

# 核心技术自主可控助力国产替代

## ——禾信仪器(688622.SH)2023年半年度报告点评

**买入|维持**
**事件：**

禾信仪器于近日发布2023年上半年度报告：2023上半年公司实现收入1.6亿(+44.2%)，主要是由于：1、环境监测领域的招投标流程正常开展，2023年上半年新签单项目、2022年签单正常执行项目及2022年签单延期执行验收项目均在2023上半年逐步执行、验收并确认收入，营业收入同比有所增加；2、公司医疗、实验室等新领域的业务拓展顺利，新业务领域的收入同比有所增加。2023上半年归母净利润亏损3431.5万元，主要是由于2023上半年综合毛利率有所下降、研发费用较上年同期有较大增长和公司销售回款和政府补助均出现不同程度的延后，导致信用减值损失增加和其他收益减少。2023上半年公司实现扣非归母净利润亏损4084.1万元。分季度看，2023Q2实现收入1.0亿(+57.0%)，归母净利润亏损1795.3万元，扣非归母净利润亏损1817.3万元。

**● 研发维持高水平投入，核心技术自主可控助力国产替代**

公司持续高强度研发投入，2023H1研发投入3722.1万(+19.2%)。高度重视核心关键部件的自主可控，自主研制了包括电喷雾离子源、电子轰击离子源、真空紫外单光子、离子探测器、飞行时间质量分析器等关键核心部件。在高端通用零部件（高端激光器、分子泵、气相色谱质谱联用仪）方面，公司持续与国内相关的高校和科研机构联合进行技术攻关，逐步实现高端通用零部件研发、生产的自主化、国产化，基本实现核心技术自主可控。在产品方面，公司于2022年发布了满足市场大部分用户应用需求的三重四极杆液质联用仪，实现了中国制造三重四极杆从技术创新、核心部件突破、整机产业化的三大阶段，可广泛应用于临床诊断、食品安全、公安安全、环境检测、教育科研等领域。公司于2023年5月发布的四极杆飞行时间液质联用仪(LC-QTOF 7000)成功完成多项核心技术的开发和验证，实现一批关键部件的国产替代。

**● 投资建议与盈利预测**

公司2023年上半年新签订单1.6亿，业务持续恢复，高端质谱仪技术领域不断突破、新产品的持续推出，临床质谱、实验室仪器领域的大力开拓，叠加广阔进口替代空间，预计公司2023-2025年营收4.0/5.5/7.1亿，增速分别为43.6%/35.9%/29.3%；归母净利润为-43.8/-14.3/20.7百万元；EPS为-0.6/-0.2/0.3元/股，对应PE为-52.0/-159.3/110.1。给予“买入”评级。

**● 风险提示**

临床质谱等新领域拓展不及预期风险、新技术研发风险、行业政策风险等。

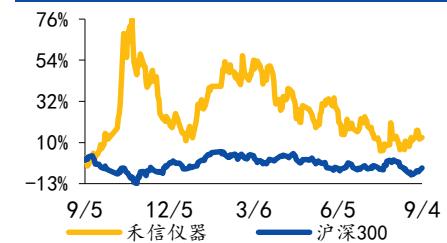
**附表：盈利预测**

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	464.24	280.26	402.47	546.75	707.18
收入同比(%)	48.66	-39.63	43.61	35.85	29.34
归母净利润(百万元)	78.57	-63.33	-43.80	-14.30	20.68
归母净利润同比(%)	13.13	-180.60	30.84	67.35	244.65
ROE(%)	12.98	-11.94	-9.00	-3.01	4.17
每股收益(元)	1.12	-0.90	-0.63	-0.20	0.30
市盈率(P/E)	28.98	-35.96	-51.99	-159.26	110.09

资料来源：Wind,国元证券研究所

**当前价： 32.53元**
**基本数据**

52周最高/最低价(元):	51.01 / 28.08
A股流通股(百万股):	37.97
A股总股本(百万股):	70.00
流通市值(百万元):	1235.08
总市值(百万元):	2277.02

**过去一年股价走势**


资料来源：Wind

**相关研究报告**

《国元证券公司研究-禾信仪器(688622.SH)首次覆盖报告：质谱“小巨人”，三重四级杆技术打开空间》  
2023.05.09

**报告作者**

分析师	马云涛
执业证书编号	S0020522080001
电话	021-51097188
邮箱	mayuntao@gyzq.com.cn

**联系人**

联系人	朱仕平
电话	021-51097188
邮箱	zhushiping@gyzq.com.cn

**财务预测表**

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	650.79	595.72	664.46	816.22	968.68	
现金	340.15	261.67	272.48	280.15	274.51	
应收账款	109.47	115.19	132.82	187.32	247.60	
其他应收款	18.51	9.08	15.48	20.06	25.86	
预付账款	27.29	38.24	34.93	49.97	65.44	
存货	136.68	164.37	165.81	229.29	299.60	
其他流动资产	18.68	7.16	42.94	49.42	55.67	
<b>非流动资产</b>	280.61	376.13	533.42	676.03	745.49	
长期投资	2.24	4.06	3.16	3.31	3.38	
固定资产	199.78	199.04	413.25	562.78	637.63	
无形资产	53.37	57.53	56.73	55.83	54.81	
其他非流动资产	25.23	115.50	60.27	54.11	49.66	
<b>资产总计</b>	931.40	971.85	1197.88	1492.25	1714.17	
<b>流动负债</b>	254.86	363.47	616.14	907.54	1091.12	
短期借款	73.01	184.64	400.50	642.41	778.77	
应付账款	60.50	45.86	52.36	71.91	92.09	
其他流动负债	121.35	132.97	163.28	193.23	220.26	
<b>非流动负债</b>	83.26	97.73	115.44	130.91	146.96	
长期借款	35.00	53.89	70.18	85.62	101.92	
其他非流动负债	48.25	43.84	45.26	45.28	45.04	
<b>负债合计</b>	338.11	461.21	731.57	1038.45	1238.08	
少数股东权益	-11.84	-19.89	-20.43	-20.85	-19.96	
股本	70.00	70.00	70.00	70.00	70.00	
资本公积	274.10	274.73	274.73	274.73	274.73	
留存收益	261.03	185.80	142.00	129.91	151.32	
归属母公司股东权益	605.12	530.53	486.73	474.65	496.05	
<b>负债和股东权益</b>	931.40	971.85	1197.88	1492.25	1714.17	

利润表		单位:百万元				
会计年度		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>		464.24	280.26	402.47	546.75	707.18
营业成本		224.38	140.57	175.60	237.51	301.77
营业税金及附加		1.34	2.28	2.34	3.33	4.49
营业费用		96.41	117.47	140.87	164.03	176.79
管理费用		41.97	44.87	56.35	65.61	77.79
研发费用		52.51	77.70	88.54	84.75	95.47
财务费用		3.06	3.27	16.13	34.09	49.42
资产减值损失		-1.02	-7.50	-4.24	-4.79	-5.06
公允价值变动收益		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益		0.86	1.35	0.94	1.07	1.07
<b>营业利润</b>		82.50	-85.84	-52.34	-17.04	25.89
营业外收入		0.11	0.35	0.26	0.26	0.27
营业外支出		0.78	0.61	0.62	0.64	0.63
<b>利润总额</b>		81.83	-86.10	-52.70	-17.42	25.54
所得税		12.92	-12.73	-8.36	-2.70	3.96
<b>净利润</b>		68.90	-73.37	-44.34	-14.72	21.58
少数股东损益		-9.67	-10.05	-0.54	-0.42	0.90
<b>归属母公司净利润</b>		78.57	-63.33	-43.80	-14.30	20.68
EBITDA		101.30	-56.94	1.45	79.72	157.87
EPS (元)		1.12	-0.90	-0.63	-0.20	0.30

现金流量表		单位:百万元				
会计年度		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>		14.93	-84.58	18.85	-13.69	42.50
净利润		68.90	-73.37	-44.34	-14.72	21.58
折旧摊销		15.74	25.63	37.65	62.67	82.56
财务费用		3.06	3.27	16.13	34.09	49.42
投资损失		-0.86	-1.35	-0.94	-1.07	-1.07
营运资金变动		-84.71	-44.42	-4.63	-131.53	-144.13
其他经营现金流		12.80	5.66	14.97	36.87	34.14
<b>投资活动现金流</b>		-130.82	-106.45	-225.67	-204.25	-151.76
资本支出		132.18	77.63	230.00	200.00	150.00
长期投资		0.10	35.96	-28.31	4.71	2.36
其他投资现金流		1.46	7.14	-23.98	0.46	0.60
<b>筹资活动现金流</b>		285.71	109.73	217.63	225.62	103.62
短期借款		9.97	111.63	215.86	241.91	136.36
长期借款		6.04	18.89	16.29	15.45	16.30
普通股增加		17.50	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加		258.42	0.63	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流		-6.23	-21.42	-14.51	-31.73	-49.04
现金净增加额		169.82	-81.30	10.81	7.68	-5.64

主要财务比率						
会计年度		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>						
营业收入(%)		48.66	-39.63	43.61	35.85	29.34
营业利润(%)		2.00	-204.05	39.03	67.44	251.94
归属母公司净利润(%)		13.13	-180.60	30.84	67.35	244.65
<b>盈利能力</b>						
毛利率(%)		51.67	49.84	56.37	56.56	57.33
净利润率(%)		16.93	-22.60	-10.88	-2.62	2.92
ROE(%)		12.98	-11.94	-9.00	-3.01	4.17
ROIC(%)		16.05	-13.30	-4.18	1.47	5.39
<b>偿债能力</b>						
资产负债率(%)		36.30	47.46	61.07	69.59	72.23
净负债比率(%)		34.89	53.04	65.26	70.79	71.68
流动比率		2.55	1.64	1.08	0.90	0.89
速动比率		2.00	1.16	0.80	0.63	0.60
<b>营运能力</b>						
总资产周转率		0.63	0.29	0.37	0.41	0.44
应收账款周转率		4.31	2.14	2.75	2.93	2.78
应付账款周转率		4.95	2.64	3.58	3.82	3.68
<b>每股指标(元)</b>						
每股收益(最新摊薄)		1.12	-0.90	-0.63	-0.20	0.30
每股经营现金流(最新摊薄)		0.21	-1.21	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)		8.64	7.58	6.95	6.78	7.09
<b>估值比率</b>						
P/E		28.98	-35.96	-51.99	-159.26	110.09
P/B		3.76	4.29	4.68	4.80	4.59
EV/EBITDA		21.52	-38.29	1505.41	27.35	13.81

### 投资评级说明：

#### (1) 公司评级定义

买入	预计未来6个月内，股价涨幅优于上证指数20%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅优于上证指数5-20%之间
持有	预计未来6个月内，股价涨幅介于上证指数±5%之间
卖出	预计未来6个月内，股价涨幅劣于上证指数5%以上

#### (2) 行业评级定义

推荐	预计未来6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
中性	预计未来6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
回避	预计未来6个月内，行业指数表现劣于市场指数10%以上

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所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投资银行业务服务或其他服务。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址：[www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

### 国元证券研究所

#### 合肥

地址：安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心  
A座国元证券  
邮编：230000  
传真：(0551) 62207952

#### 上海

地址：上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16  
楼国元证券  
邮编：200135  
传真：(021) 68869125  
电话：(021) 51097188