

# ODM 模式带来的高粘性客户铸就坚实护城河

## ——洁特生物 (688026) 首次覆盖报告

增持 (首次)

日期: 2020 年 05 月 12 日

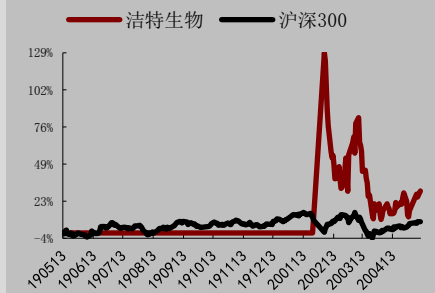
### 投资要点:

- **专注生物实验室耗材 20 年, 国内竞争优势明显:** 生物科学的高速发展带来了生物实验室一次性耗材需求的大幅上升。2018 年全球生物实验室一次性塑料耗材市场规模达到 110.1 亿美元, 2014 年至 2018 年期间年复合增长率为 5.3%, 2018 年我国生物实验室一次性塑料耗材市场规模为 75.7 亿人民币, 占全球份额的 10.3%, 复合增速为 15.3%, 远高于国际 5.4% 的增长率。公司作为国内一次性生物实验室耗材龙头, 专注该领域 20 年, 相比国内其他企业具有明显的品牌优势和技术优势, 未来会随着进口替代的提速而不断受益。
- **以 ODM 模式为主, 下游客户粘性高:** 公司自打入欧美高端生物实验市场后, 客户基本稳定, 5 大客户占比公司总销售的 50% 左右, 即使在中美贸易摩擦最严重的时候, 公司客户也同意与公司共同承担增长的成本, 这主要归因于公司的 ODM (自主设计制造) 模式。公司通过客户的定制化要求给与定制化产品, 能明显的提高公司下游客户的粘性, 铸就公司的“护城河”。
- **口罩防护服业务重启, 给公司带来全新增量:** 受新冠肺炎疫情的影响, 公司重启口罩防护服业务, 2020Q1 该业务实现收入 4126 万, 实现净利润 2330 万元, 占总收入和净利润的 55.40% 和 69.58%。从目前形势来看, 我们认为今年要全面解决全球化疫情的可能性不大。口罩、防护服等防疫用品的需求在今年内都将相对刚性, 未来的话也将给公司今年业绩保驾护航, 带来稳定的增长点。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 4.18/4.47/4.38 亿元, EPS 分别为 1.00/0.94/1.11, P/E 分别为 69.55/73.39/62.28。首次覆盖, 给与“增持”评级。
- **风险因素:** 生物实验耗材国外销售严重受疫情影响, 口罩防护服业务海外销售受阻, 中美贸易摩擦加剧。

### 基础数据

行业	化工
公司网址	
大股东/持股	袁建华/31.0%
实际控制人/持股	
总股本 (百万股)	100.00
流通A股 (百万股)	22.68
收盘价 (元)	69.34
总市值 (亿元)	69.34
流通A股市值 (亿元)	15.72

### 个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: WIND, 万联证券研究所  
数据截止日期: 2020 年 05 月 11 日

### 相关研究

分析师: 陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 18665372087

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

研究助理: 黄侃

电话: 18818400628

邮箱: huangkan@wlzq.com.cn

	2019 年	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	2.47	4.18	4.47	4.38
增长比率 (%)	19.29	68.78	7.10	-2.04
净利润 (亿元)	0.66	1.00	0.94	1.11
增长比率 (%)	25.21	50.71	-5.24	17.85
每股收益 (元)	0.66	1.00	0.94	1.11
市盈率 (倍)	104.82	69.55	73.39	62.28

数据来源: 万联证券研究所

## 目录

1、公司简介.....	3
1.1 公司背景及股权结构.....	3
1.2 公司主营业务.....	3
1.3 公司财务状况分析.....	7
2、 专注生物实验室耗材研发 20 年，国内竞争优势明显.....	8
2.1 欧美产业发展较早，基本垄断全球市场.....	9
2.2 品牌优势明显，自主研发改性技术国内领先.....	12
3、 ODM 模式为主，下游客户粘性大.....	15
4、 疫情加剧，子公司广州拜费尔口罩防护业务带来新增量.....	18
5、 公司市场估值分析.....	19
6、 盈利预测及假设.....	20
7、 风险提示.....	21
图表 1： 公司股权结构.....	3
图表 2： 2016-2019 年公司主营业务占比.....	4
图表 3： 2019 年公司主营业务营收（亿元）.....	4
图表 4： 公司细胞培养类主要产品.....	4
图表 5： 公司生物培养类主要产品.....	5
图表 6： 公司仪器设备及其他类别主要产品.....	6
图表 7： 2013-2019 年公司分地区营收规模（亿元）.....	7
图表 8： 2019 年 1-6 月公司各渠道销售模式营收占比.....	7
图表 9： 2013-2019 年公司营业收入及其增速.....	7
图表 10： 2013-2019 年公司归母净利润及其增速（亿元）.....	7
图表 11： 2013-2019 年公司毛利率及净利率变化.....	8
图表 12： 2013-2019 年公司期间费用率情况.....	8
图表 13： 2013-2019 年公司研发费用及其占收入占比.....	8
图表 14： 细胞培养产品及下游应用.....	9
图表 15： 全球一次性生物实验耗材市场规模/亿美元.....	10
图表 16： 中国一次性生物实验耗材市场规模/亿元.....	10
图表 17： 行业主要法律法规及政策.....	11
图表 18： 中国一次性生物实验耗材市场进口/国产占比.....	12
图表 19： 境外同行业公司对比信息.....	12
图表 20： 公司核心技术转化为产品情况.....	14
图表 21： 国内下游主要客户.....	15
图表 22： 公司业务占比情况/%.....	15
图表 23： 2016-2018 年 5 大客户销售占比情况.....	16
图表 24： 2018 年来主要中美贸易摩擦政策.....	16
图表 25： 2018 年以来公司应对中美贸易摩擦的措施.....	17
图表 26： 中美贸易摩擦前后公司 5 大客户产品销量情况/万.....	17
图表 27： 全球疫情状况（截止 2020 年 5 月 11 日）.....	18
图表 28： 全球口罩需求预测及其同比增速.....	19
图表 29： 可比公司估值情况（数据截止至：2020 年 5 月 11 日）.....	19
图表 30： 洁特生物 PE（自 2020 年 02 月 03 日起）.....	20
图表 31： 公司未来 3 年营收预测.....	20

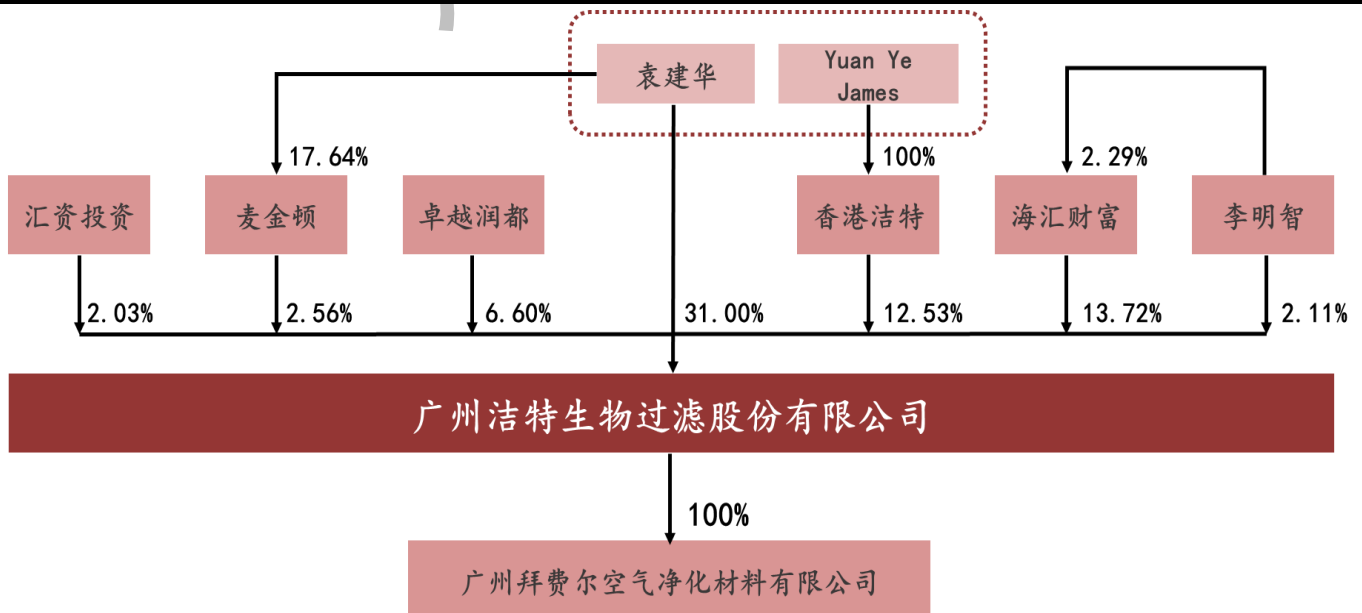
## 1、公司简介

### 1.1 公司背景及股权结构

公司设立于2001年，是国内最早生产生物实验室一次性塑料耗材的企业之一，经过近20年的发展，公司不仅掌握了相关的核心技术，而且实现技术成果的产业化，现已成为国内生物实验室一次性塑料耗材细分领域的领先企业。公司主要从事研发、生产及销售生物培养和液体处理两大类产品，并配有试剂、小型实验仪器等，总涉及700余种产品及其配套产品。公司产品销往欧美等40余个国家及地区，终端客户主要包括高等院校的生物实验室，生命科学、医学等研究机构，卫生防疫系统的各级疾病预防控制中心、检验检疫机构、药品食品监测机构，各级医院及诊所等医疗机构的中心实验室，制药企业，生物科技公司等。作为国内实验室一次性塑料耗材供应商的领先企业，公司充分重视相关标准的制定工作，完成了企业标准9项，并曾主导制定了2项广东省地方标准。发明专利“一次性细胞培养瓶透气盖装配机”为第二十一届中国专利优秀奖预获奖项目。

公司股权相对集中,实际控制人对公司治理影响力较大。公司实际控制人为袁建华、Yuan Ye James（加拿大国籍，中文名：袁晔）父子，二人合计控制公司46,094,607股的表决权，占公司总股本的46.09%。同时，袁建华担任公司董事长，其子Yuan Ye James担任公司董事、总经理，具有直接影响公司重大经营决策的能力。袁建华集创始人、第一大股东、实控人、董事长、首席科学家多重身份于一体，与公司利益相关度较大，因此其参与公司事务的积极性较大，有利于公司稳定以及长期战略的实施。

图表 1：公司股权结构



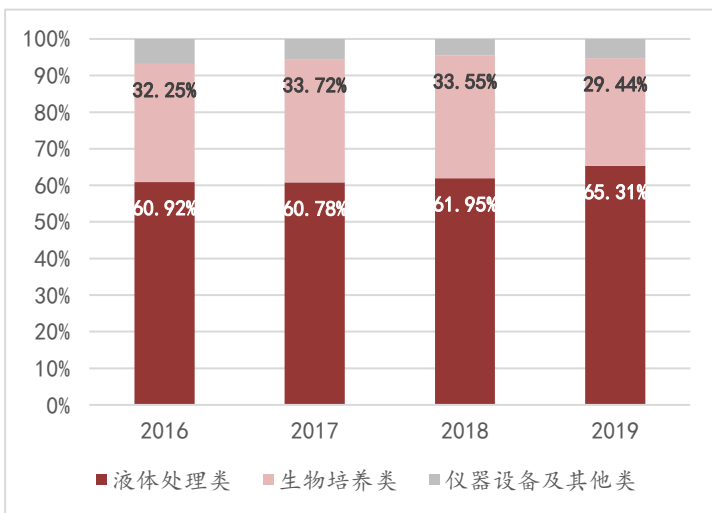
资料来源：wind、万联证券研究所

### 1.2 公司主营业务

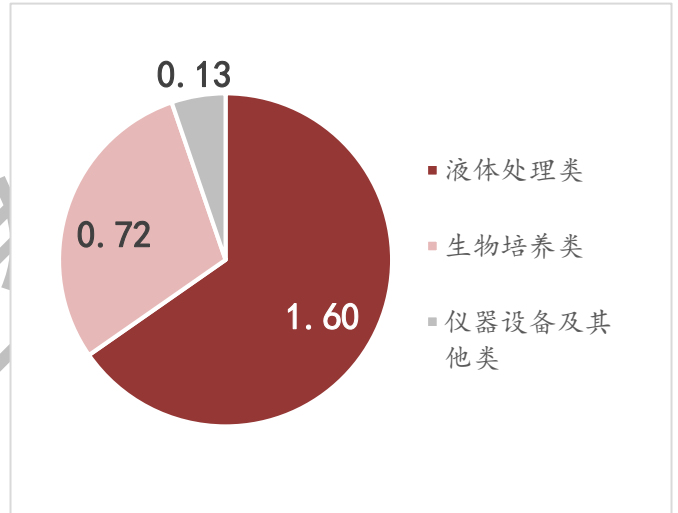
公司主要产品为生物实验室一次性塑料耗材，以液体处理类产品及生物培养类产品为主。公司生物培养类产品可以满足多种类、不同规模的细胞培养要求，细胞培养板、瓶、皿等提供细胞生长繁殖的空间及培养表面；公司液体处理类产品主要包括移液管、离心管、过滤器、冻存管和吸头等。两者合计的业务收入占2016-2019年公司

主营业务收入的的比例分别为93.17%、94.50%、95.50%及94.75%，是公司最主要的产品系列。仪器设备及其他类系列产品大致包括酶标板、深孔板、储液槽、加样槽、PCR管、PCR板、比色皿、发光板、托盘、试剂、培养基、手套、微量移液器、个性化微型离心机、微孔板摇床等。根据公司2019年财报，液体处理类业务收入1.60亿元，占全年营收65.31%；生物培养类业务收入0.72亿，占全年收入29.44%；仪器设备及其他类业务收入0.13亿，占全年收入的5.25%。

图表 2：2016-2019 年公司主营业务占比



图表 3：2019 年公司主营业务营收 (亿元)



资料来源：wind、万联证券研究所

资料来源：wind、万联证券研究所

图表 4：公司细胞培养类主要产品

产品名称	用途
高通量细胞培养器 (细胞工厂)	用于大规模细胞培养或工业批量生产，如疫苗，单克隆抗体或者制药工业细胞药生产等。产品有 1 层、2 层、5 层、10 层等
细胞爬片培养皿	用于实现同条件下开展多因素、多指标、多层次体外研究细胞培养实验。产品有 8mm 和 10mm 等不同规格直径及 12、18、32、45 等不同个数的爬片数量
3D 细胞培养支架	用于细胞三维培养、细胞间相互作用机理、细胞免疫治疗、干细胞治疗，以及药物筛选研究和细胞药生产等。产品可与 6、12、24 孔等不同规格培养板和 3.5cm、6.0cm、7.0cm 培养皿等不同规格培养装置配套使用
细胞培养板	用于细胞和培养中期实验条件摸索和优化实验，包括 4 孔、6 孔、12 孔、24 孔、48 孔、96 孔、384 孔等平底和 96 孔等 U 型底；还有超亲水处理细胞培养板系列
细胞培养瓶	用于中等规模细胞和组织培养的容器，有密封盖和滤膜盖两种款式，包括 25ml 50ml 250ml、600ml 和 850ml 等多种容量规格；还有超亲水处理细胞培养瓶系列
细胞培养皿	用于微生物或细胞培养的实验室器皿，由一个平面圆盘状的底和一个盖组成。包括 18mm、35mm、60mm、70mm、90mm、100mm、150mm 等多种规格；还有超亲水处理系列
PET 聚酯膜细胞嵌入皿	用于模拟体内环境以培养某些特殊的细胞系及观察细胞状态和细胞层形成，用于进行运输、吸收和分泌等细胞功能的研究。产品有多种不同的孔径，多种不同结构及聚碳脂膜和聚酯膜两种不同的材质膜
玻底培养皿	用于高分辨活细胞成像及细胞生物学显微成像分析的研究，包括活细胞成像观测、活细胞荧光成像分析以及免疫荧光染色等的研究使用。产品有 15mm 和 20mm 等多种孔径，玻璃的厚度为 0.13-0.17mm

<b>细胞过滤筛</b>	用于器官培养、组织转运、组织切片或移植，也适用于干细胞和原代细胞过滤，与流式细胞仪配套使用，是流式细胞分选实验的良好选择。产品有 40 $\mu$ m、70 $\mu$ m 和 100 $\mu$ m 多种规格
<b>三角瓶</b>	用于悬浮细胞或者细菌培养，培养基配制、混合及储存。产品有 125ml、250ml、500ml 及 1,000ml 等多种不同容量
<b>细胞培养管</b>	用于组织培养、细菌培养，临床样品、粉末或液体样品的存储，作为多种分子生物学测试用，如 Elisa 实验、RIA 分析实验及流式细胞测试用的耗材。包括 4ml、5ml、8ml、14ml 等多种不同容量，且管底类型有圆底、锥形底等多种，盖具有密封盖、塞盖等多种
<b>生物反应管</b>	用于需要无菌条件与自由气体交换的悬浮哺乳动物细胞和微生物的培养。产品包括 15ml、50ml 等多种容量规格，且管底类型有圆锥底、可立式底等
<b>细胞刮刀</b>	用于实验室以机械方式从培养容器中收获贴壁细胞。产品有刮式型、扒式型等多种，刀片的宽度有 2.0cm、3.0cm 等多种，总长度有 25cm、39cm 等多种长度可选，适用于各种培养器具
<b>细胞铲刀</b>	用于实验室收集细胞，具有极好的韧性，保证在收集细胞过程中保护细胞。产品包括 2.5mm、9.0mm 等多种不同宽度，且形状有弯钩式、铲刀式等
<b>细胞推板</b>	用于把细胞或细菌均匀分布生长在培养皿和培养板表面。产品有单支包装及多支包装等

资料来源：公司招股说明书、万联证券研究所

图表 5：公司生物培养类主要产品

产品名称	用途
<b>血清移液管</b>	用于准确量取或转移一定体积的液体；产品有 1.0ml、2.0ml、5.0ml、10.0ml、25.0ml、50.0ml、100.0ml 等多种规格
<b>血清移液短管</b>	用于对有限的窄小空间里液体量取和转移处理操作，产品有 5ml、10ml 和 25ml 等多种规格
<b>抽吸移液管</b>	用于量取定量液体和真空抽吸，产品有 1.0ml、2.0ml、5.0ml、10.0ml、25.0ml、50.0ml、100.0ml 等多种规格
<b>超疏水吸头</b>	用于含去垢剂等生物学样品和一些溶剂的操作，如 SDS、Tween TritonX-100 等。产品有 10 $\mu$ l、20 $\mu$ l、100 $\mu$ l、200 $\mu$ l、300 $\mu$ l、1000 $\mu$ l 及 1000 $\mu$ l 加长等多种规格
<b>离心管</b>	用于实验操作中样品的分离，能够满足生物分析级要求，产品有 15ml、50ml 等多种容量规格和圆锥底、可立式底等多种管底类型
<b>锥形离心管</b>	用于大容量生物样品的分离和制备，可满足生物分析级要求。产品有 225ml、250ml 等多种型号
<b>微量离心管</b>	用于样品储存、运转和离心，锯齿密封盖设计有效保障高速离心，高温灭菌后仍保持良好透明度，可承受-80 $^{\circ}$ C~121 $^{\circ}$ C 温度范围，包括 0.5ml、1.5ml、2.0ml 和 5.0ml 等多种规格
<b>冻存管</b>	用于细胞和组织长期低温冷藏，能够耐受-80 $^{\circ}$ C 低温环境，根据底部形状可分为圆锥底和可立式底两种类型，包括 0.5ml、1.5ml、1.8ml 和 5.0ml 等多种规格
<b>针头式过滤器</b>	用于样品预滤，实验室生物流体、培养基和媒介添加剂的除菌过滤，为实验室常规使用的小体积样品的过滤处置装置，与一次性注射器配套使用，包括 13mm、25mm、30mm 等多种直径规格和多种滤膜类型
<b>真空式过滤器</b>	用于组织培养液和其他实验室培养液的大量过滤，提供真空过滤环境避免液体受到污染，根据膜孔径范围分为 0.1 $\mu$ m、0.22 $\mu$ m 和 0.45 $\mu$ m 等多种规格
<b>过滤器上杯</b>	用于开放、封闭或持续流动的组织培养液和其他液体溶液过滤的容器，根据过滤膜的种类不同分为 MCE、NYLON、PVDF、PES 和 CA 等多种类型
<b>管式过滤器上杯</b>	用于组织培养液和其他实验室流体溶液过滤，可直接以无菌的离心管保存，有效减少了溶液过程，提高效率。产品有 PES、CA、PVDF、MCE、NylOn 等多种膜类型，膜孔径有 0.22 $\mu$ m

及0.45μm 等多种类型

**培养液瓶**

用于存放和配制多种实验室用液，如：培养液、血清、试剂等

**培养基方瓶**

用于存放和配制多种实验室液，如：培养液、血清、试剂等。产品有150ml、250ml、500ml、1,000ml 等多种规格，消毒及不消毒等多种包装方式

资料来源：公司招股说明书、万联证券研究所

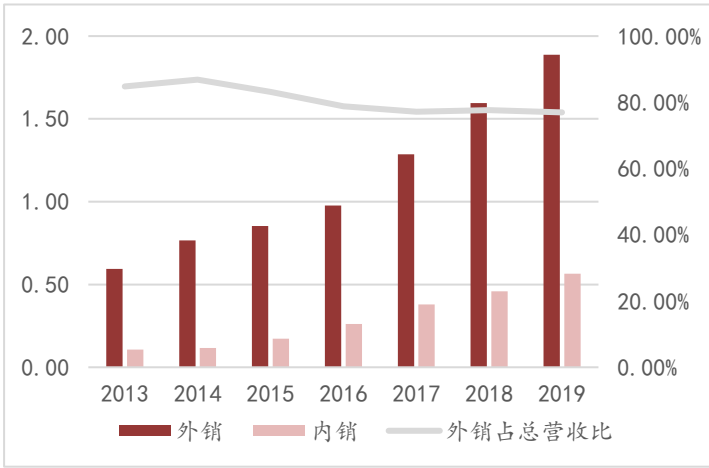
图表 6：公司仪器设备及其他类别主要产品

产品名称	用途
微量移液器	用于精度要求较高的生物实验，在一定容量范围内可随意调节的精密取液装置，其量程范围涵盖 0.1μl 到 1000μl 之间
个性化微型离心机	用于快速微量离心、微量过滤和 PCR 排管离心。产品设有数字显示器的微处理器控制电动离心设备，内设 8 管密闭性转子，能够实现直接控制、分离，最大容量 8×2 ml，最大转数 6,000rpm (2,000g)
微孔板摇床	用于免疫分析和一般微板摇床。产品可以通过轨道振动来处理微孔板和微型管的电动设备，可通过 USB 连线实现远程控制，根据需要设置摇动速度。设备的振动转数范围：300到1,800rpm，轨道直径为2毫米
迷你涡旋混合器	用于实验室溶液混合，可根据需要设置混合转速
酶标板	用于酶联免疫吸附试验以及医学临床诊断，是安全、可靠的有效载体，根据表面处理后蛋白结合能力分为高结合力酶标板和中结合力酶标板
深孔板	用于极性有机溶液、酸性和碱性溶液等实验室液体的贮存，根据底板材质不同可分为 U 型底板、密封膜等多种类型
储液槽	用于大多数极性有机溶液、酸性和碱性溶液等实验室液体的储存
一次性 PCR 管	用于实验室离心过程的液体取样
比色皿	用于实验室比色分析时的容器，适用于大多数极性有机溶液和弱酸弱碱环境

资料来源：公司招股说明书、万联证券研究所

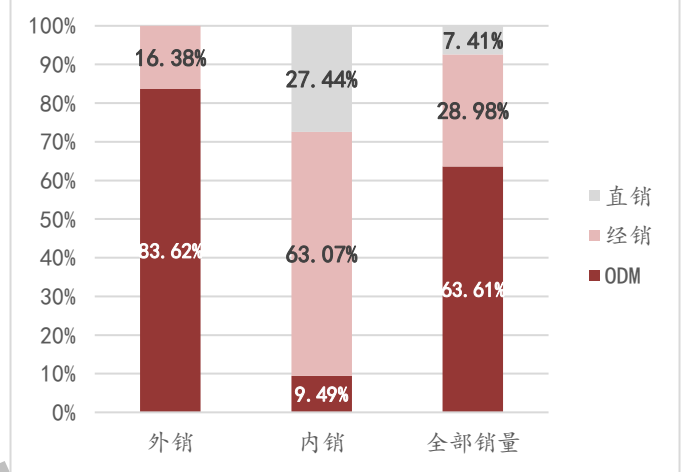
公司的主要销售市场为海外市场，以ODM模式为主。公司2019年外销收入占总营收的77.65%，是公司的主要销售渠道，主要原因是欧美发达国家在现代生命科学领域长期投入较多，目前依然是生物实验室一次性塑料耗材行业消耗最大的市场。公司的境外销售模式以ODM销售为主、经销为辅，因此产品定制性较高，客户也较为集中。ODM (Original Design Manufacture)，即自主设计制造，产品由制造厂商自主设计、开发，根据品牌商技术要求进行产品设计，生产制造产品并销售给品牌商的模式。ODM模式下，公司通过签订ODM生产合作协议，进入知名生物实验室用品综合服务商供应链，增强在综合服务商的品牌影响力，扩大产品销量，提高市场份额。公司ODM客户包括VWR、Thermo Fisher、GE Healthcare、Genesee Scientific、Celltreat Scientific等知名生物实验室用品综合服务商。公司境内市场亦有少量的ODM模式业务，主要是与境外ODM客户在境内的子公司以及部分境内厂商发生的ODM业务。

图表 7: 2013-2019 年公司分地区营收规模 (亿元)



资料来源: wind、公司招股说明书、万联证券研究所

图表 8: 2019 年 1-6 月公司各渠道销售模式营收占比

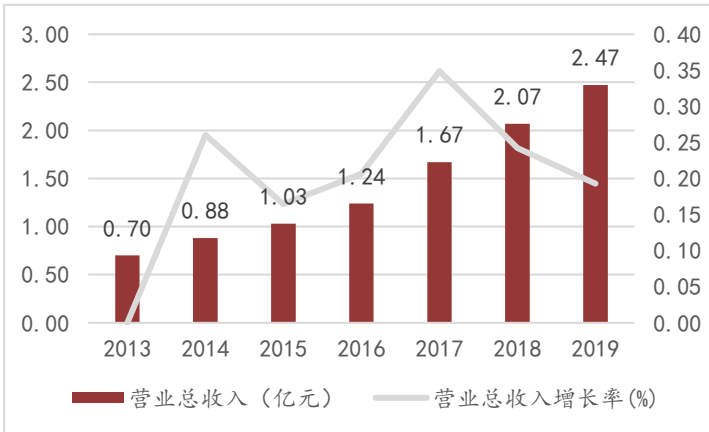


资料来源: wind、公司招股说明书、万联证券研究所

### 1.3 公司财务状况分析

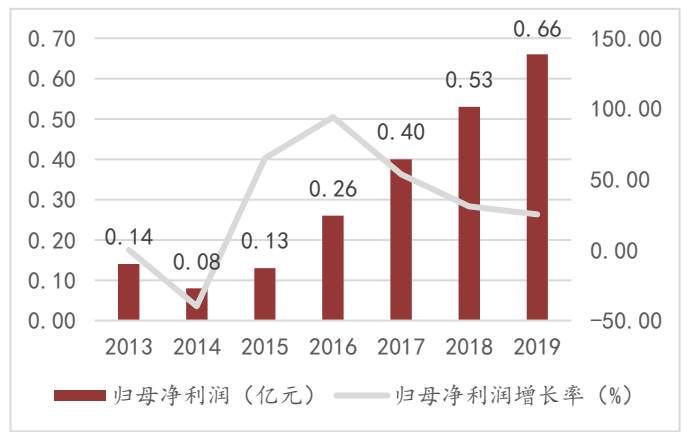
公司近年来业绩稳步增长。2019年,公司实现营业收入2.47亿元,较2018年同期增加0.4亿元,同比增长19.29%;发生营业成本1.37亿元,较2018年同期增加0.21亿元,同比增长18.19%;实现归属于母公司所有者的净利润0.66亿元,较2018年同期增加0.13亿元,同比增长25.21%。近年来,公司产品持续凭借优良的技术性能和产品质量获得客户认可,公司业务规模保持稳步扩张,经营业绩保持良好增长。

图表 9: 2013-2019 年公司营业收入及其增速



资料来源: wind、公司招股说明书、万联证券研究所

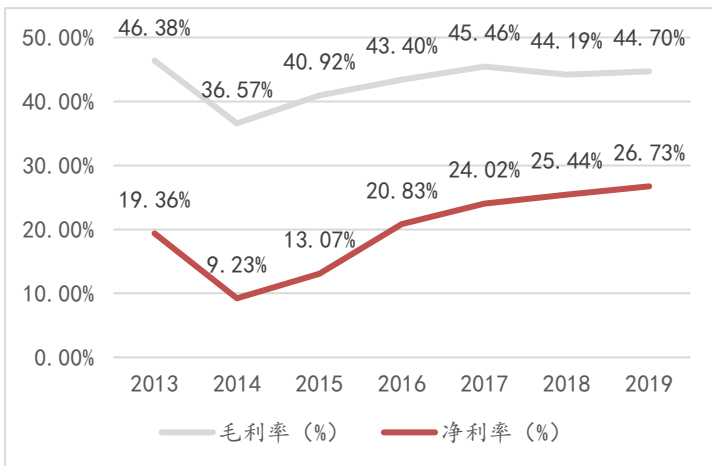
图表 10: 2013-2019 年公司归母净利润及其增速 (亿元)



资料来源: wind、公司招股说明书、万联证券研究所

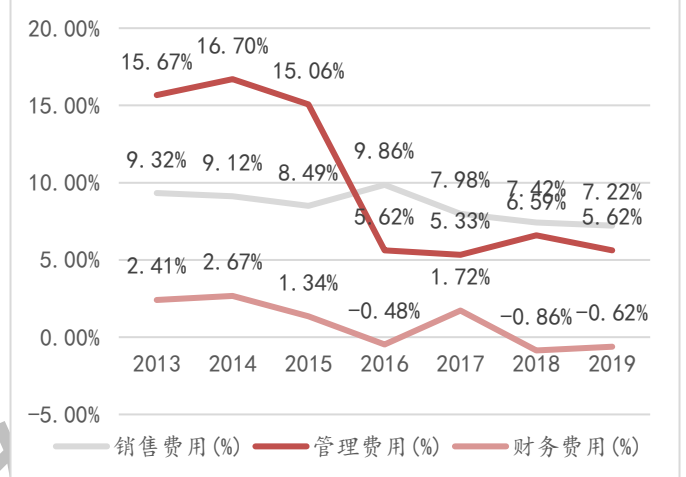
公司毛利率趋于稳定,净利率稳步上升。2016-2019年,公司主营业务毛利率分别为43.40%、45.46%、44.19%及44.70%,公司产品毛利率水平相对较为稳定。其中2017年公司毛利率相对较高,主要是由于2017年毛利率相对较高的产品销售比例提升,推动主营业务毛利率有所上升。近年来公司净利率逐年升高,2016-2019年,公司主营业务净利率分别为20.83%、24.02%、25.44%及26.73%。净利率的增加主要得益于公司业务扩张所形成的规模效应与公司“集中办公,效率提升”的管理理念所导致的销售费用率与管理费用率的减少。

图表 11：2013-2019 年公司毛利率及净利率变化



资料来源：wind、公司招股说明书、万联证券研究所

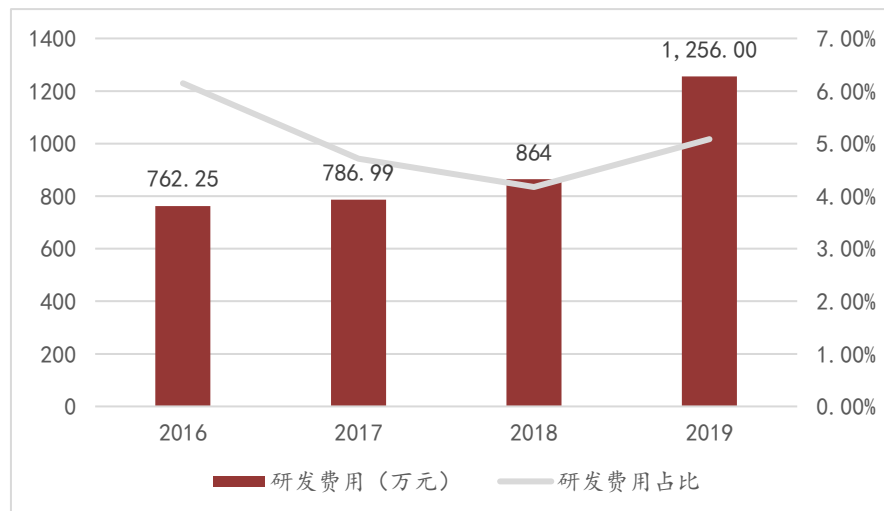
图表 12：2013-2019 年公司期间费用率情况



资料来源：wind、公司招股说明书、万联证券研究所

公司注重产品研发，研发费用逐年提高。2016-2019年，公司研发费用分别为762.25万元、786.99万元、864.00万元和1256.00万元，研发开支逐年提升；研发费用占营业收入的比例分别为6.15%、4.71%、4.16%和5.09%，公司研发费率与同行业平均水平基本保持一致。现阶段，公司主要核心技术已达到行业先进水平，但受制于产能和品牌影响力，公司的市场占有率与国际知名实验室用品综合服务商仍有较大的差距。面对当前有利的市场环境，公司的首要任务为抓机遇，扩产能，建品牌，在生物实验室耗材行业不断进取，扩大公司产品在国内和国际市场的份额，缩小与国际领先企业的差距努力实现进口替代和出口换汇的战略目标。未来公司募投项目拟建设“国家级生物实验室耗材企业技术中心建设项目”，研发投入将随着公司发展壮大稳步增长。

图表 13：2013-2019 年公司研发费用及其占收入占比



资料来源：wind、公司招股说明书、万联证券研究所

## 2、专注生物实验室耗材研发20年，国内竞争优势明显

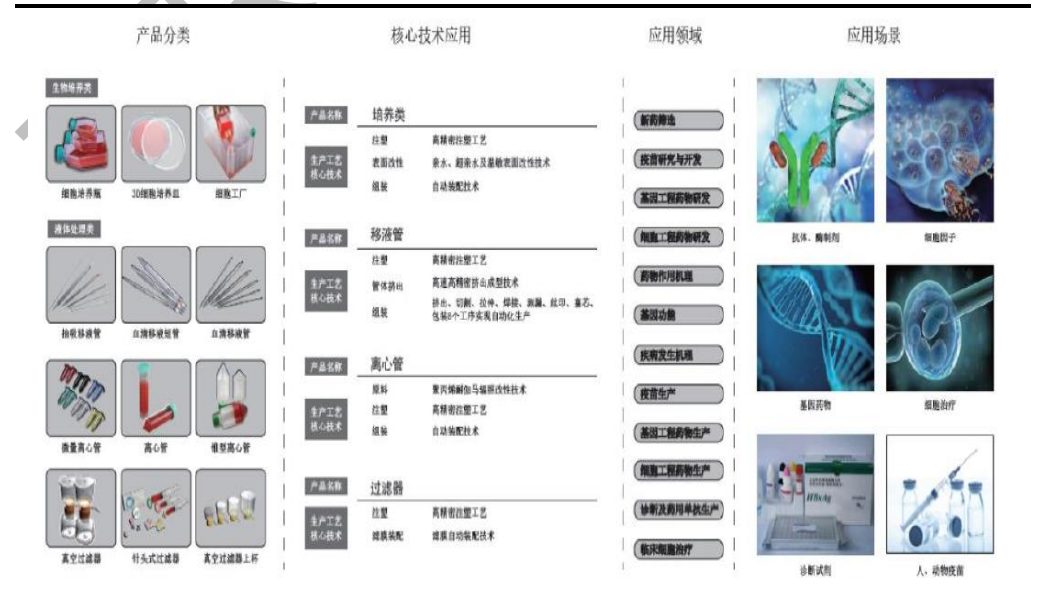
生物学是一门专门研究生命现象和活动规律的自然科学，它与人类的生存发展密切



相关。人类健康与疾病防治、人类的生育繁殖以及人类衣食住行改善问题，无一不与生物技术密切相关。根据《中国生物技术发展报告》，生物技术已成为世界科技竞争焦点，生物经济将成为二十一世纪增长最为迅速的经济领域之一。

细胞培养技术是生物医药行业的关键技术之一，目前通过体外动物细胞培养可生产单克隆抗体、疫苗、细胞因子、酶制剂、诊断试剂、基因工程药物、细胞药物等生物药和生物制品。例如，《中华人民共和国药典》第三部明确规定在27种病毒类疫苗的生产工艺过程可使用重组CHO细胞（中国仓鼠卵巢细胞）和重组酵母动物细胞，以及原代细胞、人二倍体细胞、Vero细胞培养、鸡胚细胞培养获得；利用动物细胞培养方式获得大量生物医药产品，如免疫球蛋白G、A和M，尿激酶、人生长激素和乙型肝炎表面抗原等。在诊断试剂领域，应用大规模细胞培养系统生产各种不同的单克隆抗体是经济可靠的生产方法。在临床细胞治疗领域，干细胞、自体 and 异体免疫细胞更是直接作为细胞药经体外培养后输入人体。生物实验室一次性塑料耗材是细胞培养技术研究和应用的工具，广泛应用于生物医药行业。细胞培养板、瓶、皿等提供细胞生长繁殖的空间及培养表面，离心管、过滤器等用于细胞培养后功能产物的分离与纯化操作，冻存管用于细胞及菌株的保存，移液管用于细胞培养过程液体的转移，微量吸头、酶标板、PCR反应管等产品为免疫学、分子生物学检测的工具。

图表 14：细胞培养产品及下游应用



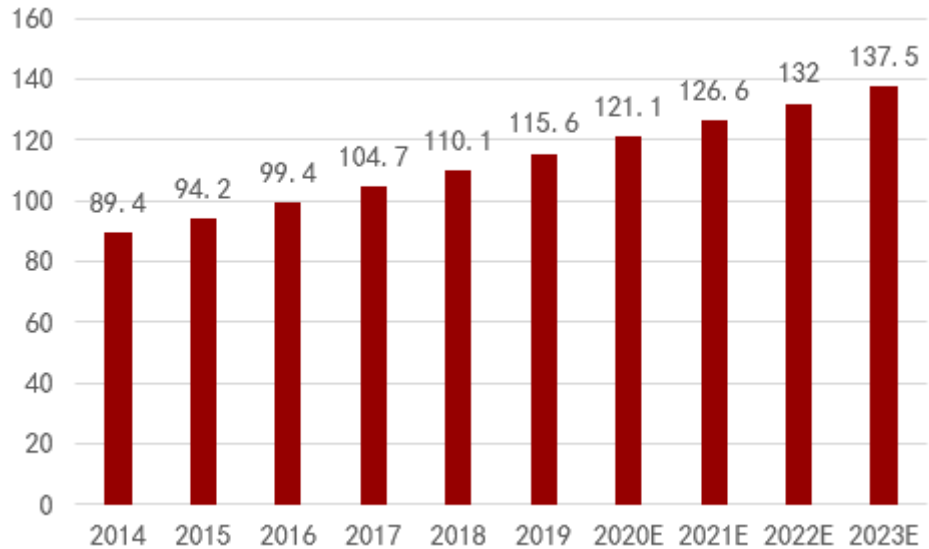
资料来源：洁特生物招股说明书，万联证券研究所

## 2.1 欧美产业发展较早，基本垄断全球市场

从需求来看，欧美发达国家的生命科学研究以及相关产业起步较早，已经有100多年历史，因此成为了全球生物实验室一次性塑料耗材市场的主要需求者，然而近年来随着亚太地区以中国、印度和新加坡为代表的国家生物技术产业方面新增投资的不断增加，生物实验室一次性塑料耗材市场增长迅速，潜力巨大；从供给来看，国际知名生物实验室用品综合服务商主要集中在美国、德国等欧美发达国家。以Corning、Thermo Fisher、VWR、GE Healthcare、Merck KGaA、Sarstedt和Eppendorf等为代表的跨国公司以其强大的研发及品牌优势长期主导着全球生物实验室一次性塑料耗材行业的供给。

2018年全球生物实验室一次性塑料耗材市场规模达到110.1亿美元，2014年至2018年期间年复合增长率为5.3%。预计未来将以4.5%的年复合增长率从2018年增长至2023年的137.5亿美元。

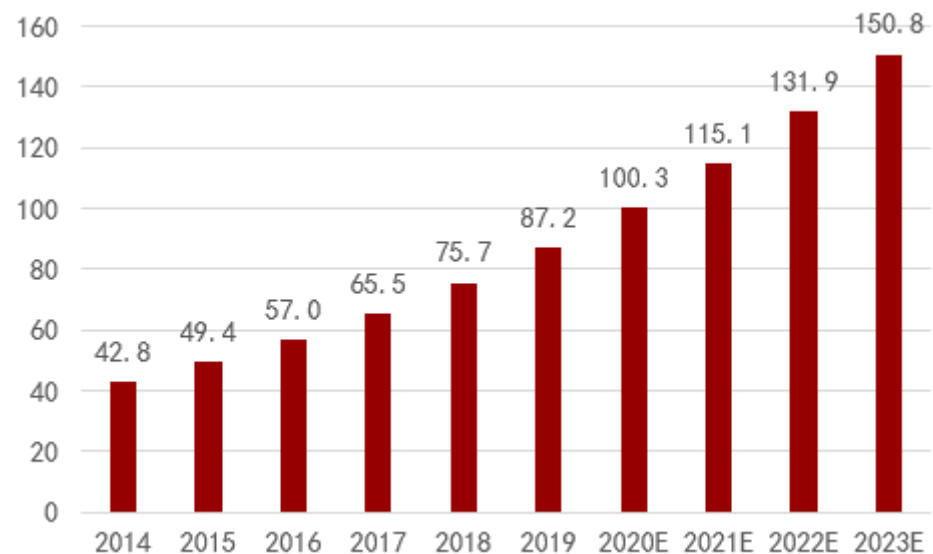
图表 15：全球一次性生物实验耗材市场规模/亿美元



资料来源：洁特生物招股说明书，万联证券研究所

我国生物实验室一次性塑料耗材行业的生产制造起步较晚，2014年我国生物实验室一次性塑料耗材市场规模为42.8亿人民币，仅占全球市场的7.2%，但近几年我国生物实验室一次性塑料耗材需求明显提速，主要原因是一方面国内下游生物医药的迅速发展；另一方面我国自16年开始大力推动生物实验技术的发展，出台了一系列相关政策予以支持。2018年我国生物实验室一次性塑料耗材市场规模为75.7亿人民币，占全球市场份额的10.3%，年复合增速为15.3%，远高于国际5.4%的增长率。

图表 16：中国一次性生物实验耗材市场规模/亿元



资料来源：洁特生物招股说明书，万联证券研究所

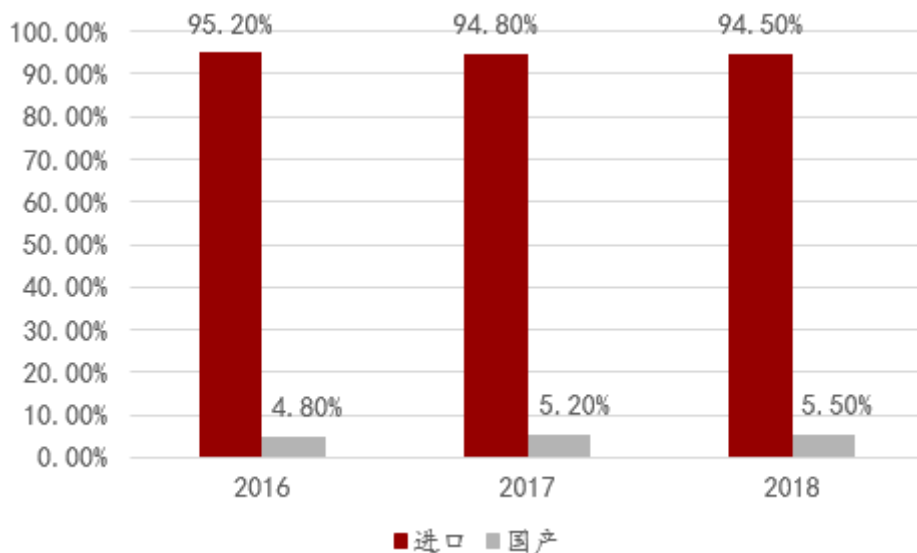
图表 17：行业主要法律法规及政策

政策	颁布单位	发布时间	主要内容
《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	第十二届全国人大四次会议	2016.3	支持新一代信息技术、新能源汽车、生物技术、绿色低碳、高端装备与材料、数字创意等领域的产业发展壮大。加强前瞻布局，在空天海洋、信息网络、生命科学、核技术等领域，培育一批战略性新兴产业
《塑料加工业“十三五”发展规划指导意见》	中国塑料加工工业协会	2016.4	提出到 2025 年，塑料加工业主要产品及配件能够满足国民经济和社会发展尤其是高端领域的需求，部分产品和技术达到世界领先水平
《国家自然科学基金“十三五”发展规划》	国家自然科学基金委员会	2016.6	“十三五”期间，继续保持我国科学家在优势方向上的国际领先地位，力争将部分优方向，如蛋白质和核酸等生物大分子的修饰和调控、干细胞命运决定机制、农林生物基因组学与分子辅助育种等，发展成为引领国际前沿的重要阵地；促进更多研究方向的快速成长，培养更多在国际上占有一席之地优势方向；大力促进弱势学科和研究方向的发展，如经典生物分类、动物模型建立和拟人化等；围绕重要科学问题，积极推动生命科学与其他学科的交叉研究
《轻工业发展规划（2016-2020 年）》	工信部	2016.8	提出支持食品、塑料制品、家用电器、皮革、造纸、家具等规模效益显著行业企业的战略合作和兼并重组，推动塑料制品重点发展应用于新能源、生物医药、信息等领域新产品，同时将医用塑料列为新材料研发及应用工程
《医药工业发展规划指南》	工信部、发改委、科技部、商务部、国家卫计委、国家食品药品监督管理总局	2016.10	提出推进重点领域发展，把握产业技术进步方向，瞄准市场重大需求，大力发展生物药、化学药新品种、优质中药、高性能医疗器械、新型辅料包材和制药设备，加快各领域新技术的开发和应用，促进产品、技术、质量升级
《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	国务院	2016.12	把握生命科学纵深发展、生物新技术广泛应用和融合创新的新趋势，以基因技术快速发展为契机，推动医疗向精准医疗和个性化医疗发展。到 2020 年，生物产业规模达到 8—10 万亿元，形成一批具有较强国际竞争力的新型生物技术企业和生物经济集群
《“十三五”生物产业发展规划》	发改委	2016.12	构建生物医药新体系把握精准医学模式推动药物研发革命的趋势性变化，立足基因技术和细胞工程等先进技术带来的革命性转变，加快新药研发速度，提升药物品质，更好满足临床用药和产业向中高端发展的需求
《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录（2016 版）》	发改委	2017.1	4.1.6 生物医药服务-生物资源（包括人类、动植物及微生物资源）及其他特殊样本库（化合物库、细胞库、抗体库和其他生物元件库）的收集、保存和发掘利用服务
《“十三五”国家科技创新基地与条件保障能力建设专项规划》	科技部、发改委、财政部	2017.10	提出针对重大临床医学和产业化需要，建设一批国家临床医学研究中心，鼓励重大疾病领域的分中心建设。推进科技资源共享服务，加强科研用试剂研发和应用、实验材料收集、加工和保藏的标准化，提高资源存储数量和管理水平，完善开放模式

资料来源：公司招股说明书、万联证券研究所

尽管近几年我国一次性生物实验室耗材市场增长迅速，但由于国内起步较晚，没有国家的统一标准，大部分企业生产规模偏小，生产工艺粗糙，自主研发能力差，产品质量参差不齐，绝大部分产品都是依赖国外进口。2016-2018年进口品牌市场份额分别高达95.2%、94.8%、94.5%，整体来看国产品牌发展并没有那么快，市场份额占比在逐步提升，但提升幅度有限，市场还是被欧美高端品牌垄断。

图表 18：中国一次性生物实验耗材市场进口/国产占比



资料来源：洁特生物招股说明书，万联证券研究所

## 2.2 品牌优势明显，自主研发改性技术国内领先

公司设立于2001年，是我国最早生产生物实验室一次性耗材的企业之一，经过20年专注于生物实验室一次性耗材，公司不仅不断开发和掌握了相应的核心技术，而且实现了技术成果的产业化，在国内铸就了一定的品牌优势。

从国际上看，公司2018年品牌销售总额占全球市场规模和国内市场规模（含国际品牌）的比重分别为0.28%和0.61%，占比较低，主要的原因在于生产能力和品牌影响力，公司品牌效应与国际知名品牌相比仍有一定差距。

图表 19：境外同行业公司对比信息

洁特生物	
主营业务	专业从事生物实验室一次性塑料耗材研发、生产和销售 主要产品：生物培养类、液体处理类，并配有少量试剂、小型实验仪器
市场定位	2019年公司 <b>员工530人</b> ，经过近 <b>20年的积累及发展</b> ，在自主研发的基础上，通过不断吸收国际先进技术、工艺和理念，公司已掌握一系列关键核心技术，为国内生物实验室一次性塑料耗材细分行业的领先企业
技术实力	<b>拥有专利87项</b> ，在生物实验室一次性塑料耗材制品的研发设计及技术应用领域已经达到 <b>国内领先水平</b>

## Corning

主营业务	业务涉及光通信、移动消费电子、显示技术、汽车尾气控制产品和生命科学	主要产品	生命科学产品包括消耗品以及用于先进细胞培养研究、生物处理、基因组学、药物发现、微生物学和化学的通用实验室和设备
市场定位	在165多年的发展历史中成为一家全方位协同发展的公司，业务涉及光通信、移动消费电子、显示技术、汽车尾气控制产品和生命科学，其中 <b>从事实验室产品已超过100年历史</b> ，是全球领先的实验室产品供应商		
技术实力	生命科学部门在 <b>全球范围内共拥有专利560项，其中美国专利260项</b> 。专利用于制造和使用科学实验室设备，包括多孔板和细胞培养产品等		

VWR			
主营业务	实验室用品和服务供应商	主要产品	主要产品包括实验室产品和增值服务，其中实验室产品包括消耗品和耐用品
市场定位	全球领先的实验室生产和服务解决方案供应商，在欧洲和北美有重要的市场地位，同时还在亚太地区和其他主要新兴市场开展业务。 <b>VWR提供约600万种产品，拥有全球约4,000家核心供应商</b> ，截至2016年底，拥有员工共计 <b>10,200名</b>		
技术实力	利用 <b>遍布全球30多个国家的业务网络及200多家工厂</b> 的优势，建立强大的分销网络和迅速的响应机制，通常 <b>24至48小时内</b> 能够在全球任何地方向客户提供广泛的产品和服务		

Thermo Fisher			
主营业务	是全球科学服务的领先者，业务包括生命科学解决方案、分析仪器、专业诊断、和实验室产品和服务	主要产品	生命科学解决方案部门产品包括试剂、仪器和消耗品，用于生物和医学研究、新药和疫苗的发现和生产以及疾病诊断
市场定位	全球领先的科学服务公司，为制药和生物技术公司、医院和临床诊断实验室、大学、研究机构和政府机构以及环境、工业质量和过程控制部门的 <b>40多万客户</b> 提供服务		
技术实力	<b>全球员工约70,000人</b> ，以让世界更健康，更清洁，更安全作为使命，帮助客户加速生命科学研究，解决复杂的分析挑战，改善患者诊断，向市场提供药物并提高实验室工作效率		

Eppendorf			
主营业务	领先的生命科学公司，提供实验室耗材和服务	主要产品	产品主要包括移液管和自动移液系统、分配器、离心机和混合器等。此外，耗材类产品包括吸管头、试管、微滴定板和一次性生物反应器容器
市场定位	享誉全球的行业品牌，为客户提供广泛的实验室耗材和服务设备		
技术实力	<b>在26个国家设有子公司，全球拥有超过3,300名员工</b> ，主要为世界各地的学术和工业实验室提供一流的产品和服务，在世界实验室产品市场中发挥着重要作用		

资料来源：公司招股说明书、万联证券研究所

从国内市场看，公司优势明显，主要体现在三方面：1. 公司规模在国内具有领先优势，尽管公司在国内市场占比为0.61%，但前面提到，本土品牌在2018年国内占比仅为5.5%，这样可测算出公司2018年国内占比达到11.1%，这在目前行业格局极为分散的情况下已经排名第一；2. 公司品牌优势明显，一方面，公司品牌产品已经进入VWR、Thermo Fisher、GE Healthcare、FUNDACAO ZERBINI INCOR（巴西知名生命科学实验室）和TECNOVAX SA（阿根廷知名动物疫苗生产商）等优质实验室；另一方面，根据同行硕华生命披露的《公开转让说明书》披露“国内实验室耗材市场已经形成了高中低三个等级的品牌，高端品牌有Nunc, BDFalcon、Corning等；中高端品牌有Axygen、Greiner、浩特等”。根据立木信息咨询2019年6月25日发布的《中国生物

实验室耗材市场调研与投资战略报告(2019版)》，发行人在内销市场上被列为仅次于国际品牌的第二梯队生物实验室一次性塑料耗材企业；3. 自主研发改性技术国内领先，目前公司拥有1支55人的研发团队，已为公司申请取得发明专利23项、实用新型专利48项、外观设计专利16项，公司研发团队规模和研发能力在国内同行中处于相对领先地位。

图表 20：公司核心技术转化为产品情况

核心技术名称	核心技术特点	转化产品
高分子材料改性技术	等离子体处理高分子材料表面改性技术	普通亲水型细胞培养板、瓶、皿、转瓶、细胞工厂、CellBox
	等离子体引发接枝高分子材料表面超亲水改性技术	超亲水系列产品：细胞培养板、细胞培养皿、细胞培养瓶、细胞培养转瓶，细胞工厂、CellBox、3D细胞培养支架、细胞爬片
	等离子引发接枝高分子材料表面超疏水改性技术	超疏水吸头系列产品
	高分子材料温敏改性技术	温敏细胞培养板瓶皿，3D细胞培养支架
	细胞培养装置用3D打印材料改性技术	3D细胞培养支架，灌流细胞装置
	聚丙烯耐伽玛辐照改性技术	离心管系列产品
高分子材料加工	3D打印技术	3D细胞培养支架、灌流培养装置
	灌流控制技术	CellBox系列产品和3D细胞培养支架灌流培养装置

工 技 术	高精密注塑技术	注射速度达到500mm/秒，针阀式热流道模具，注塑成型时间可以实现6秒或者更低，同时又能满足细胞培养需要的光学性能及尺寸精度	细胞培养、离心管、过滤器系列产品
	高速高精度挤出成型技术	采用自动化真空吸料系统，应用四段螺杆、扭矩传递四轴驱动技术实现螺杆转速达到1,200rpm和多变量模糊解耦控制系统，实现在线实时监测和控制	移液管、吸量管系列产品
	移液管自动化技术	生产线8个工序（管材挤出、拉伸、切管、丝印、焊接、测漏、塞芯和包装）全部自动化	血清移液管
	塑料制品模块装配自动化技术	在细胞培养系列瓶体与瓶盖自动化装配过程和过滤器上下盖装配中实现自动化	细胞培养瓶、细胞培养转瓶、针头过滤器

资料来源：公司招股说明书、万联证券研究所

图表 21：国内下游主要客户

高等院校	北京大学、清华大学、复旦大学、上海交通大学、武汉大学、中山大学、台湾大学等
研究机构	中国医学科学院医药生物技术研究所、中国医学科学院药用植物研究所、中国科学院生物物理研究所、中国科学院动物研究所、中国科学院广州生物医药与健康研究院、中国科学院上海巴斯德研究所、中国科学院上海药物研究所、中科院上海有机化学研究所、中国科学院上海生命科学研究院（中科院神经所）等
检验检疫机构	广东出入境检验检疫局检验检疫技术中心、上海出入境检验检疫局动植物与食品检验检疫技术中心、上海市食品药品检验所、中国疾病预防控制中心性病艾滋病预防控制中心、上海出入境检验检疫局工业品与原材料检测技术中心等
医院	中山大学附属肿瘤医院、中山大学附属第一医院、南方医科大学南方医院、上海交通大学医学院附属新华医院、武汉总医院、四川大学华西医院、南京军区总医院等
医学检验	广州金域医学检验中心有限公司、中山大学达安基因股份有限公司、深圳华大基因细胞科技有限责任公司等
生物医药	华润紫竹药业有限公司、丽珠医药集团股份有限公司、国药集团化学试剂有限公司、广东东阳光药业有限公司、广州市香雪制药股份有限公司等
生物化工	广州立白企业集团有限公司、深圳市易瑞生物技术有限公司

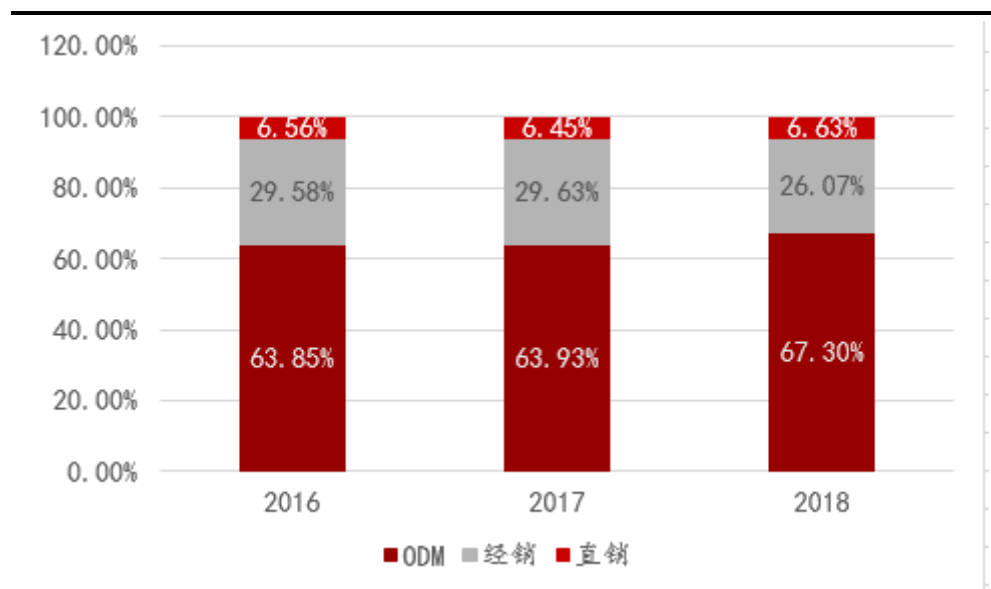
资料来源：公司官网，万联证券研究所

### 3、ODM模式为主，下游客户粘性大

ODM (Original Design Manufacture) 即自主设计制造，产品由制造厂商自主设计、开发，根据品牌商技术要求进行产品设计，生产制造产品并销售给品牌商的模式。

公司ODM模式营业收入逐年增长，2016-2018年分别为7904.09万、10658.95万、13824.57万，分别占总营收的63.85%、63.93%和67.30%。2019年1-6月因为受中美贸易摩擦影响略有下滑，但仍实现营收5923.74万，占比为63.61%。

图表 22：公司业务占比情况/%



资料来源：公司官网，万联证券研究所

OPM产品带来的优势十分明显，即下游客户粘性大。公司自打入欧美高端生物实验市场后，5大客户基本稳定，分别为VWR、ThermoFisher、Argos、CelltreatScientific、Genesee Scientific，这5大客户占比公司总销售的50%左右。2018年公司向Argos销售额较2017年存在较大幅度减少，主要系Argos在2017年被Cole-Parmer收购后业务有所调整，导致向公司采购金额有所下降。

图表 23：2016-2018 年 5 大客户销售占比情况

公司名称	2016	2017	2018
VWR	12.31%	20.00%	19.02%
Thermo Fisher	6.05%	5.40%	8.51%
Argos	7.99%	8.22%	3.38%
CelltreatScientific	13.18%	8.98%	9.55%
Genesee Scientific	10.60%	10.61%	11.77%
总计	50.14%	53.21%	52.23%

资料来源：洁特生物招股说明书，万联证券研究所

2018年开始美国率先挑起中美贸易摩擦，陆续宣布对中国出口美国的商品加征关税，中国亦根据美国加征关税的行为实施反制措施。中美贸易摩擦的持续，给中美两国乃至全球的经济稳定发展带来不利影响。

图表 24：2018 年来主要中美贸易摩擦政策



日期	内容
2018年6月	美国决定自2018年7月起对中国进口的340亿美元商品征收25%关税
2018年8月	美国决定对中国进口的160亿美元商品征收25%关税
2019年5月	美国对2,000亿美元中国输美商品加征的关税正式从10%上调至25%
2019年8月	美国宣布对从中国进口的约3,000亿美元商品加征10%关税,其后上调至15%,并且对原已加征关税商品的税率上调5%

资料来源: 公开信息整理, 万联证券研究所

中美贸易摩擦对公司有影响, 但影响有限。在中美贸易摩擦大环境下, 公司有接近80%的营收都来自国外, 不可避免的受到了贸易摩擦的影响, 但我们认为影响有限。主要原因是一方面公司对相应大客户的出口产品价格进行了一定程度的下调; 另一方面公司ODM产品带来下游客户的高粘性使得下游客户愿意与公司共同承担贸易摩擦带来的成本上涨影响。在此, 我们挑选了中美贸易摩擦前后的时间对公司经营情况进行复盘, 2019年8-10月公司五大客户除Genesee Scientific销量出现了一定程度的下滑, Argos、CellTreat Scientific、Thermo Fisher基本保持不变, VWR销量为3264.51万元, 同比2018年8-10月(中美贸易摩擦之前)增长715.13%, 主要原因在于2019年VWR将原向美国供应商采购的离心管订单转为向公司采购。

图表 25: 2018 年以来公司应对中美贸易摩擦的措施

客户	针对中美贸易摩擦影响的措施	执行时间
VWR	发行人产品价格下调不超过 2%	2020 年 1 月
Thermo Fisher	发行人产品价格下调 3.5%	2020 年 1 月
Genesee Scientific	发行人产品价格下调 7%	2019 年 10 月
CellTreat Scientific	发行人产品价格下调 7.5%	2019 年 10 月
Argos	发行人产品价格未作调整	-

资料来源: 洁特生物招股说明书, 万联证券研究所

图表 26: 中美贸易摩擦前后公司 5 大客户产品销量情况/万

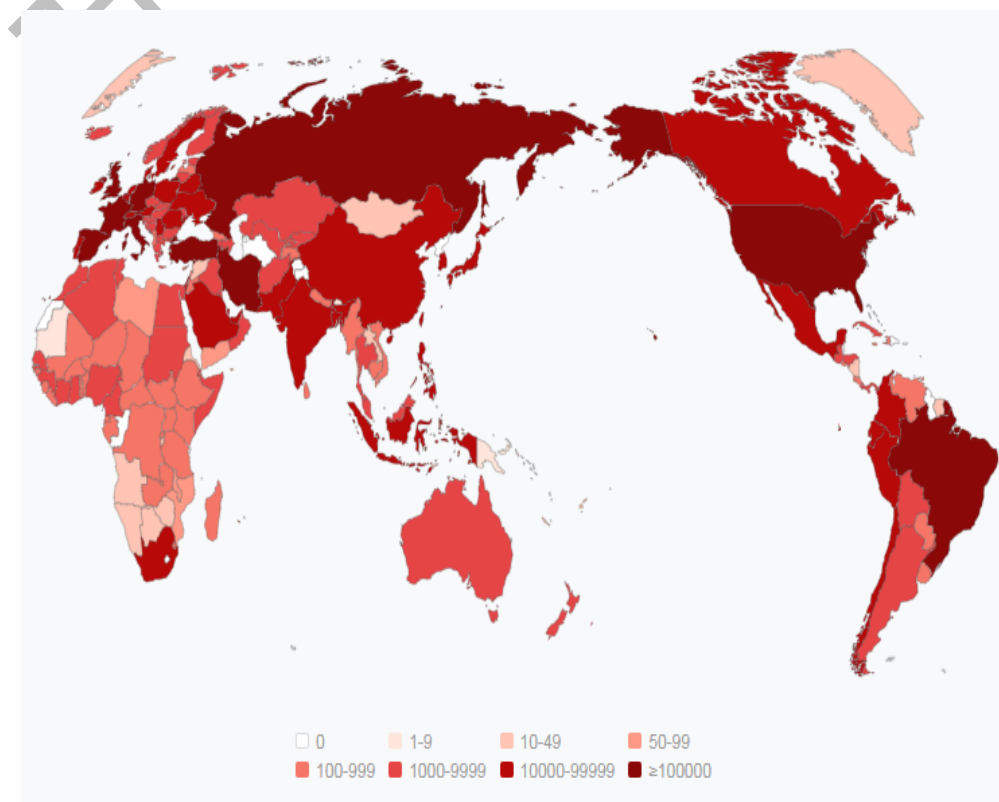
客户	2019年8-10月	2018年8-10月	变动率
VWR	3,264.51	400.49	715.13%
Argos	915.74	550.61	66.31%
CellTreat Scientific	762.74	801.86	-4.88%
Thermo Fisher	662.22	611.21	8.35%
Genesee Scientific	336.28	607.33	-44.63%
合计	5,941.48	2,971.50	99.95%

资料来源：洁特生物招股说明书，万联证券研究所

#### 4、疫情加剧，子公司广州拜费尔口罩防护业务带来新增量

2020年初开始，新冠疫情不断加剧，截止2020年5月11日，全球累计确诊病例达到了409万例，其中治愈141万例，死亡28万例，现有确诊数量为240万例。在疫情全球化不断蔓延的过程中，大部分实体行业受到冲击。而口罩、防护服等与防疫相关的防护物资需求大增。

图表 27：全球疫情状况（截止 2020 年 5 月 11 日）

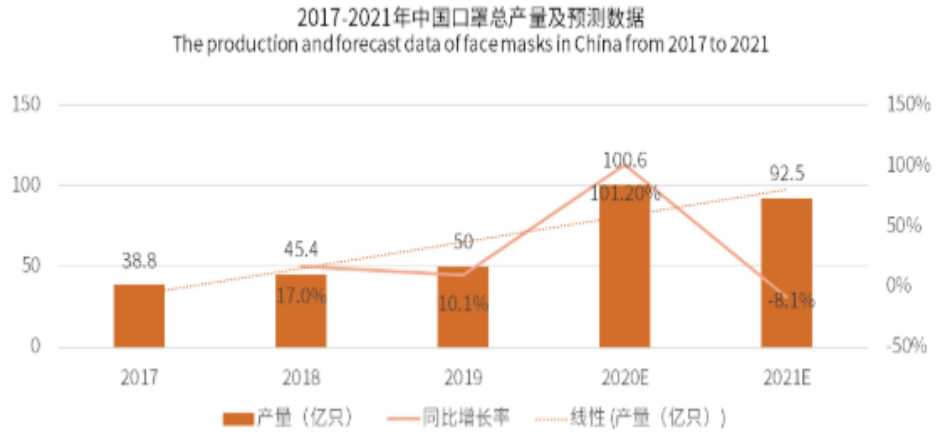


资料来源：公开信息整理，万联证券研究所

公司全资子公司广州拜费尔空气净化材料有限公司专注于防疫防护用品的经营，受新冠肺炎疫情的影响，子公司2020Q1季度实现口罩、防护服等防护用品收入4125.97万，实现净利润2329.57万元，占公司2019Q1总收入和净利润的55.40%和69.58%。从目前

形势来看，我们认为今年要全面解决全球化疫情的可能性不大。口罩、防护服等防疫用品的需求在今年内都将相对刚性，未来的话也将给公司今年业绩保驾护航，带来稳定的增长点。

图表 28：全球口罩需求预测及其同比增速



资料来源：公开信息整理，万联证券研究所

## 5、公司市场估值分析

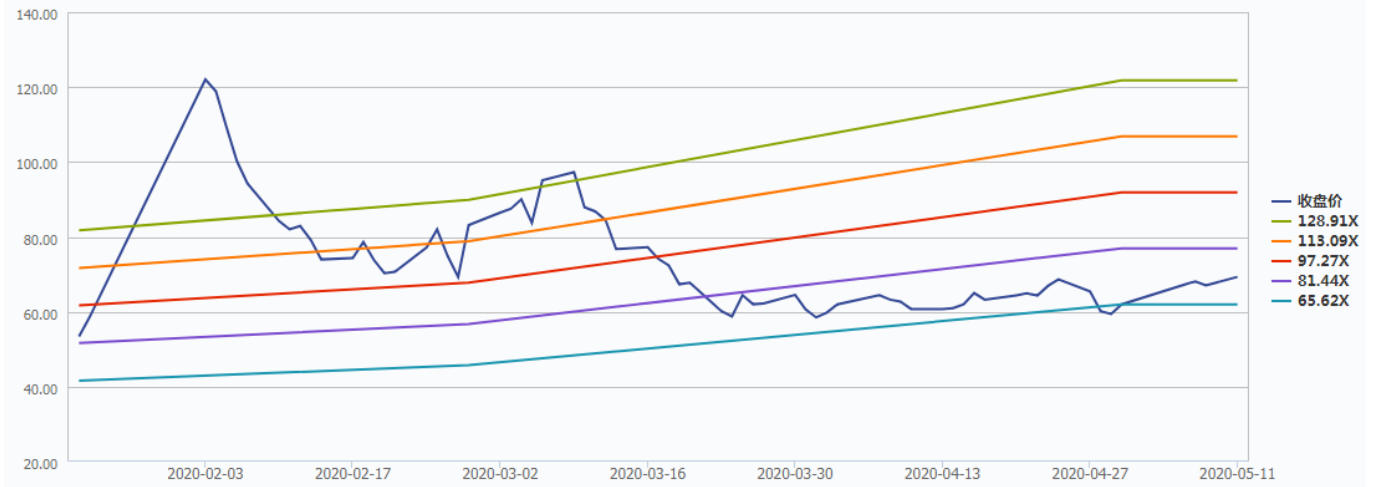
公司主营业务生物实验室一次性塑料耗材的研发生产，在A股上市公司中没有主营业务相同的可比公司，加之科创板相对主板有比较大的估值溢价，因此我们并没有参照SW医药生物行业的市盈率进行类比估值，我们在科创板中选取了10只涉及医药生物行业的标的进行比较估值。可以发现，10家公司的均值PE (TTM) 为77.94，PE中值为84.09，而目前洁特生物PE(TTM)为73.41，低于行业均值。

图表 29：可比公司估值情况(数据截止至：2020年5月11日)

股票代码	股票名称	总市值 (亿元)	2019EPS	PE (TTM)
688068.SH	热景生物	35.28	0.67	97.37
688085.SH	三友医疗	104.29	0.64	115.69
688098.SH	申联生物	74.81	0.21	83.13
688139.SH	海尔生物	115.98	0.73	52.09
688189.SH	南新制药	60.13	0.87	61.81
688202.SH	美迪西	59.63	1.36	85.05
688298.SH	东方生物	106.56	0.91	93.55
688358.SH	祥生医疗	59.28	1.7	50.70
688389.SH	普门科技	99.51	0.26	89.79
688399.SH	硕世生物	87.40	1.85	50.26
	<b>均值</b>			<b>77.94</b>
	<b>中值</b>			<b>84.09</b>
688026.SH	洁特生物	69.34	0.88	73.41

资料来源：wind、万联证券研究所

图表 30: 洁特生物 PE (自 2020 年 02 月 03 日起)



资料来源: wind、万联证券研究所

## 6、盈利预测及假设

我们对公司2020-2022年主营业务收入假设如下

**液体处理类:** 根据2019年年报, 液体处理类营收增速同比增长25.83%, 根据过去几年增速来看, 液体处理类业务基本每年增速在25%左右, 考虑到2020年疫情较为严重, 公司国外出口会受到影响, 因此假设今年疫情下滑, 2021-2022后恢复, 预计2020-2022年液体处理类营收增速为19%/26%/25%。

**生物培养类:** 同样, 2020年受疫情影响, 假设生物培养类业务同比去年下滑10%, 2021-2022年会恢复到2018年的增速, 预计2020-2022年该部分增速为4%/20%/19%。

**仪器设备及其他:** 这部分业务呈现逐年增速放缓趋势, 2019年增速为40%, 预计2020-2022营收增速为28%/33%/31%

**口罩防护服业务:** 根据2020年Q1报告, 因疫情带来的口罩需求, 公司又重启了前几年停止运作的口罩防护服业务, 这块业务实现营收4125.97万, 假设Q2季度营收基本与Q1基本一致, Q3下滑20%, Q4下滑50%, 全年为Q1的3.3倍增速, 2021年因疫情缓和, 营收和毛利率均下降30%, 2022年公司取消口罩防护这部分业务。预计2020-2022年口罩防护业务营收分别为1.36亿、0.95亿、0。

图表 31: 公司未来 3 年营收预测

(单位: 亿)				
	2019	2020E	2021E	2022E
货币类型	CNY			
液体处理类				
营业收入	160.13	190.19	240.06	301.89
营收增速	25.83%	18.77%	26.22%	25.76%

毛利率(%)	42.61%	42.61%	42.50%	42.50%
毛利	68.23	81.04	102.02	128.30
<b>生物培养类</b>				
营业收入	72.17	74.86	89.96	107.46
营收增速	4.72%	3.72%	20.18%	19.45%
毛利率(%)	50.02%	48.37%	49.20%	48.78%
毛利	36.10	36.21	44.26	52.42
<b>仪器设备及其它</b>				
营业收入	12.88	16.52	22.07	28.93
营收增速	39.51%	28.33%	33.54%	31.12%
毛利率	31.16%	33.33%	32.24%	32.78%
毛利	4.01	5.51	7.12	9.49
<b>口罩防护服</b>				
营业收入	0	136.16	95.31	0.00
营收增速	0.00%	-	-30.00%	0.00%
毛利率(%)	0.00%	43.52%	30.46%	0.00%
毛利	0.00	59.26	29.04	0.00
<b>总计</b>				
营业收入	245.18	417.73	447.40	438.29
同比增长	19.36%	70.38%	7.10%	-2.04%
毛利	108.35	182.01	182.43	190.21
同比增长	20.87%	67.99%	0.23%	4.27%

资料来源: IFIND, 万联证券研究所

基于最新产品价格、产业链布局和对未来行业景气度判断, 预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 4.18/4.47/4.38 亿元, EPS 分别为 1.00/0.94/1.11, P/E 分别为 69.55/73.39/62.28。首次覆盖, 给与“增持”评级。

## 7、风险提示

1. 生物实验耗材国外销售严重受疫情影响
2. 口罩防护服业务海外销售受阻
3. 中美贸易摩擦加剧

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	219	380	469	563	<b>营业收入</b>	247	418	447	438
货币资金	46	133	205	304	营业成本	137	236	265	248
应收票据及应收账款	69	124	132	129	营业税金及附加	2	5	5	5
其他应收款	2	3	3	3	销售费用	18	8	9	9
预付账款	3	8	10	8	管理费用	14	25	26	26
存货	38	55	62	62	研发费用	13	20	21	21
其他流动资产	61	58	58	58	财务费用	-2	12	15	12
<b>非流动资产</b>	178	199	291	373	资产减值损失	-2	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	121	139	228	308	投资净收益	2	2	2	2
在建工程	25	25	25	25	资产处置收益	0	0	0	0
无形资产	13	15	16	17	<b>营业利润</b>	76	132	128	140
其他长期资产	20	21	22	23	营业外收入	0	3	2	1
<b>资产总计</b>	397	580	760	936	营业外支出	0	20	21	12
<b>流动负债</b>	42	80	86	81	<b>利润总额</b>	76	115	109	129
短期借款	0	0	0	0	所得税	10	16	15	18
应付票据及应付账款	22	43	47	43	<b>净利润</b>	66	100	94	111
预收账款	1	7	5	5	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	19	30	34	33	<b>归属母公司净利润</b>	66	100	94	111
<b>非流动负债</b>	7	27	27	27	EBITDA	76	115	105	112
长期借款	0	20	20	20	EPS (元)	0.66	1.00	0.94	1.11
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	7	7	7	7	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	49	107	113	108	<b>至12月31日</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
股本	75	100	100	100	<b>成长能力</b>				
资本公积	82	82	82	82	营业收入	19.3%	68.8%	7.1%	-2.0%
留存收益	192	291	466	647	营业利润	25.0%	73.1%	-3.1%	8.9%
归属母公司股东权益	348	473	647	829	归属于母公司净利润	25.2%	50.7%	-5.2%	17.9%
少数股东权益	0	0	0	0	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	397	580	760	936	毛利率	44.7%	43.6%	40.8%	43.4%
					净利率	26.7%	23.8%	21.1%	25.4%
					ROE	19.0%	21.1%	14.6%	13.4%
					ROIC	15.9%	21.9%	15.7%	13.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	12.4%	18.5%	14.8%	11.5%
					净负债比率	-13.2%	-23.9%	-28.7%	-34.3%
					流动比率	5.19	4.74	5.47	6.98
					速动比率	4.21	3.95	4.64	6.12
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.62	0.72	0.59	0.47
					应收账款周转率	3.57	3.37	3.39	3.41
					存货周转率	3.57	4.27	4.31	4.02
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.66	1.00	0.94	1.11
					每股经营现金流	0.61	0.68	0.84	1.01
					每股净资产	3.48	4.73	6.47	8.29
					<b>估值比率</b>				
					P/E	104.82	69.55	73.39	62.28
					P/B	19.92	14.67	10.71	8.37
					EV/EBITDA	-0.61	59.16	64.28	59.13

现金流量表

单位: 百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	61	68	84	101
净利润	66	100	94	111
折旧摊销	12	-10	-16	-18
营运资金变动	-16	-37	-11	0
其它	-1	15	16	8
<b>投资活动现金流</b>	-46	-27	-11	-3
资本支出	-55	-28	-13	-4
投资变动	0	0	0	0
其他	9	1	1	1
<b>筹资活动现金流</b>	-2	45	0	0
银行借款	0	20	0	0
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	25	0	0
其他	-2	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	14	87	73	98
期初现金余额	32	46	133	205
期末现金余额	46	133	205	304

资料来源: 万联证券研究所

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

### 风险提示

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。

### 证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

### 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场