

医疗器械

优宁维 (301166.SZ)

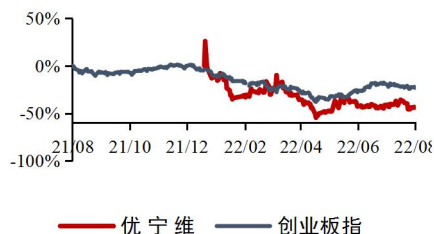
买入-A(首次)

国内生命科学综合服务一站式平台领域的“先行者”

2022年8月10日

公司研究/公司分析

公司上市以来股价表现



投资要点:

➤ 公司是国内生命科学综合服务一站式平台领域的“先行者”

公司专注于生命科学研究服务，长期聚焦于生命科学、生物医药、医疗诊断、分析检测等领域，主要面向高等院校、科研院所、医院和生物医药企业等开展生命科学试剂、相关仪器及耗材、综合技术服务三大类业务。公司整合了包括 Agilent 在内的 50 多家行业知名品牌，可提供超过 582 万种生命科学试剂产品，覆盖生命科学基础研究、医学基础研究等诸多领域，已成为国内抗体品种及规格最全面的供应商之一。依托一站式平台，公司在 2017-2021 年业务订单量合计突破 61 万笔，累计服务客户超过 10,000 家（覆盖科研人员超过 10 万名），并拥有超过 10.76 万名平台注册用户。目前公司已逐步成为国内科学服务业特别是生命科学细分领域的主要供应商之一，在行业内具有较强的市场影响力。

➤ 公司提供全面的产品和配套服务，不断深化“抗体专家”品牌形象

公司形成了第三方品牌为主、自有品牌为辅的供应体系：①在第三方品牌供应方面，公司整合了 Agilent、BD 等 50 多家行业知名品牌抗体产品，提供超过 582 万种生命科学试剂产品 SKU，并提供单/多因子检测、流式检测等配套服务。其中，一抗、检测试剂盒及辅助试剂是公司营收的主要来源，2021H1 营收占比分别为 43.35%、26.46%、11.29%。②在自主品牌供应方面，公司依托南京优爱、杭州斯达特、爱必信和乐备实四大平台持续加大研发投入、发展自主品牌，但目前占国内生命科学试剂生产规模的份额较小，随着公司自主品牌生产基地的逐步建成投产，预计公司自主生产所占份额将显著提升。经过多年发展，公司的“抗体专家”形象已经深入人心，取得了良好的行业口碑，具备较强的影响力。

➤ 立足行业特点，公司搭建了高效、便捷的一站式服务平台

我国生命科学服务行业的一个重要特点是产业链参与者相对分散：①上游生产商较多并且单一生产商只能提供有限产品；②下游客户以科研用户为主，数量庞大且分散；③产业链中游存在大量规模较小的贸易商。为了更好地适应这一行业特点，公司充分借助电子商务模式建立起一站式服务平台，该平台最大的优势是高效和便捷，具体体现在：①采用智能供应链模式，实现信息共享和交互，提升公司管理效率；②打通线上和线下的营销渠道，提供丰富的专业化服务及技术支持服务，有效满足客户的多元化需求。截至 2020 年 12 月 31 日，公司电子商务平台向客户有效展示生命科学试剂 SKU392 万种，拥有 8.27 万名注册用户，2020 年全年电子商务平台交易金额和交易次数分别

市场数据：2022年8月10日

收盘价(元):	57.73
总股本(亿股):	0.87
流通股本(亿股):	0.22
流通市值(亿元):	12.50

基础数据：2022年3月31日

每股净资产(元):	24.36
每股资本公积(元):	19.81
每股未分配利润(元):	3.28

分析师:

叶中正

执业登记编码: S0760522010001

电话:

邮箱: yezhongzheng@sxzq.com

魏贇

执业登记编码: S0760522030005

邮箱: weiyun@sxzq.com



为 17583.16 万元和 23088 次。截至 2021 年 12 月 31 日，公司自有电子商务平台注册用户超过 10.76 万名。

➤ 优质客户及供应商资源助力公司一站式平台持续发展

①公司的客户资源优质广泛，具体而言包括清华大学、北京大学在内的 92 所 985、211 大学、中国科学院在内的 454 所科研院所、复旦大学附属中山医院在内的 498 所三甲医院、透景生命和康龙化成在内的 50 多家国内外上市公司；②公司的供应商资源优质稳定，已整合 Agilent、BD、CST、Cytiva（原 GE）、Merck、PerkinElmer、R&D systems、Miltenyi、MSD、Qiagen 等 50 多家行业知名品牌，部分合作期达 10 年以上，合作期内合作关系良好且公司多次获得供应商的嘉奖。得益于此，公司的规模效应优势逐步显现，上下游议价能力或将不断增强，生命科学综合服务一站式平台仍有较大的发展空间。

**盈利预测、估值分析和投资建议：**我们预测公司 2022~2024 年营业收入分别为 14.69、19.24、24.88 亿元，增速分别为 32.4%、31.0%、29.3%，净利润分别为 1.43、1.83、2.36 亿元，增速分别为 32.0%、27.7%、28.9%，对应 EPS 分别为 1.66、2.11、2.73 元，以 8 月 10 日收盘价 57.73 元计算，对应 PE 分别为 34.9X、27.3X、21.2X。考虑到 1) 生命科学服务行业景气度高但相对分散利好一站式平台；2) 公司持续积累优质客户及供应商资源，规模效应逐步显现；3) 公司持续加大研发投入、大力发展自主品牌；对公司首次覆盖，给予公司“买入-A”的评级。

**风险提示：**行业竞争加剧导致客户流失、市场份额和品牌知名度下降等风险；贸易摩擦及汇率波动风险；疫情反复干扰公司供应链及下游客户销售的风险。

**财务数据与估值：**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	849	1,110	1,469	1,924	2,488
YoY(%)	7.9	30.7	32.4	31.0	29.3
净利润(百万元)	76	109	143	183	236
YoY(%)	32.0	42.2	32.0	27.7	28.9
毛利率(%)	22.8	23.2	23.5	23.7	24.0
EPS(摊薄/元)	0.88	1.25	1.66	2.11	2.73
ROE(%)	18.9	5.2	6.4	7.6	8.9
P/E(倍)	65.4	46.0	34.9	27.3	21.2
P/B(倍)	12.4	2.4	2.2	2.1	1.9
净利率(%)	9.0	9.8	9.8	9.5	9.5

数据来源：聚源数据，山西证券研究所

## 目录

1. 公司是国内生命科学综合服务一站式平台领域的“先行者”	6
1.1 公司立足一站式平台提供以抗体为核心的产品和服务	6
1.2 拥有丰富行业经验的实际控制人直接参与公司经营管理	7
1.3 公司业绩持续增长，盈利能力稳步提升	9
2. 生命科学综合服务一站式平台发展空间广阔、市场潜力巨大	10
2.1 政策支持为生命科学服务行业带来机遇	10
2.2 生命科学服务行业景气度高但相对分散利好一站式平台	12
2.3 国内科研试剂行业以代理为主且竞争激烈加速一站式平台形成	16
3. “多点开花”助力公司生命科学综合服务一站式平台高质量发展	18
3.1 公司提供全面的生命科学试剂产品，打造“抗体专家”品牌形象	18
3.2 借助电子商务模式，公司搭建了高效、便捷的生命科学一站式服务平台	22
3.3 “积跬步，致千里”：优质客户及供应商资源为公司发展保驾护航	25
4. 盈利预测及估值对比	27
5. 风险提示	29

## 图表目录

图 1：公司产品拓展及业务扩张历程	6
图 2：公司生命科学综合服务一站式平台示意图	7
图 3：公司股权结构	8
图 4：公司营收持续增长	9
图 5：公司净利润保持较高增速	9
图 6：公司生命科学研究试剂营收占比最大	9
图 7：一抗是公司生命科学试剂的核心产品	9

图 8： 公司毛利率和净利率逐步提升.....	10
图 9： 2021 年同业可比公司盈利能力比较.....	10
图 10： 公司费用控制良好.....	10
图 11： 公司研发费用增长迅速.....	10
图 12： 中国研发与试验发展经费支出情况.....	12
图 13： 中国生物药物研发支出情况.....	12
图 14： 生命科学服务行业产业链示意图.....	13
图 15： 全球生物科研试剂市场规模.....	13
图 16： 中国生物科研试剂市场规模.....	13
图 17： 2019 年中国生物科研试剂产品构成.....	14
图 18： 2019 年中国蛋白类试剂产品构成.....	14
图 19： 2019 年全球生物科研试剂市场客户构成.....	15
图 20： 2019 年中国生物科研试剂市场客户构成.....	15
图 21： 全球各区域生命科学仪器市场增长情况.....	16
图 22： 全球和中国生命科学耗材市场规模.....	16
图 23： 智能供应链系统示意图.....	24
图 24： 公司客户群体概况.....	26
图 25： 公司主营业务收入客户构成.....	26
图 26： 公司代理品牌概况（仅显示部分品牌）.....	27
图 27： SKU 产品品牌构成（截至招股书发布日）.....	27
表 1： 优宁维高管人员介绍.....	8
表 2： 近年来科学服务业相关支持政策.....	11



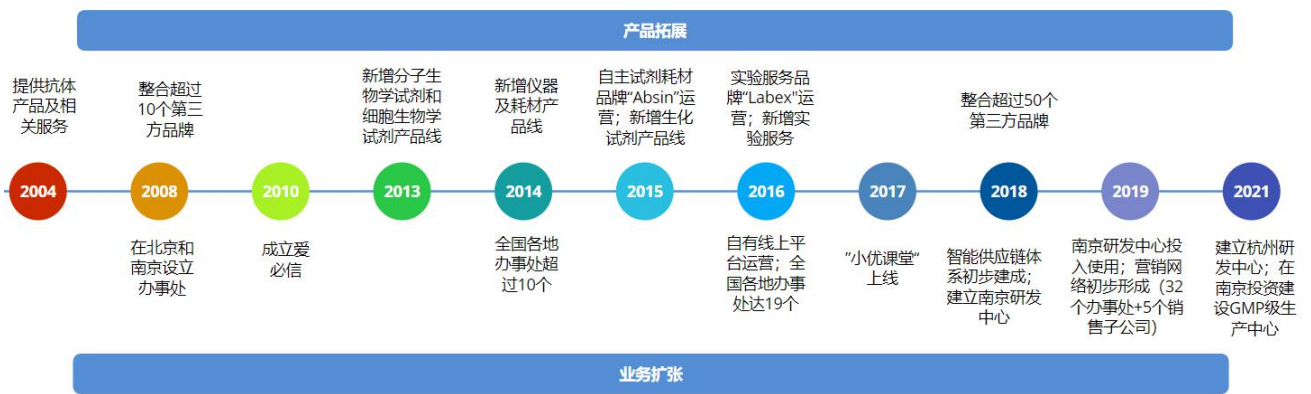
表 3： 生物科研试剂产品介绍.....	14
表 4： 生命科学服务行业内主要企业概述.....	16
表 5： 生命科学服务行业典型并购整合案例.....	17
表 6： 同业可比公司产品比较.....	18
表 7： 公司提供的主要抗体产品.....	19
表 8： 公司提供的主要抗体相关试剂产品.....	20
表 9： 公司提供的其他生命科学试剂产品.....	21
表 10： 公司主要研发平台.....	22
表 11： 公司提供的配套服务概况.....	22
表 12： 公司自有电商网站注册用户、交易用户情况（截至 2020 年 12 月 31 日） .....	23
表 13： 公司提供的技术支持服务概况.....	24
表 14： 公司与竞争对手线上服务平台对比.....	25
表 15： 2022-2024 年公司主营业务收入预测（百万元） .....	28
表 16： 2021-2024 年可比公司估值对比.....	28

## 1. 公司是国内生命科学综合服务一站式平台领域的“先行者”

### 1.1 公司立足一站式平台提供以抗体为核心的产品和服务

公司专注于生命科学研究服务，长期聚焦于生命科学、生物医药、医疗诊断、分析检测等领域，主要提供以抗体为核心的产品和服务。公司主要面向高等院校、科研院所、医院和生物医药企业等开展生命科学试剂、相关仪器及耗材、综合技术服务三大类业务。公司前身优宁维有限公司于2004年成立。2015年，经股东会决议，同意将公司整体变更为股份有限公司。2021年12月28日，公司在深圳证券交易所创业板上市。目前公司已逐步成为国内科学服务业特别是生命科学细分领域的主要供应商之一，在行业内具有较强的市场影响力。

图 1：公司产品拓展及业务扩张历程



资料来源：公司招股说明书，公司官网，山西证券研究所

在业务扩张和产品拓展的过程中，公司逐步搭建起国内专业全面的生命科学综合服务一站式平台。该平台基于高品质的产品线、线上线下相结合的营销渠道、智能供应链体系等构建，最大的特点是通过整合创造价值：

(1) 在供应端，公司整合了 Agilent、BD、CST 等 50 多家行业知名品牌，提供超过 582 万种生命科学试剂产品 SKU、配套仪器及耗材、综合技术服务等，应用场景涵盖生命科学基础研究、医学基础研究、体外诊断研究、药物研发、细胞治疗研究等诸多领域。

(2) 在需求端，公司积极服务临床科研、基础科研、生物医药开发及应用，凭借全面的生命科学科研产品、综合技术支持一站式平台服务和良好的品牌形象积累了广泛优质的客户群体，如高等院校、科研院所、医院及医药企业等。

(3) 基于智能供应链及成熟的电商模式，公司将供应端与需求端衔接起来成功实现了价值创造。



图 2：公司生命科学综合服务一站式平台示意图

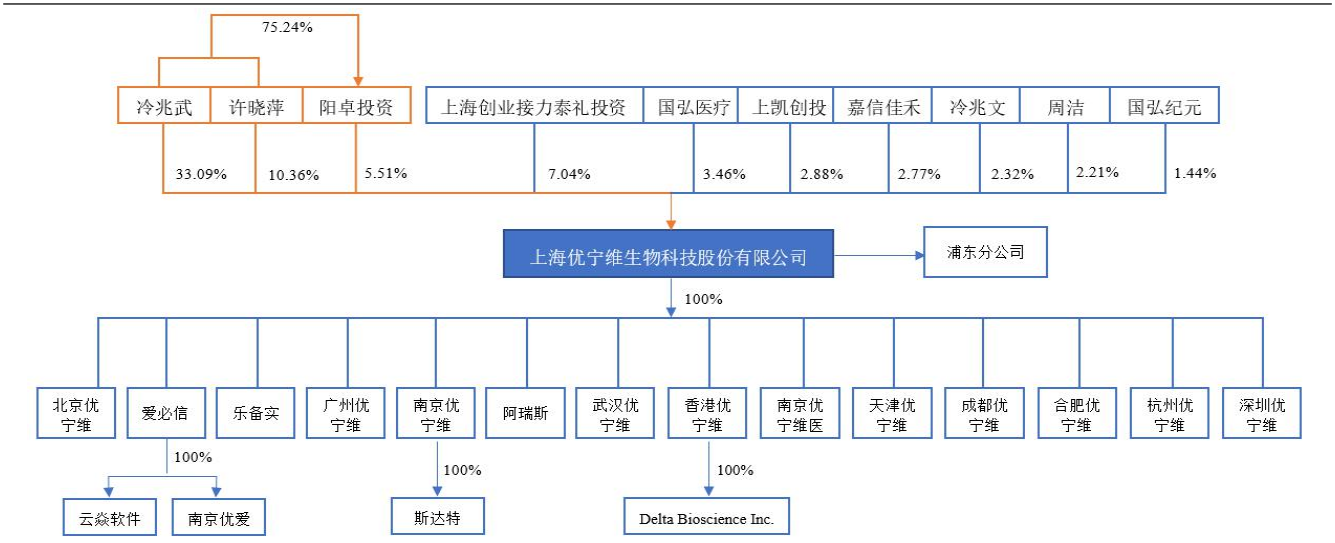


资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

## 1.2 拥有丰富行业经验的实际控制人直接参与公司经营管理

公司股权结构清晰，实际控制人为冷兆武夫妇。公司上市后阳卓投资持有股本总额的 5.51%，冷兆武和许晓萍合计持有阳卓投资 75.24%的股权；冷兆武直接持有公司总股本的 33.09%；许晓萍直接持有公司总股本的 10.36%。冷兆武和许晓萍系夫妻关系，二人直接间接合计控制公司发行后 48.96%的股权，为公司的共同实际控制人。

图 3：公司股权结构



资料来源：公司招股说明书，Wind 股权穿透图，山西证券研究所

实际控制人冷兆武夫妇具有丰富的行业经验，并且参与公司经营管理。公司大多数高管都拥有生命科学专业背景或相关从业经验，对科研人员的需求和痛点深有感触。其中，实际控制人兼总经理冷兆武先生曾在全球最大的化学及生物试剂生产商和供应商 Sigma-aldrich（现属 Merck）任职，实际控制人兼副总经理许晓萍女士也曾在国内知名生物科技公司联合基因任职，二人均对科研服务行业有充分的了解。

表 1：优宁维高管人员介绍

姓名	职务	学历	专业	相关从业经历
冷兆武	董事长，总经理	硕士	免疫学	(1) 1996.07-2004.10: 卫生部上海生物制品研究所、上海雷勃分析仪器有限公司、Becton Dickinson and Company 上海代表处、Sigma-aldrich 上海代表处； (2) 2004.10 至今: 优宁维有限和优宁维公司
许晓萍	董事，副总经理	本科	医学	(1) 1993.07-2005.04: 苏州市第二人民医院、上海市长宁区中心医院、上海科学育儿基地视光中心、联合基因科技有限公司、上海睿星基因技术有限公司； (2) 2005.05 至今: 优宁维有限和优宁维公司
陈娃娃	董事，副总经理	本科	生命科学与技术	(1) 2008.07 至今: 优宁维有限和优宁维公司
胡雪薇	副总经理	本科	应用化学	(1) 1991.07-2018.03: 上海医药集团股份有限公司，无锡药明康德新药开发有限公司，国药集团化学试剂有限公司；(2) 2018.11 至今: 优宁维公司
胡冰	副总经理	本科	生物技术	(1) 2007.03 至今: 优宁维有限和优宁维公司
缪妮	副总经理	本科	生物技术	(1) 2007.07 至今: 优宁维有限和优宁维公司
唐敏	财务总监、副总经理	硕士	会计	(1) 2019.09 至今: 优宁维公司
祁艳芳	董事、董秘、副总经理	本科	法学	(1) 2010.11 至今: 优宁维有限和优宁维公司
赵虎	IT 负责人	本科	计算机信息管理	(1) 2019.05 至今: 优宁维公司

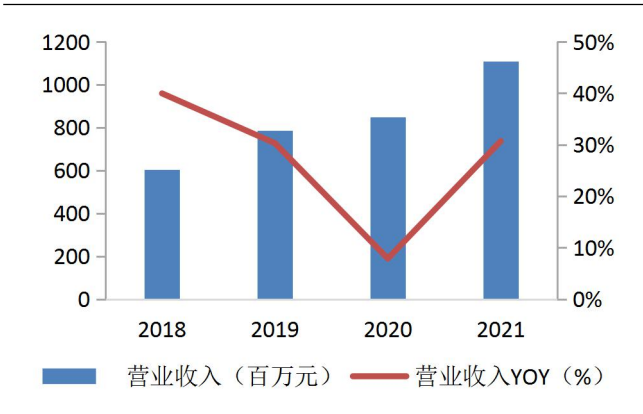
资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所



### 1.3 公司业绩持续增长，盈利能力稳步提升

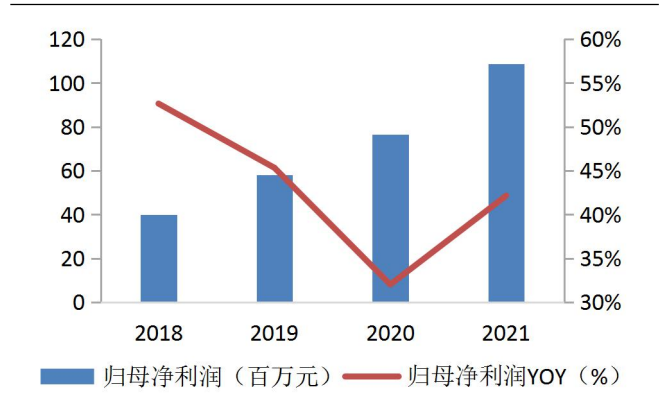
公司业绩增长持续增长，财务指标较为稳健。2021 年公司营业收入为 11.10 亿，同比增长 30.69%，2018~2021 年营业收入 CAGR 为 22.48%；2021 年公司归母净利润 1.09 亿元，同比增长 42.15%，2018~2021 年归母净利润 CAGR 为 39.71%。

图 4：公司营收持续增长



资料来源：Wind，山西证券研究所

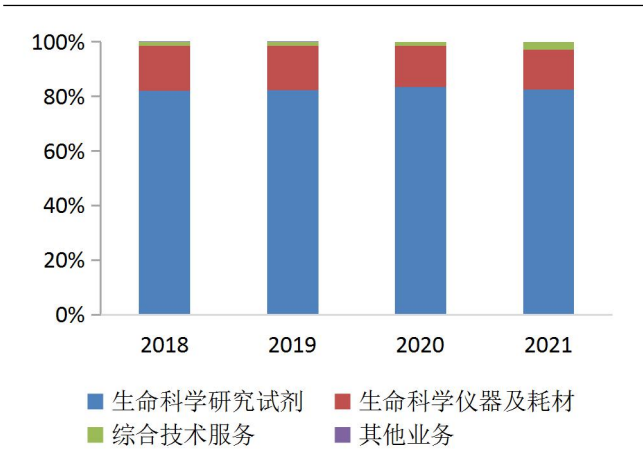
图 5：公司净利润保持较高增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

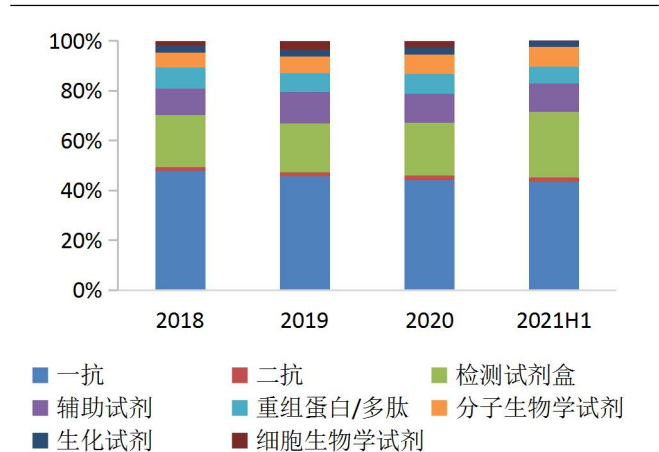
公司产品结构相对稳定，生命科学研究试剂为公司提供的核心产品。从产品的结构来看，生命科学研究试剂、生命科学仪器及耗材、综合技术服务销售收入占公司营业收入的比例分别稳定在 83%、15%、2% 左右。作为主营业务收入主要来源的生命科学研究试剂是公司的核心产品，其中一抗占比最大。

图 6：公司生命科学研究试剂营收占比最大



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 7：一抗是公司生命科学试剂的核心产品

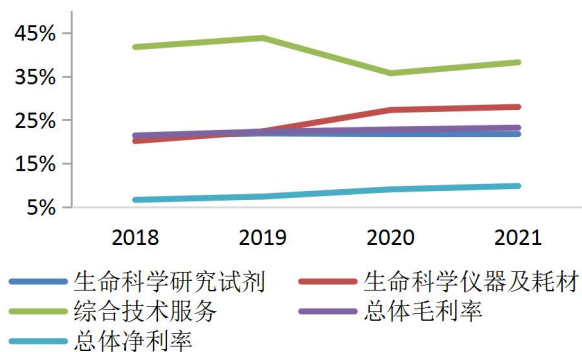


资料来源：Wind，山西证券研究所

得益于品牌数量扩张及综合技术服务拓展，公司盈利能力逐步提升。2018~2021 年，公司盈利能力逐步提升，其中毛利率从 21.40% 提升至 23.19%，净利率从 6.60% 提升至 9.80%。2021 年公司毛利率未超过同业可比公司均值，但高出泰坦科技 1.94 个百分点；2021 年公司净利率高于同业可比公司均值，仅次于达科为。

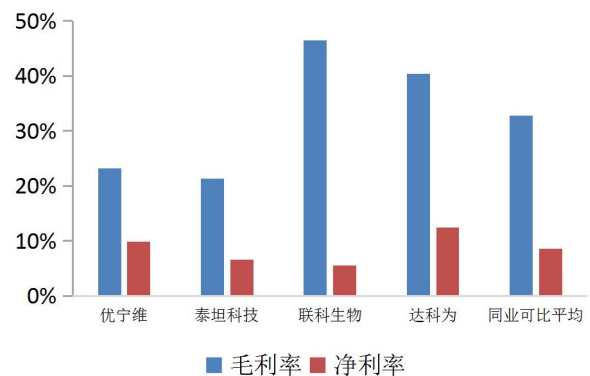
公司盈利能力逐步提升的原因可能是：公司整合的抗体品牌数量增加形成一定的规模效应，其在行业内的影响力有所提升；公司开展的综合技术服务具备一定的市场竞争力；国内科学服务行业迎来黄金发展期。

图 8：公司毛利率和净利率逐步提升



资料来源：Wind，山西证券研究所

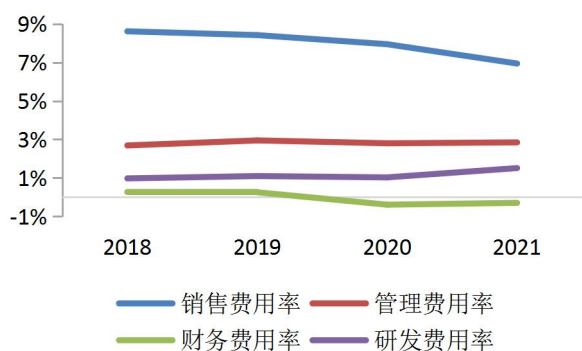
图 9：2021 年同业可比公司盈利能力比较



资料来源：Wind，山西证券研究所

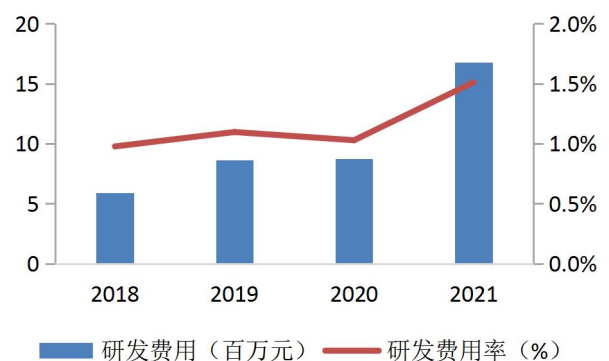
公司总体费用控制良好，但研发费用上行趋势预期仍将维持。2018~2021 年，公司销售费用率由 8.61% 降低至 6.94%，财务费用率由 0.27% 降低至 -0.30%，管理费用率由 2.69% 上升至 2.85%；研发费用率由 0.98% 上升至 1.51%；销售期间费用率由 12.55% 降低至 11.00%。总体看来，公司的费用控制效果较好，但可以注意到 2021 年公司研发费用达到 0.17 亿元，同比增长 92.10%，考虑到公司大力发展自主品牌的现实需要，预计研发费用率还将维持上升态势。

图 10：公司费用控制良好



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 11：公司研发费用增长迅速



资料来源：Wind，山西证券研究所

## 2. 生命科学综合服务一站式平台发展空间广阔、市场潜力巨大

### 2.1 政策支持为生命科学服务行业带来机遇

国家政策鼓励科学服务业和生物产业快速发展，利好生命科学试剂、仪器及耗材等细分领域。生命科

学试剂、仪器及耗材等行业既是生物产业的重要组成部分，同时又隶属于我国战略新兴产业之一的科学服务业。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。近年来，国务院及有关政府部门先后颁布了一系列法规及产业政策，为我国科学服务业和生物产业的发展提供了强有力的政策支持和良好的政策环境，也为生命科学试剂、仪器及耗材等细分领域创造了发展机遇。

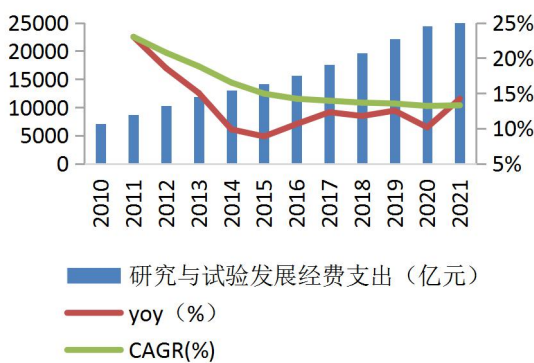
**表 2：近年来科学服务业相关支持政策**

时间	发布机构	政策名称	政策内容
2022.5	发改委	《“十四五”生物经济发展规划》	发展目标之一是生物科技综合实力得到新提升。生命学科基础研究投入大幅提高，生物产业研发投入强度显著提高，高价值发明专利拥有量大幅增加，关键核心技术取得新突破。
2021.12	全国人大常委会	中华人民共和国科学技术进步法(2021年修订)	国家遵循科学技术活动服务国家目标与鼓励自由探索相结合的原则，超前部署重大基础研究、有重大产业应用前景的前沿技术研究和社会公益性技术研究，支持基础研究、前沿技术研究和公益性技术研究持续、稳定发展。
2021.12	工信部等	《“十四五”医疗装备产业发展规划》	通过国家重点研发计划重点专项予以支持，持续推进诊疗装备与生物医用材料、生育健康及妇女儿童健康保障、主动健康和人口老龄化科技应对、中医药现代化等领域前沿基础技术研究。
2021.10	上海市政府	《关于加快推动基础研究高质量发展的若干意见》	2025年基础研究经费支出占全社会研发(R&D)经费支出比例达到12%左右，力争在若干重要基础研究领域成为世界领跑者和科学发现新高地。
2021.3	两会	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	加大基础研究财政投入力度、优化支出结构，对企业投入基础研究实行税收优惠，鼓励社会以捐赠和建立基金等方式多渠道投入，形成持续稳定投入机制，基础研究经费投入占研发经费投入比重提高到8%以上。
2020.5	科技部等	《新形势下加强基础研究若干重点举措》	拓宽基础研究经费投入渠道，逐步提高基础研究占全社会研发投入比例。中央财政持续加大对基础研究的支持力度，通过部省联合组织实施国家重大科技任务和共建科研基地等方式，推动地方加大基础研究投入，强化地方财政对应用基础研究的支持。
2020.1	发改委	《产业结构调整指导目录(2019年本)》	以分析、试验、测试以及相关技术咨询与研发服务，智能产品整体方案、人机工程设计、系统仿真等设计服务为代表的16项科技服务业为国家鼓励类产业。
2019.3	上海市政府	《关于进一步深化科技体制机制改革增强科技创新中心策源能力的意见》	到2020年，全社会研发经费支出相当于全市生产总值的比例保持在4%以上，基础研究经费占全社会研发经费支出比例逐步提高。到2035年，上海建成富有活力的区域创新体系，成为全球创新网络的重要枢纽。
2018.1	国务院	《关于全面加强基础科学研究的若干意见》	到2020年，我国基础科学研究整体水平和国际影响力显著提升；到2035年，我国基础科学研究整体水平和国际影响力大幅跃升。

资料来源：公司招股说明书，中国政府网、上海政府网、科技部等，山西证券研究所

得益于政策支持，基础科研和生物药物的研发投入力度不断加大，生命科学试剂、仪器及耗材等细分领域有望获得进一步的发展空间。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。2010-2021年，我国研究与试验发展（R&D）经费由7062.60亿元增长至27864.00亿元，年均复合增长率达13.29%。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。与此同时，我国的生物药物的研发投入力度也在不断增大，2015-2019年研发支出由105亿美元增长至211亿美元，年均复合增长率达19.06%。预计2024年我国生物药研发支出将增至476亿美元。在此情况下，科研机构及企业对于科研产品及服务的需求还将继续增加，生命科学下游应用领域也有望进入蓬勃发展阶段，生命科学试剂、仪器及耗材等细分领域或将获得进一步的发展空间。

图 12：中国研发与试验发展经费支出情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 13：中国生物药物研发支出情况



资料来源：Frost & Sullivan，山西证券研究所

## 2.2 生命科学服务行业景气度高但相对分散利好一站式平台

生命科学服务行业属于科学服务行业，生命科学服务商致力于向客户提供试剂、仪器、耗材和服务等。科学服务行业是为从事科学研究和生产质量控制的企业、高校和研究机构，提供设计、建设、运营、维护、升级、改造、信息化的科学服务技术解决方案的服务性行业。类比可得生命科学服务行业是为从事生命科学研究和生产的的企业、高校和研究机构，提供科研试剂、实验仪器、实验耗材、综合服务等的服务性行业。生命科学是研究生命现象、揭示生命活动规律和生命本质的科学。其研究对象包括动物、植物、微生物及人类本身，研究层次涉及分子、细胞、组织、器官、个体、群体及群落和生态系统。既探究生命起源、进化等重要理论问题，又有助于解决人口健康、农业、生态环境等国家重大需求。为了方便生命科学领域研究及生产活动的开展，生命科学服务商纷纷建立一站式平台，将上游供应商（主要是科研试剂原料及耗材供应商、实验仪器材料及零部件供应商、试验耗材原料供应商等）和下游客户（主要是括高等院校、科研院所、医院实验室、药研企业等）密切联系起来。



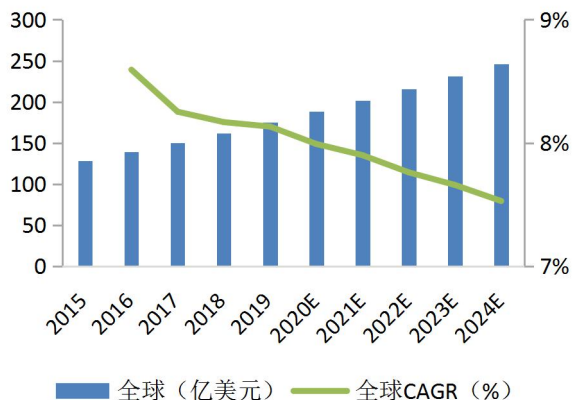
图 14：生命科学服务行业产业链示意图



资料来源：百普赛斯招股说明书，山西证券研究所

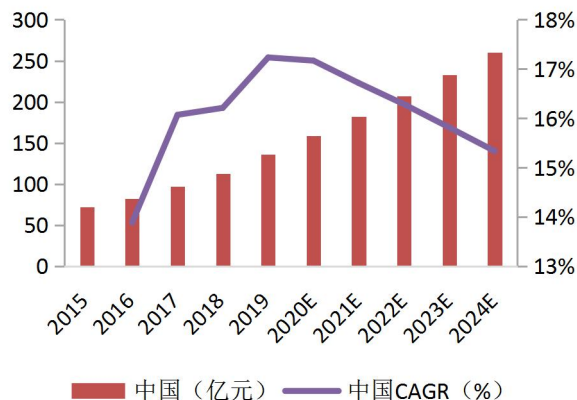
生命科学试剂市场规模持续扩张，繁荣发展态势日益凸显，但客户以需求较为分散的科研用户为主。近年来，全球和中国生物科研试剂的市场规模均呈不断扩张态势。根据 Frost & Sullivan 披露的数据，全球生物科研试剂市场于 2015 年达到 128 亿美元，并以 8.13% 的年复合增长率增长至 2019 年的 175 亿美元，预计到 2024 年，全球生物科研试剂市场规模将达到 246 亿美元，2015-2024 年复合增长率为 7.53%。而中国生物科研试剂市场规模于 2015 年达到 72 亿元，并以 17.23% 的年复合增长率增长至 2019 年的 136 亿元，增速高于同期全球生物科研试剂市场。预计到 2024 年，中国生物科研试剂市场规模将达到 260 亿元，2015-2024 年复合增长率为 15.33%。

图 15：全球生物科研试剂市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，山西证券研究所

图 16：中国生物科研试剂市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，山西证券研究所



从产品结构来看，生物科研试剂产品可分为蛋白类、核酸类以及细胞类三个种类。常见的蛋白类产品包括重组蛋白和抗体等，核酸类产品包括定制化的合成核酸和克隆载体等，细胞类产品则涵盖转染试剂及培养基等。

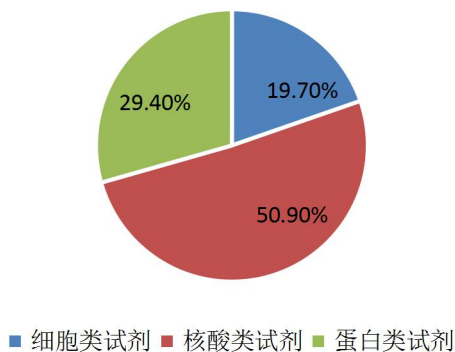
表 3：生物科研试剂产品介绍

产品大类	产品种类	定义	应用领域
蛋白类	重组蛋白	以基因工程和细胞工程等技术生产的、源自生物体内的蛋白	蛋白靶点活性研究、结构生物学研究、蛋白相互作用研究；细胞增殖、分化、酶促反应等生物实验；抗体药物研发
	抗体	与抗原特异性结合的免疫球蛋白，根据作用机理可分为一抗和二抗	免疫印迹、酶联免疫、组化、流式细胞、免疫荧光、免疫共沉淀等；支持靶点的定性、定量，组织细胞分布、体内外生物活性、相互作用、以及质量分析和质量控制研究
核酸类	定制化合成核酸	以核苷或单核苷酸为原料采用有机合成反应或酶促合成反应合成的寡核苷酸或核酸大分子	药物基因组学、核酸化学和反义核酸等
	克隆载体	指能够通过限制性内切酶，将目的 DNA 片段整合后转入宿主细胞进行表达的生物 DNA	基因组工程、基因治疗等
细胞类	转染试剂	阳离子或非阳离子聚合物，可与核酸相互作用形成复合物将核酸转运到真核细胞内	瞬时转染、细胞培养、重组蛋白表达等
	细胞培养基	指供给细胞生长繁殖，由不同营养物质组合配制而成的营养基质。一般含碳水化合物、含氮物质、无机盐、维生素和水等几大类物质	哺乳动物和无脊椎动物细胞培养以制备抗体及重组蛋白

资料来源：Frost & Sullivan，义翘神州招股说明书，山西证券研究所

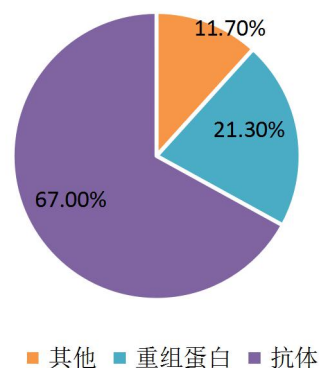
我国的蛋白类试剂以抗体为主，市场规模达 67%。我国各类生物科研试剂中，核酸和蛋白类试剂占比最大。根据 Frost & Sullivan 数据，2019 年我国生物科研试剂市场中核酸类占比 50.9%，蛋白类占比 29.4%，而在蛋白类生物科研试剂市场中，抗体占比高达 67%。

图 17：2019 年中国生物科研试剂产品构成



资料来源：Frost & Sullivan，山西证券研究所

图 18：2019 年中国蛋白类试剂产品构成



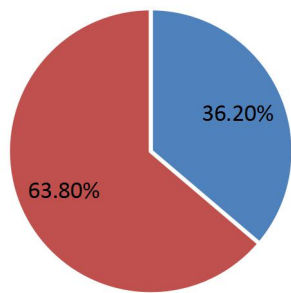
资料来源：Frost & Sullivan，山西证券研究所

从客户结构来看，生物科研试剂的客户群体主要是需求相对分散的科研机构用户。根据 Frost & Sullivan

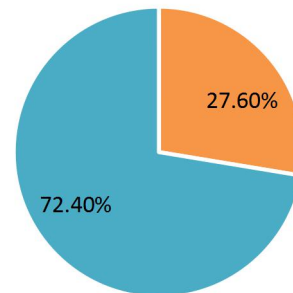
数据，2019 年全球生物试剂市场中，科研用户市场规模达到 112 亿美元，占比约 63.8%；而工业用户市场约 63 亿美元，占比约 36.2%。与全球市场类似，2019 年中国生物试剂市场中科研用户市场规模达到 99 亿元，占比约 72.4%；而工业用户市场约 38 亿元，占比约 27.6%。其中，科研机构用户包括高等院校、各类研究所等，这类客户对于产品的需求往往更加分散，对产品价格的敏感度也更低。在全球对于基础科学研究日益重视的背景下，科研用户所获得的科研经费较为充裕，生物科研试剂作为生命科学基础研究、基础医学研究等方面学术成果产出的必要条件，需求量也随之稳定增长。另一方面，药物研发企业、外包研发机构等工业用户也是生物科研试剂的重要用户，这类客户的需求往往更大，出于成本考虑对产品的价格也更为敏感。在药物研发、生产工艺改进和质量控制等环节中，生物科研试剂的应用十分广泛。

图 19：2019 年全球生物科研试剂市场客户构成

图 20：2019 年中国生物科研试剂市场客户构成



■ 工业用户 ■ 科研机构用户



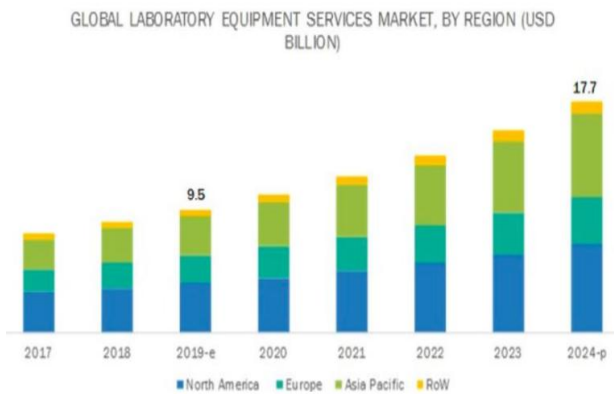
■ 工业用户 ■ 科研机构用户

资料来源：义翘神州招股说明书，山西证券研究所

资料来源：义翘神州招股说明书，山西证券研究所

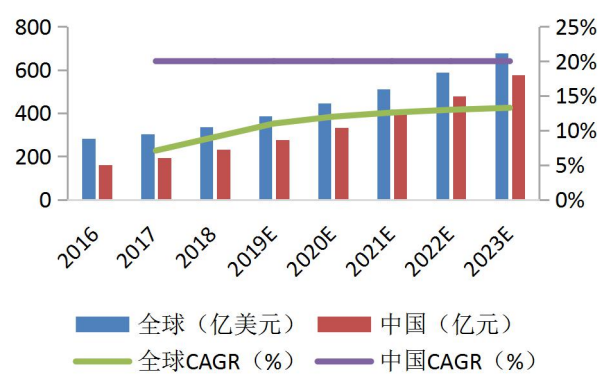
生命科学仪器及耗材市场稳步增长，市场潜力较大。根据 Markets and Markets 发布的报告，全球科研仪器市场容量预计将从 2019 年的 95 亿美元增长至 2024 年的 177 亿美元，年均复合增长率达 13.4%，其中亚太地区市场份额占比持续提升。根据《生命科学实验耗材市场及关键制造技术的现状、挑战与对策》，全球生命科学耗材市场于 2016 年达到 283.41 亿美元，并以 9.02% 的年复合增长率增长至 2018 年的 336.87 亿美元，预计到 2023 年，全球生命科学耗材市场规模将达到 677.57 亿美元，2016-2023 年复合增长率为 13.26%。而中国生命科学耗材市场规模于 2016 年达到 160.6 亿元，并以 20% 的年复合增长率增长至 2018 年的 231.26 亿元，增速高于同期全球生命科学耗材市场。预计到 2023 年，中国生命科学耗材市场规模将达到 575.46 亿元，2016-2023 年复合增长率为 20%。

图 21：全球各区域生命科学仪器市场增长情况



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

图 22：全球和中国生命科学耗材市场规模



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

### 2.3 国内科研试剂行业以代理为主且竞争激烈加速一站式平台形成

国内科研试剂行业主要由外资产品垄断，国内企业主要代理国外产品。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 4：生命科学服务行业内主要企业概述

企业名称	类别	业务领域	简介
德国默克	国际	生命科学、医药健康、高性能材料	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。
赛默飞	国际	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	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。
丹纳赫	国际	生命科学、诊断、环境及应用解决、牙科	美国领先的制造商之一，其下设的贝克曼库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。
艾万拓	国际	材料和耗材、设备和仪器、服务和专业采购	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。

企业名称	类别	业务领域	简介
艾博抗	国际	以抗体为主的生命科学试剂和工具	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。
联科生物	国内	细胞生物学与免疫学相关的检测试剂	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。
达科为	国内	生物科研试剂、仪器及医疗设备	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，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。
生工生物	国内	生命科学研究产品及服务	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 合成定制产品生产商之一。
诺唯赞	国内	体外诊断、高通量测序和生命科学研究	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。
爱博泰克	国内	生命科学研究产品及服务	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

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

目前国际巨头不断通过并购重组巩固市场地位，而国内企业则深陷激烈竞争的泥潭。一方面，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产品与服务，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。另一方面，与自主研发相比，国内企业获取国外品牌的代理资格更加容易，进一步加剧了市场竞争。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，公司势必需要持续扩充资本实力、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，以规避竞争失败风险。

表 5：生命科学服务行业典型并购整合案例

企业名称	时间	事件
德国默克	2015. 11	以 170 亿美元收购了全球最大化工试剂生产商西格玛-奥德里奇（Sigma-Aldrich），增强其在实验室化学品、生物制剂、试剂方面的实力。
赛默飞	2016. 03	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。
艾万拓	2017. 05	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。
丹纳赫	2019. 02	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。
赛默飞	2020. 03	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：公司招股说明书，山西证券研究所

综合考虑行业特点及竞争激烈程度，国内企业纷纷开始打造一站式服务平台。生命科学试剂行业具有产品品种多、专业性强的特征，上游生产商数量众多但受制于技术、资源及成本等因素，单一生产商提供



产品有限。下游客户群体庞大、研究方向千差万别，采购需求呈现多样化、高频率、小批量的特点。行业内形成了大量规模较小的区域性供应商，存在品种少、专业技术弱等问题。因此，生命科学试剂行业需要专业的一站式服务商作为链接上游生产商和下游客户的桥梁，而打造一站式平台、提供全面的产品和服务也逐步成为很多企业参与市场竞争的核心竞争优势。

### 3. “多点开花”助力公司生命科学综合服务一站式平台高质量发展

#### 3.1 公司提供全面的生命科学试剂产品，打造“抗体专家”品牌形象

公司是国内提供生命科学试剂产品最全面的企业之一，提供超过 582 万种生命科学试剂产品 SKU。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其他生命科学试剂，其中，一抗、检测试剂盒及辅助试剂是公司营收的主要来源，2021H1 营收占比分别为 43.35%、26.46%、11.29%。与泰坦科技、联科生物、达科为等同业可比公司相比，公司的优势在于能够提供非常全面的生命科学试剂产品。截至 2021 年 12 月 31 日，公司提供的生命科学试剂产品 SKU 超过 582 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。

表 6：同业可比公司产品比较

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、TCl 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。	PepruTech、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、PepruTech、Alpha Diagnostic international、U-CyTech、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，截至 2021 年 12 月 31 日，公司提供的生命科学试剂产品 SKU 超过 582 万种。	Agilent、BD、CST、Cytiva（原 GE）、Merck、PerkinElmer、R&D Systems、Miltenyi、Qiagen、MSD 等 50 多家

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

公司提供抗体产品 279 万种，主要包括一抗和二抗。抗体是研究蛋白质最常见和最重要的工具之一，是一类能够识别抗原（特定目的蛋白或多肽）的免疫球蛋白，可对目的蛋白进行定性、定量及定位检测，



在蛋白质及小分子检测和分离中扮演关键角色，可用于研究细胞和组织的蛋白质、脂类、糖类及其他免疫原性生物分子等组分的表达、结构和功能，能够分析和分选细胞、评价细胞免疫功能、检测和评价机体体液免疫应答等。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，实现在免疫学、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。公司可提供一抗产品 SKU 275.89 万种，二抗产品 SKU 3.38 万种，产品品类规格齐全，支持 WB、FCM、IHC/IF、ELISA/ELISPOT、IP/CO-IP、ChIP/ChIP-seq 等主要抗体应用方法。

表 7：公司提供的主要抗体产品

类别	种类	代表产品	应用领域
一抗	免疫学抗体	CD3、CD4、CD8、CD25	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	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	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	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	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	鉴定干细胞表型及功能分化；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	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	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	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	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	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-1α	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。
	细胞因子类抗体	IL、CXCL、TNF、IFN	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：公司招股说明书，山西证券研究所

公司提供抗体相关试剂产品 SKU50.61 万种，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。其中，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，公司提供的抗体相关试剂产品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 8：公司提供的主要抗体相关试剂产品

类别	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
	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- $\gamma$ 、IL-10、A $\beta$ 38、A $\beta$ 40	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
	多重组化试剂盒	四重、五重免疫组化试剂盒	
	ChIP 试剂盒	Sonication Chromatin IP Kit、Enzymatic Chromatin IP Kit	
	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	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：公司招股说明书，山西证券研究所

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。其中，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，公司提供的其他生命科学试剂产品广泛应用于生物医药、农林牧渔等领域。

表 9：公司提供的其他生命科学试剂产品

类别	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，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，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，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	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：公司招股说明书，山西证券研究所

公司提供的生命科学试剂产品以代理为主，但目前自有品牌的比重也在不断提升。公司生命科学试剂产品 SKU 数量包含代理品牌 SKU、经销和贸易品牌 SKU 及自有品牌 SKU 三部分。从数量上看，公司可销售生命科学试剂 SKU 主要系代理品牌 SKU，数量高达 303.56 万种，占比 64.60%；随着公司不断加大自有品牌的投入，目前自有品牌 SKU 数量已达到 45.87 万种，占比 9.76%。从金额上看，代理品牌 SKU 是公司生命科学试剂业务的主要收入来源，2018-2021H1 其占比始终维持在 80%左右，但是目前自有品牌销售收入占生命科学试剂总销售收入的比重也在不断扩大，2021 年自有品牌收入同比增长 124.26%。公司自主品牌产品主要以 ODM 委托生产为主，研发则依托南京优爱、杭州斯达特、爱必信和乐备实四大平台。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较小，随着公司自主品牌生产基

地的逐步建成投产，预计公司自主生产所占份额将显著提升。

表 10：公司主要研发平台

研发平台	主营业务
南京优爱	抗体应用技术和产品的研发、销售
杭州斯达特	抗体产品的研发和销售
爱必信	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	生命科学试剂销售、生物技术领域的技术开发及技术服务

资料来源：Wind，山西证券研究所

围绕抗体产品，公司积极拓展产品线及服务，逐步树立了“抗体专家”的品牌形象。公司始终坚持“优宁维-抗体专家”的战略定位，围绕抗体产品进行产品线及服务的拓展。除精心筛选全球抗体生产商及其产品体系、为客户提供各研究领域的特色抗体产品外，公司也提供相关的配套服务，如单/多因子检测、流式检测等实验服务及流式、免疫组化、二代测序等实验数据分析软件服务。经过多年发展，公司已成为一家提供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科学服务商，可满足客户对于抗体及其应用的多层次需求，在客户中建立了专业且全面的“优宁维-抗体专家”形象，取得了良好的行业口碑，具备较强的品牌影响力，并逐步打造“生命科学一站式服务商”的品牌形象。

表 11：公司提供的配套服务概况

类型	类别	内容	开展情况
实验服务	单/多因子检测	为医院和生物医药企业为主的客户提供定量检测蛋白，主要用于生物标志物发现、辅助诊断等领域	通过 ELISA、蛋白芯片、抗体芯片等技术平台，实现从基因、蛋白、细胞到组织等不同水平的检测，实现微量样本多指标检测，年检测样本超过 10 万例
	流式检测	为医院、生物医药企业和高等院校为主的客户提供细胞自动分析和分选服务，主要用于细胞免疫功能评价、特定细胞群体研究等领域	实现了高活性和高得率的不同原代细胞的获得，一次性可完成 18 色以内的流式检测，并采用 Flowjo 软件进行多参数数据分析，年检测样本近万例
	免疫组化检测	为医院和高等院校、生物医药企业为主的客户提供组织细胞内抗原进行定位、定性及相对定量的检测服务，主要用于病理分析及诊断	涵盖免疫组化常规检测及分析，可实现多重免疫组化检测，采用数字病理扫描仪将病理切片图像化，并通过 HALO 智能病理分析软件进行结果分析
	均相时间分辨荧光检测	为生物医药企业、科研院所为主的客户提供激酶等靶点的化合物或抗体药的高通量筛选服务，主要用于肿瘤免疫、神经科学等	与多家生物医药企业及科研院所建立长期稳定合作关系，年检测样本达数千例
其他服务	—	配套提供流式、免疫组化、二代测序等实验数据分析软件，如 Flowjo、HALO、IPA、CLC、HGMD 等；提供流式细胞仪的配件销售和维修保养等	—

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

### 3.2 借助电子商务模式，公司搭建了高效、便捷的生命科学一站式服务平台

公司是国内较早进入生命科学试剂电商领域的企业之一，借助电子商务模式，公司建立起生命科学一



**站式服务平台。**电子商务模式可较好适应科研客户分散、需求多样化、购买频繁等特点，有效将数百万种产品系统地展示给客户，并通过智能搜索系统实现精准检索，提升用户体验、增强客户粘性。早在 2016 年，公司就确立了电子商务模式是公司的主要销售方式之一，并通过不断地升级、迭代逐步建立起自有电子商务平台，目前公司电子商务平台网站利用情况良好，有力支持了公司众多产品的销售。截至 2020 年 12 月 31 日，公司电子商务平台向客户有效展示生命科学试剂 SKU392 万种，拥有 8.27 万名注册用户（2021 年底注册用户已超过 10.76 万名），其中发生交易的注册用户为 64926 个，科研单位注册用户和交易用户数量占比为 92.94%和 91.75%，是公司自有电商网站注册用户和交易用户的主体。2018-2020 年，公司电子商务平台交易金额分别为 31198.75 万元、26768.48 万元和 17583.16 万元，交易次数分别为 57331 次、47926 次和 23088 次。

表 12：公司自有电商网站注册用户、交易用户情况（截至 2020 年 12 月 31 日）

类型	注册用户（人）	注册用户数量占比（%）	交易用户（人）	交易用户数量占比（%）	转化率（%）
科研单位	76,899	92.94	59,571	91.75	77.47
生物医药企业	2,090	2.53	1,975	3.04	94.50
经销商	3,752	4.53	3,380	5.21	90.09
合计	82,741	100.00	64,926	100.00	78.47

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

**公司的生命科学一站式服务平台采用智能供应链模式，极大地提升了公司的管理效率。**针对生命科学试剂行业客户分散、供应商和产品众多的特点，公司构建了智能供应链系统，该系统由供应商/品牌管理、采购管理、仓储管理、物流配送、全流程追踪和合规管理等子系统构成，其中：（1）供应商/品牌管理子系统主要包括供应商管理、品牌管理、产品目录管理及供应商库存数据管理等；（2）采购管理子系统主要包括备货采购和以销定采；（3）仓储管理子系统主要包括条码收货/上库、效期管理、温控报警及安防管理等；（4）全流程追踪子系统可实现订单的全流程追踪展示，优化客户体验；（5）合规管理子系统会对生产商的生物安全措施及生物采集，国际/国内运输公司生物安全运输措施及运输资质，最终使用者的实验室资质、使用情况及相关处置等进行复核。通过智能供应链系统，公司与供应商、客户实现了信息共享和交互，并结合公司 ERP 系统、WMS 物流系统、第三方国际/国内物流系统、微信发票小程序等，有效管理采购、清关、仓储、销售和物流流程，加快交货速度和提高客户满意度，提升了公司管理效率。





与国内主要竞争对手相比，公司的一站式服务平台最大的优势是能够提供更加丰富的线上专业化服务。公司主要竞争对手泰坦科技、达科为、联科生物均建立线上平台，但与公司电子商务模式存在差异，其中最突出的是公司的线上专业化服务更加丰富，除人工客服、定制等基础服务以外，公司还提供了智能推荐搜索、人工推荐服务、商品多维度检索、检测技术服务、流式抗体配色、定制抗体、纯化柱&填料选择等服务，为用户在挑选生命科学试剂时提供专业的指导。丰富的线上专业化服务一定程度上能够减少客户在选购产品前因对自身的实际需求理解、表述不完整、不清晰，且其未对公司推荐的产品或服务进行仔细审核而完成下单，最终导致选购的产品不能完全满足其需求的情况，进而减少公司产品退换货的频率。

表 14：公司与竞争对手线上服务平台对比

公司	线上服务平台	平台简介	在线下单流程	在线支付及订单状态展示情况	专业化服务情况
泰坦科技	探索平台	隶属于上海泰坦科技股份有限公司旗下的一站式购物平台	选定商品，加入购物车，填写订购人信息、收货信息、发票信息，提交订单，生成合同	支持预付款付款、网上支付(网银、微信、支付宝)、银行转账；支持订单状态展示，主要通过线下支付进行销售	高级搜索支持 cas、分子式、分子量检索；人工客服服务
达科为	达科为生物商城	隶属于达科为的商品展示和订购平台，支持在线订购	选定商品，加入购物车，填写订购人信息、收货信息、发票信息，提交订单，人工审核，生成合同	不支持在线支付；支持订单状态展示	人工客服服务
联科生物	联科生物官网	综合网站，包含公司简介、产品中心、生物咨询、技术服务、品牌专区、订购中心	选定商品，加入购物车，线下确认订单	不支持在线支付；无订单状态展示	相关技术服务、定制服务；人工客服服务
优宁维	优宁维官网	可实现商品展示、商品智能推荐、精准检索、下单，拥有流式抗体配色、纯化柱&填料选择工具等专业工具	选定商品，加入购物车，确认收货信息、付款信息、订购信息、发票信息，线下确认订单	支持支付宝、微信支付、银行转账支付；支持订单、物流状态全流程展示	智能推荐搜索、人工推荐服务、商品多维度检索、检测技术服务、流式抗体配色、定制抗体、纯化柱&填料选择

资料来源：公司招股说明书，优宁维官网，山西证券研究所

### 3.3 “积跬步，致千里”：优质客户及供应商资源为公司发展保驾护航

凭借全面的生命科学科研产品、综合技术支持一站式平台服务和良好的品牌形象，公司积累了优质广泛的客户群体。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

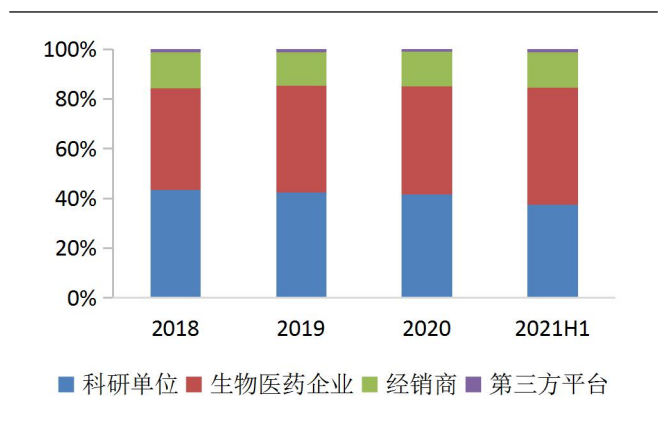
454 所科研院所)；复旦大学附属中山医院、中国医科大学附属第一医院、华中科技大学附属协和医院、上海交通大学附属第九人民医院等医院（覆盖 498 所三甲医院）；以及透景生命（300642.SZ）、康龙化成（300759.SZ/03759.HK）、药明康德（603259.SH/02359.HK）、恒瑞医药（600276.SH）等生物医药企业（覆盖 50 多家国内外上市公司）。其中，生物医药企业和科研单位是公司营收的主要来源，2021H1 占比分别为 47.13%和 37.41%。在基础研究领域研究经费投入力度的不断加大，以及生物药新药研发加速带来的大型药企、创新药药企和 CRO/CDMO 企业等客户需求增加的背景下，预计生物医药企业和科研单位的销售收入仍将继续增长，并且生物医药企业营收占比呈上升态势而科研单位营收占比呈下降态势。

图 24：公司客户群体概况



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

图 25：公司主营业务收入客户构成



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

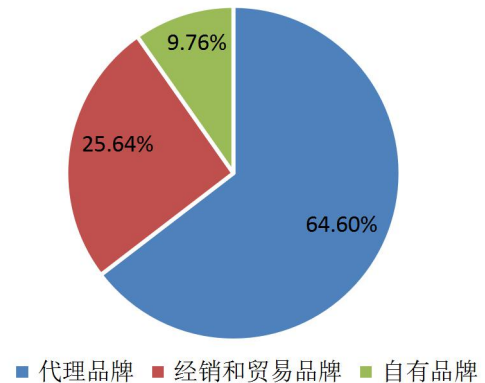
通过精心筛选和持续整合，公司覆盖了 50 多家知名品牌，形成了以第三方品牌产品为主、自主品牌产品为辅的供应体系。目前，公司整合了 Agilent、BD、CST、Cytiva(原 GE)、Merck、PerkinElmer、R&D systems、Miltenyi、MSD、Qiagen 等 50 多家行业知名品牌抗体产品，提供超过 582 万种供生命科学试剂产品 SKU，涵盖生命科学基础研究、医学基础研究、体外诊断研究、药物研发、细胞治疗研究等领域，是国内抗体品种及规格最全面的供应商之一。其中，代理品牌在公司提供的生命科学试剂产品 SKU 中占比较大，代理品牌、经销和贸易品牌、自有品牌占比分别为 64.60%、25.64%、9.76%。近年来公司与供应商合作稳定，代理品牌持续增加，除报告期新增代理供应商外，公司与其他前十大代理供应商均有 4 年以上的合作期，部分合作期达 10 年以上，合作期内合作关系良好且公司多次获得供应商的嘉奖。根据主要供应商安迪生物科技(上海)有限公司、凯杰企业管理(上海)有限公司、浠思(上海)生物技术有限公司、Meso Scale Discovery, Inc. 的确认，公司系该等供应商 2017 年-2021 年 1-6 月在中国区域的第一大代理商（只有凯杰企业管理(上海)有限公司 2017-2019 年度分别为第二、三大代理商）。

图 26：公司代理品牌概况（仅显示部分品牌）



资料来源：公司官网，山西证券研究所

图 27：SKU 产品品牌构成（截至招股书发布日）



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

依托优质广泛的客户及供应商资源，公司的规模效应优势逐步显现，上下游议价能力或将不断增强。生命科学服务行业产业链主要包括上游的生产供应商、中游的生命科学服务商以及下游的客户群体，公司作为典型的生命科学服务商，位于产业链中游，一方面公司整合了丰富、优质的生命科学试剂产品并且数量还在持续增加，另一方面公司持续布局扁平化营销网络，通过拜访及调研等方式不断吸引潜在客户、增强存量客户粘性。得益于此，公司的规模效应优势逐步显现，品牌形象和行业影响力不断提升，上下游的议价能力也将不断增强。考虑到生命科学服务行业的国产化替代任重道远，加之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，上游供应商自建渠道转向直销的可能性相对较小，生命科学综合服务一站式平台仍有较大的发展空间。

## 4. 盈利预测及估值对比

### （一）收入拆分及盈利预测

我们将公司业务拆分成生命科学研究试剂、生命科学仪器及耗材、综合技术服务、其他业务四大类来预测公司未来的业绩。

我们判断公司会持续与更多第三方品牌达成合作，不断扩充生命科学试剂产品的种类和数量，因而我们给出如下关键假设：①生命科学研究试剂 22/23/24 年营业收入同比增速分别约为 32%/31%/30%②生命科学仪器及耗材领域 22/23/24 年营业收入同比增速分别为 27%/26%/25%；③综合技术服务领域 22/23/24 年营业收入同比增速分别为 70%/50%/30%；④22/23/24 年无其他业务收入。

考虑到公司采用以第三方品牌为主、自有品牌为辅的供应体系，自有品牌占比相对较低但未来会持续加大投入，故我们判断公司毛利率会呈现稳中有升态势，具体假设如下：①生命科学研究试剂 22/23/24 年毛利率为 22.0%/22.2%/22.5%；②生命科学仪器及耗材 22/23/24 年毛利率为 28.1%/28.2%/28.3%；③综合技



术服务 22/23/24 年毛利率为 39%/40%/41%。

基于上述假设,我们预测公司 2022~2024 年营业收入分别为 14.69、19.24、24.88 亿元,增速分别为 32.4%、31.0%、29.3%,净利润分别为 1.43、1.83、2.36 亿元,增速分别为 32.0%、27.7%、28.9%,对应 EPS 分别为 1.66、2.11、2.73 元,以 8 月 10 日收盘价 57.73 元计算,对应 PE 分别为 34.9X、27.3X、21.2X。

表 15: 2022-2024 年公司主营业务收入预测 (百万元)

项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入	786.92	849.08	1109.67	1468.67	1923.90	2488.15
yoy	30.29%	7.90%	30.69%	32.35%	31.00%	29.33%
一、生命科学研究试剂	647.94	707.58	916.70	1210.04	1585.16	2060.70
yoy	30.62%	9.20%	29.55%	32.00%	31.00%	30.00%
二、生命科学仪器及耗材	127.43	128.61	161.44	205.03	258.34	322.92
yoy	29.11%	0.93%	25.53%	27.00%	26.00%	25.00%
三、综合技术服务	11.25	12.89	31.53	53.60	80.40	104.52
yoy	27.84%	14.58%	144.61%	70.00%	50.00%	30.00%
四、其他业务	0.30					
yoy	-31.82%					

资料来源: Wind, 山西证券研究所

## (二) 可比公司估值对比

公司招股书披露的同行业可比公司主要包括泰坦科技 (688133.SH)、达科为 (A21438.SZ)、联科生物 (831936.NQ), 但达科为和联科生物尚无 Wind 一致预测, 故不在表中列示。我们另外选取诺唯赞 (688105.SH)、义翘神州 (301047.SZ)、百普赛斯 (301080.SZ) 作为同行业可比公司列示。

表 16: 2021-2024 年可比公司估值对比

代码	名称	股价	EPS				PE			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
688133.SH	泰坦科技	151.00	1.89	2.73	3.97	5.49	115.58	55.28	38.01	27.50
688105.SH	诺唯赞	71.21	1.70	2.29	2.40	2.86	62.51	31.09	29.66	24.87
301047.SZ	义翘神州	116.66	10.59	3.98	3.94	4.69	32.65	29.28	29.63	24.86
301080.SZ	百普赛斯	153.25	2.18	3.08	4.30	6.05	96.95	49.72	35.66	25.35
	可比公司平均						76.92	41.34	33.24	25.65
301166.SZ	优宁维	57.73	1.25	1.66	2.18	2.88	82.10	34.62	26.40	20.01

资料来源: Wind 一致预期 (截至 8 月 10 日), 山西证券研究所

可比公司估值对比结果显示, 2022-2024 公司的估值分别为 34.62X、26.40X、20.01X, 低于可比公司平均估值 41.34X、33.24X、25.65X, 我们看好公司未来的发展。考虑到 1) 生命科学服务行业景气度高但相对分散利好一站式平台; 2) 公司持续积累优质客户及供应商资源, 规模效应逐步显现; 3) 公司持续加大研发投入、大力发展自主品牌; 对公司首次覆盖, 给予公司“买入-A”的评级。



## 5. 风险提示

行业竞争加剧导致客户流失、市场份额和品牌知名度下降等风险；贸易摩擦及汇率波动风险；疫情反复干扰公司供应链及下游客户销售的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	550	2255	2381	2590	2866
现金	251	1873	996	1058	1176
应收票据及应收账款	239	265	388	487	619
预付账款	12	13	18	23	30
存货	45	77	83	126	144
其他流动资产	3	28	895	895	897
<b>非流动资产</b>	41	58	90	114	116
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	26	27	43	53	52
无形资产	1	6	26	39	42
其他非流动资产	14	24	21	22	22
<b>资产总计</b>	591	2313	2471	2704	2983
<b>流动负债</b>	185	218	237	286	327
短期借款	10	0	0	0	0
应付票据及应付账款	64	84	115	142	190
其他流动负债	111	135	122	144	137
<b>非流动负债</b>	1	6	3	3	4
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	6	3	3	4
<b>负债合计</b>	186	225	240	289	331
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	65	87	87	87	87
资本公积	141	1715	1715	1715	1715
留存收益	199	288	431	615	851
归属母公司股东权益	405	2088	2232	2415	2651
<b>负债和股东权益</b>	591	2313	2471	2704	2983

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	92	59	54	97	135
净利润	76	109	143	183	236
折旧摊销	7	6	11	18	22
财务费用	-3	-3	-8	-5	-6
投资损失	-1	0	-1	-1	-0
营运资金变动	9	-57	-94	-98	-117
其他经营现金流	4	5	2	-1	1
<b>投资活动现金流</b>	46	-14	-935	-40	-25
<b>筹资活动现金流</b>	-37	1578	5	6	7
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.88	1.25	1.66	2.11	2.73
每股经营现金流(最新摊薄)	1.06	0.68	0.62	1.11	1.56
每股净资产(最新摊薄)	4.67	24.10	25.75	27.87	30.59

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	849	1110	1469	1924	2488
营业成本	656	852	1124	1467	1890
营业税金及附加	4	4	6	8	10
营业费用	67	77	99	127	160
管理费用	24	32	42	55	71
研发费用	9	17	31	49	73
财务费用	-3	-3	-8	-5	-6
资产减值损失	-1	-0	-1	-2	-2
公允价值变动收益	-0	0	0	-0	-0
投资净收益	1	0	1	1	0
<b>营业利润</b>	96	138	181	232	298
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	96	138	181	231	298
所得税	19	29	38	48	62
<b>税后利润</b>	76	109	143	183	236
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	76	109	143	183	236
EBITDA	101	130	183	242	312

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	7.9	30.7	32.4	31.0	29.3
营业利润(%)	30.1	43.9	31.6	27.6	28.7
归属于母公司净利润(%)	32.0	42.2	32.0	27.7	28.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	22.8	23.2	23.5	23.7	24.0
净利率(%)	9.0	9.8	9.8	9.5	9.5
ROE(%)	18.9	5.2	6.4	7.6	8.9
ROIC(%)	18.1	4.7	6.1	7.3	8.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	31.5	9.7	9.7	10.7	11.1
流动比率	3.0	10.3	10.0	9.1	8.8
速动比率	2.7	9.8	9.6	8.5	8.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.5	0.8	0.6	0.7	0.9
应收账款周转率	3.7	4.4	4.5	4.4	4.5
应付账款周转率	11.1	11.6	11.3	11.5	11.4
<b>估值比率</b>					
P/E	65.4	46.0	34.9	27.3	21.2
P/B	12.4	2.4	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	47.2	24.1	17.1	12.6	9.4

数据来源：聚源数据、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴  
世纪金融广场 3 号楼 802 室

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业  
园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

