

增持（首次）

国内分析色谱领域标杆企业

赛分科技（688758）深度报告

2025 年 2 月 14 日

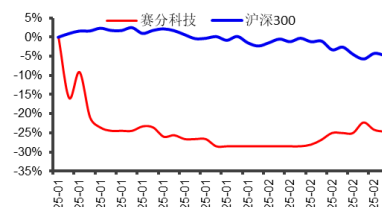
投资要点：

分析师：谢雄雄
SAC 执业证书编号：
S0340523110002
电话：0769-22110925
邮箱：
xiexiongxiong@dgzq.com.cn

主要数据 2025 年 2 月 13 日

收盘价（元）	15.24
总市值（亿元）	63.47
总股本（亿股）	4.16
流通股本（亿股）	0.40
ROE (TTM)	6.98%
12 月最高价（元）	20.70
12 月最低价（元）	14.66

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，iFind

相关报告

- 公司致力于研发和生产用于药物分析检测和分离纯化的液相色谱材料。公司于2002年在美国特拉华州成立，致力于开发和生产用于生物大分子等药物分离纯化的液相色谱材料。为满足高速发展的中国生物制药下游分离纯化需求，公司于2017年在扬州成立赛分科技扬州有限公司，专注色谱层析介质的生产。其中一期工程已于2021年正式投产，包括抗体、疫苗、胰岛素、重组蛋白以及小分子药物专用介质八条生产线。二期工程正在建设中，总产能将超二十万升。历经二十年在色谱层析领域的深耕，公司已发展成为一个集研发、生产和全球销售为一体的实业型企业，全球客户超5000家。
- 全球色谱介质市场规模稳步保持提升趋势。近年来随着下游生物制药、学术研究、食品安全领域的不断发展，全球色谱介质市场规模稳步提升，根据前瞻产业研究院数据，2023年全球色谱介质市场规模预计达到69亿美元，预计于2026年达到90亿美元，2023-2026年期间年均复合增长率为9.26%。生物制药是色谱介质最为重要的应用领域，随着全球生物药研发投入不断增加，抗体、疫苗、重组蛋白等下游生物药市场不断扩张及新药逐步放量，全球生物药色谱介质市场需求快速扩张，根据前瞻产业研究院数据，2023年全球生物药色谱介质市场规模预计为54亿美元，预计于2026年达到70亿美元，2023-2026年期间年均复合增长率为9.04%。
- 公司具备技术和研发优势。公司坚持以技术创新为发展驱动力，在多年持续研发和生产应用中不断优化和再创新，围绕色谱介质制备环节形成了微球合成、表面修饰和功能化修饰三大先进的核心技术平台，在行业内处于发展的前沿，拥有较高的技术壁垒。依托核心技术平台，结合自身对色谱技术在药物研发生产过程中应用的深刻理解及对下游新药研发市场方向的前瞻性判断，公司以实际应用需求优化研发设计，积极布局下游新兴领域，在核壳复合层析介质制备、功能生物大分子合成等领域形成显著技术创新性优势，成功研发出核壳复合层析介质、ProteinA亲和层析等高质量标准产品并具备规模化生产能力，为mRNA药物、抗体药物等新兴药物的大规模生产提供高效的关键原料保障和纯化工艺开发技术支持。
- 投资建议：预计公司2024年和2025年每股收益分别为0.2元和0.24元，对应估值分别为75倍和63倍。公司作为国内分析色谱领域标杆企业，具备技术和研发优势。首次覆盖，给予公司“增持”评级。
- 风险提示。市场竞争风险、新品研发风险、毛利率波动的风险和产能大幅扩张的风险等。

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

深度研究

公司研究

证券研究报告

目录

1、公司是国内分析色谱领域标杆企业	4
1.1 公司概况	4
1.2 公司目前主要产品情况	5
1.2.1 公司分析色谱产品	5
1.2.2 公司工业纯化产品	6
1.3 公司近几年营收和归母净利润保持快速增长	7
1.4 公司近几年盈利能力有所提高	8
2. 全球色谱行业市场规模稳步提升	9
2.1 色谱介质概况	9
2.1.1 色谱技术分类	9
2.1.2 色谱技术在医药行业的应用	9
2.2 色谱行业规模情况	10
2.3 多重因素促进色谱市场发展	11
2.3.1 下游生物制药行业的需求提升带动色谱行业市场增长	11
2.3.2 新的应用场景催生新需求	12
2.3.3 进口替代趋势加速助力国内色谱市场发展	12
3、公司拥有多项核心技术，产品种类布局全面	12
3.1 公司具备技术和研发优势	12
3.2 公司产品种类布局全面	13
3.3 公司布局全球市场，拥有良好市场口碑	13
4、投资建议	14
5、风险提示	14

插图目录

图 1：公司历经的多个发展阶段	4
图 2：公司股权结构（截至 2025 年 1 月）	4
图 3：公司营收及其同比增速	7
图 4：公司归母净利润及其同比增速	7
图 5：公司主营业务收入的主要构成	8
图 6：公司期间费用率情况	8
图 7：公司毛利率和净利率情况	8
图 8：色谱技术在生物药全周期全流程的应用示意图	9
图 9：生物药分离纯化流程示意图	10
图 10：2020-2026 年全球色谱介质和生物药色谱介质市场规模（亿美元）	10
图 11：2020-2026 年中国色谱介质和生物药色谱介质市场规模（亿元）	11
图 12：2016-2025 年全球生物药市场规模及预测（亿美元）	12
图 13：2016-2025 年中国生物药市场规模及预测（亿元）	12
图 14：公司国内部分客户概览	13
图 15：公司国外部分客户概览	13

表格目录

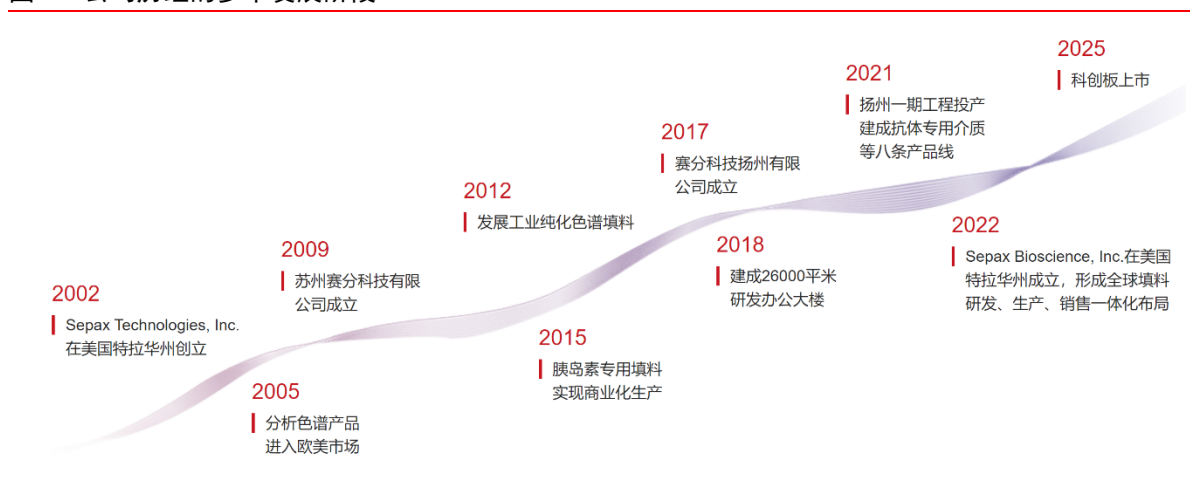
表 1：公司分析色谱产品及用途情况	5
表 2：公司工业纯化产品及用途情况	6
表 3：公司盈利预测简表（截至 2025 年 2 月 13 日）	14

1、公司是国内分析色谱领域标杆企业

1.1 公司概况

公司致力于研发和生产用于药物分析检测和分离纯化的液相色谱材料。公司于 2002 年在美国特拉华州成立，致力于开发和生产用于生物大分子等药物分离纯化的液相色谱材料。为满足高速发展的中国生物制药下游分离纯化需求，公司于 2017 年在扬州成立赛分科技扬州有限公司，专注色谱层析介质的生产。其中一期工程已于 2021 年正式投产，包括抗体、疫苗、胰岛素、重组蛋白以及小分子药物专用介质八条生产线。二期工程正在建设中，总产能将超二十万升。历经二十年在色谱层析领域的深耕，公司已发展成为一个集研发、生产和全球销售为一体的实业型企业，全球客户超 5000 家，与包括罗氏、辉瑞、礼来、甘李药业、正大天晴、齐鲁制药、再生元、Moderna 等国际大型医药集团、生物制药公司以及创新药企业建立了良好的业务合作关系，并与 Agilent、Sigma-Aldrich 等行业国际巨头保持长期稳定合作，为全球生物制药企业提供从药品研发、临床前（Pre-IND）到临床 I、II、III 期、生产以及质控全周期全流程分析色谱和工业纯化解决方案。

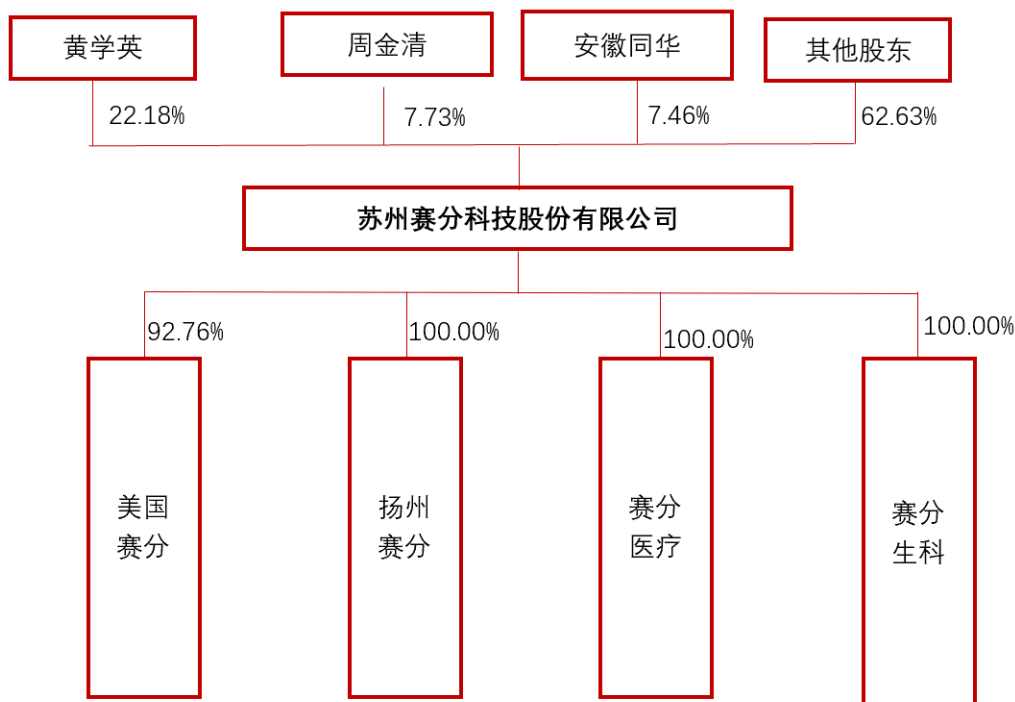
图 1：公司历经的多个发展阶段



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

公司实际控制人为黄学英先生。根据 Wind 数据以及公司招股说明书数据显示，截至 2025 年 1 月，黄学英先生直接持有公司 22.18% 股权，为公司的控股股东和实际控制人。公司共拥有 3 家全资子公司和 1 家控股子公司，分别为美国赛分、扬州赛分、赛分医疗和赛分生科，其中美国赛分负责国外分析色谱产品的研发、生产和销售；扬州赛分主要负责公司工业纯化色谱填料的生产，是工业纯化色谱填料的主要生产单位；赛分医疗主要负责公司医疗板块的研发、生产；赛分生科是美国研发中心项目的实施主体，并负责开发海外的工业纯化填料市场。

图 2：公司股权结构（截至 2025 年 1 月）



资料来源：Wind，公司招股说明书，东莞证券研究所

1.2 公司目前主要产品情况

公司主要产品为分析色谱产品和工业纯化产品。公司核心产品为应用于生物大分子药物及小分子化学药物分析检测和分离纯化的色谱柱和色谱填料，贯穿药物开发生产的全过程，应用于药物研发、IND 申报、临床试验、申请上市、商业化生产等多个环节，是制药企业特别是生物药企从药物早期研发到商业化大规模生产所需要的关键核心耗材。

1.2.1 公司分析色谱产品

公司的分析色谱产品主要用于药物研发及质检环节的分析检测。分析色谱材料的微球粒径通常为 10 微米及以下，主要用于药物的研发分析、质量控制和小量样品的制备，实现对不同组分的分离，分析色谱产品多以填装成柱的色谱柱形态存在，色谱柱产品是将微米级的固定相色谱填料运用专有技术装填在不锈钢或塑料 Peek 柱管中而制得，将制得的色谱柱连接到液相色谱分析仪器上，即可分离混合组分，对各种药物分子进行分析。公司的分析色谱产品主要用于药物研发及质检环节的分析检测，公司自设立起便自主开发不同分离模式的分析色谱柱产品，产品种类齐全，应用领域广泛，目前细分产品超过 1,000 种，依托强大的技术研发能力，公司在已有产品线基础上持续进行升级及创新，解决生物制药色谱分离前沿问题，公司分析色谱产品种类齐全，应用领域广泛，规格从粒径 1.7-10 μm ，孔径 80Å-2000Å，内径 0.3mm 到 5cm，满足客户多样化的分析分离需求。

表 1：公司分析色谱产品及用途情况

产品类别	产品	产品特征	应用场景
------	----	------	------

名称			
分析色谱柱	体积排阻色谱柱	体积排阻分离模式的液相色谱柱，填充的体积排阻色谱填料通过在高纯度具有良好机械稳定性的硅胶或聚合物基质上，键合一层均匀的纳米厚度中性亲水薄膜制备而成，通过层析介质孔径的设定，利用分子大小的不同，在介质中滞留时间的长短来实现分离	广泛适用于抗体、蛋白、质粒、mRNA、腺病毒载体、类病毒颗粒等各类生物大分子的分离和检测
	离子交换色谱柱	离子交换分离模式的液相色谱柱，填充的离子交换色谱填料以聚苯乙烯/二乙烯基苯微球、完全覆盖微球表面的纳米厚度的亲水薄膜以及一层均匀的离子交换官能团构成，利用分子混合物所带电荷的不同，通过正负电荷相互吸引来实现分离	适用于抗体、蛋白、寡核苷酸、多肽、质粒、腺病毒载体等各类生物大分子的分离和检测
	亲和色谱柱	亲和分离模式的液相色谱柱，填充的亲和色谱填料由均一的聚苯乙烯/二乙烯基苯微球与重组蛋白 A 官能团偶联而成，通过配基特异性识别来实现分离	适用于细胞系筛选或上游生物工艺优化和质量控制过程中快速准确的抗体定量分析
	疏水色谱柱	疏水分离模式的液相色谱柱，填充的疏水色谱填料通过无孔、球形、高交联度的聚苯乙烯/二乙烯基苯微球表面偶联疏水性的官能团制备而成，利用分子表面极性的不同实现分离	适用于分离和检测单克隆抗体、抗体偶联物（ADC）以及存在疏水性差异的蛋白片段等
	常规色谱柱	拥有各种不同色谱作用机制，主要适用于小分子物质的色谱柱的总称，其中以反相色谱为主，大部分以全覆盖的键合硅胶为基质	广泛地满足食品、药品、保健品、生命科学领域不同实验的分离与纯化要求
分析色谱填料	分析色谱填料	用以填充分析色谱柱的各种类型填料的总称，需要装填到色谱柱中才能发挥色谱分离作用	主要适用于分析色谱柱的装填生产，较少单独使用

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

1.2.2 公司工业纯化产品

公司工业纯化产品覆盖多种生物药纯化分离的需求。工业纯化色谱填料的微球粒径通常为 10 微米以上，主要在药物的临床研究阶段以及工业化生产阶段用于分离纯化，实现目标成分的提取，工业纯化类色谱产品形态多为散装层析介质，便于药企大规模纯化使用，亦存在将层析介质填装至空柱管中，以预装柱产品形态供客户进行小规模筛选和纯化。作为生物药规模生产过程中下游纯化环节的关键材料，层析介质的需求量随着药物生产规模的放大而增加。由于生物样品具有多样性和复杂性，经过多年的技术与积累，公司针对不同的应用场景，自主开发了覆盖不同分离模式的层析介质产品体系，覆盖多种生物药纯化分离的需求。公司具有强大的技术创新能力，能够不断丰富产品图谱，推出应用于 mRNA 核酸药物、多抗药物等前沿领域的创新层析介质，产品种类已超过 100 种。

表 2：公司工业纯化产品及用途情况

产品类别	产品名称	产品特征	应用场景
层析介质	亲和层析填料	在琼脂糖基质微球或聚合物基质微球表面键合耐碱性重组蛋白 A、OligodT20 分子等配基，通过配基特异性识别来实现分离	用于抗体、蛋白、核酸、多肽等生物大分子的分离纯化

	复合层析填料	高聚物微球为基质的核壳结构填料，核壳两层的表面化学官能团可调节，兼容两种分离机制的特性	可广泛适用于蛋白、抗体、疫苗、病毒、DNA、RNA、质粒等生物大分子的分离纯化并帮助提高生产分离效率
	离子交换填料	在亲水性基质表面键合不同的离子交换官能团，利用分子混合物所带电荷的不同，通过正负电荷相互吸引来实现分离	广泛适用于抗体、疫苗、胰岛素、蛋白、核酸、肝素等生物样品的分离和纯化
	体积排阻填料	以聚合物或琼脂糖为基质经过亲水修饰而成，通过层析介质孔径的设定，利用分子大小的不同，在介质中滞留时间的长短来实现分离	多应用于胰岛素及小分子分离，对生物大分子的分离纯化也具有高分离效率和回收率
	疏水填料	在聚合物基质微球表面键合烷基、丁基、乙醚基等官能团，利用分子表面极性的不同实现分离	应用于抗体、蛋白、DNA 和寡核苷酸类等较大分子量的生物样品的分离纯化
	聚合物反相填料	采用高交联度的聚合物为基质，固定相中含有苯基官能团，利用固定相和流动相的相对极性大小实现分离	适用于胰岛素、多肽等较小分子量的生物样品以及造影剂等小分子化合物
	硅胶基质填料	以高纯度具有良好机械稳定性的硅胶为基质，采用单层官能团化学键合技术进行修饰	适合疏水性和亲水性化合物分离，以及多肽和蛋白等
预装柱	预装柱	将少量层析介质预先装填进小规格的不锈钢或特殊塑料柱管，接入到液相色谱或蛋白纯化等实验系统，以便快速测试层析介质性能	适用于对层析介质进行初步筛选

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

1.3 公司近几年营收和归母净利润保持快速增长

公司近几年营收和归母净利润保持快速增长。2019—2023 年，公司营收从 0.74 亿元增长至 2.45 亿元，GAGR 为 35.04%；公司在 2020 年扭亏为盈，2020-2023 年，公司归母净利润从 0.09 亿元增长至 0.52 亿元，GAGR 为 82.97%，公司近几年营收和归母净利润保持较为快速增长。公司深耕分析色谱行业多年，良好的技术储备及丰富的全球客户资源，为公司分析色谱业务带来了持续稳定的增长。工业纯化业务是公司重点发展的业务板块，2021 年，扬州公司填料生产线正式投产，工业纯化填料产能明显提升，能够满足更多客户的工业纯化填料需求。公司工业纯化板块继续保持扩张，成为驱动公司经营业绩增长的核心产品。

图 3：公司营收及其同比增速

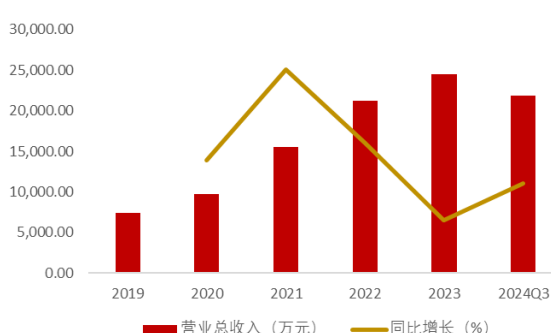
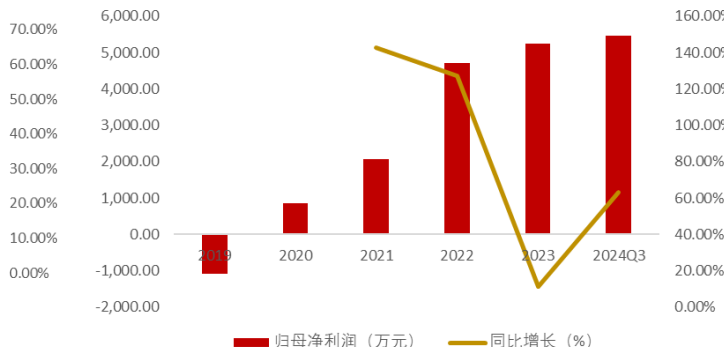


图 4：公司归母净利润及其同比增速



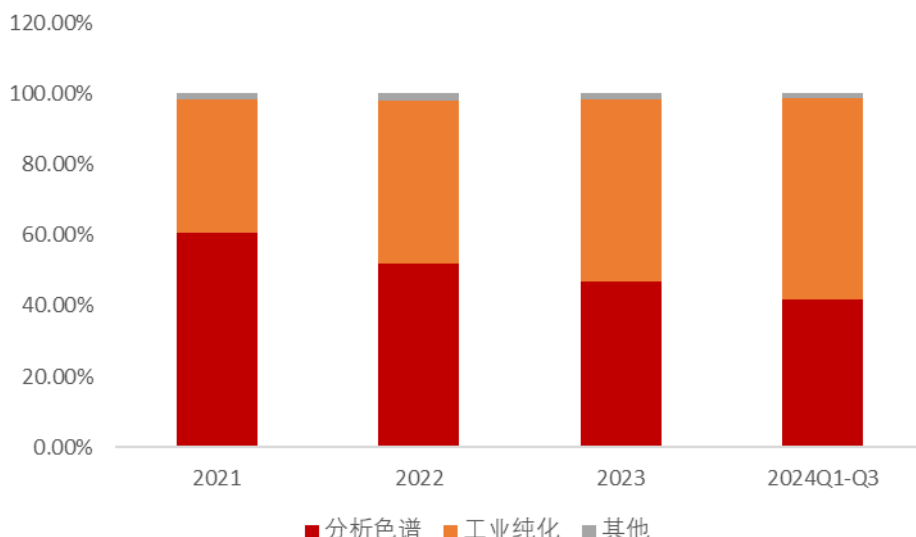
资料来源：IFind，东莞证券研究所

资料来源：IFind，东莞证券研究所

公司主营业务收入主要来源于分析色谱产品和工业纯化产品。分析色谱产品和工业纯化

产品是公司主营业务收入的主要来源，公司也获得少量技术类服务订单，整体占比较小。2021 年到 2024 年前三季度期间，分析色谱产品收入占主营业务收入的比重分别为 60.52%、51.84%、46.98%和 41.94%；工业纯化产品收入占主营业务收入的比重分别是 37.69%、46.06%、51.24%和 56.65%，2021 年，扬州公司填料生产线正式投产，工业纯化填料产能明显提升，工业纯化填料营收占比快速提升，成为公司收入的重要增长点。

图 5：公司主营业务收入的主要构成

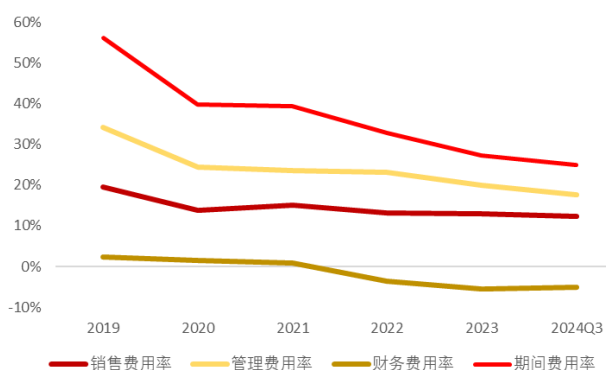


资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

1.4 公司近几年盈利能力有所提高

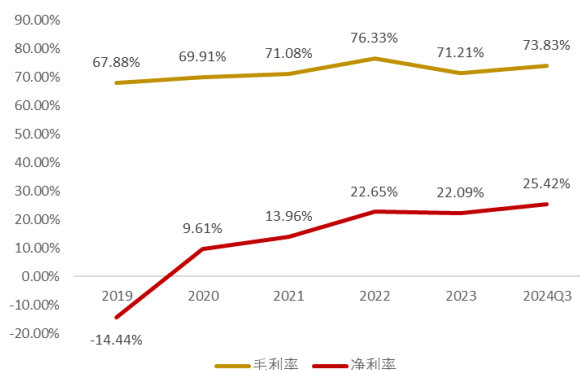
公司近几年盈利能力有所提高。公司 2019—2023 年的毛利率分别为 67.88%、69.91%、71.08%、76.33%和 71.21%；净利率分别为-14.44%、9.61%、13.96%、22.65%和 22.09%。得益于公司营收规模快速增长，规模化效应逐步显现，公司近几年期间费用率逐年降低，带动公司盈利能力有所提高。

图 6：公司期间费用率情况



资料来源：IFind，东莞证券研究所

图 7：公司毛利率和净利率情况



资料来源：IFind，东莞证券研究所

2. 全球色谱行业市场规模稳步提升

2.1 色谱介质概况

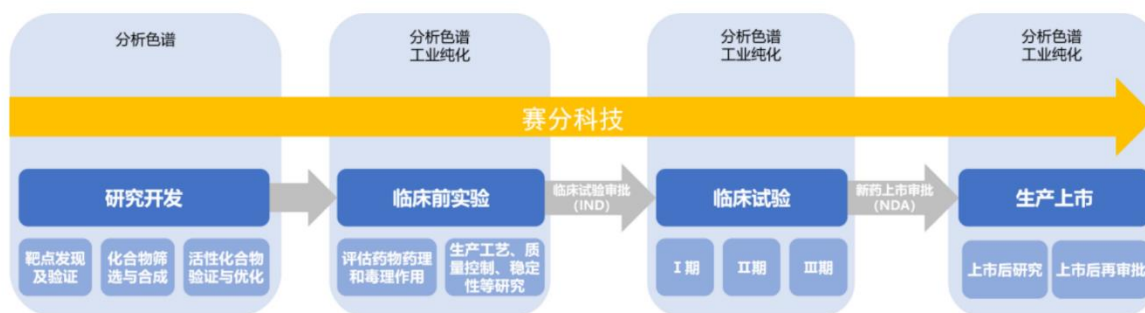
2.1.1 色谱技术分类

色谱技术分类。根据应用场景的不同，色谱产品可应用于分析色谱及工业纯化两大领域。分析色谱技术是一种超高效、高精度度、高准确率的分析技术，广泛应用于药物的分析检测和质量控制、中药复杂组分分析、医疗诊断、食品分析检测、农药残留物检测、水质和环境监测等领域。分析色谱技术的主要应用平台为高效液相色谱系统，分析色谱柱则是其中的核心部件，性能优异的色谱柱具备较高的稳定重复性和较长的使用寿命，在保证更好的分辨率和准确性的同时，可以节约分离时间和成本。工业纯化是指根据临床用药和制剂要求，用适宜的溶剂和方法，从原料中提取有效物质、除去杂质的过程。工业纯化色谱技术的主要应用平台为层析系统，工业纯化色谱填料是其中的核心耗材。作为生物药规模生产过程中下游纯化环节的关键材料，层析介质的需求量随着药物生产规模的放大而增加。

2.1.2 色谱技术在医药行业的应用

色谱技术应用于生物药的研发、生产及应用等各个环节。分析色谱主要应用于研究开发阶段、临床前实验阶段、生产应用阶段以及全过程的质控环节，全球制药行业的研发和质量控制实验室利用分析色谱技术将混合物中各组分进行分离，通过监控和分析这些组分的含量和杂质情况，进行药物鉴别、含量测定和杂质检查，为药物的生产工艺优化、质量研究与控制、稳定性考察、药理毒理及临床研究等提供重要的参考依据，有力地指导药物的开发研制，同时为药物的安全有效性提供保障。随着生物药流程的推进和延伸，工业纯化技术的应用也随之凸显，与分析色谱技术不同，工业纯化技术的目的是将目标物与杂质及有害物质分离，且将潜在内源病毒样颗粒和外源病毒进行灭活去除，进而制备出高纯度、低潜在危害的产品，工业纯化是药品生产的核心环节，其技术的先进性决定了药品的质量及药品生产效率和成本，对药物的安全有效性起着至关重要的作用。

图 8：色谱技术在生物药全周期全流程的应用示意图



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

色谱技术对于生物药生产起着至关重要的作用。生物药生产包括上游发酵及下游工业纯

化，下游纯化环节在整个生物药生产中占据主要生产成本，以单抗为例，下游分离纯化环节占据总生产成本的 65% 以上。下游分离纯化主要涉及收获、层析捕获、低 PH 病毒灭活及深层过滤、层析、除病毒过滤、浓缩超滤、无菌过滤等环节，层析是整个下游纯化工艺的核心环节，层析使用的设备及耗材主要为层析系统和色谱填料。

图 9：生物药分离纯化流程示意图

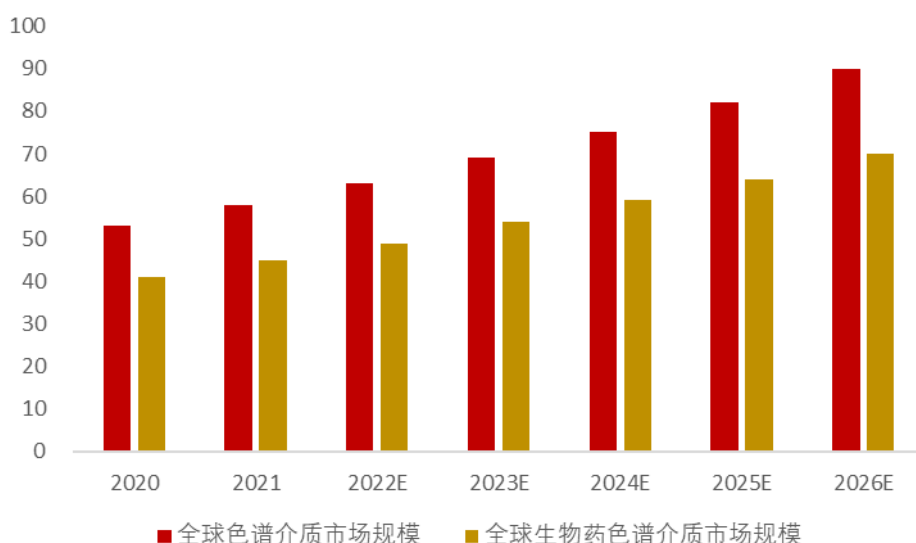


资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

2.2 色谱行业规模情况

全球色谱介质市场规模稳步保持提升趋势。近年来随着下游生物制药、学术研究、食品安全领域的不断发展，全球色谱介质市场规模稳步提升，根据前瞻产业研究院数据，2023 年全球色谱介质市场规模预计达到 69 亿美元，预计于 2026 年达到 90 亿美元，2023-2026 年期间年均复合增长率为 9.26%。生物制药是色谱介质最为重要的应用领域，随着全球生物药研发投入不断增加，抗体、疫苗、重组蛋白等下游生物药市场不断扩张及新药逐步放量，全球生物药色谱介质市场需求快速扩张，根据前瞻产业研究院数据，2023 年全球生物药色谱介质市场规模预计为 54 亿美元，预计于 2026 年达到 70 亿美元，2023-2026 年期间年均复合增长率为 9.04%。

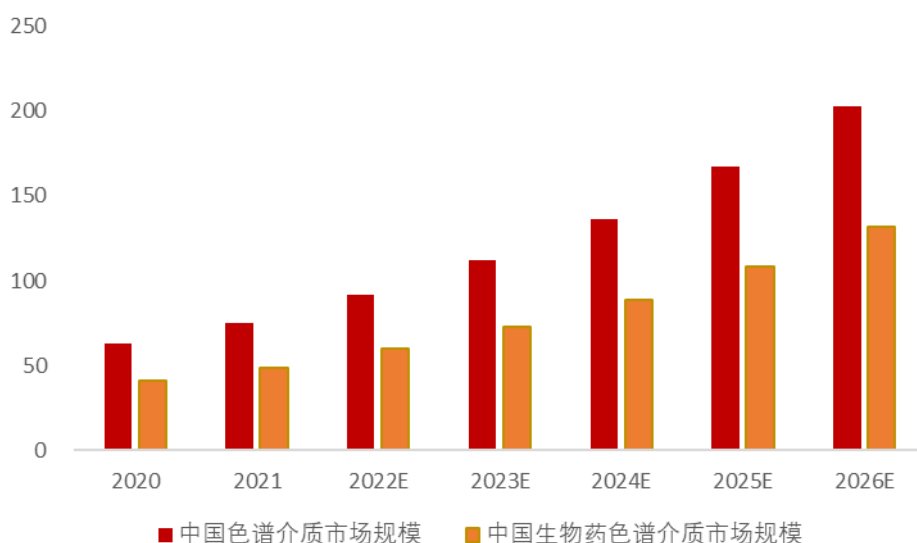
图 10：2020-2026 年全球色谱介质和生物药色谱介质市场规模（亿美元）



资料来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

我国色谱介质行业规模呈现高速增长趋势。相较于国外，我国色谱介质行业发展较晚，但随着近年来中国从政策层面及科技研发支持方面加大对生物医药的重视及投入，受技术创新、产业结构调整 and 支付能力增加等因素驱动，国内生物药行业得以迅速发展，色谱介质作为生物药行业生产中不可或缺的关键耗材，随着下游市场需求不断释放，我国色谱介质行业规模呈现高速增长趋势，生物药色谱介质市场规模的增速尤为明显。根据前瞻产业研究院数据，2023 年中国色谱介质市场规模为 112 亿元，预计于 2026 年达到 203 亿元，2023-2026 年期间年均复合增长率为 21.92%。2023 年中国生物药色谱介质市场规模为 73 亿元，随着我国在生物药领域的研发投入的不断增加，国际重磅生物药专利的到期，未来 5 年我国生物药色谱介质市场仍将保持高速增长，预计于 2026 年达到 132 亿元，2023-2026 年期间年均复合增长率为 21.83%。

图 11：2020-2026 年中国色谱介质和生物药色谱介质市场规模（亿元）



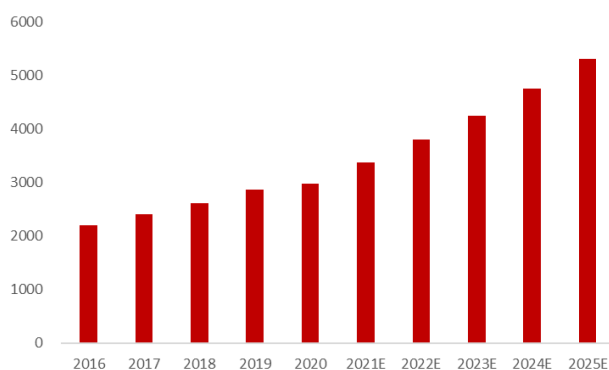
资料来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

2.3 多重因素促进色谱市场发展

2.3.1 下游生物制药行业的需求提升带动色谱行业市场增长

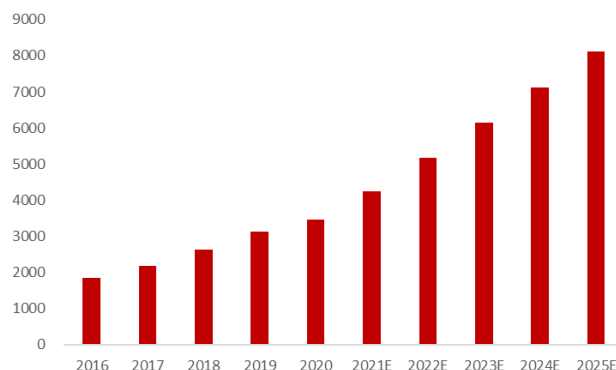
下游生物制药行业的需求提升带动色谱行业市场增长。近年来新的药物形式和给药技术快速发展，传统小分子化药不断迭代，单抗、疫苗、重组蛋白等大分子生物药物迎来快速应用发展的黄金期，ADC、双抗、mRNA、核酸、基因细胞治疗等新生物医药技术不断涌现，全球生物制药产业发展势头强劲。根据 Frost&Sullivan 统计数据，2016 年至 2020 年，全球生物药市场从 2,202 亿美元增长至 2,979 亿美元，复合年增长率达 7.8%。受临床需求扩充、技术进步及新一代产品收入增长的驱动，预计 2025 年全球生物药市场将进一步达到 5,301 亿美元，年复合增长率为 12.2%。受益于生物制药研发投入大量增加、经销模式创新与供应链产能提高，随着未来大量项目进入商业化，中国生物药市场规模将保持高增速，根据 Frost&Sullivan 统计数据，预计 2025 年中国生物药市场规模将达到 8,116 亿元，2020 年至 2025 年复合年增长率为 18.6%，发展势头强劲。色谱分离技术是对药物进行分离纯化和分析检测最常用也是最稳定的技术，各类药物的研发及生产都离不开色谱技术的应用，下游生物制药行业的需求提升带动色谱行业市场增长。

图 12：2016-2025 年全球生物药市场规模及预测（亿美元）



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

图 13：2016-2025 年中国生物药市场规模及预测（亿元）



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

2.3.2 新的应用场景催生新需求

新的应用场景催生新需求。随着医药技术的进一步创新发展，新靶点、新制剂的生物药品不断涌现，生物活性物质种类越来越多，组成结构愈加复杂，且由于生物药具有分子量大、结构复杂且可变、容易受到各种理化因素影响等特点，在生物发酵、目标产物的分离纯化等复杂生产过程中存在异变性，为药物的分离纯化带来了很多挑战，需要开发更创新的产品进行深入表征分析。同时随着色谱应用场景延伸至 ADC、双抗、核酸、基因治疗等新兴领域，催生了新的分离纯化需求。

2.3.3 进口替代趋势加速助力国内色谱市场发展

进口替代趋势加速助力国内色谱市场发展。国家药品集采政策逐步落地使得我国药品销售价格下降，制药企业对成本端的重视程度大幅提升，国内具有优势的劳动力和生产成本将推动国产化产品在价格方面较海外供应商具备一定优势。国家对生物安全的高度重视以及近几年复杂的国际关系促使国内制药企业对于生产的核心耗材供应能力提出了较高的要求，海外企业由于国际贸易摩擦影响，全球供应链受阻，药企客户出于对供应链安全和原材料供货稳定性考虑，对于寻求性价比更高的国产色谱供应商的需求强烈，而国内色谱企业通过持续加大研发投入，不断提升自主创新、工艺技术和生产质控能力，推动成本下降及性能升级，越来越多国内色谱企业已经具备生产一流的层析介质的能力，逐步与国际领先企业形成有效竞争，进口替代趋势明显。

3、公司拥有多项核心技术，产品种类布局全面

3.1 公司具备技术和研发优势

公司具备技术和研发优势。公司坚持以技术创新为发展驱动力，在多年持续研发和生产应用中不断优化和再创新，围绕色谱介质制备环节形成了微球合成、表面修饰和功能化修饰三大先进的核心技术平台，在行业内处于发展的前沿，拥有较高的技术壁垒。依托核心技术平台，结合自身对色谱技术在药物研发生产过程中应用的深刻理解及对下游新药研发市场方向的前瞻性判断，公司以实际应用需求优化研发设计，积极布局下游新兴领域，在核壳复合层析介质制备、功能生物大分子合成等领域形成显著技术创新性优势，

成功研发出核壳复合层析介质、ProteinA 亲和层析等高质量标准产品并具备规模化生产能力，为 mRNA 药物、抗体药物等新兴药物的大规模生产提供高效的关键原料保障和纯化工艺开发技术支持。

3.2 公司产品种类布局全面

公司产品种类布局全面。基于自主研发的核心技术平台以及在产品实际开发和应用中积累的大量技术诀窍，公司能够制备出粒径孔径高度可控，表面涂层稳定性良好，非特异性吸附低的色谱介质。公司产品种类布局全面，微球涵盖硅胶、聚合物和琼脂糖三大基质类型，填料粒径包括 1.7 μm、1.8 μm、3 μm、5 μm、8 μm、10 μm、15 μm、30 μm、45 μm、60 μm、90 μm 等规格，填料孔径包括无孔、6nm、8nm、10nm、12nm、15nm、20nm、30nm、50nm、80nm、100nm、200nm、400nm 等规格，基于多样的表面涂层和功能基团制备的色谱填料覆盖亲和、离子交换、体积排阻、聚合物反相、疏水、复合、正相、反相等多种分离模式。公司层析介质种类超过 100 种，分析色谱柱细分规格超过 1,000 种，形成了对抗体、疫苗药物、胰岛素、核酸、重组蛋白等诸多下游应用场景较为全面的覆盖，为生物制药企业从药物发现到临床试验研发及商业化生产全流程提供全面高效、稳定可控的纯化分离方案。

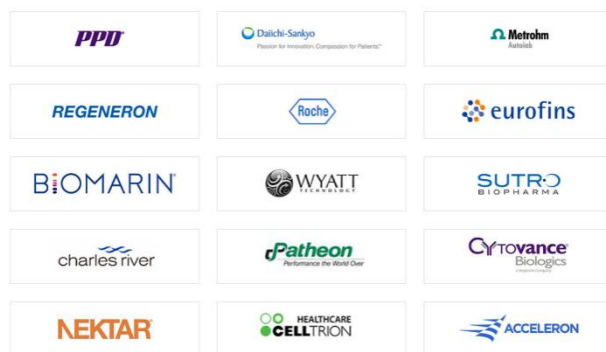
3.3 公司布局全球市场，拥有良好市场口碑

公司布局全球市场，拥有良好市场口碑。公司业务面向全球市场，依托在技术研发、产品性能、质量控制、规模化生产、销售渠道等多方面的优势，公司的分析色谱柱产品广泛应用于抗体、疫苗、核酸、重组蛋白等生物大分子领域的前沿研究，全球范围内共有超过 1,000 余篇论文引用了公司的相关产品，在业界形成了良好的市场口碑。公司在全球分析色谱领域客户超过 5,000 家，与包括罗氏、辉瑞、礼来、甘李药业、正大天晴、齐鲁制药、再生元、Moderna 等国际大型医药集团、生物制药公司以及创新药企业建立了良好的业务合作关系，并与 Agilent、Sigma-Aldrich 等行业国际巨头保持长期稳定合作。全球化的业务布局以及丰富的客户资源不仅为公司的业务发展提供了持续动力，同时也使公司紧跟全球医药领域前沿研发方向技术发展趋势，及时开展创新技术研发及产品迭代更新，快速响应客户不断涌现的多样化需求，形成技术创新与客户黏性共同良性发展的有利格局，进一步巩固并提升公司的核心竞争力。

图 14：公司国内部分客户概览



图 15：公司国外部分客户概览



4、投资建议

首次覆盖，给予公司“增持”评级。预计公司 2024 年和 2025 年每股收益分别为 0.2 元和 0.24 元，对应估值分别为 75 倍和 63 倍。公司作为国内分析色谱领域标杆企业，具备技术和研发优势。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

表 3：公司盈利预测简表（截至 2025 年 2 月 13 日）

科目（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	245	310	379	458
营业总成本	185	216	262	318
营业成本	71	81	98	119
营业税金及附加	3	4	5	6
销售费用	32	38	46	55
管理费用	49	53	65	78
财务费用	-14	-14	-19	-22
研发费用	44	54	67	82
公允价值变动净收益	0	0	0	0
资产减值损失	(7)	(7)	(10)	(11)
营业利润	61	94	114	135
加：营业外收入	0	0	0	0
减：营业外支出	0	1	0	0
利润总额	61	94	113	135
减：所得税	7	8	11	12
净利润	54	86	102	123
减：少数股东损益	2	1	2	1
归母公司所有者的净利润	52	84	101	121
摊薄每股收益(元)	0.13	0.20	0.24	0.29
PE（倍）	120.93	75.40	63.02	52.38

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

5、风险提示

（1）**市场竞争风险**。全球分析色谱行业主要厂商包括 Thermo Fisher、Tosoh、Agilent 等，工业纯化行业主要厂商包括 Cytiva、Thermo Fisher、Merck KGaA 等。公司与行业主要厂商相比，在经营规模、市场占有率、产品类型等方面存在一定差距。如果未来公司不能持续紧跟市场需求进行研发投入，持续提高经营规模，增强资本实力，扩大市场份额，将面临较大的市场竞争风险。

（2）**新品研发风险**。色谱行业是技术密集型行业，客户的需求多样，下游医药行业新领域的拓展持续催动色谱行业的技术突破及更新进步，如果公司未来不能持续跟踪生物

医药市场的发展趋势及时进行前瞻性研发，满足下游市场对色谱介质的产品性能、质量和多样性不断提高的要求，可能会影响公司市场地位和未来收益的实现，将会对公司的业务产生不利影响。

（3）毛利率波动的风险。公司产品种类较多，不同产品对于原料的要求及工艺精细度存在差异，导致产品间毛利率存在一定差异。此外，随着新产品的不断推出，生产初期可能出现工艺不稳定的情况，导致毛利率短期内出现波动。同时由于工业纯化客户单笔订单金额较大，议价能力可能较强，导致公司产品毛利率出现下滑。

（4）产能大幅扩张的风险。随着在技术研发和销售网络等方面的持续投入，公司近年来业务规模持续增长，主要产品工业纯化填料的产销量快速提升。若下游生物制药领域政策及市场环境出现不利变化，国内生物制药企业的填料国产化替代进程放缓，或公司重点客户未来产能建设及释放不及预期，则公司可能面临产能消化不及预期的风险。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券公司、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司的其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn