

聚光科技（300203）：中国高端科研仪器领军者，质谱迎来爆发期

——公司深度报告

2021 年 11 月 08 日

强烈推荐/首次

聚光科技 公司报告

国产高端科研仪器龙头、技术进入收获期。聚光科技是国内高端分析仪器的领军企业，专注于高端分析仪器产品技术为核心的研发、生产、销售，并具备多领域的方案解决能力。公司于 2015 年将自身质谱业务单独分拆孵化，成立谱育科技子公司专注质谱研发，进一步加速了重要科研仪器研发与产业化的进程。目前公司在质谱、色谱、光谱、化学、生物及前处理技术等方面开发出 70 余项技术平台，从技术储备期进入收获期。

质谱进口替代空间巨大，国产替代趋势明确。长期以来，我国质谱仪 90% 的市场主要被赛默飞等国际行业巨头占据，是常年严重被卡脖子的领域。中国每年质谱仪需求高达 1.4 万台，高端质谱年需求约 5000 台，且基本都是进口，总体进口金额超过 100 亿元，进口替代空间巨大。此外，我国政府高度重视高端科研仪器自研，已发布多项重大政策支持，对质谱仪国产采购提出了具体比例要求，国家层面进口替代决心坚定。质谱仪进口替代起步，即将进入爆发期。

以质谱为支点，提供科研仪器和耗材解决方案。公司以独家高端质谱仪供应商角色打开大量客户市场。以此为基点，开发了全套的科研仪器和耗材解决方案，如色谱、光谱、耗材等，成为一站式科研仪器提供商。公司经过多年研发，产品品类覆盖市场绝大部分需求，并且已经上市多款高端质谱产品，其中以三重四极杆为代表的多款产品均为国内唯一，产品达到国际同类先进水平。公司掌握核心质谱技术，不断拓展应用领域，从早期的环保、工业、食品领域，逐步切入临床、半导体等新应用领域，未来将逐步渗透到更多的应用领域，成长空间广阔，保守估计“三谱”5 年市场空间将超过 400 亿元。此外，公司结合客户需求提供深度定制化服务，深刻解决客户需求，与国外企业形成差异化竞争，进一步提升竞争能力。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 1.01、2.91 和 4.67 亿元，对应 EPS 分别为 0.22、0.64 和 1.03 元。当前股价对应 2021-2023 年 PE 值分别为 93、32 和 20 倍。看好中国高端科研仪器国产化以及公司质谱迎来爆发期，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：产品研发不及预期；临床、半导体领域渗透不及预期；PPP 项目回款不及预期；商誉减值

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,895.52	4,101.21	4,011.09	4,811.70	5,667.34
增长率（%）	1.85%	5.28%	-2.20%	19.96%	17.78%
归母净利润（百万元）	39.81	489.24	100.78	291.33	466.94
增长率（%）	-93.38%	1128.82%	-79.40%	189.08%	49.28%
净资产收益率（%）	1.20%	12.99%	2.49%	6.86%	10.21%
每股收益（元）	0.09	1.10	0.22	0.64	1.03

公司简介：

聚光科技（杭州）股份有限公司成立于 2001 年 1 月，并于 2011 年 4 月 15 日上市。经过 20 余年的发展，公司已经成为国内高端分析仪器领军企业，主营业务为高端分析仪器产品技术为核心的研发、生产、销售，并具备多领域的方案解决能力，可以为环保、实验室、工业、食品、医药、生命科学、新能源、半导体等领域提供分析仪器、信息化软件、运维服务、检测服务、咨询服务及定制化的创新产品组合和解决方案。

资料来源：Wind、东兴证券研究所

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

发债及交叉持股介绍：

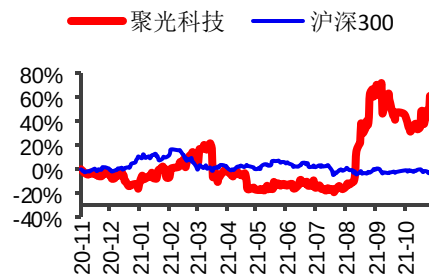
无

交易数据

52 周股价区间（元）	10.59-23.83
总市值（亿元）	93.89
流通市值（亿元）	93.79
总股本/流通 A 股（万股）	45202/45251
流通 B 股/H 股（万股）	
52 周日均换手率	2.05

资料来源：Wind、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：Wind、东兴证券研究所

分析师：胡博新

010-66554032

hubx@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050003

PE	230.56	18.86	93.17	32.23	20.11
PB	2.82	2.49	2.32	2.21	2.05

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

估值逻辑.....	4
1. 聚光科技：国产高端科研仪器龙头，技术迎来收获期.....	5
1.1 高端科研仪器龙头，质谱迎来收获期.....	5
2. 高端科研仪器市场空间巨大，国产企业亟需破局.....	7
2.1 国产高端科研仪器亟需破局，政策鼓励国产替代.....	8
2.2 质谱分析：高端定量、定性分析方法.....	12
3. 聚光科技：重研发，坚定攻克核心技术.....	14
3.1 谱育科技：集中精锐，专注核心质谱技术研发.....	16
3.2 掌握核心质谱技术，不断探索新兴应用领域.....	18
4. 盈利预测.....	22
5. 风险提示.....	22

插图目录

图 1:聚光科技发展历史沿革.....	5
图 2:公司以环境监测仪器为本，切入工业、食品、医疗耗材、半导体、生命科学等诸多领域.....	5
图 3:公司营业收入及增速（2016-2021H1）.....	6
图 4:仪器仪表占比公司 60%以上收入（2020）.....	6
图 5:公司归母净利润情况（2016-2020）.....	6
图 6:公司毛利率与净利润率情况（2016-2020）.....	6
图 7:全球分析仪器 2020 年预计市场规模超 4000 亿元.....	7
图 8:学术、制药、临床占据了全球分析仪器需求的前三.....	7
图 9:生命科学仪器占据最大市场份额（2020）.....	7
图 10:质谱是科研仪器中增速最快的板块（2015-2020）.....	7
图 11:北美占据了全球仪器需求的 1/3（2020）.....	8
图 12:中国科学仪器需求增长最快（2015-2020）.....	8
图 13:我国对于进口质谱的依赖度逐步减少.....	10
图 14:美国是我国质谱仪进口最多的国家.....	10
图 15:国家针对国产质谱采购提出了明确比例建议.....	12
图 16:质谱仪结构示意图.....	13
图 17:研发投入行业最多.....	14
图 18:研发投入比例稳定.....	14
图 19:研发人数稳步增长.....	14
图 20:公司 2020 年研发/营收占比达到 19.6%.....	14
图 21:谱育科技历史沿革.....	16
图 22:公司核心产品覆盖市场绝大多数需求.....	16
图 23:新品流式细胞分析仪助力深入布局生命科学赛道（左 EXPEC7910；右 EXPEC8100）.....	19
图 24:全自动实验室质谱分析仪提高检测效率，降低误差.....	21

表格目录

表 1:2021 年全球仪器公司市值 top20 中没有中国企业(亿美元).....	8
表 2:美国设置管制清单对中国科学仪器近进行严格管制.....	9
表 3:国家持续发布多项政策支持国产仪器发展.....	11
表 4:5 种常见质谱仪器具有不同特点.....	13
表 5:公司参与多项国家级项目并成功产出.....	15
表 6:谱育科技质谱覆盖市场主流应用领域.....	17
表 7:质谱在临床中的应用.....	18
表 8:公司产品在半导体领域的应用.....	20
表 9:公司多项定制化产品深刻解决客户需求.....	21
表 10:盈利拆分.....	22

估值逻辑

谱育科技：谱育科技于 2015 年成立，是公司孵化的专注质谱研发的子公司。公司产品于 2017 年陆续获批后进入爆发期，每年实现翻倍增长。2019 年实现 2.48 亿收入、2020 年实现 5.89 亿收入，2021 年有望达到 10 亿元的收入，增长趋势非常强劲。公司掌握核心质谱技术，并不断切入生命科学、半导体等新兴应用领域。我们预计谱育科技 2022 年有望实现收入 16 亿、利润 3 亿。此处我们给予 60 倍 PE，则公司对应市值为 180 亿。远期来看，我们预计公司后续仍将保持 35% 以上的复合增长速度，则预计 2025 年收入将达到 42 亿元、实现利润 8.5 亿元，此处给予 35 倍 PE，对应市值约为 300 亿元。

安谱实验：安谱实验是公司持股的专注实验室耗材领域的公司。安谱主要业务为实验室耗材销售，包括样品前处理、质谱、色谱耗材、试剂等实验室耗材产品，是中国实验室消耗品行业的头部企业。我们预计安谱 2022 年有望实现净利润 1 亿元，对标现有科研试剂公司阿拉丁给予 40 倍 PE，则对应市值为 40 亿元。

公司其他业务涉及领域多元，历史 2018-2020 年的收入分别为 38.3、39、41 亿元，如果剔除谱育和安谱，则母公司整体收入为 32.3、31.5、29.9 亿元，呈现稳定局面。公司研发投入较多，也有一些非经常损益项目影响，利润波动情况较大。如果我们观察企业经营现金流水平，2018-2020 年分别为 4.8 亿/5.1 亿/6.4 亿，呈现很良性的现金流情况，给予该部分 0.8 倍 PB，则该部分价值为 30 亿元。

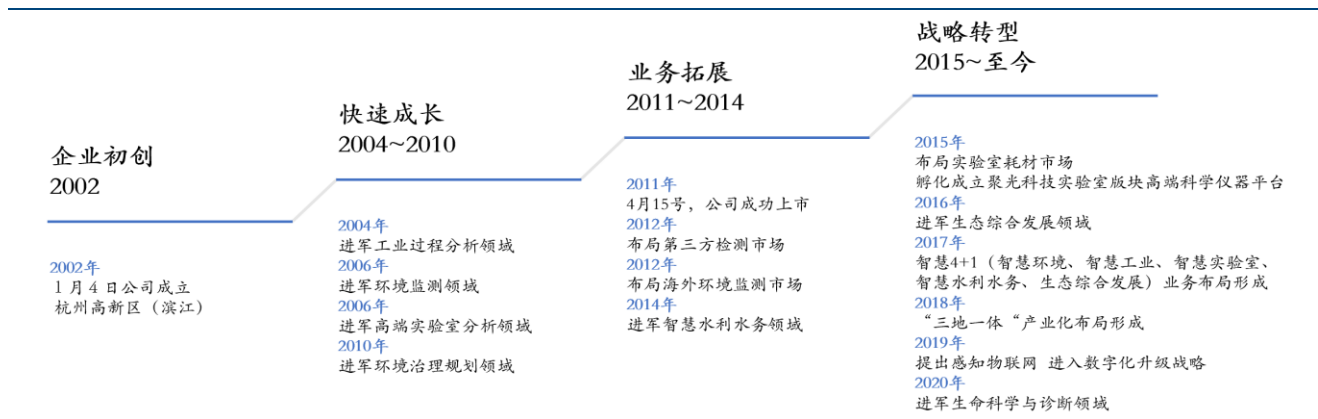
综上，公司分别持股谱育科技、安谱实验 74.85%、30.19%，我们给予聚光科技 2022 年估值： $135+12+30=177$ 亿元。

1. 聚光科技：国产高端科研仪器龙头，技术迎来收获期

1.1 高端科研仪器龙头，质谱迎来收获期

聚光科技（杭州）股份有限公司成立于2001年1月，并于2011年4月15日上市。经过20余年的发展，公司已经成为国内高端分析仪器领军企业，主营业务为高端分析仪器产品技术为核心的研发、生产、销售，并具备多领域的方案解决能力，可以为环保、实验室、工业、食品、医药、生命科学、新能源、半导体等领域提供分析仪器、信息化软件、运维服务、检测服务、咨询服务及定制化的创新产品组合和解决方案。

图 1:聚光科技发展历史沿革



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

公司掌握“三谱”核心技术，应用领域不断拓展。公司早期主要以化学法、紫外、红外等为技术平台，为环境检测和工业过程分析提供检测设备及相关服务，是国内最大的环保和工业分析仪器及解决方案的供应商。公司于2015年将自身质谱业务单独分拆孵化，成立谱育科技子公司专注质谱研发，进一步加速了质谱仪器的研发和产业化。目前在质谱、色谱、光谱、化学、生物及前处理技术等方面开发出70余项技术平台，从技术储备期进入收获期。公司掌握底层核心技术，除了将更先进的技术应用于环保、工业等传统优势领域，亦不断拓展应用场景，针对半导体、生命科学、临床诊断等领域开发了多种质谱产品。

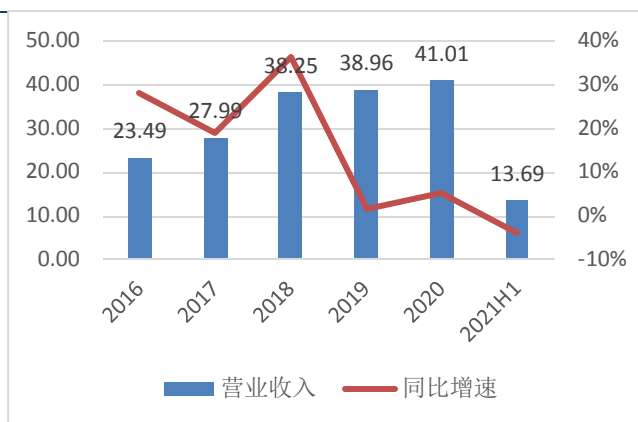
图 2:公司以环境监测仪器为本，切入工业、食品、医疗耗材、半导体、生命科学等诸多领域



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

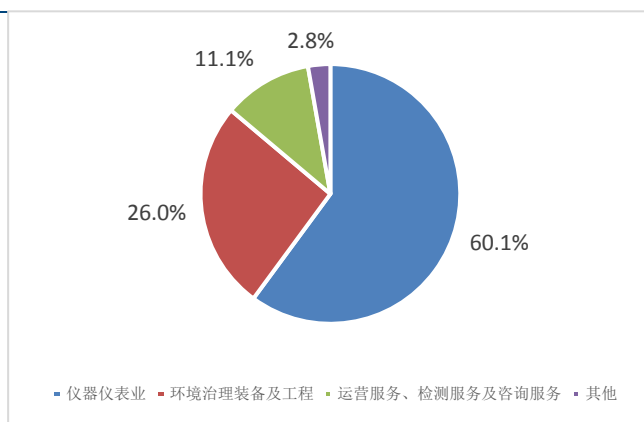
公司业务稳步增长，仪器仪表业务占比最高。公司 2016-2020 年营业收入稳步增长，从 23.49 亿元增长至 41.01 亿元，复合增速达 11.79%。2021H1 公司实现营业收入 13.69 亿元，同比降低 3.86%，系安谱实验子公司出表所致。剔除出表因素影响，公司 2021H1 同比增长 14.18%。从业务构成上看，仪器、相关软件及耗材的销售收入占比最高，2020 年占比达 60.1%，是公司收入的主要来源。

图 3:公司营业收入及增速（2016-2021H1）



资料来源：Wind、东兴证券研究所

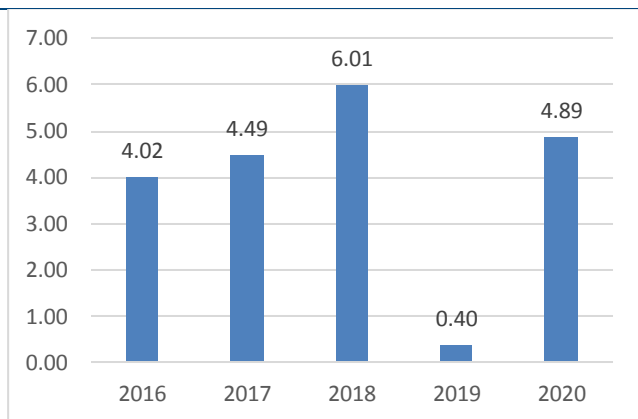
图 4:仪器仪表占比公司 60%以上收入（2020）



资料来源：Wind、东兴证券研究所

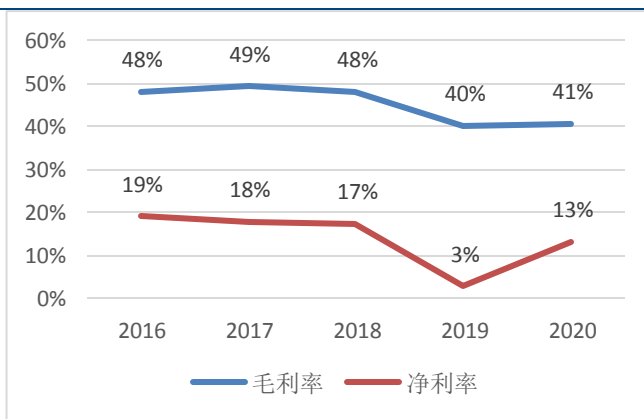
公司盈利波动系研发、销售投入加大叠加减值所致。公司 2016-2020 年归母净利润分别实现 4.02、4.49、6.01、0.40、4.89 亿元；净利润率从 2016 年的 19%降至 2020 年 13%，主要原因系公司加大研发和销售投入并且受到 PPP 项目、商誉减值的影响；叠加效应导致公司净利润减少。公司研发、销售投入较多，也有一些非经常损益项目影响，利润波动情况较大。如果我们观察企业经营现金流水平，2018-2020 年分别为 4.8 亿、5.1 亿、6.4 亿，呈现很良性的现金流情况。公司于 2021 三季报对外公布，将组织专门团队拟处置剥离 PPP 项目，此项举措将有助于公司资源的集中以及资产负债结构的改善。

图 5:公司归母净利润情况（2016-2020）



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 6:公司毛利率与净利润率情况（2016-2020）

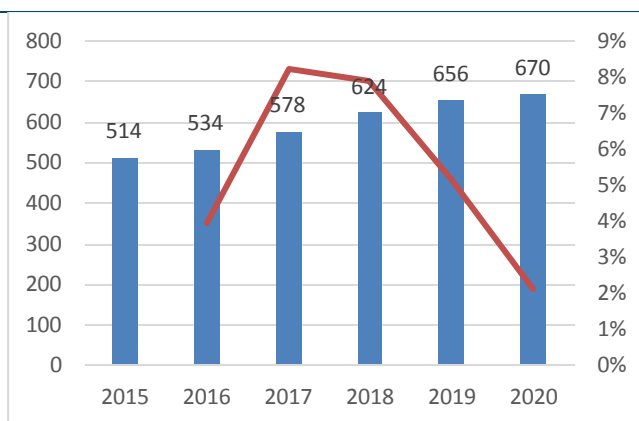


资料来源：Wind、东兴证券研究所

2. 高端科研仪器市场空间巨大，国产企业亟需破局

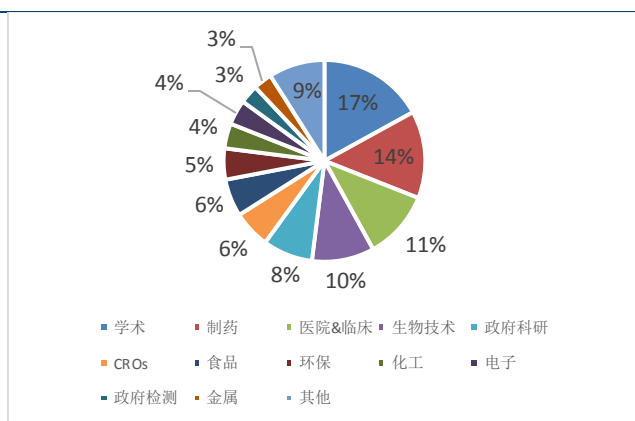
科研仪器设备是科学研究和技术创新的基础条件，其应用水平是衡量一个国家科技发展水平和潜力的重要标志。科学仪器是指科学技术上用于检查、测量、控制、分析、计算和显示被测对象的物理量、化学量、工程量和生物量等性质的器具或装置，是科学发展的基础与前提，其创新及制造和应用水平反映了一个国家的科学技术和工业发展的实力。根据 SDI 发布的《2015-2020 全球分析仪器市场》数据，2020 年全球分析仪器市场约 637.5 亿美元（折合人民币超 4000 亿），2015-2020CAGR 约为 4.4%。仪器应用最多的领域是学术研究，其次是制药工业、临床，三者占据超过 40% 的市场需求。

图 7:全球分析仪器 2020 年预计市场规模超 4000 亿元



资料来源：SDI、东兴证券研究所

图 8:学术、制药、临床占据了全球分析仪器需求的前三



资料来源：SDI、东兴证券研究所

按仪器类型划分，生命科学仪器份额最大，质谱增速最快。根据中国产业研究院数据从全球实验室分析仪器细分领域看，生命科学、表面科学两个领域占比最多，分别占总市场规模的 26%和 13%，色谱、质谱、光谱仪和实验室设备占总市场规模的 37%。市场发展速度来看，分析仪器中质谱仪器增速最高（CAGR2015-2020，7.1%），其次是表面科学仪器（5.6%）、生命科学仪器（4.9%）。

图 9:生命科学仪器占据最大市场份额（2020）

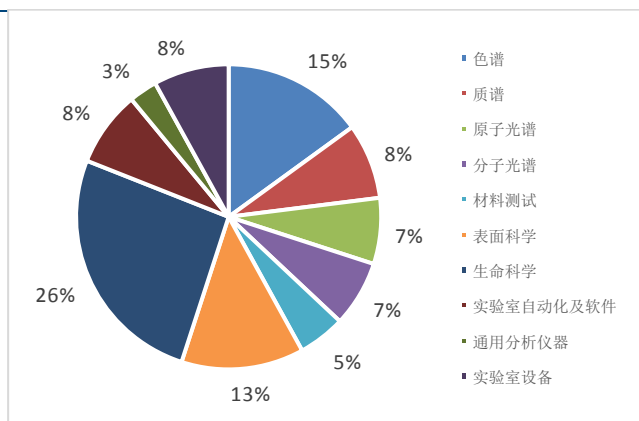
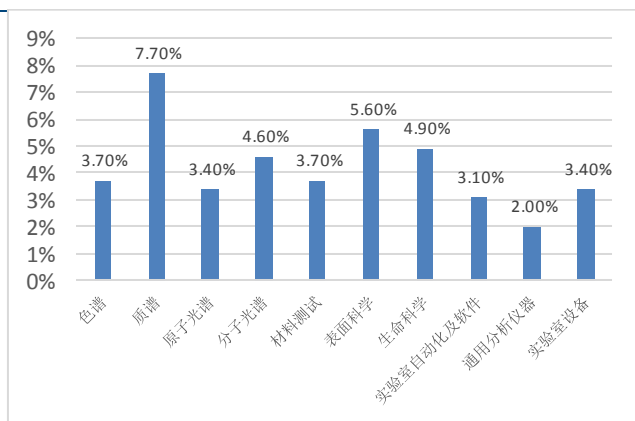


图 10:质谱是科研仪器中增速最快的板块（2015-2020）

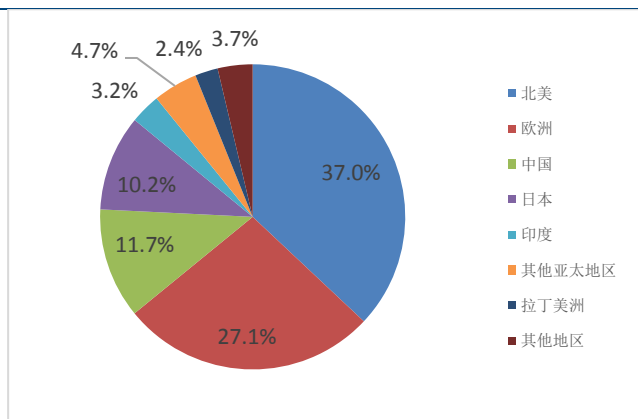


资料来源：SDI、东兴证券研究所

资料来源：SDI、东兴证券研究所

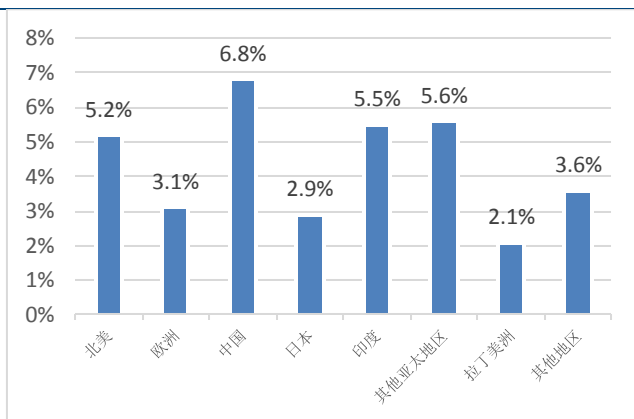
从地区来看，欧美占据主要市场份额，而中国增速最快。从全球区域来看，目前实验室分析仪器的销售主要集中于欧美地区，其中北美地区占据了全球分析仪器市场的主导地位，其次是欧洲，两者需求占全球仪器市场的三分之二。随着中国、印度等亚洲国家经济的不断发展，亚洲各国对实验室分析仪器的需求不断提高，而我国已经成为亚洲地区增长最快的分析仪器应用市场。

图 11:北美占据了全球仪器需求的 1/3（2020）



资料来源：SDI、东兴证券研究所

图 12:中国科学仪器需求增长最快（2015-2020）



资料来源：SDI、东兴证券研究所

质谱、光谱、色谱 5 年中国市场规模超 400 亿元。根据前瞻产业研究所预计，2020 年中国质谱市场为 120 亿左右，进口超过 10000 台套。如保守以国际市场年均复合增长率 7.70% 为基础进行测算，我国 2026 年质谱仪市场规模将会达到约 190 亿元。根据中国分析检测协会数据，2018 年中国光谱仪市场规模 60 亿元，按 4% 的国际市场增速预测，则 2026 年中国光谱市场空间约为 82 亿元；而根据 SDI 数据，我国 2018 年色谱的市场规模为 94 亿元，按 3.7% 的国际市场增速计算，2026 年将达到 126 亿元的市场规模，则“三谱”5 年市场空间约为 400 亿元。

2.1 国产高端科研仪器亟需破局，政策鼓励国产替代

我国高端科研仪器几乎被国际巨头垄断，面临卡脖子困境。目前，我国科研仪器厂家的主要生产方向仍是中低端仪器，质谱、色谱、光谱、电镜、核磁共振仪等在内的高端仪器几乎都被国际巨头垄断。根据仪器信息网统计的“2021 年全球仪器公司市值 TOP20 排行榜”，美国有 11 家科研仪器厂商上榜，日本上榜 4 家，德国和瑞士各上榜 2 家，英国上榜 1 家，未出现中国企业的身影。

表 1:2021 年全球仪器公司市值 top20 中没有中国企业(亿美元)

排名	企业名称	市值	2019 年收入	2020 年收入	收入同比增长	国家
1	赛默飞世尔	1818	255.4	322.2	26%	美国
2	丹纳赫	1811	179.1	222.8	24%	美国
3	Illumina	584	35.4	32.4	-8.50%	美国
4	安捷伦	406.28	51.6	53.4	3%	美国

5	赛多利斯	322.2	20.6	28.5	38%	德国
6	阿美特克	308.72	52	45.4	-12.70%	美国
7	梅特勒-托利多	297.9	30.1	30.8	2%	瑞士
8	赛莱默	208.6	52.5	48.8	-7.00%	美国
9	沃特世	195.71	24.1	23.7	-1.70%	美国
10	Bio-Rad	176.6	23.1	25.5	10%	美国
11	珀金埃尔默	162.1	28.8	37.8	31%	美国
12	卡尔蔡司	159.3	78.3	76.7	-2%	德国
13	QIAGEN	109.9	15.3	18.7	22%	美国
14	布鲁克	105.7	20.7	20	-3%	美国
15	日立高新	102.3	63.2	NA	NA	日本
16	岛津	101.1	35.9	36	0.30%	日本
17	帝肯	57.6	7.1	8.1	14%	瑞士
18	思百吉	51.62	19.8	16.3	-18%	英国
19	HORIBA	27.2	18.6	17.1	-8%	日本
20	日本电子	23.1	10.7	10.1	-6%	日本

资料来源：仪器信息网、东兴证券研究所

注：排名依据各公司2021年5月27日的市值总额(每股股票的市场价格×发行总股数)，其中非美国上市公司的数据均按汇率转换为美元。

中国科学仪器领域相关技术受美国管制的形势非常严峻，国产亟需破局。在中美贸易冲突的背景下，美国为首的发达国家以立法形式限制关键核心技术向我国出口。美国出台的《商业管制清单》等文件包含了大量对技术、设备和产品的出口限制，涉及重要的科学仪器及其相关的零部件，影响深远。根据美国“两用”物品的商业管制清单（CCL）数据，有42.08%的清单条款涉及对科学仪器的管制，包括分析仪器、工艺实验设备、电子测量仪器等十二类科学仪器是受管制范围较广的领域。

其中，分析仪器是最多的一类；主要的种类包括生化分离分析仪器、质谱仪、光谱仪、色谱仪、显微镜、图像分析仪、X射线仪、热分析仪、电化学仪、样品前处理和制备仪以及其他设备。我国仪器产业的自给率只有8%，远低于芯片与石油，是目前我国对外依存度最高，也是贸易逆差最大的行业之一。

表 2:美国设置管制清单对中国科学仪器近进行严格管制

序号	类别	典型被管制仪器
#I 类	分析仪器	(I-a) 微生物检测仪、病毒检测设备、毒素检测仪、有毒气体检测设备；生物材料处理设备、灭菌器、生物防护室、发酵罐、培养设备、核酸组装设备
		(I-b) 化学分析设备、图像分析仪、光电检测设备、X射线仪、图像传感器、质谱仪、反应容器、激光诊断仪、光学反射镜、雷管检测设备
#II 类	物理性能测试仪器	声振动试验设备、惯性测量设备、光学传感器、激光声学检测设备、加速计、无损检测仪器、颗粒度测量仪、压力传感器、汽轮机监测仪
#III 类	计量仪器	尺寸计量系统、延时发生器、磁强计、磁力梯度计、线性位移测量仪、声学计量仪、重力计

#IV 类	电子测量仪器	尺寸计量系统、延时发生器、磁强计、磁力梯度计、线性位移测量仪、声学计量仪、重力计
#V 类	海洋仪器	海洋声学系统、海底测绘设备、水下声纳、水下无人机及其检测设备
#VI 类	地球探测仪器	油气勘探设备、地震仪器、声纳测井仪
#VII 类	大气探测仪器	有少量遥测相关的设备，但无入选 top200 的设备种类
#VIII 类	空间与天文仪器	空间检测设备、陀螺仪、雷达、导航系统、航天器、卫星通讯设备、火箭引擎检测设备、导航监测设备等
#IX 类	医学诊断仪器	清单中未见专门用于该领域的仪器
#X 类	核仪器	中子探测器、离子束分析仪、辐射检测设备、核材料检测设备、抗辐射探测器
#XI 类	工艺实验设备	包括数控机床、手动机床、轴承、等静压机、旋压成型机和流动成型机等为代表的加工工艺设备；包括光刻机、掩模工艺、封装工艺设备、晶圆检测设备、晶体拉拔器等电子制造工艺设备；包括化学气相沉积炉、磁溅射设备、离子注入设备、等离子体制造工艺设备等；还包括低温蒸馏器、模具、阀门、坩锅、熔炉等设备；包括缠绕机、碳化硅纤维等设备
#XII 类	激光器	激光器是比较明确的一类，激光器、可调谐脉冲激光器、激光放大器、激光振荡器、准分子激光器、翠绿宝石激光器等

资料来源：《美国出口管制科学仪器技术分类研究》、东兴证券研究所

我国质谱仪进口占据 90%，贸易差收窄，但仍有巨大差距。以质谱仪为例，目前全球质谱仪市场主要被几家国际行业巨头占据，市场的主要参与者为赛默飞、丹纳赫、布鲁克、安捷伦、沃特世、珀金埃尔默、岛津等公司，大约占据了全球 90% 的市场份额。从需求来看，我国高端分析仪器市场极度依赖进口，近几年虽然逆差有所改善，但仍处于高位。根据中国海关总署统计数据，2014-2020 年我国进口质谱仪由 44.7 亿元提升至 105.2 亿元，进口依赖度由 2014 年的 94.7% 降至 2020 年的 74%，呈现改善趋势。2020 年，我国质谱仪进口数量为 13889 台，其中从美国进口的数量为 4535 台，占我国质谱仪进口数量的 32.7%，是我国质谱仪进口数量最多的国家。虽然我国整体质谱进口依赖程度呈现降低趋势，但对于高端质谱设备仍然不具备替代实力。根据 2020 年 1-11 月海关统计的数据来看，2020 年 1-11 月我国进口质谱联用仪为 4641 台，而出口仅为 20 台。高端分析仪器进口替代是关键所在。

图 13:我国对于进口质谱的依赖度逐步减少

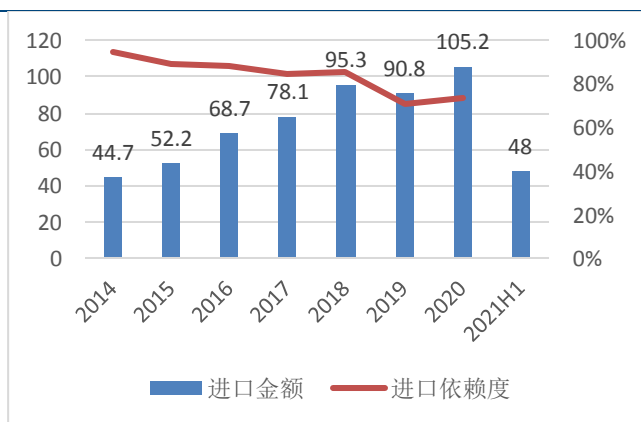
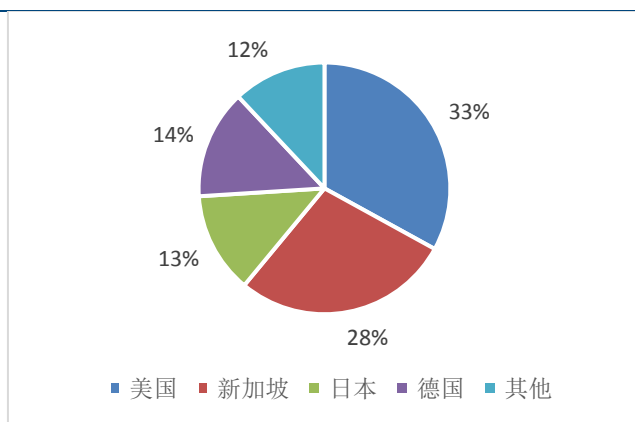


图 14:美国是我国质谱仪进口最多的国家



资料来源：中国海关总署、东兴证券研究所

资料来源：中国海关总署、东兴证券研究所

国家持续战略布局，重点专项打造科学仪器“歼 20”。科学仪器是我国长期受限于人的领域，是我国五年发展计划中的重要板块。国家早年便通过科技部、发改委、工信部发布《国家重点研发计划重大科学仪器设备开发专项》、《国家关键核心技术攻关专项（高端仪器设备方向）》、《产业技术再造和制造业高质量发展专项（产业链协同创新项目）》等多个专项支持自研科学仪器研发。今年，国家连续发布多项政策，包括但不限于《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》、《“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》、《医疗装备产业发展规划（2021-2025 年）》等重大专项，在政策与资金上给予重要支持，国家层面仪器国产化决心坚定。

表 3:国家持续发布多项政策支持国产仪器发展

时间	法规、政策	发布单位	相关主要内容
2007	《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南》	发改委、科技部商 务部、知识产权局	推动质谱高技术产业化优先发展。
2010	《国家火炬计划优先发展技术领域（2010 年）》	科技部	重点支持在精度、量程、环境适应性或功能上有突破性发展的新型仪器仪表，以及采用新原理、新结构、新材料的新型仪器仪表。
2011	《国家重大科学仪器设备开发专项》	科技部、财政部	专项支持质谱仪等仪器设备研发,经费原则上不低于 2000 万。
2013	《产业关键共性技术发展指南》（2013 年）	工信部	将“质谱分析检测技术”明确列为具有应用基础性、关联性、系统性、开放性等特点的产业关键共性技术，优先发展。
2016	《国家创新驱动发展战略纲要》	国务院	适应大科学时代创新活动的特点，针对国家重大战略需求，建设一批具有国际水平，突出学科交叉和协同创新的国家实验室，研发高端科研仪器设备，提高科研装备自给水平。
2016	《“十三五”国家科技创新规划》	国务院	将医用生物质谱仪列为未来重点支持的十六个领域之一。
2017	科技部	《“十三五”医疗器械科技创新专项规划》	将质谱技术作为科技创新重点，将药品、食品、生化检验用高端质谱仪
2017	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》	国家发改委	将智能化实验分析仪器、在线分析仪器列为智能制造装备产业，大力发展医用质谱分析仪。
2019	《产业结构调整指导目录	国家发改委	将“药品、食品、生化检验用高端质谱仪、色谱仪、光谱仪、X 射线仪、核磁共振波谱仪、自动生化检测系统及自动取样系统和样品处理系统”列为鼓励类行业。

2021	工业和信息化部	《医疗装备产业发展规划 (2021-2025 年)	攻关突破质谱分析设备等仪器设备。
2021	科技部	《"基础科研条件与重大科学仪器设备研发"重点专项 2021 年度项目申报指南》	拟安排国拨经费概算 5.39 亿元，以关键核心部件国产化为突破口，重点支持辉光放电质谱仪、第三代基因测序仪、超高分辨活细胞成像显微镜等仪器的研发。
2021	“十四五”规划	全国人大	明确提出要“加强高端科研仪器设备研发制造”。

资料来源：国家各部门网站、东兴证券研究所

国内质谱起步较晚，政策支持国产替代。国家财政部及各级财政厅发布《政府采购进口产品审核指导标准（2021 年版）》指导意见对国产质谱产品采购比例提出明确的要求，以推动采购国产科研仪器，保持产业链、供应链安全稳定，范围上基本覆盖了所有的质谱类型，给予质谱国产化重要支持。

图 15:国家针对国产质谱采购提出了明确比例建议

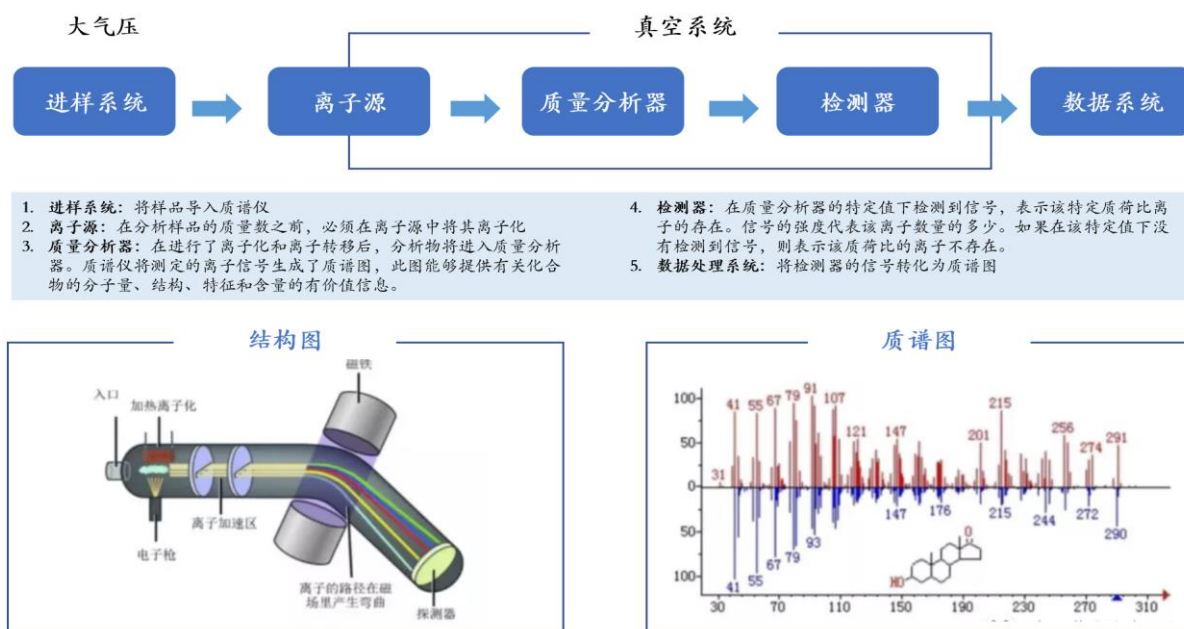
产品名称	功能或应用场景	全部采购本国产品	国产比例75%	国产比例50%	国产比例25%
基质辅助解析时间飞行质谱仪	用于食品和化妆品中的微生物致病菌的快速鉴定、未知致病菌的鉴定以及样品中生物蛋白质研究	√			
吹扫捕集气相色谱-质谱联用仪	用于环境、油气等样品中挥发性有机物、分析多环芳烃、有机氯农药吹扫捕集气相色谱-质谱联用仪药、酚类、多氯联苯类、硝基苯类等物质测定、食品安全、农药残留分析、非法添加物和违禁添加药物的定性、定量及确证分析			√	
电感耦合等离子体质谱仪	用于各类样品中主量、微量及痕量元素的定性、半定量和定量分析		√		
电感耦合等离子体质谱仪(ICP-MS)	用于样品指定元素的含量定量定性检测分析	√			
气相色谱-质谱联用仪	用于环境、油气等样品中挥发性有机物、分析多环芳烃、有机氯农药吹扫捕集气相色谱-质谱联用仪药、酚类、多氯联苯类、硝基苯类等物质测定、食品安全、农药残留分析、非法添加物和违禁添加药物的定性、定量及确证分析			√	
高效液相色谱-质谱联用仪	用于突发公共卫生事件的应急处理、对病原微生物关键成分的检测和分析研究工作		√		
液相色谱-质谱联用仪	用于某些氨基酸代谢病、有机酸血症和脂肪酸氧化代谢病的检测		√		
全自动质谱分析系统	用于确定人体样本中的无机或有机化合物(如铅、汞和药物成分等)。临床主要用于对内源性物质(如氨基酸类、肉毒碱和糖类物质)、外源性药物进行定性定量分析。	√			
高效液相色谱-质谱联用仪	用于儿茶酚胺等痕量小分子物质、内源性激素检测及治疗药物监测				√

资料来源：财政部、东兴证券研究所

2.2 质谱分析：高端定量、定性分析方法

质谱是可以精准分析原子和分子质量的科学仪器。质谱分析法是通过对被测样品离子的质荷比的测定来分析物质的组成和结构的一种分析方法。分析时首先将样品离子化（带上电荷），然后利用不同离子在电磁场的运动行为的不同，把离子按质荷比（ m/z ）分开而得到质谱，通过样品的质谱和相关信息，可以得到样品的定性、定量结果，是唯一可以确定分子量、确定分子式的方法，对化合物的结构鉴定至关重要。质谱仪凭借高灵敏、高分辨、高通量等特性在各行各业有着广泛应用，如生命科学、半导体等领域。质谱仪一般由进样系统、离子源、质量分析器、检测器和记录系统组成；核心是离子质量分析器。

图 16:质谱仪结构示意图



资料来源：仪器信息网、东兴证券研究所

质谱根据质量分析器的不同可分为多种类型，并可与不同电离源相互配合提高检测效果。电离对于任何质谱分析都是必不可少的，分析物的极性决定了离子源的选择，为此，不同的方法适合不同的样品类型和应用。离子源大致可被分为气相法、解吸法和喷雾法，每种方法对应多种离子源类型。样品电离后，必须将离子分离，这一过程在质量分析器中发生。质谱仪根据核心部件质量分析器的不同，可以分为飞行时间质谱仪、四极杆质谱仪、离子阱质谱仪、离子回旋共振质谱仪、磁质谱仪等类型。有些类型的电离源和质量分析器可以很好地相相互配，因此实际应用上往往通过工程手段进行不同的排列和系统组合。常见的配对方式如MALDI-TOF、ICP-MS等，即离子源为基质辅助激光解析电离（MALDI）、电感耦合等离子体（ICP）；检测器为飞行时间（TOF）、四极杆质量分析仪（MS）的质谱仪。

表 4:5 种常见质谱仪器具有不同特点

质谱仪类型	工作原理	分辨率	定量能力	应用范围	结构与价格
磁质谱	不同质荷比 (m/z) 的离子在磁场中的不同偏转状况	$\sim 10,000-100,000$	定量较准确	质量分析范围小，多用于无机和小分子分析	结构较复杂，造价较高
四极杆质谱	不同质荷比 (m/z) 的离子在四极电场中的不同运动规律	$< 10,000$	定量较准确	质量分析范围较高，用于有机或生物分子分析	结构较简单，造价较便宜
四极离子阱质谱	不同质荷比 (m/z) 的离子在四极电场中的不同运动规律	$< 10,000$	定量较准确	质荷比范围数千，多用于有机和生物分子分析	结构最简单，造价便宜
飞行时间质谱	动能相同的不同质荷比 (m/z) 的离子在电	$\sim 500-10,000$	定量较准确	质荷比范围不受限制，多用于有机或生物分子分析	结构较复杂，造价较高

场中的不同运动情况

富利叶变换 离子回旋共 振质谱	动能相同的不同质荷 比 (m/z) 的离子在电 磁中的不同运动情况	1,000,000- 10,000,000	定量一般	质荷比范围很大，多用于 有机或大分子分析	结构复杂，液氮温度下工 作，成本高、造价昂贵
-----------------------	---	--------------------------	------	-------------------------	---------------------------

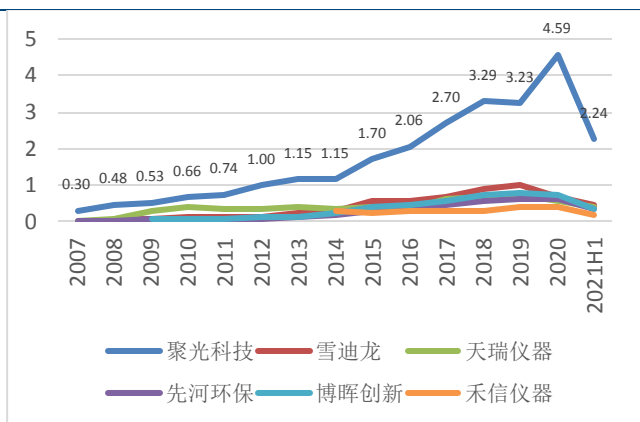
资料来源：仪器信息网、东兴证券研究所

质谱通常以联用的方式提升检测效果。质谱之外，色谱、光谱也是最常见的分析仪器，其与质谱一样均可在多种领域被应用。色谱、光谱、质谱都有各自的优缺点，为了能够最大限度的发挥每种分析仪器的最大优势，现代科学通过将两种或三种仪器进行联用来分析样品，联用技术能够克服仪器单独使用时的缺陷。常见的联用方式包括将色谱与质谱联用，如气相/液相色谱-四极杆质谱（LC/GC-MS、LC/GC-MS/MS）。

3. 聚光科技：重研发，坚定攻克核心技术

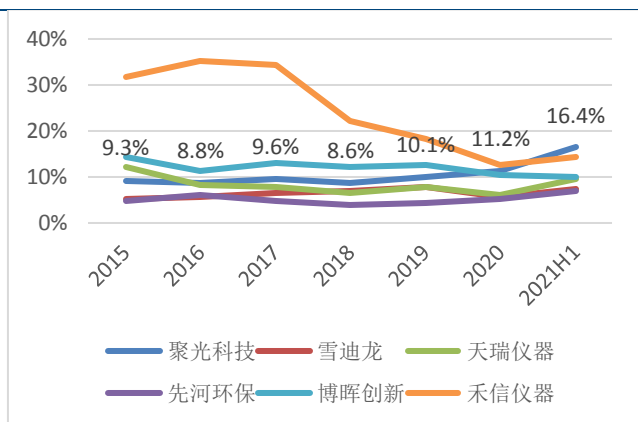
创始人科研出身，专注研发。公司创始人王健先生和姚纳新先生均为科研背景出身，王健先生先后在浙江大学、斯坦福大学取得工程博士学位，并于 2001 年回国创立聚光科技并担任首席科学家，二者浓厚的科研背景奠定了公司扎实研究的发展底蕴。公司自创立初便确立了以掌握核心技术为核心的发展战略，并一以贯之。截至 2021H1，公司累计研发投入超 25 亿元，远超同业其他企业；公司研发投入占比营收常年稳定在 10% 的水平，研发投入稳定。

图 17:研发投入行业最多



资料来源：Wind、东兴证券研究所

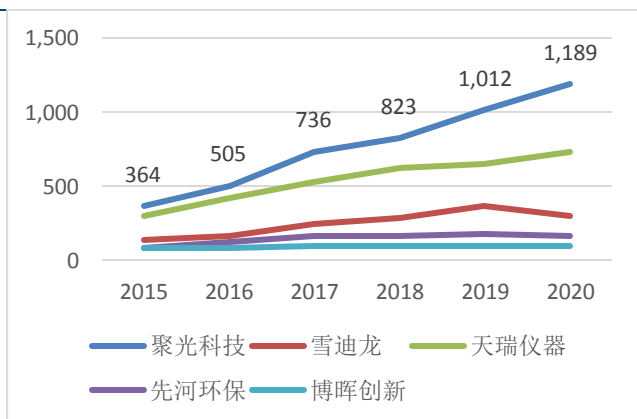
图 18:研发投入比例稳定



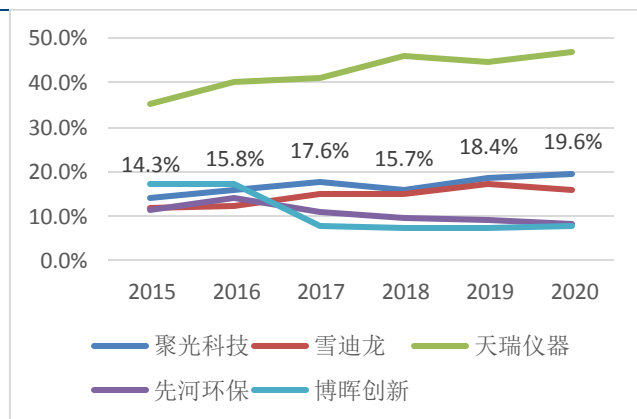
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 19:研发人数稳步增长

图 20:公司 2020 年研发/营收占比达到 19.6%



资料来源：Wind、东兴证券研究所



资料来源：Wind、东兴证券研究所

研发转化率高，自主产品硕果累累。聚光科技作为“国家重大科学仪器设备开发专项”的主力军多次获得科技部 863 计划、重大科学仪器设备开发专项等国家专项资助，累计承担 30 余项国家和地方的重大科学仪器专项，积累了包括质谱、色谱、光谱、化学、生物及前处理技术在内的七十余项技术平台，研制数十款填补国内空白的分析仪器。

表 5:公司参与多项国家级项目并成功产出

立项年份	来源	级别	类别	项目名称	产品成果
2011	科技部	国家	重大仪器专项	等离激元增强拉曼光谱仪器研发与应用-任务 10 用于环境现场监测的等离激元增强拉曼光谱系统的产业培育研究与示范	拉曼光谱分析仪
2011	科技部	国家	重大仪器专项	基于质谱技术的全组分流痕量重金属分析仪器开发和应用示范—任务 1: ICP-MS 仪器开发及产业化; 任务 11: 军事特种污染环境监测配套设备及技术研究	电感耦合等离子体质谱 (ICP-MS)
2011	科技部	国家	重大仪器专项	三重四极杆串联质谱系统的研制及其在痕量有机物分析中的应用——三重四极杆串联质谱分析平台研制与产业化	液相色谱-三重四极杆质谱联用仪
2011	科技部	国家	重大仪器专项	高性能光谱仪器关键元器件与部件的应用及工程化开发——任务 13: 基于凹面光栅与紫外 CCD 的工业过程监控及环境监测专用光谱仪的研制	直读光谱仪
2012	科技部	国家	重大仪器专项	大气及水体挥发性有机物连续在线监测设备开发及应用示范-任务 2: 基于快速色谱-质谱联用技术的挥发性有机物检测装置的研制	环境空气挥发性有机物在线质谱监测系统
2013	科技部	国家	重大仪器专项	国产高速小型复合分子泵在色谱-质谱联用仪器上的应用	气相色谱质谱联用仪 (台式、便携)
2014	科技部	国家	重大仪器专项	光栅型近红外分析仪及其共用模型开发和应	近红外分析仪 (台式、在线、便携)

2014	科技部	国家	863	电喷雾离子源-串联质谱测序管家技术及装置 研发	液相色谱-三重四极 杆质谱联用仪
2017	住建部	国家	十三五水专项	城镇供水系统关键材料设备评估验证及标准 化，子课题：移动式水质监测装备研发评估 验证及标准化	移动式水质监测车
2017	科技部	国家	国家重点研发 计划“重大科学 仪器设备开发” 专项	土壤高精度多参数现场快速检测系统研制与 应用示范，课题3：基于固体进样和质谱技术 的土壤重金属现场检测设备开发与产业化	固体进样电感耦合等 离子体质谱 (ICP-MS)

资料来源：公司官网、东兴证券研究所

3.1 谱育科技：集中精锐，专注核心质谱技术研发

子公司谱育科技专注高端质谱仪研发。谱育科技为公司早年独立成立的研发团队，专注于质谱技术和产品的研发。截止2021年8月，公司研究和开发人员750名以上，占公司总人数的50%以上，硕博学历占比70%以上。谱育科技研发团队经过多年高比例的持续研究与开发投入，完成了近二十项国家重大科技专项研发和国家及行业标准制定工作，积累了二十余项新型技术平台。

图 21:谱育科技历史沿革



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

深刻解决市场需求，提供“一站式”解决方案。在产品类上，公司已拥有较完整的质谱、色谱、光谱、理化等分析检测技术及气体、液体、固体等进样前处理技术；技术应用上，亦研制了实验室分析、现场化分析（便携、在线、移动）、自动化分析等一系列创新产品组合，并持续推出技术领先的系列产品，为用户提供全方位、专用化的“一站式”科学分析解决方案。

图 22:公司核心产品覆盖市场绝大多数需求



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

公司掌握核心质谱技术，多款高端质谱仪填补国内空白。公司掌握核心质谱技术，产品已经覆盖市面的绝大多数产品，并且不断加大研发，推陈出新，产品丰富度不断接近国外龙头企业，形成了有效进口替代能力。此外，技术上来看，公司研发了多款高端质谱仪器，填补国产高端质谱的空白。以三重四极杆技术为例，三重四极杆质谱仪是四极杆质谱仪中更先进的技术。谱育科技是全国唯一拥有自主三重四极杆的国产厂家，填补了三重四极杆串联质谱仪的国内空白，且产品技术指标达到国际同类先进水平，是谱育科技在“国家重大科学仪器设备开发专项”支持下，历经 8 年的研发沉淀的成果。高额的研发投入和时间成本筑起了极高的壁垒。

表 6:谱育科技质谱覆盖市场主流应用领域

产品类别	技术分类	产品型号
谱育科技		
液相色谱-三重四极杆质谱联用仪	LC-MS/MS	EXPEC 5210、SUPEC 5210
气相/液相色谱-三重四极杆质谱联用仪	GC/LC-TQMS	EXPEC 5250
气相色谱-三重四极杆质谱联用仪	GC-MS/MS	EXPEC 5231、EXPEC 5230
气相色谱-四极杆质谱仪	GC-MS	EXPEC 3700
在线 VOC 质谱仪	GC-MS	EXPEC 2000、EXPEC 2100
便携、移动、走航质谱仪	GC-MS	EXPEC 3500、EXPEC3600、Mars-400 PLUS、EXPEC 3500 PLUS
电感耦合等离子四极杆质谱	ICP-MS	SUPEC 7000、SUPEC 7010、SUPEC 7020、SUPEC 7030、SUPEC 7000 S
电感耦合等离子串联四极杆质谱(三重四极杆 ICP-MS)	ICP-MS/MS	EXPEC 7350
电感耦合等离子飞行时间质谱	ICP-TOF	EXPEC 7910

质子转移飞行时间质谱	CI-TOFMS	TRACE 8000
禾信仪器		
气相色谱质谱联用仪	GC-MS	GCMS 1000
便携式气相色谱质谱联用仪	GC-MS	GCMS 2000
便携式挥发性有机物质谱仪	GC-MS	DT 100
气液两相走航质谱	LC/GC-MS	EMUSV1000
电感耦合等离子体质谱仪	ICP-MS	ICP-MS 1000
全自动微生物质谱检测系统	MALDI-TOF	CMI-1600
全二维气相色谱-飞行时间质谱联用仪	GCxGC-TOF	GGT 0620
液相色谱-飞行时间质谱联用仪	LC-TOF	LC-TOFMS
热辅助等离子体电离飞行时间质谱仪	TAPI-TOF	TAPI-TOF 1000
飞行时间质谱仪	TOF-MS	SPAMS 系列、SPIMS 系列
天瑞仪器		
气相色谱质谱联用仪	GC-MS	GC-MS 6800、GC-MS 6800S、GC-MS 6800 Premium、GC-MS 7000
便携式气相色谱质谱仪	GC-MS	QitVenture 1
液相色谱质谱联用仪	LC-MS	LC-MS 1000、LC-MS 2000、HTQ-2020
电感耦合等离子体质谱仪	ICP-MS	ICP-MS 2000、POW-I
飞行时间质谱仪	MADI-TOF	microTyper MS
全二维气相色谱-飞行时间质谱联用仪	GCxGC-TOF	iTOFMS-2G
快速气相色谱—飞行时间质谱联用仪	GC-TOF	iTOFMS-1G
莱伯泰科		
电感耦合等离子体质谱仪	ICP-MS	LabMS 3000
同位素质谱仪	IR-MS	HS2022、Integra WAVE、GEO-HS2022、ABCA2

资料来源：公司官网、东兴证券研究所

3.2 掌握核心质谱技术，不断探索新兴应用领域

以核心技术为平台，扩大细分检测领域。以往高端科研仪器主要被应用在环保领域，仅小部分应用在生命科学等科研领域。公司掌握高端质谱技术，经过 10 年的研发累计，针对不同领域的产品储备已经比较完备。已经不断渗透到临床、实验室、半导体等领域，未来有望打通全门类的检测，市占率稳步提升。与生化、免疫等传统诊断技术相比，质谱技术在灵敏度、特异性、多指标联检等方面具备独特优势，既是生化、免疫等现有检测技术的补充，又是延伸，可以提高现有检验项目的精准度，也可检测其他技术不能检测的指标，能够更好地指导临床诊断，为患者提供更准确的检测结果，正在多个临床应用场景发挥着越来越重要的作用。

表 7:质谱在临床中的应用

产品示意	质谱仪品类	应用场景
------	-------	------



液相色谱串联质谱
(LC-MS/LC-MSMS)

小分子定量分析（新生儿遗传代谢性疾病筛查、小分子
激素、维生素、药物浓度）



气相色谱串联质谱
(GC-MS/GC-MSMS)

挥发性化合物检测、尿液有机酸分析



飞行时间/轨道离子阱分析器（QTPF
MS/Orbit Trap）

多肽、蛋白、未知物鉴定



基质辅助激光解吸电离飞行时间质谱
(MALDI-TOF MS)

多肽、蛋白、寡核苷酸检测、微生物鉴定、SNP 基因检
测



电感耦合等离子体质谱（ICP-MS）

微量元素分析

资料来源：公司官网、东兴证券研究所

多款产品重磅上市，深入布局生命科学赛道。谱育科技旗下聚医疗科技有限公司专注仪器的临床化应用、销售、服务。目前公司的 LC-MS/MS 和 ICP-MS 等质谱产品可直接应用于该领域。公司在临床质谱具备一站式解决方案的能力，供包括前处理设备、质谱仪器、配套试剂、检验服务等在内的完整解决方案。近日，谱育科技在 BCEIA 2021 重磅发布质谱流式细胞仪(EXPEC 7910 ICP-QTOF)、全光谱流式细胞仪(EXPEC 8100) 2 款生命科学新品，基于流式细胞分析技术应用解决细胞功能分析研究问题，持续推进生命科学与诊断赛道的布局。

图 23:新品流式细胞分析仪助力深入布局生命科学赛道（左 EXPEC7910；右 EXPEC8100）



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

以半导体全产业链的精密检测分析为切入点，进军半导体领域。公司结合高纯试剂、湿电子化学品、高纯晶圆和高洁净车间等的检测需求，以高度定制化、系统自动化为方向开发半导体行业专用的质谱在线系统，为半导体全产业链精密检测分析提供技术支持。在痕量、超痕量元素分析检测方面，2020 年底发布的全新一代三重四极杆 ICP-MS 替代原有单四极杆产品可直接应用于半导体领域。针对半导体行业对洁净室 AMC 管控要求，亦推出了阴阳离子等一系列离线、在线检测设备及解决方案。

表 8:公司产品在半导体领域的应用

实物示意	产品名	半导体领域应用
	SUPEC 7000 单四极杆电感耦合等离子体质谱仪 (ICP-MS)	半导体产业链中，衬底、化学品、特气等半导体材料的制造，到晶圆的加工等过程中痕量金属元素检测
	EXPEC 1360A 全自动近红外光谱分析仪 (NIR)	实时分析蚀刻剂的各种成分，加快处理速度并改善质量控制
	GDM-2100 Series 特气检测仪	半导体芯片制扩散、沉积、刻蚀中使用到的各种易燃易爆、有毒有害的电子特气进行泄漏监测和预警

资料来源：公司官网、东兴证券研究所

结合客户需求提供深度定制化服务，形成差异化竞争。公司亦与客户深度合作，将高端分析仪器的开发与行业客户的需求融合，深度定制开发，以差异化提升竞争力。公司开发出系列化的分析检测技术和进样前处理技术，适应便携检测、在线检测、移动检测、实验室自动化检测等全新的分析检测应用场景和创新产品组合。代表应用场景有：1) 医疗端：公司全球首创的全自动实验室 4.0，实现从制样、称重、前处理、自动禁用、分析、报表的全流程无人值守的自动化分析，深刻解决我国临床质谱应用痛点；2) 工业端：公司结合云平台技术，将传统分析过程的本地化，转为云端化、移动化，实现了在线实时检测、监控、管理、报警集一身

的智能检测平台；3）环保端：公司创立多项世界首创检测应用，以移动（车载/船载）分析仪器为核心，可适用于液体、气体、固体等监测对象中多项指标的现场监测，可满足应急监测、日常监测、移动督查、现场执法等多种应用需求。

图 24:全自动实验室质谱分析仪提高检测效率，降低误差



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

表 9:公司多项定制化产品深刻解决客户需求

示意图	产品名称	技术原理	应用场景
	方舱实验室	以移动 ICP-MS、GC-MS、LC-MSMS 分析仪器为核心，配备完善的水、电、气等保障设施以及实验室信息管理系统	适用于液体、气体、固体等监测对象中重金属、有机物、常规理化及微生物等多项指标的监测。 可通过交通工具运输至指定位置使用，也可搭载于车辆、船舶上使用，可满足应急监测、移动督查、现场执法等多种应用需求。
	MOST 8000 水环境走航监测系统	以无人船、载人船等为载体，以光谱、电化学、色谱、质谱等多种水质分析仪为核心，综合运用大数据、云平台、智能 AI、信息化等技术	可实现全自动、实时的水环境巡航监测。该系统可广泛应用于大江大河、湖泊水库、城市水体、近岸海域等应用场合。 可实现水质督查、流域水质测绘、排污口精准摸排、污染通量监测、应急监测、“河长制”管理等功能。
	MOST 9000 移动实验室	以大板方舱、商务车、客车等为载体，以移动（车载）ICP-MS、GC-MS、LC-MSMS 分析仪器为核心，配备完善的水、电、气等保障设施以及实验室信息管理系统	可适用于液体、气体、固体等监测对象中重金属、有机物、常规理化及微生物等多项指标的监测 可满足应急监测、移动督查、现场执法等多种应用需求。



大气移动监测车

搭配环境空气挥发性有机物（VOCs）自动监测系统，可实现 PAMS、TO15 以及醛、酮类含氧挥发性有机物组分的准确定量分析，同时也可车载非甲烷总烃连续监测系统、常规参数分析仪以及异味因子监测设备

数据可通过无线网络传输至中心站，基于数据分析结果，从而为管理者实现污染管控提供数据支撑和决策支持。

资料来源：公司官网、东兴证券研究所

4. 盈利预测

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 1.01、2.91 和 4.67 亿元，对应 EPS 分别为 0.22、0.64 和 1.03 元。当前股价对应 2021-2023 年 PE 值分别为 93、32 和 20 倍。看好中国高端科研仪器国产化以及公司质谱迎来爆发期，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

表 10: 盈利拆分

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
谱育科技	247	586	1000	1600	2240
yoy	77%	137%	71%	60%	40%
母公司	1993	2077	2010	2110	2216
yoy	5.1%	4.2%	-3%	5%	5%
上海安谱	497	526	569	608	651
yoy	9.5%	6.0%	8.0%	7.0%	7.0%
其他业务	1157	910	1001	1101	1211
yoy	-13.2%	-21.4%	10.0%	10.0%	10.0%
营业总收入	3896	4101	4011	4811	5667
yoy	1.9%	5.3%	-2.2%	20.0%	17.8%

资料来源：东兴证券研究所

5. 风险提示

产品研发不及预期；临床、半导体领域进展不及预期；PPP 项目回款不及预期；商誉减值

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位：百万元			利润表			单位：百万元		
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	4815	4830	5320	6331	7355	营业收入	3896	4101	4011	4812	5667
货币资金	1099	1479	2407	2646	2834	营业成本	2327	2431	2298	2683	3106
应收账款	1737	1412	501	601	708	营业税金及附加	39	37	28	34	40
其他应收款	202	182	178	213	251	营业费用	598	656	762	866	992
预付款项	191	158	172	185	202	管理费用	254	286	281	313	368
存货	1312	1176	1801	2103	2435	财务费用	111	102	110	110	110
其他流动资产	112	78	42	362	704	研发费用	323	489	550	635	699
非流动资产合计	3703	4541	4247	4193	4138	资产减值损失	-172.0	-75.97	30.00	0.00	0.00
长期股权投资	287	845	845	845	845	公允价值变动收益	-7.40	1.91	0.00	0.00	0.00
固定资产	700	687	632	577	522	投资净收益	5.44	412.82	65.00	40.00	40.00
无形资产	99	73	69	65	61	加：其他收益	163.79	156.48	156.48	156.48	156.48
其他非流动资产	88	202	0	0	0	营业利润	195	570	175	368	549
资产总计	8518	9371	9567	10524	11493	营业外收入	9.81	4.70	20.00	20.00	21.00
流动负债合计	3064	3194	3112	3800	4377	营业外支出	2.94	14.38	20.00	15.00	15.00
短期借款	1240	944	772	1191	1473	利润总额	202	560	175	373	555
应付账款	909	951	1081	1262	1462	所得税	88	17	9	17	23
预收款项	465	21	81	166	258	净利润	113	543	166	356	532
一年内到期的非流动负债	80	234	234	234	234	少数股东损益	73	54	65	65	65
非流动负债合计	1522	1988	1927	1927	1927	归属母公司净利润	40	489	101	291	467
长期借款	1390	1853	1853	1853	1853	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	4586	5182	5039	5727	6304	成长能力					
少数股东权益	604	423	488	553	618	营业收入增长	1.85%	5.28%	-2.20%	19.96%	17.78%
实收资本（或股本）	453	453	453	453	453	营业利润增长	-73.45	192.74%	-69.38%	110.95%	49.20%
资本公积	933	945	945	945	945	归属于母公司净利润增长	-93.38	1128.82%	-79.40%	189.08%	60.28%
未分配利润	1888	2319	2374	2535	2791	获利能力					
归属母公司股东权益合计	3327	3766	4041	4245	4572	毛利率(%)	40.27%	40.73%	42.72%	44.24%	45.19%
负债和所有者权益	8518	9371	9567	10524	11493	净利率(%)	2.91%	13.24%	4.13%	7.41%	9.39%
现金流量表			单位：百万元			总资产净利润(%)	0.47%	5.22%	1.05%	2.77%	4.06%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	1.20%	12.99%	2.49%	6.86%	10.21%
经营活动现金流	505	639	826	-14	122	偿债能力					
净利润	113	543	166	356	532	资产负债率(%)	54%	55%	53%	54%	55%
折旧摊销	110.81	113.01	60.32	60.96	61.49	流动比率				1.67	1.68
财务费用	111	102	110	110	110	速动比率				1.11	1.12
应收账款减少	-48	325	911	-100	-107	营运能力					
预收账款增加	-13	-444	60	85	92	总资产周转率	0.47	0.46	0.42	0.48	0.51
投资活动现金流	-820	-448	269	33	33	应收账款周转率	2	3	4	9	9
公允价值变动收益	-7	2	0	0	0	应付账款周转率	4.55	4.41	3.95	4.11	4.16
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	5	413	65	40	40	每股收益(最新摊薄)	0.09	1.10	0.22	0.64	1.03
筹资活动现金流	282	164	-167	221	32	每股净现金流(最新摊薄)	-0.07	0.78	2.05	0.53	0.41
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.35	8.32	8.93	9.38	10.10
长期借款增加	1187	463	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	230.56	18.86	93.17	32.23	20.11
资本公积增加	-5	12	0	0	0	P/B	2.82	2.49	2.32	2.21	2.05
现金净增加额	-33	355	927	240	187	EV/EBITDA	26.79	14.06	28.62	18.65	14.09

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：胡博新

药学专业，10 年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526