

## 深耕抗体，科研试剂长坡厚雪赛道的一站式服务商

优宁维（301166.SZ）首次覆盖

证券研究报告

2022年03月19日

## ● 核心结论

科研试剂行业稳步增长，生物科研试剂行业为优质细分赛道。我国研究与试验发展（R&D）经费2010-2019年复合增速高达13.3%，科研试剂市场规模约为1,000-1,250亿元。全国研究与试验发展（R&D）经费支出占比77%的企业对于科研试剂亦存在大量需求，因此国内科研试剂市场规模将远高于远超千亿元级别；其中的细分赛道生物科研试剂行业增速更快，2015-2019年复合增速达到17.1%，公司所处此细分赛道行业景气度高。

公司专注于生命科学研究服务，行业内树立了“优宁维-抗体专家”的品牌形象。根据生命科学试剂品种繁多、单一品牌产品品种有限，客户群体庞大、应用领域分散的特点，公司搭建了国内专业全面的生命科学综合服务一站式平台。公司整合了Agilent、BD、CST、Cytiva（原GE）、Merck、PerkinElmer、R&D systems、Miltenyi、MSD、Qiagen等50多家行业知名品牌抗体产品，形成了以第三方品牌产品为主、自主品牌产品为辅的供应体系，在行业内树立了“优宁维-抗体专家”的品牌形象。

公司生命科学试剂产品SKU超过469万种，产品覆盖全面。公司生命科学试剂主要包括以抗体、抗体相关试剂为主的免疫学试剂，以及分子生物学试剂、细胞生物学试剂和生化试剂等。目前，公司提供的生命科学试剂产品SKU超过469万种，其中抗体279万种，覆盖了基因、蛋白、细胞、组织及动物等不同水平的研究对象，是国内提供生命科学试剂产品最全面的企业之一。

首次覆盖，给予“买入”评级。预计21-23年公司EPS为1.21/1.61/2.06元，参考科研试剂行业可比公司估值水平，给予优宁维2022年65倍PE，对应公司2022年目标价格为104.65元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险；新冠疫情发展不确定性风险；主要品牌厂商直销替代风险；贸易摩擦及汇率波动风险

## ● 核心数据

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	787	849	1,124	1,475	1,919
增长率	30.3%	7.9%	32.4%	31.2%	30.1%
归母净利润（百万元）	58	76	105	139	178
增长率	45.3%	32.0%	37.2%	32.9%	27.9%
每股收益（EPS）	0.67	0.88	1.21	1.61	2.06
市盈率（P/E）	108.2	96.5	70.3	52.9	41.4
市净率（P/B）	16.8	13.7	3.1	2.9	2.7

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级

买入

股票代码

301166

前次评级

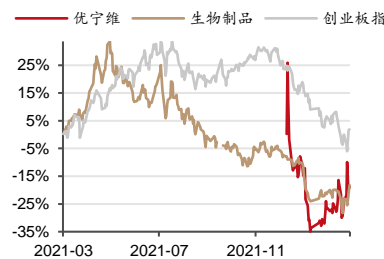
评级变动

首次

当前价格

85.13

近一年股价走势



分析师



吴天昊 S0800520080002



13262686562



wutianhao@research.xbmail.com.cn

相关研究

## 内容目录

投资要点 .....	5
关键假设 .....	5
区别于市场的观点 .....	5
股价上涨催化剂 .....	5
估值与目标价 .....	5
优宁维核心指标概览 .....	6
一、深耕抗体，公司是科研试剂赛道的一站式服务商 .....	7
1.1 公司历史沿革：始终围绕抗体及相关产品和应用技术开展业务 .....	7
1.2 股权结构和公司核心技术人员 .....	8
1.2.1 股权结构：冷兆武、许晓萍夫妇为实际控制人，本次发行后合计持有公司 48.96% 的股份 .....	8
1.2.2 合计 7 家全资子公司、4 家全资孙公司和 1 家分公司，各子公司分工定位明确 .....	8
1.2.3 公司拥有 7 名核心技术人员，专业背景资深 .....	9
1.3 公司历年业绩稳步增长，各项财务指标稳健 .....	10
二、科研试剂行业稳步增长，行业主要为外资占据 .....	14
2.1 科研试剂行业稳步增长，生物科研试剂行业为优质细分赛道 .....	14
2.2 全球科研仪器及耗材增速为 10% 以上，国内耗材增速明显高于全球 .....	16
2.3 国内科研试剂行业主要为外资占据，国内企业以代理为主 .....	17
三、树立“优宁维-抗体专家”的品牌形象，自有产品将逐步提升 .....	20
3.1 公司在行业内树立了“优宁维-抗体专家”的品牌形象，覆盖产品数量具备规模优势 .....	20
3.2 募投项目将拓宽自有品牌产品线生产，自有品牌份额将显著提升 .....	28
3.3 海外对标：赛默飞的内生并购成长之路，生命科学解决方案业务占比逐年提高，2005-2022 年股价增长 17 倍 .....	28
四、盈利预测 .....	31
4.1 关键假设 .....	31
4.1.1 主营业务收入及成本预测 .....	31
4.1.2 费用预测 .....	32
4.1.3 盈利预测 .....	32
4.2 投资建议 .....	32
4.2.1 相对估值 .....	32
4.2.2 绝对估值 .....	33
4.2.3 投资建议 .....	34
五、风险提示 .....	34
5.1 行业竞争加剧及竞争失败的风险 .....	34

5.2 主要品牌厂商直销替代的风险 .....	34
5.3 贸易摩擦及汇率波动风险 .....	34
5.4 新冠疫情导致公司经营业绩波动的风险 .....	35
5.5 业务与模式创新失败风险 .....	35

## 图表目录

图 1: 优宁维核心指标概览图 .....	6
图 2: 公司生命科学综合服务平台 .....	7
图 3: 公司股权结构 .....	8
图 4: 公司历年营业收入情况 .....	10
图 5: 公司历年归母净利润情况 .....	10
图 6: 公司业务拆分情况 .....	10
图 7: 公司生命科学试剂拆分 .....	11
图 8: 公司生命科学仪器及耗材拆分 .....	11
图 9: 公司主营业务收入按照客户群体划分 .....	11
图 10: 公司收入分季度情况 .....	12
图 11: 公司历年费用率变化情况 .....	12
图 12: 公司历年毛利率和净利率变化情况 .....	12
图 13: 公司分产品毛利率情况 .....	13
图 14: 公司研发费用情况 .....	13
图 15: 2010-2019 年我国研究与试验发展经费支出情况 .....	14
图 16: 中国生物科研试剂市场规模 (亿元) .....	15
图 17: 中国生物科研试剂市场拆分 (亿元, 2019 年) .....	16
图 18: 中国蛋白类生物科研试剂市场拆分 (亿元, 2019) .....	16
图 19: 全球生命科学仪器市场容量 (亿美元) .....	16
图 20: 全球生命科学实验耗材容量 (亿美元) .....	16
图 21: 我国生命科学实验耗材市场 .....	17
图 22: 中国抗体试剂市场主要品牌市场份额, 2019 年 .....	20
图 23: 公司不同生命科学试剂 SKU 情况 .....	21
图 24: 公司不同种类产品 SKU 数量 .....	21
图 25: 公司主要客户群体 .....	21
图 26: 抗体的产生及应用 .....	22
图 27: 生命科学试剂销量及单价 .....	26
图 28: 生命科学仪器及耗材销量及单价 .....	26
图 29: 公司网单销售流程 .....	27
图 30: 公司非网单销售流程 .....	27
图 31: 公司网单、非网单销售占比情况 .....	28
图 32: 公司生命科学试剂按第三方品牌和自有品牌分 .....	28

图 33: 赛默飞股价变化以及历史沿革 .....	29
图 34: 赛默飞 2005-2021 年收入情况 (亿美元) .....	30
图 35: 赛默飞 2005-2021 年净利润情况 (亿美元) .....	30
图 36: 公司历年营收占比情况 .....	31
表 1: 公司历史沿革 .....	8
表 2: 子公司业务定位情况 .....	9
表 3: 公司核心技术人员情况 .....	9
表 4: 公司偿债能力指标情况 .....	13
表 5: 全球科学服务业部分并购整合案例 .....	18
表 6: 国外主要企业 .....	18
表 7: 国内主要企业 .....	19
表 8: 优宁维和同行业公司产品对比 .....	20
表 9: 公司主要抗体产品 .....	22
表 10: 公司抗体相关试剂主要产品 .....	23
表 11: 公司抗体相关试剂主要产品 .....	24
表 12: 公司其他生命科学试剂主要产品 .....	24
表 13: 公司生命科学仪器及耗材 .....	25
表 14: 优宁维收入拆分 .....	31
表 15: 可比上市公司估值水平 .....	33
表 16: 风险系数 $\beta$ 计算条件设置 .....	33
表 17: 绝对估值假设 .....	33
表 18: FCFF 模型敏感性分析 (元) .....	34

## 投资要点

### 关键假设

1) **生命科学研究试剂**：目前公司提供的生命科学试剂产品 SKU 超过 469 万种，其中抗体 279 万种，覆盖了基因、蛋白、细胞、组织及动物等不同水平的研究对象，是国内提供生命科学试剂产品最全面的企业之一。我们预计 2021-2023 年生命科学研究试剂收入增速为 32%/31%/30%，由于公司未来自由品牌产品占比会逐步提升，预计毛利率也将逐步提升，预计 2021-2023 年生命科学研究试剂毛利率为 22.0%/22.2%/22.4%。

2) **生命科学仪器及耗材、综合技术服务**：两类业务目前公司收入占比较小，我们预计 2021-2023 年生命科学仪器及耗材收入增速为 32%/31%/30%，毛利率为 27.5%/27.6%/27.7%；预计 2021-2023 年综合技术服务业务收入增速为 60%/40%/35%，毛利率为 55%/55%/55%。

### 区别于市场的观点

市场认为公司只是科研试剂的代理商，上下游议价权较弱，未来增长空间不大。我们认为公司覆盖产品 SKU 超过 469 万种，其中抗体 279 万种，抗体相关试剂 50.61 万种，其他生命科学试剂 140.03 万种，仪器及耗材 8.37 万种，覆盖下游客户十万以上，规模效应将带来上下游更强议价能力，且国内抗体行业起步较晚，目前和外国品牌产品差距巨大，公司代理绝大多数主流外资品牌，竞争优势较为明显。此外，公司募投项目将拓宽自有品牌产品线生产，自有品牌份额将显著提升，未来将带动公司整体毛利率、净利率的提升，成长空间广阔。

### 股价上涨催化剂

1) 行业方面，我国研究与试验发展 (R&D) 经费 2010-2019 年复合增速高达 13.3%，科研试剂市场规模将远高于远超千亿元级别，而其中的细分赛道生物科研试剂行业增速更快，2015-2019 年复合增速达到 17.1%，公司所处的此细分赛道行业景气度高。

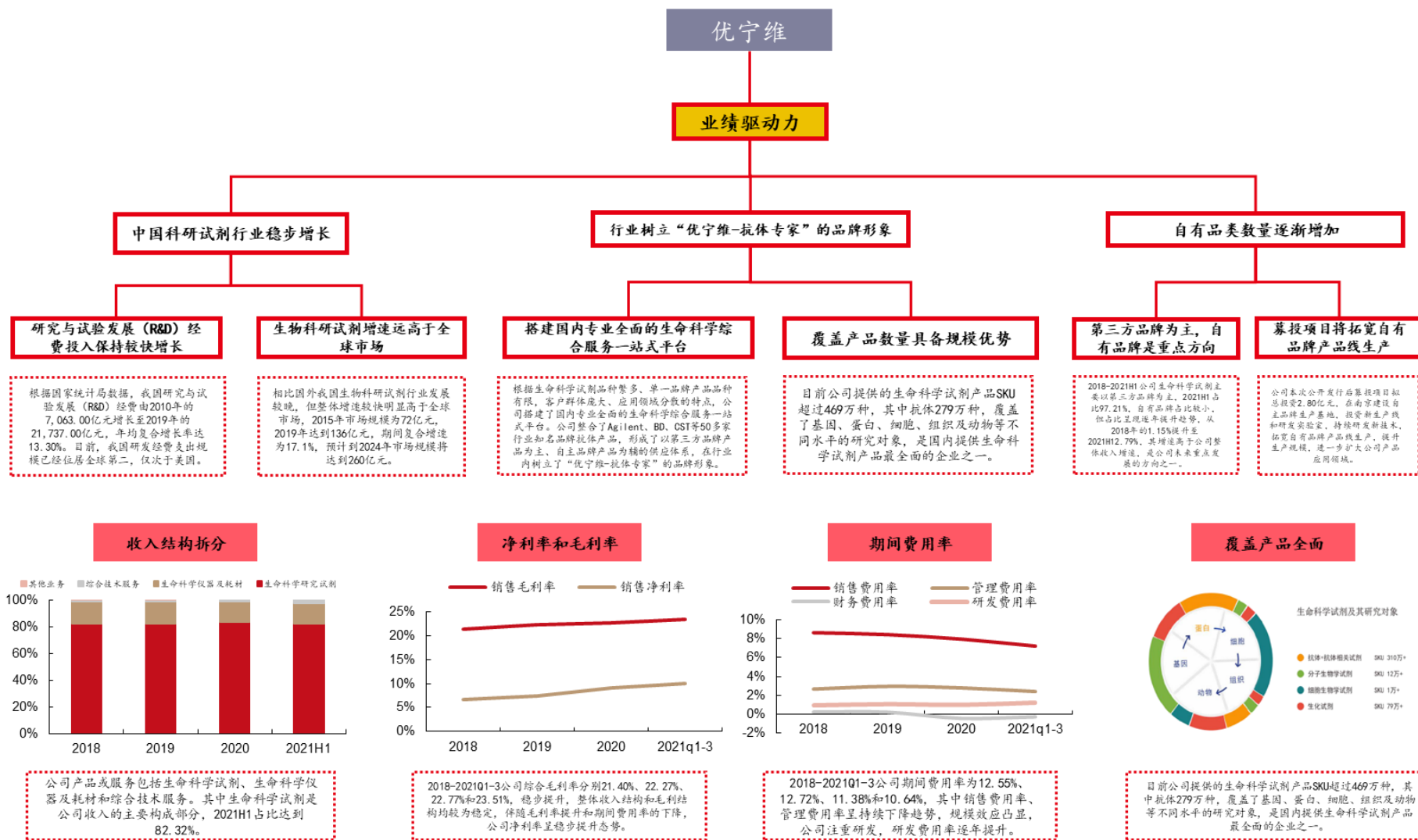
2) 公司方面，相较于行业内竞争对手公司拥有自己明显的竞争优势：a) 抗体专家品牌壁垒：创始人为复旦大学免疫学专硕背景。公司通过建立一支专业学术推广队伍，定期线上学术培训，建立在抗体领域的学术壁垒；b) 一站式服务商规模效应：公司覆盖产品 SKU 超过 469 万种，其中抗体 279 万种，抗体相关试剂 50.61 万种，其他生命科学试剂 140.03 万种，仪器及耗材 8.37 万种。覆盖下游客户十万以上，规模效应带来上下游更强议价能力。c) 自有品类数量逐渐增加提高财务指标和运营效率。以上核心竞争力将保证公司未来 3-5 年高速增长，从而带动股价上涨。

### 估值与目标价

预计公司 21-23 年实现营业收入 11.24 亿元/14.75 亿元/19.19 亿元，同比增长 32.4%/31.2%/30.1%，实现归属于母公司的净利润 1.05 亿元/1.39 亿元/1.78 亿元，同比增长 37.2%/32.9%/27.9%，预计 21-23 年公司 EPS 为 1.21/1.61/2.06 元。参考科研试剂行业可比公司估值水平，我们给予优宁维 2022 年 65 倍 PE，预计公司 2022 年 EPS 为 1.61，对应公司 2022 年目标价格为 104.65 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 优宁维核心指标概览

图 1：优宁维核心指标概览图



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

## 一、深耕抗体，公司是科研试剂赛道的一站式服务商

公司是一家面向高等院校、科研院所、医院和生物医药企业等，提供以抗体为核心的生命科学试剂及相关仪器、耗材和综合技术服务的代理商。公司专注于生命科学研究服务，根据生命科学试剂品种繁多、单一品牌产品品种有限，客户群体庞大、应用领域分散的特点，搭建了国内专业全面的生命科学综合服务一站式平台。公司整合了 Agilent、BD、CST、Cytiva（原 GE）、Merck、PerkinElmer、R&D systems、Miltenyi、MSD、Qiagen 等 50 多家行业知名品牌抗体产品，形成了以第三方品牌产品为主、自主品牌产品为辅的供应体系，在行业内树立了“优宁维-抗体专家”的品牌形象。

图 2：公司生命科学综合服务平台



资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

### 1.1 公司历史沿革：始终围绕抗体及相关产品和应用技术开展业务

公司业务始终围绕抗体及相关产品和应用技术开展。公司通过覆盖品类的不断扩展实现抗体产品在常用领域的广泛覆盖，通过产品线的横向拓展将单一抗体产品拓展至涵盖免疫学、细胞生物学、分子生物学、生物化学等领域的一系列生命科学试剂，通过探索客户产品需求的延续进行产品线的纵向延伸，由试剂延伸至与抗体应用相关的仪器及耗材和综合技术

服务，最终形成了以抗体为核心的生命科学试剂、仪器及耗材和综合技术服务。

表 1：公司历史沿革

年份	产品拓展	业务扩张
2004	公司成立，提供抗体产品及相关服务	-
2008	整合第三方品牌超过 10 个	北京和南京设立办事处
2010	-	爱必信成立
2013	新增分子生物学试剂和细胞生物学试剂产品线	-
2014	新增仪器及耗材产品线	全国各地办事处超过 10 个
2015	自主试剂耗材品牌“Absin”运营，新增生化试剂产品线	-
2016	实验服务品牌“Labex”运营，新增实验服务	自有线上平台运营，全国各地办事处达 19 个
2017	-	“小优课堂”上线
2018	整合第三方品牌超过 50 个	智能供应链体系初步建成
2019	-	南京研发中心投入使用，营销网络初步建成（32 个办事处+5 个销售子公司）

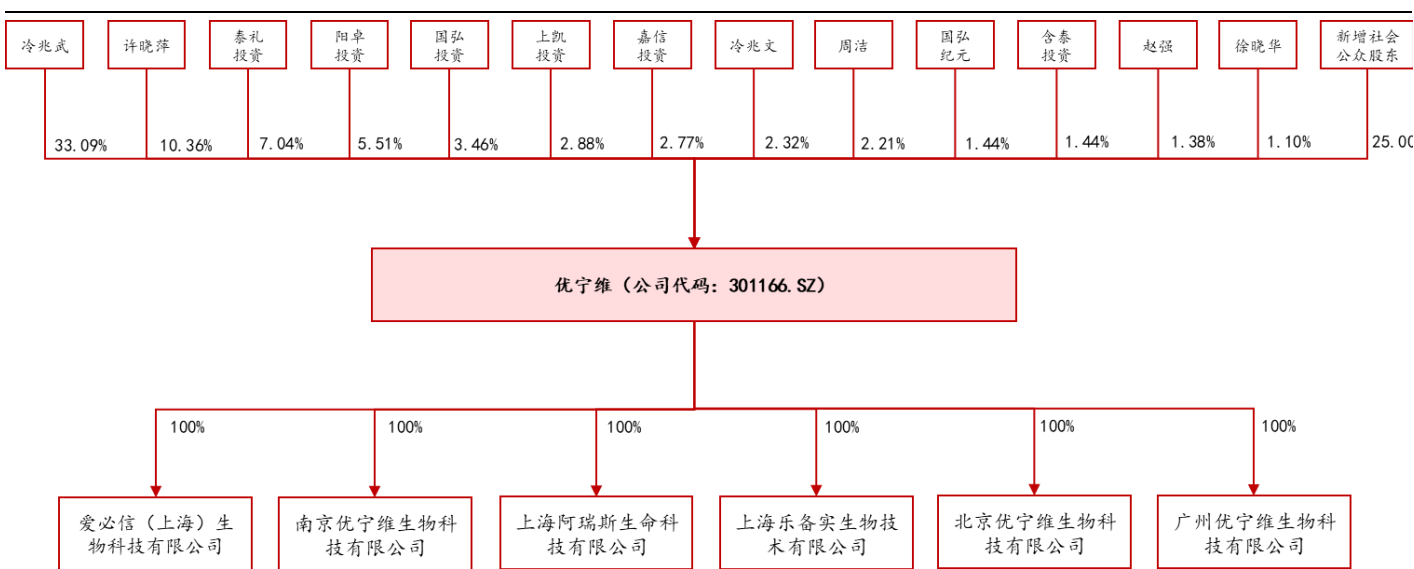
资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

## 1.2 股权结构和公司核心技术人员

### 1.2.1 股权结构：冷兆武、许晓萍夫妇为实际控制人，本次发行后合计持有公司48.96%的股份

冷兆武、许晓萍系夫妻关系，公开发行人完成后，夫妻二人直接及通过阳卓投资间接合计控制公司股份比例为 48.96%，为公司实际控制人。

图 3：公司股权结构



资料来源：Wind，优宁维招股说明书，西部证券研发中心

### 1.2.2 合计7家全资子公司、4家全资孙公司和1家分公司，各子公司分工定位明确

公司共有 7 家全资子公司、4 家全资孙公司和 1 家分公司，各子公司分工定位明确。公司主要基于扩大区域市场份额、市场推广以及职能专业化方面的考虑设立各子公司，其中爱必信和乐备实为自主试剂相关业务的公司，爱必信主要定位于培育和推广自有品牌 Absin 相关的生命科学试剂及耗材，乐备实主要从事生命科学试剂销售、生物技术领域的技术开



发及技术服务；南京优宁维、广州优宁维、北京优宁维分别定位于江苏安徽、广东、北京地区的销售和市场推广服务，香港优宁维主要定位于生命科学仪器和试剂等的采购和销售，其他各子公司也均分工明确，研发、采购及销售覆盖齐全。

表 2：子公司业务定位情况

子公司全称	子公司简称	子公司业务定位	2020年净利润(万元)
爱必信(上海)生物科技有限公司	爱必信	主要定位于培育和推广自有品牌 Absin 相关的生命科学试剂及耗材。	940.84
南京优宁维生物科技有限公司	南京优宁维	主要定位于江苏、安徽地区的销售和市场推广服务。	215.03
广州优宁维生物科技有限公司	广州优宁维	主要定位于广东地区的销售和市场推广服务。	83.09
北京优宁维生物科技有限公司	北京优宁维	主要定位于北京地区的销售和市场推广服务。	143.78
上海乐备实生物技术有限公司	乐备实	主要从事生命科学试剂销售、生物技术领域的技术开发及技术服务。	138.32
上海阿瑞斯生命科技有限公司	阿瑞斯	主要定位于上海本地的业务拓展。	419.39
优宁维国际贸易(香港)有限公司	香港优宁维	主要定位于生命科学仪器和试剂等的采购和销售。	100.02
南京优爱生物科技研发有限公司	南京优爱	主要定位于抗体应用技术和产品的研发、销售。	-131.27
上海云焱软件科技有限公司	云焱软件	主要定位于为公司及子公司提供软件开发、计算机和网络服务。	626.67
Delta Bioscience Inc.	美国优宁维	主要定位于为公司在美国采购产品提供集散物流服务。	-6.97
杭州斯达特生物科技有限公司	斯达特	主要定位于抗体产品的研发和销售。	-

资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

### 1.2.3 公司拥有7名核心技术人员，专业背景资深

公司拥有7名核心技术人员，专业背景资深。目前公司拥有核心技术人员7名，分别为冷兆武、许晓萍、吴丽丽、张书萍、郭惠芳、董浩、赵虎，公司核心技术人员均拥有相关行业多年从业经历，专业背景较强；在公司销售、产品、研发等岗位上担任经理级以上重要职务，且任职期间对公司核心技术形成做出重要贡献。

表 3：公司核心技术人员情况

序号	姓名	职务	任职期间相关业务的贡献
1	冷兆武	董事长兼总经理	免疫学专业硕士研究生学历，公司创始人之一，自公司成立以来历任公司执行董事、董事长、总经理等职位，制定企业“优宁维-抗体专家”的发展战略，主导公司自主研发抗体蛋白产品以及相关检测技术的研发方向，推动公司基于一站式平台提供综合技术服务模式的发展，并参与了实用新型专利滚筒型化工原料混合装置(ZL201820035442.3)的研发，对公司产品类、服务类、平台类相关核心技术做出了重要贡献
2	许晓萍	董事兼副总经理	医学专业本科学历，公司创始人之一，2005年至今历任公司董事、副总经理等职位，制定企业“优宁维-抗体专家”的发展战略，主导公司自主研发抗体蛋白产品以及相关检测技术的研发方向，主持了萃取滤离系统等研发项目，并参与了实用新型专利化工萃取滤离装置(ZL200820034814.0)的研发，对公司产品类、服务类、平台类相关核心技术做出了重要贡献
3	吴丽丽	工业客户部业务总监	制药工程专业本科学历，2008年至今一直任职于公司，目前任工业客户部业务总监，推动公司基于一站式平台提供综合技术服务模式的发展，同时参与了实用新型专利滚筒型化工原料混合装置(ZL201820035442.3)的研发，对公司产品类、服务类、平台类相关核心技术做出了重要贡献
4	张书萍	南京优宁维分子生物学事业部总监	植物病理学专业硕士研究生学历，2010年至今一直任职于公司，目前任南京优宁维分子生物学事业部总监，负责分子生物产品线 QIAGEN 品牌的产品运营，担任公司分子生物学专家，对公司分子生物领域涉及的产品类、服务类核心技术做出了重要贡献
5	郭惠芳	爱必信业务总监	生物技术专业本科学历，2008年开始任职于公司，目前任爱必信业务总监，主要负责管理爱必信基础性产品和技术产品的研发、生产，并参与了实用新型专利传动型化工制冷装置(ZL201820035507.4)、具有出料结构的化工成型装置(ZL201820035460.1)、具有防堵结构的化工原料粉碎装置(ZL201820035590.5)、新型化工制品用烘干装置(ZL201820034798.5)的研发，对公司产品类核心技术做出了重要贡献
6	董浩	产品经理	神经生物学专业博士研究生学历，目前任公司产品经理，系爱必信基础产品和技术研发项目主要技术负责人，负责

公司新产品的研发，参与了新型抗体、试剂盒产品的研发，对公司产品类核心技术做出了重要贡献

7 赵虎 IT 负责人

计算机信息管理专业本科学历，目前任公司 IT 负责人，主导研发优宁维微信小程序、优宁维电商平台、小优博士课堂、发票认领小程序、生物智能 OA 系统等多个 IT 系统，对公司服务类、平台类相关核心技术做出了重要贡献

资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

### 1.3 公司历年业绩稳步增长，各项财务指标稳健

公司历年营业收入、净利润呈逐年增长趋势。2021Q1-3 实现营收 7.93 亿元，同比增长 18.57%，2018-2020 年收入复合增速为 18.57%；公司 2021Q1-3 实现归母净利润 0.79 亿元，同比增长 58.33%，2018-2020 年复合增速为 38.51%，整体保持较快速度增长。

图 4：公司历年营业收入情况

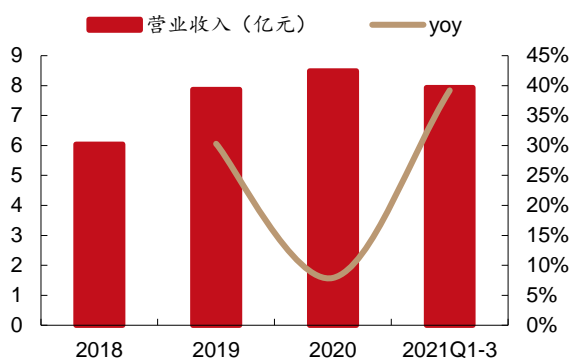
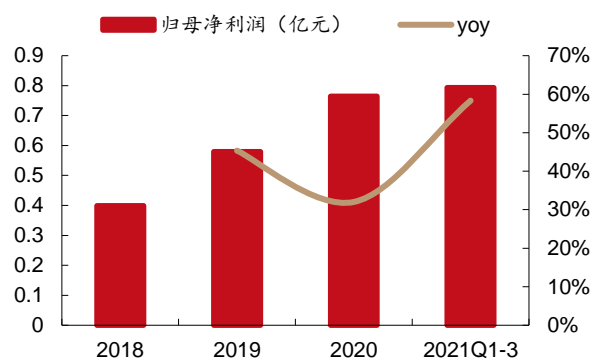


图 5：公司历年归母净利润情况

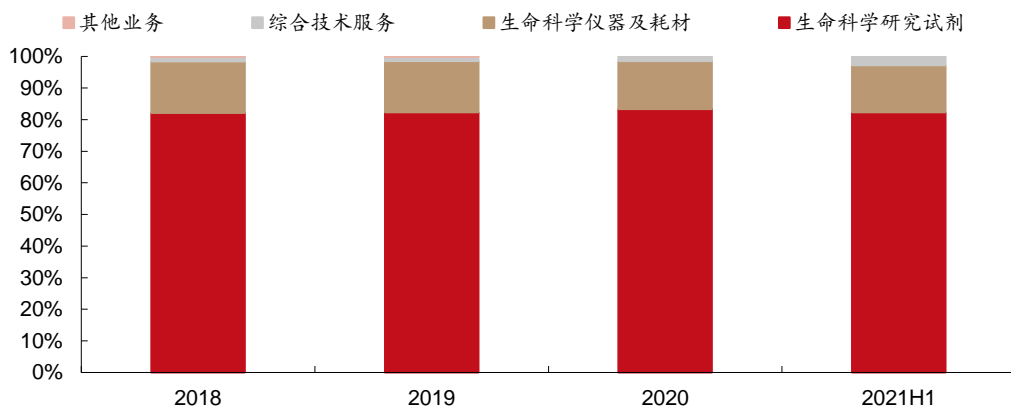


资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

公司产品或服务包括生命科学试剂、生命科学仪器及耗材和综合技术服务。其中：1) 生命科学试剂是公司收入的主要构成部分，2018-2021H1 生命科学试剂收入分别为 4.96 亿元、6.48 亿元、7.08 亿元和 4.19 亿元，占当期收入的比例分别为 82.13%、82.34%、83.33% 和 82.32%。2) 生命科学仪器及耗材 2018-2021H1 收入分别为 9,869.51 万元、12,743.47 万元、12,860.73 万元和 7,573.63 万元，占当期收入比例分别为 16.34%、16.19%、15.15% 和 14.90%，已成为公司主营业务收入的重要构成部分。3) 公司在提供生命科学科研产品同时，向客户提供综合技术服务。综合技术服务收入分别为 880.07 万元、1,125.34 万元、1,289.21 万元和 1,414.10 万元，占当期收入比例分别为 1.46%、1.43%、1.52% 和 2.78%，占比较小。

图 6：公司业务拆分情况



资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

公司提供的生命科学试剂主要包括抗体、抗体相关试剂和其他生命生物试剂，其中主要以抗体试剂和抗体相关试剂为主，2021H1 抗体试剂和抗体相关试剂分别占生命科学试剂的45%、44%。

公司生命科学仪器及耗材业务围绕中高端免疫学检测分析仪器开展，主要包括检测分析仪器、样品制备仪器和耗材。从2021H1 结构来看，检测分析仪器占比最高50%，耗材占比44%，但耗材自2018年以来整体呈上升趋势，检测分析仪器呈下降趋势，样品制备仪器整体占比较小。

图7：公司生命科学试剂拆分

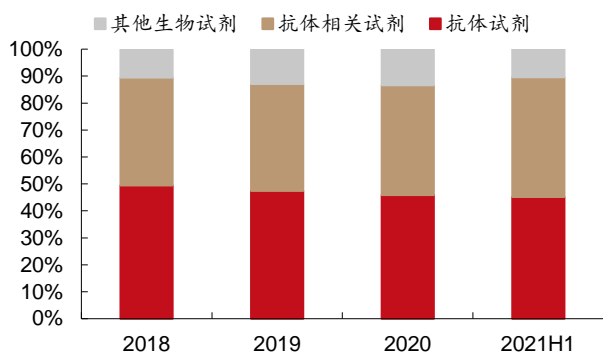
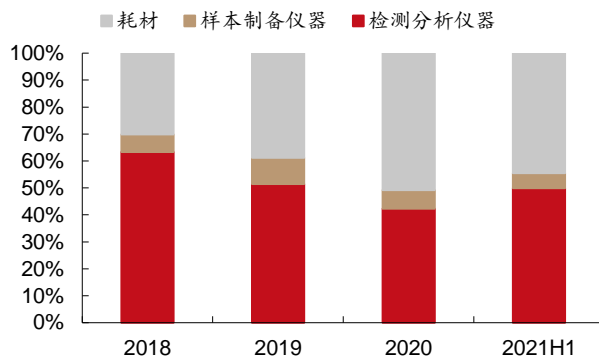


图8：公司生命科学仪器及耗材拆分

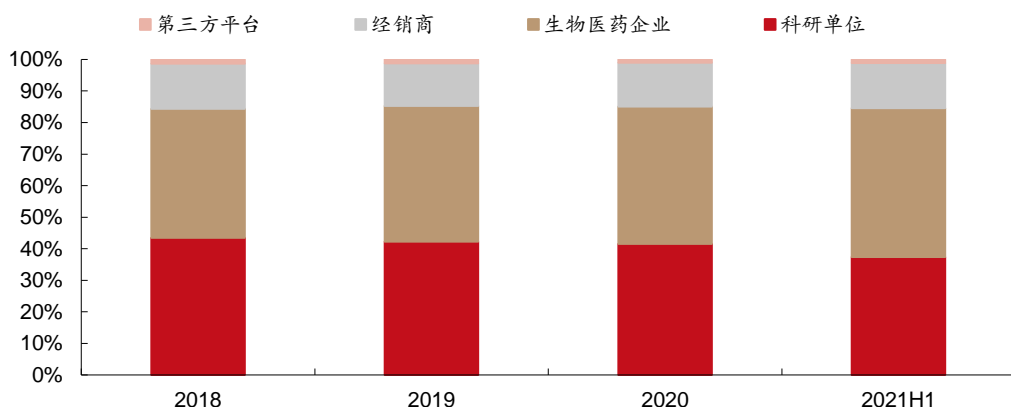


资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

公司客户主要为科研单位（高等院校、科研院所、医院等）、生物医药企业和经销商。公司收入主要来源于科研单位和生物医药企业客户。2018-2021H1 受益于基础研究领域研究经费投入力度的不断加大，以及生物药新药研发加速带来的大型药企、创新药药企和CRO/CDMO 企业等客户需求的增加，公司对科研单位和生物医药企业的销售收入均实现了大幅提升，带动了公司主营业务收入的增加。从占比看，2021H1 科研单位收入占比37.41%，生物医药企业占比47.13%，经销商占比为13.87%。

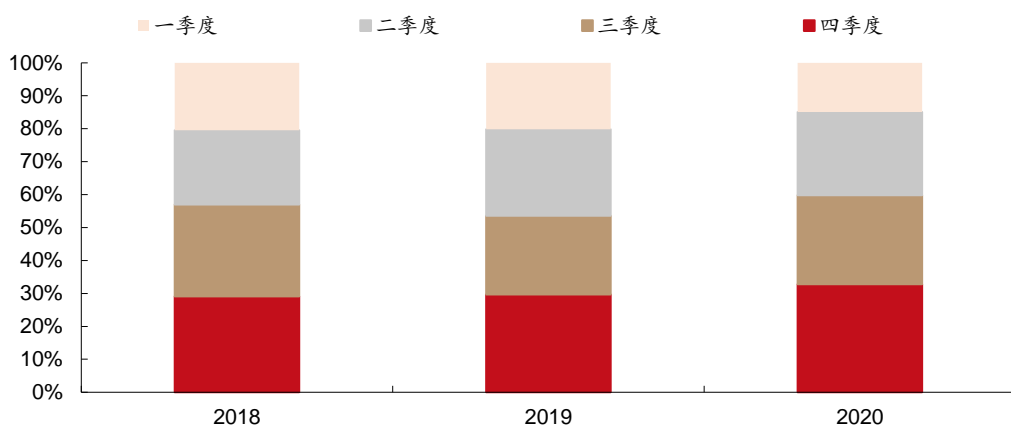
图9：公司主营业务收入按照客户群体划分



资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

受寒假、春节假期和客户采购习惯的影响，公司一季度收入占比通常相对较低。公司客户主要为高等院校、科研院所、医院和生物医药企业等。受寒假、春节假期和客户采购习惯的影响，公司一季度收入占比通常相对较低，第四季收入占比通常略高。2020 年一季度收入占比降低，主要系下游客户复工复产受新冠疫情影响。

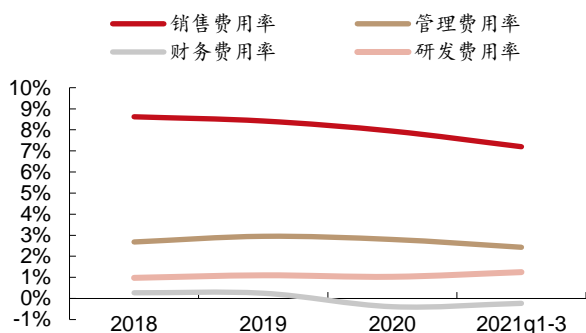
图 10：公司收入分季度情况



资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

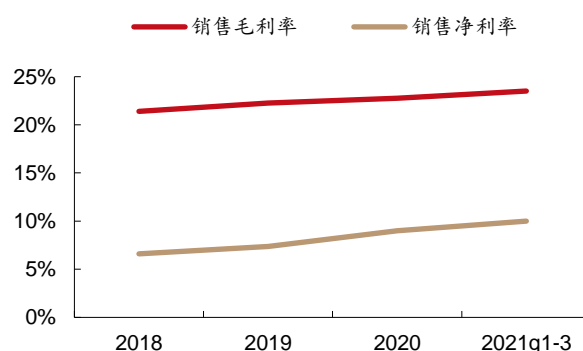
**公司规模效应凸显，毛利率、净利率稳步提升。**2018-2021Q1-3 公司期间费用合计分别为 7,579.92 万元、10,006.25 万元、9,664.92 万元和 8,440.45 万元，占同期营业收入的比例分别为 12.55%、12.72%、11.38%和 10.64%，其中销售费用率、管理费用率呈持续下降趋势，规模效应凸显，公司注重研发，研发费用率逐年提升。2018-2021Q1-3 公司综合毛利率分别 21.40%、22.27%、22.77%和 23.51%，稳步提升，整体收入结构和毛利结构均较为稳定，伴随毛利率提升和期间费用率的下降，公司净利率呈稳步提升态势。

图 11：公司历年费用率变化情况



资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

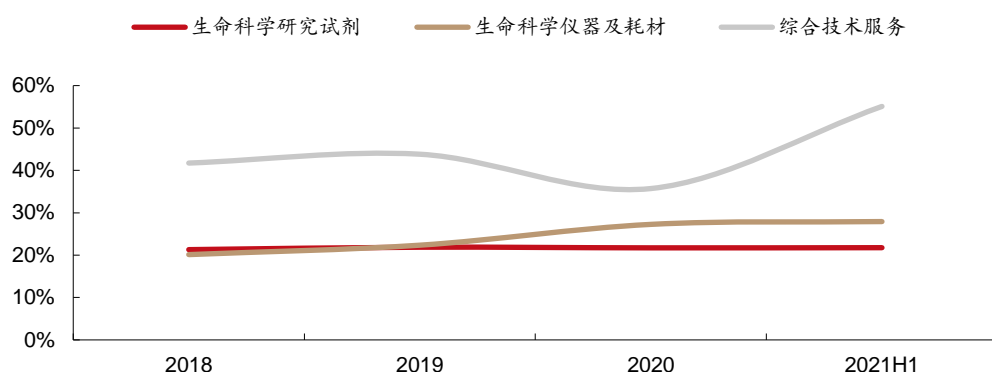
图 12：公司历年毛利率和净利率变化情况



资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

**生命科学试剂毛利率稳定，生命科学仪器及耗材毛利率保持增长。**1) 生命科学试剂毛利率:2018-2021H1 公司生命科学试剂毛利率分别为 21.30%、21.87%、21.72%和 21.76%，较为稳定，主要系生命科学试剂收入构成及细分毛利率均较为稳定。2) 生命科学仪器及耗材毛利率: 2018-2021H1 公司生命科学仪器及耗材毛利率分别为 20.13%、22.35%、27.26%和 27.92%。2018-2021H1 生命科学仪器和耗材的毛利率增长，各年收入占比存在一定波动，整体毛利率保持增长。2020 年生命科学仪器毛利率提高，主要系 MSD 品牌仪器收入占比增加。公司系 MSD 品牌仪器在国内市场的独家代理，且 MSD 品牌仪器在国内市场竞争较少，故公司销售 MSD 品牌仪器毛利率较高。2020 年中美贸易摩擦影响，考虑到 MSD 品牌仪器可能被加征关税，公司预先提高了相关产品的对外销售报价。MSD 品牌仪器实际报关过程中并未被加征关税，故 2020 年 MSD 品牌仪器毛利率进一步提高。

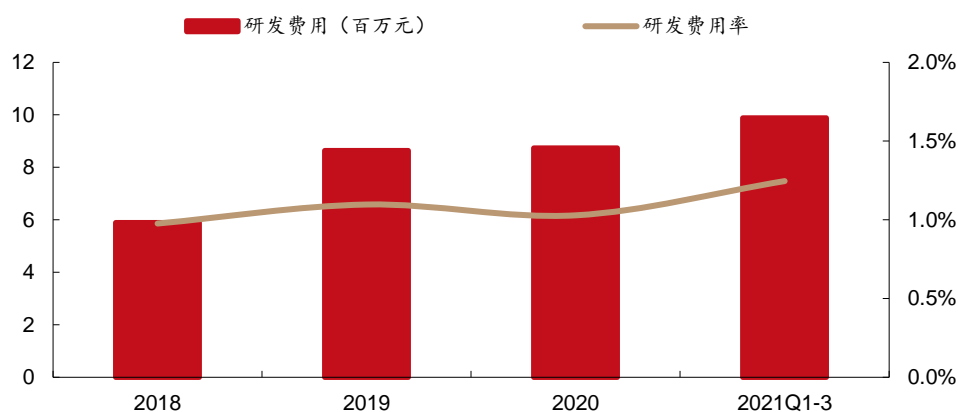
图 13: 公司分产品毛利率情况



资料来源: 优宁维招股说明书, 西部证券研发中心

**公司历年研发费用呈稳步上升趋势, 研发人员经验丰富。**公司历年研发费用呈稳步上升趋势, 且研发费用率也逐步提升, 2021Q1-3 研发费用达到 988 万元。截止 2021H1 公司研发部门共有研发人员 52 人, 占公司员工总数的比例为 11.71%, 主要研发人员均具有 3-5 年以上的丰富经历。公司自成立以来便重视研发体系的建设, 根据客户需求及业务特点设立了 BD 研发部、产品研发部、软件开发部和实验服务部等研发部门。其中, BD 研发部主要进行基础性产品和技术的研发; 产品研发部主要进行前瞻性产品和技术的研发; 软件开发部主要负责公司电商平台系统、内部管理系统的研发、运营和维护; 实验服务部主要负责对公司实验服务应用方法进行不断优化。

图 14: 公司研发费用情况



资料来源: 优宁维招股说明书, 西部证券研发中心

**偿债能力指标逐步向好, 整体稳健。**偿债能力指标稳健, 长短期偿债能力均较强。2018-2021H1 公司资产负债率为 44.48%、34.75%、31.49%、26.19%, 整体呈下降趋势, 经营较为稳健, 偿债能力较强。2018-2021H1 公司流动比率为 2.02、2.65、2.97、3.53, 速动比率为 1.81、2.43、2.73、3.12, 均呈逐年升高趋势, 资产变现能力较强, 流动性风险较低。

表 4: 公司偿债能力指标情况

	2018	2019	2020	2021H1
资产负债率	44.48%	34.75%	31.49%	26.19%
流动比率	2.02	2.65	2.97	3.53

速动比率	1.81	2.43	2.73	3.12
------	------	------	------	------

资料来源：Wind，西部证券研发中心

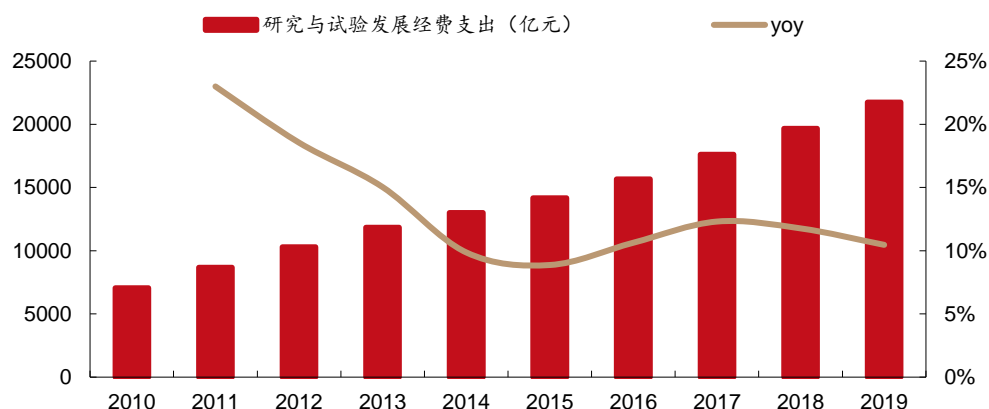
## 二、科研试剂行业稳步增长，行业主要为外资占据

### 2.1 科研试剂行业稳步增长，生物科研试剂行业为优质细分赛道

科学服务业是为从事科学研究和开发的高等院校、科研院所、企业等，提供从科研工具、技术服务到一站式解决方案等产品和服务的新兴产业。行业内公司通过提供试剂、仪器、耗材等产品和专业技术服务、技术推广、科技信息交流、科技培训、技术咨询、技术孵化等服务，助力客户方便、快捷、高效开展科研工作，为科学研究和科技创新提供重要支撑和保障。科学服务业是现代服务业的重要组成部分，具有人才智力密集、科技含量高、产业附加值大、辐射带动作用强等特点。

近年来，我国科技投入力度逐步加大，研究与试验发展（R&D）经费投入保持较快增长。根据国家统计局数据，我国研究与试验发展（R&D）经费由2010年的7,063.00亿元增长至2019年的21,737.00亿元，年均复合增长率达13.30%。目前，我国研发经费支出规模已经位居全球第二，仅次于美国。

图 15：2010-2019 年我国研究与试验发展经费支出情况



资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

科技经费的持续增长将带动科研机构及企业对于科研产品及服务需求的增加。2017年1月，国务院《国家创新驱动发展战略纲要》提出，我国到2020年进入创新型国家行列，研究与试验发展（R&D）经费支出占国内生产总值比重达到2.5%；到2030年跻身创新型国家前列，研究与试验发展（R&D）经费支出占国内生产总值比重达到2.8%。总体来看，我国科技经费投入近年来保持持续增长，投入强度稳步提高，并有一系列长远规划。未来，随着我国科技经费的持续增长，将带动科研机构及企业对于科研产品及服务需求的增加，科学服务业将获得进一步的发展空间。

国内科研试剂市场规模将远高于远超千亿元级别。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”（2016DDG1ZZ16）通过调研发现，我国科研试剂4支出约占科研机构（包括政府隶属研究机构、高等学校和其他事业单位）研究与试验发展（R&D）经费支出的20%-25%左右。根据国家统计局数据，2018年科研机构研究与试验发展（R&D）经费支出占全国研究与试验发展（R&D）经费支出比例约为23%，假设该比例未发生变化，2019年全国研究与试验发展（R&D）经费支出为21,737.00亿元，则我国2019年科研机构研发经费支出约为5,000亿元，科研试剂市场规模约为

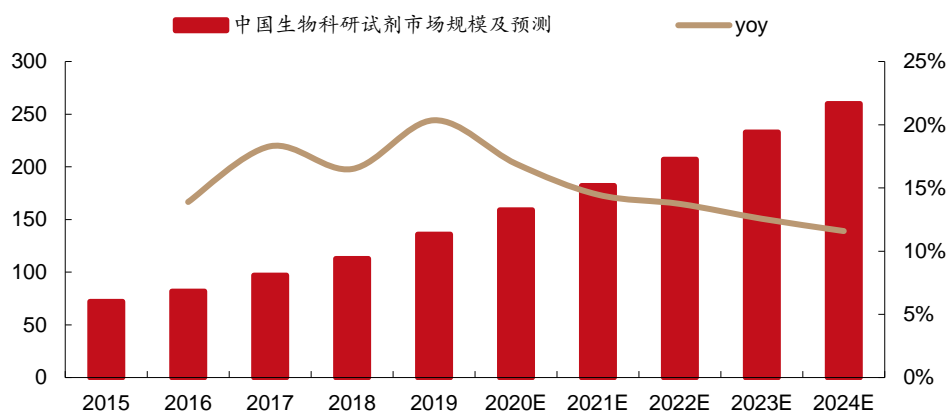
1,000-1,250 亿元。考虑到全国研究与试验发展（R&D）经费支出占比 77%的企业对于科研试剂亦存在大量需求，因此国内科研试剂市场规模将远高于远超千亿元级别。

**生命科学试剂是生命科学相关领域研究人员进行科研活动的基础工具。**生命科学试剂主要包括免疫学试剂、分子生物学试剂、细胞生物学试剂和生化试剂等，随着生物技术的不断发展，生命科学试剂的使用范围不断扩展，已经成为科技发展和技术进步不可或缺的功能材料和基础材料。

预计到 2023 年全球科研抗体及试剂（生命科学试剂）市场将达到 132.77 亿美元。根据 Meticulous Market Research Pvt. Ltd. 发布的《Research Antibodies And Reagents Market - Global Opportunity Analysis And Industry Forecast (2018-2023)》报告，预计到 2023 年，全球科研抗体及试剂（生命科学试剂）市场将达到 132.77 亿美元，2018 年至 2023 年的复合年增长率达到 6.5%。

我国生物科研试剂 2019 年市场规模为 136 亿元，增速远高于全球市场。相比国外我国生物科研试剂行业发展较晚，但整体增速较快明显高于全球市场，2015 年市场规模为 72 亿元，2019 年达到 136 亿元，期间复合增速为 17.1%，预计到 2024 年市场规模将达到 260 亿元。

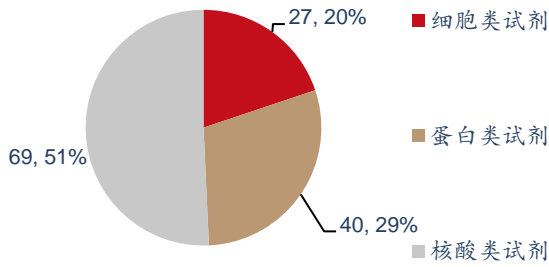
图 16：中国生物科研试剂市场规模（亿元）



资料来源：诺唯赞招股书，西部证券研发中心

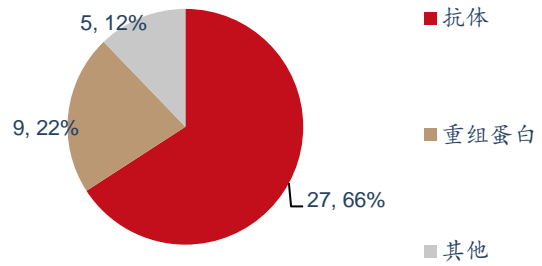
生物科研试剂进一步可分为细胞类、蛋白类、核酸类试剂，蛋白类试剂中抗体占比最高。我国生物科研试剂行业进一步细分可分为核酸类试剂、蛋白类试剂盒细胞类试剂，根据 Frost&Sullivan 数据，2019 年我国生物科研试剂市场中核酸类占比 50.9%，蛋白类占比 29.4%，而在蛋白类生物科研试剂市场中，抗体类试剂占比最高占比约为 66%，2019 年市场规模为 27 亿元。

图 17：中国生物科研试剂市场拆分（亿元，2019 年）



资料来源：义翘神州招股书，西部证券研发中心

图 18：中国蛋白类生物科研试剂市场拆分（亿元，2019）



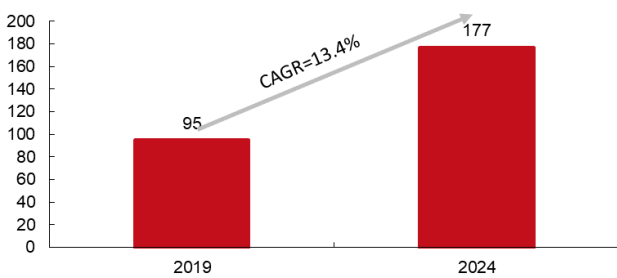
资料来源：义翘神州招股书，西部证券研发中心

## 2.2 全球科研仪器及耗材增速为10%以上，国内耗材增速明显高于全球

全球科研仪器市场容量 2019 年为 95 亿美元，预计未来五年复合增速为 13.4%。根据 Markets and Markets 发布的《Laboratory Equipment Services Market by Type、Contract、Equipment、Service Provider (OEM) and End User-Global Forecast to 2024》报告，全球科研仪器市场容量预计将从 2019 年的 95 亿美元增长至 2024 年的 177 亿美元，年均复合增长率达 13.4%，其中亚太地区市场份额占比持续提升。

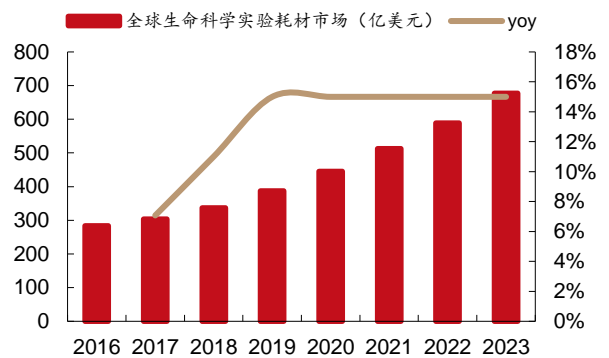
全球生命科学耗材市场以欧美为主，亚太地区市场潜力巨大。根据《生命科学实验耗材市场及关键制造技术的现状、挑战与对策》，全球生命科学耗材市场以欧美为主。亚太地区，尤其以中国、印度和新加坡为代表的国家，随着不断增长的生物技术产业方面的新增投资，生命科学耗材市场增长较快，市场潜力巨大。

图 19：全球生命科学仪器市场容量（亿美元）



资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

图 20：全球生命科学实验耗材容量（亿美元）

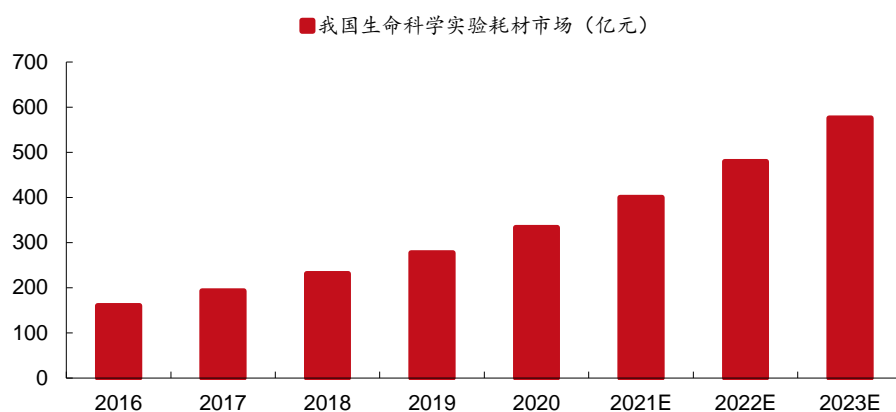


资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

2018 年我国一次性生命科学耗材的市场容量为 231.26 亿元人民币，预测未来每年增长率为 20%。我国生命科学领域研究相对欧美国家起步较晚，国内生命科学耗材市场占全球市场份额较小。但随着我国生命科学研究投入的快速加大，我国市场逐渐成为生命科学耗材的重要新兴市场。根据《生命科学实验耗材市场及关键制造技术的现状、挑战与对策》，2018 年我国一次性生命科学耗材的市场容量为 231.26 亿元人民币，预测未来每年增长率为 20%。



图 21：我国生命科学实验耗材市场



资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

### 2.3 国内科研试剂行业主要为外资占据，国内企业以代理为主

国内生命科学试剂行业具有以下 6 个特点：

- 1) 产业链参与者分散：**生命科学试剂行业具有产品种类极其繁多且专业性强的特征，上游生产商受制于技术、资源及成本等因素，单一生产商只能提供有限产品；下游客户数量庞大且分散，高等院校、科研院所、医院等科研客户存在大量不同研究方向的课题组，如 2019 年国家自然科学基金（生命科学及医学科学部分）申请成功的项目超过 16,486 项（中标率仅为 15.68%）<sup>7</sup>；此外，行业内存在大量规模较小的贸易商，普遍专业技术不强、售后服务较弱、区域性强。行业需要一站式服务商作为链接上游生产商和下游客户的桥梁。
- 2) 产品种类多、性质复杂，适用实验方法和研究对象各异：**生命科学试剂种类繁多、性质复杂，如抗体由抗原刺激产生，而抗原的种类繁多，并与抗体的来源宿主、单/多克隆性、偶联物及应用方法等多种属性互相交织，形成各种类型的抗体；同时，生命科学研究的实验方法和研究对象众多，同一研究课题可能涉及多种实验方法和不同水平的研究对象（如基因、蛋白、细胞、组织及动物等），而不同生命科学试剂适用的实验方法和研究对象各异，如何选择满足自身实验需求的产品已成为科研人员的一大难题。
- 3) 客户需求分散，采购呈现品种多、规格小、频率高等特征：**生命科学试剂覆盖研究领域广泛，如生命科学基础研究、医学基础研究、体外诊断研究、药物研发、细胞治疗研究等，同一研究领域又涉及众多研究方向。同一科研机构不同科研人员，甚至同一科研人员不同实验场景下，对于产品需求都存在较大差异，因而客户需求极其分散，其采购呈现品种多、规格小、频率高等特征。同时，科研机构的采购人员、研究人员、财务人员各司其职，三方之间信息不对称，采购人员如何及时跟进订单信息，研究人员如何合理安排实验时间、高效管理课题经费，财务人员如何准确审批、付款及核销，已成为影响行业运行效率的顽疾。
- 4) 技术更新迭代快，新产品层出不穷：**生命科学领域创新贯穿始终，每一次技术创新都伴随着大量新技术、新产品的出现。近年来，免疫学、分子生物学、细胞生物学等领域技术创新不断，涌现出如 CRISPR-Cas9、CAR-T、NGS、核酸药物、干细胞和单细胞多组学等前沿生物技术，衍生出全基因组筛选文库、CAR-T 制备产品、NGS 建库试剂盒、单细胞测序试剂盒等新产品。及时掌握新技术，更好使用新产品，优化实验技术路线，是科研人员的普遍需求。

**5) 产品技术性强, 对实验人员要求较高:** 生命科学试剂技术性强, 往往涉及诸多学科及交叉领域, 如流式抗体的使用涉及细胞生物学、免疫学、单克隆抗体技术、激光技术、荧光化学、光电子物理、流体力学及计算机软件技术等知识, 对实验人员的知识背景及综合素质要求较高。

**6) 产品存储及运输要求高:** 生命科学试剂由于产品特性而对温度变化较为敏感, 其存储和运输的温度要求各异, 对于存储环境/温度和运输环境/温度的要求不同, 且产品种类繁多, 对供应商仓储物流的专业、高效率、准确管控要求较高。

**国际巨头通过不断地进行资源整合提高行业集中度。** 公司主要产品生命科学试剂所属的科学服务业在欧美等发达国家已经较为成熟, 经过多年的发展产生了德国默克 (Merck KgaA)、赛默飞 (Thermo-Fisher)、丹纳赫 (Danaher)、艾万拓 (Avantor) 等行业巨头, 国际巨头为全球科研工作者提供一站式的 product 与服务, 占据市场主导地位, 并通过不断地进行资源整合提高行业集中度。

表 5: 全球科学服务业部分并购整合案例

时间	事件
2015 年 11 月	德国默克 (Merck KgaA) 以 170 亿美元收购了全球最大化工试剂生产商西格玛-奥尔德里奇 (Sigma-Aldrich), 增强其在实验室化学品、生物制剂、试剂方面的实力。
2016 年 3 月	赛默飞 (Thermo-Fisher) 宣布完成对 Affymetrix 的收购, 收购价约为 13 亿美元, 其将拥有扩展的抗体产品组合以加强在生物科学领域的领导地位以及新的遗传分析功能, 更好地服务于临床和应用市场。
2017 年 5 月	艾万拓 (Avantor) 以 64 亿美元收购生命科学产品代理商 VWR, 完善产品和解决方案, 扩展客户资源和销售渠道。
2019 年 2 月	丹纳赫 (Danaher) 以 214 亿美元的价格收购了通用生命科学 (GE Life Sciences) 的生物制药 (GE Biopharma) 业务, 主要为生物制药企业提供工艺开发和生产制造流程中的仪器、耗材及软件产品。
2020 年 3 月	赛默飞 (Thermo-Fisher) 以 104 亿欧元收购荷兰诊断与样品制备技术供应商凯杰 (Qiagen), 补充其现有的专业诊断产品组合。

资料来源: 优宁维招股说明书, 西部证券研发中心

**国内科研试剂行业主要由外资产品垄断, 国内企业以代理国外品牌产品为主。** 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”(2016DDG1ZZ16) 通过调研发现, 在国内科研试剂市场, 国产试剂销售规模所占比例约为 10%, 国产试剂品牌与国外厂商相比, 竞争力较弱, 存在较大差距。根据中国毒理学会药物毒理与安全性评价专业委员会、上海生物医药行业协会 2020 年 12 月对公司抗体业务及所处行业出具的说明, 国内抗体行业起步较晚, 目前和外国品牌产品差距巨大, 国内市场销售的抗体产品绝大部分为国外品牌产品, 国内大量供应商为代理销售国外品牌产品, 规模小, 缺乏专业服务能力。国内抗体自主品牌企业大多处于起步阶段, 普遍规模小, 产品数量有限, 质量良莠不齐, 不够稳定, 与国外品牌差距大。

表 6: 国外主要企业

序号	企业名称	业务领域	简介
1	德国默克 (MerckKgaA)	生命科学、医药健康、高性能材料	德国默克 (法兰克福证券交易所: MRKd) 创建于 1668 年, 是全球领先的生命科学、医药健康、高性能材料行业科技公司, 其子公司西格玛-奥尔德里奇 (Sigma-Aldrich) 是全球最大的试剂供应商之一, 产品基本覆盖了生命科学各领域。
2	赛默飞 (Thermo-Fisher)	生命科学与解决方案、实验室产品和服务、分析仪器、专业诊断仪器	赛默飞 (纽约证券交易所: TMO) 由热电公司和飞世尔科技公司于 2006 年合并而来, 是科学服务领域的领导者, 致力于提供领先的创新技术、便捷采购方案和全方位服务, 帮助客户加速生命科学领域的研究、解决在分析领域所遇到的复杂问题与挑战、促进医疗诊断和治疗的发展、提高实验室生产力。
3	丹纳赫 (Danaher)	生命科学、诊断、环	丹纳赫 (纽约证券交易所: DHR) 成立于 1984 年, 是美国领先的制造商之一, 其下设的贝克曼库

	境及应用解决、牙科材料和耗材、设备和仪器、服务和专业采购	尔特生命科学事业部致力于改善全世界人类的健康，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的新技术发展。
4	艾万拓 (Avantor)	艾万拓 (纽约证券交易所: AVTR) 成立于 1904 年，是生物制药、医疗保健、教育和政府以及先进技术和应用材料行业客户的关键产品和服务的全球领先供应商。
5	艾博抗 (Abcam)	以抗体为主的生命科学试剂和工具 艾博抗 (伦敦证券交易所: ABC) 成立于 1998 年，是生命科学试剂和工具领域的全球创新者，致力于发现、开发和销售高质量生物试剂与工具，对于研究、药物开发和诊断具有至关重要的作用。

资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

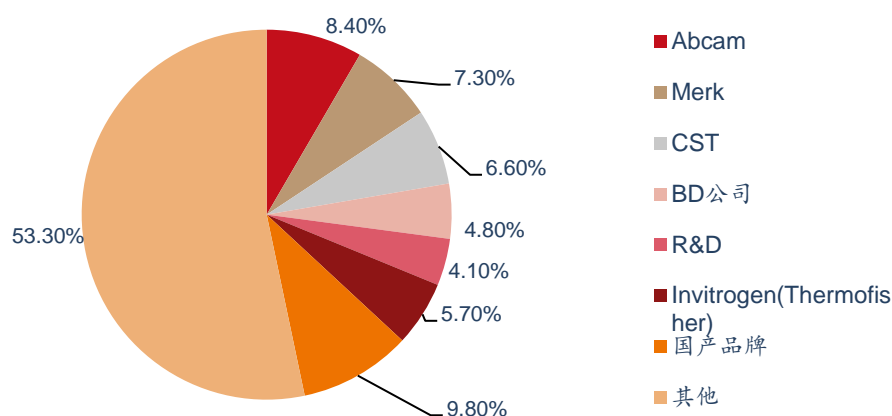
表 7：国内主要企业

序号	企业名称	业务领域	简介
1	杭州联科生物技术股份有限公司	细胞生物学与免疫学相关的检测试剂	成立于 2002 年，主要从事细胞生物学与免疫学相关的检测试剂的研发、生产、销售、服务，拥有多项自主知识产权和专利技术，主要产品有定量酶联检测试剂盒、流式细胞术荧光标记抗体、细胞培养鉴定试剂盒、细胞增殖凋亡试剂盒、蛋白样本制备试剂盒、WB 试剂盒等，同时提供相关配套实验解决方案和检测服务。
2	深圳市达科为生物技术股份有限公司	生物科研试剂、仪器及医疗设备	成立于 2008 年，主营业务为生物科研试剂、仪器及医疗设备的研发、生产、销售，自成立以来一直致力于将国际上优秀的生物科研试剂、仪器及医疗设备引入中国，目前已经成为国内生物科研试剂、仪器领域及采供血设备领域领先的供应商。
3	生工生物工程 (上海) 股份有限公司	生命科学研究产品及服务	成立于 2003 年，是国内生命科学研究产品及技术服务行业中具有全面覆盖的知名供应商，且为全球大型的 DNA 合成定制产品生产厂商之一。自成立以来，始终致力于提供生命科学研究产品及技术服务，为广大研发人员提供高性价比的生命科学实验解决方案。
4	南京诺唯赞生物技术股份有限公司	体外诊断、高通量测序和生命科学研究	成立于 2012 年，致力于酶和抗体的研发和生产，产品涵盖体外诊断、高通量测序和生命科学研究等领域，为生物医药领域和生命科学研究提供高性能的产品和优质的服务。
5	武汉爱博泰克生物科技有限公司	生命科学研究产品及服务	成立于 2011 年，主营业务包括科研抗体、分子酶产品、NGS 建库试剂盒、活性重组蛋白、诊断抗原抗体原料、ELISA 试剂盒以及 CRO 服务，CRO 服务主要包括抗体与蛋白技术服务、基因与多肽合成技术服务、免疫学检测技术服务等，专注服务于全球的科研单位、药物研发机构以及诊断工业客户，为客户提供优质的产品和专业的服务。

资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

抗体试剂行业亦是外资垄断，国产企业占比仅 9.8%。从抗体试剂看，欧美品牌占据了国内抗体试剂市场接近 90% 的市场份额，其中 Abcam、Merck、CST、Invitrogen(ThermoFisher)分别占了 8.4%、7.3%、6.6%和 5.7%的市场份额，国内品牌由于发展尚处于起步阶段，规模小品种有限，且产品集中在中低端这些品牌占据了国内抗体试剂 9.8% 的市场份额。

图 22: 中国抗体试剂市场主要品牌市场份额, 2019 年



资料来源: 弗若斯特沙利文, 西部证券研发中心

表 8: 优宁维和同行业公司产品对比

公司名称	提供产品或服务情况	整合第三方品牌
泰坦科技	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, 满足科研工作者、分析检测和质量控制人员的科研相关需求, 产品 SKU 超过 60 万种。	赛默飞、陶氏化学、3M、Sigma-Aldrich、Merck、Fisher、TCI 等
联科生物	专业从事细胞生物学与免疫学相关的检测试剂的研发、生产、销售、服务, 可提供 ELISA 试剂盒、WB 试剂盒、蛋白样本制备、细胞增殖等超 500 余种拥有自主知识产权的自主产品, 同时提供相关配套实验解决方案和检测服务。	PeprroTech、Biovision、SouthernBiotech、Rockland、Noridic-Mubio、Spherotech、Cayman、Eppendorf、TargetMol、华安生物、eBioscience 等
达科为	产品线涉及免疫学、细胞生物学、分子生物学试剂与耗材。	BioLegend、PeprroTech、Alpha Diagnostic international、UCyTech、Mabtech、Axis-Shield、DeNovoSoftware、Polyplus、Invivogen、hycultbiotech、Bethyl、GeneMark、Biovision、Lucigen、Chromatrap、SPL 等
优宁维	面向高等院校、科研院所、医院和生物医药企业等, 提供以抗体为核心的生命科学试剂及相关仪器、耗材和综合技术服务, 产品 SKU 超过 469 万种, 其中抗体 279 万种, 抗体相关试剂 50.61 万种, 其他生命科学试剂 140.03 万种, 仪器及耗材 8.37 万种, 并提供综合技术服务。	Agilent、BD、CST、Cytiva (原 GE)、Merck、PerkinElmer、R&Dsystems、Miltenyi、Qiagen、MSD 等 50 多家

资料来源: 优宁维招股说明书, 西部证券研发中心

### 三、树立“优宁维-抗体专家”的品牌形象, 自有产品将逐步提升

#### 3.1 公司在行业内树立了“优宁维-抗体专家”的品牌形象, 覆盖产品数量具备规模优势

公司生命科学试剂产品 SKU 超过 469 万种, 其中抗体 279 万种。公司生命科学试剂主要包括以抗体、抗体相关试剂为主的免疫学试剂, 以及分子生物学试剂、细胞生物学试剂和生化试剂等。目前, 公司提供的生命科学试剂产品 SKU 超过 469 万种, 其中抗体 279 万种, 覆盖了基因、蛋白、细胞、组织及动物等不同水平的研究对象, 是国内提供生命科学试剂产品最全面的企业之一。

图 23：公司不同生命科学试剂 SKU 情况



资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

图 24：公司不同种类产品 SKU 数量

项目	产品类别	SKU数量(种)
抗体	一抗	2,758,937
	二抗	33,818
抗体相关试剂	重组蛋白/多肽	252,462
	检测试剂盒	65,238
	辅助试剂	188,454
其他生命科学试剂	分子生物学试剂	504,165
	生化试剂	873,096
	细胞生物学试剂	23,051
合计		4,699,221

资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

公司主要客户群体广泛，覆盖科研人员超过 10 万名。2017-2021H1 公司业务订单合计突破 53 万笔，累计服务客户超过 9,700 家（覆盖科研人员超过 10 万名），公司自有电子商务平台注册用户超过 9.22 万名。公司客户包括清华大学、北京大学、复旦大学、上海交通大学、浙江大学等高等院校（覆盖 92 所 985、211 大学）；中国科学院系统、中国医学科学院系统、中国农业科学院系统等科研院所（覆盖 454 所科研院所）；复旦大学附属中山医院、中国医科大学附属第一医院、华中科技大学附属协和医院、上海交通大学附属第九人民医院等医院（覆盖 498 所三甲医院）；以及透景生命（300642.SZ）、康龙化成（300759.SZ/03759.HK）、药明康德（603259.SH/02359.HK）、恒瑞医药（600276.SH）等生物医药企业（覆盖 50 多家国内外上市公司）。

图 25：公司主要客户群体

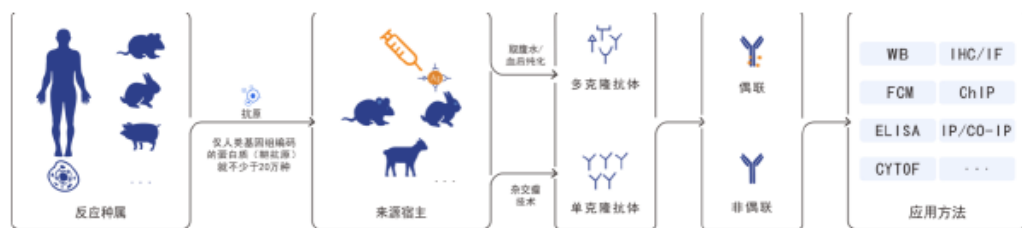


资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

抗体由抗原刺激产生，抗原的种类繁多（据上海交大学生命科学技术学院韦朝春副教授研究团队预测，仅人类基因组编码的蛋白质（抗原）就不少于 20 万种，对应抗体种类亦

超过 20 万种，除人类外还有鼠、兔等多种反应种属)，并与抗体的来源宿主、单/多克隆性、偶联物及应用方法等多种属性互相交织，形成各种类型的抗体。

图 26：抗体的产生及应用



资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

**抗体试剂：**公司提供一抗产品 **SKU275.89 万种**，二抗产品 **SKU3.38 万种**，产品品类规格齐全。公司是国内提供抗体产品最全面的企业之一，通过持续整合 BD、CST、R&D Systems、Bioxcell 等第三方品牌抗体，公司实现了在免疫学、神经科学、信号传导、肿瘤、心血管、表观遗传学、干细胞学等研究领域产品的广泛覆盖。目前，公司提供一抗产品 SKU275.89 万种，二抗产品 SKU3.38 万种，产品品类规格齐全。

表 9：公司主要抗体产品

产品类别	产品种类	代表产品	应用领域
一抗	免疫学抗体	CD3、CD4、CD8、CD25	主要用于免疫细胞及免疫细胞亚群的分型和分选；常用于自身免疫性疾病、感染、肿瘤免疫、器官移植等研究领域。
	神经科学抗体	Amyloid-β、Tau、NeuN	主要用于检测神经元细胞中标志物的表达水平；常用于神经学疾病的发病机制、药物筛选、药效评价及预防等方面的研究。
	细胞信号传导抗体	AKT、PI3k、ERK、mTOR	主要用于细胞中信号传导相关功能的研究；常用于细胞生长、发育、增殖分化、遗传变异、凋亡、迁移及癌变等生命活动调控机制的研究领域。
	肿瘤抗体	PD-L1、ALK	主要用于检测肿瘤研究中的关键靶点，从而确定肿瘤的发生发展；常用于肿瘤发生机制、肿瘤早期筛查及诊断、抗肿瘤药的药效评估等研究领域。
	细胞生物学抗体	Nrf2、PD-1、Ki67	主要用于细胞的增殖、代谢、凋亡、自噬等过程中相关蛋白的检测；在细胞生物学各研究领域均具有广泛应用。
	干细胞抗体	Nanog、Oct-1、Sox2、c-Myc	主要用于鉴定干细胞表型及功能分化；常用于帕金森病、糖尿病等疾病的发病机制研究。
	发育生物学抗体	Hippo、YAP、Wnt、Notch	主要用于检测影响细胞或者组织生长发育的关键靶点；常用于对肿瘤的发生和转移、细胞增殖、上皮-间质转化（EMT）和迁移等基本发育过程的失控机制研究。
	表观遗传学抗体	Histone3、Histone4	主要用于检测组蛋白和转录因子的关键靶点，从而研究蛋白和核酸的相互作用；常用于神经系统、代谢系统、心脏及癌症等疾病发病机制的研究。
	细胞骨架抗体	小 G 蛋白、actin、Tubulin	主要用于细胞骨架/基质蛋白的染色和定位，以及骨架蛋白组装的检测；常用于神经退行性疾病、肿瘤转移检测等研究领域。
	离子通道抗体	Na <sup>+</sup> 、K <sup>+</sup> 、Ca <sup>2+</sup> 等通道抗体	主要用于细胞膜电信号产生和传导过程的检测；常用于中枢神经系统调节、肌肉运动、激素分泌、离子通道药物研发筛选等研究领域。
	心血管抗体	VEGF、VEGFR、MMP、FGFR	主要用于检测影响血管的生成和功能的关键靶点；常用于肿瘤的发生发展的相关研究。
	代谢抗体	IRS、Insulin、UCP1、HIF-1a	主要用于检测细胞的糖/脂代谢水平的变化，从而为疾病在代谢方面的发生机制的研究作出参考；在糖尿病、肥胖等代谢性疾病相关靶向药物或治疗方式的研究中应用广泛。
细胞因子类抗	IL、CXCL、TNF、IFN	主要用于检测相关功能细胞分泌的各类细胞因子；常用于细胞因子与免疫应答、血细	

	体		胞生成、细胞生长以及损伤组织修复等功能的关系研究。
二抗		Goat Anti-Rabbit IgG (H+L)、Goat Anti-Mouse IgG (H+L)	与一抗特异性结合，检测一抗存在，放大一抗信号。常用于一抗未偶联时，通过荧光或颜色以显示抗原抗体反应。

资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

**公司抗体产品支持多种抗体应用方法。**自上世纪 70 年代以来，基于抗原抗体反应的抗体应用技术蓬勃发展，目前公司抗体产品支持 WB、FCM、IHC/IF、ELISA/ELISPOT、IP/CO-IP、ChIP/ChIP-seq、CyTOF、Function 等主要抗体应用方法。

表 10：公司抗体相关试剂主要产品

应用方法	目的	应用特点	公司业务开展情况
WB	检测蛋白表达	一种检测蛋白质特性、表达与分布最常用的方法。	公司构建了完善的产品体系，涵盖该应用方法所需各类试剂、耗材及仪器。
FCM	细胞分析和分选	具有速度快、精度高、准确性好等优点，是当前最先进的细胞定量分析技术之一，广泛应用于细胞计数、细胞分类、生物标志物检测等基础研究领域，也常用于白血病等疾病的诊断，在生命科学研究、药物发现和开发及临床诊断中应用前景广泛。	公司构建了完整的流式抗体实验整体解决方案，为客户提供流式抗体、配套试剂及相关服务的一站式采购，以及从流式实验方案设计到实验指导、数据分析的完整服务，为客户顺利完成流式实验、取得可靠数据结果提供重要技术支撑和保障。此外，公司还配套提供流式实验检测服务。
IHC/IF	定位并检测蛋白表达	具有特异性强、灵敏度高、定位准确等优点，被广泛应用于基础研究，以了解生物组织不同部位的蛋白的表达、分布和定位；也被广泛应用于实体瘤等肿瘤疾病的病理诊断。	公司提供的免疫组化抗体涵盖了各种疾病病理的蛋白标志物检测，并引进了专业病理图像分析软件 HALO，该软件可提高数据读取准确性，并协助客户发现肉眼难以发现的病理图像特征，大幅提高实验结果的可靠性。此外，公司还可配套提供免疫组化实验检测服务。
ELISA/ELISPOT	定量检测可溶性抗原	具有灵敏度高、特异性强、重复性好等优点，是检测可溶性抗原的经典实验方法，在免疫学各领域及体外诊断领域应用广泛。	公司提供针对不同样本类型、不同指标及不同灵敏度的抗体对/标准品、检测试剂盒及配套辅助试剂和耗材，其中检测试剂盒产品包含公司自主品牌产品及定制产品，并配套提供相关 ELISA 实验检测服务。
IP/CO-IP	研究蛋白质相互作用	通过该方法得到的目的蛋白符合体内实际情况，是一种研究蛋白质相互作用的经典实验方法。	公司可提供抗体、检测试剂盒及配套辅助试剂和耗材等产品，其中 IP/CO-IP 检测试剂盒包含公司自主品牌产品，并针对 ChIP-seq 实验提供下游建库试剂盒。
ChIP/ChIP-seq	研究蛋白质与 DNA 相互作用	通过蛋白质与 DNA 相互作用来分析目标基因活性以及已知蛋白质的靶基因，常与 DNA 芯片和分子克隆技术相结合使用，在组蛋白修饰研究、转录调控分析、药物开发研究、DNA 损伤与凋亡分析中应用广泛。	公司整合了质谱流式领域主流品牌的抗体产品，并积极开展质谱流式抗体定制服务，满足客户个性化需求。
CytoF	细胞分析	利用质谱原理对单细胞进行多参数检测的流式技术，将传统流式细胞术高速分析特点与质谱检测高分辨能力相结合，是流式细胞术的一个新发展方向，在造血、免疫、干细胞、癌症以及药物筛选等多个领域的研究有着广泛的应用前景。	公司整合了功能性抗体领域主流品牌的抗体产品，满足客户主要需求。
Function	目标靶点的阻断或激活	可用于免疫细胞功能的阻断或激活研究，是肿瘤免疫、细胞治疗等领域的重要研究方法。	

资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

**抗体相关试剂：公司提供抗体相关试剂产品 SKU50.61 万种。**公司抗体相关试剂产品包括基于抗体应用技术开发的检测试剂盒、重组蛋白/多肽、辅助试剂。检测试剂盒通过抗体标记技术和信号放大效应，检测（或高通量检测）不同样品和浓度水平的目标蛋白；重组蛋白主要作为添加剂用于细胞培养，或作为标准品用于定量检测试剂盒标准曲线的绘制等；

多肽主要作为酶促反应的底物用于测定酶的活性，或用于细胞培养等；辅助试剂主要用于样本处理、封闭、抗体孵育、显色等。目前，公司提供抗体相关试剂产品SKU50.61万种，广泛应用于基础科研、药物研发、细胞治疗研究、体外诊断产品研发等领域。

表 11：公司抗体相关试剂主要产品

产品类别	产品种类	代表产品	应用领域	
检测试剂盒	ELISA 试剂盒	IL-2、IL-6、VEGF、TNF	主要用于大分子和小分子抗原的定量测定；广泛应用于生命科学各研究领域。	
	ELISPOT 试剂盒	Feline CCL5/RANTES ELISpot、Hu IFN-Gma ELISPOT KIT	主要用于疫苗及抗原特异性 T 细胞的研究；常用于器官移植中排斥反应的预测、疫苗研发、自身免疫疾病研究等领域。	
	CBA 试剂盒	Hu Th1/Th2 CBA Cytokine Kit II、NHP Th1/Th2 Cytokine CBA Kit	主要用于细胞因子和炎症因子的高通量测定；常用于疾病诊断或机理研究的生物标志物筛选、机体体液免疫功能评价、细胞因子风暴、大分子药物的免疫原性评价等领域。	
	Luminex 试剂盒	IL-2、IL-6、VEGF、IFN-gamma 等 试剂盒		
	MSD 试剂盒	IFN-γ、IL-10、A038、Ap40		
		多重组化试剂盒	四重、五重免疫组化试剂盒	主要用于组织样本的多指标共染；常用于癌症、肿瘤免疫、神经等研究领域。
		ChIP 试剂盒	Sonication Chromatin IP Kit、Enzymatic Chromatin IP Kit	主要用于研究蛋白质和 DNA 的相互作用；在表观遗传学各细分领域应用广泛。
	药物筛选试剂盒	cAMP-Gs Dynamic kit、HTRF KinEASE-TK kit、DELFI A EuTDA Cytotoxicity Kit	主要用于大分子和小分子抗原的精准定量测定；在生物标志物开发与研究以及药物筛选与研发中应用广泛。	
重组蛋白/多肽	重组蛋白	IL-2、IL-6、VEGF、IFN-gamma	主要用于体外培养细胞和体内实验中的刺激和阻断，或作为 ELISA 的标准品等；常用于免疫应答调节、血细胞生成、细胞生长、多能干细胞以及损伤组织修复等研究。	
	多肽	Antimicrobial Peptides、Biotin-Labeled Histone Peptides	主要作为酶促反应的底物和封闭，或用于细胞培养等；常用于生物制药、营养食品、化妆品、组织工程材料等领域。	
辅助试剂	WB 实验辅助试剂	显色剂、蛋白分子量标志物、蛋白酶/磷酸酶抑制剂	作为实验的辅助试剂，主要用于样本处理、封闭、抗体孵育、显色等。	
	FCM 实验辅助试剂	红细胞裂解液、组织解离试剂盒、FCR 阻断剂、固定破膜试剂		
	IHC 实验辅助试剂	抗原修复液、封闭液、酶底物等		
	其他辅助试剂	封闭血清、正常对照血清、常用缓冲液等		

资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

**其他生命科学试剂：公司提供其他生命科学试剂产品SKU140.03万种，包括分子生物学、细胞生物学、生化试剂等。**公司在提供抗体、抗体相关试剂的同时，围绕生命科学微观和宏观研究对象如基因、蛋白、细胞、组织、动物等，供应分子生物学试剂、细胞生物学试剂、生化试剂等上下游生命科学试剂产品。分子生物学试剂主要用于基因研究，如核酸样品制备试剂、分子克隆试剂、基因检测试剂等；细胞生物学试剂主要用于细胞相关研究，如细胞培养产品、细胞系等；生化试剂主要是用于生命科学研究的生物材料或有机化合物，如激动剂/抑制剂、植物提取物、荧光染料等。目前，公司提供其他生命科学试剂产品SKU140.03万种，广泛应用于生物医药、农林牧渔等领域。

表 12：公司其他生命科学试剂主要产品

产品类别	产品种类	代表产品	应用领域
分子生物学试剂	样品制备	核酸、蛋白、外泌体等制备试剂盒	主要用于制备核酸、蛋白、外泌体等样品，是生命科学实验的基础材料；广泛应用于生命科学各研究领域。





	分子克隆	克隆载体、定点突变、基因沉默、基因过表达	主要用于验证基因功能或改造基因，以了解、识别、分离和打造基因；常用于药物研发、遗传学和农林牧渔等研究领域。
	基因检测	PCR、基因芯片、二代测序等试剂盒	主要用于定性或定量检测基因表达量和突变情况，或用于筛选疾病靶向基因等；常用于农林牧渔、产前诊断、肿瘤筛查等研究领域。
	基因文库	哺乳动物、大肠杆菌、酵母等文库	作为基因功能研究的高通量筛选工具，协助科研人员进行疾病发生机理、新药物作用机理和潜在药物靶点等研究；常用于癌症、遗传学、细胞生物学等研究领域。
	标准品	gDNA、RNA、cfDNA	主要用于监测分子诊断平台中检测方法准确性、平台运行情况和样本突变频率；在体外诊断领域应用广泛。
细胞生物学试剂	培养产品	培养基、血清、添加剂、3D培养	主要用于细胞培养相关实验；常用于细胞生物学研究、药物研究与开发和生物制药领域。
	细胞系或库	原代细胞、基因编辑细胞系	主要作为药物、毒理等研究的载体；在分子生物学、细胞生物学和生物医学的基础研究领域均有广泛应用。
	CHO系统	GS敲除体系、CHO细胞	主要用于高产量蛋白的表达；常用于生物技术产品的研究开发和工业化生产等领域。
生化试剂	激动剂/抑制剂	SP600125、pd98059、rapamycin、U0126	主要用于对目标分子进行激活或抑制；在细胞生物学及分子生物学的众多研究领域具有广泛应用。
	植物提取物	东莨菪碱氢溴酸盐、薯蓣皂苷、秋水仙碱	主要作为细胞培养的辅助添加物；常用于药理实验、活性筛选、含量检测等药物研发环节。
	荧光染料	异硫氰酸荧光素、藻红蛋白、AlexaFluor系列染料等	主要用于对目标组织、细胞、蛋白、核酸或其他小分子进行特定荧光标记；在生命科学各研究领域均具有广泛应用。

资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

公司生命科学仪器及耗材业务围绕中高端免疫学检测分析仪器开展。在生命科学试剂基础上，公司配套提供生命科学仪器及耗材产品，为客户提供一站式采购。公司生命科学仪器及耗材业务围绕中高端免疫学检测分析仪器开展，包括检测分析和样品制备两类，其中检测分析仪器主要包括酶标仪、凝胶成像仪、超敏多因子电化学发光分析仪、细胞磁性分选仪、多功能流式点阵仪、流式细胞仪等，样本制备仪器及耗材包括全自动组织处理器、移液器、移液管、离心管等。

表 13：公司生命科学仪器及耗材

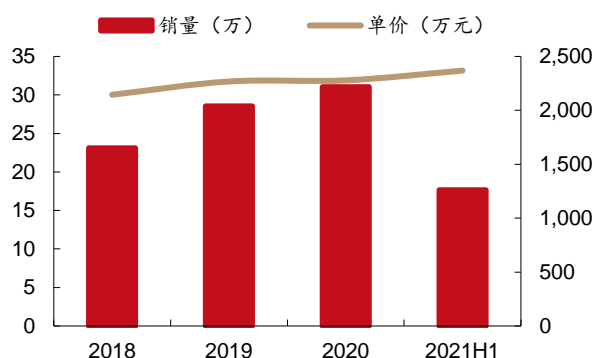
产品类别	主要产品	示意图	功能用途	应用领域
检测分析仪器	酶标仪		主要用于读取 ELISA 试剂盒的反应结果，常用于蛋白、酶等多种分子的定量分析。	免疫学检测分析基础仪器，应用于生命科学各研究领域。
	凝胶成像仪		主要用于蛋白质和核酸的凝胶成像和定性分析，是 WB 实验的常用仪器之一。	
	超敏多因子电化学发光分析仪		主要用于蛋白定量检测，应用 MSD 技术实现微量样本快速检测多个指标，具有高精度、高灵敏度、高通量、高数据质量等优点。	用于药物研发、免疫学、神经生物学、肿瘤、代谢等研究领域。
	多功能流式点阵仪		主要用于蛋白定性或定量分析，应用 Luminex 技术实现高效率的多指标联合检测。	用于免疫学、蛋白质、核酸检测、基因等研究领域。
	细胞磁性分选仪		基于 MACS 技术，主要用于细胞标记和分选。	用于细胞生物学、免疫学、肿瘤学、血液病学等研究领域。
	流式细胞仪		主要用于对细胞进行自动分析和分选，测定细胞总核酸量和总蛋白量等指标，是流式实验的必备设备。	

样本制备仪器及耗材	全自动组织处理器		主要用于将脾脏、肝脏、肺等组织处理为单细胞悬液，或制备成匀浆。	用于肿瘤学、干细胞学、心血管学、神经学、免疫学等研究领域。
	通用仪器及耗材		用于实验室各类基础操作，如移液、样本混匀、样本分离等。	应用于生命科学各研究领域。

资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

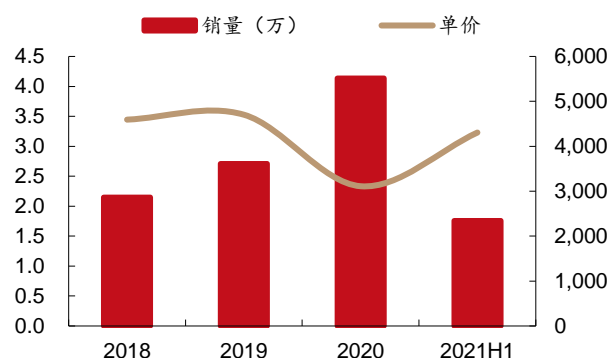
公司生命科学试剂销量和单价均稳步增长，生命科学仪器及耗材销量逐步增长，单价受产品结构影响有所波动。1) 生命科学试剂:生命科学试剂领域的供应商通常每财年调增目录价，导致公司采购成本增加，故近三年内对外销售单价有所提高。2) 生命科学仪器及耗材:生命科学仪器 2018 年-2020 年单价 10 万以下的生命科学仪器销量占比持续上升，分别为 60.26%、84.59%、94.00%，导致生命科学仪器平均销售价格持续降低。2020 年山东第一医科大学采购耗材产品中以低价 SKU 为主，采购 NEST 品牌耗材 7,735 件平均销售单价 40.39 元、MerckMillipore 品牌耗材 1,000 件平均销售单价 9.47 元。同时 2020 年 Oxford 新增耗材产品线单价较低，前述三个品牌耗材 2020 年销售数量合计 23,261 件，占当期仪器耗材销售总量的 56.27%，导致当期耗材销售单价下降。2021 年 1-6 月新增销售单价较高的仪器，例如 IC1AA-0(单价 156.59 万)和 EnVisionXcite(单价 92.88 万元)，同期生命科学仪器中单价较高的检测分析仪器的销量占生命科学仪器销量的比例自 2020 年度的 8.59%上升至 2021 年 1-6 月的 11.09%，耗材单价也有所增长，所以生命科学仪器及耗材整体单价上升。

图 27：生命科学试剂销量及单价



资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

图 28：生命科学仪器及耗材销量及单价



资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

公司销售网单、非网单销售并行，提高整体效率。1) 网单：公司的网单主要通过自有电商网站 (<http://www.univ-bio.com/>、<http://www.absin.cn/>)、微信公众号(优宁维抗体专家、流式专家、爱必信生物等)、微信小程序(优宁维商城)等线上平台开展。2) 非网单：公司非网单销售渠道体系由各事业部、销售子公司及办事处构成。目前公司已建立起遍布全国的销售网络，在全国设有 5 个销售子公司和 32 个办事处，实现了全国核心业务区域的销售覆盖。

图 29：公司网单销售流程



资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

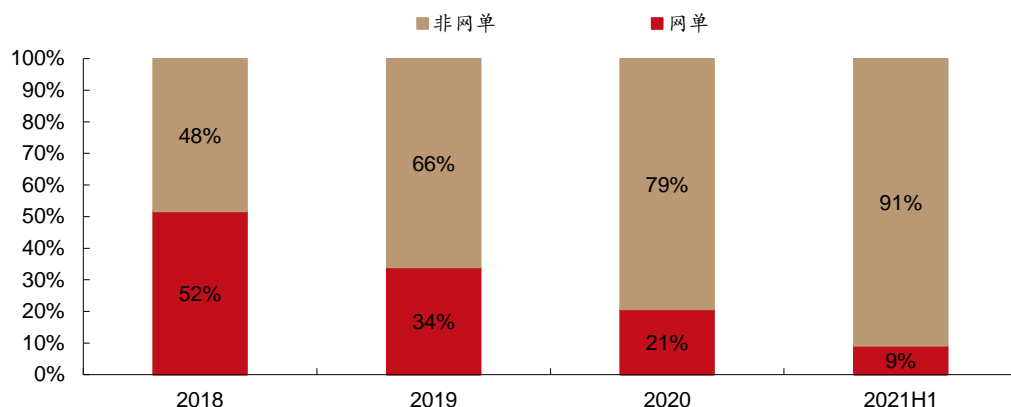
图 30：公司非网单销售流程



资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

公司网单销售占比逐年下降，非网单占比逐年提升。1)2018年网单销售大幅增长的原因：为提升公司网站的行业知名度，推广公司网站全品类产品和综合技术服务，挖掘和满足客户潜在需求，2017年底公司开始积极推广自有网站，引导用户在公司网站自助下单，通过相关推广和激励措施，2018年公司网单订单量和销售收入大幅提升。2)2019年网单销售下滑的原因：2018年公司新设广州优宁维等5家子（孙）公司。为提升集团化管理水平，2018年底公司拟将用友U8切换至金蝶K3Cloud系统，需将原系统订单数据整理导入到新系统，由于数据整理工作量较大，预计需要较长时间完成。同时，由于金蝶K3Cloud上线后仅具备基本功能，个性化开发功能尚不完整。考虑到网单的顺利执行需要公司网站、OA、金蝶K3Cloud、op等信息系统间数据交互顺畅，对系统自动化要求较高，为避免由于金蝶K3Cloud自动化功能不完整导致数据交互失败，出现无法将订单推送至ERP系统的情形，影响用户网单购物体验，导致网单用户流失，因此自2018年底公司停止对自有网站的推广活动，取消销售代表、技术支持的相关考核，2019年网单数量和销售金额显著降低。2019年5月公司将用友U8切换至金蝶K3Cloud系统，经过5个月的运行，2019年10月金蝶K3Cloud运行基本稳定。同时，公司网站新推出订单全流程跟踪查询和小优博士课堂等，为用户提供自下单至开票收款全环节信息自主查询功能和更多讲座、技术培训服务，恢复网单推广工作。3)2020年和2021年1-6月网单收入占比进一步降低的原因：2020年4月起公司网站上线新功能，可以将公司ERP订单信息及订单全流程追踪信息同步至网站，非网单客户登录公司网站即可自行查看物流信息，实现了与网上下单同样的核心功能，客户通过网单来获取订单全流程追踪信息进而安排和调整实验时间周期的需求降低。同时，公司网站小优博士、小优直播功能模块的开通逐步提升了公司网站行业知名度，公司无需再对销售代表和技术支持设立网单交易额考核指标，网单销量进一步降低，非网单销量增加。

图 31：公司网单、非网单销售占比情况



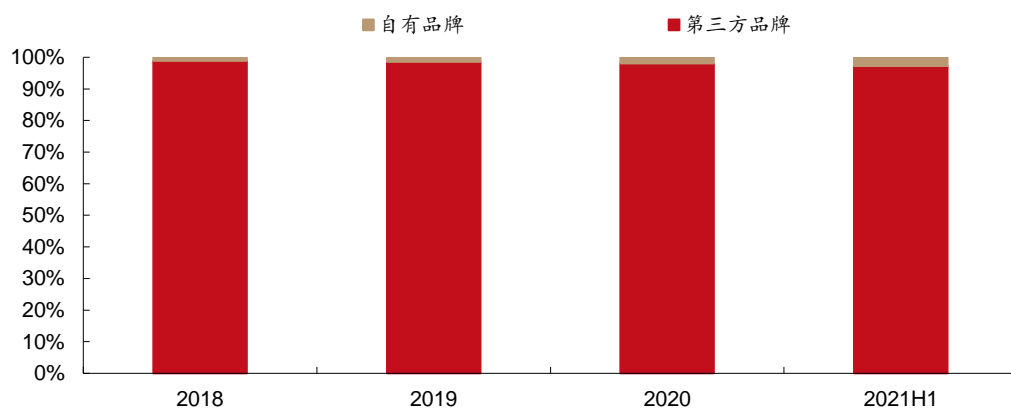
资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

### 3.2 募投项目将拓宽自有品牌产品线生产，自有品牌份额将显著提升

公司生命科学试剂主要以第三方品牌为主，自有品牌是公司未来重点发展的方向之一。2018-2021H1 公司生命科学试剂主要以第三方品牌为主，2021H1 占比 97.21%，自有品牌占比较小，但占比呈现逐年提升趋势，从 2018 年的 1.15% 提升至 2021H1 2.79%，其增速高于公司整体收入增速，是公司未来重点发展的方向之一。生命科学试剂自主品牌不等于自主生产，目前国内生命科学试剂行业自主品牌产品的生产主要通过 ODM/OEM 模式生产进行。目前公司自主品牌收入占比较低属于行业普遍情形。主要是：1) 生命科学试剂行业国内自主品牌收入较低系行业现状；2) 喀斯玛数据显示，我国科研机构对进口试剂存在严重依赖；3) 行业数据和相关协会说明显示国内生命科学试剂自主品牌收入较低；4) 同行业可比公司自主品牌收入亦较低。

**募投项目将拓宽自有品牌产品线生产，自有品牌份额将显著提升。**公司本次公开发行后募投项目拟总投资 2.80 亿元，在南京建设自主品牌生产基地，投资新生产线和研发实验室，持续研发新技术，拓宽自有品牌产品线生产，提升生产规模，进一步扩大公司产品应用领域。目前公司自主产品的生产尚处于起步阶段，占国内生命科学试剂的生产规模的份额预计较小，随着公司自主品牌生产基地的逐步建成投产，公司自有品牌所占份额将显著提升。

图 32：公司生命科学试剂按第三方品牌和自有品牌分



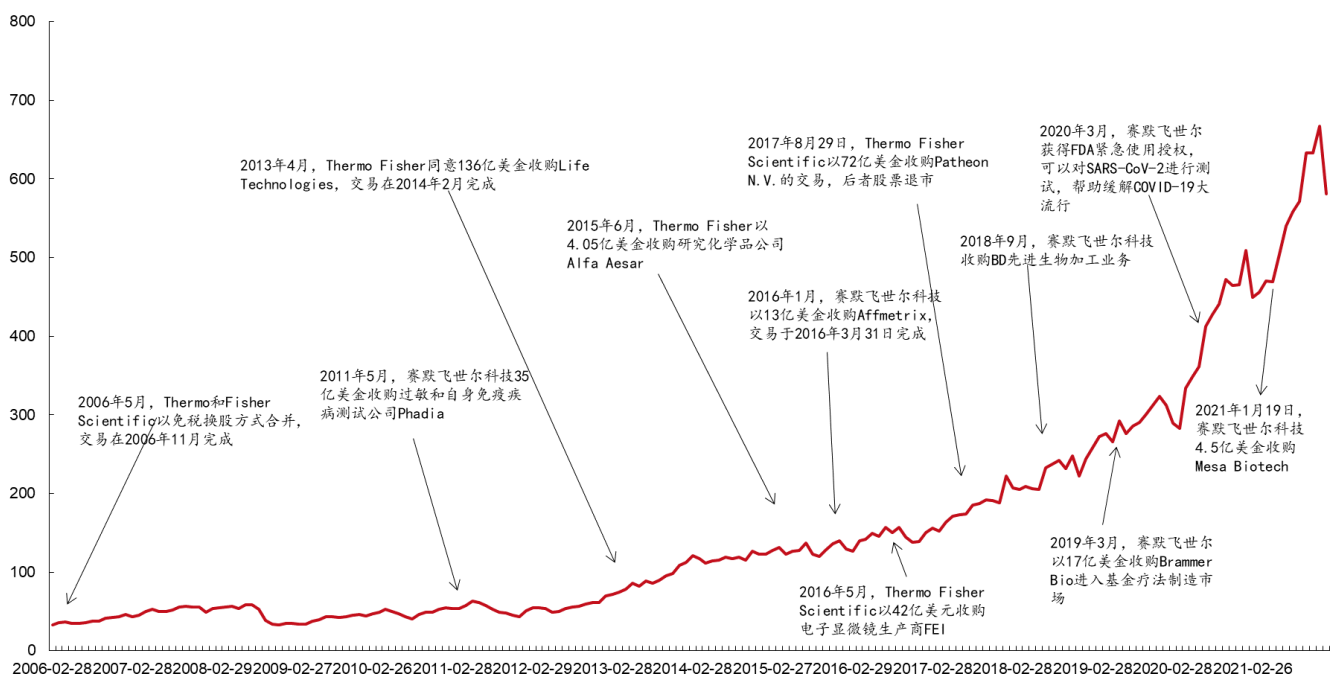
资料来源：优宁维招股说明书，西部证券研发中心

### 3.3 海外对标：赛默飞的内生并购成长之路，生命科学解决方案业务占比逐年

**提高，2005-2022年股价增长17倍**

通过内生及并购业绩稳定快速增长，赛默飞世尔成为“十七年十七倍”公司。2006年 Thermo Electron 和 Fisher 宣布以免税换股的方式合并，新公司名为 Thermo Fisher Scientific；2011年5月，赛默飞以35亿美金收购过敏和自身免疫疾病测试公司 Phadia，进入体外诊断领域，公司专业诊断业务于当年实现了24.66亿美元的增量；2013年4月，赛默飞以136亿美金收购了 Life Technologies，交易在2014年2月4日完成，公司进入生命科学解决方案领域，并于当年实现了41.96亿美元收入，使2014年业绩明显增长；2016年公司宣布以42亿美元收购电子显微镜生产商，进一步拓宽分析仪器的产品线；2019年3月赛默飞以17亿美元现金收购 Brammer Bio 进入基因疗法制造市场。纵观赛默飞的成长史，通过内生增长和不断的并购业务，公司股价从2006年33美元增长至2022年1月的581美元，增长17倍以上。

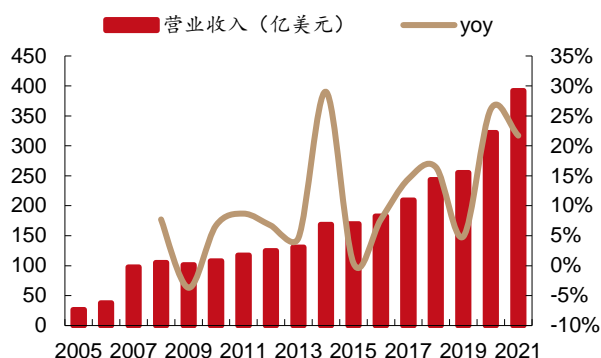
图 33：赛默飞股价变化以及历史沿革（美元）



资料来源：美股之家，Wind，西部证券研发中心

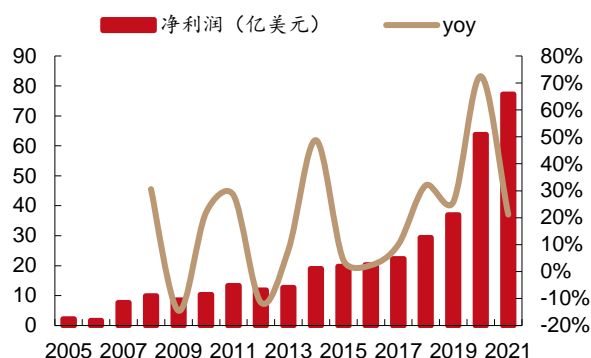
股价的上涨主要来自于稳定增长的业绩，2020、2021年疫情影响快速增长。公司营业收入从2005年的26.33亿美元增长至2021年的392.11亿美元，期间16年复合增速为18.39%；公司净利润从2005年的2.23亿美元增长至2021年的77.25亿美元，期间16年复合增速为24.80%，盈利质量高，长期复合增速维持在较高水平，其中2020、2021年快速增长的原因主要是公司新冠病毒检测等产品销售增加。

图 34：赛默飞 2005-2021 年收入情况（亿美元）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 35：赛默飞 2005-2021 年净利润情况（亿美元）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

**四大业务齐聚发展，生命科学解决方案地位日益突出。**赛默飞业务主要分为四块，分别是生命科学解决方案（Life Science solution）、分析技术（Analytical Instruments）、专业诊断（Specialty Diagnostics）和实验室产品和服务（Laboratory Products）。从营收占比来看，公司 2006-2010 年以实验室产品和服务和分析技术（仪器）起家，其中前者占比约 60%，后者占比约 40%；2011 年收购 Phadia 后专业诊断业务开始贡献业绩，占当年营收占比约 20%；2014 年收购 Life Technologies 后，公司新增生命科学解决方案业务，当年业务收入占比为 24%，并且业务占比持续提升，至 2021Q1-3 已达到 37%，成为公司业务增长的中流砥柱。

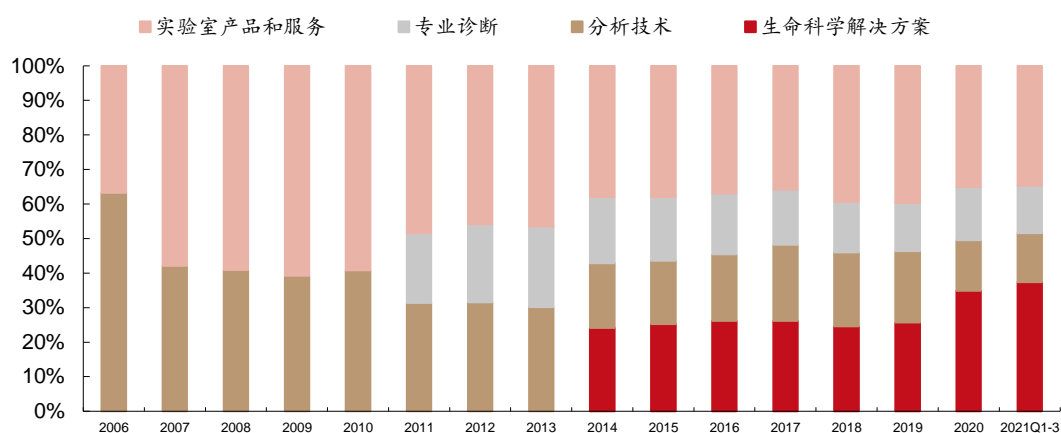
**1) 生命科学解决方案：**主要提供试剂、仪器和耗材组合，用于生物和医学研究、新药和疫苗的发现和生产以及感染和疾病的诊断。这些产品和服务为制药、生物技术、农业、临床、医疗、学术和政府市场。生命科学解决方案包括四大主要业务——生物科学、基因科学、临床新一代测序和生物生产。

**2) 分析技术：**提供广泛的仪器、耗材、软件和服务，用于实验室、生产线和现场的一系列应用。这些产品和服务为制药、生物技术、学术、政府、环境和其他研究和工业市场以及临床实验室的客户所使用。该部门包括三大主要业务——色谱和质谱、化学分析以及材料和结构分析。

**3) 专业诊断：**提供广泛的诊断测试试剂盒、试剂、培养基、仪器和相关产品，以服务于医疗保健、临床、制药、工业和食品安全实验室的客户。公司医疗保健产品用于提高诊断的速度和准确性，从而以更具成本效益的方式改善患者护理。该细分市场有五大主要业务——临床诊断、免疫诊断、微生物学、移植诊断和医疗保健市场渠道。

**4) 实验室产品和服务部门：**提供实验室所需的所有产品。独特的自制和采购产品以及广泛的服务组合使客户能够专注于核心活动，并提高效率、生产率和成本效益。该板块还包括制药和生物技术行业用于药物开发、临床试验物流和商业药物制造的全面外包服务。公司为顾客服务制药、生物技术、学术、政府和其他研究和工业市场，以及通过四大关键业务开展的临床实验室：实验室产品、实验室化学品、研究和安全市场渠道以及制药服务。

图 36: 公司历年营收占比情况



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

从海外经验看, 生命科学行业具备孕育大公司的潜力。虽然赛默飞先以实验室产品服务和分析设备起家, 但从目前营收占比看, 生命科学解决方案在公司地位逐步提升, 增速明显高于公司整体, 赛默飞通过并购等方式不断进行生命科学业务的技术升级和整合, 快速扩充自身产品线, 并于其自主生产的仪器协同发展, 扩大了市场份额。在我国大力发展基础科学研究和下游应用的背景下, 国内生物试剂行业也面临着良好的发展机遇, 呈现出底层技术快速迭代、产品种类逐渐丰富、应用领域不断拓展的发展特点, 国产生物科研试剂企业和平台型企业将充分享受行业快速增长的红利。

## 四、盈利预测

### 4.1 关键假设

#### 4.1.1 主营业务收入及成本预测

**1) 生命科学研究试剂:** 目前公司提供的生命科学试剂产品 SKU 超过 469 万种, 其中抗体 279 万种, 覆盖了基因、蛋白、细胞、组织及动物等不同水平的研究对象, 是国内提供生命科学试剂产品最全面的企业之一。我们预计 2021-2023 年生命科学研究试剂收入增速为 32%/31%/30%, 由于公司未来自由品牌产品占比会逐步提升, 预计毛利率也将逐步提升, 预计 2021-2023 年生命科学研究试剂毛利率为 22.0%/22.2%/22.4%。

**2) 生命科学仪器及耗材、综合技术服务:** 两类业务目前公司收入占比较小, 我们预计 2021-2023 年生命科学仪器及耗材收入增速为 32%/31%/30%, 毛利率为 27.5%/27.6%/27.7%; 预计 2021-2023 年综合技术服务业务收入增速为 60%/40%/35%, 毛利率为 55%/55%/55%。

表 14: 优宁维收入拆分

业务 (单位: 百万元)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	496.05	647.94	707.58	934.01	1223.55	1590.61
收入增速		30.62%	9.21%	32.00%	31.00%	30.00%
1 生命科学研究试剂						
成本	390.39	506.23	553.90	728.53	951.92	1234.32
毛利率	21.30%	21.87%	21.72%	22.00%	22.20%	22.40%
毛利	105.66	141.71	153.68	205.48	271.63	356.30
2 生命科学仪器及耗材						
收入	98.70	127.43	128.61	169.76	222.39	289.10

	收入增速	29.12%	0.92%	32.00%	31.00%	30.00%
	成本	78.82	98.96	93.55	123.08	161.01
	毛利率	20.13%	22.35%	27.26%	27.50%	27.70%
	毛利	19.87	28.48	35.06	46.68	61.38
	收入	8.80	11.25	12.89	20.63	28.88
3 综合技术服务	收入增速	27.87%	14.56%	60.00%	40.00%	35.00%
	成本	5.13	6.32	8.29	9.28	13.00
	毛利率	41.72%	43.81%	35.71%	55.00%	55.00%
	毛利	3.67	4.93	4.60	11.35	15.88
	收入	0.44	0.30	0.00	0.00	0.00
4 其他业务	收入增速	-31.19%	-100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	成本	0.39	0.18	0.00	0.00	0.00
	毛利率	10.96%	40.89%	-	-	-
	毛利	0.05	0.12	0.00	0.00	0.00
	收入	603.99	786.93	849.08	1124.40	1474.82
合计	收入增速	30.29%	7.90%	32.43%	31.17%	30.10%
	成本	474.74	611.69	655.74	860.89	1125.93
	毛利率	21.40%	22.27%	22.77%	23.44%	23.66%
	毛利	129.25	175.24	193.34	263.51	348.89

资料来源: Wind, 西部证券研发中心预测

#### 4.1.2 费用预测

从历史上看公司整体费用率呈逐步下降趋势, 2018-2021Q1-3 公司期间费用合计分别为 7,579.92 万元、10,006.25 万元、9,664.92 万元和 8,440.45 万元, 占同期营业收入的比例分别为 12.55%、12.72%、11.38%和 10.64%, 其中销售费用率、管理费用率呈持续下降趋势, 规模效应凸显。基于此我们预计 2021-2023 年销售费用率为 7.5%/7.4%/7.3%, 管理费用率为 3.0%/2.9%/2.8%。公司注重研发, 历年研发费用率呈稳步提升趋势, 我们预计公司未来将投入更多研发费用用于自有品牌产品的研发, 占比进一步提升, 我们预计 2021-2023 年研发费用率为 2.0%/2.5%/3.0%。

#### 4.1.3 盈利预测

在上述收入、成本和费用假设条件下, 我们预计公司 21-23 年实现营业收入 11.24 亿元/14.75 亿元/19.19 亿元, 同比增长 32.4%/31.2%/30.1%, 实现归属于母公司的净利润 1.05 亿元/1.39 亿元/1.78 亿元, 同比增长 37.2%/32.9%/27.9%, 预计 21-23 年公司 EPS 为 1.21/1.61/2.06 元。

### 4.2 投资建议

#### 4.2.1 相对估值

公司为科研试剂行业企业, 因此我们选取阿拉丁、泰坦科技、百普赛斯作为公司的可比公司, 参考科研试剂行业可比公司估值水平, 我们认为优宁维相较于行业内竞争对手公司拥有明显的竞争优势: a) 公司通过建立一支专业学术推广队伍, 定期线上学术培训, 建立在抗体领域的学术壁垒; b) 一站式服务商规模效应: 公司覆盖产品 SKU 超过 469 万种, 其中抗体 279 万种, 抗体相关试剂 50.61 万种, 其他生命科学试剂 140.03 万种, 仪器及耗材 8.37 万种。覆盖下游客户十万以上, 规模效应带来上下游更强议价能力。c) 自有品



类数量逐渐增加提高财务指标和运营效率。基于以上原因我们给予优宁维相较于可比公司一定的估值溢价，给予优宁维 2022 年 65 倍 PE，预计公司 2022 年 EPS 为 1.61，对应公司 2022 年目标价格为 104.65 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 15：可比上市公司估值水平

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	股本 (亿股)	EPS (元)			PE		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
688179.SH	阿拉丁	57.19	1.01	-	1.23	1.61	-	46.67	35.54
688133.SH	泰坦科技	146.81	0.76	-	2.92	4.28	-	50.21	34.33
301080.SZ	百普赛斯	169.53	0.80	2.27	3.29	4.68	74.66	51.59	36.21
平均	-	-	-	-	-	-	74.66	49.49	35.36
301166.SZ	优宁维	85.13	0.87	1.21	1.61	2.06	70.30	52.91	41.37

资料来源：Wind 一致预期，西部证券研发中心

#### 4.2.2 绝对估值

采用现金流折现法（DCF 估值法对公司进行估值），关键假设如下：

- 1、无风险收益率：取无风险收益率为 10 期国债在评估基准日的到期收益率 2.7891%。
- 2、市场平均风险收益率：采用 2016/02/15-2022/02/11 六年沪深 300 指数平均收益率 7.71% 为市场平均风险收益率。
- 3、风险系数  $\beta$  的计算：通过 Wind 查询查询证监会行业类（研究和试验发展）行业公司的  $\beta$  值（标的指数为沪深 300）。计算结果：最终选取加权剔除财务杠杆调整  $\beta$  为风险系数，即 0.9569。

表 16：风险系数  $\beta$  计算条件设置

板块名称：SW 医疗器械	计算周期：周
时间范围：2021/02/12-2022/02/11	收益率计算方法：普通收益率
剔除财务杠杆方式（D/E）：按市场价值比	加权方式：算术平均

资料来源：Wind，西部证券研发中心

根据 CAPM 模型股权资本成本  $K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) = 7.50\%$ 。

- 4、计算公司加权平均资本成本（WACC）：假设有效税率（参考 2021 年）为 20.11%，债务资本比重为 4.01%，WACC=7.47%。
- 5、假设第二阶段平均增速为 20%，我们认为科研试剂行业仍处于快速发展阶段，随着未来公司自研产品占比不断提高，未来 10 年仍将是公司的扩张成长期。
- 6、假设永续增长率为 2.0%。

表 17：绝对估值假设

估值假设	数值
过渡期年数	10
过渡期增长率	20%
永续增长率 g	2%
贝塔值 ( $\beta$ )	0.9569
无风险利率	2.79%
市场预期收益率 $R_m$	7.71%

有效税率

20.11%

资料来源：Wind，西部证券研发中心预测

表 18: FCFE 模型敏感性分析 (元)

永续增长率 g/ WACC	1.24%	1.37%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%	2.93%	3.22%
4.64%	166.12	171.43	177.76	185.39	194.71	206.32	221.09	240.40	266.61	303.99	361.30
5.10%	145.16	149.11	153.77	159.32	166.01	174.20	184.38	197.34	214.29	237.28	270.08
5.62%	127.44	130.39	133.85	137.92	142.78	148.63	155.79	164.69	176.02	190.85	210.96
6.18%	112.38	114.60	117.17	120.18	123.73	127.96	133.06	139.29	147.06	156.93	169.84
6.79%	99.54	101.20	103.13	105.36	107.97	111.05	114.72	119.15	124.56	131.30	139.86
7.47%	88.55	89.81	91.25	92.91	94.84	<b>97.09</b>	99.76	102.93	106.75	111.43	117.25
8.22%	79.15	80.09	81.17	82.41	83.84	85.49	87.44	89.73	92.45	95.74	99.76
9.04%	71.09	71.80	72.60	73.53	74.59	75.81	77.23	78.89	80.85	83.18	86.00
9.95%	64.18	64.72	65.32	66.01	66.79	67.69	68.73	69.94	71.36	73.02	75.01
10.94%	58.28	58.68	59.13	59.64	60.22	60.88	61.65	62.53	63.55	64.74	66.16
12.04%	53.24	53.54	53.87	54.25	54.68	55.17	55.73	56.37	57.11	57.97	58.97

资料来源：西部证券研发中心预测

#### 4.2.3 投资建议

结合相对估值和绝对估值结果,我们给予优宁维 2022 年 65 倍 PE,预计公司 2022 年 EPS 为 1.61,对应公司 2022 年目标价格为 104.65 元,首次覆盖,给予“买入”评级。

## 五、风险提示

### 5.1 行业竞争加剧及竞争失败的风险

近年来,随着公司所处生命科学试剂和科学服务业的迅速发展,生命科学试剂领域的竞争愈发激烈。从国际市场上看,国外品牌如德国默克(MerckKgaA)、赛默飞(Thermo-Fisher)、丹纳赫(Danaher)和艾万拓(Avantor)等发展历史较为悠久,占据市场主导地位,普遍规模庞大、产品种类齐全。从国内市场看,公司面对不同类型的竞争对手,既有同样的综合服务商,又有细分领域的专业性产品或服务公司和数量众多的区域性经销商。面对日益加剧的行业竞争,公司如不能持续扩充资本实力、完善销售渠道建设、强化研发能力、提升人员技术和服务水平,则可能面临市场竞争力下降、客户流失、市场份额和品牌知名度下降等竞争失败风险。

### 5.2 主要品牌厂商直销替代的风险

2018 年-2020 年,公司所售生命科学试剂、仪器及耗材的品牌数量持续增长,分别为 363 个、394 个和 502 个,推动公司主营业务收入持续增长。未来随着国内科学服务业和生命科学试剂行业市场规模的持续增长,若国外厂商尤其是主要合作品牌厂商在国内尝试拓展直销网络,不再与公司业务合作,则公司可能面临合作品牌数量减少、主要品牌收入和毛利率下滑等经营风险,对公司持续盈利能力造成不利影响。

### 5.3 贸易摩擦及汇率波动风险

公司所售产品主要生产厂商大多位于美国,虽然公司采购的生命科学试剂、仪器及耗材目

前尚不属于限制出口清单所列货物，但在全球贸易保护主义抬头的背景下，未来国际贸易政策和环境仍存在一定的不确定性。如果全球贸易摩擦，尤其是与美国的贸易摩擦进一步加剧，境外供应商可能会被限制或禁止向公司供货，公司采购等经营活动将会受到较大影响。

公司部分产品采购以美元、欧元、英镑结算，2018-2021H1 各期汇兑损益分别为 126.75 万元、121.84 万元、-210.48 万元和-17.31 万元。随着采购规模的扩大，公司外汇结算量将继续增大。如果结算汇率短期内波动较大，公司境外采购价格和产品销售价格将受到直接影响，进而对经营业绩造成不利影响。

#### 5.4 新冠疫情导致公司经营业绩波动的风险

2020 年 1 月，我国发生了新型冠状病毒肺炎疫情，下游客户延迟复工及人员流动管制对公司业务开展构成一定影响，2020 年 1-6 月收入较 2019 年同期略有下滑。目前国内疫情已得到有效控制，公司客户已完全复工复产，主要供应商亦恢复正常办公。

由于国内外疫情持续时间和秋冬季节是否会发生反复存在不确定性，且境外疫情的反复或加重将影响厂商的生产活动，进而可能对公司未来经营业绩产生不利影响。

#### 5.5 业务与模式创新失败风险

近年来，公司持续保持业务与模式创新：以全面高品质的产品线、线上线下相结合的营销渠道、智能供应链体系等为依托构建一站式平台，为客户提供实验服务等配套服务和贯穿售前、售中和售后各环节的技术支持服务；以供应商/品牌管理、客户需求管理为核心构建供应链系统；于 2016 年起确立电子商务模式为公司主要销售方式之一，是国内较早进入生命科学试剂电商领域的企业之一。公司业务与模式的创新是近年来各类业务保持持续快速增长的基础，未来如公司不能持续保持业务与模式创新，或新的业务与模式创新无法获得市场认可，则公司可能面临创新投入失败、竞争优势削弱、市场份额下滑、经营效率降低等创新失败风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	153	251	2,132	2,196	2,308	营业收入	787	849	1,124	1,475	1,919
应收款项	222	253	329	426	549	营业成本	612	656	861	1,126	1,461
存货净额	38	45	59	77	99	营业税金及附加	3	4	5	7	9
其他流动资产	52	1	2	2	3	销售费用	66	67	84	109	140
<b>流动资产合计</b>	<b>464</b>	<b>550</b>	<b>2,522</b>	<b>2,701</b>	<b>2,959</b>	管理费用	32	33	56	80	111
固定资产及在建工程	28	27	73	98	101	财务费用	2	(3)	(14)	(25)	(30)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他费用/(-收入)	(11)	(3)	1	4	5
无形资产	1	1	4	6	8	<b>营业利润</b>	<b>74</b>	<b>96</b>	<b>131</b>	<b>175</b>	<b>223</b>
其他非流动资产	11	14	17	22	28	营业外净收支	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>非流动资产合计</b>	<b>40</b>	<b>41</b>	<b>94</b>	<b>126</b>	<b>137</b>	<b>利润总额</b>	<b>74</b>	<b>96</b>	<b>131</b>	<b>175</b>	<b>223</b>
<b>资产总计</b>	<b>505</b>	<b>591</b>	<b>2,616</b>	<b>2,827</b>	<b>3,096</b>	所得税费用	16	19	26	35	45
短期借款	47	10	13	17	23	<b>净利润</b>	<b>58</b>	<b>76</b>	<b>105</b>	<b>139</b>	<b>178</b>
应付款项	129	167	220	288	373	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	8	8	8	8	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>58</b>	<b>76</b>	<b>105</b>	<b>139</b>	<b>178</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>175</b>	<b>185</b>	<b>241</b>	<b>313</b>	<b>404</b>	<b>财务指标</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	<b>盈利能力</b>					
其他长期负债	0	1	0	1	1	ROE	26.2%	20.8%	7.6%	5.7%	6.9%
<b>长期负债合计</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	毛利率	22.3%	22.8%	23.4%	23.7%	23.9%
<b>负债合计</b>	<b>175</b>	<b>186</b>	<b>241</b>	<b>313</b>	<b>404</b>	营业利润率	9.4%	11.3%	11.7%	11.8%	11.6%
股本	65	65	87	87	87	销售净利率	8.7%	9.0%	9.3%	9.5%	9.3%
股东权益	329	405	2,374	2,514	2,692	<b>成长能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>505</b>	<b>591</b>	<b>2,616</b>	<b>2,827</b>	<b>3,096</b>	营业收入增长率	30.3%	7.9%	32.4%	31.2%	30.1%
						营业利润增长率	66.1%	14.2%	37.2%	32.9%	27.9%
						归母净利润增长率	45.3%	32.0%	37.2%	32.9%	27.9%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	34.8%	31.5%	9.2%	11.1%	13.1%
						流动比	2.65	10.47	10.47	8.64	7.33
						速动比	2.43	2.73	10.23	8.39	7.09
						<b>每股指标与估值</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
						<b>每股指标</b>					
						EPS	0.67	0.88	1.21	1.61	2.06
						BVPS	3.80	4.67	27.40	29.01	31.06
						<b>估值</b>					
						P/E	108.2	96.5	70.3	52.9	41.4
						P/B	16.8	13.7	3.1	2.9	2.7
						P/S	9.4	8.7	6.6	5.0	3.8

现金流量表 (百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	68	76	105	139	178
折旧摊销	5	7	5	8	9
营运资金变动	2	(3)	(14)	(25)	(30)
其他	(66)	12	(43)	(53)	(67)
<b>经营活动现金流</b>	<b>10</b>	<b>92</b>	<b>52</b>	<b>69</b>	<b>91</b>
资本支出	(9)	1	(54)	(34)	(14)
其他	42	45	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>33</b>	<b>46</b>	<b>(54)</b>	<b>(34)</b>	<b>(14)</b>
债务融资	31	(33)	18	29	36
权益融资	100	0	1,865	0	0
其它	(55)	(4)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>76</b>	<b>(37)</b>	<b>1,882</b>	<b>29</b>	<b>36</b>
汇率变动					
<b>现金净增加额</b>	<b>118</b>	<b>101</b>	<b>1,881</b>	<b>64</b>	<b>112</b>

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

## 西部证券—公司投资评级说明

- 买入： 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20% 以上  
增持： 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 到 20% 之间  
中性： 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差 -5% 到 5%  
卖出： 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

## 联系我们

**联系地址：**上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层  
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303  
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

**联系电话：**021-38584209

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他方式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。