

生命科学仪器“小巨人”，产品矩阵+客户拓展等蓄势打造核心壁垒

新芝生物 (430685.BJ)

——北交所公司深度报告

2024年11月19日

投资评级：增持（下调）

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

● 生命科学仪器“小巨人”，产品矩阵+客户拓展等蓄势打造核心壁垒

公司是一家为生物医药、医疗卫生、IVD、生物安全、食品安全、疾病预防与控制、新材料研究等诸多领域提供相关科学仪器的“小巨人”。虽短期下游生物医药行业需求不足，医药公司产线和实验室扩建速度放缓，但大规模设备更新等政策将为我国科学仪器行业带来实质性利好，在下游需求打开的同时提升行业国产化速率，结合公司技术优势与成本优势，我们认为长期赛道仍好。我们维持公司盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润分别为0.37/0.41/0.49亿元，对应EPS分别为0.40/0.45/0.53元/股，对应当前股价的PE分别为32.4/28.8/24.4倍，短期业绩承压但看好公司的多产品矩阵+国产替代机会，下调为“增持”评级。

● 2024年新一代基因导入仪上市，合成生物等新领域有望打开第二增长曲线

公司形成了以生物样品处理仪器、分子生物学与药物研究仪器、实验室自动化与通用设备为核心三大品类，不断提高新芝“实验室一站式解决方案供应商”的品牌影响力。另外，公司积极开拓合成生物、微生物等新领域，从分子构建的精密工具（基因导入仪）到细胞筛选培养（微生物生长曲线分析仪、平行生物反应器）的智能设备，再到样品处理（超声、均质、研磨）和制备仪器（冷冻干燥机），初步构建了合成生物学应用方案。目前公司厌氧型微生物生长曲线分析仪已经处于客户试用和试生产阶段，并于2024年正式上市新一代基因导入仪。未来，公司将逐步从科研领域向工业企业方向拓展，已拥有中试型高压均质机、生产型冷冻干燥机、工艺温控等适用于合成生物产业化场景。

● 募投项目预计于2025年底投产，收购宁波阿弗斯公司寻找新机会

公司积极开展研发工作，2024年上半年公司研发人员数量较2023年增加3.08%，新增1项国家发明专利，6项实用新型专利，4项外观设计专利。募投项目预计2025年年底正式投产，生命科学仪器产业化建设项目已完成48.24%。公司于2024年4月收购了宁波阿弗斯恒温技术有限公司55%股权，补充高低温工艺流程温控系统产品线，为公司业务寻找新机会，上海子公司或有望推出高附加值新产品。

● **风险提示：**技术落地不及预期、产品拓展不及预期、下游需求不足风险；其他风险详见倒数第二页标注1

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	190	191	166	183	206
YOY(%)	13.1	0.3	-12.8	10.0	12.7
归母净利润(百万元)	40	58	37	41	49
YOY(%)	-17.2	45.2	-37.0	12.5	17.9
毛利率(%)	62.6	65.2	63.2	62.9	62.9
净利率(%)	26.3	35.1	26.6	27.1	28.1
ROE(%)	8.6	11.8	7.7	8.4	9.5
EPS(摊薄/元)	0.44	0.64	0.40	0.45	0.53
P/E(倍)	29.7	20.4	32.4	28.8	24.4
P/B(倍)	2.1	2.2	2.2	2.2	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

北交所研究团队

相关研究报告

《合成生物带来业务新机会，战略性收购完善温控技术体系——北交所信息更新》-2024.9.23

《2023年归母净利润预增47%，生物样品处理仪器高增+新产品持续扩张——北交所信息更新》-2024.3.5

目 录

1、 产品：围绕生物样品处理仪器等三类产品完善产品链.....	3
2、 客户：直销和经销商贸易商并举，企业用户比例稳步提升.....	7
3、 财务：2024Q1-Q3 国内需求承压，费用投放相对谨慎.....	11
4、 行业：全球生命科学仪器市场复合增长率预计达到 5.4%.....	13
5、 盈利预测与投资建议.....	18
6、 风险提示.....	18
附：财务预测摘要.....	19

图表目录

图 1： 新芝生物拥有生物样品处理、分子生物学与药物研究、实验室自动化与通用设备三大类产品.....	3
图 2： 2023 年生物科学仪器创收 12,054.44 万元（万元）.....	3
图 3： 2024H1 生物科学仪器、通用仪器毛利率均下滑.....	3
图 4： 以微生物天然产物转化分析实验为例说明公司产品可满足不同的实验场景.....	4
图 5： 公司核心技术产品收入 2019-2021 年占其主营业务收入的 90%以上.....	5
图 6： 2023 年公司研发费用为 1841.69 万元，研发费用率 9.65%.....	6
图 7： 非直销模式占据 8 成左右的销售收入，其中以贸易商对收入贡献最为显著.....	7
图 8： 公司营销服务网络完善，直销与经销商贸易商并举.....	7
图 9： 公司 2019-2021 年客户稳定增长，业务增长动力强.....	8
图 10： 每年新增客户对主营业务收入贡献在 3 成左右.....	8
图 11： 公司主要产品复购率在 5 成到 7 成间，终端客户需求增长良好.....	9
图 12： 公司终端用户从科研用户向企业用户拓展.....	9
图 13： 2023 年公司营收 1.91 亿元（+0.30%）.....	11
图 14： 2023 年公司毛利率分别为 65.19%.....	11
图 15： 2023 年公司期间费用率为 36.71%.....	11
图 16： 2023 年净利率为 35.07%.....	12
图 17： 2023 年归母净利润已达 5820.50 万元（+45.22%）.....	12
图 18： Precedence Research 预测 2030 年生命科学仪器市场价值将超 1063.9 亿美元.....	13
图 19： 全球生命科学仪器市场，北美欧洲市场体量大，亚太地区市场增长高.....	13
图 20： 2021 年生命科学仪器行业下游市场价值 1281 亿美元.....	14
图 21： 我国生命科学仪器行业发展增长动力包括下游市场发展和政策助推.....	15
图 22： 我国 2014-2023 年研究经费投入由 13,015.63 亿元增长至 33,357.10 亿元.....	15
表 1： 截至 2024 年 6 月，公司拥有 3 家控股子公司、2 家全资子公司（单位：元）.....	4
表 2： 核心技术人员肖长锦和寿森钧取得的重要科研成果和荣誉资质.....	5
表 3： “生命科学仪器产业化建设项目”实施主体为宁波新芝生物科技股份有限公司.....	6
表 4： 境内销售主要集中在华东区域、华北区域、华南区域及华中区域（万元）.....	8
表 5： 公司主要终端客户类型及名单.....	10
表 6： 公司主要产品具有一定的竞争优势（单位：个）.....	10
表 7： 科学仪器行业主要政策.....	16
表 8： 公司估值略低于可比公司估值平均.....	18

1、产品：围绕生物样品处理仪器等三类产品完善产品链

新芝生物成立于2001年，现定位为一家专业为生命科学研究与产业化领域用户提供科学实验仪器、设备的高新技术企业，核心围绕生物样品处理、分子生物学与药物研究、实验室自动化与通用设备三大类产品开展研发、生产、销售和服务等业务活动，具体产品包括超声破碎仪器、高精度恒温水浴仪器、真空冷冻干燥仪器、基因转化仪器等。为生物医药、合成生物、IVD、医疗卫生、食品安全、疾病预防与控制、环境保护及新材料研究等领域用户提供产品与服务。

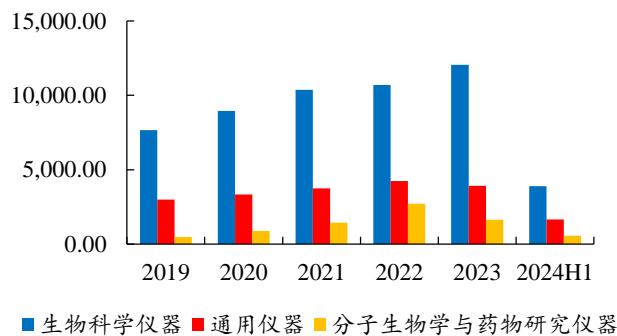
图1：新芝生物拥有生物样品处理、分子生物学与药物研究、实验室自动化与通用设备三大类产品



资料来源：公司官网、开源证券研究所

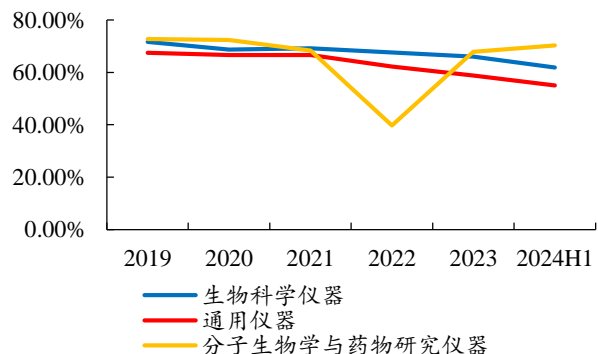
2023年：生物科学仪器、通用仪器、分子生物学与药物研究仪器分别创收12,054.44万元、3,918.20万元、1,618.50万元。其中分子生物学与药物研究类创收同比减少40.33%，主要为毛利率偏低的核酸提取仪产品销量大幅减少。**2024H1：**生物科学仪器、通用仪器、分子生物学与药物研究仪器分别创收3,884.20万元、1,648.22万元、562.54万元，三大主营业务收入及毛利率下滑的主要原因为下游生物医药相关行业需求不足，国内较多医药公司产线和实验室扩建速度放缓，对产品需求减少。

图2：2023年生物科学仪器创收12,054.44万元（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2024H1生物科学仪器、通用仪器毛利率均下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司产品链比较完整，可应用于组织、细胞、微生物、病毒、生物大分子和生物小分子转化处理培养等实验，满足不同实验需求和应用场景。例如进行微生物天然产物转化分析实验时，可根据实验需求选择公司的超声波细胞粉碎机、非接触式超声粉碎机、高通量组织研磨仪、高压均质机等仪器进行微生物细胞的均质破碎。同时公司已实现核心产品的系列化，可根据实际需求和应用场景，实现从实验室、中试到规模化生产的全链条覆盖。

图4：以微生物天然产物转化分析实验为例说明公司产品可满足不同的实验场景



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

近年来，公司相继成立新芝冻干、杭州研究院等公司实现多元业务发展。截至2024年6月，公司拥有3家控股子公司、2家全资子公司。

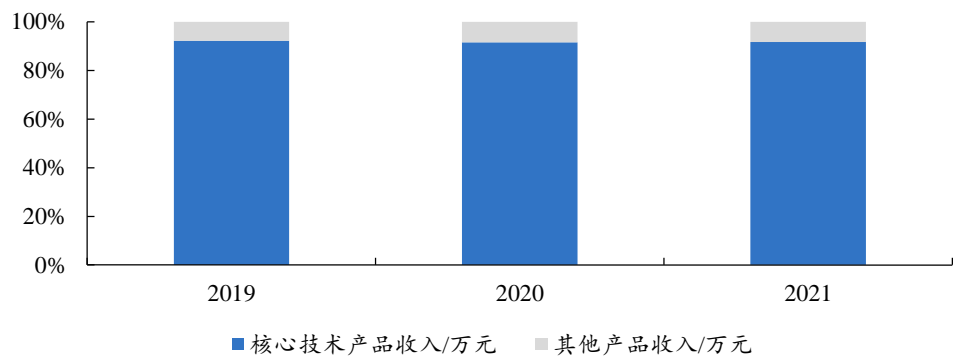
表1：截至2024年6月，公司拥有3家控股子公司、2家全资子公司（单位：元）

公司名称	公司类型	主要业务	注册资本	总资产	净资产	营业收入	净利润
宁波新芝冻干设备股份有限公司	控股子公司	主要从事冷冻干燥机、离心浓缩仪及超低温保存箱等产品的研发、生产	5,250,000	73,985,082.17	63,238,661.63	19,143,940.75	2,952,713.98
宁波蒂艾斯科技术有限公司	全资子公司	出口业务	1,000,000	400,147.17	-12,227.91	310,079.42	26,810.08
新芝科技（杭州）有限公司	全资子公司	试剂研发与销售	5,000,000	982,634.93	961,013.90	136,547.42	-33,200.61
宁波新芝阿弗斯恒温设备有限公司	控股子公司	工业高低温控设备制造、销售	5,050,000	4,811,362.75	2,852,411.34	2,168,634.74	340,565.91
上海欣智汇生物科技有限公司	控股子公司	自主品牌仪器、设备研发销售；国内 OEM/ODM 国内外销售；国际贸易（进口代理）	10,000,000	2,178,950.47	2,166,887.97	-	-77,050.92

资料来源：公司2024年半年报、开源证券研究所

根据《中国科学报》报道，公司研制的高压气体基因枪“一举打破国外技术垄断，填补国内相关领域空白”，并获浙江省科技进步二等奖。2019年公司参与攻关的“植物源生物活性物质高效提取分离技术装备及产业化项目”获浙江省科技进步一等奖。此外，公司各型号超声粉碎提取类仪器、冷冻干燥类设备、恒温水浴类设备、匀浆/分散研磨/均质相关设备、分子生物学研究类仪器、药物研究设备等均系自主研发产品，集成了公司的主要核心技术产品，在2019到2021年核心技术产品收入占其主营业务收入的90%以上，对各类客户的毛利率维持在50%至70%，其中超声粉碎提取类仪器毛利率达到了85%，整体具有较好的竞争优势。

图5：公司核心技术产品收入2019-2021年占其主营业务收入的90%以上



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

在研发团队方面，公司拥有宁波、杭州两地研发中心，组建了技术部、应用部、超声研究院以及杭州研究院等专业的研发部门，由知名大学硕博领衔的36人研发团队，积极对标国际领先企业，持续强化自主创新能力，重点加强关键技术的攻关与应用技术的整合，确保核心技术和产品性能的持续领先性；**在研发管理方面**，逐步建立市场驱动型的研发模式，学习引入IPD等先进的研发管理体系。围绕CRO、IVD、疫苗研制与生产、生物合成、基因检测等领域，公司研发出了多通道超声波细胞粉碎机、非接触式超声波细胞粉碎机、超声波DNA打断仪、高压气体基因枪、微生物曲线生长仪等多款创新类产品。

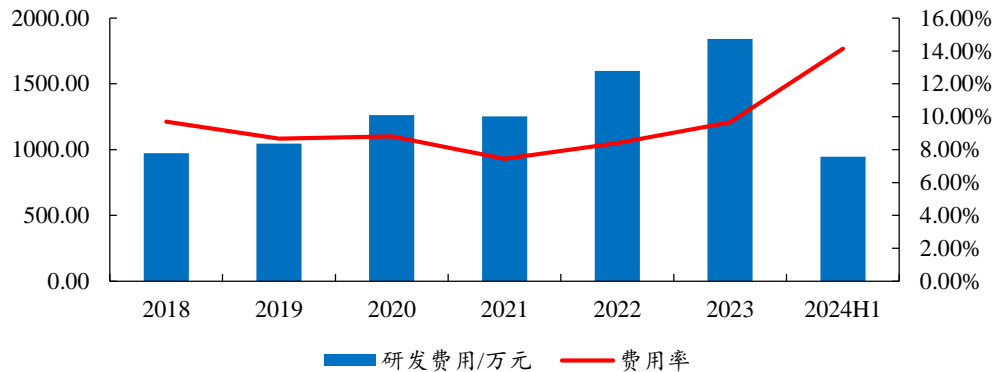
表2：核心技术人员肖长锦和寿森钧取得的重要科研成果和荣誉资质

姓名	研究成果和荣誉资质
肖长锦	承接国家科技型中小企业创新基金基因枪项目
	承担国家卫生部{卫科所专项办(2010)1号文件}课题：“艾滋病和病毒性肝类等重大传染病防治”科技重大专项
	宁波市科委项目评审专家库成员
	2003年获浙江省科技奖(二等奖)——高压气体基因枪
	2019年获浙江省科技进步奖(一等奖)——植物源生物活性物质高效提取分离技术装备及产业化
寿森钧	《分析仪器》第十一届编辑委员会委员
	第七届中国机械工业科学技术奖仪器仪表专业评审组专家
	2001年获中国仪器仪表学会科学技术奖(一等奖)
	2017年获中国仪器仪表学会青年科技人才奖
	2017年获中国分析测试协会BCEIA金奖
	2016年获中国仪器仪表学会(一等奖)——高性能全谱型光谱分析仪器研制及产业化项目

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

2024年上半年公司研发人员数量较2023年增加3.08%，新增1项国家发明专利，6项实用新型专利，4项外观设计专利。截至2024年6月30日，公司累计获得授权专利权75项，其中发明专利19项、实用新型专利45项、外观专利11项。此外，2024年4月，公司完成受让宁波新芝阿弗斯恒温设备有限公司55%股权，补充公司现有产品线在工业市场拓展，扩大公司产品从实验室市场到工业市场的应用。

图6：2023年公司研发费用为1841.69万元，研发费用率9.65%



数据来源：Wind、开源证券研究所

募投项目：为顺应公司发展战略，把握科学仪器市场未来发展机遇，公司拟通过“生命科学仪器产业化建设项目”建设，新建生产车间，优化现有生产布局，并配套购置相关先进生产及检测设备，围绕市场需求及适度多元化经营方针，在扩大现有产品产能的同时，进一步丰富公司产品体系，拓宽下游市场范围，强化公司分子生物学与药物研究仪器、生物样品处理仪器、实验室自动化与通用设备产品的市场核心竞争力，助力公司实现长期战略规划及发展目标。项目实施主体为宁波新芝生物科技股份有限公司，建设期为3年。

表3：“生命科学仪器产业化建设项目”实施主体为宁波新芝生物科技股份有限公司

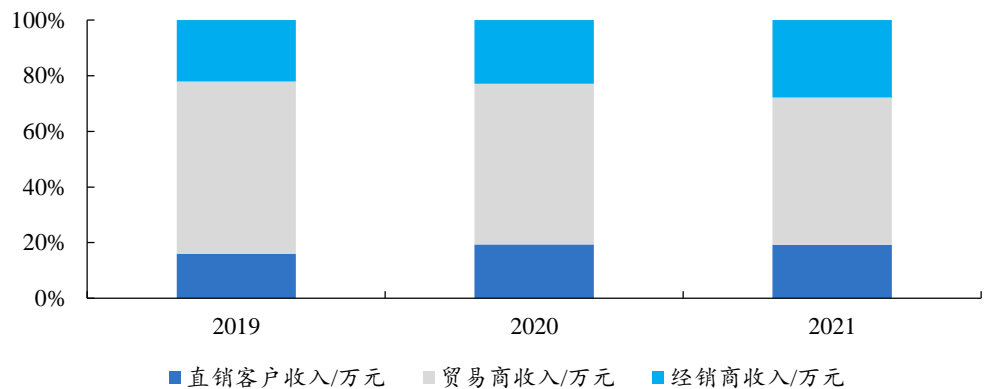
募集资金用途	调整后投资总额(元)	截至2024.6.30 累计投入金额(元)	截至2024.6.30 投入进度	项目达到预定可使用状态日期
		入金额(元)	度	态日期
生命科学仪器产业化建设项目	183,809,330	88,663,240.25	48.24%	2025年12月31日
研发中心建设项目	82,269,575	2,708,072.62	3.29%	2025年12月31日
技术服务和营销网络建设项目	45,523,520	3,418,124.55	7.51%	2025年12月31日
补充流动资金	23,404,350.85	12,592,607.75	53.80%	不适用
合计	335,006,775.85	107,382,045.17	-	-

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

2、客户：直销和经销商贸易商并举，企业用户比例稳步提升

在市场营销方面，为满足高校科研机构和企业用户的不同需求，强化本土化的服务支持能力，公司已经建立直销和非直销并重的营销模式，可及时为当地的生物医药、医疗卫生、IVD、生物安全等行业内高校科研机构和企业事业单位提供产品与服务。公司按照客户属性，将客户分为三类，分别为直销客户，经销商和贸易商。其中，直销客户是公司产品的最终使用者，经销商和贸易商为非终端客户。从收入来看，非直销客户贡献了8成左右的销售收入，而其中又以贸易商居多。

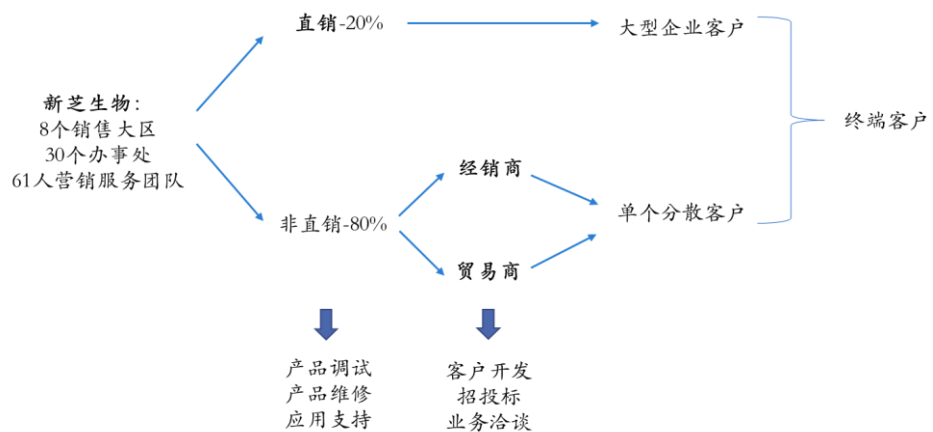
图7：非直销模式占据8成左右的销售收入，其中以贸易商对收入贡献最为显著



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

在营销和客户维护方面，公司在国内市场建立了完善的营销服务网络，设立了8个销售大区，建有30个办事处，拥有61人的专业营销服务团队，并与超过100家经销商建立了长期稳定的合作关系。面对大型企业客户时，为了更快地了解用户需求，建立更稳固的合作关系，公司通常采用直销模式。在非直销模式中，公司可充分利用国内经销商和贸易商广泛的销售渠道，更高效地覆盖更多的市场，服务更多的客户，有效解决客户群体分散，单个客户业务效率低等问题。公司主要承担已售产品的调试、维修和应用支持等工作，而客户开发、招投标、商务洽谈等工作则由经销商和贸易商完成。据公司统计，近年来，合作年限3年以上的经销商销售金额占当期对经销商销售总金额的7成以上，与经销商贸易商的合作整体较为稳定。

图8：公司营销服务网络完善，直销与经销商贸易商并举



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

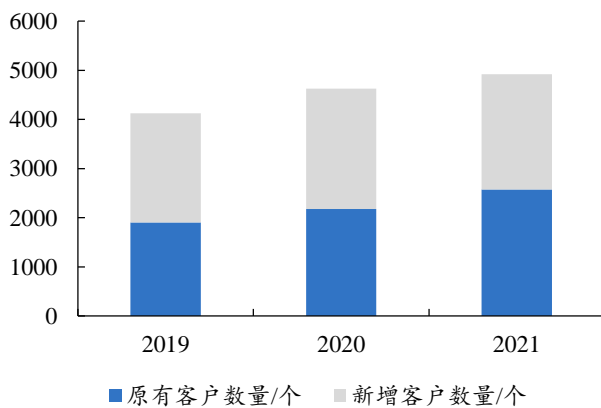
目前公司产品广泛应用于生物医药、医疗卫生、IVD、生物安全、食品安全、疾病预防与控制、检验检疫、环境保护及新材料研究等诸多领域，主要通过向科研院所、政府实验室（疾病防控、环境监测、出入境检验检疫、农业科学、药监局、质量检验等）、企业客户研发中心及生产部门、医院销售仪器设备实现盈利，以国内销售为主，主要集中于华东区域、华北区域、华南区域及华中区域，这些地区经济发达，覆盖长三角、珠三角、京津冀等区域，且下游客户科研机构、高等院校、生物医药企业和医院等也主要在上述区域分布覆盖。

表4：境内销售主要集中在华东区域、华北区域、华南区域及华中区域（万元）

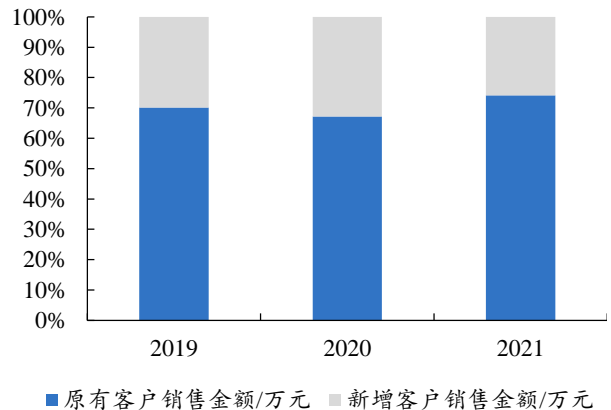
项目	2022 年度		2023 年度		2024 H1	
	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)
境内	18,350.22	96.46	18,311.61	95.98	6,316.24	94.45
华东区域	8,916.24	46.87	7,681.58	40.26	2,813.67	42.07
华中区域	2,048.58	10.77	2,234.77	11.71	850.47	12.72
华北区域	2,399.53	12.61	2,503.56	13.12	759.02	11.35
华南区域	2,019.01	10.61	2,110.16	11.06	652.03	9.75
西南区域	1,365.82	7.18	1,714.08	8.98	631.06	9.44
东北区域	896.09	4.71	900.89	4.72	381.70	5.71
西北区域	704.93	3.71	1,166.56	6.11	228.30	3.41
境外	576.48	3.03	767.81	4.02	371.32	5.55
合计	18,926.70	99.49	19,079.42	100.00	6,687.56	100.00

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司 2019 到 2021 年每年新签订单金额分别为 13,635.99 万元、16,487.95 万元和 19,955.00 万元，2022 年上半年公司新签订单金额为 10,645.60 万元，同比增长 18.54%，公司新签订单金额呈现增长趋势，在手订单充足，对公司业绩增长有一定支撑作用。公司 2019 年至 2021 年新增客户数量分别为 2,218 家、2,449 家和 2,342 家，对新增客户销售金额分别为 3,578.31 万元，4,663.60 万元和 4,315.09 万元，分别占当期主营业务收入的 29.92%，32.79%和 25.82%，主营业务收入主要来源于现有客户，同时也有一定增长性。

图9：公司 2019-2021 年客户稳定增长，业务增长动力强


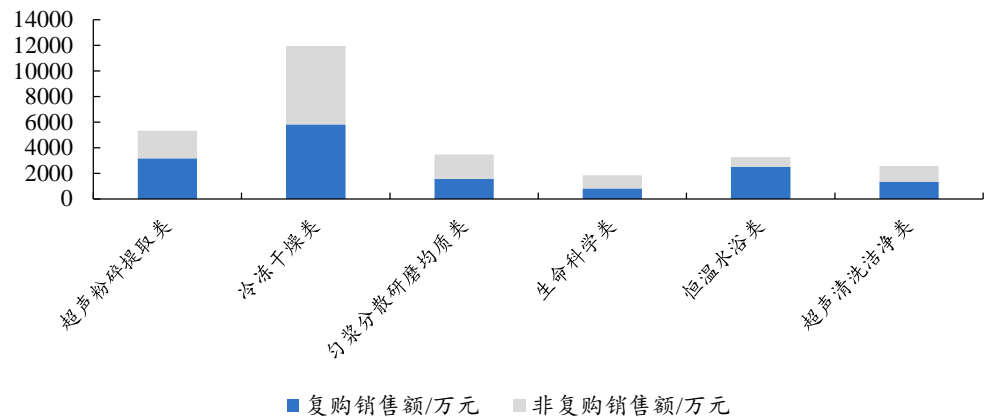
数据来源：公司第一轮问询函回复、开源证券研究所

图10：每年新增客户对主营业务收入贡献在 3 成左右


数据来源：公司第一轮问询函回复、开源证券研究所

在客户复购率方面,2019至2021年间,公司主要六大类产品复购率为53.46%,其中恒温水浴类、超声粉碎提取类和超声波清洗机类产品复购率较高,分别为75.97%、59.47%和52.53%,冷冻干燥类、匀浆分散研磨均质类、生命科学类复购率分别为48.67%、45.16%和44.19%,考虑到公司产品使用年限,客户的复购行为多源于需求的增长,而非已购买产品的置换。随着下游市场空间进一步释放和公司终端客户复购率的提升,公司未来业绩预计会有进一步增长。

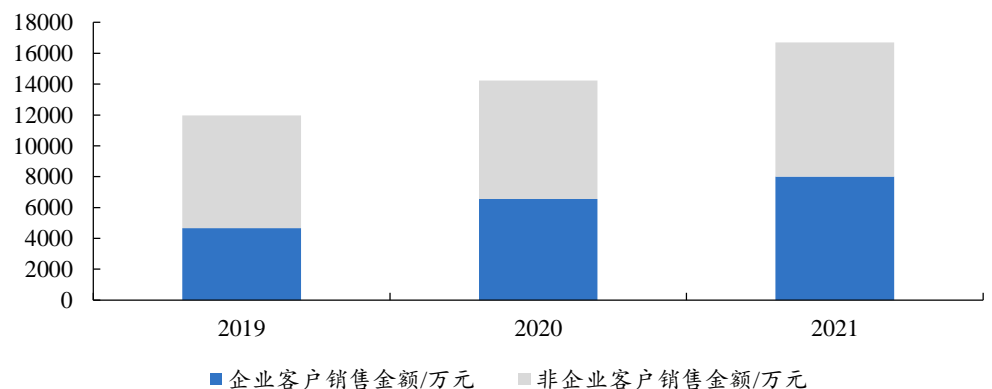
图11: 公司主要产品复购率在5成到7成间,终端客户需求增长良好



数据来源: 公司第一轮问询函回复、开源证券研究所

公司积极巩固科研用户,并将客户群体向企业用户拓展。自2019年至2021年,公司终端用户为企业用户的销售占比自39.08%增长至47.91%,销售金额自2019年的4,674.11万元增长至2021年的8,006.90万元,复合年均增长率达30.88%。

图12: 公司终端用户从科研用户向企业用户拓展



数据来源: 公司第一轮问询函回复、开源证券研究所

视终端用户的总体而言,公司已获得了包括中国科学院、中国医学科学院等科研院所和清华大学、北京大学等高等院校、中国CDC、中国食药监等政府实验室、北京协和医院等知名用户的广泛认可,公司通过提供优质的巡检和应用支持服务,与这些单位的使用人员建立了良好的联系,培养了使用习惯。科研人员未来进入新公司开展新研究,有较大可能继续沿用公司产品,是公司新客户储备的重要来源。

在企业方面，公司已进入前十大 CRO 公司的药明康德体系公司、康龙化成、凯莱英等企业，华大基因、达安基因等知名的生物科技企业。成为龙头企业的供应商不仅有效地提升公司在相关行业的影响力，还会促进带动行业内新用户采购和使用公司产品。此外，药明康德体系公司新增项目的持续投产，集团旗下的新增客户和其对公司产品需求进一步增长，也是公司重要的新客户储备来源。

表5：公司主要终端客户类型及名单

客户类型	客户名称
高等院校	中国科学院、中国医学科学院、中国农业科学院、清华大学、北京大学、浙江大学、复旦大学、上海交通大学、中国科学院和科研院所 技术大学、南京大学、武汉大学、中山大学、华中科技大学、四川大学、西安交通大学、江南大学、天津大学、香港理工大学深圳研究院、国家南繁科研育种基地等。
政府实验室	中国食品药品检定研究院、北京市药品检验研究院、湖南省畜牧水产局、河北省石家庄生态环境监测中心、上海市闵行区疾病预防控制中心，浙江省疾病预防控制中心、宁波市出入境检验检疫局、兰州市食品药品检验所、唐山市畜牧水产品质量监测中心。
生物企业	药明康德新药开发有限公司、康龙化成(北京) 新药技术股份有限公司、凯莱英医药集团、深圳华大基因股份有限公司、北京热景生物技术股份有限公司、北京英诺特生物技术股份有限公司、美康生物科技股份有限公司、南京金斯瑞生物科技有 限公司、上海科华生物工程股份有限公司、北京九强生物技术股份有限公司、北京科兴中维生物技术有限公司、广州达安 基因股份有限公司、江苏硕世生物科技股份有限公司、中元汇吉生物技术股份有限公司、华东医药股份有限公司、浙江新 和成股份有限公司等。
医院	浙江大学医学院附属第一医院、中国人民解放军总医院、四川省肿瘤医院、天津医科大学总医院、西安交通大学医学院第 一附属医院、广西医科大学第一附属医院、安徽省立医院、北京大学第三医院、北京儿童医院、华西口腔医院、吉林省结 核病医院、吉林省中医院、山东省立医院西院、上海市第一人民医院、上海市中西医结合医院、深圳市第二人民医院、深 圳市第三人民医院、深圳市中医院等。

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

公司产品终端用户分为企业、高校、科研院所、政府实验室和医院。2021 年，公司对高校、科研院所和政府实验室三类终端用户销售金额占当期主营业务收入的 比例为 58.51%、49.87%和 48.52%。

表6：公司主要产品具有一定的竞争优势（单位：个）

产品名称	2019	2020	2021			
超声波细胞 粉碎机	有效数据	15	有效数据	11	有效数据	10
	公司产品中标数量	12	公司产品中标数量	6	公司产品中标数量	7
	其他品牌	3	其他品牌	5	其他品牌	3
冷冻干燥机	有效数据	85	有效数据	72	有效数据	85
	公司产品中标数量	10	公司产品中标数量	11	公司产品中标数量	10
	其他品牌	75	其他品牌	61	其他品牌	75
恒温水浴类 设备	有效数据	23	有效数据	20	有效数据	23
	公司产品中标数量	4	公司产品中标数量	2	公司产品中标数量	3
	其他品牌	19	其他品牌	18	其他品牌	20
超声波清洗 机	有效数据	111	有效数据	70	有效数据	96
	公司产品中标数量	17	公司产品中标数量	6	公司产品中标数量	11
	其他品牌	94	其他品牌	64	其他品牌	85

资料来源：中国政府采购网、公司第一轮问询函回复、开源证券研究所 注：通过中国政府采购网 (<http://www.ccgp.gov.cn>) 对相关类别仪器的全部中标情况进行检索，并将中标公告中具备采购方、厂商、产品型号等完整信息的数据定义为“有效数据”。但由于样本量有限，数据分析具有局限性，仅可在一定程度上反映出公司的市场占有率。

根据中国政府采购网数据，2019-2021 年超声波细胞粉碎机领域中标率分别为 80.00%、54.55%、70.00%，冷冻干燥机领域中标率分别为 11.76%、15.27%、36.67%，恒温水浴类设备领域中标率为 17.39%、10%、13.04%，超声波清洗机领域中标率分别为 15.32%、8.57%、11.46%。由于中国政府采购网中标公示的样品量较有限，存在局限性，公司产品中标占比仅作为市场占有率的参考数据，可在一定程度上反映出公司的品牌知名度和行业地位。因此，公司的超声波细胞粉碎机、恒温水浴类产品和超声波清洗机等产品领域具有一定竞争优势，在冷冻干燥机领域系列产品的竞争力也不断增强。

3、财务：2024Q1-Q3 国内需求承压，费用投放相对谨慎

2016-2023 年，公司营收呈现爬升趋势，2023 年已达 1.91 亿元 (+0.30%)，2024Q1-Q3 公司整体营收受下游生物医药相关行业需求不足影响有所下滑，为 1.09 亿元。近年来公司毛利率一直维持高位稳定，2023 年、2024Q1-Q3 的毛利率分别为 65.19%、62.40%。

图13：2023 年公司营收 1.91 亿元 (+0.30%)

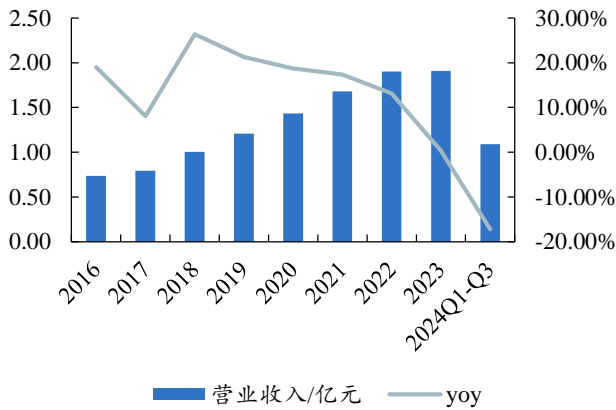
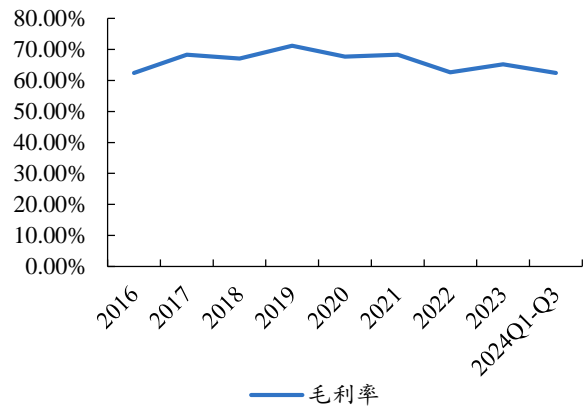


图14：2023 年公司毛利率分别为 65.19%

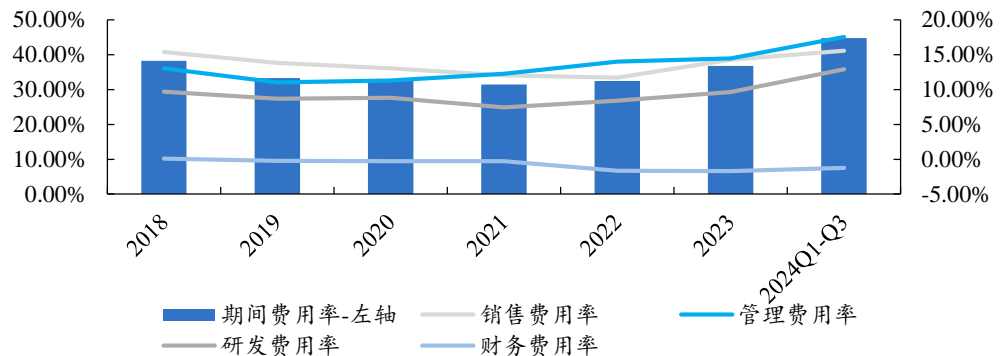


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司 2018-2023 年期间费用率呈现先降后升的态势。2023 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 14.27%、14.48%、9.65%、-1.68%。

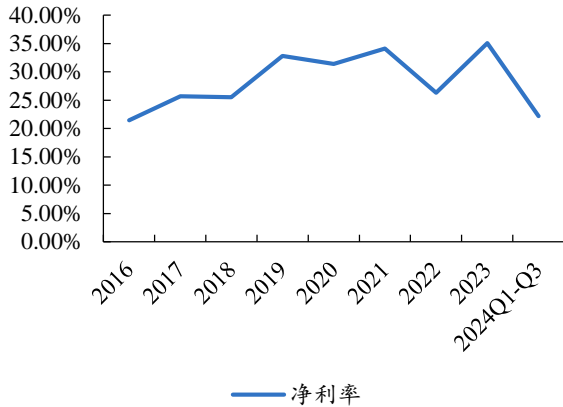
图15：2023 年公司期间费用率为 36.71%



数据来源：Wind、开源证券研究所

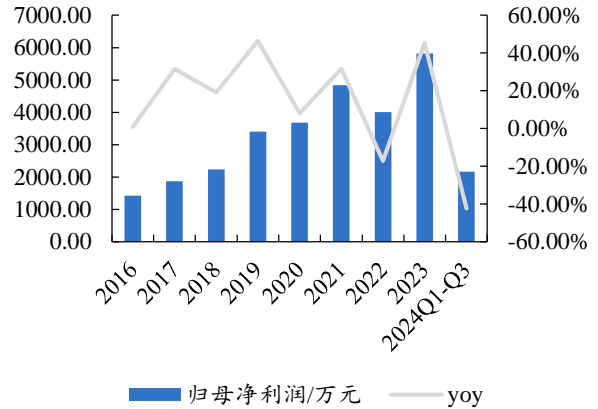
2016-2023 年，公司净利率呈现波动向上的趋势，2023 年为 35.07%，2024Q1-Q3 下滑至 22.17%。2016-2023 年，公司归母净利润逐步爬升，至 2023 年已达 5820.50 万元（+45.22%）。综合来看，公司盈利能力优异，但 2024Q1-Q3 受需求影响而产生盈利下滑。

图16：2023 年净利率为 35.07%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2023 年归母净利润已达 5820.50 万元（+45.22%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、行业：全球生命科学仪器市场复合增长率预计达到 5.4%

从全球视角来看，生命科学仪器市场是高增长的高潜力市场。Precedence Research 研究报告认为，2021 年全球生命科学仪器市场价值 608.5 亿美元，预计到 2030 年将超过 1063.9 亿美元，2021 年至 2030 年复合增长率有望达到 5.4%，属于高增长的高潜力市场。

图18：Precedence Research 预测 2030 年生命科学仪器市场价值将超 1063.9 亿美元



资料来源：Precedence Research

具体到地理位置而言，北美和欧洲依然占据生命科学仪器主要市场，根据 Coherent Market Insights 研究报告，2024 年占最大份额 39.2%，仅美国就占全球研究支出的 50% 以上。亚太地区已成为近年来增长最快的生命科学仪器市场。中国、日本、韩国、印度等国家正在越来越多地投资于保健和生物学基础设施。这导致本区域对高级生命科学研究工具和分析设备的需求激增。随着中国医药业的扩大以满足其人口的大规模保健需求，中国乃是亚太区域的主要增长动力。随着中医药公司在药物发现和制造方面的能力的发展，它们正在采购更多的实验室仪器和自动化解决方案，随着印度、新加坡和其他东南亚国家以合同研究和制造活动增多，亚太生命科学工具的采用也有所增加。此外，从北美和欧洲向该区域出口的生命科学仪器也大幅增加。

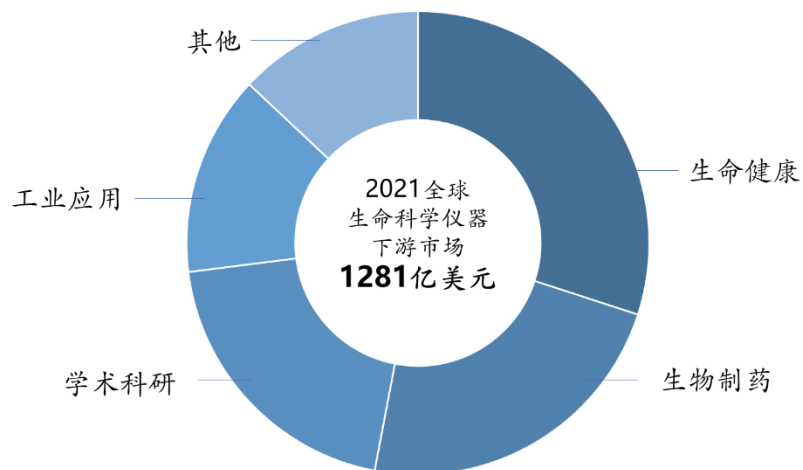
图19：全球生命科学仪器市场，北美欧洲市场体量大，亚太地区市场增长高



资料来源：Coherent Market Insights

从全球生命科学仪器行业发展经验来看，下游市场的需求增长是行业发展的主要驱动力。生命科学仪器作为硬件支持，广泛应用于生物医药、IVD、生物安全、食品安全、疾病预防与控制、检验检疫、环境保护及新材料研究等诸多领域，而这些领域的不断突破扩大了需求，助推了生命科学仪器企业的技术进步和规模化发展。发展中国家和发达国家慢性病发病率的上升，对先进疗法研究的投资以及对新药和疗法的持续需求，预计将增加对有效疾病早期诊断技术的需求，都将推动对生命科学仪器的需求；对于癌症、肾脏和甲状腺疾病以及糖尿病等疾病，近两年创新疗法例如基因和细胞疗法的增长、重组 DNA 技术的进步、生物制品需求的增长、单克隆抗体的发展等，也在研究应用场景中提升了对生命科学仪器的需求。

图20：2021 年生命科学仪器行业下游市场价值 1281 亿美元

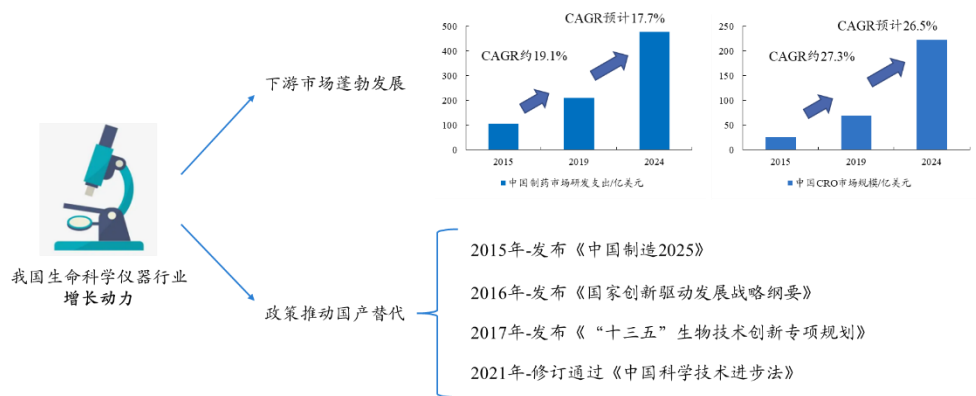


数据来源：Grandview Research、开源证券研究所

在我国，下游市场的迅速发展也是本土生命科学仪器行业发展的重要机遇，其中以生物制药和 CRO 市场最为显著。根据 Frost & Sullivan 统计，中国制药市场研发支出由 2015 年的 105 亿美元增长至 2019 年的 211 亿美元，CAGR 约为 19.1%，增速快于全球市场，预计到 2024 年增长至 476 亿美元，2019 到 2024 年 CAGR 预计为 17.7%。而中国 CRO 市场规模从 2015 年的 26 亿美元增长至 2019 年的 69 亿美元，CAGR 约为 27.3%，预计到 2024 年有望达到 222 亿美元，CAGR 约为 26.5%。伴随生物制药、CRO 等下游行业的快速增长，以及高校、科研单位的生物实验室投入增加，生命科学仪器等相关产品的需求也将会得到快速释放。

从国内外对比的角度出发，我国科学仪器行业起步较晚、产业配套发展比较滞后，高端科学仪器几乎被发达国家垄断，国家也针对此现状出台政策助推国产替代。美国、欧洲及日本在科学仪器产业规模及科技创新方面处于世界领先地位，根据美国《化学与工程新闻》杂志公布的 2018 年度全球仪器公司 TOP20 排位名单，8 家来自美国，7 家来自欧洲，5 家来自日本。这些国际巨头企业有相当一部分也关注到了亚太地区的广阔市场，并着手中国市场的布局，为国内相关行业带来更激烈的竞争。例如，行业巨头赛默飞强调发掘中国“十四五”计划所催生的投资机会，在上海、苏州、杭州均投资研发中心，从而为中国市场提供本土化的解决方案，并使得部分仪器产品可以在中国本土生产，2021 年赛默飞在中国营收 34.4 亿美元，同比增长 23%。

图21：我国生命科学仪器行业发展增长动力包括下游市场发展和政策助推

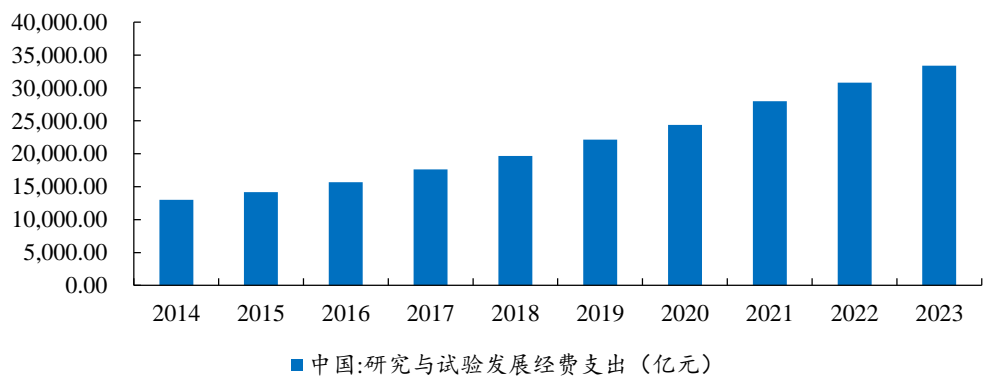


资料来源：公司招股书、开源证券研究所

相比于发达国家，国内科学仪器生产起步晚，技术理论创新弱，应用支持能力弱，再加之品牌因素的影响，短期内与进口仪器展开全面的市场竞争面临较大的挑战，国内市场也长期依赖进口，据海关总署历年数据显示，我国大型科研仪器整体进口率超 70%，其中分析仪器的进口率超过 80%。近年来，为了改善现状，国家有多项政策出台助推相关产品的国产替代，政策利好是我国生命科学仪器行业发展的另一个重大推力。

2016 年出台的《国家创新驱动发展战略纲要》，提出到 2020 年，研究与试验发展经费支出占 GDP 的比例达到 2.5%，到 2030 年达到 2.8%；到 2050 年建成世界科技创新强国，成为世界主要科学中心和创新高地。根据国家统计局数据，我国 2014-2023 年研究经费投入由 13,015.63 亿元增长至 33,357.10 亿元，年均复合增速约为 11%。

图22：我国 2014-2023 年研究经费投入由 13,015.63 亿元增长至 33,357.10 亿元



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

近年来我国科学研究领域持续加大投入力度，科研投入规模已处于世界前列。但由于我国科学仪器行业起步较晚，产业配套发展比较滞后，美欧日发达国家企业（如美国赛默飞世尔（Thermo Fisher）、安捷伦（Agilent）、丹纳赫（Danaher）、日本岛津（SHIMADZU）等）在科学仪器产业规模及科技创新方面处于世界领先地位，高端科学仪器几乎被发达国家垄断。鉴于国内科学仪器企业与国外存在明显差距，产业处于成长初期阶段。面对广阔的市场前景，近些年国内企业利用自身基础，在技术创新、人才团队、产业配套、质量工艺、应用支持和品牌知名度等方面投入加大，全面追赶国外对标企业，部分技术和产品开始接近甚至超越国际先进水平。

表7：科学仪器行业主要政策

颁布/修订年份	政策名称	颁布单位	主要内容
2017	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》(2016版)	发改委	将“智能化实验分析仪器”、“在线分析仪器”列为国家重点发展的产品。
2018	《关于加强国家重点实验室建设发展的若干意见》	科技部、财政部	《意见》指出坚持系统布局、能力提升、开放合作、科学管理，大幅提升国家重点实验室的原始创新能力、国际学术影响力、学科发展带动力、国家需求和社会发展支撑力。《意见》从完善国家重点实验室发展体系、提升国家重点实验室创新能力、加强国家重点实验室管理创新等方面给出具体方案，进一步加强国家重点实验室建设发展。
2018	《科技部关于发布国家重点研发计划重大科学仪器设备开发重点专项2018年度项目申报指南的通知》	科技部	通过专项实施，构建“仪器原理验证→关键技术研发（软硬件）→系统集成→应用示范→产业化”的国家科学仪器开发链条，完善产学研用融合、协同创新发展的成果转化与合作模式，激发行业企业活力和创造力。强化技术创新和产品可靠性、稳定性实验，引入重要用户应用示范、拓展产品应用领域，大幅提升我国科学仪器行业可持续发展能力和核心竞争力。
2018	《战略性新兴产业分类（2018）》	国家统计局	将“实验分析仪器制造”列入“高端装备制造业”行业大类。
2019	《产业结构调整指导目录（2019年版）》（2020年1月1日施行）	发改委	将“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”列为鼓励类行业。
2021	《“十四五”规划和2035年远景》	全国人大	《纲要》指出，加强高端科研仪器设备研发制造，加快构建以国家实验室为引领的战略科技力量，重组国家重点实验室，形成结构合理、运行高效的实验室体系。
2021	《医疗装备产业发展规划（2021-2025年）》	工信部	规划指出，将重点发展诊断检验、治疗、监护与生命支持、中医诊疗、妇幼健康、保健康复设备与植入器械。攻关突破基于新一代细胞标记、微流控分析技术的高端细胞分析装备，多功能、集成化检验分析装备，高性能生化分析装备、免疫分析仪、质谱分析设备等。提升面向重大疾病诊断的即时即地检验（POCT）装备产品性能品质。
2021	《十四五生物医药产业发展规划》	国务院	推动生物技术与信息技术融合创新，加快发展生物医药等产业，做大做强生物经济，聚焦生物医药等重大创新领域，组建一批国家实验室，形成结构合理、运营高效的实验室体系。
2021	《中华人民共和国科学技术进步法》	全国人大	规定“对境内自然人、法人和非法人组织的科技创新产品、服务，在功能、质量等指标能够满足政府采购需求的条件下，政府采购应当购买；首次投放市场的，政府采购应当率先购买，不得以商业业绩为由予以限制。”
2022	《关于加快部分领域设备更新改造贷款财政贴息工作的通知》	国务院	设立设备更新改造专项再贷款，支持高校、职业院校、医院、中小微企业等领域的设备购置和更新改造。
2022	《“十四五”生物经济发展规划》	发改委	我国首部生物经济五年规划，提出要有序发展全基因组选择、系统生物学、合成生物学、人工智能等生物育种技术，发展合成生物学技术。
2023	《关于研发机构采购设备增值税政策的公告》	财政部、商务部、税务总局	继续对内资研发机构和外资研发中心采购国产设备全额退还增值税。
2023	职业教育产教融合赋能提升行动实施方案（2023-2025年）	发改委、教育部、工业和信息化部	围绕教育“赋能”和“提升”建设产教实训基地，安排中央预算投资予以支持。本方案提出中央预算投资、地方政府专项债、长期贷款三类融资渠道，支持相关院校更新置换先进技术设备。

颁布/ 修订 年份	政策名称	颁布单 位	主要内容
2024	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	信息化 部等 国务院	推动符合条件的高校、职业院校（含技工院校）更新置换先进教学及科研技术设备，提升教学科研水平，有望带动各类理工科教学仪器以及科研分析、实验通用仪器等需求

资料来源：公司 2024 年半年报、开源证券研究所

在技术创新方面，国家持续鼓励自主创新，已将科学仪器列入国家重点发展领域，通过重大科技专项等方式，支持国内企业解决卡脖子的问题，作为科学仪器的重要组成部分，生命科学仪器也受益于法规和政策。下游行业生物医药、IVD、生物安全、食品安全、疾病预防与控制、检验检疫、环境保护及新材料研究等诸多领域的应用不断突破，有力地推动了国内生命科学仪器企业的技术进步和规模化发展。

5、盈利预测与投资建议

公司是一家为生物医药、医疗卫生、IVD、生物安全、食品安全、疾病预防与控制、检验检疫、环境保护及新材料研究等诸多领域提供相关科学仪器的国家级专精特新企业。此外，大规模设备更新政策将为我国科学仪器行业带来实质性利好，在下游需求打开的同时提升行业国产化速率，结合公司技术优势与成本优势，我们认为公司发展前景较好。我们维持公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.37/0.41/0.49 亿元，对应 EPS 分别为 0.40/0.45/0.53 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 32.4/28.8/24.4 倍，短期业绩承压但看好公司的多产品矩阵+国产替代机会，下调为“增持”评级。

表8：公司估值略低于可比公司估值平均

公司名称	股票代码	最新收盘价 (元/股)	最新总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
莱伯泰科	688056.SH	29.03	19.52	0.63	0.82	1.07	46.1	35.4	27.1
皖仪科技	688600.SH	16.50	22.23	0.52	0.75	1.00	31.7	22.0	16.5
聚光科技	300203.SZ	17.61	79.02	0.73	0.82	0.90	24.1	21.5	19.6
均值			40.26	0.63	0.80	0.99	34.0	26.3	21.1
新芝生物	430685.BJ	10.50	9.61	0.40	0.45	0.53	26.2	23.3	19.8

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预测 收盘日为 20241031）

6、风险提示

技术落地不及预期、产品拓展不及预期、下游需求不足风险

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	553	500	489	403	408
现金	496	129	203	107	114
应收票据及应收账款	8	10	6	12	8
其他应收款	1	1	1	1	1
预付账款	4	4	2	4	2
存货	45	48	46	47	52
其他流动资产	0	308	231	231	231
非流动资产	83	111	133	244	256
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	44	46	52	106	144
无形资产	22	22	25	29	34
其他非流动资产	17	43	57	109	78
资产总计	637	611	622	647	664
流动负债	51	42	44	50	51
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	7	7	6	9	8
其他流动负债	45	35	38	41	42
非流动负债	6	2	3	4	3
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	2	3	4	3
负债合计	57	45	48	54	54
少数股东权益	25	29	37	45	54
股本	92	92	92	92	92
资本公积	323	356	356	356	356
留存收益	140	117	132	138	153
归属母公司股东权益	555	538	538	548	556
负债和股东权益	637	611	622	647	664

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	70	56	64	48	68
净利润	50	67	44	50	58
折旧摊销	5	6	6	8	13
财务费用	-3	-3	-1	-1	-1
投资损失	-1	-3	-2	-2	-2
营运资金变动	8	-20	14	-5	3
其他经营现金流	12	9	3	-2	-2
投资活动现金流	44	-333	48	-114	-21
资本支出	29	32	35	117	26
长期投资	72	-306	0	0	0
其他投资现金流	1	6	83	3	5
筹资活动现金流	327	-92	-38	-29	-40
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	25	0	0	0	0
资本公积增加	315	33	0	0	0
其他筹资现金流	-13	-125	-38	-29	-40
现金净增加额	441	-368	73	-96	7

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	190	191	166	183	206
营业成本	71	66	61	68	77
营业税金及附加	2	3	2	2	3
营业费用	22	27	21	22	24
管理费用	27	28	24	26	28
研发费用	16	18	19	20	22
财务费用	-3	-3	-1	-1	-1
资产减值损失	-6	-2	-0	-0	-0
其他收益	7	10	7	7	7
公允价值变动收益	0	3	1	1	2
投资净收益	1	3	2	2	2
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	58	65	50	57	66
营业外收入	0	12	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	57	76	51	57	66
所得税	7	10	6	7	8
净利润	50	67	44	50	58
少数股东损益	10	9	8	8	9
归属母公司净利润	40	58	37	41	49
EBITDA	54	81	54	63	78
EPS(元)	0.44	0.64	0.40	0.45	0.53

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	13.1	0.3	-12.8	10.0	12.7
营业利润(%)	-13.9	12.5	-22.8	12.2	16.8
归属于母公司净利润(%)	-17.2	45.2	-37.0	12.5	17.9
获利能力					
毛利率(%)	62.6	65.2	63.2	62.9	62.9
净利率(%)	26.3	35.1	26.6	27.1	28.1
ROE(%)	8.6	11.8	7.7	8.4	9.5
ROIC(%)	76.5	65.4	40.5	22.6	26.7
偿债能力					
资产负债率(%)	8.9	7.3	7.7	8.3	8.1
净负债比率(%)	-84.9	-22.2	-35.3	-18.0	-18.7
流动比率	10.8	11.8	11.0	8.1	8.0
速动比率	9.8	10.5	9.9	7.0	7.0
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	17.8	22.5	22.0	20.0	20.0
应付账款周转率	12.1	9.4	9.0	9.0	9.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.64	0.40	0.45	0.53
每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	0.61	0.70	0.52	0.75
每股净资产(最新摊薄)	6.06	5.87	5.87	5.99	6.08
估值比率					
P/E	29.7	20.4	32.4	28.8	24.4
P/B	2.1	2.2	2.2	2.2	2.1
EV/EBITDA	13.3	9.8	14.6	14.3	11.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

1截至11月19日开源证券自营投资持仓1072113股，无限售期，本材料完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn