

## 海能技术 (430476.BJ)

2024年11月19日

## 分析仪器“小巨人”，需求低谷期保持高研发投入静待花开

——北交所公司深度报告

**投资评级：买入（维持）**
**诸海滨（分析师）**

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2024/11/18
当前股价(元)	12.22
一年最高最低(元)	15.97/6.00
总市值(亿元)	10.34
流通市值(亿元)	7.82
总股本(亿股)	0.85
流通股本(亿股)	0.64
近3个月换手率(%)	250.52

北交所研究团队

### ● 参控股公司快速扩张产品线，全产业链布局建立竞争优势

公司是专业从事实验分析仪器的国家级“小巨人”企业，已拥有海能、新仪、G.A.S.、悟空仪器、海森仪器、白小白6个品牌，涵盖有机元素分析系列、样品前处理系列、电化学系列、物理光学系列、气相离子迁移谱系列、光谱系列、色谱系列、药品检验系列、洗瓶机系列等近百款仪器。此外参股安杰科技、EWG1990两家品牌。科学仪器行业整体市场需求缩减影响叠加高强度费用投放持续，业绩承压较大。我们下调公司2024-2026年盈利预测，预计2024-2026年的归母净利润分别为0.36/0.42/0.49亿元，对应EPS分别为0.42/0.50/0.58(原0.55/0.70/0.87)元/股，对应当前股价PE分别为28.9/24.7/20.9倍，可比公司2024PE均值33X，公司多项科学仪器新产品达行业领先水平，国产替代工作积极进行，看好公司中长期的发展，维持“买入”评级。

### ● 需求低谷期保持高强度费用投放，短期业绩承压

**2024Q1-Q3公司营收1.84亿元(-11%)**。2021-2023年毛利率分别为66.88%、69.26%、68.14%，销售费用率分别为23.68%、22.66%、24.59%，管理费用率分别为14.18%、19.36%、17.73%，研发费用率分别为13.47%、15.61%、16.19%，净利率分别为20.72%、13.69%、11.16%。2023年实现归母净利润4506.34万元(+1.40%)，2024Q1-Q3出现亏损。近年来公司依旧保持着较高费用投入，未来有望通过技术领先实现竞争力的提升。截至2024年6月30日已累计获得发明专利34项、发明专利33项。

### ● 有机元素及样品前处理构筑基本盘，布局色谱仪领域打开增长空间

有机元素分析系列及样品前处理系列是公司核心产品，2023年两者创收占比分别为39%、21%，在凯氏定氮仪、微波消解仪领域牵头或参与起草了多项国家标准及行业标准，具备较强稀缺性。**色谱仪**：2023年公司色谱仪创收7225.43万元，占比21.18%，主要包括高效液相色谱仪(HPLC)与气相色谱-离子迁移谱联用仪(GC-IMS)两种。2022年全球色谱仪行业市场规模为84.86亿美元，我国色谱仪总体态势是进口大于出口，国内高端色谱仪技术水平相对落后，进口产品均价较高，公司气相色谱-离子迁移谱联用仪产品性能参数优于同行业主流产品，公司拥有广阔的进口替代空间。

● **风险提示**：创新受阻风险、需求变弱风险、海外市场开拓风险；其他风险详见倒数第二页标注1

### 相关研究报告

《2023年液相色谱增长74%+海外业务增长88%，数字化改革及外延并购完善布局——北交所信息更新》  
-2024.3.12

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	287	341	332	372	434
YOY(%)	16.3	18.7	-2.7	12.2	16.5
归母净利润(百万元)	44	45	36	42	49
YOY(%)	-16.7	1.4	-20.7	17.3	17.8
毛利率(%)	69.3	68.1	64.0	64.1	63.2
净利率(%)	13.7	11.2	9.4	10.5	10.9
ROE(%)	8.0	7.5	6.0	7.2	8.3
EPS(摊薄/元)	0.53	0.53	0.42	0.50	0.58
P/E(倍)	23.3	22.9	28.9	24.7	20.9
P/B(倍)	2.1	2.1	2.0	1.9	1.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、参控股公司快速扩张产品线，全产业链布局建立竞争优势.....	4
2、需求低谷期保持高强度费用投放，短期业绩承压.....	6
3、有机元素及样品前处理构筑基本盘，布局色谱仪领域打开增长空间.....	10
3.1、有机元素分析系列及样品前处理系列产品贡献超出一半营业收入.....	10
3.2、色谱仪：产品指标基本达到或超越国际产品，业务收入增长迅速.....	13
3.2.1、概念解析：色谱仪是一种分离分析仪器，广泛应用于化工、材料等领域.....	13
3.2.2、行业情况：2022年全球色谱仪规模85亿美元，色谱仪仍以进口为主.....	14
3.2.3、产品分析：公司产品性能基本达到或超越国际厂商水平，业务营收增长迅速.....	17
3.3、通用设备：电位滴定仪产品技术指标达到国际厂商水准.....	19
4、盈利预测与投资建议.....	22
5、风险提示.....	22
附：财务预测摘要.....	23

## 图表目录

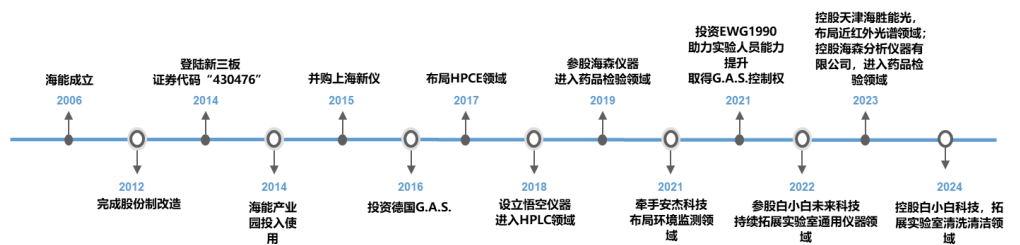
图 1：2006 年成立以来，已拥有海能、新仪、G.A.S.、悟空等 6 个品牌.....	4
图 2：公司已拥有海能、新仪、G.A.S.、悟空仪器、海森仪器、白小白 6 个品牌.....	4
图 3：公司采用全产业链生产模式，设立多个车间及核心部件部.....	5
图 4：2018-2023 年公司毛利率均处于可比公司高位.....	6
图 5：2023 年公司实现营收亿元 3.41 亿元 (+18.72%).....	6
图 6：有机元素分析系列系公司第一大产品 (万元).....	6
图 7：2023 年公司毛利率为 68.14%.....	7
图 8：2022-2023 年元素分析系列毛利率较高.....	7
图 9：2021-2023 年公司整体期间费用率呈现上升趋势.....	7
图 10：2024Q1-Q3 公司净利率为-6.37%.....	8
图 11：2023 年公司归母净利润为 4506.34 万元 (+1.40%).....	8
图 12：2024H1 公司研发费用率为 26.80%.....	8
图 13：2019-2023 年公司元素分析系列营收稳步增长.....	10
图 14：公司两个系列产品营收之和占比高于 60%.....	10
图 15：公司有机元素分析系列及样品前处理系列均拥有丰富的产品线.....	10
图 16：色谱仪按照依据的色谱法可以分为液相色谱仪与气相色谱仪等.....	14
图 17：2022 年全球色谱仪行业市场规模为 84.86 亿美元.....	14
图 18：2023 年我国色谱仪出口量为 24606 台.....	15
图 19：德国等是中国色谱仪的主要出口目的地.....	15
图 20：2024M1-M8 我国共进口液相色谱仪 6,585 台.....	16
图 21：2024M1-M8 我国共进口液相色谱仪 2.67 亿美元.....	16
图 22：2024M1-M8 年我国气相色谱仪出口数量 7,498 台.....	16
图 23：2024M1-M8 我国气相色谱仪进口 1.37 亿美元.....	16
图 24：2019-2023 年公司色谱仪产品营收增长迅速.....	17
图 25：2019-2022 年公司色谱仪产品营收占比不断提升.....	17
图 26：公司通用系列产品包括电位滴定仪、折光仪及熔点仪.....	19
图 27：2019-2021 年公司电位滴定仪产品收入不断增长.....	20

图 28: 2019-2021 年电位滴定仪产品毛利率呈下降趋势 .....	20
图 29: 公司 T960 电位滴定仪产品主要由四个组件构成 .....	20
表 1: 公司产品整体自产率水平较高 .....	5
表 2: 公司承担了国家级及省级重大科研项目 .....	8
表 3: 公司牵头或参与制定国家标准、行业标准六项 .....	9
表 4: 公司多项产品 2021 年采购量位居国内第一 .....	11
表 5: 公司凯氏定氮仪产品整体技术水准已超过可比产品 .....	11
表 6: 公司脂肪测定仪产品技术指标整体与竞品一致 .....	12
表 7: 公司纤维测定仪产品技术指标整体与竞品一致 .....	12
表 8: 公司杜马斯定氮仪产品技术指标整体与竞品相比略有不足 .....	12
表 9: 公司微波消解仪产品技术指标整体与竞品一致 .....	13
表 10: 公司的色谱仪器产品包括高效液相色谱仪 (HPLC) 与气相色谱-离子迁移谱联用仪 (GC-IMS) 两种 .....	17
表 11: 公司液相色谱仪设备与竞争对手性能基本相当 .....	18
表 12: 公司气相色谱-离子迁移谱联用仪产品的性能参数优于同行业主流产品 .....	18
表 13: 公司电位滴定仪产品性能参数与国外产商主流竞品相当 .....	21
表 14: 可比公司 2024E PE 均值 33X, 公司 2024E PE 为 22X .....	22

## 1、参控股公司快速扩张产品线，全产业链布局建立竞争优势

通过参控股方式不断布局仪器设备领域。公司成立于2006年，是专业从事实验分析仪器的研发、生产、销售的国家专精特新“小巨人”企业，是为食品营养与安全检测、药物及代谢产物分离分析、农产品及加工制品质量与安全检测、环境污染物监测、大学及职业院校科研与教学提供分析仪器及方法的科学仪器服务商。2015年并购上海新仪微波化学科技有限公司；2017年公司获得HPCE相关专利技术，进入生命科学领域；2018年设立山东悟空仪器有限公司，布局光谱色谱领域；2019年参股济南海森分析仪器有限公司，布局药品检验领域；2021年投资上海安杰环保科技股份有限公司，布局生态环境监测领域；2021年取得德国G.A.S.控制权；2022年参股白小白未来科技，持续拓展实验室通用仪器领域；2023年控股天津海能光和海森分析仪器有限公司，布局近红外光谱领域和药品检验领域。

图1：2006年成立以来，已拥有海能、新仪、G.A.S.、悟空等6个品牌



资料来源：公司官网、开源证券研究所

目前，公司已拥有海能、新仪、G.A.S.、悟空仪器、海森仪器、白小白6个品牌，涵盖有机元素分析系列、样品前处理系列、电化学系列、物理光学系列、气相离子迁移谱系列、光谱系列、色谱系列、药品检验系列、洗瓶机系列等近百款仪器。此外，公司参股2家品牌，分别为安杰科技、EWG1990，拓宽至生态环境检测、分析测试人员能力提升等产品线和应用领域。

图2：公司已拥有海能、新仪、G.A.S.、悟空仪器、海森仪器、白小白6个品牌



资料来源：公司官网、开源证券研究所

## ➤ 全产业链布局

公司针对实验仪器行业特点采用全产业链生产模式。实验分析仪器行业的产品具有多品种、小批量、工艺复杂、技术要求高等特点，所涉及的产品零部件品种繁多。基于此，公司采用全产业链生产运营模式，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化率，提升零部件和整机质量的稳定性，并通过提高自产化率建立巩固成本优势。

**图3：公司采用全产业链生产模式，设立多个车间及核心部件部**



资料来源：公司官网

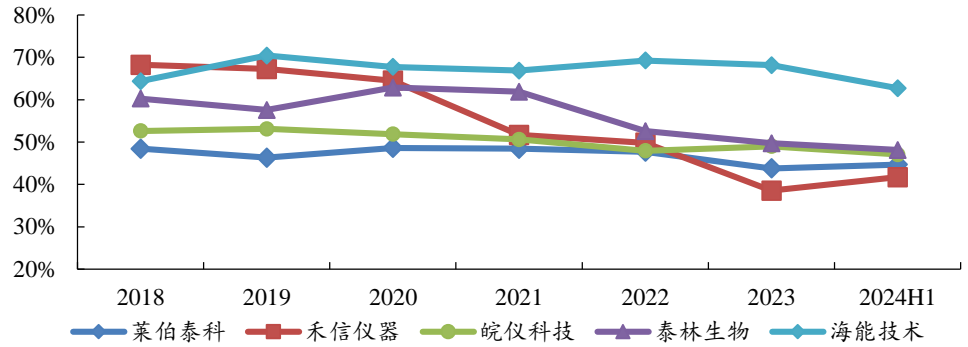
公司产品整体自产率水平较高。公司产品主要零部件从来源可分为三类，分别自主设计+自主生产、自主设计+委外加工、外部采购三类；从所属类型上可分为三类，分别为非标自制件、非标采购件及标准件。公司标准件一般为通用零部件，因此皆采用外部采购的方式，公司非标件皆由公司自主研发设计，即非标自制件；一部分非标件由公司自主生产加工，另一部分在设计完成后交由外部产商进行定制化生产，即非标采购件。整体而言，公司非标件自产化率除脂肪测定仪及杜马斯定氮仪外，均超过 50%，产品自产率达到较高水平。

**表1：公司产品整体自产率水平较高**

产品	整机自产化率	非标件自产化率
凯氏定氮仪	54.25%	71.80%
微波消解仪	29.84%	53.50%
脂肪测定仪	32.24%	38.63%
纤维测定仪	66.14%	90.09%
杜马斯定氮仪	12.72%	36.36%
电位滴定仪	37.81%	59.50%

数据来源：公司问询函回复、开源证券研究所

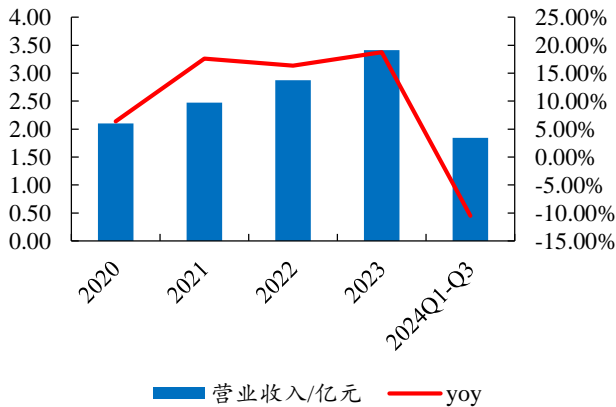
公司产品与可比公司相比具有成本优势。全产业链生产模式赋予公司与可比公司相比有更优秀的成本控制能力，2023 年，莱伯泰科、禾信仪器、皖仪科技、泰林生物、海能技术的毛利率分别为 43.79%、38.51%、49.01%、49.72%、68.14%。2018-2023 年，公司毛利率均处于可比公司高位。

**图4：2018-2023 年公司毛利率均处于可比公司高位**


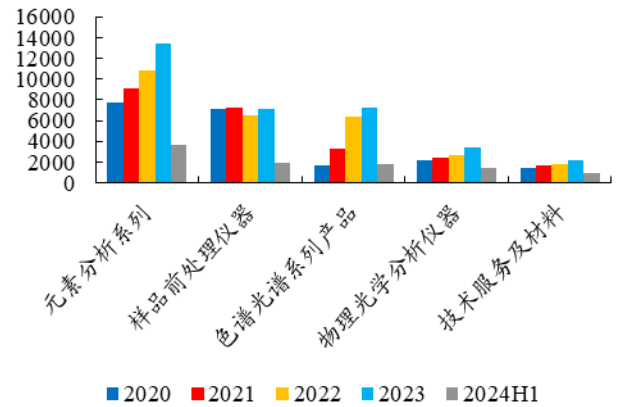
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、需求低谷期保持高强度费用投放，短期业绩承压

**收入分析：**2022-2024Q1-Q3，公司实现营业收入分别为 2.87 亿元 (+16.34%)、3.41 亿元 (+18.72%)、1.84 亿元 (-10.50%)。细分业务收入来看，2023 年，公司元素分析系列、样品前处理仪器、色谱光谱系列产品、物理光学分析仪器、技术服务及材料创收占比分别为 39.46%、20.73%、21.18%、9.91%、6.38%。其中，元素分析系列产品系公司第一大系列产品，2023 年该业务创收 13461 万元 (+23.85%)；色谱光谱系列产品创收 7225 万元 (+13.97%)。2024Q1-Q3 公司营收下滑的主要原因因为公司业务受科学仪器行业整体市场需求缩减影响。

**图5：2023 年公司实现营收亿元 3.41 亿元 (+18.72%)**


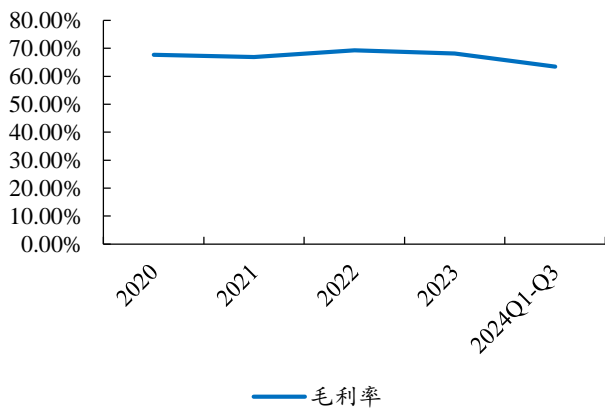
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图6：有机元素分析系列系公司第一大产品 (万元)**


数据来源：Wind、开源证券研究所

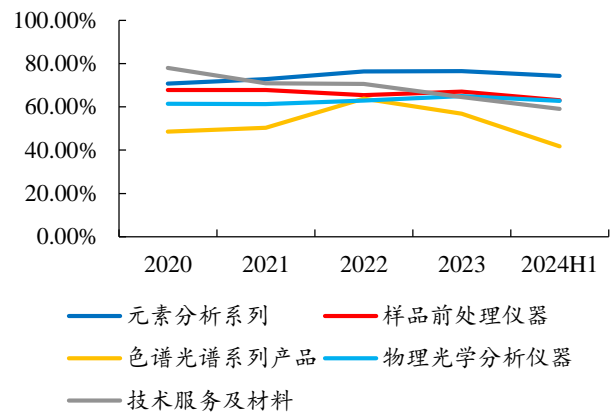
**毛利率情况：**2021-2023 年，公司毛利率分别为 66.88%、69.26%、68.14%，近年来盈利水平较为稳定。按细分业务来看，2022-2023 年元素分析系列毛利率较高。2024Q1-Q3 公司综合毛利率为 63.39%，较 2023 年有所下滑。

图7：2023 年公司毛利率为 68.14%



数据来源：Wind、开源证券研究所

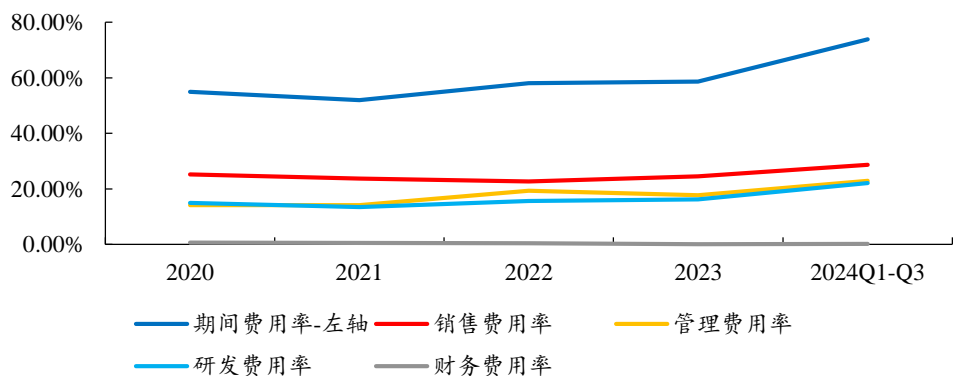
图8：2022-2023 年元素分析系列毛利率较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

**费用情况：**2021-2023 年，公司销售费用率分别为 23.68%、22.66%、24.59%；公司管理费用率分别为 14.18%、19.36%、17.73%。随着公司业务规模扩大，品牌知名度提升，公司的销售费用和管理费用整体呈现上升趋势。

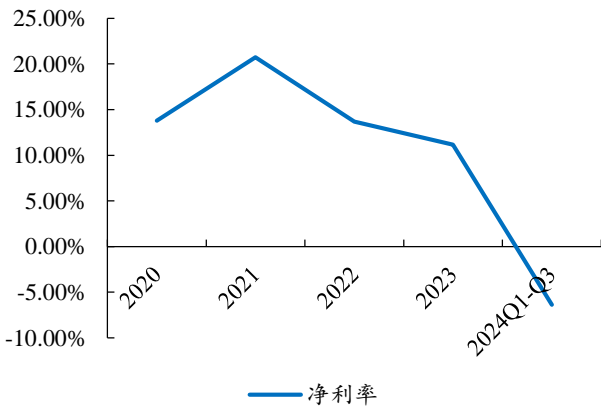
图9：2021-2023 年公司整体期间费用率呈现上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

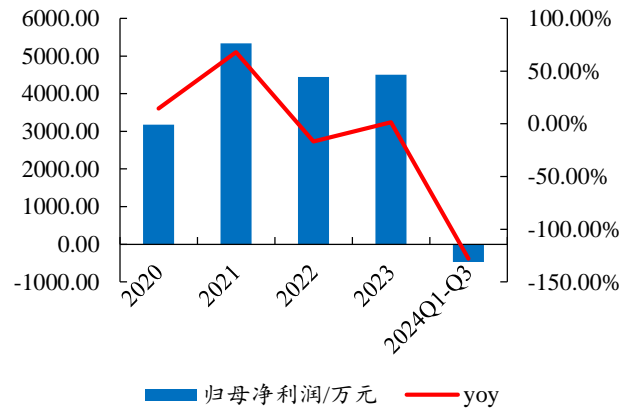
**利润分析：**2021-2024Q1-Q3，公司净利率分别为 20.72%、13.69%、11.16%、-6.37%。2021-2023 年，公司分别实现归母净利润 5337.95 万元（+68.06%）、4443.46 万元（-16.76%）、4506.34 万元（+1.40%）。近年来，虽然公司下游需求减弱导致了利润下滑和成本上升，但是公司依旧保持着较高的费用投入，厚积薄发，未来有望通过技术领先实现竞争力的提升。

图10: 2024Q1-Q3 公司净利率为-6.37%



数据来源: Wind、开源证券研究所

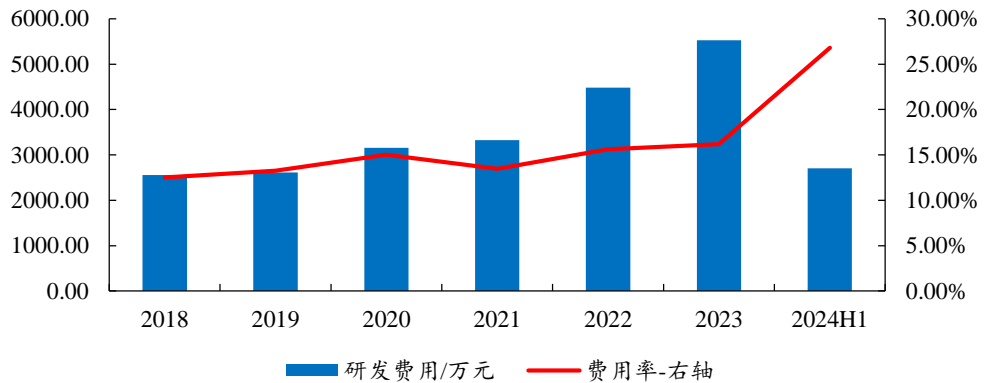
图11: 2023 年公司归母净利润为 4506.34 万元(+1.40%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

公司是一家技术驱动型国家级专精特新“小巨人”企业，注重通过自主创新为分析测试和科学研究提供可靠的工具与方法，致力于成为国内领先、世界一流的科学仪器服务商。截至 2023 年 12 月 31 日，公司拥有研发人员 128 人，占员工总数比例为 22.78%。2021-2024H1，公司持续保持较高的研发投入水平，各期研发费用占营业收入的比例分别为 13.47%、15.61%、16.19%、26.80%，均超过 10%。截至 2024 年 6 月 30 日，公司及子公司已累计获得发明专利 34 项、实用新型专利 109 项、外观设计专利 5 项和软件著作权 93 项；已申请获受理发明专利 33 项。

图12: 2024H1 公司研发费用率为 26.80%



数据来源: Wind、开源证券研究所

公司“传统酿造食品生产过程智能化质量控制关键技术开发及应用”项目作为国家重点研发计划“政府间国际科技创新合作/港澳台科技创新合作”重点专项项目立项实施，“有机物主元素分析仪开发及应用示范”项目作为山东省重点研发计划（重大科技创新工程）立项实施。公司积极推动产品技术创新，探索开发实验分析仪器产品的应用领域。

表2: 公司承担了国家级及省级重大科研项目

序号	项目名称	主办机构	牵头承担单位	项目情况
1	有机物主元素分	山东省科学技术	海能技术	本项目拟开发可在同一仪器上实现 C、H、N、S 元素（燃烧-热



序号	项目名称	主办机构	牵头承担单位	项目情况
	析仪开发及应用示范	厅		导检测器)以及O元素(燃烧-热导检测器/红外检测器)快速精准定量分析的高端有机物主元素分析仪,研制突破高温燃烧裂解装置、40/120位全自动连续进样器、高选择特异性吸附解吸装置、可分流高精度热导检测器等关键部件,以实现具有自主知识产权、核心部件国产化的高端科学仪器。
2	传统酿造食品生产过程智能化质量控制关键技术开发及应用	中华人民共和国科学技术部	海能技术	本项目在采用微机械电子技术的微型近红外光谱传感器基础上,开发近红外光谱在线检测设备,组成产品品质快速检测、过程分析和控制的闭环系统,实现传统酿造过程生产质量的智能化控制。重点攻克以下关键技术:针对传统酿造食品工业的特点,开发固/液态物料检测专用设备、研究检测数据与质量指标关联的智能算法、生产线效率优化的分析方法;定制从原料到生产过程及成品的全生产链质量分析、控制及生产提效的系统控制策略;开发基于物联网技术的质量控制系统,解决传统酿造食品产业管理粗放、低效等共性问题,提高原料质量控制,优化生产过程,提升产能及产品品质。

资料来源:公司招股说明书、开源证券研究所

公司牵头或参与了“全(半)自动凯氏定氮仪”、“微波消解装置”、“林业生物质原料分析方法—蛋白质含量测定”3项国家标准制定,以及“出口葡萄酒颜色的测定 CIE1976 (L\*a\*b\*)色空间法”、“出口动物源食品中阿散酸、硝苯砷酸、洛克沙砷残留量的检测方法”、“棉籽品质快速测定近红外法”3项行业标准制定,具有较强的技术引领作用,为行业的发展做出贡献。

**表3: 公司牵头或参与制定国家标准、行业标准六项**

序号	公司主体	标准名称	标准类型
1	海能技术	《GB/T33862-2017 全(半)自动凯氏定氮仪》	国家标准
2	海能技术	《GB/T35809-2018 林业生物质原料分析方法蛋白质含量测定》	国家标准
3	上海新仪	《GB/T26814-2011 微波消解装置》	国家标准
4	上海新仪	《SN/T2316-2019 出口动物源食品中阿散酸、硝苯砷酸、洛克沙砷残留量的检测方法》	行业标准
5	海能技术	《SN/T4675.25-2016 出口葡萄酒颜色的测定 CIE1976 (L*a*b*)色空间法》	行业标准
6	海能技术	《NY/T3940-2021 棉籽品质快速测定近红外法》	行业标准

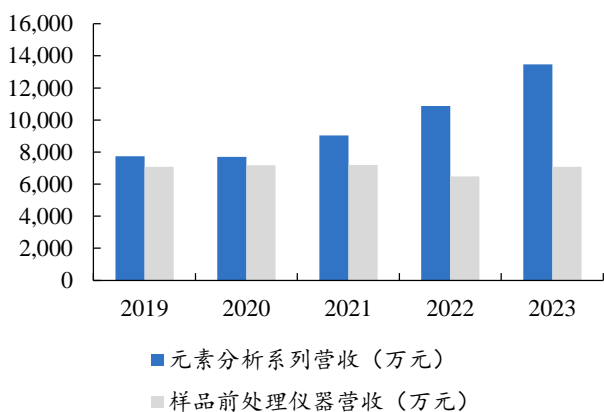
资料来源:公司招股说明书、开源证券研究所

### 3、有机元素及样品前处理构筑基本盘，布局色谱仪领域打开增长空间

#### 3.1、有机元素分析系列及样品前处理系列产品贡献超出一半营业收入

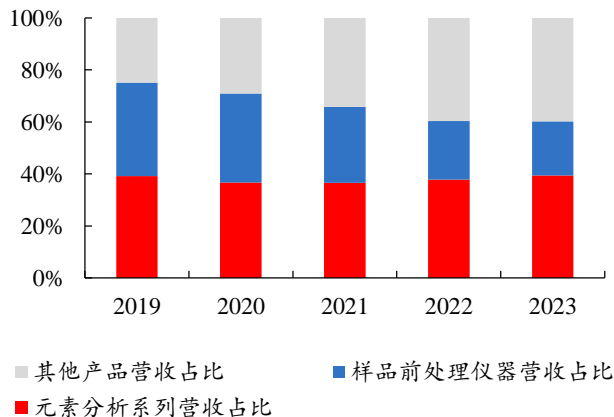
有机元素分析系列及样品前处理系列是公司核心产品，两者贡献了公司超出一半的营业收入，是公司的重要支柱产品。2023年公司有机元素分析系列产品与样品前处理系列产品分别实现营业收入13461.32万元、7073.79万元，占总营收比例分别为39.46%、20.73%，合计占比60%。

图13: 2019-2023年公司元素分析系列营收稳步增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

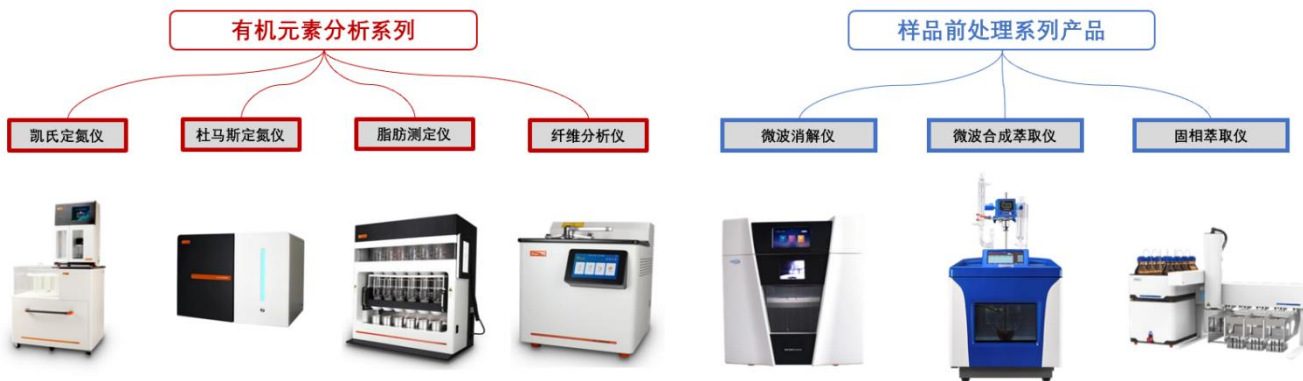
图14: 公司两个系列产品营收之和占比高于60%



数据来源: Wind、开源证券研究所

公司有机元素分析系列及样品前处理系列产品均拥有丰富的产品线。公司有机元素分析系列产品有凯氏定氮仪、杜马斯定氮仪、脂肪测定仪、纤维分析仪等，该系列产品是公司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，主要用于碳、氢、氧、氮、硫等基本有机组成元素及其构成的蛋白质、脂类、纤维素等有机化合物的检测。公司样品前处理系列产品有微波消解仪、微波合成萃取仪、固相萃取仪等，样品前处理仪器主要用于实验样本的预处理，目的是将待分析的原始样品或样品组转变成可以进行仪器分析的形态，是整个分析流程的重要组成环节，很大程度上影响分析的效率及其结果的准确性。

图15: 公司有机元素分析系列及样品前处理系列均拥有丰富的产品线



资料来源: 公司招股书、开源证券研究所

2018 年公司微波消解仪国内市场占有率位居第一。根据仪器信息网统计发布的《中国微波消解仪市场研究报告（2019 版）》，2018 年中国微波消解仪，美国 CEM 和公司旗下“新仪”品牌市场占有率为 17%，并列行业第一；销售额方面，美国 CEM、奥地利安东帕、意大利迈尔斯通位列前三，公司旗下“新仪”品牌排名第四，市场占比 10%，在国产品牌中位居第一。

公司“凯氏定氮”、“脂肪测定”、“纤维测定”、“微波消解”2021 年采购量位居国内第一。根据招标网及中国政府采购网信息，2021 年公司“海能”品牌凯氏定氮仪产品以 96 台销量位居第一；公司“新仪”品牌微波消解仪以 61 台销量位居第一；公司“海能”品牌脂肪测定仪以 17 台位居第一；公司“海能”品牌纤维测定仪以 7 台销量位居第一。

**表4：公司多项产品 2021 年采购量位居国内第一**

产品项目	品牌	公司产品采购数（台）	总采购数量（台）	公司采购数排名
凯氏定氮	海能	96	212	第一
微波消解	新仪	61	251	第一
脂肪测定	海能	17	64	第一
纤维测定	海能	7	27	第一

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

公司在凯氏定氮仪、微波消解仪领域牵头或参与起草了多项国家标准及行业标准。公司牵头与起草了包括《GB/T33862-2017 全（半）自动凯氏定氮仪》、《GB/T26814-2011 微波消解装置》在内的 6 项国家标准及行业标准，在标准制定过程中承担重要职责，在国产凯氏定氮仪、微波消解仪领域起到一定的技术引领作用。

公司多项有机元素分析系列及样品前处理系列产品技术国内领先，多项指标已基本达到或超出竞争对手水准，下面我们将进行逐项分析。

公司凯氏定氮仪产品为型号为海能技术 K1160，可比产品为丹麦福斯 Kjeltec™8400，公司产品整体技术水准已超过可比产品。从具体指标来看，公司产品测定范围、滴定精度、耗水量等指标已领先竞品，测定时间、回收率、重复性等指标已达到竞品技术水准。

**表5：公司凯氏定氮仪产品整体技术水准已超过可比产品**

对比指标	海能技术 K1160	丹麦福斯 Kjeltec™ 8400	技术说明
测定范围	0.1mg~240mg 氮	0.1mg~210mg 氮	公司产品的测定范围已领先竞品技术水平
测定时间	3~8min	30mg 氮 3.5min 200mg 氮 6.5min	公司产品的测定时间已达到竞品技术水平
回收率	≥99.5% (0.7~240mg 氮)	99~101% (1~210mg 氮)	公司产品的回收率已达到竞品技术水平
滴定精度	0.2 μL/步、0.4 μL/步、1.0 μL/步三档可选	0.8~2.4 μL/步可调	公司产品的滴定精度已领先竞品技术水平
重复性	≤0.5%RSD	≤0.5%RSD	公司产品的重复性指标已达到竞品技术水平

对比指标	海能技术 K1160	丹麦福斯 Kjeltec™ 8400	技术说明
耗水量	15°C 0.5L/min	15°C 1L/min, 25°C 3L/min	公司产品的耗水量指标已领先竞品技术水平

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

公司脂肪测定仪产品型号为海能技术 SOX606，可比产品为丹麦福斯 Soxtec™8000，公司产品技术指标整体与竞品指标一致。从具体指标来看，公司产品样品量、可重现性、温度范围与溶剂回收率指标已达到竞品水准。

**表6：公司脂肪测定仪产品技术指标整体与竞品一致**

对比指标	海能技术 SOX606	丹麦福斯 Soxtec™ 8000	技术说明
样品量	0.5g~15g	0.5~3g, 取决于样品类型（用于粗脂肪）	公司产品的样品量指标已达到竞品技术水平
可重现性	RSD≤1%	RSD≤1% 或更好（5~100%脂肪）	公司产品的可重现性已达到竞品技术水平
温度范围	室温+5°C~300°C	0~285° C	公司产品的温度范围已达到竞品技术水平
溶剂回收率	≥85%	通常为 80%	公司产品的溶剂回收率已达到竞品技术水平

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

公司纤维测定仪产品型号为海能技术 F2000，可比产品为美国安康 A2000i，公司产品技术指标整体与竞品一致。从具体指标来看，公司产品每批处理量、测量范围、温度范围与温控精度指标已达到竞品水准。

**表7：公司纤维测定仪产品技术指标整体与竞品一致**

对比指标	海能技术 F2000	美国安康 A2000i	技术说明
每批处理量	24 个	1~24 个	达到竞品技术水平
测量范围	0%~100%	0%~100%	达到竞品技术水平
温度范围	室温~100°C	室温~100°C	达到竞品技术水平
控温精度	±0.1°C	±0.1°C	达到竞品技术水平

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

公司杜马斯定氮仪产品型号为海能技术 D200，可比产品为德国艾力蒙塔 Rapid N Exceed，公司产品技术指标整体与竞品相比略有不足。具体来看，公司产品进样器容量、进样方式、检测限、测定范围、重复性误差、载气、除水方式已达到竞品水准，最大进样量与竞品存在一定差距。

**表8：公司杜马斯定氮仪产品技术指标整体与竞品相比略有不足**

对比指标	海能技术 D200	德国艾力蒙塔 Rapid N Exceed	技术说明
进样器容量	120 位	60 位（标配）	达到竞品技术水平
进样方式	气动进样	球阀进样	达到竞品技术水平
最大进样量	≤1g	≤1.5g	与竞品技术水平尚存在一定差距

对比指标	海能技术 D200	德国艾力蒙塔 Rapid N Exceed	技术说明
检测限	0.01mg (N) 即 10ppm (N)	20ppm (N)	达到竞品技术水平
测定范围	0.1~500mg (N)	0~500mg (N)	达到竞品技术水平
重复性误差 (RSD)	<0.5% (150mg 的 10%氮标准品)	<0.5% (250mg 天冬氨酸)	达到竞品技术水平
载气	二氧化碳	二氧化碳	达到竞品技术水平
除水方式	三级除水 金属冷凝+二级化学除水	三级除水 冷凝管+除水膜+化学除水	达到竞品技术水平

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

公司微波消解仪产品型号为海能技术 TANK 40, 可比产品为美国 CEM MARS 6, 公司产品技术指标整体而言已达到竞品水准。具体来看, 公司产品炉腔体积、微波最大输出功率、最大处理位数、最高耐温、最高耐压、微波均匀性指标已达到竞品水准。

**表9：公司微波消解仪产品技术指标整体与竞品一致**

对比指标	海能技术 TANK 40	美国 CEM MARS 6	技术说明
炉腔体积	64L	66L	达到竞品技术水平
微波最大输出功率	2000W	1800W	达到竞品技术水平
最大处理位数	40 位	40 位	达到竞品技术水平
最高耐温	330°C	330°C	达到竞品技术水平
最高耐压	2200psi	2200psi	达到竞品技术水平
微波均匀性	垂直空间排布的双磁控管变频控制系统, 微波连续非脉冲输出, 腔体内微波场分布均匀, 能量利用率高	垂直双向波导设计, 三维输出技术, 匹配谐波功频实现了高度的场均匀性	达到竞品技术水平
外罐材质	宇航复合纤维, 且整体喷涂特氟龙涂层, 防爆、耐高温、防腐、可水洗清洁	宇航复合纤维, 防爆、耐高温防腐	达到竞品技术水平
测温方式	全罐红外测温+光纤测温	全罐红外测温	达到竞品技术水平

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

### 3.2、色谱仪：产品指标基本达到或超越国际产品，业务收入增长迅速

#### 3.2.1、概念解析：色谱仪是一种分离分析仪器，广泛应用于化工、材料等领域

色谱仪是分析仪器的细分类别之一，是一种使用色谱法进行色谱分析的装置。色谱分析法简称色谱法或层析法，是一种物理或物理化学分离分析方法，该法利用某一特定的色谱系统（薄层色谱、高效液相色谱或气相色谱等系统）进行混合物中各组分的分离分析，主要用于分析多组分样品。色谱分析法可以根据流动相种类分为气相、液相、超临界流体、电色谱法四类。

色谱仪的应用领域十分广泛，包含化学工业、医药板块、食品工业、法医学、分子生物学研究等。色谱仪产品具有稳定、灵敏、多用、自动化等特点，在石油生产鉴定、环境健康监测、药物分析、食品检测等多领域中都拥有重要作用及地位，随着科技快速发展，对于物质的分析检测将愈加重要，色谱仪具有长远的发展前景。气相色谱和液相色谱为应用最广泛的两种色谱仪器。气相色谱法是指以气体作为流动相的色谱法。由于样品在气相中传递速度快，样品组分在流动相和固定相之间可以瞬间地达到平衡的特点，因此气相色谱法具有分析速度快、分离效率高等优点。液相色谱法是指以液体作为流动相的色谱法。与气相色谱不同的是，液相色谱法对高沸点、强极性、热稳定性差以及具有生物活性物质的分析特别有效。其中，以气相色谱法和液相色谱法开发出的实验分析仪器分别称为气相色谱仪和液相色谱仪。

图16：色谱仪按照依据的色谱法可以分为液相色谱仪与气相色谱仪等

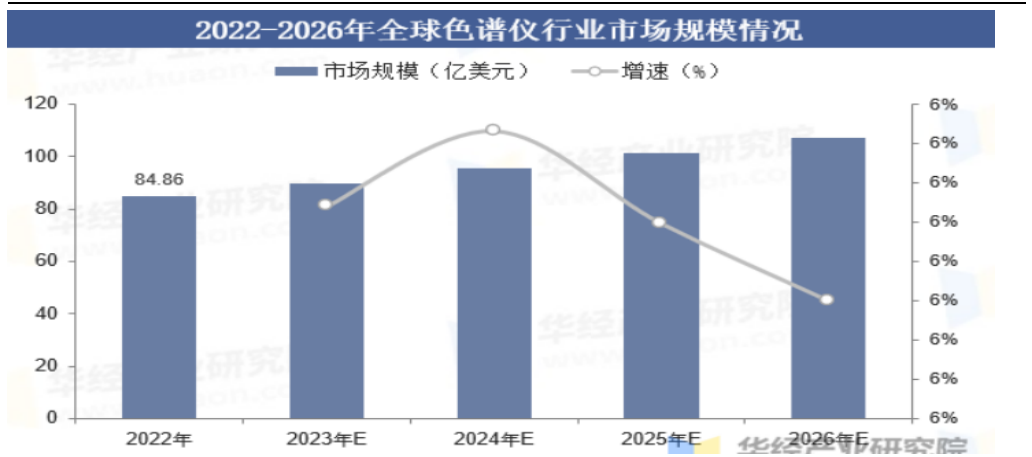


资料来源：公司招股书、开源证券研究所

### 3.2.2、行业情况：2022 年全球色谱仪规模 85 亿美元，色谱仪仍以进口为主

全球色谱仪行业市场规模在近年来呈现出稳定的增长态势。随着环境监测需求的增加、新药研发的不断推进以及食品安全监测的日益严格，色谱仪作为重要的分析仪器，其市场需求持续扩大。华经产业研究院数据显示，2022 年全球色谱仪行业市场规模为 84.86 亿美元，预计到 2026 年将增长至 107.36 亿美元。

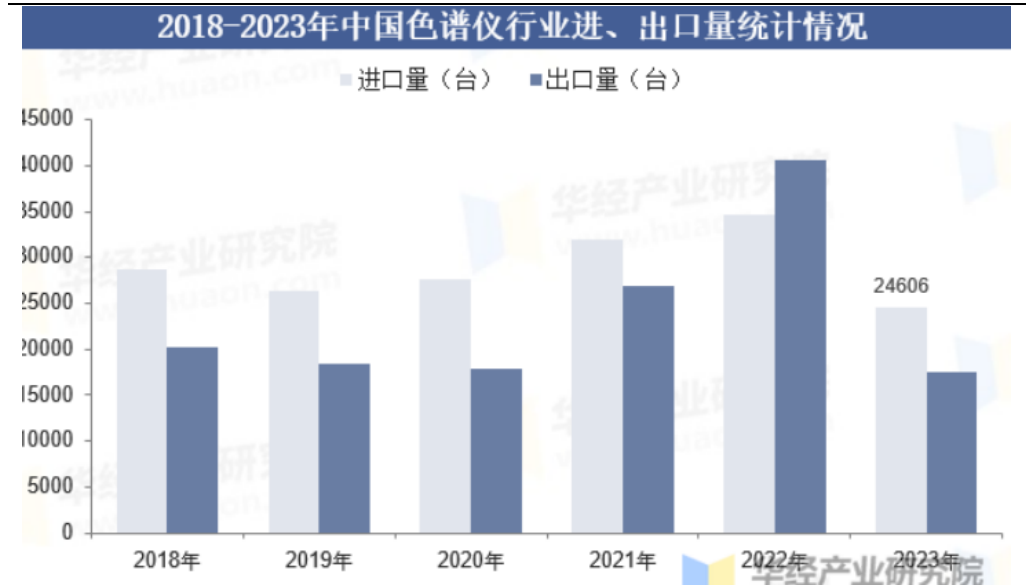
图17：2022 年全球色谱仪行业市场规模为 84.86 亿美元



资料来源：华经产业研究院

从我国色谱仪进、出口量来看，总体态势是进口大于出口。在进口方面，尤其是高端色谱仪，由于国内技术水平相对落后，仍需大量依赖进口。在出口方面，一些国内知名的色谱仪企业凭借其较高的产品质量和技术水平，成功打开了国际市场，实现了出口量的增长。这些出口产品主要集中在中低端市场，但也有一些高端产品开始在国际市场上获得认可。

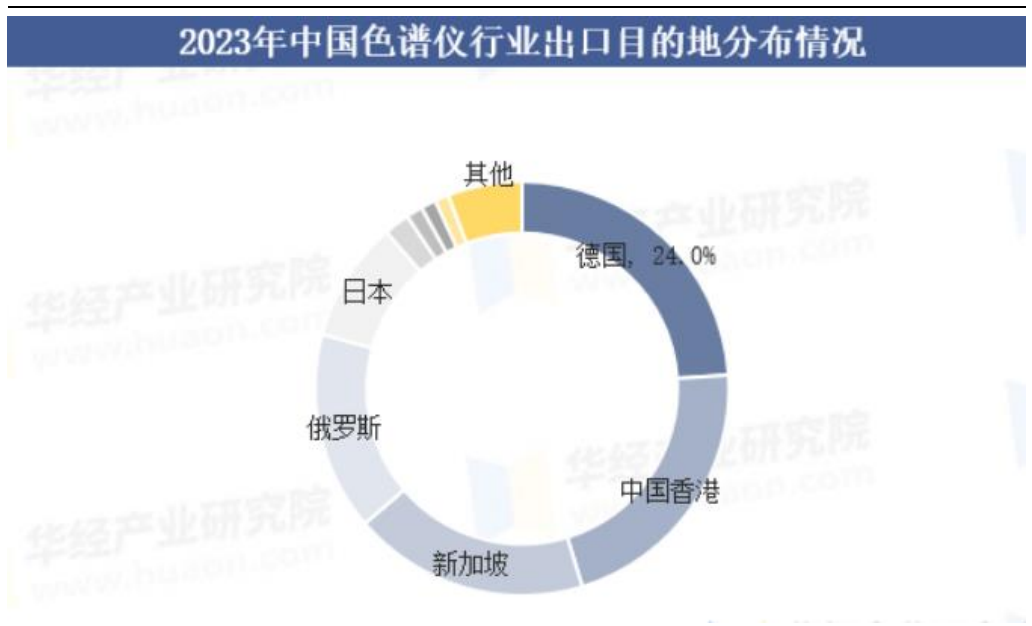
图18：2023年我国色谱仪出口量为24606台



资料来源：华经产业研究院

中国色谱仪产品出口到全球多个国家和地区，包括欧洲、北美、亚洲等地区，其中，一些发达国家如德国是中国色谱仪的主要出口目的地。数据显示，2023年我国色谱仪出口数量排名前三的目的地分别是德国、中国香港和新加坡，其中出口至德国的色谱仪数量占总出口量的24.0%。

图19：德国等是中国色谱仪的主要出口目的地



资料来源：华经产业研究院

## 液相色谱仪

我国液相色谱仪进口数量及金额均远大于进口，进口产品平均单价更高。根据中国海关总署数据显示，从进口情况来看，2024M1-M8 我国共进口液相色谱仪 6,585 台，进口金额约为 2.67 亿美元，平均进口单价约为 4.06 万美元。从出口情况来看，2024M1-M8 年我国共出口液相色谱仪 1,150 台，出口金额约为 0.37 亿美元，平均出口单价约为 3.22 万美元。

图20: 2024M1-M8 我国共进口液相色谱仪 6,585 台

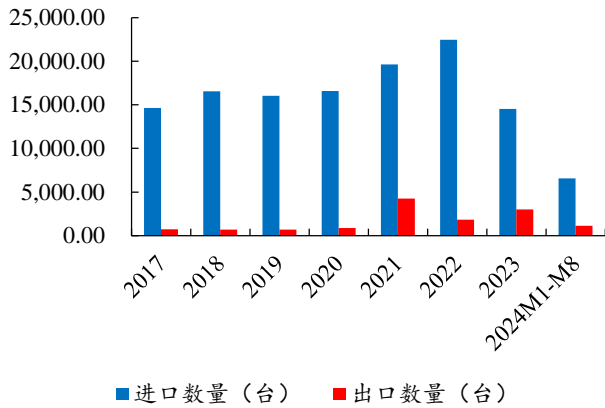
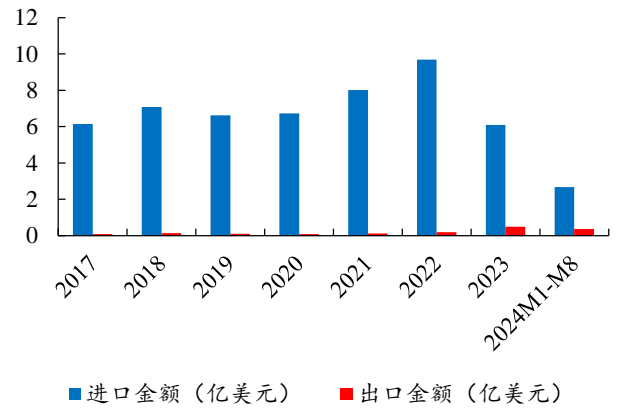


图21: 2024M1-M8 我国共进口液相色谱仪 2.67 亿美元



数据来源: 中国海关、Wind、开源证券研究所

数据来源: 中国海关、Wind、开源证券研究所

## 气相色谱仪

我国气相色谱器出口台数大于进口台数，但出口金额小于进口金额。根据中国海关总署数据显示，2024M1-M8 年我国气相色谱仪出口数量为 7,498 台，而进口数量仅为 4,344 台，虽然出口规模远大于进口规模，但由于我国出口产品多属于低端产品，高端产品仍依赖进口，2024M1-M8 我国气相色谱仪进口金额达 1.37 亿美元，进口设备平均价格超过 3 万美元/台，出口金额为 0.61 亿美元，出口设备平均价格仅约 0.813 万美元/台。

图22: 2024M1-M8 年我国气相色谱仪出口数量 7,498 台

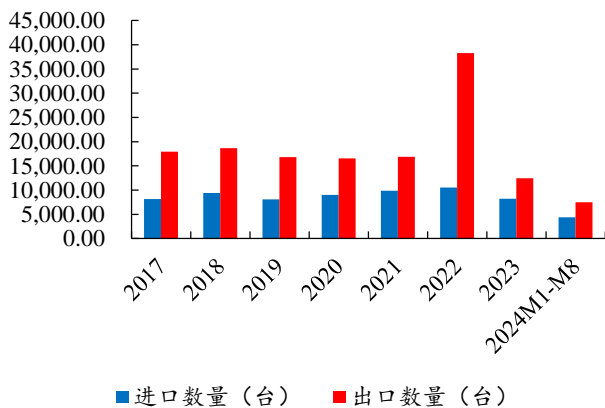
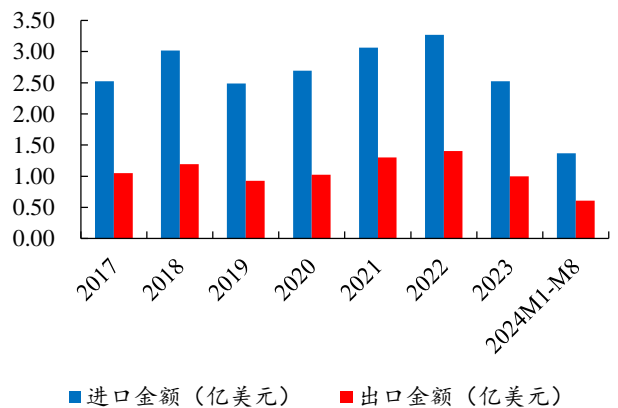


图23: 2024M1-M8 我国气相色谱仪进口 1.37 亿美元



数据来源: 中国海关、Wind、开源证券研究所

数据来源: 中国海关、Wind、开源证券研究所



### 3.2.3、产品分析：公司产品性能基本达到或超越国际厂商水平，业务营收增长迅速

公司的色谱仪器产品主要包括悟空仪器旗下的高效液相色谱仪（HPLC）与德国 G.A.S.旗下气相色谱-离子迁移谱联用仪（GC-IMS）两种。

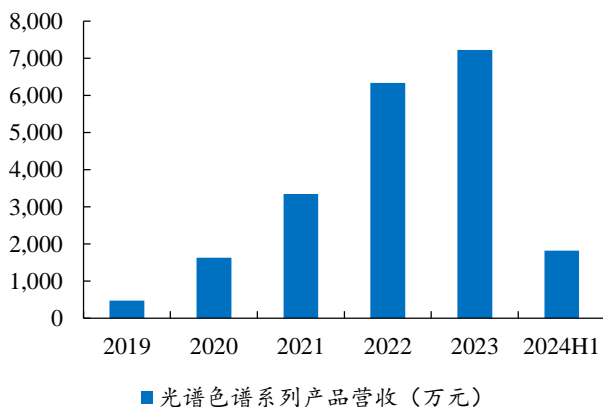
表10：公司的色谱仪器产品包括高效液相色谱仪（HPLC）与气相色谱-离子迁移谱联用仪（GC-IMS）两种

产品名称	产品简介	产品特点
<p>高效液相色谱仪</p> 	<p>公司的高效液相色谱仪由 Wookinglab 色谱工作站软件、二元高压梯度输液泵、自动进样器、柱温箱、紫外-可见光检测器组成，软件和核心硬件模块均为公司自主研发。</p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.强化可靠性设计理念，采用高品质核心元器件，历经权威机构可靠性验证，确保系统长期稳定运行；</li> <li>2.独特的送液与进样技术，结合高灵敏度检测器与强大的数据处理软件，确保分析结果精密准确；</li> <li>3.Wookinglab 工作站内置 2020 版《中国药典》、《中国兽药典》标准方法库，方便分析过程中检索调用，用户友好度较高；</li> <li>4.Wookinglab 采用数据库存储模式，支持多级权限管理，具备审计追踪功能，满足 FDA21CFRPart11 要求。</li> </ol>
<p>气相色谱-离子迁移谱联用仪</p> 	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、固体、液体、气体样品无需复杂前处理即可进行 VOCs 多组分的快速检测与痕量分析；</li> <li>2、配备专属 IMS 数据库和数据处理软件，实现分析数据可视化及组分检索功能，可进行样品间的 VOCs 差异化比对；</li> <li>3、GC 与 IMS 一体化设计，可为行业应用需求做专用机定制。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.样品无需富集浓缩即可检验，检出限可低至 ppbv 级；</li> <li>2.固体、液体、气体样品均可分析，常压下运行无需真空系统，仪器可快速稳定进入测试阶段；</li> <li>3.使用高纯氮气或合成空气作为载气，仪器日常运行维护成本较低；</li> <li>4.配备丰富的 IMS 数据库和数据处理软件；</li> <li>5.仪器可在实验室使用，也可用于便携车载或在线监测。</li> </ol>

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

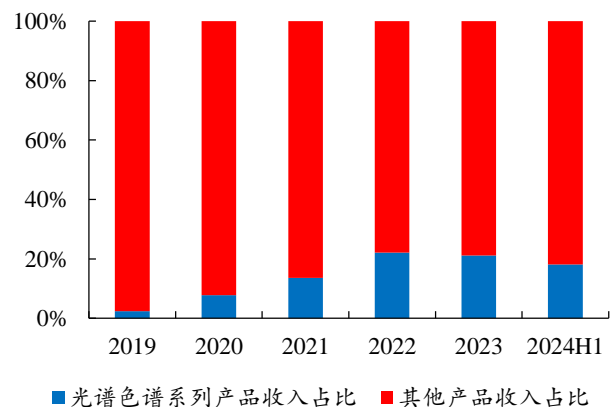
公司色谱仪产品逐渐发力，营业收入及占比不断增长。公司色谱仪产品于 2019 年开始产生收入，当年色谱仪产品实现营业收入 479.08 万元，色谱仪产品占公司总营业收入的 2.43%；2023 年，公司色谱仪产品实现营业收入 7225.43 万元，色谱仪产品占公司总营业收入的 21.18%，产品营收增长迅速。

图24：2019-2023 年公司色谱仪产品营收增长迅速



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：2019-2022 年公司色谱仪产品营收占比不断提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司液相色谱仪设备与竞争对手性能基本相当。液相色谱仪设备核心参数包括：输液泵的流速精密度、准确度和耐压，影响着系统的稳定性和可靠性；进样器的交叉污染影响着分析结果的准确性；仪器的基线噪声影响着检测器的灵敏度和检出限。检测器的线性范围影响着检测样品的浓度范围；色谱工作站软件的合规性决定着液相色谱仪是否能够在制药领域中大量使用。公司产品除进样重复性及软件合规性指标外，均已达到竞品技术水平。

**表11：公司液相色谱仪设备与竞争对手性能基本相当**

对比指标	海能技术 K2025	美国安捷伦 1260	日本岛津 LC-20A	美国赛默飞 U3000	技术说明
流速精密度	<0.06%	<0.07%	<0.06%	<0.05%	达到竞品技术水平
流速准确度	<±0.5%	±1%	<±1%	±0.1%	达到竞品技术水平
最高耐压	62MPa	60MPa	40MPa	62MPa	达到竞品技术水平
进样范围	0.1-100 μL	0.1-100 μL	0.1-100 μL	0.1-200 μL	达到竞品技术水平
进样重复性	RSD<0.5%	RSD<0.25%	RSD<0.3%	RSD<0.25%	接近竞品技术水平
交叉污染	<0.003%	<0.004%	<0.005%	<0.02%	达到竞品技术水平
柱温箱温度范围	室温-10℃至 85℃	室温-10℃至 85℃	室温-10℃至 85℃	5° C 至 80° C	达到竞品技术水平
波长重复性	±0.1nm	±0.1nm	±0.1nm	±0.1nm	达到竞品技术水平
基线噪声	0.25x10 <sup>-5</sup> AU	0.25x10 <sup>-5</sup> AU	0.5x10 <sup>-5</sup> AU	0.35x10 <sup>-5</sup> AU	达到竞品技术水平
基线漂移	1x10 <sup>-4</sup> AU/h	1x10 <sup>-4</sup> AU/h	1x10 <sup>-4</sup> AU/h	1x10 <sup>-4</sup> AU/h	达到竞品技术水平
线性范围	2.5AU	2.5AU	2.5AU	2.5AU	达到竞品技术水平
数据存储方式	数据库存储	文件存储或者数据库存储	文件存储或者数据库存储	数据库存储	达到竞品技术水平
软件合规性	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	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	与竞品还存在一定差距。公司在研项目着力加强积分算法、电子签名等细节的开发，将有效弥补与国外主流技术上的差距

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

公司气相色谱-离子迁移谱联用仪产品性能参数优于同行业主流产品。公司子公司 G.A.S. 研发生产的气相色谱-离子迁移谱联用仪 (GC-IMS) 产品因其独特性，在技术原理、下游应用等方面暂未有完全可比的竞品。因此，在国内市场销售的分析仪器中，挑选较接近的艾优特离子迁移谱 IMS 对比。公司产品在进样方式、漂移流速、样品类型等参数均优于可比产品。

**表12：公司气相色谱-离子迁移谱联用仪产品的性能参数优于同行业主流产品**

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

对比指标	海能技术 GC-IMS	德国艾优特离子迁移谱 IMS
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	VOCal 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

资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

### 3.3、通用设备：电位滴定仪产品技术指标达到国际厂商水准

通用仪器是指可应用于各种类型实验室进行基础理化分析的一类常用基础分析仪器，公司的通用仪器系列产品主要包括电化学仪器类、物理光学仪器类产品。电化学仪器是指通过测试样品与标准当量溶液反应产生的一系列电化学变化（如电压、电流、电导率等现象）来分析被测样品中的被测物的含量；物理光学仪器是指利用物理光学原理（如光的干涉、衍射、偏振、吸收、散射和色散等现象）进行精密测量或对物质成分、结构进行分析的一类光学仪器。具体产品主要包括电位滴定仪、折光仪、熔点仪。

图26：公司通用系列产品包括电位滴定仪、折光仪及熔点仪



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

电位滴定仪为公司通用设备系列主要产品。公司电位滴定仪产品 2019-2021 年实现营业收入 832.63、858.46、951.71 万元，占通用仪器系列产品营收的 34.84%、39.08%、38.63%。此外，公司滴定仪产品毛利率水平较高，2019-2021 年毛利率为

67.58%、62.93%、61.64%，毛利率逐渐下降原因为公司主流电位滴定仪产品 T960 售价降低所致。

图27：2019-2021 年公司电位滴定仪产品收入不断增长

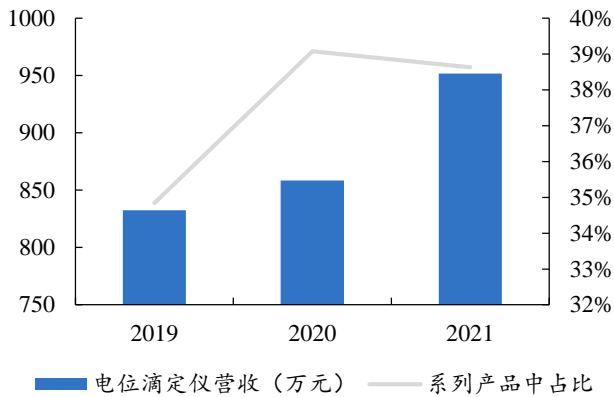
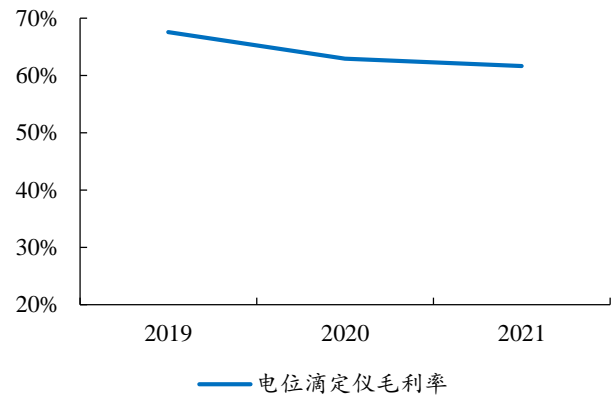


图28：2019-2021 年电位滴定仪产品毛利率呈下降趋势



数据来源：公司问询函回复、开源证券研究所

数据来源：公司问询函回复、开源证券研究所

电位滴定仪是应用电位滴定法进行容量分析的高精度实验室实验分析仪器，可进行酸碱滴定、氧化还原、沉淀和络合等多种滴定，具备常量滴定、微量滴定、终点设置滴定、体积设置滴定及模式滴定等功能。主要用于高等院校、科研机构、石油化工、制药、药检、冶金等各个行业的各种成分的化学分析。

公司主流电位滴定仪产品为海能技术 T960，主要由主机系统控制组件、滴定模块控制组件、下搅拌组件及自动进样器组件构成。其具有模块设计、四通道混合进样系统、配备安全内置式滴定管、多种滴定及测量模式、符合 FDA 21 CFR Part 11 要求的审计追踪、电子签名、用户分级权限管理、密码管理以及数据防篡改输出等功能的产品特点。

图29：公司 T960 电位滴定仪产品主要由四个组件构成



资料来源：公司问询函回复、开源证券研究所

公司主流电位滴定仪产品为海能技术 T960，可比产品为瑞士万通 905/907，公司产品的性能参数与国外产商的主流竞品相当。具体到各指标来看，公司产品的测量范围、加液单元指标、测量模式均已达到竞品水平，自动进样器指标与滴定模式已达到竞品水平，但在产品位数选择范围及部分滴定模式上尚有差距。

**表13：公司电位滴定仪产品性能参数与国外产商主流竞品相当**

对比指标	海能技术 T960	瑞士万通 905/907
测量范围	-2000.0mV~+2000.0mV -20.000pH~ +20.000pH	-2000mV~+2000mV -20.0pH~ +20.0pH
加液单元	模块化加液单元分辨率：1/1500000	瓶顶式加液单元分辨率：1/10000 或 1/20000
自动进样器	12 位 250mL 16 位 100mL 18 位 50mL	12~48 个（以 75mL 样品杯计） 样品体积范围：75-250mL
测量模式	等量滴定、动态滴定、手动滴定、终点滴定、 永停滴定、等量滴定二阶微商法、Gran 滴定、 恒 pH 滴定、连续 pH/mV 测量	动态滴定，等量滴定，设定滴定、 容量法卡氏水份滴定和恒电位 滴定
滴定模式	电位滴定、永停滴定	电位滴定、永停滴定、卡尔费休 容量滴定、光度滴定、电导滴定

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

#### 4、盈利预测与投资建议

公司是一家技术驱动型企业,2019年以来,公司持续保持较高的研发投入水平,年均研发费用率超过13%。此外,公司牵头或参与起草了多项国家标准及行业标准,且承担诸多国家重点研发计划,有较强的技术引领作用,为行业的发展做出了贡献。近段时间,科学仪器行业整体市场需求缩减影响导致公司2024Q1-Q3收入不及预期,在叠加高强度费用投放持续,业绩承压较大。我们下调公司2024-2026年盈利预测,预计2024-2026年的归母净利润分别为0.36/0.42/0.49(原0.55/0.70/0.87)亿元,对应EPS分别为0.42/0.50/0.58元/股,对应当前股价的PE分别为28.9/24.7/20.9倍,可比公司2024PE均值33X,公司多项科学仪器新产品达行业领先水平,国产替代工作积极进行,看好公司中长期的发展,维持“买入”评级。

**表14: 可比公司2024E PE均值33X, 公司2024E PE为22X**

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	27.94	18.79	0.63	0.82	1.07	44.3	34.1	26.1
皖仪科技	688600.SH	15.89	21.41	0.52	0.75	1.00	30.6	21.2	15.9
聚光科技	300203.SZ	16.88	75.75	0.73	0.82	0.9	23.1	20.6	18.8
	均值		38.65	0.63	0.80	0.99	32.7	25.3	20.3
海能技术	430476.BJ	9.15	7.74	0.42	0.50	0.58	21.6	18.5	15.7

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20241101)

#### 5、风险提示

创新受阻风险、需求变弱风险、海外市场开拓风险

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	312	301	299	295	324
现金	215	195	196	185	205
应收票据及应收账款	14	16	12	17	15
其他应收款	3	2	4	2	5
预付账款	4	5	4	6	6
存货	72	77	78	79	89
其他流动资产	5	6	4	5	5
<b>非流动资产</b>	291	311	321	358	362
长期投资	13	11	7	7	7
固定资产	110	129	139	160	167
无形资产	54	49	50	51	53
其他非流动资产	115	123	125	141	135
<b>资产总计</b>	604	613	620	654	686
<b>流动负债</b>	84	83	75	85	88
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	20	25	22	32	33
其他流动负债	64	58	53	53	55
<b>非流动负债</b>	25	22	24	24	23
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	25	22	23	23	23
<b>负债合计</b>	109	106	99	109	111
少数股东权益	6	5	0	-3	-5
股本	81	85	85	85	85
资本公积	200	182	182	182	182
留存收益	206	235	256	282	313
<b>归属母公司股东权益</b>	489	502	521	547	580
<b>负债和股东权益</b>	604	613	620	654	686

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	70	46	47	60	63
净利润	39	38	31	39	47
折旧摊销	18	21	19	23	27
财务费用	1	0	1	2	2
投资损失	4	1	-5	-5	-7
营运资金变动	2	-20	-0	3	-6
其他经营现金流	5	6	1	-2	0
<b>投资活动现金流</b>	-15	-37	-25	-53	-24
资本支出	13	35	37	58	30
长期投资	-2	-4	3	1	-1
其他投资现金流	0	2	9	4	6
<b>筹资活动现金流</b>	54	-28	-22	-18	-19
短期借款	-24	0	0	0	0
长期借款	-0	-0	-0	-0	-0
普通股增加	10	3	0	0	0
资本公积增加	90	-18	0	0	0
其他筹资现金流	-22	-13	-22	-18	-19
<b>现金净增加额</b>	109	-19	1	-11	20

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	287	341	332	372	434
营业成本	88	109	120	134	160
营业税金及附加	5	4	5	5	6
营业费用	65	84	83	89	102
管理费用	56	60	57	61	69
研发费用	45	55	56	61	69
财务费用	1	0	1	2	2
资产减值损失	-1	-1	-1	-1	-1
其他收益	20	16	18	17	18
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-4	-1	5	5	7
资产处置收益	0	-0	0	-0	-0
<b>营业利润</b>	42	41	34	43	52
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	42	41	34	42	51
所得税	2	3	2	3	4
<b>净利润</b>	39	38	31	39	47
少数股东损益	-5	-7	-5	-3	-2
<b>归属母公司净利润</b>	44	45	36	42	49
EBITDA	57	59	50	63	75
EPS(元)	0.53	0.53	0.42	0.50	0.58

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	16.3	18.7	-2.7	12.2	16.5
营业利润(%)	-23.4	-2.5	-17.6	25.6	20.9
归属于母公司净利润(%)	-16.7	1.4	-20.7	17.3	17.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	69.3	68.1	64.0	64.1	63.2
净利率(%)	13.7	11.2	9.4	10.5	10.9
ROE(%)	8.0	7.5	6.0	7.2	8.3
ROIC(%)	13.6	11.8	9.0	10.3	12.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	18.1	17.3	15.9	16.7	16.1
净负债比率(%)	-41.0	-36.4	-36.2	-32.6	-34.4
流动比率	3.7	3.6	4.0	3.5	3.7
速动比率	2.8	2.6	2.9	2.4	2.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	21.9	25.0	26.0	28.0	30.0
应付账款周转率	4.8	4.8	5.0	4.9	4.9
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.53	0.53	0.42	0.50	0.58
每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	0.55	0.56	0.71	0.75
每股净资产(最新摊薄)	5.78	5.94	6.16	6.47	6.86
<b>估值比率</b>					
P/E	23.3	22.9	28.9	24.7	20.9
P/B	2.1	2.1	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	14.8	14.6	16.9	13.6	11.0

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3029290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