素

2.1.1 科研经费持续投入带动行业扩容

科研试剂行业发展受益于科研服务行业科研经费投入的持续增长。科研服务类产品包括科研试剂、耗材、仪器设备、配套技术服务等，科学服务行业的发展与创新对国家科技创新起到重要支撑作用。根据国家统计局数据，近几年全国研究与试验发展（R&D）经费投入力度持续加大，2021 年，全国共投入研究与试验发展（R&D）经费 2.8 万亿元，较 2020 年增加 3563.20 亿元，增幅 14.6%；研究与试验发展（R&D）经费投入与国内生产总值之比为 2.4%，较 2020 年提高 0.04 个百分点。据中商产业研究院预计，2022 年中国研究与试验发展（R&D）经费将达到 3.14 万亿元。

图 11：全国 2008-2022 研究与试验发展(R&D)经费投入与科研强度

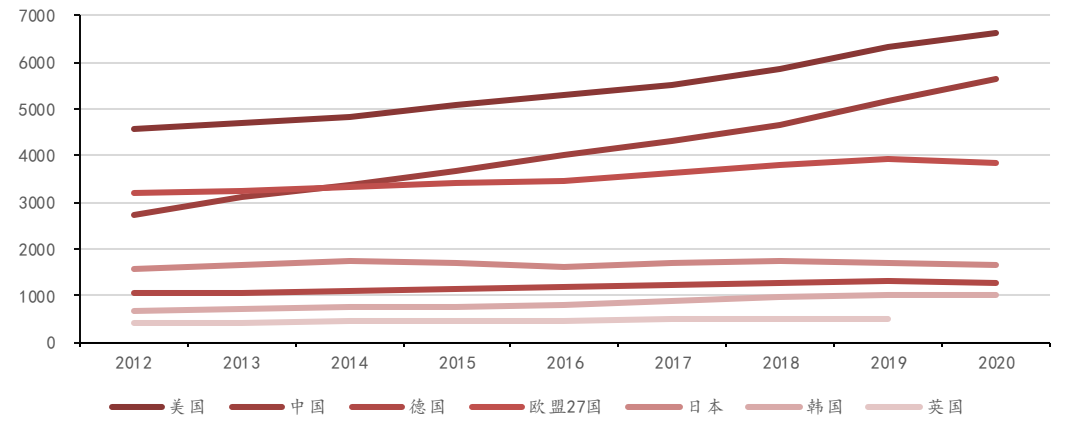


数据来源：OECD，中商产业研究院，西南证券整理

从全球主要国家研发投入的对比来看，美国全球研发投入规模最大，但中国增速最快。根据 OECD 公布的数据，从各国具体研发支出来看，美国持续位居全球第一，2020 年为 6640 亿美元；中国自 2014 年超越欧盟 27 国后，稳居第二，2020 年研发投入达 5641 亿美元。

从研发投入总量来看，中国的投资总额步步紧逼美国，且科技研发投入的增长速度是要明显高于其他国家，按照增速，预计中国的科技研发投入有望在 2023 年前后实现反超。

图 12：2012-2020 世界主要国家研发投入总额(亿美元)



数据来源：OECD，西南证券整理

2.1.2 以创新导向，行业试剂品类持续扩增

科研试剂应用场景广泛，品类持续扩增。科研试剂广泛应用于实验教学、药物研发、疾病防控、医学研究等领域，可分为化学试剂与生物试剂两大类。目前是我国科研试剂发展的重要机遇期，生物医药、新材料、新能源、节能环保、航空航天等下游战略新兴产业的快速发展，对高纯试剂等提出了新的需求，而国家和社会各方面对环保、食品安全重视程度的持续升级，对标准物质等高端检测试剂提出新的技术要求，未来化学试剂将从通用试剂进一步向高端专用试剂发展；同时随着基因工程、蛋白质组学及分子生物学等生命科学研究领域的迅速发展，对生物试剂的需求将迅速放大。

行业发展初期，由于技术储备不足，国内科研试剂研发周期长、耗费成本高、更新速度慢，因此产品种类少，难以满足下游科学研究的基本需求。为了推动国产科研试剂的产业化发展，2005 年，科技部组织相关专家开始了科研用试剂的调研工作，2006 年开始正式推动该工作，到 2015 年国产科研用试剂的品种和数量都有了很大提高，据阿拉丁招股说明书，**国产试剂数量已从 2006 年仅有的 3000 种左右跃升至 2015 年的 3 万多种。**进入“十四五”以来，我国整体经济实力快速提升，国家对科技创新、自主研发也愈发重视，我国科研试剂行业发展进入关键时期。

表 2：国内主要公司科研试剂种类情况

国内公司	科研试剂种类
阿拉丁	高端化学试剂备有超过 5 万种化学试剂常备库存产品；
泰坦科技	高端试剂超过 8 万个品种、25 万种规格；通用试剂 2000 多种
优宁维	抗体 60 万种，生化试剂 20 万种
诺唯赞	超过千种终端产品
百普赛斯	重组蛋白产品 1808 种
义翘神州	现货产品种类超过 4.7 万种，其中重组蛋白超过 6000 种，抗体约 13000 种
皓元医药	自主合成的分子砌块(高端化学试剂)和工具化合物(生物试剂)超过 10000 种

国内公司	科研试剂种类
毕得医药	具备超过 30 万种结构新颖、功能多样的药物分子砌块的能力，其中常备药物分子砌块现货库存超过 7 万种

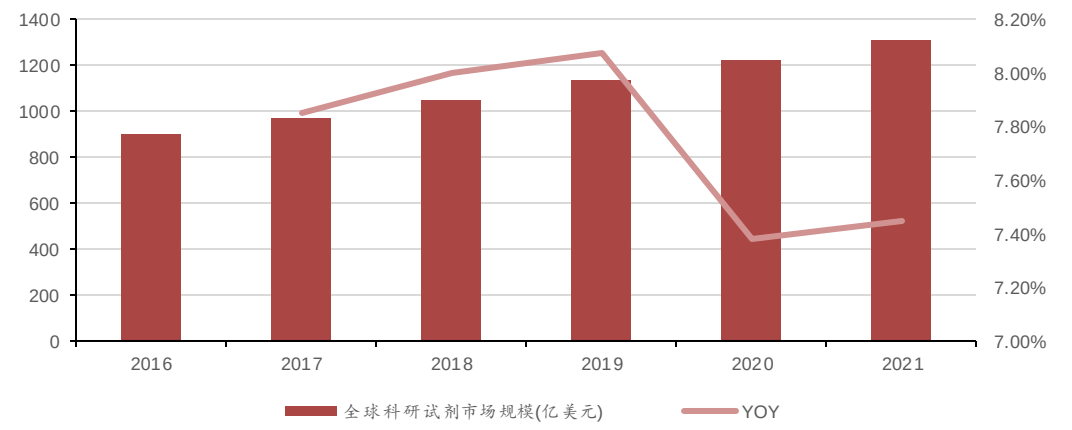
数据来源：各公司公告，Wind，西南证券整理

2.1.3 千亿市场亟待国产替代

由于科研试剂应用广泛，其市场规模我们分别按照整体科研试剂、化学试剂与生物科研试剂进行分析。

- ✓ **科研试剂：**据弗若斯特沙利文分析，全球科研试剂总市场规模呈现逐年上涨的情况，2021 年达到 1313 亿美元。国内科研试剂总规模暂无具体测算，根据泰坦科技招股书的测算方法，科研试剂及耗材约占国内科研机构(政府隶属研发机构、高等院校及其他事业单位)研发经费支出的 20%-25%，2021 年科研机构研发经费支出占国内研发经费支出规模比例约为 21%，2021 年全国研发经费支出为 27956 亿元，则科研机构研发经费支出约为 5871 亿元，科研试剂及耗材市场规模约为 1174-1468 亿元。考虑到研发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 **2021 国内科研试剂耗材市场规模将高于 1174-1468 亿元，**距全球 1313 亿美元仍有较大差距。

图 13：全球 2016-2021 科研试剂市场规模

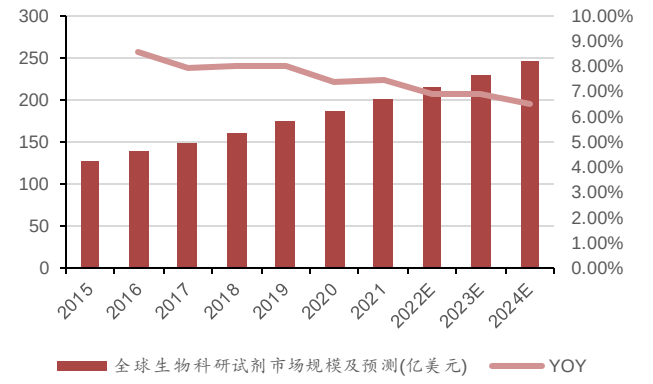


数据来源：弗若斯特沙利文分析，西南证券整理

- ✓ **化学试剂：**化学试剂的下游应用不仅包括生物医药领域，还涉及新能源、航空航天、半导体等技术密集型行业。其作为典型的精细化工行业，是化学工业的一个重要组成部分，也随着科学研究进步得以长足发展。2021 年实验室化学试剂市场数据统计显示，全球实验室化学试剂市场规模达 1346.2 亿元，根据贝哲斯咨询对 2021-2027 年市场发展预测，全球实验室化学试剂市场规模预计在 2027 年达到 2074 亿元，在预测期内，实验室化学试剂市场年均复合增长率将会达到 7.61%。
- ✓ **生物科研试剂：**在生命科学研究过程中，生物科研试剂起到了至关重要的作用。在生命科学研究的投入中，约 10%-15%用于生物科研试剂的投入。据诺唯赞招股书，从全球来看，生物科研试剂市场的整体规模在 2015 年达到 128 亿美元，并以 8.1%的年均复合增长率增长至 2021 年的 200 亿美元，预计于 2024 年达到 246 亿美元，

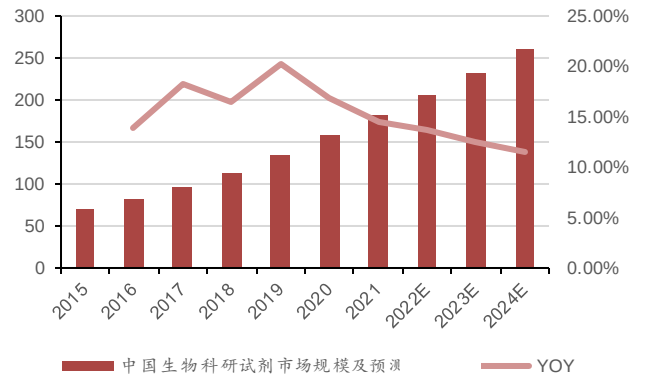
2019-2024 年期间年均复合增长率为 7.1%。相比国外，我国生物科研试剂行业发展较晚，但近年来保持着高速增长，市场规模 2021 年为 182 亿元，增速远高于同期全球生物科研试剂市场，预计于 2024 年达到 260 亿元，2019-2024 年期间年均复合增长率为 13.8%。

图 14：2015-2024E 全球生物科研试剂市场规模及预测



数据来源：弗若斯特沙利文分析，西南证券整理

图 15：2015-2024E 中国生物科研试剂市场规模及预测(亿元)



数据来源：国家统计局，科技部，弗若斯特沙利文分析，西南证券整理

2.2 他山之石—国外企业成长路径复盘

近几年来，行业巨头赛默飞（Thermo-Fisher）、丹纳赫（Danaher）、默克（Merck KgaA）等加大在中国的投资力度，其在品牌声誉、产品质量等方面均具有较强竞争优势。

2.2.1 赛默飞（Thermo-Fisher）

频繁并购领域内领先企业显现赛默飞进入新市场的雄心。赛默飞是由热电公司与飞世尔科技公司(Fisher Scientific International)于 2006 年合并创建的，是全世界最大的科学仪器、试剂和服务供应商之一，全球员工超过 13 万人。自 2006 年以来，赛默飞通过不断的并购发展壮大，包括 2013 年并购 Life Technologies、2015 年的 Alfa Aesar、2016 年的 Affymetrix 和 FEI，以及 2018 年的 BD Advanced Bioprocessing，助力其在生命科学解决方案、分析仪器、临床诊断、实验室产品与服务四大业务领域不断加固自身的竞争优势。

赛默飞的并购原则为：并购标的是否可以增强公司的客户服务能力？增强公司的战略地位？并为股东创造价值？赛默飞重视标的公司财务和运营效率的提升，以及并购进程中的收入和成本的协同效应。同时，赛默飞认为，行业依旧分散，未来充满机会。在未来的资本部署战略中，赛默飞世尔预计将 60%~75%的资本用于并购重组，其余资本用于股票回购和分红。

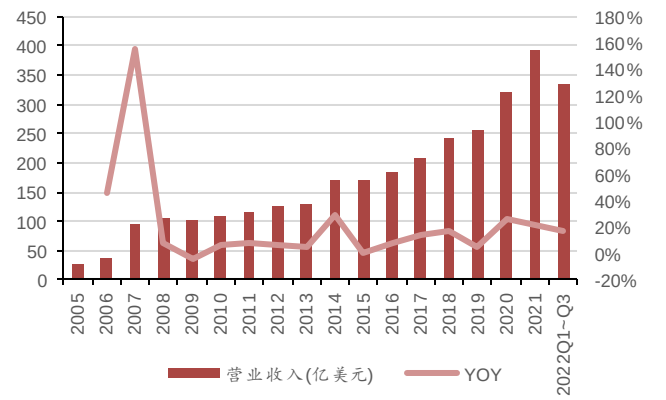
表 3：赛默飞主要并购历史

年份	并购事件	业务领域
2007	收购 NanoDrop	分光光度计制造商
2009	收购 B.R.A.H.M.S	诊断试剂供应商
2010	21 亿美元收购 Dionex	离子色谱技术先驱
2011	24.7 亿欧元收购 Phadia	微生物解决方案供应商
2012	9.25 亿美元收购 OneLambda 公司	全球移植诊断先驱
2013	136 亿美元收购 Life Technologies	基因测序领头羊之一
2015	3 亿美元收购 Advanced Scientifics	生物工艺一次性产品提供商
	4.05 亿美元收购 Alfa Aesan	全球研究用化学品制造商
2016	以 13 亿美元收购 Affymetrix	生物芯片产业的先驱，为赛默飞在遗传领域提供新的临床研究机会和应用市场
	完成 42 亿美元现金收购电子显微镜制造商 FEI	电子显微镜制造商
	收购 MTI-GlobalStem 公司	细胞转染、干细胞研究试剂
2017	以 72 亿美元收购 Patheon	CDMO 头部企业
	收购 Core Informatics	科学数据管理云平台
2019	收购 HighChem	质谱软件供应商
	以 17 亿美元收购 Brammer Bio	基因治疗制造
2021	以 174 亿美元的价格完成对 PPD 的收购	CRO 巨头
	收购 PharmaFluidics	分析色谱厂商

数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

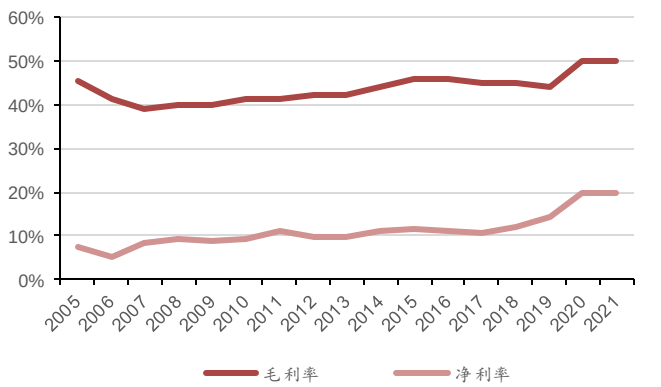
得益于赛默飞的高成长性与广泛的商业覆盖范围，公司的营收与利润率增长迅速。2005~2021 年，赛默飞年收入从 26 亿美元增长到 392 亿美元，复合年均增长率 CAGR 达到 18.5%，毛利率与净利率在 2020 年与 2021 年分别达到 50%与 20%的历史最高值。在其主营业务中，实验室产品与服务部门与生命科学解决方案部门业务收入占比最大，分别达到 38%与 40%。

图 16：2005-2022 前三季度赛默飞营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 17：2005-2021 赛默飞毛利率及净利率



数据来源：Wind，西南证券整理

2.2.2 丹纳赫（Danaher）

丹纳赫的业务涉及生命科学、医学诊断、水质管理和产品标识四大板块，在科技前沿和富有吸引力的领域拥有众多世界一流的品牌。公司遍布 60 多个国家和地区，拥有约 69000 名全球员工的“工业并购巨头”，丹纳赫堪称工业领域乃至科技领域的并购神话。

丹纳赫的并购历程可分为三个阶段，不同阶段的并购目标也有所区别。第一阶段为 1980-2000 年，以资本扩张为导向，后期阶段逐渐形成相关性业务收购；第二阶段为 2001-2008 年，这一阶段公司开始发展生命科学、诊断和环保领域收购，确定发展重心以及开始寻找高协同性标的，同时开始从行业角度筛选具有高增长特点的行业，以及行业中的龙头公司或利基公司；第三阶段为 2009 年至今，公司形成了系统的 DBS 方法论，在筛选收购标的时也更注重公司在市场中的不可替代性和高市占率，并购重心更关注公司的市场地位。

表 4：丹纳赫主要并购历史

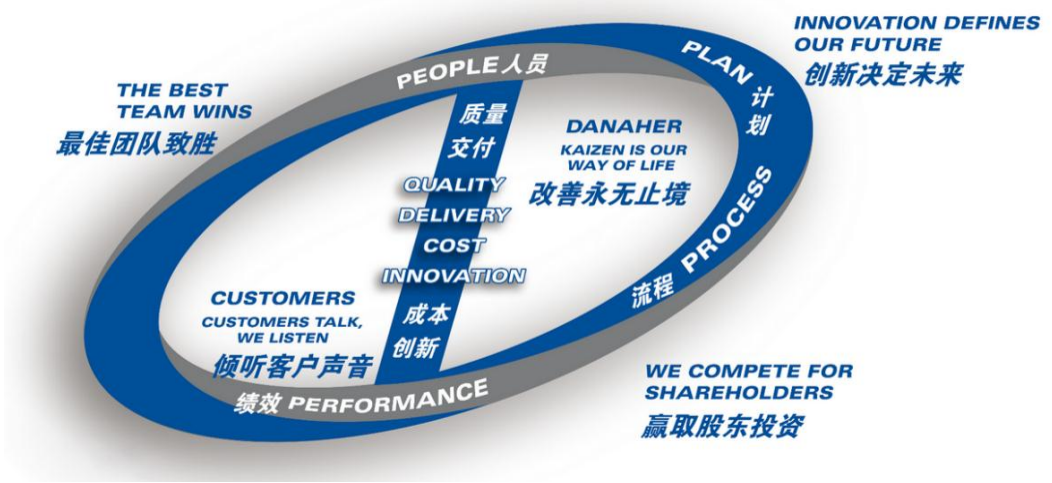
时间	公司	所在领域
1981 年	Master Shield	乙烯基壁板制造
1981 年	莫霍克橡胶公司	橡胶
1983 年	REIFs	房地产投资信托基金
1986 年	Chicago Pneumatic	气动工具制造
1998 年	Pacific Scientific Company	实验室所需设备、耗材及化学品
1998 年	Fluck	电子仪器仪表
1999 年	HACH	水质分析解决方案
2000 年	American Precision Industries	半导体、电子、光学元器件
2000 年	Kollmorgen Corporation	汽车硬件、软件解决方案
2000 年	Warner Electric Company	电磁离合器和制动器解决方案
2002 年	Gilbarco	加油机
2002 年	Videojet	喷码机、激光编码
2002 年	Thomson Industries	运动控制
2003 年	Radiometer	生化诊断、POCT
2003 年	Willet International Limited	电子仪器仪表
2004 年	KaVo Kerr	牙科器械制造
2004 年	Trojan Technologies	水处理产品
2005 年	Leica Microsystems AG	光学显微和病理
2005 年	Linx	喷码机、打码机
2006 年	Sybron Dental	牙科设备和耗材制造
2006 年	Vision System	激光设备、视觉系统
2007 年	Chem Treat	水处理化学品
2007 年	TektroNix	测量仪器
2009 年	SCIEX	液相色谱、毛细管电泳、液质连用、生物质谱/MALDI 质谱、基因扩增仪、蛋白/肽测
2010 年	Molecular Devices	唯恐读板机(酶标仪)、高内涵成像分析系统、FLIPR TETRA 高通量实时荧光检测分析系统、克罗筛选服务、AXON-膜片钳、试剂盒、配件及耗材
2010 年	Implant Direct	牙科种植体、纯钛人工牙种植体、面部填充种植体、种植体替代体

时间	公司	所在领域
2010 年	Keithley Instruments	仪器仪表
2010 年	Apex Tool Group, LLC	专业手动和电动工具制造商之一，服务于工业、汽车服务和装配、航空航天、电子、建筑市场
2011 年	Beckman Coulter	实验室自动化系统、生化分析系统、免疫分析系统、血细胞分析系统、特定蛋白分析系统生化免疫一体化分析系统、尿液分析系统、微生物检测系列血站血型分析系统
2013 年	HemoCue	血红蛋白分析仪等
2014 年	Nobel Biocare	种植系统
2015 年	Pall	纯水器、超纯水器、纯水机、超纯水机、蛋白质纯化系统、空柱管、生物过滤器、塑料制品、漏斗类、其他色谱配件、通用色谱配件
2016 年	Phenomenex	HPLC/UHPLC、制备/工业色谱、GC、样品制备、毛细管液相色谱氨基酸、体积组排色谱、寡核苷酸
2016 年	Cepheid	信号分子抗体、结构蛋白抗体免疫组化试剂盒、放射免疫试剂盒、流式细胞试剂盒
2018 年	IDT	自定义的基因合成、下一代测序、实时荧光定量 PCR 及 PCR 检测、序列的基因组编辑、微生物检测、核酸的检测与控制、OEM 服务
2019 年	GE life	过程色谱硬件和消耗品、细胞培养基、一次性技术、开发仪器、消耗品以及服务
2021 年	Aldevron	基因治疗

数据来源：公司官网，西南证券整理

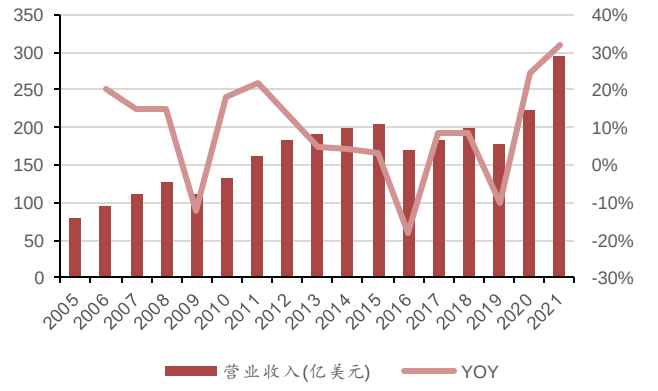
DBS 系统应用于丹纳赫并购全过程，造就企业高增速发展。丹纳赫的 DBS 管理模式脱胎于其 1988 年发展的 Kaizen 原则，是丹纳赫的核心价值观。不同于 Kaizen 原则，DBS 的适用范围更广，其重点在于推动公司创新和增长，在对目标企业实现收购后，公司运用 DBS 系统进行整合，创造附加价值，实现共同成长。从公司具体经营数据来看，丹纳赫的营业收入从 2005 年的 79.8 亿美元上升至 2020 年的 294.5 亿美元，年均复合增长率 8.5%。2021 年毛利率突破 60%大关，净利率达 22%。

图 18：DBS 系统



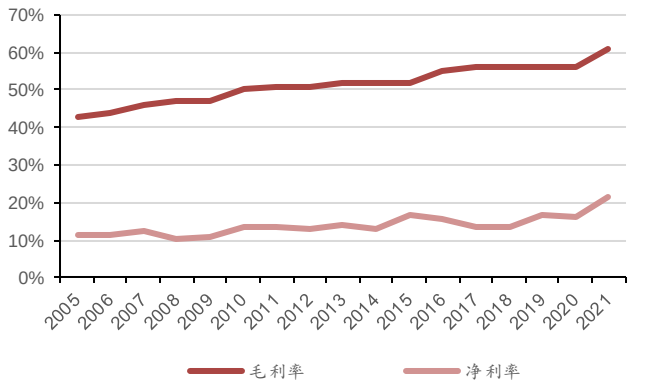
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 19：2005-2021 丹纳赫营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 20：2005-2021 丹纳赫毛利率及净利率



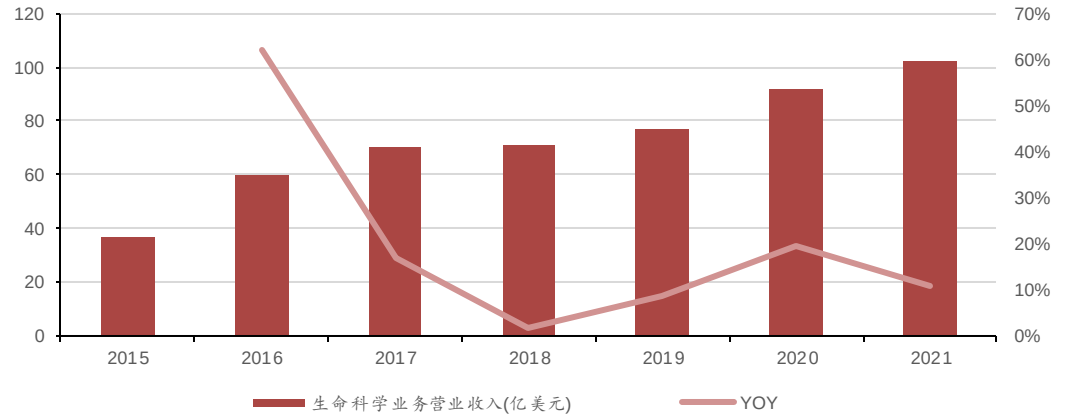
数据来源：Wind，西南证券整理

2.2.3 默克

以两单业内最大的并购，成长为生命科学行业领先企业。2010 年，默克以 700 万美金收购美国密理博公司，奠定其在全球生命科学市场的引先地位，成为默克生命科学事业部的起点。随后 2015 年，默克以 131 亿欧元（170 亿美元）对西格玛奥德里奇（Sigma-Aldrich）进行收购，该次收购是默克集团历史上金额最大的一次收购，也是生命科学行业规模最大的交易之一，这也直接促成了目前默克整个生命科学业务部的形成规模。Sigma-Aldrich 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。

伴随着西格玛奥德里奇的整合，作为默克集团三大业务之一的生命科学实现了大幅增长，由 2015 年的 37 亿美元增至 2021 年 102 美元，**尤其 2016 年实现了 62%的同比增速**。据公司 2021 年财报，生命科学目前占默克集团 46%的份额。

图 21：2015-2021 默克生命科学业务营业收入



数据来源：Wind，西南证券整理

2.2.4 对国内企业的启示

国内企业仍任重道远。从上述分析可以看出，并购整合驱动巨头快速成长，国际巨头们通过集团化经营形成合力，雄厚的资金实力、强大的研发能力、齐全的产品线以及布局全球的经营网络使其在市场竞争中优势凸显，产品横跨科研试剂、实验耗材、仪器设备等多个领域，市场份额迅速扩大。那么国内企业要想成为国际巨头需要具备哪些潜力？

首先，并购整合是在呈现碎片化特征的科研试剂市场中成为巨头的最佳途径。由于科研服务行业需求分散且涉及从产品生产到配套服务等诸多流程，因而我国在起步阶段靠企业内生动力难以在短期内满足下游大部分客户需求。参考外资龙头赛默飞世尔由五十多年前单一空气监测设备商发展为目前的全方位科学服务行业世界巨头的成长路径，通过持续的外延收购实现特定细分市场的快速突破，同时配合强大的研发能力消化并吸收并购公司的核心技术，进而快速形成竞争优势占领细分市场，不断丰富业务和产品线，保持业绩长期高成长，是行业龙头正确的成长之路。

其次，“赋能式”并购也至关重要。从丹纳赫“赋能式”并购的历史来看，它不断地进入各个关键的细分领域并形成世界一流的竞争力，追求精益求精和实打实的业绩增长，扎扎实实地帮助已投企业提升现金流、利润和竞争力。丹纳赫最擅长的，就是用一套可复制的方法不断地改善一个个头部企业从而形成世界一流的竞争力，这对于中国科技及高端制造产业的发展具有极大的借鉴作用。

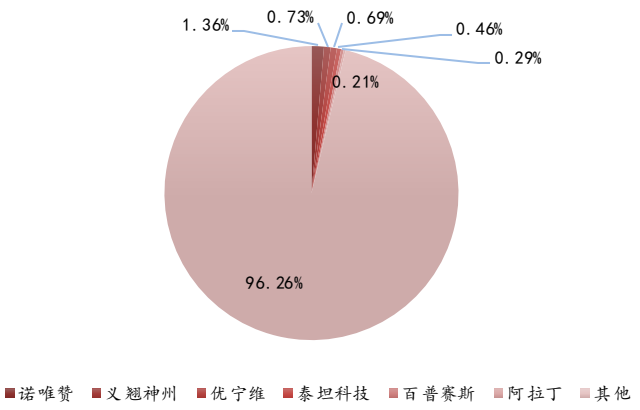
协同效应的整体提升是提高集团竞争力的动力所在。据默克执董吴博达，默克在 2015 整合之年，成为了生命科学领域增长最强劲的公司，有机增长达到了 6.5%，而市场的平均增长率不到 4%，利润率达到业内最高。吴博达表示，收购若只注重 KPI、业绩的大幅提升，则成功的几率则会降低 50%以上，更重要的是并购后的整合，包括文化和情感的交流。相比欧美企业，中国企业并购后管理更愿意采取放手策略，主要是因为过去中国企业的整合能力不足，往往缺乏具备国际经验的人才。但不可否认的是，中国企业跨境兼并收购趋势已不可逆转，签了合同以后怎么管理被收购企业，是中国企业亟需思考的问题。

2.3 国内市场竞争情况

国内科研试剂行业主要被国外知名企业所占据，本土企业则凭借地缘优势及较高性价比抢占了少量市场份额。根据国家科技基础条件平台中心资助项目“高校院所实验试剂需求分析与管理研究”基金项目调研发现，在国内科研试剂市场，国产试剂销售规模比例约为 10%，仍有 90%左右的市场为外资企业所占据。

国内企业不仅在市场中占比小，且呈现出分散的特征。据阿拉丁招股书，2017 年至 2019 年，阿拉丁产品在国内科研试剂及实验耗材市场的占有率分别为 0.17%、0.2%以及 0.22%，期间阿拉丁的科研试剂及实验耗材收入为 1.25 亿元、1.62 亿元、2.03 亿元，可倒推出 2017-2019 年科研试剂及实验耗材市场规模为 740 亿元、830 亿元、917 亿元。这与本报告前文中测算的科研试剂及实验耗材市场规模趋势相符合，因此我们以 2021 年 1174-1468 亿元的市场规模为基础(取平均值 1321 亿元)，对比 2021 年泰坦科技、优宁维、诺唯赞、百普赛斯、义翘神州等企业科研试剂相关业务市场占比，其中诺唯赞占比最大，为 1.36%；阿拉丁仅占 0.21%，仍有巨大成长空间。

图 22：2021 年行业内部分企业在科研试剂与耗材市场份额占比



数据来源：Wind，西南证券整理

国产替代的潜力巨大，不乏自主可控、具有品牌效应的大企业。尽管国外巨头目前占据了国内科研试剂市场的大部分份额，但是国内企业正以星星燎原之势向该市场展开加速进攻。

- ✓ **自主创新拓展品类：**以阿拉丁为代表的科研试剂企业以自主创新为己任，品类持续扩张，一定程度上实现了进口替代。例如阿拉丁部分科研试剂产品如苯甲醇（用于 GC 顶空测试，≥99.9%）、双酚 A 分析标准品（>99.8%，HPLC）、钨酸（99.999%，metals basis）、金胺 O（90%，用于生物染色）等技术指标达到或超过国际先进企业西格玛奥德里奇（Sigma-Aldrich）同类产品。

表 5：阿拉丁技术水平先进性

产品类别	产品名称	技术水平	阿拉丁	国药试剂	西格玛奥德里奇
高端化学	碘乙酰胺（≥99%，NMR）	进口替代	99%，NMR	98%	99%，NMR
高端化学	硫代硫酸钠（五水，99.999%，metals basis）	进口替代	100.00%	99%	100.00%
高端化学	[2,2'-联噻吩]-5-羧酸（96%）	国际先进	96%	-	-
高端化学	碘化钠（99.999%，metals basis）	进口替代	100.00%	99%	100.00%
高端化学	γ-丁内酯（GBL，无水级，>99.9%）	国际先进	无水级，99.9%	-	-
高端化学	磺胺苯吡唑（≥98%）	进口替代	98%	-	98%
高端化学	四氧化三钴（99.99%，metals basis）	进口替代	99.99%	99.90%	99.99%
高端化学	2-氨基-2-甲基-1-丙醇（超纯级，≥99.0%，GC）	进口替代	超纯级，99.0%	95%	超纯级，99.0%
高端化学	菲（≥99.5%）	进口替代	99.50%	97%	99.50%
分析色谱	十二烷基磺酸钠（离子对色谱专用，≥99.0%）	进口替代	离子对色谱级，99.0%	97%	离子对色谱级
分析色谱	甲酰胺（光谱级，≥99%）	进口替代	光谱级，99%	-	光谱级，99%
分析色谱	亚硝酸盐标准溶液（1000ug/ml）	进口替代	标准溶液	-	标准溶液
分析色谱	磷酸三苯酯（分析标准品，≥99.8%，GC）	进口替代	分析标准品，99.8%	-	分析标准品
分析色谱	3,4-苯并芘（分析标准品）	进口替代	分析标准品	-	分析标准品
分析色谱	十二烷基硫酸钠（SDS，离子对色谱级，≥99.0%）	进口替代	离子对色谱级，99.0%	-	离子对色谱级，99.0%
分析色谱	苯甲醇（用于 GC 顶空测试，≥99.9%）	国际先进	99.90%	99%	99.50%
分析色谱	双酚 A 分析标准品（>99.8%，HPLC）	国际先进	99.80%	99.50%	99%

产品类别	产品名称	技术水平	阿拉丁	国药试剂	西格玛奥德里奇
分析色谱	2,5-二羟基苯甲酸（MALDI-TOF/MS 基质，≥99.0%，HPLC）	进口替代	MALDI-TOF/MS 基质 ≥99.0%	-	MALDI-TOF/MS 基质 ≥99.0%
分析色谱	邻苯二甲酸二甲（Standard for GC，≥99.7%）	国际先进	99.70%	99.50%	99.50%
材料科学	钛酸锶（99.99%，metals basis）	国际先进	99.99%	99.50%	99%
材料科学	氟化铝（无水级，99.99%，metals basis）	国际先进	99.99%	99.90%	99.80%
材料科学	N-甲基吡咯烷酮（电子级，99.9%）	国际先进	99.90%	99.50%	99.50%
材料科学	钨酸（99.999%，metals basis）	国际先进	100.00%	-	99%
材料科学	溴化铯（99.999%，metals basis）	进口替代	100.00%	99%	100.00%
材料科学	氧化铟（99.9999%，metals basis，≥100 目）	国际先进	100.00%	99.99%	100.00%
材料科学	氧化铝（高纯级，99.999%）	国际先进	100.00%	99.99%	100.00%
材料科学	氧化镧（99.999%，metals basis）	进口替代	100.00%	99.99%	100.00%
生命科学	金胺 O（90%，用于生物染色）	国际先进	90%	80%	85%
生命科学	胆固醇纯度标准物质（99.7%）	国际先进	99.70%	95%	99%
生命科学	萝卜硫素（95.0%）	国际先进	95%	-	90%
生命科学	间甲酚（99.7%）	国际先进	99.70%	99%	99%
生命科学	喹啉碘乙烷（>99.0%，T）	国际先进	99%	98%	-
生命科学	6-氯嘌呤核苷（99%）	进口替代	99%	97%	99%
生命科学	甜菜碱（无水，超纯级，≥99.0%）	进口替代	超纯级，99.0%	98%	超纯级，99.0%
生命科学	甲基托布津（分析标准品）	进口替代	分析标准品	-	分析 标准品
生命科学	5-羟基色氨酸（99%）	国际先进	99%	98%	98%

数据来源：阿拉丁招股书，西南证券整理

- ✓ **电商平台发展如火如荼：**行业内无论是自主品牌生产商，亦或是进口产品代理商，大多逐步建立起自身的电商平台，通过线上销售产品，以更快的响应速度、更好的用户体验，促使了国内科研试剂企业的快速发展。与传统的线下经营模式相比，网络平台可直接完成整个销售流程的订单审核、合同规范、验货程序、结算报销等环节，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，及时满足客户的个性化需求。另外，该模式和科研试剂企业客户分散、购买频繁且单次购买量小的特点相适应。

- ✓ **国内供应体系更加稳定：**对于生物试剂，科研机构用户及工业用户的研发、生产工作对进口产品的依赖程度较高。但由于国际形势变化、汇率波动等因素，进口产品存在价格上涨及供货紧张的风险。2020 年由于新冠疫情在全球范围内爆发，国际物流受到较大影响，进一步加剧了生物试剂的供应紧张，供应链本地化越来越受到国内科研机构及企业的重视，我国生物试剂行业得到前所未有的发展机遇。如泰坦科技建立了专业化、智能化仓储管理物流体系，在仓储、配送等方面能够合理规划，提升存货流转效率。阿拉丁也同时在国内部署五大仓库，仓库备有现货的情况下，仓储中心可直接发货，实现“次日达”，订单周期较短。

3 国内科研试剂龙头企业

3.1 品牌力——国内知名度高

公司自设立伊始就坚持打造自主品牌，与国内竞争对手存在显著差异。经过十余年的努力，产品和服务历经市场的反复考验，“阿拉丁”科研试剂品牌拥有了较高的知名度，深受客户信赖，形成了良好的市场口碑和商誉，在全国化学试剂信息站的国内试剂品牌综合评价调查中，“阿拉丁”连续 11 年被评为“最受用户欢迎试剂品牌”，在行业竞争中拥有较为明显的优势。国内主要企业中，以泰坦科技为代表的公司选择了通过从事销售代理业务快速发展的“市场导向型”模式，即以提高市场份额为首要目标，自有产品销售占比较少。而阿拉丁选择了专注于自有品牌产品，放弃了代理国外品牌快速提高销售额的发展模式。两类企业在发展战略与销售模式上存在较大不同。

在产品全部为自有品牌的企业中，大多公司在产品结构上集中于生物试剂，与公司集中于高端化学的发展模式存在较大差异。我们注意到皓元医药与毕得医药将相当一部分业务专注于分子砌块，公司高端化学类科研试剂项下的合成砌块类产品与其类似，但公司的产品线更为广泛，并不局限于这一类产品。

表 6：公司与国内竞争公司业务范围、收入结构与销售模式的差异情况

公司	业务范围	收入结构	是否经销外资品牌
阿拉丁	成立于 2009 年，是集研发、生产及销售为一体的科研试剂制造商，业务涵盖高端化学、生命科学、分析色谱及材料科学四大领域，同时配套少量实验耗材。	高端化学:51.5% 生命科学:23.29% 分析色谱:13.36% 新材料领域:7.11% 实验耗材:2.52% 其他业务:2.23%	否
泰坦科技	成立于 2007 年，公司通过提供科研试剂、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。	自主品牌特种化学品:27.13% 仪器耗材第三方:24.69% 高端试剂-第三方:12.67% 高端试剂-自主:10.43% 第三方品牌特种化学品:9.98% 仪器耗材自主:7.11% 通用试剂-自主:5.28% 实验室建设及科研信息化服务:2.7% 其他业务:0.01%	是
优宁维	成立于 2004，是国内专业、全面的抗体供应商，抗体专家。有近 60 万种抗体，并提供免费抗体查询服务。产品线：抗体(60 万种)、流式试剂、磁珠分选试剂、免疫组化试剂、细胞因子、ELISA 试剂盒、抗体芯片、多因子检测、激酶、多肽、生化试剂(20 万种)、抑制剂、抗体相关实验技术服务等。	生命科学试剂:82.61% 生命科学仪器及耗材:14.55% 综合技术服务:2.84%	是
诺唯赞	成立于 2012 年，是一家围绕酶、抗原、抗体等功能性蛋白及高分子有机材料进行技术研发和产品开发的生物科技企业，依托于自主建立的关键共性技术平台，先后进入了生物试剂、体	生物试剂:73.53% POCT 诊断试剂:22.98% 技术服务:2.78%	否

公司	业务范围	收入结构	是否经销外资品牌
	外诊断业务领域，并正在进行抗体药物的研发，是国内少数同时具有自主可控上游技术开发能力和终端产品生产能力的研发创新型企业。	POCT 诊断仪器:0.51% 其他业务:0.2%	
百普赛斯	成立于 2010 年，是一家专业提供重组蛋白等关键生物试剂产品及技术服务的高新技术企业，助力全球生物医药公司、生物科技公司和科研机构等进行生物药、细胞免疫治疗及诊断试剂的研发与生产。	重组蛋白:84.58% 抗体、试剂盒及其他试剂:10.33% 检测服务:2.94% 其他业务:2.15%	否
义翘神州	成立于 2007 年，注册地为北京，从事重组蛋白、抗体、cDNA 克隆、ELISA 试剂盒等的研发与生产，也致力于生物技术药物如单克隆抗体、重组蛋白药物、病毒疫苗、快速诊断等的研发与技术服务。	抗体:54.85% 重组蛋白:32.07% CRO 服务:9.07% 培养基:2.79% 基因:1.21%	否
皓元医药	成立于 2006 年，是一家专注于小分子药物研发服务与产业化应用的平台型高新技术企业，主要业务包括小分子药物发现领域的分子砌块和工具化合物的研发，以及小分子药物原料药、中间体的工艺开发和生产技术改进，为全球医药企业和科研机构提供从药物发现到原料药和医药中间体的规模化生产的相关产品和技术服务。	分子砌块和工具化合物-产品销售:49.35% 原料药和中间体开发业务-产品销售:35.59% 原料药和中间体开发业务-技术服务:7.44% 分子砌块和工具化合物-技术服务:6.88% 其他业务:0.74%	否
毕得医药	成立于 2007 年，是一家聚焦于新药研发产业链前端，依托药物分子砌块的研发设计、生产及销售等核心业务，能够为新药研发机构提供结构新颖、功能多样的药物分子砌块及科学试剂等产品的高新技术企业。产品主要服务于药物靶点发现，苗头化合物合成及筛选，先导化合物发现、合成及优化，药物候选化合物发现等新药研发的关键环节。	分子砌块杂环化合物:45.5% 分子砌块苯环化合物:27.11% 分子砌块脂肪族类化合物:15.33% 催化剂及配体:9.44% 活性小分子化合物:2.6% 其他业务:0.03%	否

数据来源：各公司年报，西南证券整理 注：收入结构来源于各公司 2021 年年报

公司毛利率处于中上游水平，业务聚焦国内市场。公司 2021 经营性现金流净额远低于国内科研试剂市场占有率第一的诺唯赞与义翘神州，这是因为公司短期内受到存货、三项费用及应收账款高增长的影响，但仍高于公司的主要竞争对手泰坦科技。从毛利率的对比来看，公司次于百普赛斯的 93%、义翘神州的 94%与诺唯赞的 81%，但大幅度高于其他企业，尤其是泰坦科技与优宁维。从前五大客户收入占比可看出，相比于义翘神州与诺唯赞，公司客户较为分散，符合行业特征，不存在严重依赖于少数客户的情况。就区域收入结构而言，公司聚焦国内市场，相较于其他主攻国内市场的企业，公司收入结构更为分散，受华东市场不确定因素影响更低。需要注意的是，公司有志于在近几年进军国外市场。

表 7：公司与国内竞争公司财务数据相关情况

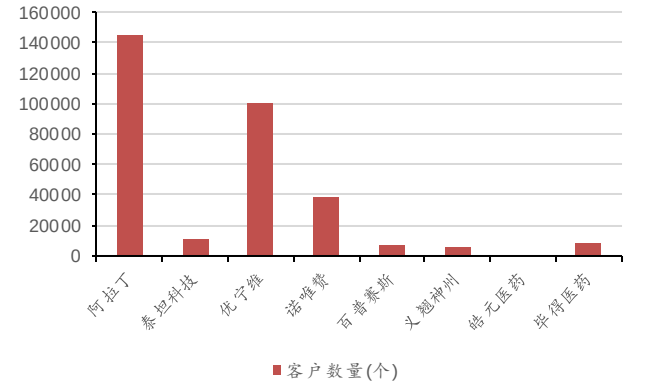
公司	经营性现金流净额(百万元)	毛利率水平	前五大客户收入占比	区域收入结构
阿拉丁	15	62.26%	19.72%	华东:50.81%; 华南:14.85%; 华中:4.98%; 华北:16.87%; 西北：1.54%; 西南：5.7%; 东北：3.03%
泰坦科技	-242.2	21.15%	7.29%	华东:74.39%; 华南:5.96%; 华中:2.62%; 华北:8.63%; 西北：1.13%; 西南：6.23%; 东北：1.04%

公司	经营性现金流净额(百万元)	毛利率水平	前五大客户收入占比	区域收入结构
优宁维	59	23.19%	8.62%	华东：63.1%；华南：11.2%；华中：6.75%；华北：9.03%；西北：0.62%；西南：5.7%；东北：3.33%
诺唯赞	616.8	81.22%	38.88%	华东：48.61%；华南：5.68%；华中：16.1%；华北：8.25%；西北：3.84%；西南：2.31%；东北：1.26%
百普赛斯	138	92.57%	14.45%	境内：45.77%；美洲区：38.43%；欧洲区：9.21%；亚太区：6.59%
义翘神州	642.6	93.97%	45.76%	境内：21.87%；境外：78.13%
皓元医药	57.8	54.12%	16.40%	中国大陆：62.16%；国外：37.1%
毕得医药	-64.9	49.46%	20.96%	华东：27.71%；华南：3.76%；华中：4.47%；华北：12.42%；西北：0.94%；西南：3.74%；东北：0.84%国外：46.1%

数据来源：各公司2021年年报，西南证券整理

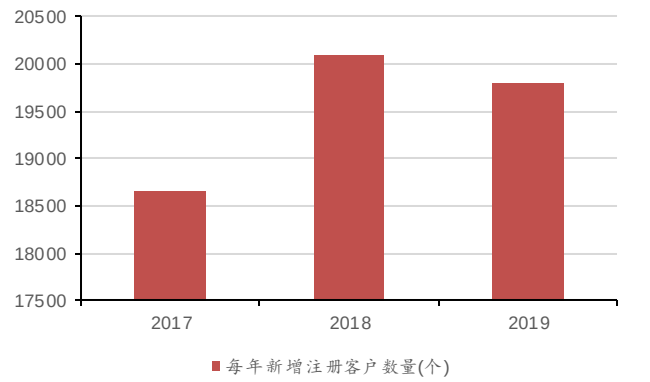
公司客户数量占据绝对优势地位，年新增客户数可达2万左右。如今，阿拉丁的电商平台已积累超过20万名注册用户，而不断增长的客户群体是阿拉丁撬动国内市场的支点。公司2017年-2019年新增客户数量分别为18656个、20097个和19803个。随着终端用户口碑的不断积累及影响，公司网站新注册用户数量日益增加，同时也将增强现有客户的粘性。

图23：阿拉丁与主要竞争公司客户数量对比



数据来源：各公司招股书，各公司年报，西南证券整理

图24：公司每年新增客户数量



数据来源：公司招股书，西南证券整理

3.2 产品力——质量优秀，品类扩充快

公司自有品牌品种数量喜人，未来三年有望新增三万个以上。为节约前期研发成本，多数国产生物试剂公司往往跳过研发环节，采用OEM购买贴牌方式快速积累产品数量，但OEM模式下产品质量参差不齐，稳定性差的问题一直难以解决。综合服务商代表泰坦科技SKU超350万，优宁维SKU更是超过582万，而专注于自研自产实验试剂的阿拉丁SKU近15万，每年新增品种数1万左右。虽然产品品种数量较前两家公司较少，但由于公司部分产品已达国内或国际领先水平，且以自产为主，因而企业盈利能力较强。且近年来客户对于试剂产品质量的要求不断提升，传统OEM模式已经不能满足新形势下市场和客户的需求。是否具有核心技术和自主开发能力，在保证产品质量的前提下实现大规模的试剂研发生产，已经成为生物试剂生产商能否脱颖而出，保持竞争力的关键。

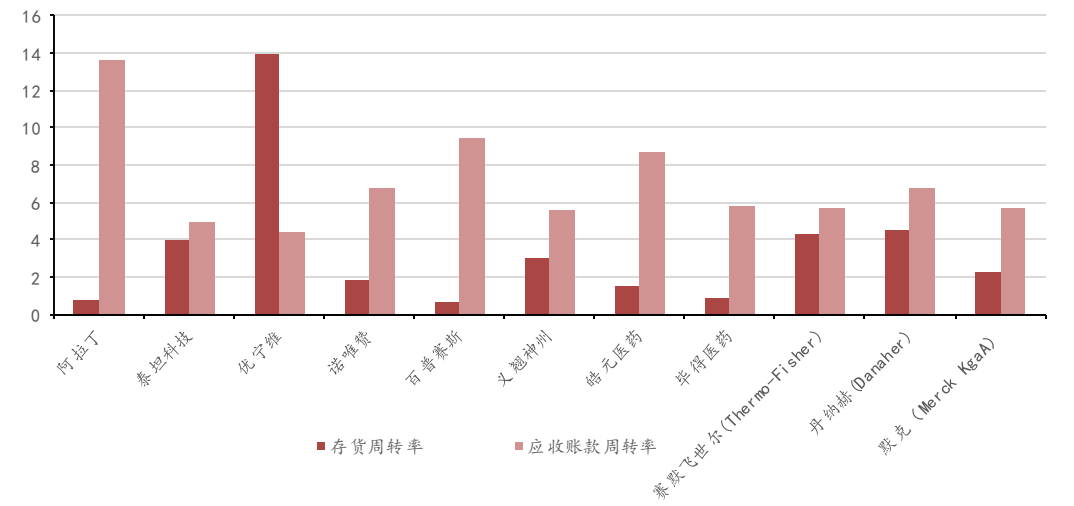
表 8：公司与主要竞争公司 SKU 数量的相关情况

公司	SKU(个)	每年新增 SKU(个)
阿拉丁	近 15 万	1 万
泰坦科技	350 万	5 万
优宁维	582 万(自有品牌 35 万)	NA
诺唯赞	800(分子试剂，暂无其他数据)	150(分子试剂)
百普赛斯	2700	660
义翘神州	4.7 万	3483
皓元医药	4.2 万	NA
毕得医药	8 万	1 万
赛默飞世尔(Thermo-Fisher)	超 150 万	NA
丹纳赫(Danaher)	NA	NA
默克（Merck KgaA）	超 30 万	NA

数据来源：各公司招股书，各公司 2021 年年报，各公司公告，西南证券整理

公司独特的销售模式决定了其具有高水平的应收账款周转率。公司自主电商平台收入占比 90%以上，其他通过天猫、京东、喀斯玛商城以及内采平台进行销售，电商合计收入占比 100%。公司主要采取款到发货的结算方式，同时公司结合客户情况，分别给予经销商、贸易商、大客户及其他一般客户一定的价格折扣和信用账期（30-60 天）。另外，公司对应收账款采取了持续监控措施，对应收账款的回收情况实施严格的跟踪管理，并制定了及时回款系数与销售人员业绩相挂钩的考核制度，激励销售人员自主加强应收账款的催收力度，加快资金回笼。因此，公司的应收账款周转率远高于业界平均水平，包括国外巨头厂商。**然而，公司的存货周转率明显低于业内平均值**，这是由于公司坚持自主生产方式，未代理第三方品牌产品，销售收入均由自主产品销售实现。由于泰坦科技与优宁维等企业在采购第三方品牌产品后不再对其进行加工，而是直接对外销售，因此，其存货周转率高于公司存货周转率。此外，公司采用电商平台的方式进行销售，公司需要针对产品尤其是热销产品加大备货量，争取将客户从下单到收货的时间控制在 3 日以内，为客户提供便捷的购物体验。

图 25：阿拉丁与主要竞争公司资产经营效率指标对比



数据来源：Wind，西南证券整理。注：均采用 2021 年数据

公司产品聚焦品质，核心技术覆盖了科研试剂从研发、生产到最终产品形成的全过程，技术具有先进性。公司针对我国依靠进口的科研试剂品种重点进行研究分析和技术攻关，通过自主研发掌握了科研试剂成套制备方法，包括配方技术、分离纯化技术、高效合成技术、标准物质研制技术、修饰改性技术、分析技术、分装工艺技术及包装工艺技术等一系列完整技术。公司还具备强大的分析方法开发和质检能力，熟练掌握超过 3200 种分析方法，能够联合运用核磁共振波谱仪、液相色谱仪、气相色谱仪、电感耦合等离子体质谱仪、X射线衍射仪及 Elemantra 元素分析仪等一系列先进分析仪器，实现多维度、立体表征产品性能。目前，公司建立了与研发、生产相适应的质量标准体系，已完成超过 4.3 万项企业产品标准的制订，自 2012 年起持续符合 ISO9001 质量管理体系认证。

与泰坦科技对比来看，公司的在研项目更加专注于产品技术本身。从截至 2021 年的在研项目来看，公司的项目均为产品技术相关的内容，而泰坦科技在其 15 项项目中则有 7 个是关于平台建设与管理软件，2 个是关于实验器材，只有 6 个是关于产品技术。从对比可看出，泰坦的研发更为广泛，且偏重于平台化的系统打造，符合泰坦科技的长远战略。而公司则更专注于不断深化自主品牌的产品技术优势，这再次验证了两家公司的战略定位差异。

表 9：公司 2021 年在研项目情况

项目名称	预计总投资规模	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
有机金属试剂的研究开发	433	设计研究有机金属试剂的技术路线，合成工艺，技术方法，制备工艺，建立形成有机金属试剂产品的技术方法体系。	进口替代	形成的有机金属试剂，活性高，技术稳定，适于羰基双键、极性双键、极性三键加成反应、复分解反应，可用于抗菌、免疫、抗病毒、精神类、抗肿瘤药物创制研发等。
功能化离子液体制备工艺	209	基于离子液体的功能性质设计开发一系列新型功能化离子液体试剂制备工艺，包括磺酸基功能化、酰胺功能化、羧基功能化和氨基功能化等，涉及不同阳离子、阴离子组合。	国内领先	项目产品液态温度范围宽、蒸气压低、溶解能力强、可循环使用，具有优良的黏度、亲水性、热稳定性，广泛应用于催化、分离、新型载体和介质等领域的研究。
标准品纯物质项目开发	260	设计开发标准品纯物质的技术方法、制备工艺，产品具有含量高、杂质成份低等技术特点，建立形成相应产品体系。	进口替代	形成的标准品纯物质可以用于物质鉴别、检查、监测、比对、含量测定以及仪器性能的校正、核查、检定，方法评价等不同应用方向。
非天然氨基酸及其衍生物研制	318	设计或引入与天然氨基酸截然不同的结构，开发一系列具有新颖结构的非天然氨基酸及其衍生物。	国内领先	蛋白质组学和生物多肽研究方向重要科研试剂，应用于杀菌剂、特种添加剂、新药开发等领域。
小分子有机半导体试剂的工艺方法研究开发	291	不同的有机半导体材料对光、电、热、压等因素有不同的响应，表现出不同的特性。研究开发、化学修饰调控相应π共轭体系结构的多样性。	进口替代	实现有机半导体材料的多功能性，形成小分子有机半导体试剂结构新、光电性能好、纯度高、芳香性强、稳定性好等技术特点，提供材料试剂。
高稳定标准溶液开发项目	600	研究高稳定标准溶液的复配配方，开发相应制备工方法，产品稳定性高、可以长期储存使用，形成高稳定标准溶液完整工艺。	进口替代	高稳定性的标准溶液在检验检测、产品开发、分析测试、质量监督等国民经济和社会发展各方面发挥越来越重要的作用，形成产品满足多领域对高稳定标准溶液的需求。
新型有机配体试剂研究开发	210	项目开发形成的有机配体试剂将具有结构新、配位活性高、稳定性好、适用性强等技术特点。	国内领先	系列新型配体试剂，涉及含磷配体、卡宾配体等，对铑、铱等金属具备强配位能力，适用于铁钴镍等过渡金属配位研究，是优良配位工具试剂。

项目名称	预计总投资规模	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
高灵敏高选择性荧光试剂	286	研究并优化荧光体芳香共轭结构、设计配位基团、引入发色团等，提高荧光发射强度，形成的新型荧光试剂具有较高灵敏度，优良选择性。	国内领先	形成品种涉及新型蒽醌类、三氮烯类、喹啉类、席夫碱类、腙类、偶氮类、吲哚类等，应用于分析科学、生物试剂等科研领域。
高纯化合物关键制备方法的试验研发与工艺优化	2,741.00	开发高纯化合物的纯化配方、杂质控制技术、精制提纯技术、晶型调控技术、高效分离工艺等。	国内领先	高纯有机试剂和高纯无机试剂的技术配方、工艺方法的试验研发、技术优化，用于满足新能源、新材料、节能环保、大规模集成电路等高科技领域的高端试剂研究开发需求。
重要科研试剂的合成路线设计及其高效制备方法研究	2,694.00	实现重要科研试剂的合成技术配方、工艺路线、原子经济性反应技术、高效液相合成技术、固相合成技术等。	进口替代	项目形成重要合成试剂物质，可以应用于高性能、高效率的分离材料和催化剂研究，用于染料、香料、合成材料研究，用于满足医药工业中各种反应的底物、中间体或辅助试剂、以及创新药物研究。
理化与电导率核心物质制备技术研究开发项目	2,573.00	实现理化与电导率核心物质的技术配方、制备工艺方法、分析检测技术、稳定性检验评估技术等。	国内领先	项目形成理化与电导率核心物质，广泛应用于药品、环境、食品安全、公共安全、滴定、单/多元素、离子色谱、实验室鉴定、检测、分析研究以及各种化学测量等科研应用领域。
合计	10,615.00	/	/	/

数据来源：公司2021年年报，西南证券整理

表 10：泰坦科技 2021 年在研项目情况

项目名称	预计总投资规模	拟达到目标	具体应用前景
人工智能在创新分子合成及药物活性分子筛选中的应用	12,000,000.00	项目技术指标及经济指标基本完成	这种方法是化学数字化的关键一步，它将允许对化学空间（chemical space）进行实时检索，从而帮助新药物的发现，并削减成本，节省时间，提高安全性，减少浪费，帮助化学进入一个新的数字时代，应用前景广阔。
新型特种试剂平台特种试剂平台二期	14,200,000.00	1）特种试剂小试及中试技术开发开发 100 余种反应类型（heck 反应、Suzuki 偶联反应等）的标准化操作技术；根据反应类型，产品特性配置相对应的分析检测设备，组织服务机构。2）开发对应特种试剂小试及中试配套技术包含上述各种反应的后处理及加工提纯技术的开发；重金属催化剂回收处理等绿色技术的开发；联合外部资源，相关质量分析技术开发。3）完善泰坦试剂和原料配套、开发项目管理信息化系统、改进仓储物流体系。4）开发知识产权保护新模式，形成法律保护、文件保护、技术实施保护等多方面的保护措施，打消客户对技术泄密等知识产权方面的顾虑。5）建设合成技术及设备使用培训体系，定期对客户进行技术、服务各方面培训，利用网络、行业展会、会议、现场等多渠道对平台进行宣传推广。	1）服务对象主要为上海、江苏、浙江等地的生物医药、新材料、新能源、食品日化领域的 1000 余家研发中小企业和 300 个高校服务次数。 2）服务内容主要为新型特种试剂的小试和中试服务，以及与之相关的配套服务，相关的关键技术支撑为针对 100 种反应类型的小试和中试技术。 3）服务方式包括网络查询、电话预约或者现场服务。
科学服务行业标识解析二级节点应用服务平台建	42,240,000.00	提高科学服务行业内的服务水平，降低国内的科研成本，提高研发效率，推动工业企业转型升级进程	将提高科学服务行业的智能化水平、提升行业的标准化、提升科研物资服务方面的信息化水平，降低国内的科研成本，提高研发效率。

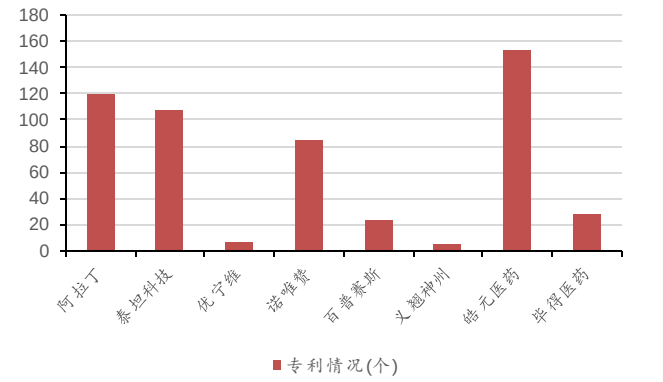
项目名称	预计总投资规模	拟达到目标	具体应用前景
设方案			
生物样本管理系统	5,380,000.00	提升数据的管理能力、通过系统可以快速检索、对历史数据有效管理、节省科研时间。	提升生物样本智能化的管理需求，对生物样本管理行业有着积极的作用。
科研物资供应链开放应用服务平台	16,000,000.00	提高科研服务行业的科技创新能力，加快科研成果转化、提升泰坦科技的一体化服务能力，将给广大科研人员带来省钱、省时、省力的良好效果，对我国科研效率和科研成果转化率的提高，有着重大意义	解决科研服务行业物资供应链上下游的信息滞后、反应慢，实现科研物资全过程高效实时的监管，全流程跟踪及追溯，科研物资用品质量管控，形成科研物资采购追溯监管闭环管理。
基于工业互联网平台区块链的供应链管理系统	7,340,000.00	通过区块链底层技术与工业互联网平台 PaaS 层的融合与优化，提高系统性能，实现供应链关键要素上链存证，支持多相关方关键信息实时同步，实现供应链关键要素上链存证，存证交易响应时间不超过 3 秒，交易上链成功率不低于 95%，满足跨行业跨领域工业互联网平台供应链管理系统对接使用的基本需求	通过多种信息化技术的集成重构，触发新型商业模式及管理思维，对于实现分散增强型生产关系的高效协同和管理，提供了“供给侧改革”的创新思路和方法：共享账本、机器共识、智能合约和权限隐私四大技术，可以实现工业数据互信、互联、共享。
科研用品质量管理软件	8,500,000.00	解决科研样品的质量问题、防止科研用品因为质量问题到科研项目的失败。	避免因为科研用品质量问题导致的科研项目失败的风险。
高纯 6-苯己酸的工艺优化制备方法和应用	10,000,000.00	提升高纯制备方法，主要技术指标 产能达到百公斤级，产品纯度达到 98%+。	相比传统方法，本项目采用的 LiHMDS 更加温和，反应危险性更低，更适合后续的产品放大及工业化，应用前景广阔。
一种吡啶卞胺类化合物的制备方法和应用	10,000,000.00	对部分产品进行工艺化参数研究，产量达到公斤级别，纯度控制在 98%以上。产品数量完成 40%左右。	本系列实验未采用常规原料雷尼镍，选择了硼氢化钠还原法，避免了原来需要加热加压的条件限制，极大的提高了反应的安全系数，同时大大提高产品纯度和产率，降低生产成本，应用前景广阔。
一种吲哚酮类化合物的制备方法和应用	11,800,000.00	优化制备工艺和制备方法，主要技术指标：对部分关键性产品进行工艺化参数研究，产量达到公斤级别，纯度控制在 98%以上。完成样品数量的 60%左右。	本项目的制备方法可以制备多种不同取代基的吲哚酮/异吲哚酮类化合物，实验操作简便，官能团适用性好，经济成本较低，底物拓展范围广泛且不涉及到危险或有毒物质的使用。在创新性、安全性及绿色环保化学的实施等方面均为业内领先，应用市场广阔。
一体式石墨烯红外加热板	9,700,000.00	测试并优化产品的材料、结构、控温算法，为能进行量产做数据支撑和性能评估确认。	制备方便成本不高，相比市面上的红外加热板在加热速度上和保持温度稳定性方面更甚一筹，且市面上同类竞品几乎没有。
智能配平系统高速冷冻离心机	9,500,000.00	测试并优化产品的材料、结构、算法，为能进行量产做数据支撑和性能评估确认。	在人机交互板块将优于同类国产离心机，简便安全的操作方式是对新手操作者非常友好。在注重安全性的领域应用更广泛。
一种快速分析抗体药物结构表征的试剂盒及其配置方法和应用	10,800,000.00	通过蛋白重组表达和蛋白纯化工艺技术，实现 IdeS 的规模化生产和 IdeS 生产后的高效回收，同时实现了抗体酶切操作过程中的效率优化及步骤优化，大幅提升酶切效率和稳定性	通过使用原核表达载体 pGEX-4T-2 高效表达出一种全新的重组蛋白酶 IdeS，最终制备成重组固定化 IdeS 离心柱（Immobilized IdeS，Microspin）。将来，该产品将大规模应用于抗体药物研发或生产型企业，合同研发外包型企业（CRO）和合同代工生产型企业（CDMO），成为抗体药研发及质量控制最核心的评价指标之一。
一种无细胞体系	9,200,000.00	通过制备无细胞表达体系，在部分蛋白质生产制备中实	本项目研究无细胞蛋白合成体系，通过木聚糖酶进

项目名称	预计总投资规模	拟达到目标	具体应用前景
合成蛋白质的方法开发		现传统方法的替换，改变已知蛋白质的合成方法；通过同时制备基础反应液和商用补充反应液，将无细胞体系的优化条件控制在已知的范围内，减少用户后续摸索实验条件的资源成本，同时便于用户进行其他蛋白质的后续适应性开发及验证。	行体系的验证，证实无细胞系统可以完美替换传统的细胞表达工艺并保留其方法学的独特优势。该体系具备向其他蛋白质转移并验证的潜在能力，未来我们将进一步对蛋白质组学相关数据库做构建，通过用无细胞体系在不同蛋白质中的验证实验，来扩大该体系的应用场景。
一种对称炔类化合物及其制备方法和应用	4,000,000.00	拟开发产品 40 种，包括芳香环系列、脂肪族系列和各类杂环系列，并对部分产品进行工艺化参数研究，产量达到公斤级别，纯度控制在 98%以上。完成产品数量的 40%左右。	本发明的制备方法后处理简便环保，无大量有机溶剂废液产生，无危险固废产生，对环境危害小，应用前景广阔。
合计	**180,660,000.00**	/	/

数据来源：泰坦科技 2021 年年报，西南证券整理

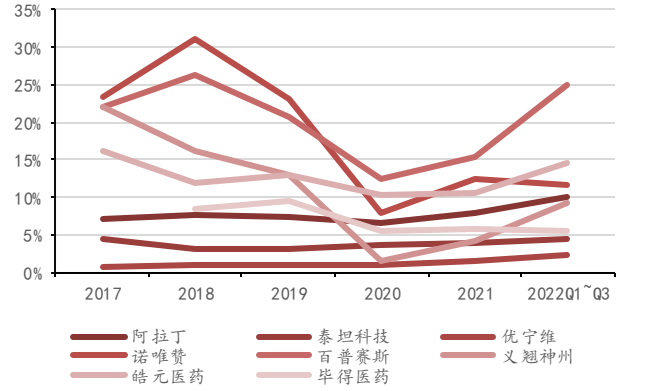
公司已经获得专利累计 120 个，研发费用率逐年稳步增长。公司在面向未来的基础研究和创新上持续加大投入，致力于生命科学及药物研发领域、药物研发和分子砌块领域、生物试剂领域、高端化学领域试剂、分析试剂领域、高纯物质领域等的研发创新，在生命科学和高端化学、药物研发试剂的热点前沿领域已取得众多研究成果。公司坚持每年将 8%以上的销售收入投入研究与开发，虽然从与其他公司对比的结果来看公司的研发费用率并不出彩，但是公司研发费用率保持稳定增长态势，2022 年前三季度直追诺唯赞。

图 26：阿拉丁与主要竞争公司专利数量对比(个)



数据来源：各公司招股书、公告，西南证券整理

图 27：阿拉丁与主要竞争公司历史研发费用率对比



数据来源：Wind，西南证券整理

3.3 渠道力——电商平台提高客户黏性

公司主要依托于自身电子商务平台（www.aladdin-e.com）实现线上销售。客户自主下单时，从产品挑选、下单订购到结算付款可全部在线上操作完成，目前公司各 IT 系统数据完全打通，客户在公司电商平台上下单后，相关信息流依次经过 CRM 系统—ERP 系统—WMS 系统—智能物流管理系统，涵盖线上下单、在线支付、信息提醒、仓储配货、标签打印、智能发货、售后服务等全过程。

图 28：公司自主电商平台

数据来源：公司官网，西南证券整理

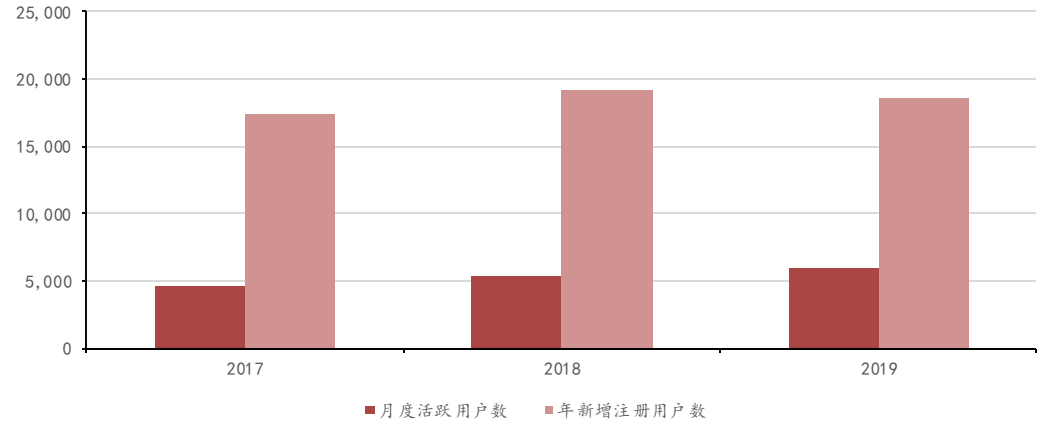
图 29：公司自主电商平台销售流程

数据来源：公司招股书，西南证券整理

公司电商平台已成业界标杆。科研试剂企业存在客户分散、购买频繁且单次购买量小的特点，行业内无论是自主品牌生产商，亦或是进口产品代理商，大多逐步建立起自身的电商平台，通过线上销售产品，以更快的响应速度、更好的用户体验，促使了行业的快速发展。公司拥有超过 20 万名注册用户，近年来网站流量、访问量以及注册用户数节节攀升，这成为公司一大竞争优势，直接带动了销量的增长。根据全国化学试剂信息站的跟踪统计，在国内科研试剂企业电商平台排名比较中(按浏览量)，公司在 2017 年至 2021 年上半年（除 2018

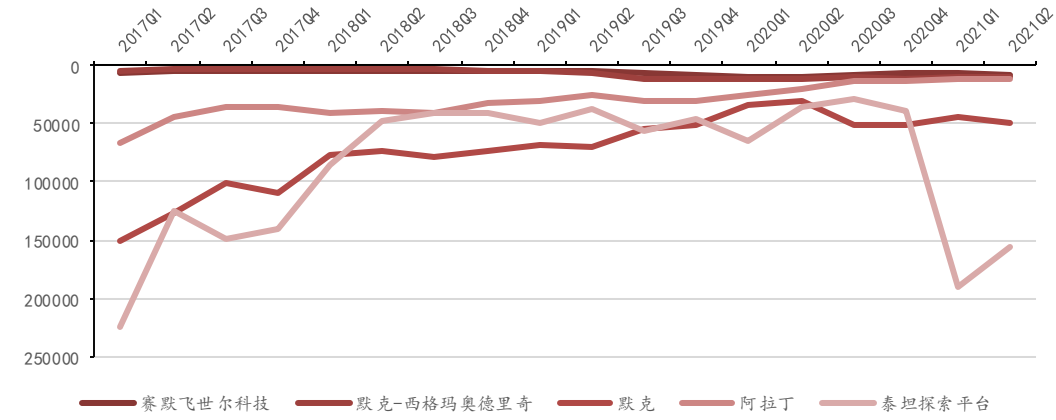
年第三季度外）各个季度全部位列第一，且从 2020 年第三季度起，排名紧追赛默飞世尔与西格玛奥德里奇，是行业内垂直电子商务销售的标杆企业。

图 30：公司近年月度活跃用户数与年新增注册用户数



数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 31：各大主要试剂电商平台排名(按浏览量)



数据来源：试剂信息网，西南证券整理

公司直销比例达到 60%以上，是主要销售模式。公司采取以直销为主，经销为辅的销售模式，2017-2021 公司直销占比分别为 77%、68%、64%、63%与 70%。直销可以帮助企业完全掌控经销渠道，对市场需求、用户反馈等信息有及时和准确的了解，有利于生产企业提高产品质量和改善经营管理。此外，公司选择部分经销的原因有两点：首先，在于科研试剂种类繁多，而一线研发人员的产品及品牌诉求差异较大，经销商能够汇集多种品牌的科研试剂和实验耗材供用户选择，满足终端用户一站式采购需求，具有一定的便捷性，公司通过经销模式，能够抢占客户资源，扩大销售收入；其次，科研试剂经销商一般拥有较为稳定的客户资源，公司选择优质经销商建立长期合作关系，可以拓展销售渠道，由经销商维护终端客户关系并提供账期，有利于公司将主要精力投入到研发、生产及供应链管控等方面，降低销售费用及资金占用。

表 11：公司近几年直销与经销情况(万元)

项目		2017 年度		2018 年度		2019 年度		2020 年度		2021 年度	
		金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重
直销	终端客户	8,140.94	65.08%	9,655.30	59.57%	10,486.34	51.62%	14310.07	**62.71%**	19712.51	**70.09%**
	其中：大客户	1,008.21	8.06%	1,414.98	8.73%	1,580.96	7.78%				
	其他一般客户	7,132.73	57.02%	8,240.32	50.84%	8,905.38	43.83%				
	贸易商	1,468.88	11.74%	1,445.59	8.92%	2,492.52	12.27%				
小计		9,609.82	**76.83%**	11,100.88	**68.49%**	12,978.86	**63.89%**				
经销		2,898.44	**23.17%**	5,107.66	**31.51%**	7,336.93	**36.11%**	8,509.37	**37.29%**	8,412.97	**29.91%**
合计		12,508.26	100.00%	16,208.54	100.00%	20,315.79	100.00%	22,819.44	100%	28,125.48	100%

数据来源：公司招股书，公司年报，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：科研试剂领域公司凭借品类不断扩张，品牌力持续兑现，其中高端化学、生命科学板块增速较快。预计 2022-2024 年产品销量增速分别为 32%/32%/32%，均价维持稳定。

假设 2：实验室耗材业务在 2020 年疫情契机下逐渐打开市场，有望与公司主营业务形成协同，预计 2022-2024 年产品销量增速分别为 45%/30%/30%，价格基本稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 12：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2021A	2022E	2023E	2024E
科研试剂	收入	2.74	3.61	4.78	6.34
	增速	26%	32%	32%	32%
	毛利率	63%	63%	63%	63%
实验耗材	收入	0.07	0.10	0.13	0.17
	增速	-36%	45%	30%	30%
	毛利率	33%	35%	36%	37%
其他业务	收入	0.06	0.06	0.07	0.07
	增速	0%	5%	5%	5%
	毛利率	62%	60%	60%	60%
合计	收入	2.87	3.78	4.98	6.58
	增速	23%	32%	32%	32%
	毛利率	62%	63%	63%	63%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取科研试剂行业中的三家主流公司，2023 年四家公司平均 PE 为 35 倍，2024 年平均 PE 为 26 倍。阿拉丁作为国内科研试剂高端企业，公司的品牌力、产品力、渠道力已经形成规模效应，未来在创新投入持续加码的加持下，公司市占率以及业务规模有望持续增加。且因泰坦科技主要业务为化学试剂，壁垒相对较低，诺唯赞以及百普赛斯有新冠业务贡献业绩，新冠业务估值较低，从而总体拉低了平均估值水平。综上我们认为公司作为国内科研试剂高端企业，未来业绩持续高增长确定性强，给予 2023 年 50 倍 PE，对应目标价 54 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 13：可比公司估值

证券代码	证券名称	股价	市值（亿元）	归母净利润(百万元)			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
688133.SH	泰坦科技	150.8	126.8	191	284	398	66	45	32
688105.SH	诺唯赞	60.4	241.4	923	934	1089	26	26	22
301080.SZ	百普赛斯	124.8	99.8	223	297	409	45	34	24
平均值							**46**	**35**	**26**

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

产品渠道销售不及预期的风险；行业竞争格局恶化的风险；新产品研发失败的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	287.66	378.00	498.00	658.00
营业成本	108.56	141.24	186.17	246.10
营业税金及附加	1.71	2.25	2.97	3.92
销售费用	19.89	17.01	19.92	28.29
管理费用	42.29	37.04	44.82	59.22
财务费用	-5.61	0.81	1.06	1.36
资产减值损失	-0.38	0.00	0.00	0.00
投资收益	3.64	2.00	2.00	2.00
公允价值变动损益	0.35	0.43	0.46	0.44
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	103.62	127.08	175.53	231.55
其他非经营损益	-1.91	-1.19	-1.24	-1.34
利润总额	101.71	125.89	174.29	230.21
所得税	12.35	15.28	21.16	27.95
净利润	89.36	110.60	153.13	202.26
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	89.36	110.60	153.13	202.26

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	89.36	110.60	153.13	202.26
折旧与摊销	10.07	22.35	22.35	22.35
财务费用	-5.61	0.81	1.06	1.36
资产减值损失	-0.38	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-92.87	-56.31	-79.47	-101.13
其他	14.43	-2.52	-7.91	0.41
经营活动现金流净额	15.00	74.92	89.16	125.24
资本支出	-59.50	4.88	20.45	19.17
其他	112.07	2.43	2.46	2.44
投资活动现金流净额	52.57	7.31	22.91	21.61
短期借款	-1.28	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	2.77	0.00	0.00	0.00
支付股利	-50.47	-17.87	-22.12	-30.63
其他	-9.54	-4.68	-1.06	-1.36
筹资活动现金流净额	-58.52	-22.55	-23.18	-31.99
现金流量净额	8.97	59.68	88.90	114.86

资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	349.18	408.86	497.76	612.62
应收和预付款项	45.29	52.76	71.99	94.28
存货	180.99	238.20	321.65	423.11
其他流动资产	59.68	62.61	66.51	71.69
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	32.83	32.83	32.83	32.83
固定资产和在建工程	177.31	165.22	154.68	145.98
无形资产和开发支出	21.18	6.04	-26.20	-59.03
其他非流动资产	65.63	65.63	65.63	65.62
资产总计	932.10	1032.17	1184.84	1387.11
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	55.12	67.00	88.11	118.01
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	18.67	14.28	14.83	15.57
负债合计	73.79	81.28	102.94	133.58
股本	100.93	141.31	141.31	141.31
资本公积	539.13	498.75	498.75	498.75
留存收益	218.10	310.83	441.84	613.47
归属母公司股东权益	858.32	950.89	1081.90	1253.53
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	858.32	950.89	1081.90	1253.53
负债和股东权益合计	932.10	1032.17	1184.84	1387.11

财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
销售收入增长率	22.82%	31.40%	31.75%	32.13%
营业利润增长率	19.88%	22.64%	38.13%	31.91%
净利润增长率	20.06%	23.77%	38.45%	32.08%
EBITDA 增长率	14.36%	39.01%	32.42%	28.31%
获利能力				
毛利率	62.26%	62.63%	62.62%	62.60%
三费率	19.67%	14.51%	13.21%	13.51%
净利率	31.06%	29.26%	30.75%	30.74%
ROE	10.41%	11.63%	14.15%	16.14%
ROA	9.59%	10.72%	12.92%	14.58%
ROIC	27.21%	27.28%	33.87%	39.24%
EBITDA/销售收入	37.57%	39.74%	39.95%	38.79%
营运能力				
总资产周转率	0.32	0.38	0.45	0.51
固定资产周转率	2.00	2.32	3.49	5.35
应收账款周转率	13.65	13.75	13.83	13.86
存货周转率	0.73	0.65	0.65	0.65
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.49%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	7.92%	7.87%	8.69%	9.63%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	10.37	11.09	10.60	9.93
速动比率	7.42	7.63	7.04	6.43
股利支付率	56.48%	16.16%	14.45%	15.14%
每股指标				
每股收益	0.63	0.78	1.08	1.43
每股净资产	6.07	6.73	7.66	8.87
每股经营现金	0.11	0.53	0.63	0.89
每股股利	0.36	0.13	0.16	0.22

业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
EBITDA	108.08	150.23	198.94	255.26
PE	70.99	57.35	41.43	31.36
PB	7.39	6.67	5.86	5.06
PS	22.05	16.78	12.74	9.64
EV/EBITDA	36.74	38.07	28.31	21.61
股息率	0.80%	0.28%	0.35%	0.48%

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn