



# 海能技术 (430476.BJ)

买入 (首次评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## 科学仪器“小巨人”基本盘稳固，液相

## 色谱蓄势待发

### 公司简介

海能技术是一家国家级专精特新“小巨人”企业，专注于实验分析仪器的研发、生产和销售，已布局有机元素分析、样品前处理、色谱光谱和通用仪器四大产品系列。目前，公司成熟期产品元素分析及样品前处理业务基本盘稳固，培育期业务液相色谱增长强劲，成为公司重要增长看点。公司2022年10月14日于北交所上市，募资1.088亿元，发行价格10.88元/股。

### 投资逻辑

**液相色谱国产替代空间广阔，静待放量拐点。**据海关进口数据显示，2022年我国液相色谱进口金额超64亿元人民币，进口台套数22477套，国产化率约5%左右，国产替代前景广阔。自公司推出HPLC产品K2025以来，色谱光谱系列营收高速增长，20-22年YOY分别为240%、105%、89%，销售规模及产品竞争力均处于国内第一梯队。近期，K2025顺利通过国家级权威机构的全面测评，有望进一步打开国产替代市场，为公司打造第二成长曲线。

**基本盘稳固，新业务有序开展。**基本盘方面，政府招采网数据显示公司凯氏定氮仪和微波消解仪采购台套数均位于行业第一，为公司持续贡献现金流。新业务方面，公司于2016、2020、2021年累计投资5096万元，持有GC-IMS领军企业G.A.S.公司67.9%的股权，并推动该业务在多个领域的应用落地。此外，公司还参股白小白布局实验室洗瓶机，投资海胜能光完善红外光谱布局等，不断打造新的业绩增长点。

**毛利率卓越、现金流稳定。**公司采用全产业链布局的生产模式，非标定制件自产化率超70%，成本优势显著，2022年，综合毛利率超69%，领先国内科学仪器同行；同时公司以间接销售为主并采用预收款模式，保障了良好的现金流。

### 盈利预测、估值和评级

我们预测，23-25E归母净利润0.55/0.65/0.79亿元，同比+22.31%/+20.06%/+20.76%，对应EPS分别为0.67/0.80/0.97。参考可比公司莱伯泰科、鼎阳科技、坤恒顺维、普源精电平均PEG1.53倍，考虑北交所流动性，我们给予公司23年PEG1.2倍，对应目标价16.87元，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

研发和产业化进度不及预期、市场竞争加剧、核心零部件进口风险、下游应用需求低于预期风险、股票流动性风险和限售股解禁风险等。

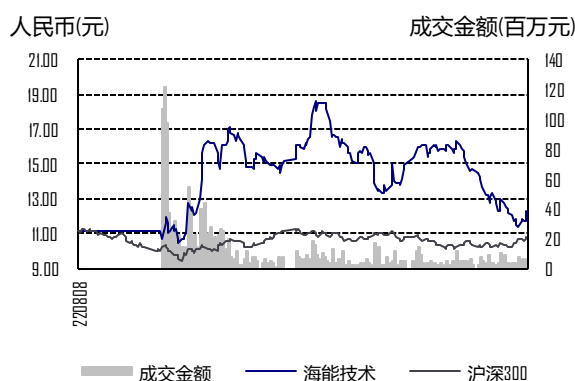
医药组

分析师：袁维 (执业S1130518080002)

yuan\_wei@gjzq.com.cn

市价(人民币)：12.25元

目标价(人民币)：16.87元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	247	287	361	433	520
营业收入增长率	17.59%	16.34%	25.56%	20.11%	20.04%
归母净利润(百万元)	53	44	54.5	65	79
归母净利润增长率	68.06%	-16.76%	22.61%	19.58%	20.86%
摊薄每股收益(元)	0.747	0.546	0.669	0.800	0.967
每股经营性现金流净额	0.59	0.86	0.89	0.93	1.03
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.06%	9.10%	10.27%	11.21%	12.27%
P/E	13.52	29.05	17.73	14.82	12.27
P/B	2.03	2.64	1.82	1.66	1.50

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、公司概况：科学仪器“小巨人”基本盘稳固，液相色谱蓄势待发.....	4
1.1、发展历程：布局一代、培育一代、成熟一代，仪器业务版图不断扩张.....	4
1.2、产销模式：全产业链布局降本增效、借力渠道服务更广阔下游.....	5
1.3、管理层：核心团队稳固、前岛津中国区部长助力液相色谱发展.....	7
二、从沃特世发展历程看公司液相色谱业务价值.....	7
2.1、液相色谱市场空间广阔、国产化率低.....	7
2.2、从沃特世看液相色谱业务潜力.....	8
2.3、国产液相色谱领航者，产品性能获得中科院验评认可.....	11
三、成熟期业务基本盘稳固，布局期业务可圈可点.....	12
3.1、有机元素分析与样品前处理构筑公司基本盘.....	12
3.2、色谱光谱、通用仪器等新业务有序拓展、未来可期.....	13
四、盈利预测与投资建议.....	15
4.1、盈利预测.....	15
4.2、投资建议及估值.....	17
五、风险提示.....	17

## 图表目录

图表 1： 2013-2022 年公司大事记及主营业务收入构成.....	4
图表 2： 公司品牌布局情况.....	5
图表 3： 产品矩阵与市场格局.....	5
图表 4： 可比公司毛利率.....	6
图表 5： 可比公司存货周转率.....	6
图表 6： 可比公司应收账款周转率.....	6
图表 7： 可比公司应付账款周转率.....	6
图表 8： 公司主要终端用户类型.....	7
图表 9： 2021 年公司收入分布/按行业终端分类.....	7
图表 10： 典型现代液相色谱系统组件及对比.....	7
图表 11： 2020 年全球色谱仪市场规模分布.....	8
图表 12： 2015-2020 年全球色谱仪市场规模/亿美元.....	8
图表 13： 2016-2020 中国色谱仪市场规模.....	8
图表 14： 2018-2022 液相色谱仪进口情况盘点.....	8
图表 15： 沃特世产品布局.....	9
图表 16： 沃特世液相色谱 50 载.....	9



图表 17: 沃特世液相色谱与并购大事记及股价收入走势图.....	10
图表 18: HPLC 和 UPLC 全生命周期各组分价值贡献.....	11
图表 19: 沃特世在全球头部仪器公司中净利率长期保持稳定且处于领先地位.....	11
图表 20: 对标产品性能指标对比.....	11
图表 21: 2019-2022 公司色谱光谱系列营业收入与 YOY.....	11
图表 22: 中国仪器仪表学会高效液相色谱仪验证评价流程.....	12
图表 23: GC-IMS 与 GC-MS 产品性能与应用范围对比.....	13
图表 24: GCIMS 类似产品性能指标对比.....	14
图表 25: 实验室洗瓶机相比于其他方式优势显著.....	14
图表 26: 公司收入拆分与盈利预测 (百万元).....	16
图表 27: 可比公司估值.....	17

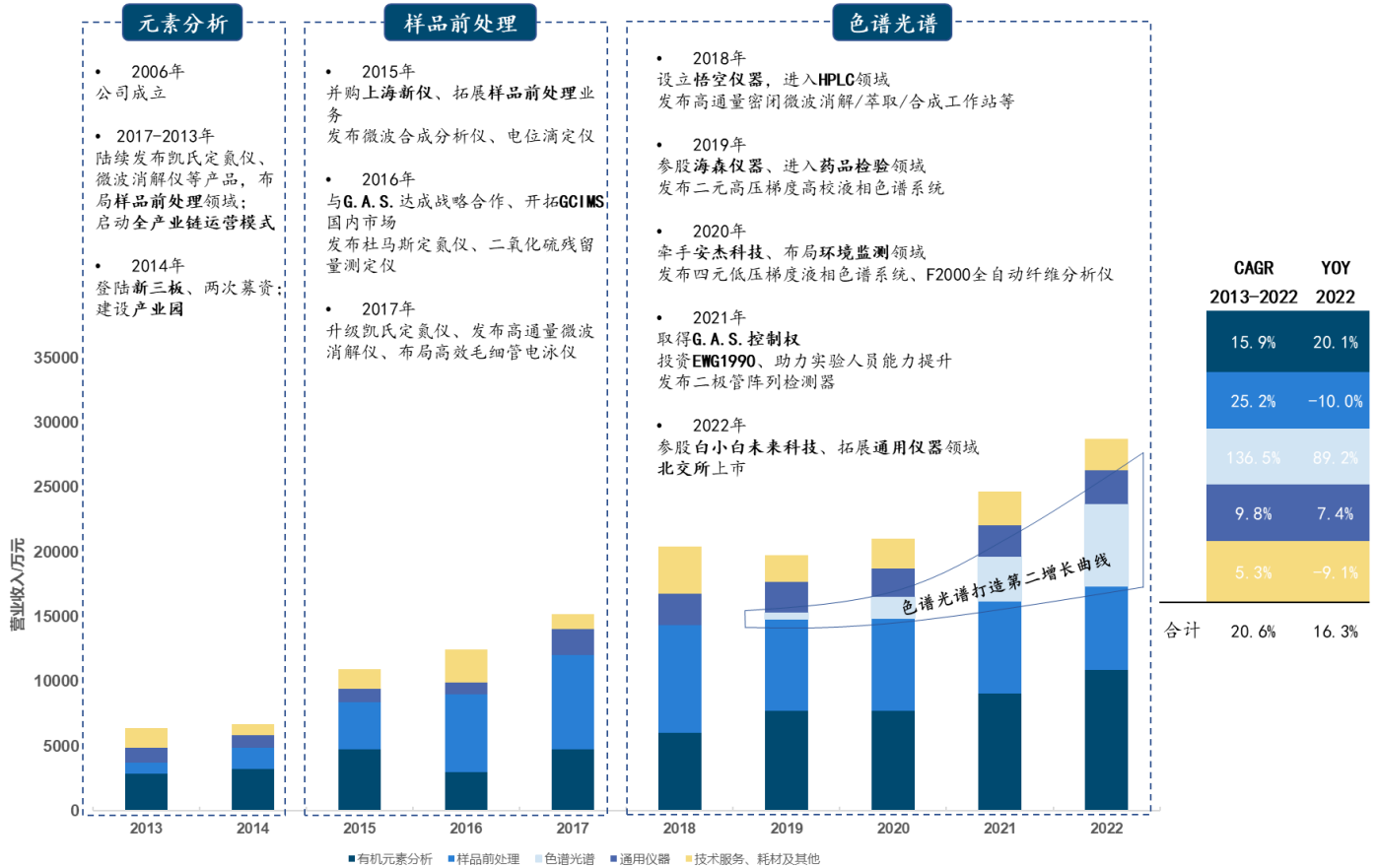


## 一、公司概况：科学仪器“小巨人”基本盘稳固，液相色谱蓄势待发

### 1.1、发展历程：布局一代、培育一代、成熟一代，仪器业务版图不断扩张

大有可为的国家级专精特新“小巨人”。公司成立于2006年，2014年登陆新三板，2022年北交所上市，募资1.088亿元，发行价格10.88元/股，主要用于生产基地智能化升级改造及补充流动资金。成立以来，持续专注于分析仪器与分析方法的研究，致力为食品、药品、农业、化工、环境保护、医疗诊断等领域提供整体解决方案，并于2020年获评第二批国家级专精特新“小巨人”企业。

图表1：2013-2022年公司大事记及主营业务收入构成



来源：公司公告、公司招股说明书、国金证券研究所

**四大业务板块逐渐清晰。**通过一系列孵化、并购、投资，海能技术业务范围持续扩大，形成了有机元素分析系列、样品前处理系列、色谱光谱系列、通用仪器系列四大系列百余款产品，构筑了丰富的产品矩阵，并在样品前处理和有机元素分析领域持续保持国产领先地位。目前已拥有海能、新仪、G.A.S.、悟空四个自有品牌，参股海森仪器、安杰科技、EWG1990、白小白等多个品牌。2013-2022年，公司营业收入由0.64亿元增长至2.87亿元，CAGR达18.2%。随着公司不断加大对培育期业务“色谱光谱系列”的投入，公司收入有望步入新台阶。



图表2: 公司品牌布局情况



来源: 公司官网、公司公告、国金证券研究所

**成熟期:** 元素分析和样品前处理是公司最早布局的两个业务领域, 目前二者合计占公司2022年收入的60.4%。目前公司在元素分析系列的凯氏定氮仪和样品前处理的微波消解仪均处于国内领先地位。

**培育期:** 液相色谱放量在即、未来可期。2022年仅液相色谱进口金额超64亿元, 国产化率约5%, 公司长期发展空间充分打开。2018年, 公司设立悟空仪器, 成功布局高效液相色谱(HPLC)领域, 公司HPLC于2022年销售额2175万元, 放量在即。预计2023年公司将进一步加大液相色谱在研发和销售方面的投入力度。

**布局期:** 色谱光谱、通用仪器等新业务有序拓展。公司于2016年投资德国气相离子迁移谱(GCIMS)制造商G.A.S.公司, 进军GCIMS领域; 2019年, 公司参股海森仪器, 进入药品检验领域; 2021年, 公司取得了德国G.A.S.的控制权, 此外还投资安杰科技, 布局环境监测领域, 同时还投资EWG1990, 以助力实验人员能力提升; 2022年, 公司参股白小白未来科技, 持续拓展洗瓶机等实验室通用仪器产品线; 2023年, 投资天津海胜能光, 进一步开拓布局红外光谱领域布局。

图表3: 产品矩阵与市场格局

	有机元素分析	样品前处理	色谱光谱	通用仪器
核心产品	 凯氏定氮仪  脂肪测定仪  杜马斯定氮仪  纤维分析仪	 微波消解仪  微波合成萃取仪  固相萃取仪	 高效液相色谱  气象色谱离子迁移谱	 折光仪  熔点仪  电位滴定仪
主要竞争对手	丹麦福斯(FOSS) 德国艾力蒙塔(ELEMENTAR) 美国安康(ANKOM)	美国CEM	日本岛津(SHIMADZU)	瑞士万通(Metrohm) 瑞士梅特勒-托利多(METTLER TOLEDO) 奥地利安东帕(Anton Paar)
进口占比	约50%	约50%	约90%	约80%
预测市场需求	>5亿元	>10亿元	>60亿元	>10亿元
2022年公司营收	10869.4万元	6489.8万元	6339.8万元	2646.8万元

来源: 公司公告、公司招股说明书、国金证券研究所

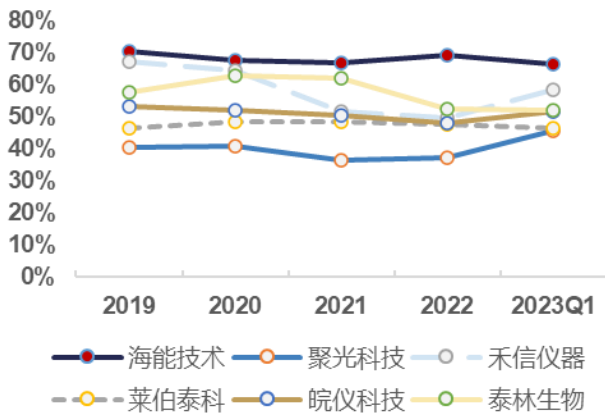
### 1.2、产销模式: 全产业链布局降本增效、借力渠道服务更广阔下游

**全产业链布局、控质提效对冲风险。**对于科学仪器企业来说, 其上游零件供应商加工水平参差不齐, 产品交货周期难以有效控制, 成为影响产品质量及效率的重要因素。因此, 公司采用了全产业链布局的生产模式, 设立了机加工车间、模具注塑车间、SMT车间、钣金车间、表面处理车间和核心部件部, 不断提升非标定制件的自产率。伴随着公司生产基地的建立, 公司非标定制件的自产化率超过70%, 大大减少了对上游供应链的依赖, 能够有

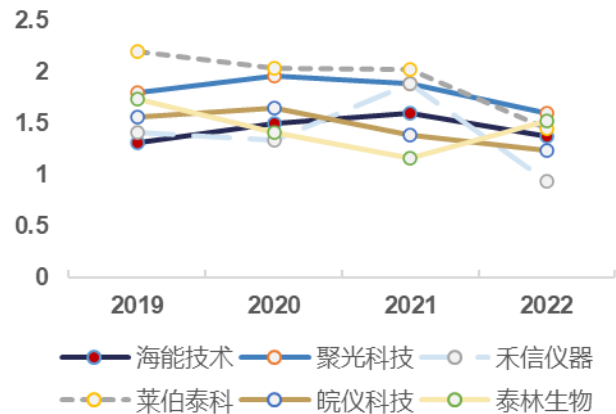


效对冲风险、提升零部件的质量稳定性可靠性、供货及时性和研发效率。2022年，公司毛利率为69.26%，在国内同行中首屈一指。

图表4: 可比公司毛利率



图表5: 可比公司存货周转率

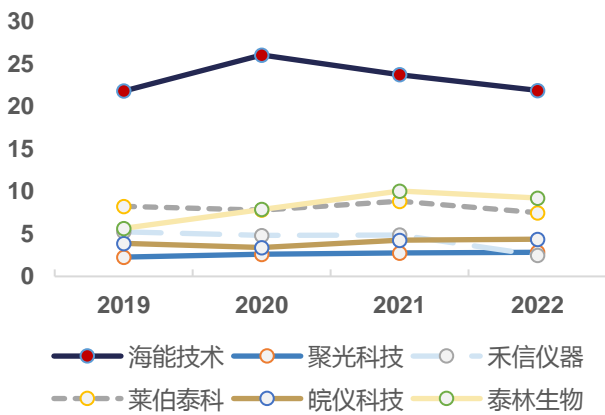


来源: Wind、国金证券研究所

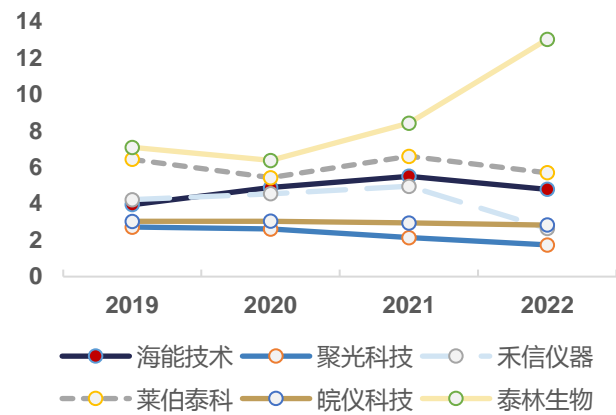
来源: Wind、国金证券研究所

**借力渠道，应收账款周转率显著高于同行。**公司采用间接销售为主的销售模式，目前已建立了能够覆盖国内主要区域的销售网络，与公司建立合作关系的区域代理商高达3000-4000家，可有效解决客户对公司产品的前期咨询、当期销售、后期维修和技术支持问题。该模式使公司能更好地应对客户分布广、数量大的难点，有效集成经销商资源，全力拓展客户图谱，保障了公司良好的资金周转。2019-2022年，公司销售商品、提供劳务收到的现金与销售收入规模匹配，经营活动产生现金流量净额占同期归母扣非净利润的比例分别为123.27%、152.26%、118.83%、199.28%，现金流状况良好。此外，2022年，公司应收账款周转率为21.90，远高于业内可比公司。

图表6: 可比公司应收账款周转率



图表7: 可比公司应付账款周转率



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

**下游客户分散，助力业绩稳定发展。**目前，公司客户总计超30000家，覆盖食品、制药、农林水产、环境、第三方检测、化工、科研教育等多个领域，主要包含企业、政府单位、科研院所、海外客户四大类客户，客户布局分散，对单一客户依赖度较低，有利于公司业绩稳定发展。

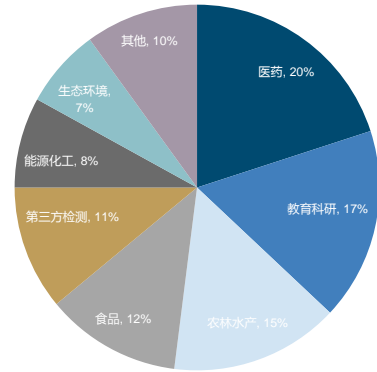


图表8: 公司主要终端用户类型



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表9: 2021 年公司收入分布/按行业终端分类



来源: 公司公告、国金证券研究所

1.3、管理层: 核心团队稳固、前岛津中国区部长助力液相色谱发展

**董事长王志刚、总经理张振方近 20 年搭档, 珠联璧合:** 公司董事长王志刚先生生于 1979 年 3 月, 是国家高层次人才特殊支持计划专家、科技部科技创新创业人才。张振方先生生于 1985 年 3 月, 自 2004 年就职于济南胜利科学器材有限公司以来, 始终与王志刚先生共同推进科学仪器国产替代业务发展。

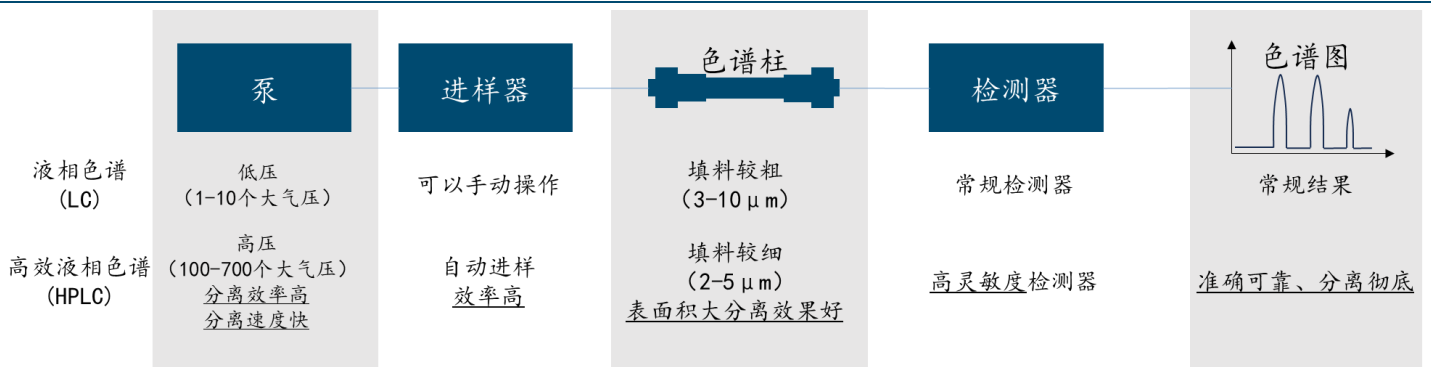
**前岛津中国区部长刘文玉加盟, 助力公司液相色谱发展:** 刘文玉先生于 1991 年加入岛津, 2000 年 1 月至 2010 年 11 月, 任岛津国际贸易 (上海) 有限公司分析仪器事业部部长; 2011 年 1 月至 2011 年 12 月, 任 Danaher 集团下 ABSciex 公司中国区总经理; 2016 年 12 月至今, 任海能技术 G. A. S 事业部总经理; 2018 年 4 月至今, 任山东悟空董事兼总经理; 2018 年 10 月至今, 任海能技术董事, 兼任仪器信息网首席执行官。

二、从沃特世发展历程看公司液相色谱业务价值

2.1、液相色谱市场空间广阔、国产化率低

液相色谱仪 (LC) 作为一种重要的分析仪器, 在科学研究、制药、环境监测、食品安全等领域扮演着关键的角色。它通过将待分析样品在流动相中进行分离, 实现了对复杂混合物的成分分析和纯度检测。其中, 高效液相色谱 (HPLC) 是最主要的液相色谱分析仪器。

图表10: 典型现代液相色谱系统组件及对比



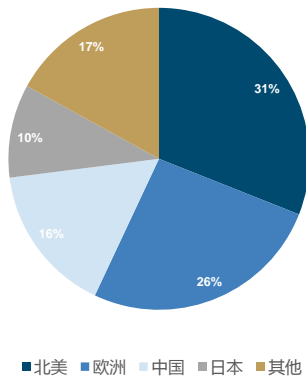
来源: 安捷伦官网、国金证券研究所

**全球色谱仪持续增长:** 色谱及其联用技术的日益普及是市场保持连续增长的主要驱动力, 全球色谱仪市场规模不断增加, 由 2015 年的 82.2 亿美元增加至 2020 年 100 亿美元, 年复合增长率为 4.0%。2020 年全球色谱仪市场规模主要分布在北美、欧洲、中国及日本四地, 北美市场占比 31%, 欧洲市场占比 26%, 中国市场占比 16%, 日本市场占比 10%。预计 2022 年至 2030 年全球高效液相色谱市场规模将以 5.9% 的复合年增长率增长, 到 2030 年将达到 70.3 亿美元。全球液相色谱市场的增长得益于多个因素: 首先, 制药和生物技术行业的不断发展和标准指定的不断严格推动了对高质量分析技术的需求增加; 其次, 环境保护意识的提高和对食品安全的关注也催化了对水、土壤和大气中污染物的准确分析与食品安全性、质量、风味等的检测, 这进一步推进了液相色谱市场规模的成长; 此外, 技术的不断创新也进一步推动了液相色谱应用领域的拓展, 新型填料材料、改进的色谱柱设

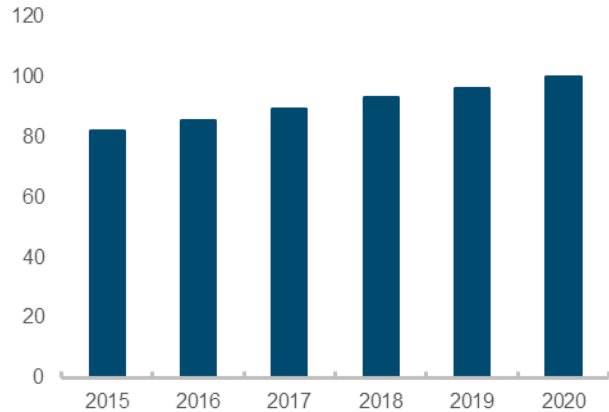


计和更高灵敏度的检测器的引入，将不断提高分离效率和分析速度，拓展应用领域。

图表 11: 2020 年全球色谱仪市场规模分布



图表 12: 2015-2020 年全球色谱仪市场规模/亿美元

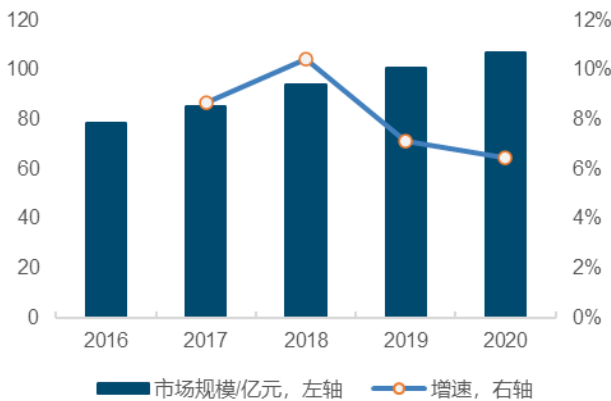


来源: 智研咨询、国金证券研究所

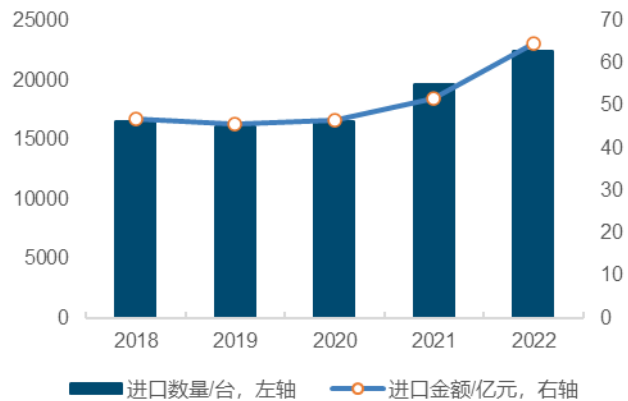
来源: 智研咨询、国金证券研究所

我国液相色谱仪市场大、国产化率低。据 SDI 数据显示, 2020 年我国色谱仪市场规模约 107 亿元, 2016-2020 年间 CAGR 约为 8.2%, 是世界相关需求增长最快的地区。其中, 液相色谱仪 (LC) 是色谱仪器中最大的子品类, 2022 年进口数量超 22477 套, 总金额超 64 亿元, 国产销售规模约 3 亿元, 国产化率约 5%。

图表 13: 2016-2020 中国色谱仪市场规模



图表 14: 2018-2022 液相色谱仪进口情况盘点



来源: SDI、公司招股说明书、国金证券研究所

来源: 海关总署、国金证券研究所

**政策端持续支持科学仪器自主可控:** 1) 顶层设计方面, 科学仪器始终是我国五年发展规划中的重要板块, 在“十三五”和“十四五”期间, 国务院陆续出台多项政策, 包括但不限于《“十三五”国家科技创新规划》、《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》、《仪器仪表行业“十三五”发展规划》、《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》等。2) 专项资金支持方面, 为提高我国科学仪器设备的自主创新能力, 支撑科技创新, 服务经济和社会发展, 自科技部、财政部 2011 年首次启动“国家重大科学仪器设备开发专项”以来, 科技部、财政部、发改委、工信部、自然科学基金等持续加大对科学仪器领域的政策支持力度。仅 2011 年专项经费支持力度达 7.7 亿元。此后, 一系列“国家重大科学仪器设备开发专项”持续推出, 成为助力国内科学仪器发展的重要力量。

## 2.2、从沃特世看液相色谱业务潜力

沃特世成立于 1958 年, 是全球最大的液相色谱类仪器、色谱柱和其他耗材以及相关服务的制造商和分销商之一。公司围绕液相开展仪器、耗材和软件服务等业务布局, 目前总市值约 170 亿美元。2022 年, 沃特世实现营业收入达 29.72 亿美元, 2016-2022 年收入 CAGR 约 5%, 每股收益 CAGR 约 11%, 盈利能力持续提升。稳健增长的财务数据背后离不开公司围绕色谱不断丰富业务布局。





图表 15: 沃特世产品布局



色谱柱

Waters HPLC、UPLC、UHPLC、GPC、SFC和SEC色谱柱能够满足整个组织内的所有应用、方法开发、验证和转换需求。



色谱消耗品和耗材

借助这些样品前处理产品、基于生物分子的溶液、分析标准品和试剂、样品瓶、耗材和附件，确保每次都能获得可重现的结果。



信息学和软件

用于科学数据管理、网络集成和合规性管理的强大软件解决方案。



实验室自动化解决方案与设备

实验室自动化是精简LC及LC-MS工作流程的重要手段。沃特世提供的解决方案可提高工作流程效率。



一体化解决方案

沃特世拥有可扩展的专用一体化解决方案，可帮助您轻松应对运营挑战和数据难题。



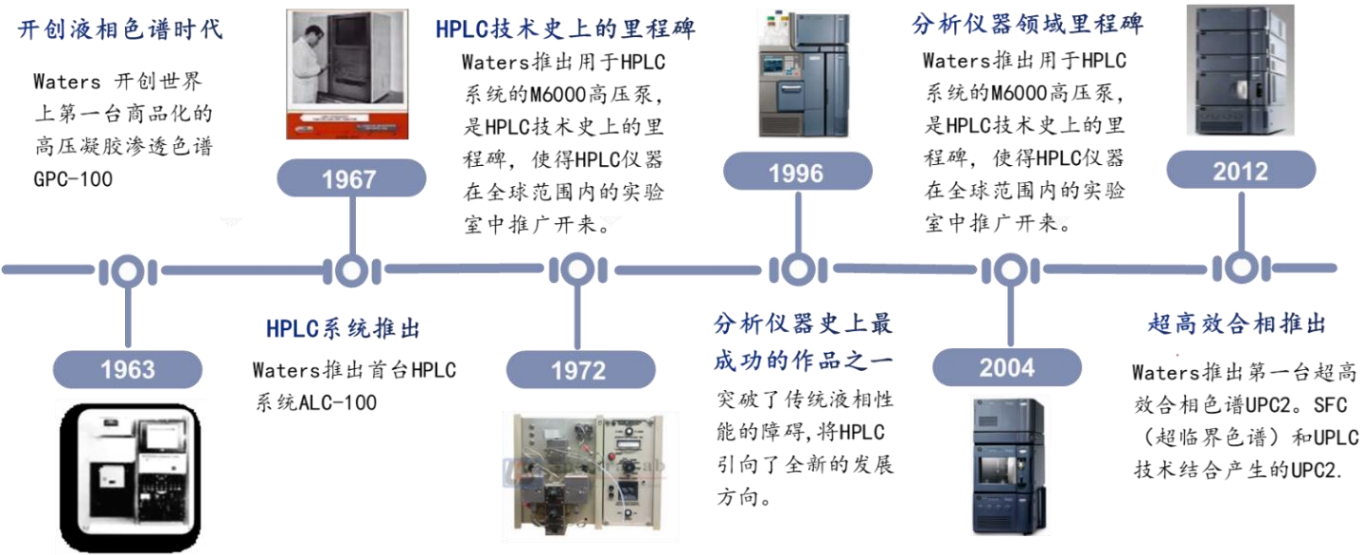
仪器和系统

UPLC、HPLC、LC-MS、LC-MS/MS、GC-MS以及MALDI仪器、系统和组件。

来源：沃特世官网、国金证券研究所

**引领液相色谱创新，推动应用落地和技术升级。** 上世纪 60 年代前，最常见的分析技术以气相色谱 (GC) 为主，但常见的 100 万种有机化合物中约 85% 不具有挥发性，并适用于 GC 分析。在此背景下，1963 年，沃特世推出了世界第一台商品化高压凝胶渗透色谱 GPC-100，成功开创了液相色谱时代；紧接着，公司分别于 1967 年和 1972 年推出首台 HPLC 系统与 M6000 高压泵，标志着 HPLC 时代的到来，70 年代末，在全球 1-1.5 亿美元的液相色谱市场中，沃特世占据半壁江山；2004 年公司推出世界首款超高效液相色谱 (UPLC)，重新定义分离科学；2012 年推出首款超高效合相色谱，成功将超临界色谱与 UPLC 技术结合。经过长达半个世纪耕耘，沃特世以液相色谱为起点，持续开拓创新，并在技术积淀下逐渐拓展液质联用仪等其他品类产品，逐步构建起一个市值超过百亿美元的分析仪器商业帝国。

图表 16: 沃特世液相色谱 50 载



来源：沃特世官网、国金证券研究所

**多角度并购，延伸液相色谱能力。** 科学仪器多产品、多下游、多应用场景的属性使得新技术层出不穷。公司通过一系列并购不断扩大产品矩阵、拓宽市场渠道，从而形成协同效应，增强企业竞争力：

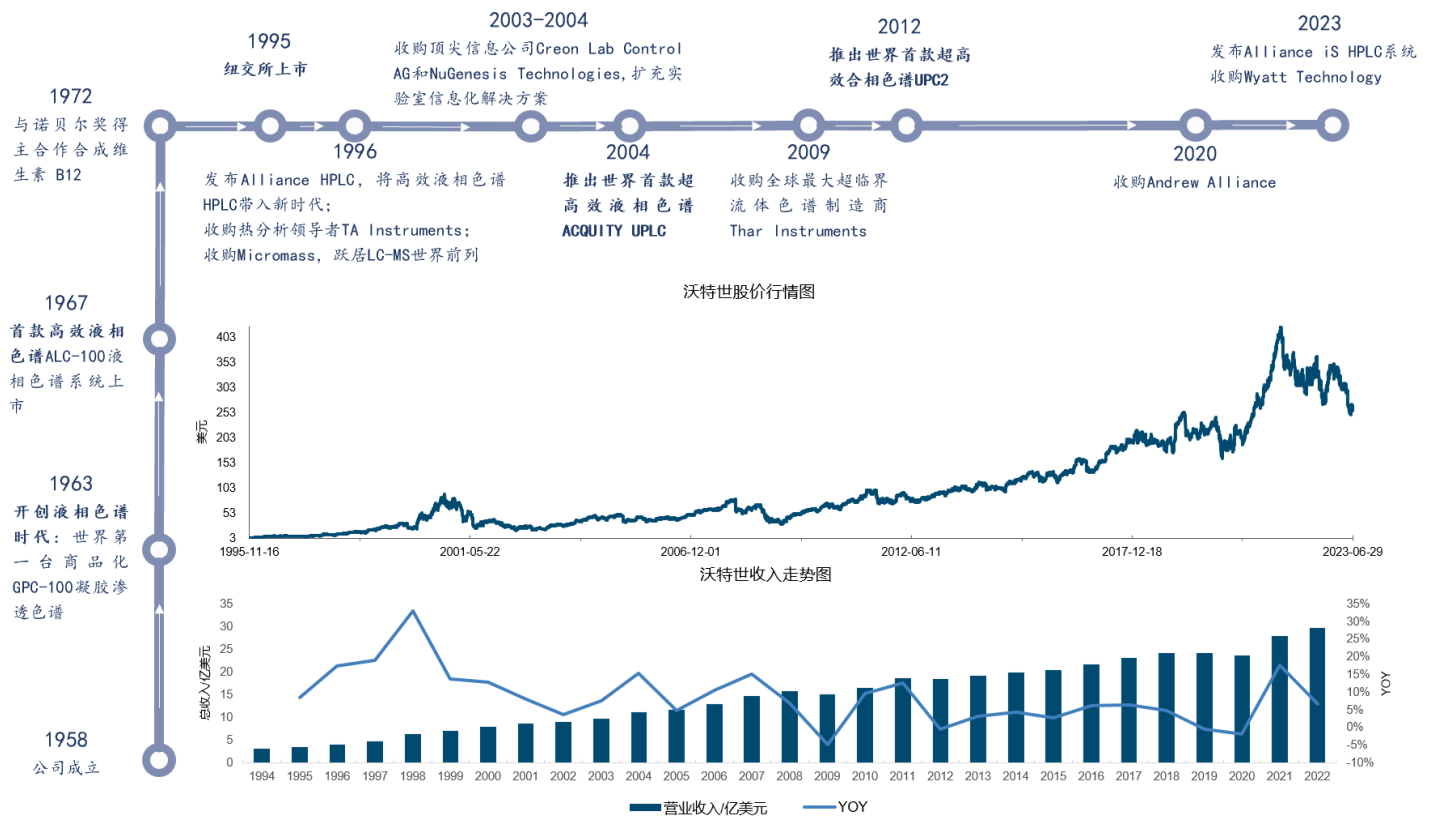
- **仪器端往液质联用延伸：**液质联用趋势促使公司收购质谱 Micromass，跻身 LC-MS



前列。1994年，伴随美国医疗改革落下帷幕，制药行业掀起了旷日持久的投资发展浪潮，药品迭代速度空前加快。据估计，70%的药物检测都会用到HPLC，公司HPLC产品成为公司主要的成长动力。与此同时，随着质谱仪作为HPLC检测器趋势日益明显，公司加大在液相色谱质谱(LC-MS)领域的投入，1996年，沃特世收购质谱仪器公司Micromass，一举成为LC-MS领域的领先企业。

- **产品形态丰富软件服务：**21世纪以来，伴随仪器生成数据的增加，纸质和手工流程处理无法跟上节奏，研究者们迫切需要信息化方式管理数据，为此沃特世先后于2003和2004年收购两家顶尖的信息公司Creon Lab Control AG和NuGenesis Technologies，从而提升分析效率、大大缩短药物开发进程，在信息化浪潮中占据先发地位。
- **色谱技术布局超临界流体：**伴随世界范围内环保意识的提升和法律逐步完善，为进一步提升公司在绿色分析及净化技术方面的水平，2009年，沃特世收购全球最大超临界流体层析专家Thar Instruments，进一步增强产品的环境亲和性，奠定公司世界范围内绿色分离层析科学领域的领导地位。
- **下游应用开拓细胞和基因治疗：**2023年，沃特世收购光散射和场流分离仪器、软件服务领域公认的先进制造商怀雅特技术公司(Wyatt Technology)，以提高公司在细胞和基因治疗为代表的新型生物分析表征领域的竞争优势。在怀亚特公司快速增长的营收中，80%以上的业务都与大分子应用相关，怀亚特与沃特世高度互补的分析技术加上沃特世适应大规模应用方面的专长及覆盖全球的业务网络，有助于公司更好地满足全球客户快速增长的需求，提升沃特世建立高增长的新型生物分析表征业务的能力和速度。此次合并将通过沃特世完善的Empower信息学平台，加速Wyatt光散射技术和工艺在下游、大批量和重复性QA/QC应用中的部署，扩展沃特世的产品组合并增加对大分子应用的接触。预计交易完成后5年内将产生超过7000万美元的收入协同。

图表17：沃特世液相色谱与并购大事记及股价收入走势图



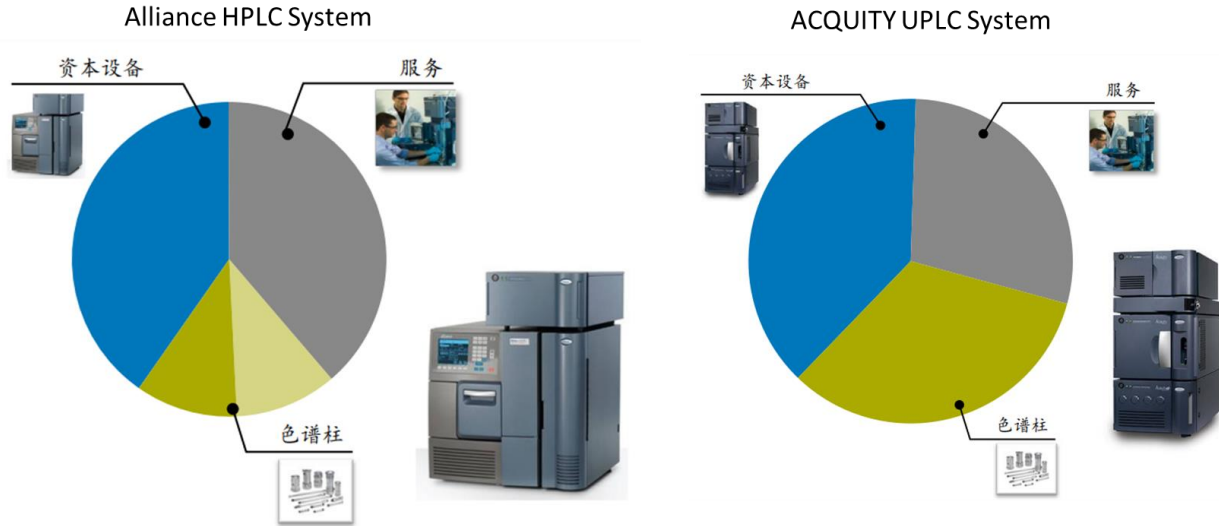
来源：Wind、WATERS 年报、国金证券研究所

**商业模式优质，耗材及服务贡献持续性收入。**一台液相色谱的全生命周期涉及多个组分，包括设备本身、相关的服务以及色谱柱。据沃特世官网公布的数据显示，设备销售收入仅占该设备全生命周期价值的约三分之一。设备售出后，一方面公司通过为客户提供售后、维护支持等服务不断创造服务收益；另一方面，随着设备的使用，客户往往需要定期更换和购买新的色谱柱，以保持分析的准确性和可靠性，以公司UPLC产品为例，在8-10



年的仪器使用寿命中，平均每年需要使用六根色谱柱，以公司披露的均价 500 美元/根估算，在一个完整的使用寿命内，用户需要支付约 24,000-30,000 美元用于色谱柱的更新购买，约占设备系统平均费用 60,000 美元的 40%-50%，这种重复性的需求和购买进一步为公司创造持续稳定的现金流。通过对比沃特世与全球头部科学仪器企业近五年净利率水平，我们发现受益于液相色谱更具竞争优势的商业模式，公司净利率长期稳定地维持在较高水平。

图表 18: HPLC 和 UPLC 全生命周期各组分价值贡献



来源：沃特世官网、国金证券研究所

图表 19: 沃特世在全球头部仪器公司中净利率长期保持稳定且处于领先地位

销售净利率/%	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31
TMO 赛默飞	12.06	14.47	19.79	19.71	15.50
DHR 丹纳赫	13.33	16.80	16.36	21.84	22.91
WAT 沃特世	24.54	24.61	22.05	24.87	23.81
A.N 安捷伦	6.43	20.74	13.47	19.15	18.31

来源：wind、国金证券研究所

### 2.3、国产液相色谱领航者，产品性能获得中科院验评认可

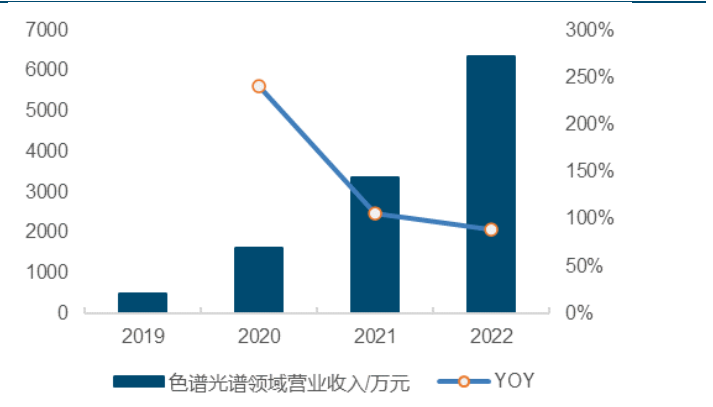
2018 年，公司设立悟空仪器，布局高效液相色谱（HPLC）领域。自成立以来，液相色谱业务实现了快速增长，2022 年实现营业收入 2175 万元，带动色谱光谱系列收入同比增长 89.23%至 6340 万元。目前公司液相色谱已覆盖中国食品药品检定研究院、中国药科大学、中国农业科学院、山东省食品药品检验研究院等多家检验机构及高校院所。

图表 20: 对标产品性能指标对比

对比指标	海能技术 K2025	日本岛津 LC-20A
流速精密度	≤0.06%	≤0.06%
流速准确度	≤±0.5%	≤±1%
最高耐压	62MPa	40MPa
进样范围	0.1-100 μL	0.1-100 μL
进样重复性	RSD≤0.5%	RSD≤0.3%
交叉污染	<0.003%	<0.005%
柱温箱温度范围	室温-10°C to 85°C	室温-10°C to 85°C
波长重复性	±0.1nm	±0.1nm
基线噪声	±0.25×10 <sup>-5</sup> AU	0.5×10 <sup>-5</sup> AU
基线漂移	1×10 <sup>-4</sup> AU/h	1×10 <sup>-4</sup> AU/h
线性范围	2.5AU	2.5AU
数据存储方式	数据库存储	文件存储或者数据库存储
合规性	基本符合 FDA 21 CFR part 11/GMP/GLP 等法规要求	符合 FDA 21 CFR part 11/GMP/GLP 等法规要求

来源：公司官网、公司招股说明书、国金证券研究所

图表 21: 2019-2022 公司色谱光谱系列营业收入与 YOY

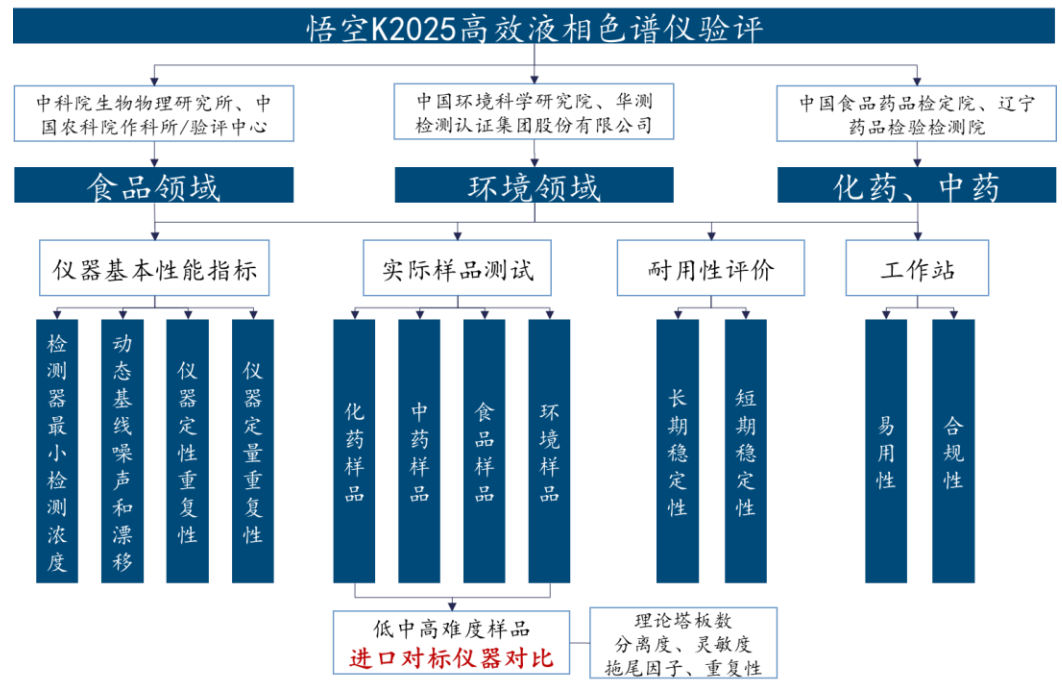


来源：wind、国金证券研究所



率先获得仪器仪表学会验评，市场接受度有望进一步提升。23年3月，公司悟空 K2025 高效液相色谱仪顺利通过了中国仪器仪表学会科学仪器设备验证评价中心（生命科学站）的验证评价工作，成为该验评中心第一台通过验评的国产科学仪器。验评中心联合中国科学院生物物理研究所、中国环境科学研究院、华测检测认证集团股份有限公司、中国食品药品检定研究院、辽宁省药品检验检测院 5 家用户单位，分别从食品、环境、化药、中药等应用领域，从仪器基本性能、实际样品检测、耐用性及工作站易用性和合规性四个维度对公司 HPLC K2025 进行了历时 1 年的验证评价工作。最终在产品可靠性、定性重复性、定量重复性、交叉污染、峰形测等部分都表现出了优异的产品性能，市场接受度有望借此进一步提升。

图表 22：中国仪器仪表学会高效液相色谱仪验证评价流程



来源：海能官网、国金证券研究所

### 三、成熟期业务基本盘稳固，布局期业务可圈可点

#### 3.1、有机元素分析与样品前处理构筑公司基本盘

##### 3.1.1、起家于有机元素分析，验证公司国产替代能力

产品矩阵丰富、应用场景广泛、作为主起草人参与制定国家标准。有机元素分析系列主要是针对物质中有机元素及其组成的有机化合物的含量进行分析的系列产品的统称。公司的有机元素分析系列产品主要包括凯氏定氮仪、杜马斯定氮仪、脂肪测定仪、纤维分析仪等，可广泛应用于食品、制药、农林水产、环境、第三方检测、化工、科研与教育等领域。目前，公司已作为主起草人完成国家标准《全（半）自动凯氏定氮仪》的制定。

业绩稳健增长，凯氏定氮仪领先地位稳固。2013-2022 年间，公司有机元素分析系列始终保持稳健增长，收入 CAGR 达 15.9%。2022 年，该系列收入占公司总收入 37.8%，系公司第一大业务板块，毛利率达 76.41%，具备较强的议价能力，且市场份额在国产厂商中位居前列。据招标网和中国政府采购网公示的中标信息，2021 年 212 台凯氏定氮仪产品采购结果中，“海能”品牌以 96 台位居第一。

##### 3.1.2、样品前处理验证公司并购整合能力，微波消解国内领先

并购新仪并参与制定国家标准。样品前处理仪器主要用于实验样本预处理，经过样品前处理可将样品转化为可进行后续分析的形态。公司的样品前处理系列产品主要包括微波消解系列、固相萃取系列等。前者常作为样品中无机元素检测的前处理设备，而后者常作为样品中有机物检测的前处理设备。2015 年，公司成功并购中国微波消解创始者“上海新仪”，通过公司业务整理，2016 年样品前处理实现了 65% 的快速增长。目前，公司已参与完成了国家标准《微波消解装置》的制定。

业绩稳健增长，微波消解仪保持领先。2013-2022 年间，公司样品前处理系列收入 CAGR



达 25.2%，2022 年，该系列毛利率达 65.40%。其中，微波消解仪市场份额在国产厂商中位居前列，招标网和中国政府采购网数据显示，2021 年，251 台微波消解仪产品采购结果中，公司旗下“新仪”品牌以 61 台位居第一。

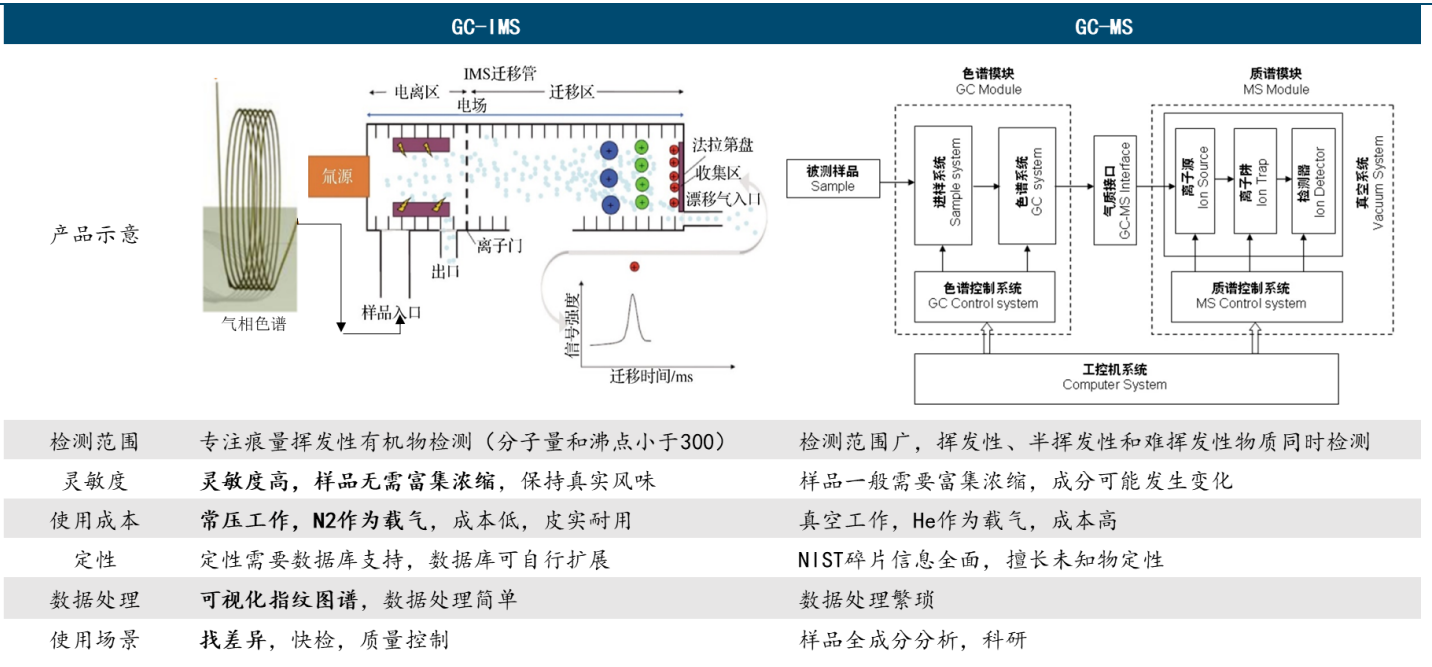
**第三次全国土壤普查为公司有机元素分析与样品前处理业务打开新市场空间。** 共研网数据显示，2020 年，我国土壤仪器需求量达 34.5 万台。2022 年 2 月，国务院印发《关于开展第三次全国土壤普查的通知》，决定开展第三次全国土壤普查，普查时间为 2022-2025 年，计划于 2022 年完成普查技术、规范、物资等准备，在 70 个县开展全国性试点，2023-2024 年对 2700 个县全面展开，并形成阶段性成果，2025 年进行普查数据审核、成果汇总、验收与总结，全面完成普查任务。伴随着土壤普查的有序开展，土壤检测仪器市场将有望迎来一片发展新蓝海。本次普查涉及土壤全氮、阳离子交换量、有机质、各类金属元素等实验室检测项目。海能/新仪具备能力提供相关解决方案，其旗下 K1160 凯氏定氮仪、CEC400 阳离子交换量前处理系统、T960 系列全自动滴定仪、TANK 40 微波消解仪、SH60A 全自动消解仪等产品将有望参与并助力本次土壤普查。

### 3.2、色谱光谱、通用仪器等新业务有序拓展、未来可期

#### 3.2.1、收购 G. A. S 布局气相色谱离子迁移谱、技术具备全球领先性。

GC-IMS 性能优异，广泛应用于气味分析相关的科研领域。它通过气相色谱将样品中的化合物分离，并借助离子迁移谱的特点来快速识别和定量目标化合物。由于 IMS 技术在分析过程中无需引入化学药剂，因此减少了干扰物的产生，提高了分析结果的准确性。这使得 GC-IMS 在快速分析领域，如食品安全、环境监测等方面具有显著优势。而 GC-MS 作为传统而经典的分析技术，以其高分辨率和丰富的质谱信息而在科学界树立了卓越的地位。它通过气相色谱将混合物中的化合物分开，并在质谱仪中将分离后的化合物逐一离子化并进行检测，从而提供了每种化合物的独特质谱图谱。这种高分辨率的特点使得 GC-MS 在复杂样品的成分分析和结构鉴定中表现出色，特别是在生物医学、药物研发等领域发挥着重要作用。尽管 GC-IMS 和 GC-MS 各自具有独特的分析能力，但它们在许多情况下可以相辅相成，形成强大的联合分析工具，以提高分析的灵敏度和特异性，增强数据的可靠性和准确性。

图表 23：GC-IMS 与 GC-MS 产品性能与应用范围对比



来源：公司宣传资料、国金证券研究所

公司于 2016、2020、2021 年累计投资 5096 万元，持有 GCIMS 领军企业 G. A. S 公司 67.9% 的股权，并推动该业务在多个领域的应用落地，2021 年，G. A. S 实现净利润 363.64 万元。G. A. S. 长期致力于痕量挥发性有机物（VOCs）检测技术的自主研发，是全球较早将高灵敏度的离子迁移谱技术与高分离度的气相色谱技术完美结合的企业之一，产品应用范围从传统离子迁移谱的军事安防领域逐步拓展到民用食品风味分析、环境 VOCs 分析、人体呼出气分析等研究领域。



图表24: GC-IMS 类似产品性能指标对比

对比指标	海能技术GC-IMS	德国艾优特离子迁移谱IMS
灵敏度	ppb	ppb
进样方式	自动进样、自吸进样	自吸进样
工作压力	常压	常压
放射源	氚源	氚源
漂移气流速	0-500ml/min	250-300ml/min
样品类型	固体/液体/气体	气体
定性方式	相对保留指数 RI+NIST谱库检索保留时间、迁移时间数据库 二维定性	标准品内置库
数据处理软件	VOCaI可视化数据处理软件	定制机/内置软件
图谱库	600种IMS专属数据库	有毒有害 VOCs
应用领域	食用 环境 医疗呼出气体	环境有害气体

来源：公司招股说明书、国金证券研究所

公司 GC-IMS 成为食品风味分析科研利器。在我们检索到的 2016 年-2023 年 105 篇使用 GC-IMS 进行食品风味分析相关研究的论文中，除 1 篇论文以自制方式完成研究外，其他 104 篇论文皆通过 G. A. S 公司的 GC-IMS 完成研究。我们预计，随着科研端更多的使用公司 GC-IMS 来进行科研探索和应用推广，未来 GC-IMS 产业应用和市场规模有望持续增加。

### 3.2.2、2022 年参股白小白，布局实验室洗瓶机

2022 年，公司出资 100 万元，投资成立白小白未来科技(北京)有限公司，并持有 20% 股权，拓展洗瓶机等实验室通用仪器产品线。公司产品在业内率先通过国际权威检测机构 SGS 的认证与欧盟 CE 认证，系统稳定性达国际先进水平、清洗效果达到分析级洁净标准，可满足制药实验室的严苛要求和其他行业痕量分析实验的洁净度要求。相比于传统人工和超声波清洗，白小白实验室洗瓶机在流程标准化和程序测试等方面优势显著，有利于在愈加严苛的数据溯源要求下获得更多市场份额。

图表25: 实验室洗瓶机相比于其他方式优势显著

	人工清洗	超声波清洗	实验室洗瓶机清洗
器皿损伤风险	高	高	低
划伤风险	高	低	低
腐蚀灼伤风险	高	低	低
感染风险	高	低	低
流程标准化	不可能	不可能	可能
程序测试	不可能	可能	可能
清洗类型	小批量、简单结构	精细结构	大批量
缺点	低效	空化作用会伤害器具	价位高

来源：公司官网、国金证券研究所

### 3.2.3、2023 年投资天津海胜能光，延伸红外光谱领域

近红外光谱仪是一种广泛应用于农业、食品、化学化工、制药等领域的分析仪器。仪器信息网数据显示，2022 年全球近红外光谱市场规模约为 5.027 亿美元，至 2030 年预计达 8.064 亿美元。其中，目前中国约占世界市场份额的 10.9% 左右，预计未来几年这一比重将不断扩大，在国产替代大背景下，红外光谱设备市场前景广阔。2023 年，公司出资 600 万元，取得天津海胜能光 55.06% 股权，布局近红外业务。2022 年，海胜能光净利润-59.12 万元。目前公司在研产品傅里叶变换近红外光谱仪(FT-NIR)重复性好、模型转移性能好、便于拓展应用，其性能对标赛默飞 Antaris 系列和布鲁克 Matrix 系列产品，预期投产后将持续服务饲料、烟草、制药/药检、石油化工/成品油等应用领域的实验室检测仪器国产化替代。



## 四、盈利预测与投资建议

### 4.1、盈利预测

我们将公司收入分为元素分析系列、样品前处理仪器、色谱光谱系列产品、通用仪器、技术服务及材料和其他收入 6 类进行收入拆分和盈利预测。

- 1) 元素分析方面, 2023-2024 年的土壤普查预计将带动收入增长和毛利率维持较高水平, 预计 2023-2025 年收入分别同比增长 23%、12%和 10%, 对应毛利率 76%、75%和 72%。
- 2) 样品前处理业务开展位于上海地区, 受去年疫情低基数影响, 以及 2023 年底新产品陆续推出, 预计 2023-2025 年收入分别同比增长 17%、14%和 13%, 对应毛利率 67%、67%和 67%。
- 3) 色谱光谱系列是公司主要的业务增长点, 鉴于广阔的市场空间和极高的国产替代弹性, 随着研发和销售投入的持续增加, 市场接受度有望进一步提升, 预计 2023-2025 年收入分别同比增长 50%、40%和 35%, 对应毛利率 57%、56%和 55%。
- 4) 通用仪器方面, 公司业务基数低、新产品陆续推出, 预计 2023-2025 年收入分别同比增长 10%、15%和 30%, 对应毛利率 61%、61%和 61%。
- 5) 技术服务及材料作为公司仪器业务的延伸预计将随着公司整体收入的增长而增长。预计 2023-2025 年每年保持 15%增长, 毛利率维持在 70%。此外, 我们预计其他收入未来三年保持 5%的每年增长以及 58.5%的毛利率水平。

费用方面, 1) 销售费用方面由于公司今年开始加大液相色谱销售人员储备, 预计销售费用率相较于 2022 年的 22.7%将略有提升, 对应 2023-2025 年销售费用率分别为 24%、24%、23.5%, 销售费用预计分别为 0.87 亿、1.04 亿、1.22 亿元。2) 管理费用率方面预计将伴随业务拓展保持缓慢下降, 对应 2023-2025 年管理费用率分别为 14%、13%、12%, 管理费用预计分别为 0.51 亿、0.56 亿、0.62 亿元。3) 研发费用方面同样受液相色谱研发投入加大影响, 相较于 2022 年的 15.6%将略有提升, 对应 2023-2025 年研发费用率分别为 16.5%、16.5%、16%, 研发费用预计分别为 0.6 亿、0.72 亿、0.83 亿元。

综上, 我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 3.61 亿、4.33 亿、5.20 亿, 同比增速分别为 25.6%、20.1%、20.0%; 毛利率分别为 67.3%、66%、64%; 净利率分别为 15.1%、15.1%、15.1%。


**图表26：公司收入拆分与盈利预测（百万元）**

百万元	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	197.44	210.06	247.01	287.37	360.82	433.40	520.27
YOY	-3.4%	6.4%	17.6%	16.3%	25.6%	20.1%	20.0%
营业成本	58.40	67.80	81.80	88.33	118.12	147.45	187.33
毛利率	70.4%	67.7%	66.9%	69.3%	67.3%	66.0%	64.0%
毛利	139.04	142.26	165.21	199.04	242.70	285.95	332.94
按产品类别拆分							
元素分析系列							
收入	77.43	77.09	90.47	108.69	133.69	149.73	164.70
YOY	28.6%	-0.4%	17.4%	20.1%	23.0%	12.0%	10.0%
毛利率	74.7%	70.8%	72.8%	76.4%	76.0%	75.0%	72.0%
毛利	57.84	54.60	65.90	83.05	101.60	112.30	118.59
占营收比例	39.2%	36.7%	36.6%	37.8%	37.1%	34.5%	31.7%
样品前处理仪器							
收入	70.76	71.90	72.09	64.90	75.93	86.56	97.82
YOY	-15.2%	1.6%	0.3%	-10.0%	17.0%	14.0%	13.0%
毛利率	69.1%	67.8%	67.8%	65.4%	67.0%	67.0%	67.0%
毛利	48.90	48.71	48.84	42.44	50.88	58.00	65.54
占营收比例	35.8%	34.2%	29.2%	22.6%	21.0%	20.0%	18.8%
色谱光谱系列产品							
收入	4.79	16.30	33.50	63.40	95.10	133.14	179.74
YOY		240.3%	105.5%	89.3%	50.0%	40.0%	35.0%
毛利率	45.2%	48.5%	50.4%	63.9%	57.0%	56.0%	55.0%
毛利	2.17	7.91	16.88	40.49	54.21	74.56	98.86
占营收比例	2.4%	7.8%	13.6%	22.1%	26.4%	30.7%	34.5%
通用仪器							
收入	23.90	21.97	24.63	26.47	29.12	33.48	43.53
YOY	0.0%	-8.1%	12.1%	7.5%	10.0%	15.0%	30.0%
毛利率	64.3%	61.4%	61.3%	62.9%	61.0%	61.0%	61.0%
毛利	15.38	13.50	15.11	16.64	17.76	20.43	26.55
占营收比例	12.1%	10.5%	10.0%	9.2%	8.1%	7.7%	8.4%
技术服务及材料							
收入	12.69	14.65	16.93	18.69	21.49	24.72	28.43
YOY		15.4%	15.6%	10.4%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	74.2%	78.0%	70.9%	70.6%	70.0%	70.0%	70.0%
毛利	9.41	11.42	12.00	13.19	15.05	17.30	19.90
占营收比例	6.4%	7.0%	6.9%	6.5%	6.0%	5.7%	5.5%
其他收入							
收入	7.86	8.15	9.38	5.23	5.49	5.77	6.05
YOY	-78.7%	3.7%	15.1%	-44.2%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	68.1%	75.2%	69.0%	61.9%	58.5%	58.5%	58.5%
毛利	5.35	6.12	6.48	3.23	3.21	3.37	3.51
占营收比例	4.0%	3.9%	3.8%	1.8%	1.5%	1.3%	1.2%

来源：公司公告、国金证券研究所





## 4.2、投资建议及估值

基于公司业务特征，我们选取莱伯泰科、鼎阳科技、坤恒顺维、普源精电四家仪器类企业作为可比公司。参考可比公司平均 PEG (2023E) 1.52 倍，考虑北交所流动性折价，我们给予公司 1.2 倍 PEG (2023E)、25.25 倍 PE (2023E)，对应目标价 16.87 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表27：可比公司估值

代码	名称	股价	EPS						PE					PEG
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021-2024E CAGR	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2023E
688056.SH	莱伯泰科	38.41	1.04	0.66	0.99	1.23	1.41	29%	36.93	58.20	38.80	31.23	27.24	1.35
688112.SH	鼎阳科技	49.16	0.76	1.32	1.22	1.66	2.24	19%	64.68	37.24	40.30	29.61	21.95	2.09
688283.SH	坤恒顺维	65.93	0.81	0.97	1.41	1.98	2.74	41%	81.40	67.97	46.76	33.30	24.06	1.13
688337.SH	普源精电-U	56.62	-0.04	0.76	0.97	1.42	2.02	39%	--	74.50	58.37	39.87	28.03	1.52
平均值														1.52
海能技术			0.75	0.55	0.67	0.80	0.97	21%						
								PEG						1.20
								PE						25.21
								目标价						16.87

来源：wind、国金证券研究所；注：可比公司盈利预测参考 wind 一致性预期、股价为 2023 年 8 月 4 日收盘价

## 五、风险提示

**研发和产业化进度不及预期：**公司研发的液相色谱仪等属于高端仪器设备，相较国外，国内发展时间较短，未来仍需持续加大研发投入。在此过程中，技术储备研发和产业化应用存在不确定性，新产品研发进展可能不及预期。

**市场竞争加剧风险：**由于市场参与者较多，竞争对手的新产品上市可能会对行业内其他参与者产生影响，存在市场竞争加剧等风险。

**核心零部件进口风险：**由于国内高端仪器仪器国产化程度不同，公司部分零部件仍需通过进口来解决，公司可能会面临核心零部件进口困难，影响生产和市场投放。

**下游应用需求低于预期风险：**公司下游应用领域广泛，各细分市场受行业景气度、监管环境变化等因素影响，需求增长可能存在不确定性，最终影响上游仪器销售。

**并购整合不及预期风险：**通过多年持续收购兼并，公司并购、孵化数量持续增加，涉足行业、领域不断丰富，存在被并购企业与公司经营管理与整合不及预期风险。

**股票流动性风险：**2023 年 1 月 1 日至 7 月 31 日，公司日成交金额均值为 451.46 万元，流动性较低，存在一定的流动性风险。

**限售股解禁风险：**2023 年 5 月 8 日，首发战略配售股解禁 200.0 万股，占总股本比例 2.46%；2023 年 10 月 16 日，首发原股东限售股解禁 2072.29 万股，占解禁前流通股比例 34.13%、占解禁后流通股比例 25.45%。


**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>主营业务收入</b>	<b>210</b>	<b>247</b>	<b>287</b>	<b>361</b>	<b>433</b>	<b>520</b>	货币资金	124	105	215	233	264	302	
增长率		17.6%	16.3%	25.6%	20.1%	20.0%	应收款项	11	21	19	21	25	30	
<b>主营业务成本</b>	<b>-68</b>	<b>-82</b>	<b>-88</b>	<b>-118</b>	<b>-147</b>	<b>-187</b>	存货	46	57	72	75	93	118	
%销售收入	32.3%	33.1%	30.7%	32.7%	34.0%	36.0%	其他流动资产	13	5	7	12	15	18	
<b>毛利</b>	<b>142</b>	<b>165</b>	<b>199</b>	<b>243</b>	<b>286</b>	<b>333</b>	流动资产	194	189	312	341	397	469	
%销售收入	67.7%	66.9%	69.3%	67.3%	66.0%	64.0%	%总资产	48.3%	39.4%	51.8%	54.8%	57.9%	61.4%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	长期投资	24	21	17	17	17	17	
%销售收入	1.9%	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	固定资产	105	109	110	116	121	125	
<b>销售费用</b>	<b>-53</b>	<b>-59</b>	<b>-65</b>	<b>-87</b>	<b>-104</b>	<b>-122</b>	%总资产	26.2%	22.8%	18.3%	18.7%	17.7%	16.4%	
%销售收入	25.2%	23.7%	22.7%	24.0%	24.0%	23.5%	无形资产	69	141	136	139	142	145	
<b>管理费用</b>	<b>-30</b>	<b>-35</b>	<b>-56</b>	<b>-51</b>	<b>-56</b>	<b>-62</b>	非流动资产	208	291	290	281	288	295	
%销售收入	14.1%	14.2%	19.4%	14.0%	13.0%	12.0%	%总资产	51.7%	60.6%	48.2%	45.2%	42.1%	38.6%	
<b>研发费用</b>	<b>-32</b>	<b>-33</b>	<b>-45</b>	<b>-60</b>	<b>-72</b>	<b>-83</b>	<b>资产总计</b>	<b>402</b>	<b>480</b>	<b>602</b>	<b>622</b>	<b>685</b>	<b>763</b>	
%销售收入	15.0%	13.5%	15.6%	16.5%	16.5%	16.0%	短期借款	31	28	3	0	0	0	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>24</b>	<b>34</b>	<b>29</b>	<b>40</b>	<b>47</b>	<b>56</b>	应付款项	15	19	22	26	32	40	
%销售收入	11.5%	13.9%	10.0%	11.1%	10.8%	10.8%	其他流动负债	34	43	59	55	64	76	
<b>财务费用</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	流动负债	80	90	84	81	96	116	
%销售收入	0.6%	0.6%	0.4%	-1.2%	-1.1%	-1.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	其他长期负债	13	25	24	7	6	5	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	<b>93</b>	<b>116</b>	<b>108</b>	<b>87</b>	<b>102</b>	<b>122</b>	
<b>投资收益</b>	<b>-3</b>	<b>13</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>-1</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>310</b>	<b>355</b>	<b>488</b>	<b>531</b>	<b>581</b>	<b>642</b>	
%税前利润	n.a	24.4%	n.a	n.a	n.a	n.a	其中：股本	71	71	81	81	81	81	
<b>营业利润</b>	<b>34</b>	<b>55</b>	<b>42</b>	<b>58</b>	<b>70</b>	<b>85</b>	未分配利润	116	152	180	222	272	333	
营业利润率	16.2%	22.3%	14.7%	16.2%	16.2%	16.4%	少数股东权益	-2	10	6	4	2	0	
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>402</b>	<b>480</b>	<b>602</b>	<b>622</b>	<b>685</b>	<b>763</b>	
<b>税前利润</b>	<b>34</b>	<b>55</b>	<b>42</b>	<b>58</b>	<b>70</b>	<b>85</b>	<b>比率分析</b>		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	16.1%	22.1%	14.5%	16.2%	16.2%	16.4%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-5</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	每股收益	0.445	0.747	0.546	0.669	0.800	0.967	
所得税率	14.4%	6.4%	5.5%	10.0%	10.0%	10.0%	每股净资产	4.345	4.963	5.997	6.516	7.136	7.883	
<b>净利润</b>	<b>29</b>	<b>51</b>	<b>39</b>	<b>52</b>	<b>63</b>	<b>77</b>	每股经营现金净流	0.563	0.590	0.860	0.886	0.933	1.026	
<b>少数股东损益</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-5</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	每股股利	0.000	0.000	0.200	0.150	0.180	0.220	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>32</b>	<b>53</b>	<b>44</b>	<b>54</b>	<b>65</b>	<b>79</b>	<b>回报率</b>							
净利率	15.1%	21.6%	15.5%	15.1%	15.0%	15.1%	净资产收益率	10.23%	15.06%	9.10%	10.27%	11.21%	12.27%	
							总资产收益率	7.91%	11.12%	7.38%	8.76%	9.51%	10.31%	
							投入资本收益率	6.10%	8.07%	5.40%	6.72%	7.21%	7.87%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	6.39%	17.59%	16.34%	25.56%	20.11%	20.04%	
							EBIT 增长率	13.08%	42.03%	-16.25%	38.64%	17.02%	20.21%	
							净利润增长率	14.48%	68.06%	-16.76%	22.61%	19.58%	20.86%	
							总资产增长率	7.04%	19.50%	25.45%	3.26%	10.19%	11.41%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	14.0	15.4	16.7	14.0	14.0	14.0	
							存货周转天数	243.5	229.4	266.4	235.0	235.0	235.0	
							应付账款周转天数	74.7	66.3	76.2	70.0	70.0	70.0	
							固定资产周转天数	172.5	161.7	139.9	107.6	85.3	66.7	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-32.54%	-21.21%	-42.72%	-43.55%	-45.19%	-47.04%	
							EBIT 利息保障倍数	18.1	23.5	22.4	-9.5	-9.7	-10.0	
							资产负债率	23.27%	24.16%	17.95%	14.06%	14.93%	15.94%	

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究