

纳米微球龙头，国产替代加速成长

—— 纳微科技首次覆盖报告

2025 年 4 月 30 日

核心观点

- 事件：**2025 年 4 月 24 日，公司发布 2024 年年报和 2025 年一季度报告。2024 年公司实现收入 7.82 亿元，同比增长 33.33%，归母净利润 0.83 亿元，同比增长 20.82%，扣非归母净利润 0.66 亿元，同比增长 108.55%。2025Q1 公司实现收入 1.89 亿元，同比增长 22.39%，归母净利润 0.29 亿元，同比增长 72.98%，扣非归母净利润 0.25 亿元，同比增长 85.28%。
- 核心业务恢复增长，新增仪器业务并表。**2024 年公司核心业务色谱填料和层析介质实现收入 4.51 亿元，同比增长 10.20%，其中大分子层析介质收入 2.49 亿元，同比持平，小分子色谱填料收入 1.65 亿元，同比增长 16.13%；新增色谱分析仪器及配件实现收入 1.54 亿元，主要来自于收购公司福立仪器的并表；蛋白层析系统及配件收入 0.40 亿元，同比减少 33.41%；液相色谱柱及样品前处理产品收入 0.73 亿元，同比增长 26.15%；IVD 用微球产品收入 530 万元，同比增长 9.53%；光电用微球产品收入 0.36 亿元，同比增长 1.77%；分离纯化技术服务收入 925 万元，同比增长 8.62%；其他收入 1335 万元，同比增长 33.04%。
- 色谱填料市场持续扩容，国产替代加速进行。**纳米微球应用广泛，在生物制药领域，色谱填料为生产下游纯化环节重要耗材。在生物药、多肽药物蓬勃发展的推动下，色谱填料市场持续扩容，然而当下市场仍由进口厂商主导，国产化率仅有 10% 左右。随着国内药企的对降本增效的越发重视，叠加关税战带来的供应链安全考虑，国产替代势必加速进行。公司产品布局完善（微粒大小、基质种类、分离类型），性能领先可对标国际（粒径、孔径、机械强度），品牌已获得国内头部药企认可。2024 年，公司客户数量 792 家，同比增加 23 家；新完成与盛迪亚、丽珠、诺泰、康诺亚和翰宇五家客户的战略合作协议签署。全年来自签约战略客户的销售额 2.24 亿元，占色谱填料收入比 50%。随着重点客户的管线推进，以及公司每年稳定的新客户开发，产品将迎来快速放量期。
- 投资建议：**借助底层技术驱动，公司逐渐发展成“填料+耗材+仪器”一体化的国产领先色谱填料供应商，随着国产替代持续进行，高质量客户项目管线顺利推进，公司业绩将迎来快速增长。预计 2025-2027 年收入 9.77/11.70/13.73 亿元，归母净利润 1.34/2.03/2.90 亿元，EPS 为 0.33/0.50/0.72 元。当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 67/45/31 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**新产品研发进度不及预期的风险；国产替代进程不及预期的风险；下游客户管线进展不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	782.46	976.79	1169.75	1373.18
收入增长率%	33.33	24.84	19.75	17.39
归母净利润(百万元)	82.84	134.18	202.76	290.11
利润增速%	20.82	61.97	51.11	43.08
毛利率%	70.22	70.00	70.20	70.40
摊薄 EPS(元)	0.21	0.33	0.50	0.72
PE	109.19	67.41	44.61	31.18
PB	5.17	4.91	4.56	4.14
PS	11.56	9.26	7.73	6.59

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

纳微科技 (688690.SH)

推荐 首次评级

分析师

程培

☎: 021-20257805

✉: chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522100001

研究助理 谭依凡

市场数据

2025-04-29

股票代码	688690.SH
A 股收盘价(元)	22.40
上证指数	3286.65
总股本(万股)	40381
实际流通 A 股(万股)	40381
流通 A 股市值(亿元)	90.45

相对沪深 300 表现图

2025-04-29



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

目录

Catalog

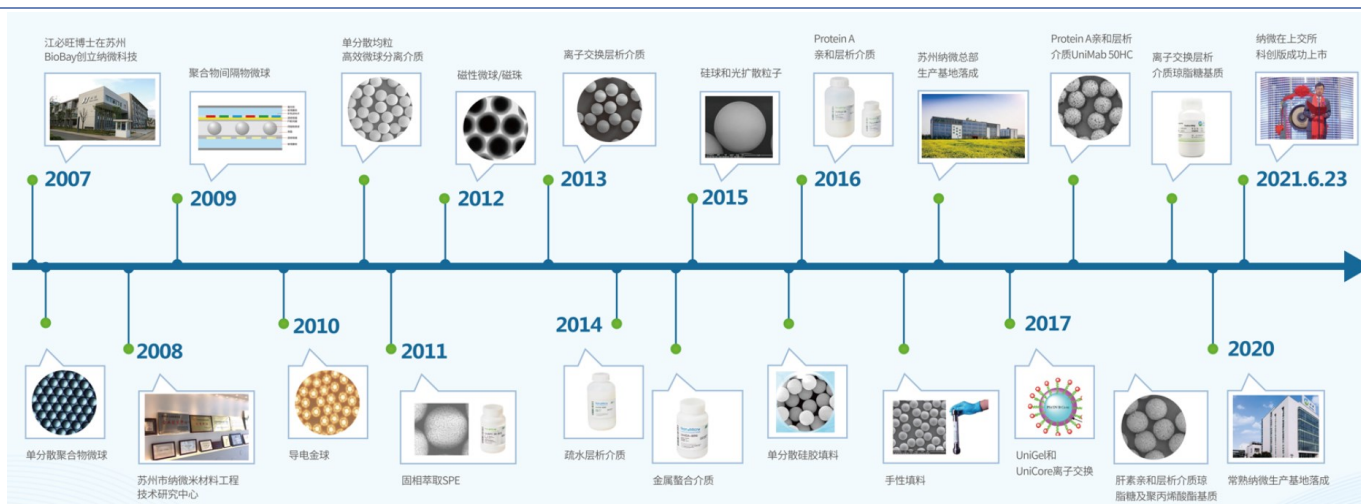
一、 纳微科技：高端色谱填料引领者	3
（一） 纳微科技：高端色谱填料引领者，掌握纳米微球精准制备	3
（二） 业绩恢复增长，仪器业务并表	5
二、 下游需求持续旺盛，国产替代空间广阔	8
（一） 纳米微球应用广泛，分离纯化环节刚需	8
（二） 市场规模持续扩容，当前国产化率仍较低	10
（三） 产品覆盖全+性能优越，加速国产替代	14
三、 投资建议	18
（一） 收入拆分和盈利预测	18
（二） 相对估值	19
（三） 绝对估值	19
四、 风险提示	21

一、纳微科技：高端色谱填料引领者

（一）纳微科技：高端色谱填料引领者，掌握纳米微球精准制备

纳微科技是一家专门从事高性能纳米微球材料研发、规模化生产、销售及应用服务，为生物医药、平板显示、分析检测及体外诊断等领域客户提供核心微球材料及相关技术解决方案的高新技术企业。公司成立于 2007 年，2021 年 6 月在科创板成功上市。

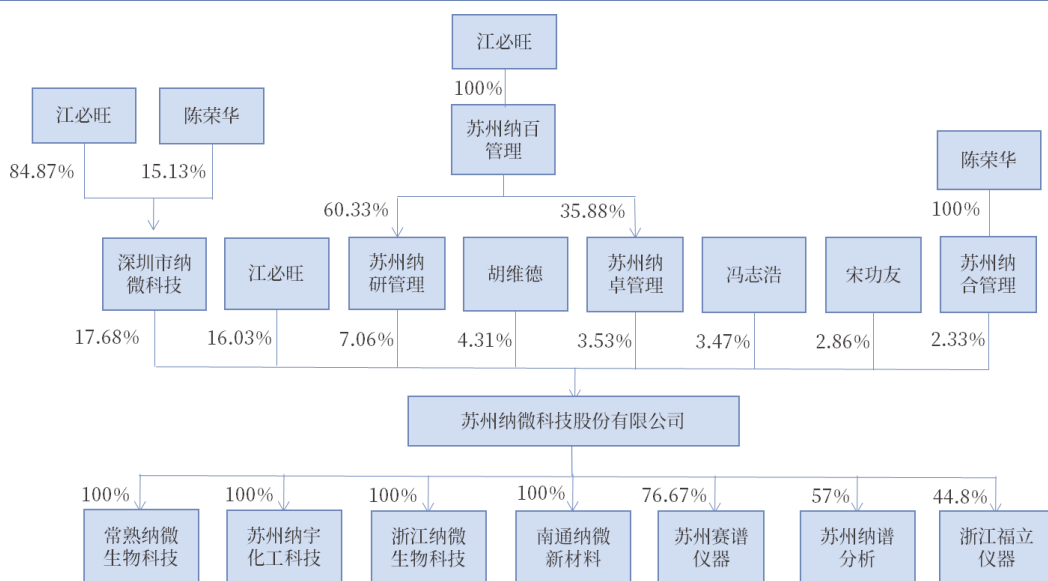
图1：纳微科技发展历程



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司股权结构稳定，子公司设立完善。董事长江必旺先生为公司实际控制人，直接持有公司 16.03% 的股份，并通过深圳纳微、苏州纳研、苏州纳卓间接持有公司股份。公司子公司设立完善，常熟纳微和浙江纳微为公司色谱填料的主要生产厂地，纳谱分析负责公司色谱柱的研发、生产和销售，赛谱仪器和福立仪器负责为公司提供分离纯化用的色谱仪器。

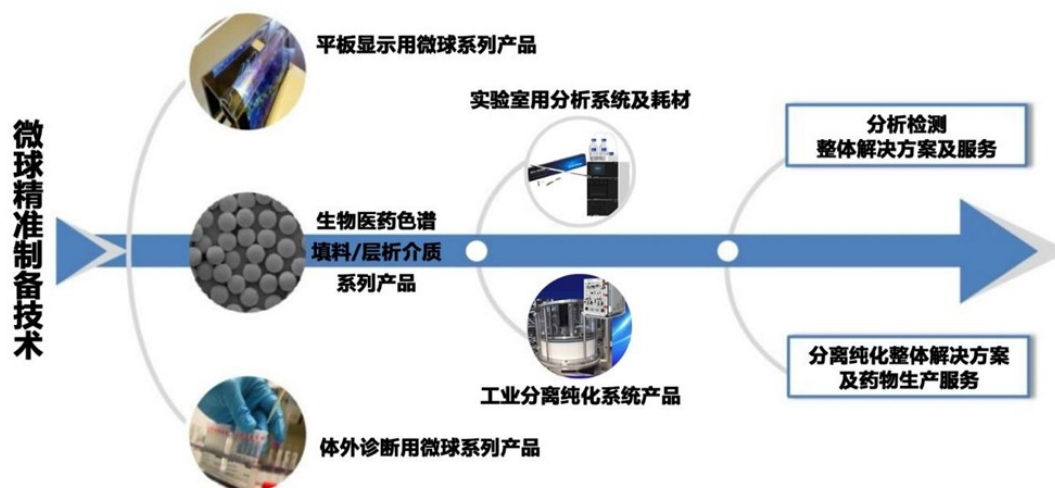
图2：纳微科技股权结构（截至 2025.4.28）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

公司目前产品和服务主要涉及生物医药工艺、分析检测、平板显示和体外诊断等四大应用领域。生物医药工艺领域，公司主要为生物制药分离纯化提供关键的色谱填料和层析系统，以及分离纯化整体解决方案服务；分析检测领域，公司拥有较完整的色谱分析仪器和耗材产品线，应用于生物技术、制药（包括生物药、化药、中药）、食品安全、环境监测、化工和科研中的色谱分析检测等领域，为客户提供分析检测整体解决方案；平板显示领域，公司主要产品为间隔物微球，同时可以提供包括以二氧化硅为基质的间隔物微球（间隔物硅球）、导电金球、黑球等光电应用微球材料；体外诊断领域，主要提供磁微粒化学发光、胶乳免疫比浊、免疫荧光、核酸提取等产品所需的磁珠、乳胶微球、荧光微球等关键微球原材料。

图3：纳米微球产品应用领域



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表1：纳微科技主要产品及服务

领域	产品种类	产品名称	主要用途
生物医药	药物分离纯化色谱填料和层析介质	硅胶色谱填料	广泛用于有机小分子、手性分子、天然产物、多肽、抗生素、胰岛素等的大规模分离纯化，也是实验室分析检测最常用的色谱柱填充材料
		聚合物色谱填料	用于有机小分子、天然产物、多肽、抗生素、胰岛素、核苷酸等的大规模分离纯化。
		离子交换层析介质	用于抗生素、多肽、蛋白质、抗体、核酸等生物分子的分离纯化。
		亲和层析介质	用于抗体、蛋白及多糖的分离纯化。
		疏水层析介质	用于蛋白、抗体等生物分子的分离纯化。
		凝胶过滤填料	用于疫苗、病毒、蛋白等生物分子及小分子的分离纯化。
		其他微球产品	用于特殊应用的纯化填料或微球产品。
	药物分离分析色谱柱及相关配套	液相色谱柱及样品前处理	用于生物技术、制药、食品安全、环境监测、化工和科研中的色谱分析检测。
		蛋白层析系统	用于生物药分析检测和蛋白、多肽、核酸等大分子的分离纯化配套设备和仪器。
	药物合成	寡核苷酸合成系统	用于全自动的亚磷酸胺法寡核苷酸合成。
	技术服务	药物分离纯化技术服务	为客户提供研发、生产等分离纯化相关技术服务(目前主要是手性药物拆分服务)。
平板显示	光电领域用微球材料	间隔物塑胶球	广泛应用于 LCD 面板及 PDLC 智能调光膜的盒厚控制。
		光电应用其它微球	间隔物硅球应用于 LCD 面板边框盒厚的控制；导电金球应用于 LCD 边框导电联接、ACF 各向异性导电胶膜等；黑球可用于车载显示屏、VA 显示以及一些特殊显示。
体外诊断	诊断试剂用核心微球	磁珠	核酸提取，化学发光，蛋白纯化、细胞分选等。
		体外诊断用其他微球	应用于标记免疫检测。

资料来源：纳微科技公司公告，中国银河证券研究院

纳微科技拥有微球精准制备及相关微纳米材料核心专利技术，能够针对制药行业、光电显示、电子连接、食品检测、医疗诊断、标准计量、环境检测等领域的关键需求，对微球材料进行微米级、亚微米至纳米级的精准化和个性化制备，精准控制微球的尺寸、形貌、材料构成及表面功能化，为各行业提供高品质微纳米球产品。纳微科技集化学、物理、生物、材料和电子等交叉学科技术于一体，通过十年持续不断的研发和创新，拥有众多的自主知识产权：纳微米球粒径大小及粒径分布精确控制关键技术；纳微米球孔径大小、孔径分布和比表面精确调控关键技术；纳微米球表面改性和功能化关键技术；纳微米球规模化生产工艺技术。

图4：纳米微球核心技术

核心技术 微球的精准制备

粒径精确定制

5nm-1000nm内任意粒径单分散微球

形貌孔径可控

不同形貌微球（如空心，多孔，核壳，实心等）

3nm到800nm内任意调控孔径大小和比表面积

微球表面性能

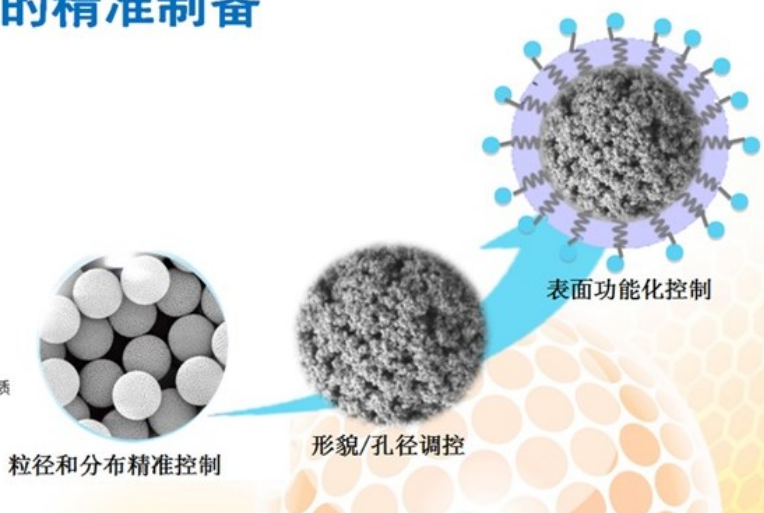
键合官能团种类密度可控

微球基质可控

根据不同需求（如光电磁性、机械强度等）选择多样化基质

规模化生产

经济高效、规模化生产、批次间一致性佳

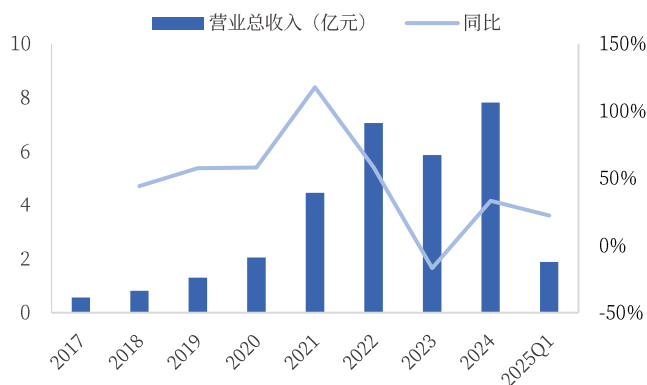


资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

（二）业绩恢复增长，仪器业务并表

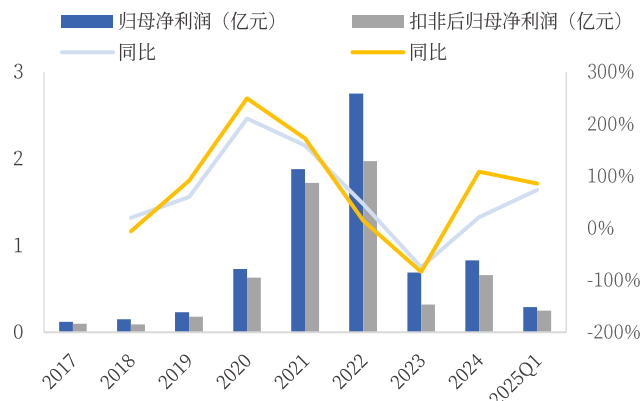
收入利润均恢复增长。2024 年，公司实现收入 7.82 亿元，同比增长 33.33%，归母净利润 0.83 亿元，同比增长 20.82%，扣非归母净利润 0.66 亿元，同比增长 108.55%。2025Q1 公司实现收入 1.89 亿元，同比增长 22.39%，归母净利润 0.29 亿元，同比增长 72.98%，扣非归母净利润 0.25 亿元，同比增长 85.28%。就 2024 全年及 2025Q1 来看，公司收入和利润均恢复增长。

图5：2017-2025Q1 纳微科技营收情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

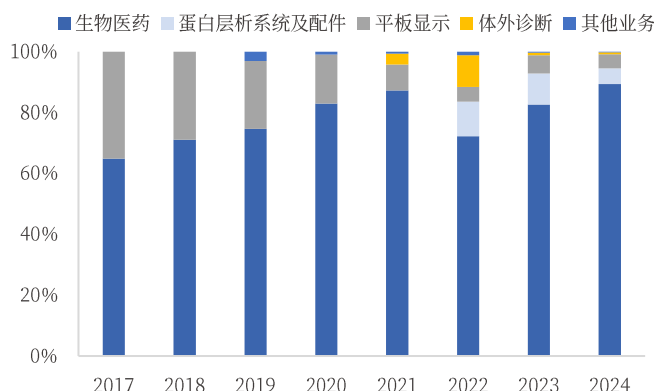
图6：2017-2025Q1 纳微科技利润情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

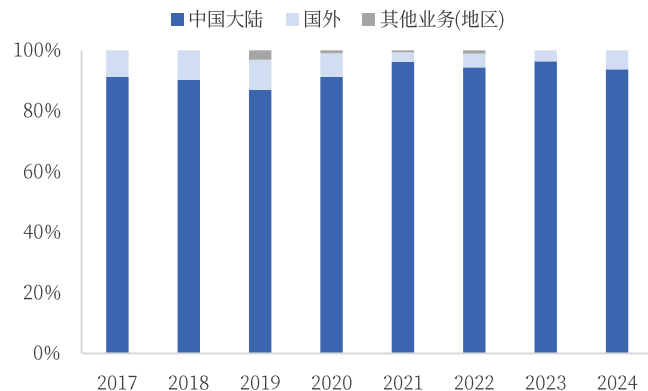
从收入结构来看，生物医药领域的色谱填料和层析介质一直是公司的核心业务。2024 年公司生物医药领域收入达 7 亿元，占比 89.51%，其中色谱填料和层析介质收入 4.51 亿元，同比增长 10.20%；新增色谱分析及配件业务收入 1.54 亿元，主要来自收购公司福立仪器的并表；蛋白层析系统及配件收入 0.40 亿元，同比减少 33.41%；液相色谱柱及样品前处理产品收入 0.73 亿元，同比增长 26.15%；光电产品收入 0.36 亿元，同比增长 1.77%；IVD 用微球产品收入 530 万元，同比增长 9.53%；分离纯化技术服务收入 925 万元，同比增长 8.62%。从销售地区来看，公司约 90% 收入来自国内，2024 年国内收入 7.34 亿元，占比 93.86%。

图7：2017-2025Q1 纳微科技收入结构（按产品）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

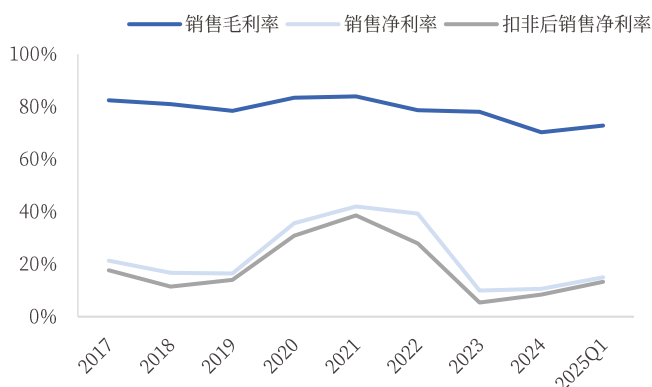
图8：2017-2025Q1 纳微科技收入结构（按地区）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

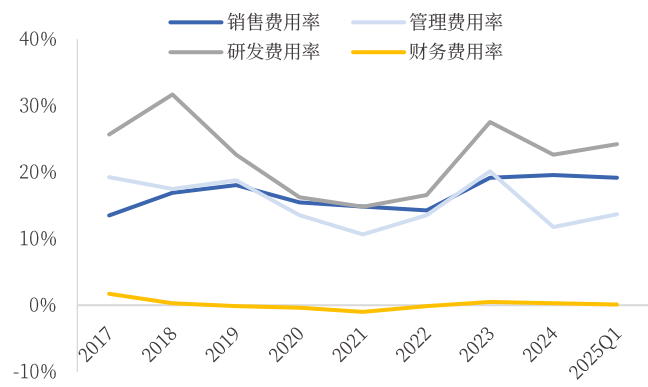
业务结构调整导致毛利率下滑，同时费用大幅下滑导致净利率保持稳定。2024 年公司销售毛利率为 70.22%，同比下滑 7.85pct，主要因为仪器业务毛利率较色谱填料产品更低，并表后业务结构变化导致毛利率下滑，销售净利率为 10.60%，同比提升 0.65pct，在毛利率下滑的情况下，费用控制良好，导致净利率不降反升；费用端，2024 年公司销售费用率为 19.58%，同比提升 0.4pct；管理费用率 11.76%，同比下降 8.38pct，扣除股份支付影响后，管理费用有所增长，主要因为合并福立仪器的影响及研发大楼转固折旧摊销费用同比上涨；研发费用率 22.64%，同比下降 4.90pct，剔除股份支付费用后，研发费用同比有所增长，主要因为公司持续加大研发投入，且合并福立仪器对研发费用同期对比口径也有一定影响；财务费用率 0.28%，同比下降 0.20pct，主要因为公司偿还债务导致利息支出降低。2025Q1，公司销售毛利率、净利率为 72.77%、15.02%，销售、管理、研发、财务费用率分别为 19.16%、13.70%、24.23%、0.09%。

图9：2017-2025Q1 纳微科技利润率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

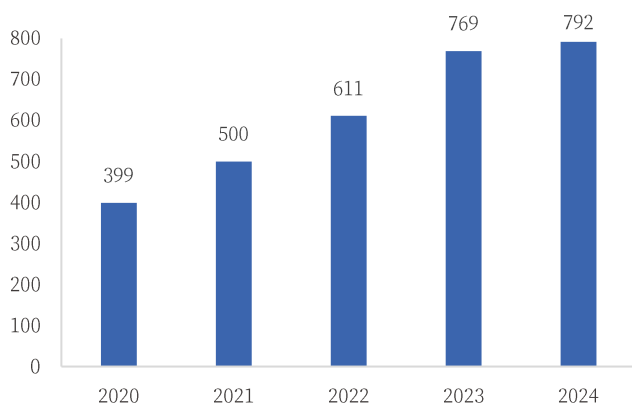
图10：2017-2025Q1 纳微科技各费用率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

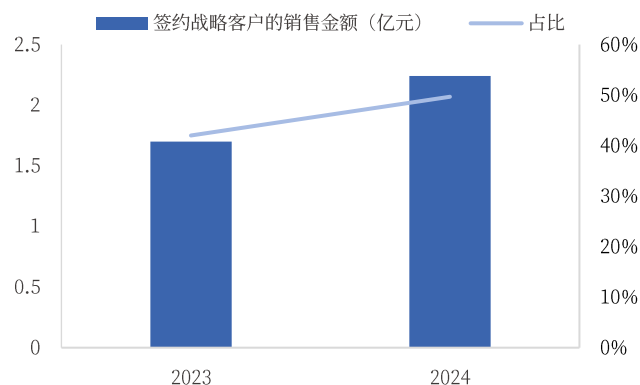
客户数量稳健增长，深化战略客户合作。2024 年，公司发生色谱填料和层析介质产品销售的客户数量为 792 家，同比增加 23 家；应用于药企商业化项目（含新药注册阶段）的色谱填料和层析介质销售收入 0.93 亿元，占填料和介质产品收入的 20.62%。2024 年公司继续全面深化战略客户合作关系，完成与盛迪亚、丽珠福兴、诺泰生物、康诺亚和翰宇药业等五家客户的战略合作协议签署工作。全年来自签约战略客户的销售额约 2.24 亿元，占色谱填料业务收入的比重约 49.67%。

图11：2020-2024 纳微科技色谱填料和层析介质销售的客户数量



资料来源：纳微科技公司公告，中国银河证券研究院

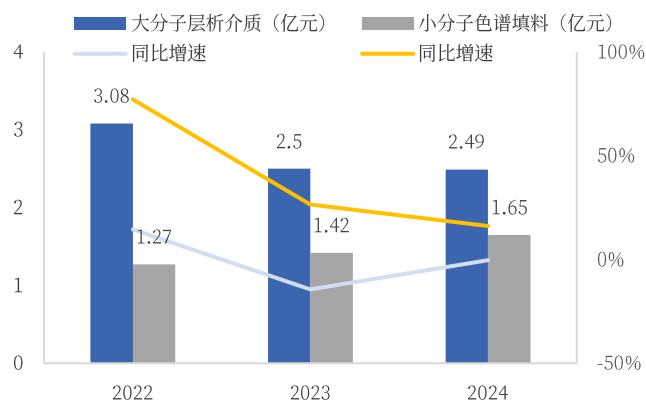
图12：2023-2024 纳微科技签约战略客户的销售人收入情况



资料来源：纳微科技公司公告，中国银河证券研究院

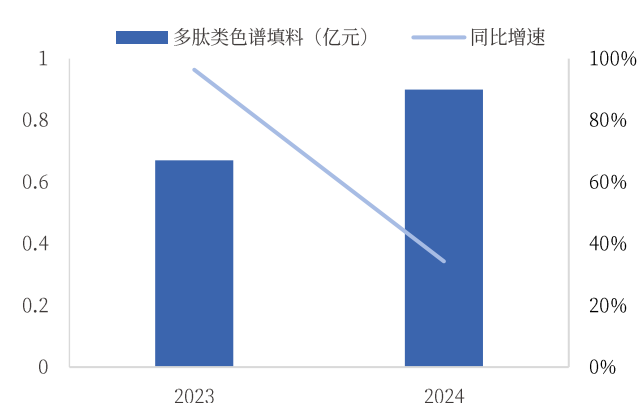
小分子项目增长稳健，多肽类项目需求旺盛。2024 年，公司应用于抗体（含 ADC）、重组蛋白、疫苗、核酸药物等四类大分子药物项目的层析介质的销售收入约 2.49 亿元，与上年基本持平。截至 2024 年末，有超过 50 个抗体（含 ADC）应用项目处于临床三期研究或新药注册阶段，有超过 6 个抗体和 1 个重组白蛋白药物转为商业化生产使用。2024 年，公司应用于胰岛素、多肽、抗生素等三类中小分子药物项目的色谱填料产品实现销售收入约 1.65 亿元，同比增长 16.13%。包括 GLP-1 在内的多肽类药物项目实现色谱填料销售收入约 0.90 亿元，同比增长 34.28%。

图13：2022-2024 纳微科技应用于大分子和小分子药物的填料收入



资料来源：纳微科技公司公告，中国银河证券研究院

图14：2023-2024 纳微科技应用于多肽类药物的填料收入



资料来源：纳微科技公司公告，中国银河证券研究院

二、下游需求持续旺盛，国产替代空间广阔

（一）纳米微球应用广泛，分离纯化环节刚需

纳米微球是一种粒径在微米级的小球，应用非常广泛。在医药领域，其应用场景主要有色谱填料/层析介质、载药微球、医美、IVD 等。

表2：纳米微球在医药领域的应用场景

应用场景	主要的制备材料
色谱填料/层析介质	硅胶微球(主要成分为二氧化硅) 聚合物微球(硬胶):聚苯乙烯(PS)、聚甲基丙烯酸甲酯(PMMA)、聚丙烯酰胺等 多糖软胶微球(软胶):以琼脂、葡聚糖、纤维素为主
载药微球	聚乳酸(PLA)、聚(乳酸-乙醇酸)(PLGA)
医美微球	童颜针:左旋聚乳酸(PLLA) 少女针:聚己内酯(PCL)
IVD 微球	硅胶微球及聚合物微球:荧光微球、乳胶微球等 无机-有机复合磁性微球:三氧化四铁+聚苯乙烯等
其他应用方向	栓塞微球: 细胞培养:葡聚糖

资料来源：健康界，中国银河证券研究院

色谱技术是指按物质在固定相与流动相间分配系数的差别而进行分离、分析的方法。流动相作为载体，携带了待测的样品/混合组分进入固定相，固定相用来分离被测组分，当混合组分随着流动相从装有色谱填料的容器一头进入、向容器另外一端流动时，混合组分中各个成分物质因物理和化学性质不同，与色谱填料作用力不同，导致各组分物质在固定相中的迁移速度有差异，最终各组分按顺序从柱子另外一端流出，从而实现各组分分离的目的。

色谱填料是指填充在色谱柱中具有纳米孔道结构的微球材料，粒径在微米尺度范围内，孔径则以纳米衡量，常规孔径大小在 5-200 纳米范围内。色谱填料性能取决于其形貌、结构、粒径大小和分布、孔径大小和分布、材质组成及表面功能基团，参数众多，不同用途色谱填料需控制不同参数，导致其生产难度极大。按基质划分，色谱填料可分为无机填料和有机聚合物填料，而有机聚合物包括天然聚合物和合成聚合物；按分离模式，主要包括亲和、离子交换、疏水及体积排阻。

表3：不同基质色谱填料性能对比情况

材质	机械强度	化学稳定性	溶剂溶胀性	适合分离模式	使用场景
无机硅胶填料	强	弱	小	反相/正相/亲水	中小分子、分析检测
多糖软胶介质	弱	中	中	离子/疏水/分子筛/亲和	大分子
聚苯乙烯层析填料	中强	强	中	反相/离子/分子筛/亲和	大中小分子
聚丙烯酰胺层析填料	中	中	中	离子/疏水/分子筛/亲和	大中分子

资料来源：华经产业研究院，中国银河证券研究院

根据色谱分离模式及机理，色谱填料主要分为用于大分子分离纯化的亲和层析、离子交换层析、疏水层析、凝胶过滤/体积排阻层析以及复合层析，以及用于中小分子分离纯化的反相色谱、正向色谱、手性色谱、亲水作用色谱。

表4：纳米微球在医药领域的应用场景色谱填料分类

应用场景	层析种类	基球种类及分散性	微球表面改性	应用场景
大分子分离纯化	亲和层析		在微球表面键合 ProteinA、His 标签、金属螯合、硼酸等	与配基发生特异性作用的分子，用于抗体、蛋白、核酸、多肽等生物大分子的分离纯化
	离子交换层析	琼脂糖、葡聚糖等天然大分子多分散微球(软胶)、聚合物单分散微球(硬胶)	对微球表面亲水改性再键合离子交换基团	离子型化合物或可解离化合物，如氨基酸、多肽、蛋白质、胰岛素、抗体、核酸等的分离纯化和分析检测
	疏水层析		微球表面键合苯基和丁基等疏水基团	具弱疏水性且其疏水性随盐浓度而变化的水溶性蛋白、抗体、DNA 和寡核苷酸类等有较大分子量的生物样品的分离纯化
	凝胶过滤/体积排阻		通过控制微球孔径，对不同大小分子分离	生物大分子的分离、脱盐及分子量的测定
	复合层析	聚合物单分散微球(硬胶)	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	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
中小分子分离纯化	反向色谱	聚合物单分散微球(硬胶)、硅胶单分散微球(硅胶)	聚合物单分散微球无需改性可用于反相色谱；硅胶微球表面改性后可用于反相色谱	大多数有机化合物，生物中、小分子，如有机化合物、天然产物、抗生素、多肽、胰岛素、核酸等
	正相色谱	硅胶单分散微球(硅胶)	未键合基团用于正相色谱；	中、弱至非极性化合物，如脂溶性纤维素、甾体化合物、中药组分等
	亲水色谱层析	硅胶单分散微球(硅胶)	表面改性后用于亲水色谱分离	强极性、带电荷的亲水化合物，如氨基酸、单糖、多糖等
	手性色谱层析	硅胶单分散微球(硅胶)	表面改性后用于手性等色谱分离	手性小分子物质分离纯化

资料来源：健康界，中国银河证券研究院

生物药的生产过程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/层析介质。

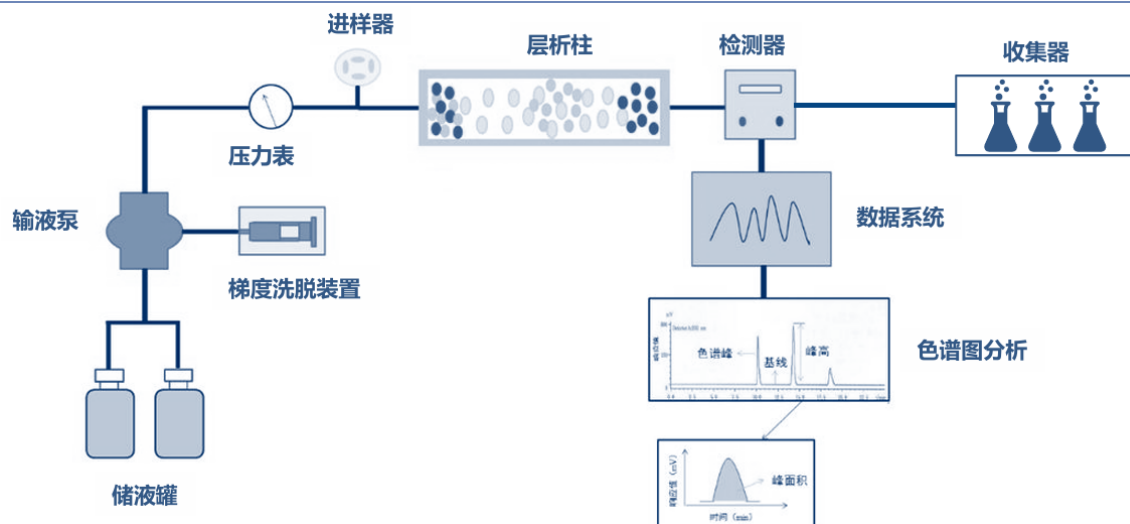
图15：生物药生产下游分离纯化流程



资料来源：赛分科技招股说明书，中国银河证券研究院

纯化环节是大分子药物生产过程中的重要步骤，直接决定了药物的质量和产率。在生物制药领域，由于生物分子稳定性差、杂质多、结构复杂、外界环境敏感度高，生物药分离纯化的技术难度较大，往往成为生产环节的主要瓶颈和成本所在，如单抗药物对生产制造纯化工艺的效能和成本要求非常高，单抗分离纯化成本占其生产总成本的 50-70%。随着新型生物药物研发进程的加速，如双抗、ADC 等，对于高质量纯化设备的需求也将不断提升。完整的层析系统主要包含泵、各种阀门、层析柱、各种在位检测器和收集器。

图16：层析系统主要组成

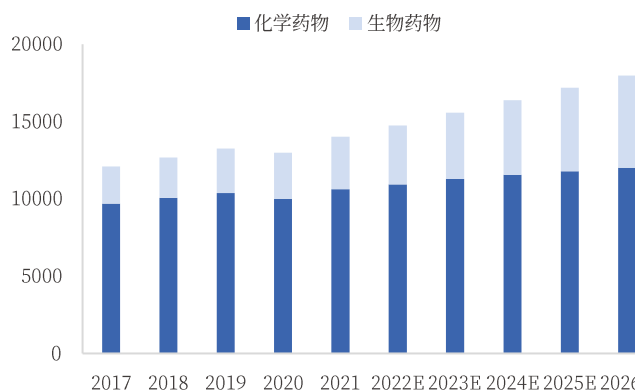


资料来源：《生命科学设备市场研究报告》-Frost&Sullivan，中国银河证券研究院

（二）市场规模持续扩容，当前国产化率仍较低

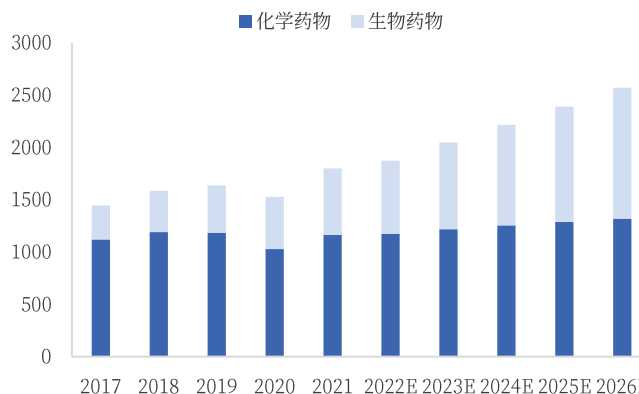
全球及中国生物药市场蓬勃发展。根据弗若斯特沙利文的资料，中国是全球第二大医药市场。2021 年中国化学药物及生物药物市场合共占全球市场的 12.8%。相对于医药行业的化学药物市场，全球及中国生物药市场于 2017 年至 2021 年增长较快（复合年增长率分别为 9.0%及 18.4%），预计于 2021 年至 2026 年将继续以更快的速度增长（复合年增长率分别为 12.0%及 14.5%）。全球生物药市场在 2021 年达到 3384 亿美元，预计将于 2026 年达到 5968 亿美元；中国生物药市场在 2021 年达到 635 亿美元，预计将于 2026 年达到 1252 亿美元。

图17：2017-2026E 全球药物市场规模（亿美元）



资料来源：多宁生物招股说明书，中国银河证券研究院

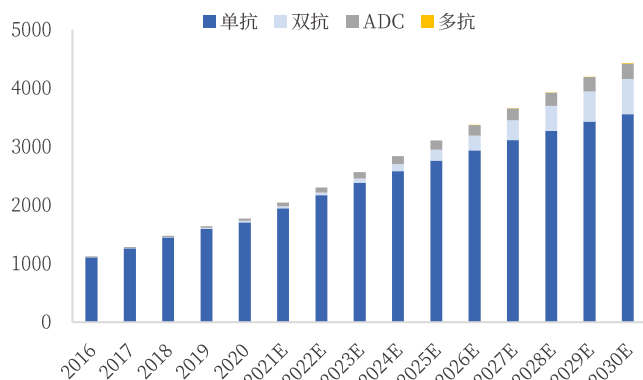
图18：2017-2026E 中国药物市场规模（亿美元）



资料来源：多宁生物招股说明书，中国银河证券研究院

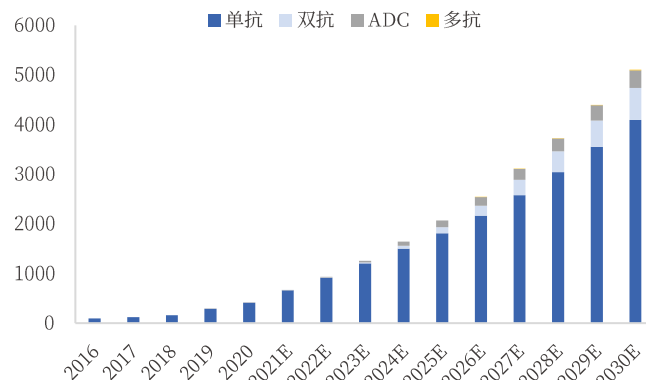
随着技术的进步以及各类型平台的不断成熟,双抗、ADC 以及多抗等多种药物的市场不断扩大。全球抗体药物市场规模在 2020 年达到 1771 亿美元,预计将于 2030 年达到 4431 亿美元,年均复合增长率达 9.6%,近年来双抗和 ADC 药物发展较快,但单抗药物仍占据主要市场。相比于全球,中国的双抗、ADC 以及多抗药物发展起步较晚,2020 年中国抗体药物市场达 412 亿人民币,预计 2030 年将达到 5108 亿人民币,年均复合增长率达 28.63%。

图19: 2017-2026E 全球抗体药物市场规模 (亿美元)



资料来源: Frost&Sullivan, 中国银河证券研究院

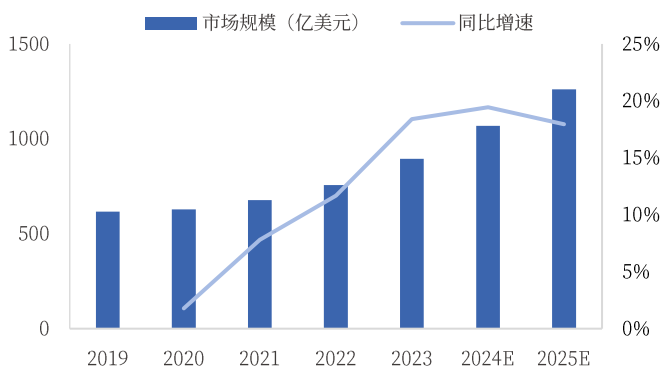
图20: 2017-2026E 中国抗体药物市场规模 (亿人民币)



资料来源: Frost&Sullivan, 中国银河证券研究院

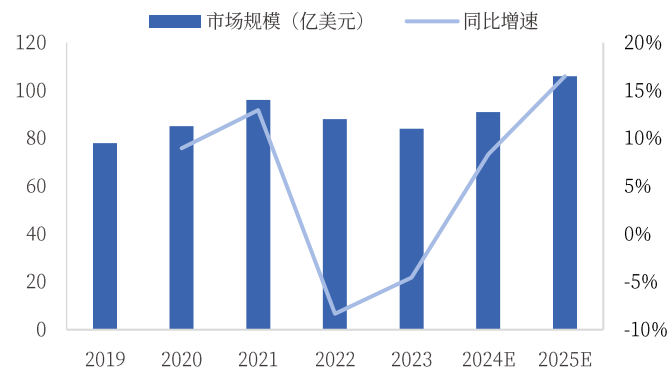
多肽类药物是由氨基酸通过肽键连接而成的一类化合物,通常由 2-50 个氨基酸组成,其具有特定的生理活性和治疗作用。随着人口老龄化和生活方式的改变,糖尿病、心血管疾病、肿瘤等慢性病的发病率不断攀升,多肽类药物在治疗这些疾病方面具有独特优势,如胰岛素用于治疗糖尿病,利拉鲁肽可用于降低血糖和减肥等,市场需求持续增加。2019 年,全球多肽类药物市场规模为 617 亿美元,预计 2025 年将增长至 1261 亿美元,2019 年中国多肽类药物市场规模为 78 亿美元,2021 年增长至 96 亿美元,2023 年降至 84 亿美元,预计 2025 年增长至 106 亿美元。

图21: 2019-2025E 全球多肽类药物市场规模



资料来源: 多宁生物招股说明书, 中国银河证券研究院

图22: 2019-2025E 中国多肽类药物市场规模



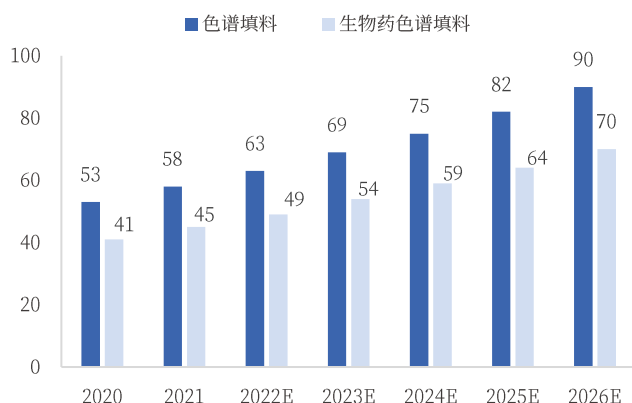
资料来源: 多宁生物招股说明书, 中国银河证券研究院

从全球色谱填料市场规模来看,生物医药行业的迅速发展带动色谱填料需求增长。根据赛分科技招股说明书引用的前瞻产业研究院数据,2023 年全球色谱填料市场规模预计达到 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%。生物制药是色谱填料最为重要的应用领域,随着全球生物研发投入不断增加,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,全球生物药色谱填料市场需求快速扩张,2023 年全球生物药色谱填料市场

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%。

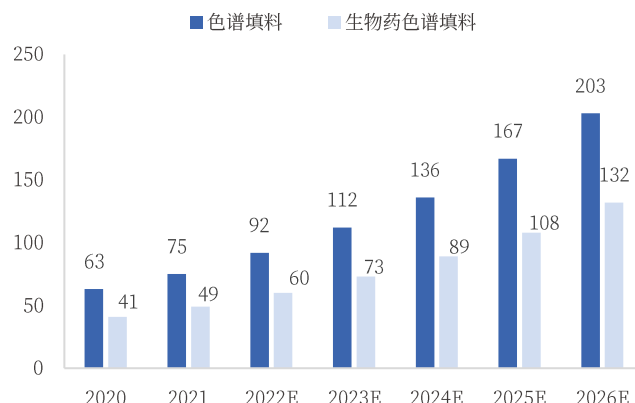
相比国外, 我国色谱填料行业发展较晚, 但随着近年来国内生物药行业迅速发展, 色谱填料作为生产中的关键耗材, 随着下游市场需求不断释放, 我国色谱填料市场规模呈现高速增长趋势, 生物药色谱填料市场规模的增速尤为明显。根据前瞻产业研究院数据, 2023 年中国色谱填料市场规模为 112 亿元, 预计于 2026 年达到 203 亿元, 2023-2026 年期间年均复合增长率为 21.92%。2023 年中国生物药色谱填料市场规模为 73 亿元, 随着我国在生物药领域的研发投入的不断增加, 国际重磅生物药专利的到期, 未来 5 年我国生物药色谱填料市场仍将保持高速增长, 预计于 2026 年达到 132 亿元, 2023-2026 年期间年均复合增长率为 21.83%。

图23: 2020-2026E 全球色谱填料市场规模 (亿美元)



资料来源: 赛分科技招股说明书, 前瞻产业研究院, 中国银河证券研究院

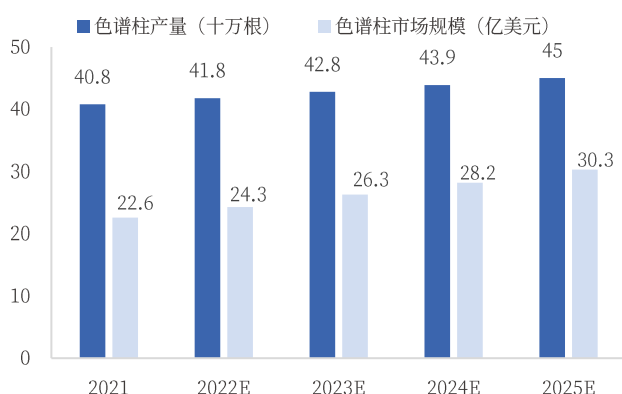
图24: 2020-2026E 中国色谱填料市场规模 (亿元)



资料来源: 赛分科技招股说明书, 前瞻产业研究院, 中国银河证券研究院

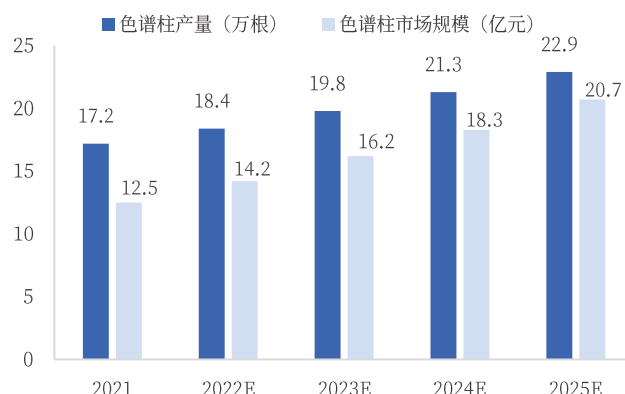
色谱柱是色谱系统的核心耗材。根据前瞻产业研究院数据, 2023 年全球色谱柱产量达到 428 万根, 市场规模达到 26.2 亿美元, 随着下游制药工业、食品检测、环境保护等领域的发展成熟以及全球色谱柱生产技术的不断创新, 未来全球色谱柱行业将保持稳步增长, 2025 年全球色谱柱产量预计达到 450 万根, 全球色谱柱市场规模预计达到 30.3 亿美元, 复合增速将达到 7.54%。近年来, 随着我国生物药行业的高速发展, 国内色谱柱企业凭借相关技术水平与产品质量的提升, 加之生产制造成本的优势, 形成进口替代发展趋势。根据前瞻产业研究院数据, 2023 年中国色谱柱产量达到 19.8 万根, 占全球色谱柱产量比例为 4.6%, 中国色谱柱市场规模达到 16.2 亿元, 未来随着下游领域的需求驱动以及进口替代趋势的进一步增强, 中国色谱柱市场将保持高速增长, 2025 年中国色谱柱产量预计达到 22.9 万根, 中国色谱柱市场规模预计达到 20.7 亿元, 复合增速将达到 13.04%。

图25: 2020-2026E 全球色谱柱产量和市场规模



资料来源: 赛分科技招股说明书, 前瞻产业研究院, 中国银河证券研究院

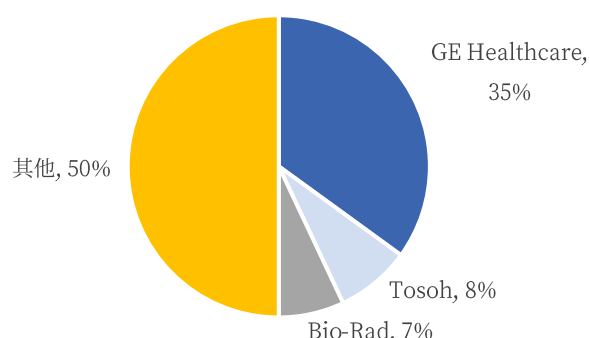
图26: 2020-2026E 中国色谱柱产量和市场规模



资料来源: 赛分科技招股说明书, 前瞻产业研究院, 中国银河证券研究院

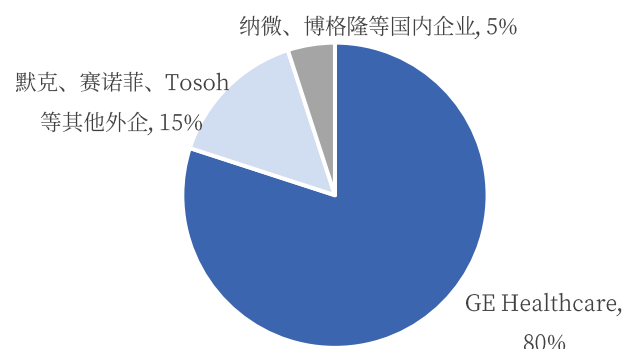
色谱领域，色谱填料和仪器一直以来由国际大厂占据主要市场。从全球看，大分子填料领域以 Cytiva、Tosoh 和 Bio-Rad 等企业为主，合计市场份额达到 50%，Meck、Danaher 和 Agilent 等头部生命科学企业也具有一定竞争力；在中小分子领域，日本企业如 Osada Soda、Fuji 及瑞典 Kromasil 则拥有绝对市场份额。国内色谱填料市场由外资大厂主导，根据纳微科技招股书，目前国内市场中进口产品占比超过 90%。目前，GE Healthcare 国内市占率约为 70-80%，其他外企如默克、赛诺菲、Tosoh 等市占率合计约 15%，国内企业如纳微、博格隆等市占率合计约 5%。不过，国内企业近几年不断实现技术突破，部分产品的性能能够与进口产品媲美。例如纳微科技率先在国内实现了粒径高度均一的单分散球形硅胶色谱填料的制备与规模生产，同时也突破了制备大粒径单分散聚合物色谱填料的技术难题。

图27：2018 年全球色谱填料市场竞争格局



资料来源：纳微科技招股说明书，中国银河证券研究院

图28：2021 年中国色谱填料市场竞争格局



资料来源：华经产业研究院，中国银河证券研究院

表5：全球和国内主要色谱填料企业

公司名称	公司简介	经营情况
GE Healthcare	GE Healthcare 生命科学事业部是全球领先的生物制药工具提供商，同时也是最早推出层析介质产品的企业，在市场上占据垄断地位，2018 年 GE 在全球色谱填料市场市占率达到 35%，在中国市占率超过 80%，以提供琼脂糖软胶产品为主，2019 年 GE Healthcare 生命科学事业部被 Danaher 收购，其色谱填料业务由 Cytiva 继续运营。	2020 年 GE Healthcare 营收 180 亿美元，利润 31 亿美元
Tosoh	Tosoh 涉足石油化工、基础化学、精细化工、电子材料等多个领域。其生命科学事业部成立于 1970 年，可以提供分离纯化用色谱柱及填料，以及临床诊断相关产品，其中色谱填料以硅胶基质和合成聚合物为主。	2020 年生命科学部营收为 433 亿日元(约 28 亿人民币)
Bio-Rad	Bio-Rad 为全球科研机构、医院、药企提供生命科学研究产品和临床诊断产品，Bio-Rad 可以提供广泛的层析产品线，包括层析仪器、层析介质等。	2020 年营收 25 亿美元，净利润为 38 亿美元
Agilent	Agilent 拥有生命科学研究、分析仪器与备件及临床与诊断测试三大业务，其中分析仪器与备件业务可以提供气相色谱/液相色谱仪器、色谱柱和备件，拥有丰富的色谱柱产品组合。	2020 年营收 52 亿美元，净利润 7 亿美元
OsakaSoda	OsakaSoda 以基础化工产品(烧碱、盐酸、液化氯等)和功能型化工产品(API 及中间体、液相色谱用硅胶等)为核心业务。	2020 年营收 1055 亿日元(约 69 元人民币)，净利润 65 亿日元(约 4 亿人民币)
Fuji	Fuji 致力研究多种二氧化硅材料，包括二氧化硅粉末、催化剂载体、色谱硅胶等。	
Kromasil	Kromasil 品牌隶属于瑞典 Nouryon 公司，致力开发高效液相色谱/超临界流体色谱/模拟移动床的优质填料，主要产品包括硅胶色谱填料与色谱柱。	

国内	纳微科技	全球少数可同时生产硅胶、聚苯乙烯和聚丙烯酸酯三种性能互补填料的公司之一，突破并掌握了微球精准制备底层技术。	2021 年上市
	蓝晓科技	硬胶是传统长项，既有单分散品系，也有多分散品系，品种齐全。软胶有 5 年以上发展时间，用于抗体血液制品纯化的品种是目前国内唯一可替代国外垄断产品的品种。	2015 年上市
	博格隆	琼脂糖纯化微球(软胶)产能和销售额全国第一，技术源自 Cytiva，发展时间较长，目前是国产龙头之一。	药明生物控股 50.1%
	汇研生物	琼脂糖纯化微球(软胶)产能和销售额全国第二	1500 万 A 轮融资
	赛分科技	成立于美国，具备全球销售实力，在制药下游的纯化工艺领域，为客户提供色谱纯化介质、工艺开发、仪器设备系统的整体解决方案。达到产能十万升色谱层析介质的生产能力。	2025 年初上市

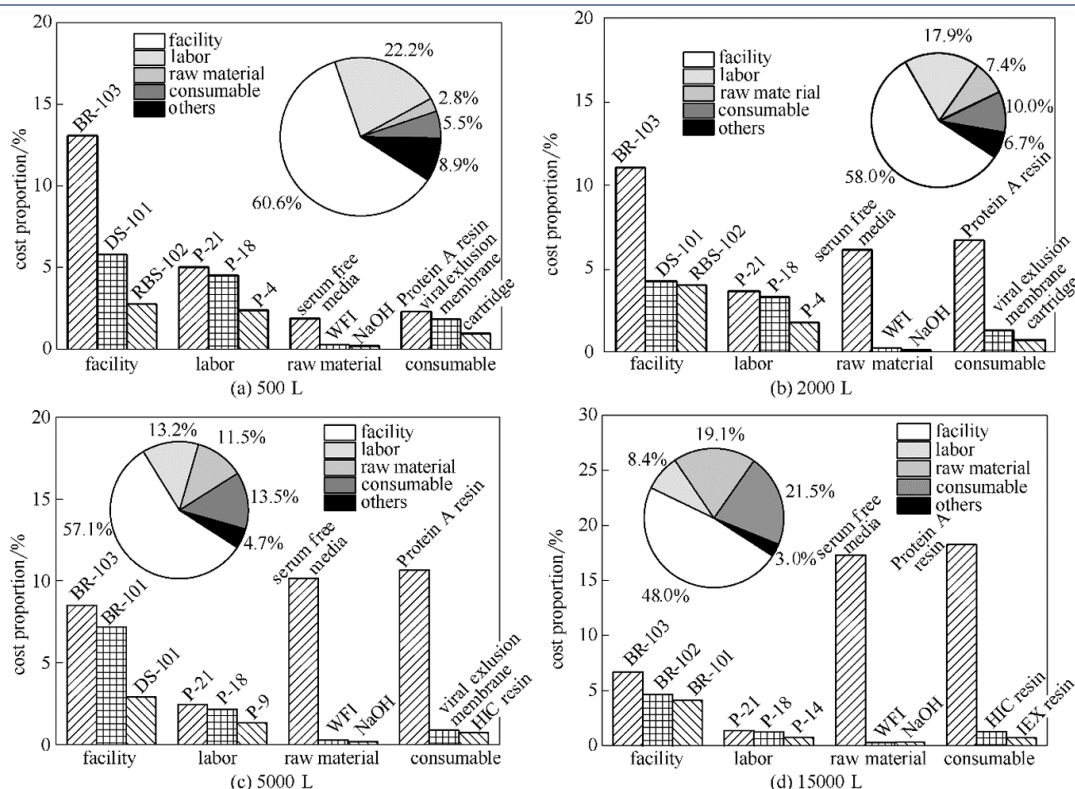
资料来源：华经产业研究院，中国银河证券研究院

(三) 产品覆盖全+性能优越，加速国产替代

降本增效大势所趋，色谱填料/层析介质为下游纯化主要成本所在。在医药行业整体承压的背景下，降本增效成为企业的必然选择。以单抗为例分析生物制药成本构成，单抗的生产成本可以分为五个部分，即设备、原材料、消耗品、劳动力以及其他。设备成本包括固定资产折旧费、设备维护费和保险/税率等；原材料主要包括无血清培养基、缓冲液、注射用水等；消耗品主要包括细胞培养瓶、层析介质、滤膜等；其余为劳动力成本及其他成本。

可以看出，随着生产规模的不断增大，原料和消耗品成本的占比显著增加，原料成本中主要是细胞培养基，占原料总成本 90%以上；消耗品成本主要是层析介质，用于下游过程的抗体捕获，占消耗品总成本 80%以上，其次是病毒纳滤滤膜。

图29：不同生产规模的单抗成本拆分



资料来源：《单抗制备的过程模拟和经济性分析》-史策，虞骥等，中国银河证券研究院

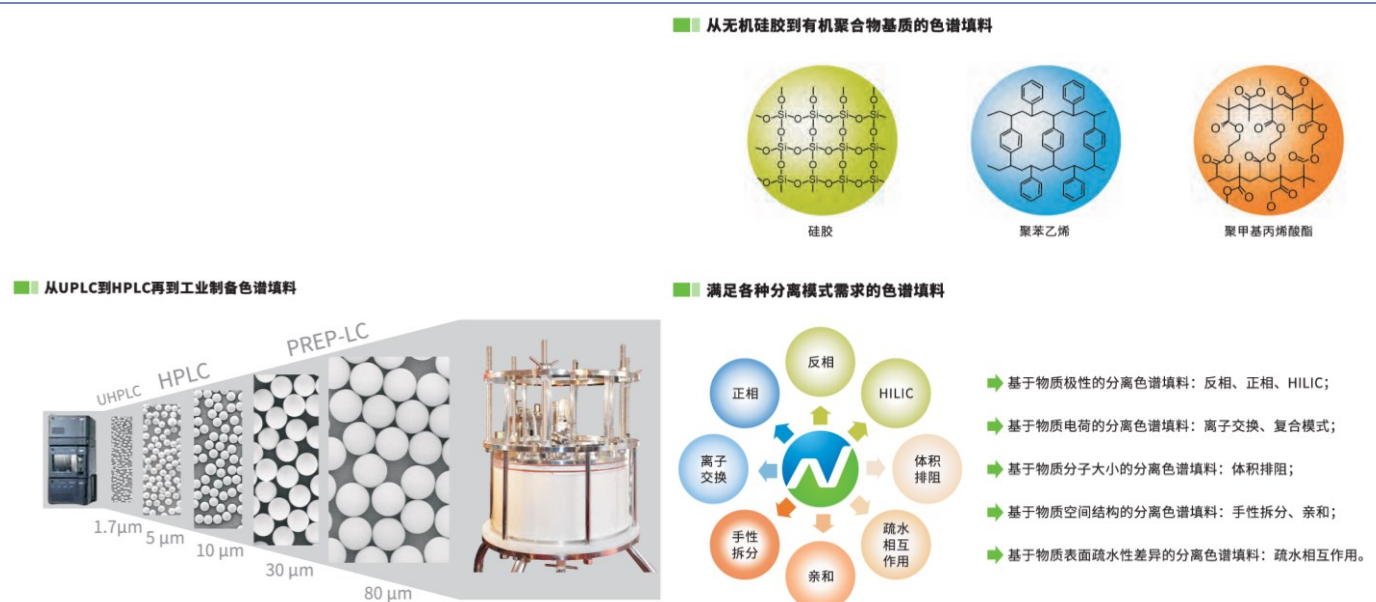
产品布局完善+性能领先，国产替代势在必行。公司工业纯化产品在基质种类、孔结构、高端产品等细分领域均实现了全面的布局，产品覆盖度达到了同等甚至优于同行业公司的水平。从微粒大小来说，公司提供从 UPLC 到 HPLC 再到工业制备色谱填料；从基质材料来说，公司提供从无机硅胶到有机聚合物基质的色谱填料；从分离模式来说，公司提供满足亲和、离子交换、疏水、正向、反向等各种分离模式的产品。

表6：纳微科技及同行业公司的产品覆盖度

产品种类	Cytiva	Merck	Thermo Fisher	Tosoh	Bio-rad	纳微科技	博格隆	赛分科技
亲和层析填料	硬胶	√	√	√	√	√		√
	软胶	√		√	√	√	√	√
离子交换填料	硬胶	√	√	√	√	√	√	√
	软胶	√			√	√	√	√
疏水层析填料	硬胶	√	√	√	√	√		√
	软胶	√			√	√	√	
体积排阻填料	硬胶	√		√	√			√
	软胶	√				√	√	√
聚合物反相填料	有孔	√	√			√		√
	无孔					√	√	√
硅胶基质填料		√				√		√
核壳复合模式填料	√						√	√
复合模式离子交换填料	√	√	√	√	√	√	√	√

资料来源：赛分科技招股说明书，中国银河证券研究院

图30：纳微科技可提供全系列色谱填料

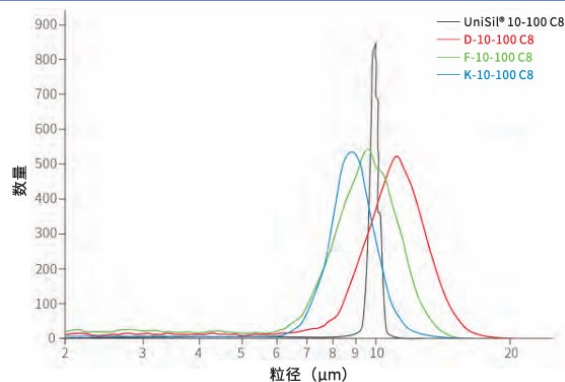


资料来源：纳微科技官网产品手册，中国银河证券研究院

纳微科技产品在粒径、孔径、机械强度等方面性能优异，超越国际竞品品牌。以纳微科技的代表产品 UniSil®硅胶色谱填料为例，UniSil 拥有极窄的粒径分布，与国际三家知名硅胶品牌粒径分布对比，国际知名品牌的硅胶色谱填料粒径分布变异系数 $CV > 10\%$ ，而纳微科技的硅胶色谱填料可

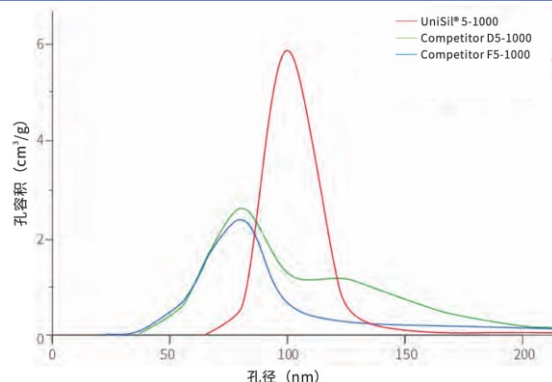
以达到 $CV < 5\%$ ，具有很高的粒径均一性。另外，纳微科技可以对孔径大小及孔径分布进行精确调控，可以制备从 60A 到 1500A 范围内不同孔径规格的硅胶填料，控制有效比表面积及孔容积，使得 UniSil® 硅胶色谱填料具有高载量、高机械强度和优异的分离性能。

图31：纳微科技 UniSil 10-100C8 与国外品牌硅胶粒径分布对比



资料来源：纳微科技官网产品手册，中国银河证券研究院

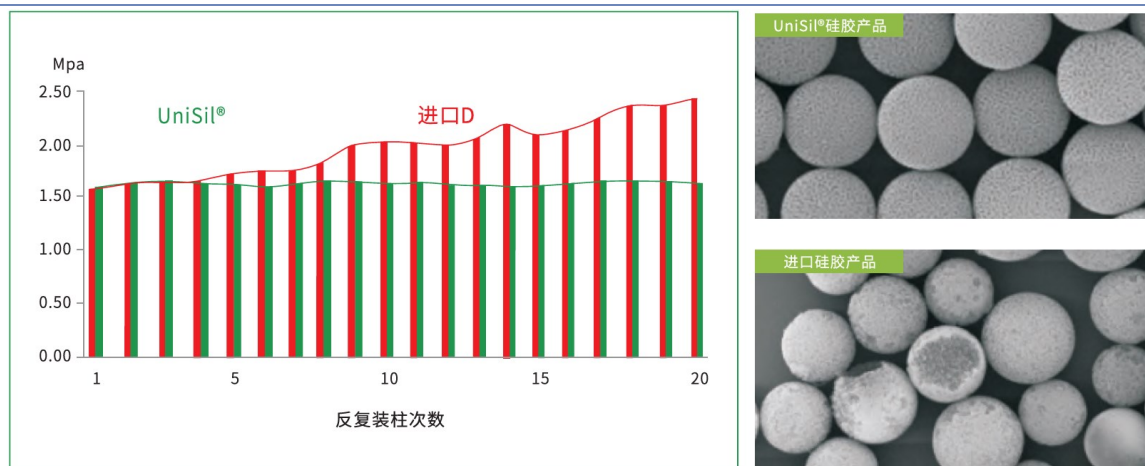
图32：纳微科技 UniSil 5-1000 与国外知名品牌竞品孔径分布对比



资料来源：纳微科技官网产品手册，中国银河证券研究院

纳微科技通过独特的合成方式得到的单分散硅胶色谱填料，不但具有完美的球形、极窄的孔径分布，而且具有卓越的机械强度和优异的化学稳定性。通过在 DAC 反复装柱 20 次，观察 UniSil@10-100C8 硅胶色谱填料与日本某知名品牌同等型号的硅胶色谱填料压力变化，可以明显看出 UniSil@ 的机械强度明显高于日本同类型硅胶填料。对其形貌进行观察，发现日本某品牌硅胶在反复装填过程中出现部分压碎，而 UniSil@ 硅胶则无明显破碎。由于 UniSil® 具有卓越的机械性能，因此其使用寿命明显优于进口硅胶，可以降低客户的使用成本。

图33：纳微科技 UniSil® 与进口硅胶产品在反复装柱 20 次的柱压变化及 SEM 对比图



资料来源：纳微科技官网产品手册，中国银河证券研究院

除色谱填料产品外，公司还提供分离纯化整体解决方案。纳微科技拥有强大的应用技术开发团队，可针对不同客户的需求开发色谱分离纯化工艺和杂质分离工艺。此外，纳微科技拥有全套中试平台，可为客户提供申报所需的分离纯化合同定制生产(CMO)服务。公司色谱填料品类齐全，可满足有机化药手性药物、天然药物、抗生素、胰岛素、多肽、蛋白、抗体、核苷酸、疫苗、病毒等分离纯化的广泛要求。

图34：纳微科技分离纯化工艺成功应用案例

植物提取物类

紫杉醇、多西他赛、石杉碱甲、灯盏乙素、甜菊糖苷、银杏内酯、新芒果苷、杨梅素、薯蓣皂苷元、长春瑞滨（生物碱）、野黄芩苷、鱼肝油、丹参酚酸A/B、工业大麻

多肽类

胸腺法新、胸腺法新类似物、胸腺五肽、甘精胰岛素、地特胰岛素、德谷胰岛素、重组人胰岛素、猪胰岛素、特利加压素、亮丙瑞林、棕榈酰化四肽-7、乙酰化四肽、比伐卢定、奥曲肽、缩宫素

酶/蛋白/抗体/疫苗/核酸

胰蛋白酶、NADP辅酶、白蛋白、抗体、寡核苷酸



抗生素类

卡泊芬净、雷帕霉素、莫西菌素、奥利万星、达托霉素、万古霉素、头孢菌素、依维莫司、他克莫司、达巴万星、替考拉宁、台勾霉素、非达霉素、环孢素A、菲达米星、纽莫康定B₀、7-ACA、米卡芬净、奈马菌素

糖类

阿卡波糖、甜菊糖苷、磺达肝癸钠

其他

奥利司他、利普斯他汀、鱼肝油、硼替佐米、氟比洛芬酯、碘帕醇、碘克沙醇、Aom0977、NADP、子囊霉素、舒更葡糖钠、猪神经节苷脂、碘克沙醇

资料来源：纳微科技官网产品手册，中国银河证券研究院

三、投资建议

(一) 收入拆分和盈利预测

关键假设：（1）生物医药板块：①色谱填料和层析介质：公司作为国产色谱填料龙头企业，受益于国产替代大趋势，目前产品质量已获得头部药企客户认可，随着下游客户产品管线持续推进到临床后期乃至商业化，公司培养基产品收入有望维持高速增长。预计色谱填料和层析介质产品 2025-2027 年收入为 5.63、6.76、7.98 亿元，对应增速 25%、20%、18%。

②色谱柱：作为色谱填料配套耗材，增速与色谱填料同步，预计 2025-2027 年收入为 0.92、1.10、1.30 亿元，对应增速 25%、20%、18%。

③色谱仪器：福立仪器为 2024 年并购业务板块，与主业色谱填料形成较好协同，且关税战加速科学仪器的国产替代，预计 2025-2027 年收入为 2、2.4、2.8 亿元，对应增速 30%、20%、17%；预计赛谱仪器 2025-2027 年收入为 0.5、0.65、0.8 亿元，对应增速 26%、30%、23%。

（2）光电板块（平板显示）：业务相对传统且不属于公司核心业务板块，预计 2025-2027 年收入为 0.36、0.37、0.38 亿元，保持低个位数稳定增长。

（3）IVD 微球（体外诊断）：疫情期间需求旺盛，当前需求放缓，但业务规模较小，预计 2025-2027 年收入为 0.06、0.07、0.08 亿元，对应增速 13%、17%、14%。

盈利预测：我们预计 2025-2027 年整体收入为 9.77、11.70、13.73 亿元，对应增速 25%、20%、17%，归母净利润为 1.34、2.03、2.90 亿元，对应增速 61.79%、51.11%、43.08%，预计 2025-2027 年 EPS 为 0.33/0.50/0.72 元。

表7：纳微科技收入拆分和盈利预测（单位：百万元）

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	446.35	705.84	586.87	782.65	976.79	1169.75	1373.18
yoy	117.74%	58.14%	-16.86%	33.36%	24.81%	19.75%	17.39%
生物医药	390.24	590.30	545.17	717.11	904.79	1090.75	1287.18
yoy	129.54%	51.27%	-7.65%	31.54%	26.17%	20.55%	18.01%
色谱填料和层析介质	349	452	409	450.58	563.23	675.87	797.53
yoy	148.54%	29.51%	-9.51%	10.17%	25.00%	20.00%	18.00%
色谱柱	31.66	45.74	58	73.25	91.56	109.88	129.65
yoy		44.47%	26.80%	26.29%	25.00%	20.00%	18.00%
福立仪器				153.54	200	240	280
yoy				20%	30.26%	20.00%	16.67%
赛谱仪器				39.74	50	65	80
yoy				20%	25.82%	30.00%	23.08%
平板显示	37.68	34.33	34.90	35.52	36.00	37.00	38.00
yoy	13.27%	-8.90%	1.66%	1.78%	1.35%	2.78%	2.70%
体外诊断	15.80	73.54	4.84	5.30	6.00	7.00	8.00
yoy		365.45%	-93.42%	9.51%	13.21%	16.67%	14.29%
其他业务（技术服务+其他）			1.96	24.72	30	35	40
yoy					21.37%	16.67%	14.29%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）相对估值

根据纳微科技主营业务为医药领域纳米微球产品，对应生物制药上游细分赛道色谱填料，选取生物制药上游相似业务的公司——赛分科技、奥浦迈、百普赛斯。其中赛分科技与公司业务高度重合，主要产品为色谱层析介质、液相色谱柱；奥浦迈主营业务为细胞培养基和 CDMO 服务，对应生物制药上游原材料培养基，百普赛斯主营业务为重组蛋白原料，对应上游原材料重组蛋白。根据 wind 一致预期，2025-2026 年可比公司 PE 均值为 53.05、40.28，根据预计纳微科技 2025-2026 年归母净利润为 1.34、2.03 亿元，当前股价对应 PE 为 67.41、44.61。

鉴于纳微科技色谱填料业务正进入快速兑现期，且近期并购的两家仪器公司（赛谱仪器、福立仪器）与公司主营业务有较好协同，有望为公司带来更高的估值空间，因此给予公司一定的估值溢价。主要同业竞争对手为赛分科技，赛分科技产品主要应用于分析检测领域，工业纯化领域仍由纳微科技占据龙头地位。我们给予纳微科技 26 年 50-55 倍 PE，目标市值 102-112 亿元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

表8：可比公司 PE 估值

	最新总市值(亿)	营业总收入（亿元）			归母净利润（亿元）			PE		
		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
赛分科技	64.68	3.15	3.78	4.49	0.85	1.12	1.33	75.95	57.75	48.63
奥浦迈	47.69	2.97	3.90	5.14	0.21	0.73	1.09	227.10	65.33	43.75
百普赛斯	56.62	6.45	7.80	9.54	1.24	1.57	1.99	45.66	36.06	28.45
纳微科技	90.45	7.82	9.77	11.70	0.83	1.34	2.03	109.19	67.41	44.61
可比公司平均								116.23	53.05	40.28

资料来源：Wind，收盘价日期 2025/4/29，中国银河证券研究院

（三）绝对估值

采用三阶段 DCF 法进行绝对估值。第一阶段为 2025-2027 年，参照本节及附录中盈利预测；第二阶段为 2028-2037 年，假设过渡期增长率为 20%；第三阶段为 2037 年以后，假设永续增长率为 3%。

表9：基本假设和关键参数

预测期年数	3	市场的预期收益率 Rm(%)	5.50%
过渡期年数	10	所得税率 T(%)	15.00%
过渡期增长率	20.00%	债务资本成本 Kd	3.20%
永续增长率 g	3.00%	债务资本比重 Wd	1.27%
贝塔值(β)	1.41	股权资本成本 Ke	7.76%
无风险利率 Rf(%)	1.73%	加权平均资本成本 WACC	7.59%

资料来源：Wind，收盘价日期 2025/4/29，中国银河证券研究院

我们对永续增长率和贴现率两个参数进行敏感性分析，在二者正负波动 0.2% 的情况下，公司合理每股价值区间为 23.92-29.20 元，对应市值 96.57-117.91 亿元。

表10：估值绝对估值敏感性分析

目标市值（百万元）		折现率						
		6.40%	6.60%	6.80%	7.00%	7.20%	7.40%	7.60%
永续增长率	2.40%	11,273.21	10,629.31	10,046.12	9,515.68	9,031.34	8,587.53	8,179.54
	2.60%	11,748.07	11,049.59	10,419.90	9,849.55	9,330.77	8,857.06	8,422.97
	2.80%	12,275.76	11,514.16	10,831.09	10,215.26	9,657.45	9,150.05	8,686.71
	3.00%	12,865.60	12,030.41	11,285.61	10,617.57	10,015.27	9,469.70	8,973.41
	3.20%	13,529.27	12,607.47	11,790.69	11,062.27	10,408.91	9,819.82	9,286.20
	3.40%	14,281.56	13,256.76	12,355.27	11,556.45	10,844.03	10,205.00	9,628.80
	3.60%	15,141.48	13,992.75	12,990.51	12,108.84	11,327.56	10,630.76	10,005.71

资料来源：Wind，收盘价日期 2025/4/29，中国银河证券研究院

四、风险提示

1. 新产品研发进度不及预期的风险。公司新产品的研发和上市推动客户拓展和销售收入增长，如果新产品研发进度不及预期，将影响公司的未来业绩增长。
2. 国产替代进程不及预期的风险。国产替代是公司业绩增长的主要逻辑之一，如果色谱填料及其耗材和仪器的国产替代进程不及预期，将影响公司未来成长的天花板。
3. 下游客户管线进展不及预期的风险。管线从研发到临床到商业化生产阶段推进，色谱填料和层析介质用量具有放大效应，客户项目推进放缓或取消会一定程度影响公司培养基需求。
4. 行业竞争加剧的风险。如果国产色谱填料厂商变多，可能会导致市场竞争加剧，价格内卷，进而影响公司盈利水平。

图表目录

图 1: 纳微科技发展历程.....	3
图 2: 纳微科技股权结构（截至 2025.4.28）	3
图 3: 纳米微球产品应用领域	4
图 4: 纳米微球核心技术.....	5
图 5: 2017-2025Q1 纳微科技营收情况	5
图 6: 2017-2025Q1 纳微科技利润情况	5
图 7: 2017-2025Q1 纳微科技收入结构（按产品）	6
图 8: 2017-2025Q1 纳微科技收入结构（按地区）	6
图 9: 2017-2025Q1 纳微科技利润率	6
图 10: 2017-2025Q1 纳微科技各费用率.....	6
图 11: 2020-2024 纳微科技色谱填料和层析介质销售的客户数量.....	7
图 12: 2023-2024 纳微科技签约战略客户的销售人收入情况.....	7
图 13: 2022-2024 纳微科技应用于大分子和小分子药物的填料收入.....	7
图 14: 2023-2024 纳微科技应用于多肽类药物的填料收入.....	7
图 15: 生物药生产下游分离纯化流程	9
图 16: 层析系统主要组成.....	10
图 17: 2017-2026E 全球药物市场规模（亿美元）	10
图 18: 2017-2026E 中国药物市场规模（亿美元）	10
图 19: 2017-2026E 全球抗体药物市场规模（亿美元）	11
图 20: 2017-2026E 中国抗体药物市场规模（亿人民币）	11
图 21: 2019-2025E 全球多肽类药物市场规模（亿美元）	11
图 22: 2019-2025E 中国多肽类药物市场规模（亿美元）	11
图 23: 2020-2026E 全球色谱填料市场规模（亿美元）	12
图 24: 2020-2026E 中国色谱填料市场规模（亿元）	12
图 25: 2020-2026E 全球色谱柱产量和市场规模（亿美元）	12
图 26: 2020-2026E 中国色谱柱产量和市场规模（亿元）	12
图 27: 2018 年全球色谱填料市场竞争格局	13
图 28: 2021 年中国色谱填料市场竞争格局	13
图 29: 不同生产规模的单抗成本拆分	14
图 30: 纳微科技可提供全系列色谱填料	15
图 31: 纳微科技 UniSil 10-100C8 与国外品牌硅胶粒径分布对比	16
图 32: 纳微科技 UniSil 5-1000 与国外知名品牌竞品孔径分布对比	16

图 33: 纳微科技 UniSil®与进口硅胶产品在反复装柱 20 次的柱压变化及 SEM 对比图..... 16

图 34: 纳微科技分离纯化工艺成功应用案例 17

表 1: 纳微科技主要产品及服务 4

表 2: 纳米微球在医药领域的应用场景 8

表 3: 不同基质色谱填料性能对比情况 8

表 4: 纳米微球在医药领域的应用场景色谱填料分类 9

表 5: 全球和国内主要色谱填料企业 13

表 6: 纳微科技及同行业公司的产品覆盖度 15

表 7: 纳微科技收入拆分和盈利预测 18

表 8: 可比公司 PE 估值 19

表 9: 基本假设和关键参数 19

表 10: 估值绝对估值敏感性分析..... 20

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1220.11	1325.86	1505.16	1702.49
现金	271.99	262.74	264.52	291.65
应收账款	312.16	307.09	362.87	423.68
其它应收款	33.35	8.16	9.88	11.38
预付账款	7.28	12.92	15.27	18.00
存货	340.34	536.97	643.46	738.88
其他	254.99	197.98	209.14	218.90
非流动资产	1089.48	1105.26	1120.69	1130.11
长期投资	22.23	22.23	22.23	22.23
固定资产	600.24	573.14	543.12	509.82
无形资产	69.35	74.49	79.13	83.27
其他	397.66	435.40	476.22	514.79
资产总计	2309.60	2431.12	2625.85	2832.60
流动负债	331.86	354.37	405.63	408.19
短期借款	17.88	17.88	17.88	17.88
应付账款	80.34	74.53	90.04	104.90
其他	233.63	261.95	297.71	285.40
非流动负债	89.66	91.91	91.91	91.91
长期借款	10.81	10.81	10.81	10.81
其他	78.85	81.10	81.10	81.10
负债合计	421.53	446.28	497.54	500.09
少数股东权益	139.65	142.15	144.65	147.15
归属母公司股东权益	1748.43	1842.70	1983.67	2185.36
负债和股东权益	2309.60	2431.12	2625.85	2832.60

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	133.06	64.84	175.01	215.53
净利润	82.93	136.68	205.26	292.61
折旧摊销	83.49	86.78	94.57	100.58
财务费用	5.42	1.43	1.43	0.00
投资损失	-2.34	-10.00	-10.00	-10.00
营运资金变动	-89.60	-181.89	-139.25	-176.66
其它	53.15	31.84	23.00	9.00
投资活动现金流	-25.80	-33.83	-110.00	-100.00
资本支出	-132.61	-120.00	-120.00	-110.00
长期投资	-75.69	0.00	0.00	0.00
其他	182.50	86.17	10.00	10.00
筹资活动现金流	-175.69	-40.12	-63.22	-88.41
短期借款	-5.56	0.00	0.00	0.00
长期借款	-134.83	0.00	0.00	0.00
其他	-35.30	-40.12	-63.22	-88.41
现金净增加额	-68.30	-9.26	1.79	27.12

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	782.46	976.79	1169.75	1373.18
营业成本	233.05	293.04	348.58	406.46
营业税金及附加	8.25	10.74	12.87	15.10
营业费用	153.18	185.59	210.55	233.44
管理费用	91.99	117.21	128.67	137.32
财务费用	2.19	-3.01	-2.83	-5.29
资产减值损失	-41.05	-25.00	-18.00	-6.00
公允价值变动收益	0.29	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.34	10.00	10.00	10.00
营业利润	95.56	155.32	233.25	332.51
营业外收入	0.31	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.24	0.00	0.00	0.00
利润总额	94.64	155.32	233.25	332.51
所得税	11.71	18.64	27.99	39.90
净利润	82.93	136.68	205.26	292.61
少数股东损益	0.09	2.50	2.50	2.50
归属母公司净利润	82.84	134.18	202.76	290.11
EBITDA	212.13	239.09	324.99	427.80
EPS (元)	0.21	0.33	0.50	0.72

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	33.33%	24.84%	19.75%	17.39%
营业利润	46.57%	62.53%	50.17%	42.56%
归属母公司净利润	20.82%	61.97%	51.11%	43.08%
毛利率	70.22%	70.00%	70.20%	70.40%
净利率	10.59%	13.74%	17.33%	21.13%
ROE	4.74%	7.28%	10.22%	13.28%
ROIC	5.62%	6.38%	9.03%	11.76%
资产负债率	18.25%	18.36%	18.95%	17.65%
净负债比率	-8.16%	-7.36%	-6.95%	-7.50%
流动比率	3.68	3.74	3.71	4.17
速动比率	2.06	1.86	1.80	2.03
总资产周转率	0.35	0.41	0.46	0.50
应收账款周转率	3.07	3.15	3.49	3.49
应付账款周转率	4.11	3.78	4.24	4.17
每股收益	0.21	0.33	0.50	0.72
每股经营现金	0.33	0.16	0.43	0.53
每股净资产	4.33	4.56	4.91	5.41
P/E	109.19	67.41	44.61	31.18
P/B	5.17	4.91	4.56	4.14
EV/EBITDA	32.78	37.22	27.38	20.73
P/S	11.56	9.26	7.73	6.59

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，10年以上医学检验行业+医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn