



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

色谱填料主业把握两大机遇，全产业链布局打开成长天花板

—纳微科技(688690)公司深度报告

2025 年 06 月 06 日

唐爱金 医药行业首席分析师

S1500523080002

tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药行业分析师

S1500524120003

hexin1@cindasc.com

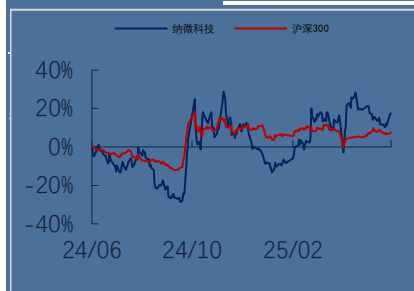
证券研究报告

公司研究

公司深度报告

纳微科技(688690)

投资评级 买入



总市值(亿元) 88.03

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编：100031

色谱填料主业把握两大机遇，全产业链布局打开成长天花板

2025年06月06日

本期内容提要：

➤ 高性能纳米微球材料龙头，业绩边际显著改善。

纳微科技成立于2007年，公司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。2023年以来，受外部宏观环境变化影响，公司业绩陷入增长压力。2024Q4以来公司业绩边际改善显著，2024Q4单季度实现营业收入2.33亿元，同比增长71.47%，实现归母净利润0.41亿元，同比增长38.05%；2025Q1单季度实现营业收入1.89亿元，同比增长22.39%；实现归母净利润0.29亿元，同比增长72.98%。2023年以来公司净利率水平大幅下滑，主要是受到股权激励费用摊销和赛谱仪器商誉减值的影响，以上因素对于公司利润端扰动较大，我们认为，随着股权激励到期和子公司经营改善，公司未来净利率存在较大提升空间。

➤ 把握进口替代和商业化放量两大机遇，色谱填料主业加速成长。

色谱填料和层析介质是生物医药分离纯化的关键耗材，一般而言，用于小分子纯化称为色谱填料，用于大分子纯化称为层析介质。参考赛分科技招股说明书，从全球市场来看，预计2023年全球色谱介质市场规模69亿美元，预计2026年达到90亿美元，复合增长率为9.26%；从国内市场来看，预计2023年中国色谱介质市场规模为112亿元，预计2026年达到203亿元，复合增长率为21.92%。纳微科技是国内较早布局色谱填料和层析介质行业的龙头企业，开发出国内厂商中品类最全的色谱填料和层析介质，可以为小分子和大分子的分离纯化提供全面解决方案。我们认为，公司色谱填料和层析介质主业目前处于关键发展窗口期，有望受益于进口替代和商业化放量两大机遇，具体来看：

- 1) 进口替代机遇：**色谱填料和层析介质行业长期被外资垄断，无论是小分子色谱填料还是大分子层析介质，国产化率都相对较低。近年来伴随着国内生物医药产业的高速发展，国产龙头企业快速崛起，在国际地缘政治关系日益紧张的背景下，自主可控有望成为国内生物医药企业的潜在重要战略。我们认为，公司下游客户恒瑞医药商业化项目的工艺成功变更，为进口替代建立经验模板，公司有望承接更多项目变更，成为国产替代进口的主力军。
- 2) 商业化放量机遇：**色谱填料和层析介质的用量与项目阶段相关，从临床一期到临床二期到临床三期到商业化呈现逐级放大趋势，和商业化变更相比，从临床早期培育的管线客户粘性更强，从小试研发到放大生产，全面配合客户完成工艺验证及生产应用，一路陪伴客户成长。我们认为，近年来公司客户数量不断积累，临床阶段不断后移，目前储备大量临床中后期项目，悉心培育的管线陆续进入回报期，未来存在显著的商业化

放量机遇。

➤ 布局产业链上下游，打开成长天花板。

色谱填料及层析介质主业以外，纳微科技通过“自建+并购”双轮驱动，以福立仪器、纳谱分析、赛谱仪器、纳微生命科技等子公司作为经营主体，布局色谱仪器、色谱耗材、蛋白纯化系统、体外诊断耗材等产业链上下游方向。我们认为，纳微科技的底色是高端材料公司，依托底层技术进行全产业链布局，展现出极强的业务延展性，有望打开成长天花板。

- 1) **福立仪器**：福立仪器是国产色谱仪器领军企业，在气相色谱领域，福立仪器已经初具规模，打造“未来系列”气相色谱仪；在液相色谱领域，公司发布 L75 超高效液相色谱仪，在高端液相色谱领域迈出坚实一步。
- 2) **纳谱分析**：纳谱分析是由纳微科技设立的子公司，专注于打造高品质实验室用色谱耗材，公司采用纳微科技自主研发的创新型单分散硅胶/聚合物微球填料，实现从微球原料、填料制备、色谱柱装填全过程国产化。
- 3) **赛谱仪器**：赛谱仪器致力于开发用于蛋白、抗体、疫苗、核酸、诊断原料等大分子生物制品领域的精密纯化设备，产品达到国内领先、国际先进的水平，为国产蛋白纯化设备领域的龙头企业。

➤ 盈利预测与投资评级

我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 10.01 亿元、12.44 亿元、15.49 亿元，归母净利润分别为 1.41 亿元、2.21 亿元、2.85 亿元，对应的 EPS 分别为 0.35 元、0.55 元、0.71 元，对应的 PE 估值分别为 62.22 倍、39.89 倍、30.86 倍（截至 2025 年 6 月 5 日）。我们认为，纳微科技作为色谱填料和层析介质行业国产龙头企业，主营业务面临进口替代和商业化放量两大市场机遇，同时布局产业链上下游打开成长天花板，我们看好公司中长期成长性，首次覆盖给予“买入”评级。

➤ 风险因素

进口替代不及预期的风险；商业化放量不及预期的风险；收购公司商誉减值的风险；行业竞争加剧的风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	587	782	1,001	1,244	1,549
增长率 YoY %	-16.9%	33.3%	28.0%	24.3%	24.5%
归属母公司净利润(百万元)	69	83	141	221	285
增长率 YoY%	-75.1%	20.8%	70.8%	56.0%	29.3%
毛利率%	77.9%	70.2%	69.7%	69.9%	70.1%
净资产收益率ROE%	4.0%	4.7%	7.7%	11.0%	13.0%
EPS(摊薄)(元)	0.17	0.21	0.35	0.55	0.71
市盈率 P/E(倍)	128.39	106.26	62.22	39.89	30.86
市净率 P/B(倍)	5.17	5.03	4.76	4.40	4.00

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 6 月 5 日收盘价

目 录

投资聚焦	6
1、高性能纳米微球材料龙头，业绩边际显著改善	7
1.1 发展历史：深耕纳米微球领域，打造中国“芯”材料	7
1.2 主营业务：下游应用广泛，生物医药为重点方向	7
1.3 股权结构：实控关系稳定，培育多家重要子公司	8
1.4 高管团队：研发和销售人才兼备，从业经验丰富	9
1.5 财务分析：业绩边际改善显著，盈利能力提升空间大	10
2、色谱填料主业：把握进口替代和商业化放量两大机遇	13
2.1 色谱填料和层析介质是生物医药分离纯化的关键耗材	13
2.2 色谱介质市场规模百亿级别，生物医药为重要应用方向	14
2.3 纳微科技全面布局技术路径，产能性能达到国际领先水平	15
2.3.1 硅胶色谱填料：掌握微球精准制备技术，部分性能超越进口品牌	15
2.3.1 聚合物填料：种子法制备单分散填料，创新用于大分子纯化	16
2.3.3 天然聚合物填料：后来居上，第三代“软胶”性能大幅提升	18
2.4 发展窗口期，把握进口替代和商业化放量两大机遇	18
2.4.1 进口替代机遇：关键原材料自主可控，工艺变更案例增多	18
2.4.2 商业化放量机遇：使用量逐级放大，悉心培育管线进入回报期	20
3、布局产业链上下游，打开成长天花板	22
3.1 福立仪器：气相色谱初具规模，液相色谱实现突破	22
3.2 纳谱分析：专注于色谱耗材，业绩保持高速增长	23
3.3 赛谱仪器：专注于蛋白纯化仪器，经营趋势大幅改善	24
4、盈利预测和投资评级	26
4.1 盈利预测	26
4.2 投资评级	28
5、风险提示	28
5.1 进口替代不及预期的风险	28
5.2 商业化放量不及预期的风险	28
5.3 收购公司商誉减值的风险	28
5.4 行业竞争加剧的风险	28

表 目 录

表 1：纳微科技公司产品&服务	8
表 2：公司高管团队介绍	10
表 3：国产色谱填料&层析介质龙头企业	19
表 4：纳微科技前五大客户营业收入及占比	21
表 5：公司主营业务拆分及盈利预测（2025E-2027E）	26
表 6：纳微科技可比公司估值情况（2025E-2027E）	28

图 目 录

图 1：纳微科技发展历史	7
图 2：纳微科技股权结构	9
图 3：纳微科技集团旗下重要子公司	9
图 4：纳微科技营业收入及同比增速	11
图 5：纳微科技归母净利润及同比增速	11
图 6：纳微科技营业收入按照行业拆分（单位：亿元）	11
图 7：纳微科技营业收入按照产品拆分（单位：亿元）	11
图 8：纳微科技毛利率和净利率趋势（单位：%）	12
图 9：纳微科技各项期间费用率趋势（单位：%）	12
图 10：色谱分离原理图	13
图 11：色谱填料和层析介质纳米微球材料	14
图 12：生物制药上游工艺和下游工艺	14
图 13：全球色谱介质市场规模（单位：亿美元）	15
图 14：中国色谱介质市场规模（单位：亿人民币）	15
图 15：Unisil®硅胶色谱填料具备行业领先的粒径均一性	16
图 16：Unisil®硅胶色谱填料具备行业领先的孔道结构	16
图 17：Unisil®硅胶色谱填料具备行业领先的机械强度	16
图 18：聚苯乙烯 UniPS®系列产品粒径分布更加均匀	17
图 19：以聚合物为基质的 UniMab® Protein A 亲和层析介质	17

图 20: 以琼脂糖为基质的 NAb® Protein A 亲和层析介质.....	18
图 21: 色谱填料&层析介质进口品牌和国产品牌对比分析.....	19
图 22: 抗体大分子药物分离纯化工艺及层析介质类型.....	20
图 23: 纳微科技色谱填料&层析介质业务下游应用情况	21
图 24: 福立仪器未来系列气相色谱仪.....	22
图 25: 福立仪器 L75 超高效液相色谱仪.....	22
图 26: 福立仪器营业收入及同比增速.....	23
图 27: 福立仪器归母净利润及同比增速	23
图 28: 纳谱分析竞争优势总结	23
图 29: 纳谱分析营业收入及同比增速.....	24
图 30: 纳谱分析净利润及同比增速	24
图 31: 赛谱仪器主要产品系列	24
图 32: 赛谱仪器营业收入及同比增速.....	25
图 33: 赛谱仪器净利润及同比增速	25

投资聚焦

我们认为，公司色谱填料和层析介质主业目前处于关键发展窗口期，有望受益于进口替代和商业化放量两大机遇。

1) 进口替代机遇：色谱填料和层析介质行业长期被外资垄断，无论是小分子色谱填料还是大分子层析介质，国产化率都相对较低。近年来伴随着国内生物医药产业的高速发展，国产龙头企业快速崛起，在国际地缘政治关系日益紧张的背景下，自主可控有望成为国内生物医药企业的潜在重要战略。2024 年恒瑞医药注射用卡瑞利珠单抗 10000L 产能获批上市，该项目三步层析介质成功采用纳微的高性能层析介质替代三款进口介质，是国内首个采用国产化层析介质的抗体商业化项目。我们认为，公司下游客户恒瑞医药商业化项目的工艺成功变更，为进口替代建立经验模板，公司有望承接更多项目变更，成为国产替代进口的主力军。

2) 商业化放量机遇：色谱填料和层析介质的用量与项目阶段相关，从临床一期到临床二期到临床三期到商业化呈现逐级放大趋势，和商业化变更相比，从临床早期培育的管线客户粘性更强，从小试研发到放大生产，全面配合客户完成工艺验证及生产应用，一路陪伴客户成长。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；2024 年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约 0.93 亿元，占比约 20.62%，未来存在进一步提升的空间。我们认为，近年来公司客户数量不断积累，临床阶段不断后移，目前储备大量临床中后期项目，悉心培育的管线陆续进入回报期，未来存在显著的商业化放量机遇。

我们认为，纳微科技的底色是高端材料公司，通过“自建+并购”双轮驱动布局产业链上下游方向，展现出极强的业务延展性，有望打开成长天花板。

1) 福立仪器：色谱仪器市场空间广阔，福立仪器在气相色谱仪器领域已经具备品牌影响力，液相色谱仪器处于商业化验证关键时期；福立仪器与纳微科技的色谱填料、纳谱分析的色谱耗材均存在不同程度的协同作用，收购后有望实现业绩加速增长。

2) 纳谱分析：纳谱分析专注于打造高品质实验室用色谱耗材，公司采用纳微科技自主研发的创新型单分散硅胶/聚合物微球填料，实现从微球原料、填料制备、色谱柱装填全过程国产化，近年来业绩保持高速增长，盈利能力不断提升，逐步进入利润兑现阶段。

3) 赛谱仪器：赛谱仪器是国产蛋白纯化设备领域的龙头企业，2023 年以来受生物医药和体外诊断市场阶段性调整影响，连续两年业绩出现下滑，公司已采取集团内“填料+仪器”整合营销、加快新产品研发以及拓展海外市场等积极应对措施，有望改善经营趋势。

1、高性能纳米微球材料龙头，业绩边际显著改善

1.1 发展历史：深耕纳米微球领域，打造中国“芯”材料

纳微科技成立于2007年，公司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。公司专注于高性能纳米微球的制备和应用技术研究，致力于成为全球领先的微球品牌，打造战略性新兴产业的中国“芯”材料。

回顾近20年发展历史，公司不断开拓创新，技术与产品不断迭代，2009-2010年相继在聚合物间隔物微球和导电金球制备上取得突破，2014-2016年相继推出疏水层析介质、金属螯合介质、Protein A亲和层析介质等产品，扩充公司在色谱填料领域的产品管线。公司总部位于苏州，2016年苏州工业园区建成13000m²的研发及生产中心，2020年在常熟建成18000m²的生产基地。2021年6月23日公司在上交所科创板成功上市。

图1：纳微科技发展历史



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

1.2 主营业务：下游应用广泛，生物医药为重点方向

纳微科技目前产品和服务主要涉及生物医药、分析检测、平板显示和体外诊断等四大应用领域。生物医药领域，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。

表 1：纳微科技公司产品&服务

应用领域	产品种类	产品名称	技术特征	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	均一粒径的多孔硅胶微球，机械强度高，未键合官能团时用于正相色谱分离；表面改性或键合官能团后实现反相、亲水、手性等色谱分离	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	均一粒径的聚合物微球，耐碱性强，寿命长，不需要表面改性就可以直接用于反相色谱分离	主要用于有机小分子、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	对微球进行亲水表面改性后再键合离子交换基团	主要用于抗生素、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	在微球表面键合 ProteinA、硼酸、金属螯合等	主要用于抗体、蛋白及多糖的分离纯化
		疏水层析介质	在微球表面键合苯基和丁基疏水基团	主要用于蛋白、抗体等生物分子的分离纯化
		凝胶过滤填料	通过精准控制微球的孔径尺寸，对不同分子量的目标分子进行分离	主要用于疫苗、病毒、蛋白等生物分子及小分子的分离纯化
		其他微球产品	利用公司技术研发优势，为客户开发定制化微球产品等	用于特殊应用的纯化填料或微球产品
	药物分离分析	蛋白层析系统	由高精度泵、全波长紫外检测器、馏分收集器、pH 和电导检测器和系统软件组成，是蛋白纯化的专用仪器	主要用于生物药分析检测和用于蛋白、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	由高精度柱塞泵、在线检测模块、管路和软件等系统组成	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	利用公司产品性能优势及工艺技术优势为制药企业提供技术解决方案。	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）。
分析检测	色谱仪器色谱柱及相关配套	液相色谱柱及样品前处理产品	基于公司生产的单分散微球材料，结合自主研发创新性的表面改性平台技术和稳定可靠的装柱工艺，生产出分离选择性好、柱效高、耐受性佳、覆盖面广的产品，包括分析柱、半制备柱，以及固相萃取柱和净化管等	主要用于生物技术、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
		气相色谱仪、液相色谱仪及配套服务	由高精度载气或泵系统、自动进样系统、色谱柱恒温箱、检测系统、色谱数据处理软件，及其他特殊检测器、前处理装置、配套阀切换装置等组成，通过“方法+仪器+耗材+服务”的商业模式提供色谱系统全套解决方案。	主要用于生物技术、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
平板显示	光电领域用微球材料	间隔物塑胶球	粒径均一的实心聚苯乙烯微球，化学稳定性好	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、导电金球、黑球及其他特种微球	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	由单分散多孔聚合物微球经多层包被技术制备的高灵敏度生物检测用磁珠，由超顺磁氧化铁内核和氧化硅外壳构成的核壳结构磁珠	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	乳胶微球、荧光微球等	应用于标记免疫检测

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

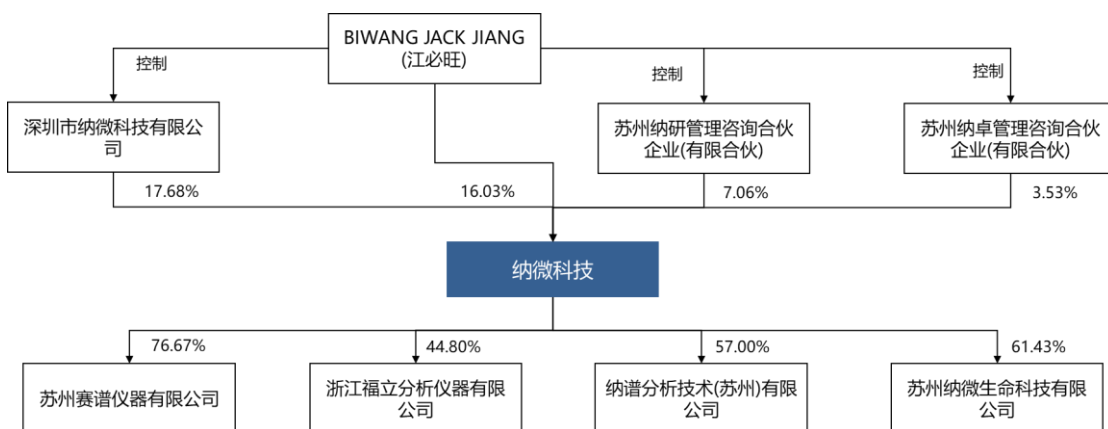
1.3 股权结构：实控关系稳定，培育多家重要子公司

公司实际控制人为江必旺先生和陈荣姬女士，两人通过控制深圳纳微、苏州纳研、苏州纳卓间接控制上市公司 28.27%的股权，江必旺先生直接持有上市公司 16.03%的股权。公司通过自建或并购布局多家重要子公司，其中：1) 子公司纳谱分析主营业务为实验室色谱柱及色谱耗材，上市公司持股比例为 57%；2) 子公司赛谱仪器主营业务为蛋白纯化设备，上市

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 8

公司持股比例为 76.67%；3) 子公司福立仪器主营业务为色谱分析仪器，上市公司持股比例为 44.80%；4) 子公司纳微生命科技主营业务为体外诊断用微球材料（纳米磁珠、荧光微等），上市公司持股比例为 61.43%。

图 2：纳微科技股权结构（2025 年 Q1）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 3：纳微科技集团旗下重要子公司



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

1.4 高管团队：研发和销售人才兼备，从业经验丰富

公司创始人&董事长江必旺先生具有扎实而深厚的科研背景，北京大学学士，纽约州立大学宾汉姆顿分校博士，加州大学伯克利分校博士后，曾任美国罗门哈斯公司（现已并入杜邦公司）高级科学家、北京大学深圳研究生院教授，为国家科技部创新人才推进计划科技创新创业人才。公司董事&总经理牟一萍女士曾担任安捷伦科技有限公司全球副总裁兼大中华区总经理、GE 医疗集团生命科学部大中华区总经理，具备深厚的产业背景和管理经验。公司整个高管团队研发和销售人才兼备，多位管理层曾任职于全球龙头企业，从业经验丰富。

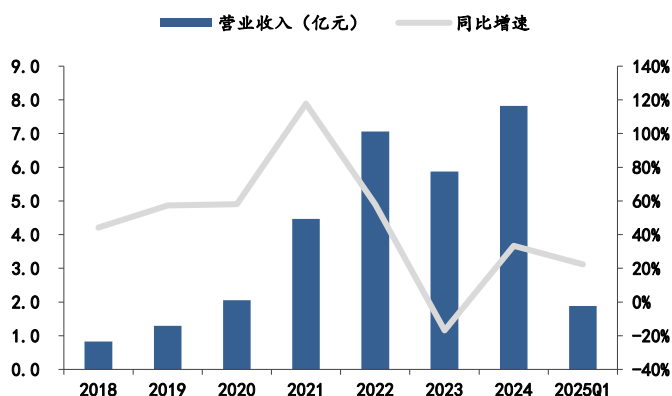
表 2：公司高管团队介绍

姓名	职位	履历简介
江必旺	董事长	BIWANG JACK JIANG（江必旺）先生，1965 年出生，美国国籍，拥有中国永久居留权，北京大学学士，纽约州立大学宾汉姆顿分校博士，加州大学伯克利分校博士后，科技部创新人才推进计划科技创新创业人才。历任担任北京大学计算机研究所助教，美国罗门哈斯公司（现已并入杜邦公司）高级科学家；深圳纳微董事；北京大学深圳研究生院教授；苏州纳微科技股份有限公司副董事长、董事长和总经理，现任苏州纳微科技股份有限公司董事长。
牟一萍	董事&总经理	牟一萍女士，1964 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于北京大学化学系分析化学专业。历任交通部环境监测总站助理工程师，中国惠普有限公司仪器分析部销售工程师、全国项目经理，安捷伦科技有限公司生命科学与化学分析事业部北中国区经理、中国区总经理、全球副总裁兼大中华区总经理，GE 医疗集团生命科学部大中华区总经理，路易企业有限公司首席顾问，北京清测科技有限公司董事长，大连依利特分析仪器有限公司董事长。现任苏州纳微科技股份有限公司总经理&董事。
刘劲松	副总经理	JINSONG LIU（刘劲松）博士，1969 年出生，美国国籍，北京师范大学学士，Carnegie Mellon University 博士，加州大学伯克利分校博士后，江苏省双创人才，苏州市姑苏创新创业领军人才。2004 年至 2007 年，担任 Waters Corporation 高级化学家；2007 年至 2010 年，担任 Cabot Corporation 科学家；2010 年至 2017 年，担任 ThermoFisher Scientific 资深科学家；2017 年至今，历任苏州纳微科技股份有限公司产品开发首席科学家、副总经理。
武爱军	副总经理	武爱军女士，1971 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于沈阳医学院，本科学历。1994 年至 1997 年，担任沈阳医学院附属中心医院医师；1997 年至 1999 年，担任美国惠氏药厂（中国）有限公司客户服务部经理；1999 年至 2003 年，担任拜耳（中国）有限公司大区销售经理；2003 年至 2005 年，担任阿斯利康（中国）有限公司大区销售经理；2005 年至 2007 年，担任深圳纳微副总经理；2007 年至今，担任苏州纳微科技股份有限公司副总经理。
王冬	副总经理	王冬博士，1965 年出生，中国国籍，山东大学博士。1994 年至 1995 年，担任山东大学微生物系讲师；1995 年至 1997 年，香港科技大学博士后研究；1997 年至 2004 年，先后担任瑞典发玛西亚公司及英国安玛西亚公司产品专员、产品经理；2004 年至 2017 年美国通用电气医疗集团生命科学部产品经理、销售经理、市场经理；2020 年 6 月至今，历任苏州纳微科技股份有限公司市场总监、副总经理。
米健秋	副总经理	米健秋博士，1977 年出生，中国国籍，拥有加拿大永久居留权，北京大学学士和博士。2004 年至 2005 年，担任安捷伦科技（中国）有限公司应用工程师；2006 年至 2007 年，担任宝洁中国创新中心研发科学家；2007 年至 2021 年，历任安捷伦科技（中国）有限公司卓越应用中心主管、首席应用科学家；2021 年至 2022 年，担任普米斯生物技术有限公司新药技术部总监；2022 年 8 月至今，历任苏州纳微科技股份有限公司应用技术负责人、副总经理。
陈武	副总经理	WU CHEN（陈武）博士，1968 年出生，美国国籍，中国科学技术大学学士，美国爱荷华州立大学博士。1992 年至 2021 年，先后担任美国安捷伦科技公司色谱柱研究员、研发大师级科学家、首席科学家；2022 年至今，历任苏州纳微科技股份有限公司硅胶产品线研发负责人、副总经理。
陈荣姬	副总经理	RONGJI CHEN（陈荣姬）博士，1967 年出生，美国国籍，拥有中国永久居留权，北京大学学士，纽约州立大学博士，罗格斯大学博士后，苏州市海鸥计划专家。1989 年至 1994 年，担任北京航空材料研究所工程师；2001 年至 2007 年，担任美国福克斯蔡斯癌症中心研究员；2007 年至 2008 年，担任深圳纳微副总经理；2008 年至今担任苏州纳微科技股份有限公司副总经理。

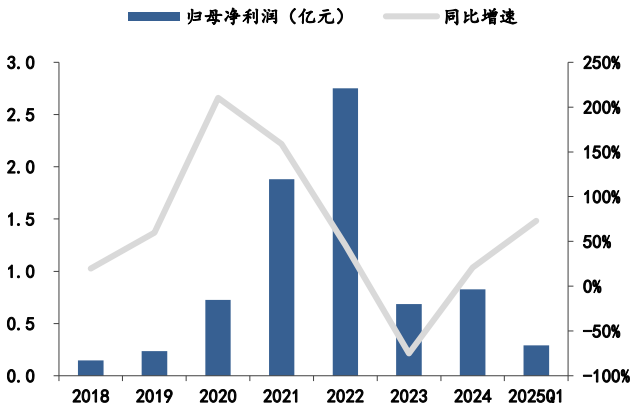
资料来源：iFind，信达证券研发中心

1.5 财务分析：业绩边际改善显著，盈利能力提升空间大

2024 年 Q4 以来业绩边际改善显著。2018-2022 年是公司高速成长期，营业收入从 0.82 亿元增长至 7.06 亿元，年复合增长率达到 71%；归母净利润从 0.15 亿元增长至 2.75 亿元，年复合增长率达到 108%，我们认为主要得益于生物医药行业需求的高景气度和公司十多年的技术积累储备。2023 年以来，受外部宏观环境变化影响，公司业绩陷入增长压力，尤其是利润端大幅下滑。2024 年公司实现营业收入 7.82 亿元，同比增长 33.33%；实现归母净利润 0.83 亿元，同比增长 20.82%；实现扣非归母净利润 0.66 亿元，同比增长 108.55%，业绩实现触底反弹。从季度节奏来看，2024 年 Q4 以来公司业绩边际改善显著，2024 年 Q4 单季度实现营业收入 2.33 亿元，同比增长 71.47%，实现归母净利润 0.41 亿元，同比增长 38.05%；2025 年 Q1 单季度实现营业收入 1.89 亿元，同比增长 22.39%；实现归母净利润 0.29 亿元，同比增长 72.98%。

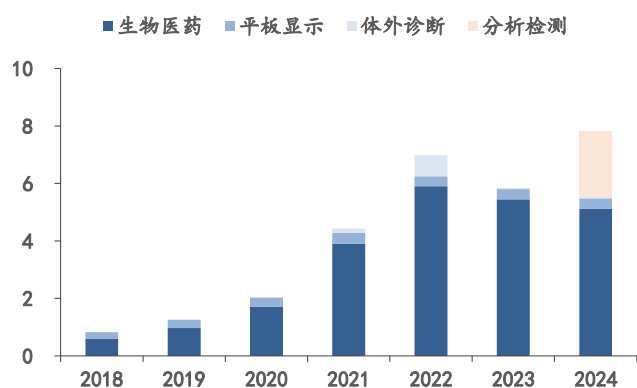
图 4：纳微科技营业收入及同比增速


资料来源：iFind，信达证券研发中心

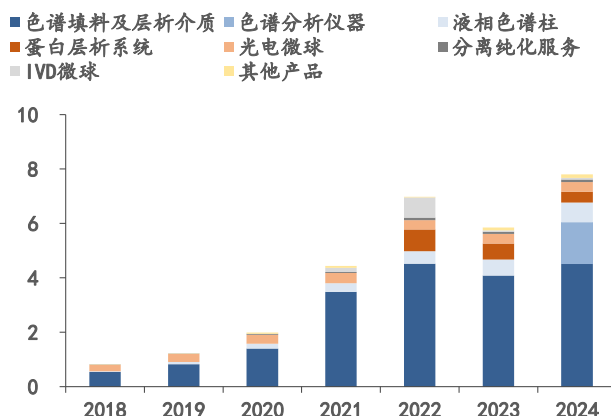
图 5：纳微科技归母净利润及同比增速


资料来源：iFind，信达证券研发中心

色谱填料和层析介质为公司核心主业。根据下游需求行业不同，公司主营业务收入可以拆分为生物医药、平板显示、体外诊断、分析检测，其中生物医药占比最高，2024 年新增分析检测行业主要来自于并购的福立仪器以及重新进行分类的液相色谱柱产品。按照产品类型不同，公司主营业务收入可以拆分为众多细分品类，其中色谱填料及层析介质为公司核心主业，营业收入占比最高。2024 年公司核心主业色谱填料和层析介质实现营业收入 4.51 亿元，同比增长 10.20%；其他业务方面，公司新增色谱分析仪器及配件实现营业收入 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实现营业收入 0.40 亿元，同比减少 33.41%；液相色谱柱及样品前处理产品实现营业收入 0.73 亿元，同比增长 26.15%；IVD 用核心微球产品实现营业收入 530 万元，同比增长 9.53%；光电领域用微球产品实现营业收入 0.36 亿元，同比增长 1.77%；分离纯化技术服务实现营业收入 925 万元，同比增长 8.62%；其他产品实现营业收入 1,335 万元，同比增长 33.04%。

图 6：纳微科技营业收入按照行业拆分（单位：亿元）


资料来源：iFind，信达证券研发中心

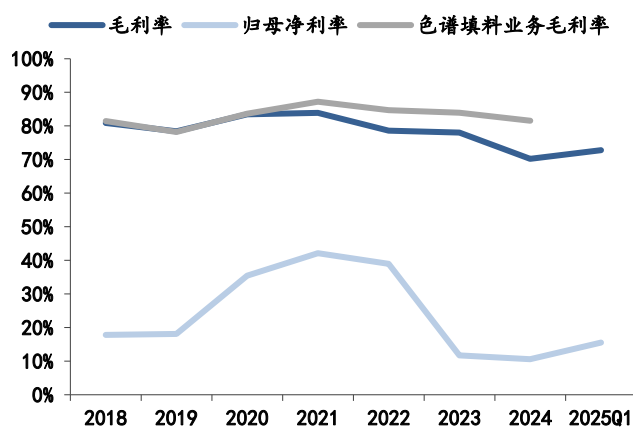
图 7：纳微科技营业收入按照产品拆分（单位：亿元）


资料来源：iFind，信达证券研发中心

核心主业毛利率保持相对稳定，净利率存在较大提升空间。2024 年公司整体毛利率为 70.22%，同比下滑 7.85pct，主要是受到 2024 年公司收购的福立仪器并表，新增业务色谱分析仪器的毛利率相对较低，拉低公司整体毛利率水平，公司核心主业色谱填料及层析介质的毛利率保持相对稳定，始终保持 80% 以上，2024 年为 81.56%。2023 年以来公司净利率水平大幅下滑，主要是受到股权激励费用摊销和赛谱仪器商誉减值的影响，以 2024 年为例，

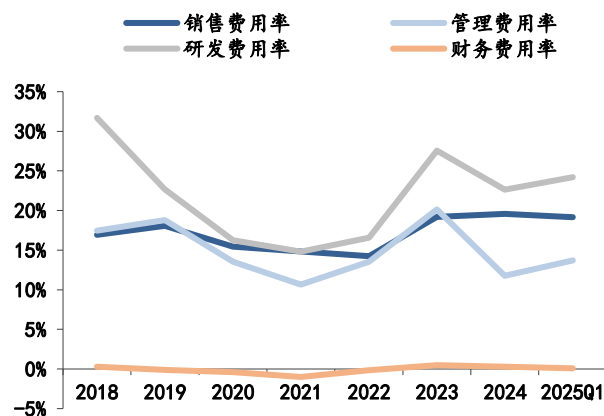
股份支付费用金额为 4,481 万元，计提赛谱仪器商誉减值准备 2,506 万元。以上因素对于公司利润端扰动较大，随着股权激励到期和子公司经营改善，公司未来净利率存在较大提升空间。从期间费用来看，公司销售费用和管理费用保持相对稳定，公司保持高强度的研发费用，2023 年由于营业收入增长不及预期，公司研发费用率和管理费用率同比显著抬升，随着公司营业收入重回增长，公司各项期间费用率有望摊薄。

图 8：纳微科技毛利率和净利率趋势（单位：%）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 9：纳微科技各项期间费用率趋势（单位：%）



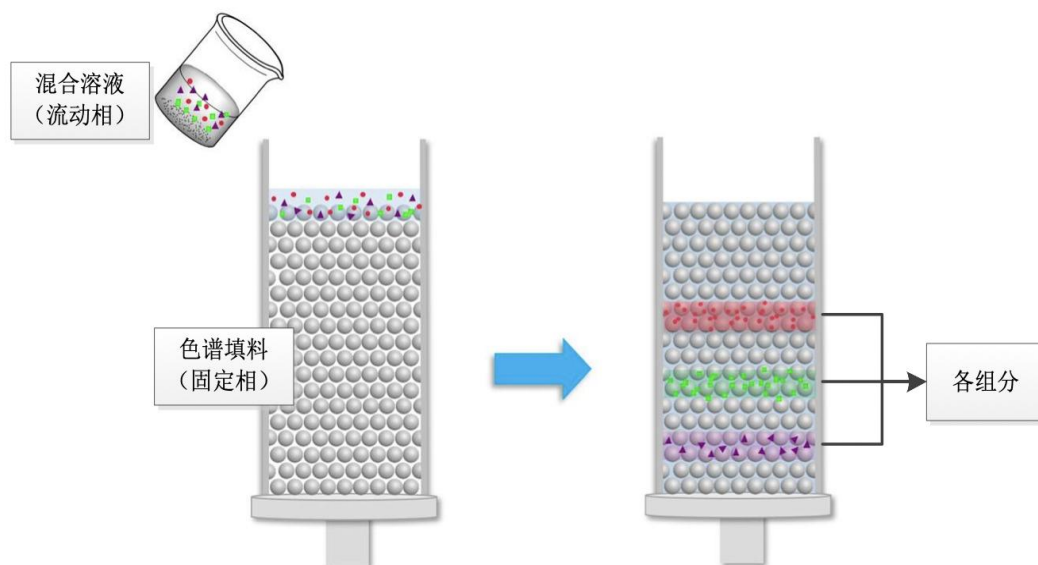
资料来源：iFind，信达证券研发中心

2、色谱填料主业：把握进口替代和商业化放量两大机遇

2.1 色谱填料和层析介质是生物医药分离纯化的关键耗材

色谱技术是可以对多组分复杂样品进行高效分离分析的技术。色谱技术又称层析技术，是现代最有效的分离分析技术之一，当混合溶液（流动相）从装有色谱填料（固定相）的色谱柱一端进入向另一端流动时，通过混合组分中各个成分性质不同实现各组分分离的目的。

图 10：色谱分离原理图

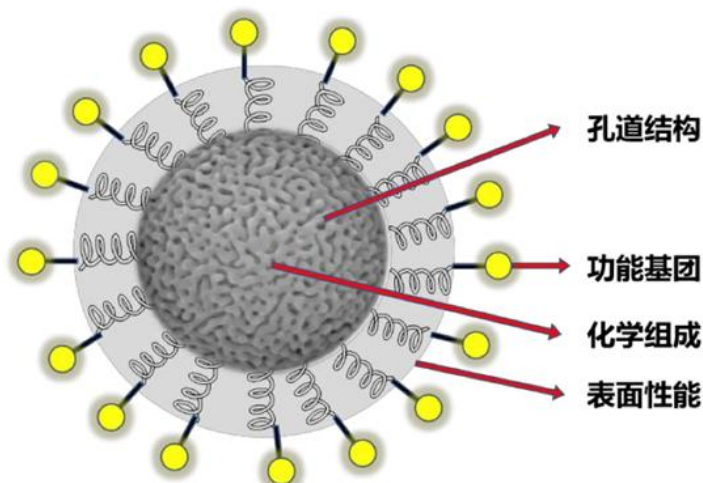


资料来源：纳微科技招股说明书，信达证券研发中心

色谱填料和层析介质底层材料是纳米微球。色谱填料和层析介质通常是指具有纳米孔道结构的微球材料，其粒径在微米尺度范围内，是色谱分离技术的关键耗材。高性能微球材料生产所需主要原材料一般是硅烷、无水乙醇等价格较低的化工原料，但由于生产工艺要求高，因此高性能色谱填料价格高昂，堪称“点石成金”。纳米微球制备技术涉及化学、物理、生物、材料等多门学科专业知识和前沿科技，技术门槛较高，被《科技日报》列为制约中国工业发展的 35 项“卡脖子”技术之一，其壁垒主要体现在以下几点：

- 1) **技术参数较多，精准制备要求高。**色谱填料的制备需要严格控制粒径大小、孔径大小、比表面积等众多参数，其中任何一个参数没有控制好，都会影响最终的色谱分离性能。其中粒径大小需要精确到微米级，孔径结构需要精确到纳米级，对精准制备工艺提出了巨大的挑战。
- 2) **表面改性需求，配套技术要求高。**不同类型的色谱填料通常需要进行不同的表面改性处理，因此需要具备特异性的表面键合技术，同时还需要金属含量控制技术、封端技术、装柱技术等一系列配套技术，保证工艺的完整性。
- 3) **放大生产困难，稳定性要求高。**色谱填料的工业化生产还要掌握平行放大技术，保证批次间的稳定性和重复性，而纳米微球的批量生产一直是困扰行业发展的技术难点之一，也是重要的技术门槛。

图 11：色谱填料和层析介质纳米微球材料

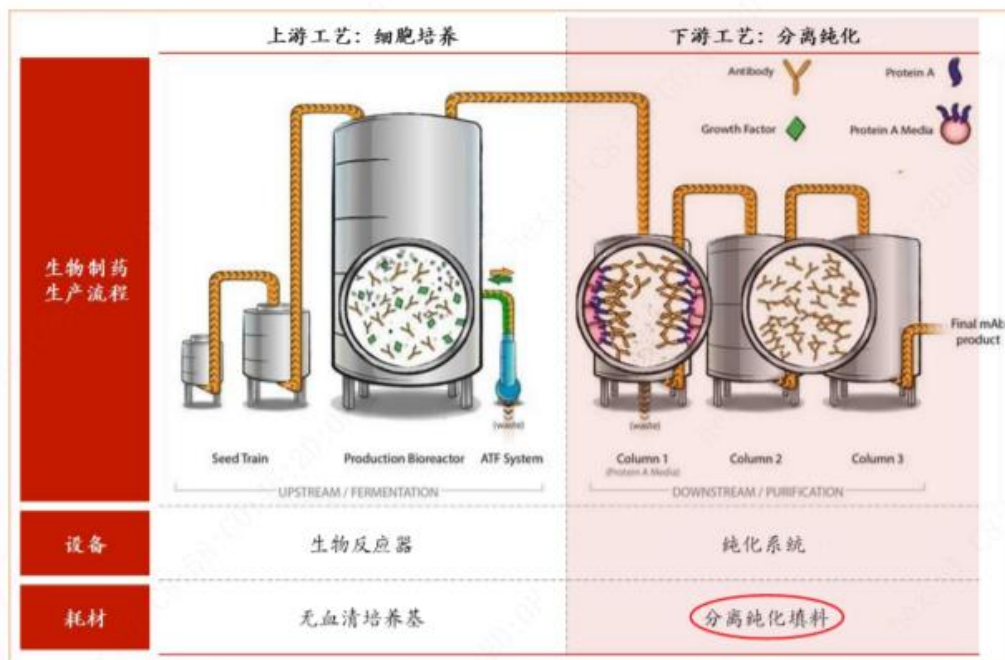


资料来源：纳微科技招股说明书，信达证券研发中心

2.2 色谱介质市场规模百亿级别，生物医药为重要应用方向

色谱填料和层析介质被广泛用于生物医药的分离纯化。生物制药的过程大致可以分为上游的发酵过程和下游的分离纯化过程，其中下游的分离纯化关系到药品的纯度和质量、生产成本、污染排放量等指标，是生物药生产过程中至关重要的环节。色谱技术是目前分离复杂组分最有效的手段，被广泛用于生物医药行业的分离纯化。色谱填料和层析介质是分离纯化的关键耗材，一般而言，用于小分子纯化称为色谱填料，用于大分子纯化称为层析介质。

图 12：生物制药上游工艺和下游工艺



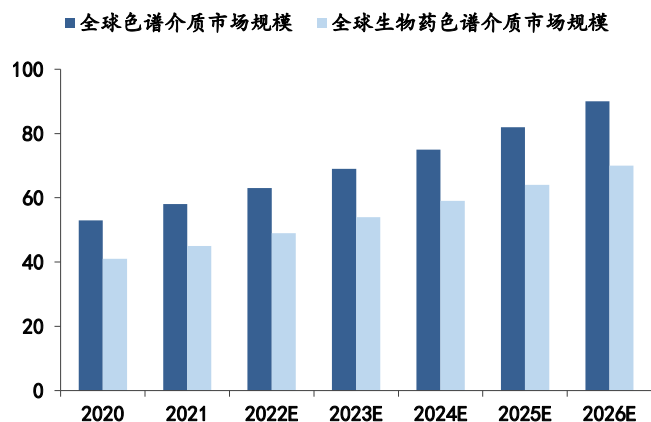
资料来源：纳微科技招股说明书，信达证券研发中心

中国色谱介质市场规模百亿级别，生物医药为重要应用方向。从全球市场来看，参考赛分科技招股说明书，预计 2023 年全球色谱介质市场规模 69 亿美元，预计 2026 年达到 90 亿美元，复合增长率为 9.26%；其中生物医药是色谱介质最为重要的应用领域，预计 2023 年全球生物药色谱介质市场规模 54 亿美元，预计 2026 年达到 70 亿美元，复合增长率为 9.04%。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 14

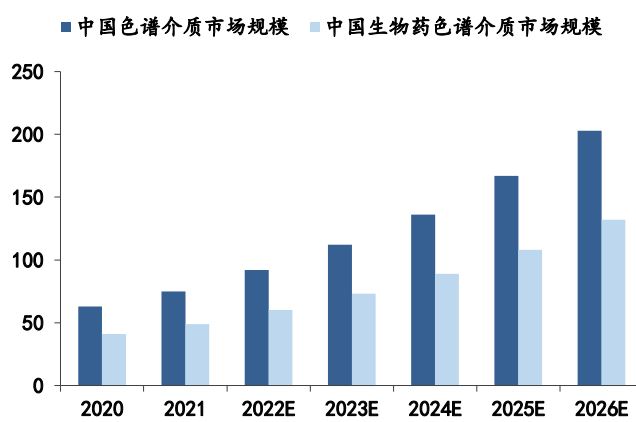
从国内市场来看，参考赛分科技招股说明书，预计 2023 年中国色谱介质市场规模为 112 亿元，预计 2026 年达到 203 亿元，复合增长率为 21.92%；预计 2023 年中国生物药色谱介质市场规模为 73 亿元，预计 2026 年达到 132 亿元，复合增长率为 21.83%。

图 13：全球色谱介质市场规模（单位：亿美元）



资料来源：赛分科技招股说明书，前瞻产业研究院，信达证券研发中心

图 14：中国色谱介质市场规模（单位：亿人民币）



资料来源：赛分科技招股说明书，前瞻产业研究院，信达证券研发中心

2.3 纳微科技全面布局技术路径，产能性能达到国际领先水平

纳微科技是国内较早布局色谱填料&层析介质行业的龙头企业，利用先进的表面改性技术和功能化技术等微球材料底层制备技术，开发出国内厂商中品类最全的色谱填料和层析介质，可以为小分子和大分子的分离纯化提供全面解决方案。

- 应用方向丰富：**不同使用场景对色谱填料/层析介质的产品要求不同，需求种类繁多。基于微球材料底层制备技术，公司已开发出用于小分子分离纯化的硅胶色谱填料，及用于生物大分子分离纯化的层析介质，产品种类齐全，可满足各类客户不同需求。
- 基质覆盖全面：**公司填料基质种类覆盖齐全，是全球少数可同时生产硅胶、聚苯乙烯、聚丙烯酸酯、琼脂糖或葡聚糖、羟基磷灰石等多种性能互补填料的公司之一。
- 产品型号齐全：**粒径和孔径方面，公司可提供粒径小于 2 微米的超高压硅胶色谱填料、粒径 3-5 微米的高压硅胶色谱填料及粒径 10 微米以上的工业分离纯化用色谱填料；孔径可选范围包括 8、10、12、20、30、50、100、150、200、400 纳米等。
- 多种分离方式：**分离模式方面，公司已突破聚合物填料表面亲水改性及功能化技术，成功克服合成聚合物色谱填料与软胶相比亲水性差、非特异性吸附大的缺点，使其既可用于中小分子的分离纯化，也可用于生物大分子的分离纯化。公司可生产不同分离模式的色谱填料，具体包括硅胶正相、反相、亲水、体积排阻，聚合物反相、聚合物离子交换、疏水、体积排阻、亲和及混合模式等。

2.3.1 硅胶色谱填料：掌握微球精准制备技术，部分性能超越进口品牌

硅胶色谱填料以二氧化硅为基质，具有良好的机械强度、耐溶剂性、可控的比表面积和孔径大小、不溶胀和不可压缩性及表面富含易于键合或改性的硅羟基等优点，是应用历史最悠久、最广泛的高效液相色谱填料之一，成为各种有机小分子、手性药物、天然产物、多肽、抗生素、胰岛素的实验室分析检测以及工业制备分离纯化的首选填料。

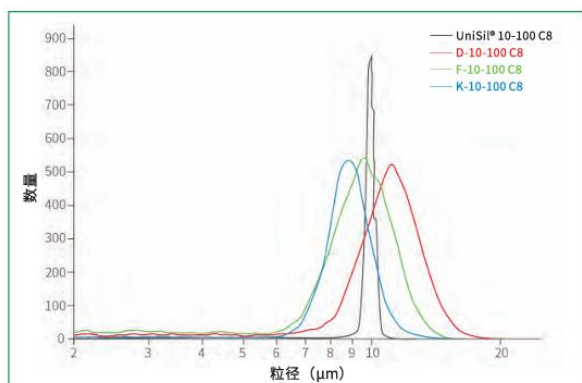
纳微科技掌握微球精准制备技术，可以精准控制微球的尺寸、形貌、材料构成及表面功能化。

以 Unisil® 系列硅胶色谱填料为例，具备以下竞争优势：1) 粒径均一，与国际三家知名硅胶

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 15

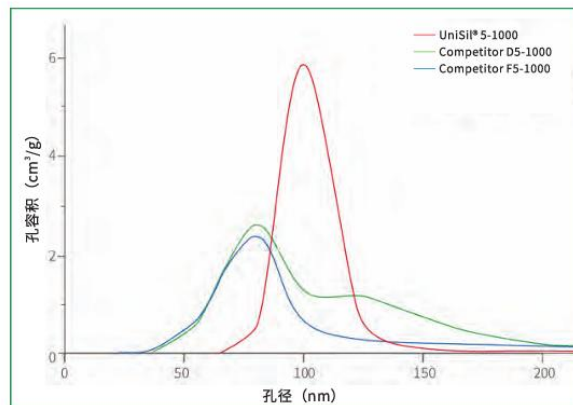
品牌对比，国际知名品牌的硅胶色谱填料粒径分布变异系数 $CV>10\%$ ，纳微科技的硅胶色谱填料可以达到 $CV<5\%$ ；2) 优化的孔道结构，纳微科技可以制备从 60 到 1500 范围内不同孔径规格的硅胶填料，控制有效比表面积及孔容积；3) 卓越的机械强度和优异的化学稳定性，通过反复装柱 20 次，发现 UniSi® 的机械强度明显高于日本某知名品牌同类型硅胶填料，使用寿命明显优于进口硅胶，可以降低客户的使用成本。

图 15: UniSil® 硅胶色谱填料具备行业领先的粒径均一性



纳微科技 UniSil® 10-100 C8 与国外知名品牌硅胶粒径分布对比图

图 16: UniSil® 硅胶色谱填料具备行业领先的孔道结构

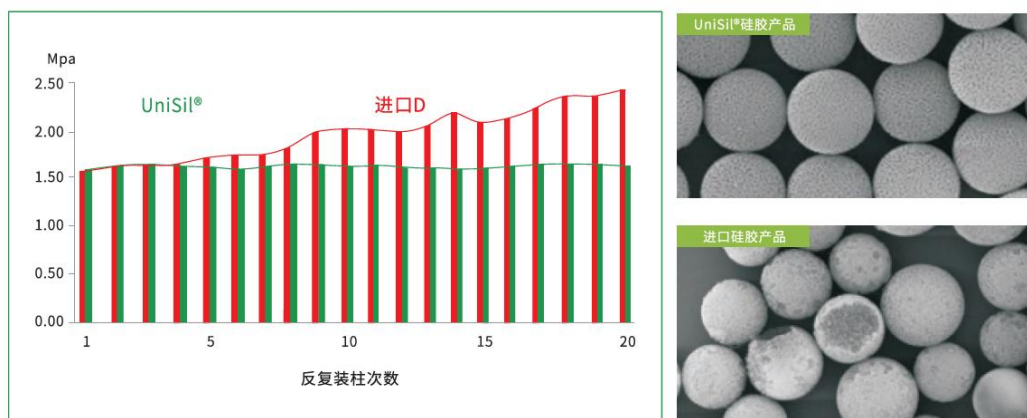


UniSil® 5-1000 与国外知名品牌竞品孔径分布对比图

资料来源：公司官网产品手册《色谱填料选择指南-2024 版》，信达证券研发中心

资料来源：公司官网产品手册《色谱填料选择指南-2024 版》，信达证券研发中心

图 17: UniSil® 硅胶色谱填料具备行业领先的机械强度



纳微科技硅胶产品（绿色）与进口硅胶产品（红色）在反复装柱 20 次的柱压变化及 SEM 对比图（右图）

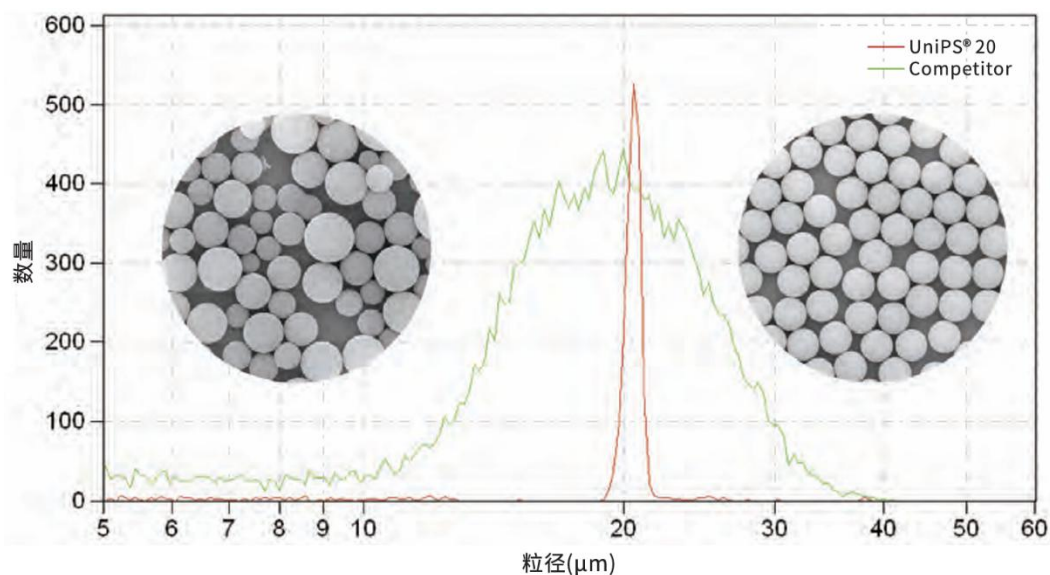
资料来源：公司官网产品手册《色谱填料选择指南-2024 版》，信达证券研发中心

2.3.1 聚合物填料：种子法制备单分散填料，创新用于大分子纯化

聚合物色谱填料是指以交联有机高分子聚合物为基架的色谱填料，化学稳定性强、机械强度高、耐污染性能好、满足上游粗纯捕获到中间纯化以及下游精纯的要求，广泛应用于小分子化合物、抗生素、天然产物、多肽、胰岛素、核酸、蛋白等的分离纯化。

根据聚合物材质不同，纳微科技开发出分别以聚苯乙烯、聚丙烯酸酯、聚乙烯吡咯烷酮为基架的，多种粒径及孔径选择的高效聚合物反相色谱填料。以聚苯乙烯 UniPS® 系列为例，纳微科技独特的种子法制备的单分散聚苯乙烯基质聚合物反相色谱填料，比传统的悬浮聚合法制备出的填料，粒径分布均一度更高 ($CV<5\%$)，这种高度均一的粒径分布让装柱更容易，柱床内流体分布更好，样品谱带展宽更小，柱效更高，分离效果更好。

图 18：聚苯乙烯 UniPS®系列产品粒径分布更加均匀



UniPS®系列产品粒径分布测试结果

资料来源：公司官网产品手册《色谱填料选择指南-2024 版》，证券研发中心

以聚合物为基质开发“硬胶”产品，用于大分子分离纯化。通过对聚合物基球的表面亲水化改性及功能化，可以生产出可以满足生物大分子分离纯化的离子交换、疏水、分子筛和亲和层析介质，行业内一般称之为“硬胶”。

以 UniMab®系列为例，该介质是纳微科技利用自主专利技术生产的高性能、耐碱型重组 Protein A 亲和层析介质，以单分散多孔型聚甲基丙烯酸酯（PMMA）微球为基质，具有高度的粒径均一性，并利用专有的表面亲水化修饰及功能化技术制备而成，具有耐碱性能好、机械强度高、耐受更大的操作压力、不易堵塞筛板、柱效高、传质速度快、流速对载量影响小、表面亲水性好、流穿少、回收率高、非特异性吸附低、HCP 残留低、寿命长等优异性能。公司进一步开发出 UniMab®EXE，该产品采用“刚柔并济”式的设计理念，以刚性单分散多孔 PMMA 微球为内核，同时在 PMMA 微球表面及内部孔洞涂覆柔性葡聚糖涂层，可以在保留机械强度的同时提升载量。

图 19：以聚合物为基质的 UniMab® Protein A 亲和层析介质

产品名称	UniMab® 50	UniMab® 50HC	UniMab® EXE
分离原理	Protein A亲和	Protein A亲和	Protein A亲和
基质	聚甲基丙烯酸酯	聚甲基丙烯酸酯	聚甲基丙烯酸酯
粒径	50 μm	50 μm	50 μm
配基	耐碱型 rProtein A	耐碱型 rProtein A	耐碱型 rProtein A
配基键合方式	环氧键合	环氧键合	环氧键合
动态结合载量	~40 mg·mL ⁻¹ 人IgG 5 min驻留时间	~50 mg·mL ⁻¹ 人IgG 5 min驻留时间	55~65 mg·mL ⁻¹ 人IgG 5 min驻留时间
最大耐压	0.8 MPa	0.8 MPa	0.8 MPa
CIP在位清洗	0.1-0.5 M NaOH	0.1-0.5 M NaOH	0.1-0.5 M NaOH
推荐流速	100-800 cm/h	100-800 cm/h	100-800 cm/h
pH稳定性	3~12（工作），2~13（CIP）	3~12（工作），2~13（CIP）	3~12（工作），2~13（CIP）
化学稳定性	所有常用缓冲液，10 mM 盐酸，0.1 M柠檬酸（pH3），6M 尿素，6M 盐酸胍，30% 异丙醇、20% 乙醇。		
存储条件	20% 乙醇或2% 苯甲醇，2-8 °C		

资料来源：公司官网产品手册《层析介质选择指南-2024 版》，信达证券研发中心

2.3.3 天然聚合物填料：后来居上，第三代“软胶”性能大幅提升

天然聚合物填料主要从植物和微生物中提取，其主要基质包括琼脂糖、纤维素、葡萄糖、壳聚糖等。天然聚合物填料的优点主要在于其亲水性，其相较于合成聚合物填料的缺点主要在于低机械稳定性，因此行业内又被称为“软胶”。

纳微科技在“软胶”领域起步相对较晚，2021年2月，公司西安交大保赛生物技术股份有限公司签署《技术转让和合作生产协议》，保赛生物向公司转让以琼脂糖、葡聚糖为基质的分离介质产品的专有技术，并协助公司掌握和应用该技术实现放大生产，公司借此实现高流速琼脂糖微球的自主生产。纳微科技以高交联琼脂糖为基质，利用特有的微球改性技术增强基球机械强度，已开发出亲和和层析介质、离子交换层析介质和分子筛等多系列产品。以NMab®系列为例，该介质是纳微科技自主研发的以琼脂糖为基质的Protein A亲和和层析介质，利用特有的微球改性技术以增强其机械强度，使得其在载量、流速、耐碱性、配基脱落、HCP残留、纯度、回收率等方面与进口主流产品相当。2024年公司推出第三代“软胶”NMab®Titan，相较于第一代和第二代产品，耐压和耐碱性性能大幅提升，根据公司公告的投资者交流记录，该产品自推出以来，已导入客户中试放大阶段的项目，产品收入逐季提升，有望在2025年带来明显增长贡献。

图 20：以琼脂糖为基质的 NMab® Protein A 亲和层析介质

产品名称	NMab®	NMab® Pro	NMab® Titan
分离原理	Protein A亲和	Protein A亲和	Protein A亲和
基质	琼脂糖	琼脂糖	琼脂糖
粒径	90 μm	69 μm	75 μm
配基	耐碱型 rProtein A	耐碱型 rProtein A	耐碱型 rProtein A
配基键合方式	环氧键合	环氧键合	环氧键合
动态结合载量	≥55 mg·mL ⁻¹ 人IgG 6 min驻留时间	≥65 mg·mL ⁻¹ 人IgG 6 min驻留时间	~70 mg·mL ⁻¹ 人IgG 6 min驻留时间
最大耐压	0.3 MPa	0.3 MPa	0.5 MPa
CIP在位清洗	0.1-0.5 M NaOH	0.1-0.5 M NaOH	0.1-0.5 M NaOH
推荐流速	100-500 cm/h	100-500 cm/h	500 cm/h (柱型: 600×250mm)
pH稳定性	3~12 (工作), 2~13 (CIP)	3~12 (工作), 2~13 (CIP)	3~12 (工作), 2~14 (CIP)
化学稳定性	所有常用缓冲液, 10 mM 盐酸, 0.1 M柠檬酸 (pH3), 6M 尿素, 6M 盐酸胍, 30% 异丙醇、20% 乙醇。		
存储条件	20% 乙醇或2% 苯甲醇, 2-8 °C		

资料来源：公司官网产品手册《层析介质选择指南-2024 版》，信达证券研发中心

2.4 发展窗口期，把握进口替代和商业化放量两大机遇

2.4.1 进口替代机遇：关键原材料自主可控，工艺变更案例增多

行业长期被外资垄断，国产龙头企业快速崛起。色谱填料和层析介质行业长期被外资垄断，无论是小分子色谱填料还是大分子层析介质，国产化率都相对较低。具体来看，在生物大分子分离纯化领域，美国思拓凡公司（Cytiva）、日本东曹株式会社（Tosoh）、美国伯乐实验室有限公司（Bio-Rad）、德国默克集团（Merck）等大型跨国科技公司是层析介质的主要市场参与者，美国思拓凡公司（Cytiva）是实验室层析系统的主要供应商；在中小分子分离纯化领域，株式会社大阪曹达（Osaka Soda，原名 Daiso）、富士硅化学株式会社（Fuji）及瑞典诺力昂公司（品牌为 Kromasi）等是色谱填料的主要生产厂家，产品主要为以硅胶色谱填料为代表的无机色谱填料。近年来伴随着国内生物医药产业的高速发展，以纳微科技、赛分科技、博格隆为代表的国产龙头企业快速崛起，2021 年纳微科技的上市让更多客户认识到

国产自主色谱填料品牌，打破外资品牌的垄断局面。

表 3：国产色谱填料&层析介质龙头企业

	纳微科技	赛分科技	博格隆
成立时间	2007 年	2002 年	2008 年
主营业务范围	色谱填料和层析介质，色谱分析仪器，液相色谱柱，蛋白层析系统，光电微球，IVD 微球，分离纯化技术服务	工业纯化（填料，色谱柱） 分析纯化（色谱柱，填料）	层析填料，层析柱，分析柱，细胞培养用微载体
上市状态	科创板上市（2021 年）	科创板上市（2025 年）	药明生物控股子公司
营业收入（2024 年）	7.82 亿元	3.15 亿元	3.12 亿元
归母净利润（2024 年）	8,284 万元	8,516 万元	/
员工数量（2024 年）	1,198 人	399 人	/

资料来源：iFind，各公司公告，信达证券研发中心

国产品牌实力大幅提升，关键原材料自主可控。色谱填料和层析介质作为生物医药分离纯化关键原材料，长期被美国 Cytiva、德国默克等外资品牌垄断，在国际地缘政治关系日益紧张的背景下，自主可控有望成为国内生物医药企业的潜在重要战略。和进口品牌相比，国产品牌的竞争优势在于响应速度和性价比，竞争劣势在于产品性能和质量控制，近年来随着国产龙头企业技术实力的不断提升和项目经验的不断积累，产品性能已经大幅提升，主流产品系列的性能已经得到进口替代水平，批次性稳定性大幅改善，不断得到生物医药龙头企业的认可。以纳微科技为例，我们前文分析的 Unisil® 系列、UniPS® 系列、UniMab® 系列、NMab® 系列等，均成为公司替代进口品牌的关键底气。

图 21：色谱填料&层析介质进口品牌和国产品牌对比分析

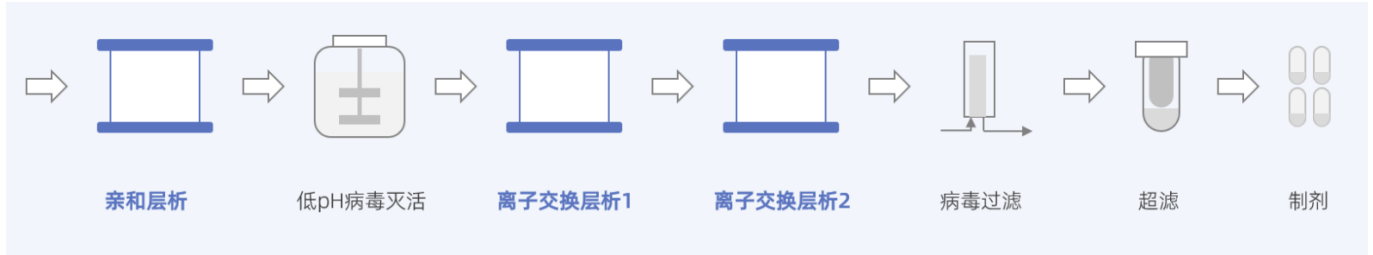
进口品牌		国产品牌
进口品牌深耕色谱填料&层析介质行业几十年，Cytiva、德国默克等龙头企业长期垄断市场，产品性能领先市场	产品性能	国产品牌起步相对较晚，近年来快速发展，国产龙头企业的主流产品性能已经达到进口替代水平，包括耐压、耐酸、耐碱、载量等指标
进口品牌项目经验丰富，生产技术稳定，质量控制方面占据领先优势，批次性稳定性较强	质量控制	国产品牌项目经验不足，实际使用场景中，不同批次间纯化效果有差异，客户更加关注循环次数和纯化收率等指标
进口品牌对于客户需求的响应速度相对较慢，定制化能力相对较弱，本土化服务能力有待提升	响应速度	国产品牌对于客户需求的响应速度相对较快，定制化能力是竞争优势，服务意识相对较强
进口品牌的价格相对较高，产品质量得到市场充分检验，对于价格敏感度不高的客户仍然是第一选择	性价比	国产品牌的价格相对较低，产品质量和进口品牌的差距逐渐缩小，性价比相对较高，适合价格敏感度较高的客户

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

下游客户恒瑞万升级别项目变更，为行业建立经验模板。色谱填料和层析介质作为生物医药分离纯化的关键耗材，和生产工艺深度绑定，只要进入客户的供应链体系就很难切换，如果需要切换品牌就需要进行工艺变更，这也是国产替代进口的难点。近几年国内供应商持续进步，替换使用国产填料的成功应用案例越来越丰富，药企客户对国产填料的认可度不断提高。2024 年恒瑞医药子公司苏州盛迪亚生物注射用卡瑞利珠单抗（艾瑞卡®）10000L 不锈钢生

物反应器生产线获批上市使用,该项目三步层析介质成功采用公司的高性能层析介质替代三款进口介质,是国内首个采用全国产化层析介质的抗体商业化项目,变更后产品质量高度可比,确保了产品变更前后的稳定性与一致性。我们认为,恒瑞医药商业化项目的工艺成功变更,为进口替代建立经验模板,公司有望承接更多项目变更,成为国产替代进口的主力军。

图 22: 抗体大分子药物分离纯化工艺及层析介质类型



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

2.4.2 商业化放量机遇: 使用量逐级放大, 悉心培育管线进入回报期

跟随项目进展使用量逐级放大, 把握商业化放量机遇。色谱填料和层析介质的用量与项目阶段相关, 从临床一期到临床二期到临床三期到商业化呈现逐级放大趋势, 和商业化变更相比, 从临床早期培育的管线客户粘性更强, 从小试研发到放大生产, 全面配合客户完成工艺验证及生产应用, 一路陪伴客户成长。

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; 2024 年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约 0.93 亿元, 占比约 20.62%。

1) 从大分子领域来看: 2024 年应用于抗体(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, 同比基本持平, 截至 2024 年底有超过 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。

2) 从小分子领域来看: 2024 年应用于胰岛素、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, 同比增长约 16.13%, 其中包括 GLP-1 在内的多肽类药物实现色谱填料销售收入约 0.90 亿元, 同比增长约 34.28%。

我们认为, 近年来公司客户数量不断积累, 临床阶段不断后移, 目前储备大量临床中后期项目, 悉心培育的管线陆续进入回报期, 未来存在显著的商业化放量机遇。

图 23：纳微科技色谱填料&层析介质业务下游应用情况

	2021年	2022年	2023年	2024年
客户数量	色谱填料和层析介质产品的客户达500家，同比增加约101家	色谱填料和层析介质产品销售的客户数量为611家，同比增加111家	色谱填料和层析介质产品销售的客户数量为769家，同比增加158家	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
临床阶段	应用于药企正式生产或三期临床项目的色谱填料和层析介质产品销售收入约1.64亿元	应用于药企正式生产或三期临床项目的色谱填料和层析介质产品销售收入约2.64亿元，占比58.41%，同比增加约11个百分点。	应用于药企正式生产或三期临床项目的色谱填料和层析介质产品销售收入约2.57亿元，占比62.84%，同比增加4.4个百分点	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约0.93亿元，占比20.62%
大分子		应用于大分子药物分离纯化的亲和及离子交换层析介质的销售收入3.08亿元，同比增长14.50%	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2.50亿元，同比降低约14.4%	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，同比基本持平
小分子		应用于小分子药物分离纯化的聚合物和硅胶色谱填料的销售收入1.27亿元，同比增长77.17%	应用于胰岛素、多肽、抗生素、造影剂等四类中小分子药物项目的色谱填料产品的实现销售收入约1.42亿元，同比增长约26.5%	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的实现销售收入约1.65亿元，同比增长约16.13%

资料来源：iFind，公司年报，信达证券研发中心

采购周期波动较大，商业化项目有望稳定公司业绩。公司早期发展阶段，由于临床三期和商业化项目相对较少，临床早期项目的采购量和采购周期不稳定，偶尔会出现大订单集中采购，导致公司业绩波动较大。随着越来越多的项目进入商业化阶段，采购周期更加稳定，业绩波动有望得到有效平衡。从前五大客户来看，公司对于单一客户的依赖度正在下降，2023 年和 2024 年前五大客户占比已经下降至 16%左右。2021 年新冠疫情期间，由于存在断供担忧，下游客户集中大额采购造成行业库存积压，公司第一大客户采购金额超过 8000 万，前五大客户占比达到 33%。随着时间推进，当年集中采购的库存去化基本完成，行业供需关系恢复常态化，公司有望进入新的成长周期。

表 4：纳微科技前五大客户营业收入及占比

单位：万元	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
第一名	557	934	1,639	8,186	5,836	2,234	5,333
第二名	434	784	1,339	2,663	3,317	2,048	2,245
第三名	426	770	939	1,663	2,350	1,677	1,884
第四名	411	502	778	1,091	2,161	1,668	1,692
第五名	404	439	566	950	2,098	1,525	1,628
前五大客户合计	2,232	3,429	5,261	14,553	15,762	9,151	12,782
前五大客户占比	27%	26%	26%	33%	22%	16%	16%

资料来源：iFind，信达证券研发中心

3、布局产业链上下游，打开成长天花板

色谱填料及层析介质主业以外，纳微科技通过“自建+并购”双轮驱动，以福立仪器、纳谱分析、赛谱仪器、纳微生命科技等子公司作为经营主体，布局色谱仪器、色谱耗材、蛋白纯化系统、体外诊断耗材等产业链上下游方向。我们认为，纳微科技的底色是高端材料公司，依托底层技术进行全产业链布局，展现出极强的业务延展性，有望打开成长天花板。

3.1 福立仪器：气相色谱初具规模，液相色谱实现突破

福立仪器是国产色谱仪器领军企业。浙江福立分析仪器有限公司是国家级专精特新重点“小巨人”企业，也是国产色谱仪器领军企业，坚持自主研发打造精密科学仪器近三十年，产品线包括气相色谱、液相色谱、气质联用、前处理设备以及在线监测设备。在气相色谱领域，福立仪器已经初具规模，打造“未来系列”气相色谱仪，陆续推出 F60 入门级天花板、F70 国产性价比领航者、F70Pro 全方位卓越典范、F80（定位）进口替代优选品牌等产品系列。在液相色谱领域，公司 2024 年 11 月发布 L75 超高效液相色谱仪，是福立仪器在色谱领域的重要里程碑，标志着公司在高端液相色谱领域迈出坚实一步。

图 24：福立仪器未来系列气相色谱仪



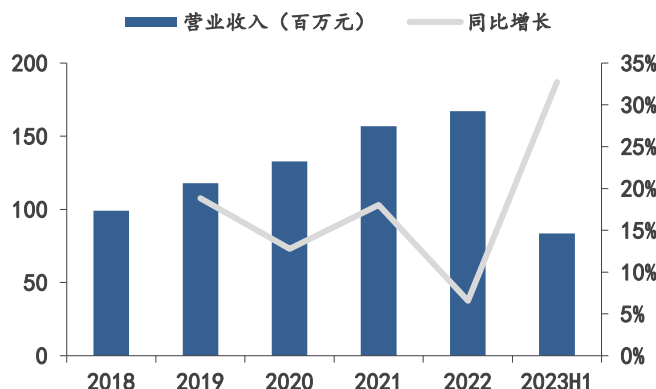
资料来源：福立仪器官方公众号，信达证券研发中心

图 25：福立仪器 L75 超高效液相色谱仪

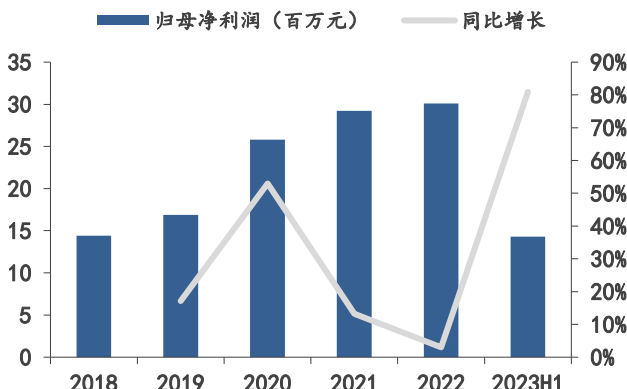


资料来源：福立仪器官方公众号，信达证券研发中心

收购福立仪器，业绩有望加速增长。福立仪器原来是新三板挂牌上市公司（839341.NQ），2018-2022 年公司营业收入从 0.99 亿元增长至 1.67 亿元，归母净利润从 1,440 万元增长至 3,011 万元。2023 年 6 月，纳微科技宣布先后两次合计受让福立仪器 44.80% 股份，2024 年 3 月，收购交易落地福立仪器实现并表。2024 年并表以来，福立仪器实现营业收入 1.54 亿元，实现净利润 1,384 万元。根据公司年报，2022 年全球色谱仪行业市场规模 84.86 亿美元，预计 2026 年将增长至 107.36 亿美元；色谱仪分为气相色谱和液相色谱 2 个主要大类，其中液相色谱仪 2023 年全球市场规模 319.87 亿人民币，中国市场规模 91.55 亿元人民币。我们认为，色谱仪器市场空间广阔，福立仪器在气相色谱仪器领域已经具备品牌影响力，液相色谱仪器处于商业化验证关键时期；此外福立仪器与纳微科技的色谱填料、纳谱分析的色谱耗材均存在不同程度的协同作用，收购后有望实现业绩加速增长。

图 26：福立仪器营业收入及同比增速


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 27：福立仪器归母净利润及同比增速


资料来源：iFind，信达证券研发中心

3.2 纳谱分析：专注于色谱耗材，业绩保持高速增长

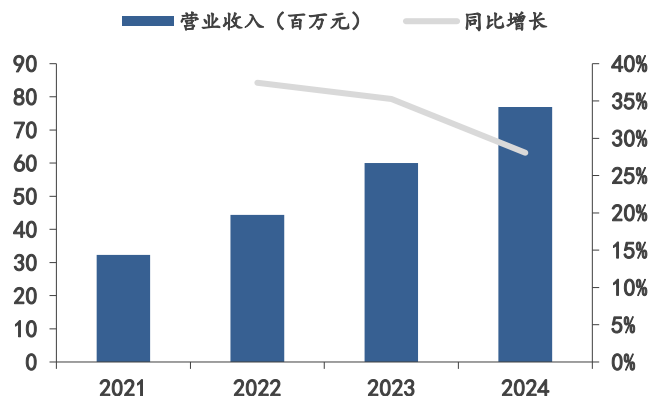
纳谱分析专注于色谱耗材开发，实现全流程国产化。纳谱分析技术（苏州）有限公司是由纳微科技设立的子公司，专注于打造高品质实验室用色谱耗材，公司采用纳微科技自主研发的创新型单分散硅胶/聚合物微球填料，实现从微球原料、填料制备、色谱柱装填全过程国产化；公司已开发出涵盖小分子分离、生物大分子分离、手性分离以及样品前处理的全产品线，服务于制药、生物制药、食品检验、临床质谱、化工和环境监测等行业领域。

图 28：纳谱分析竞争优势总结


资料来源：纳谱分析官网，信达证券研发中心

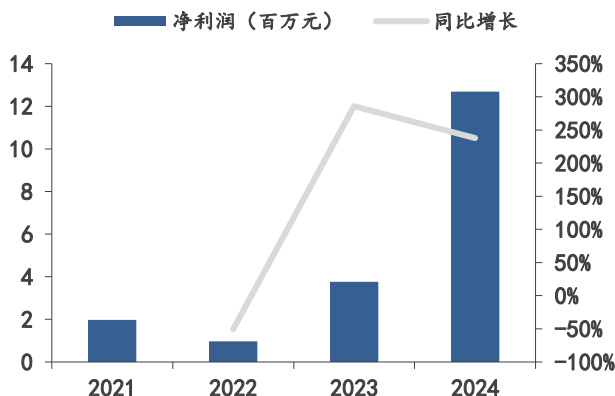
色谱耗材市场空间广阔，纳谱分析业绩保持高速增长。根据公司年报，2021 年全球色谱柱产量达到 408 万根，市场规模达到 22.6 亿美元，预计 2025 年全球色谱柱市场规模达到 30.3 亿美元，复合增速将达到 7.61%。2021 年中国色谱柱产量达到 17.2 万根，中国色谱柱市场规模达到 12.5 亿元，预计 2025 年中国色谱柱市场规模预计达到 20.7 亿元，复合增速将达到 13.44%。纳谱分析近年来业绩保持高速增长，年报显示，2021-2024 年纳谱分析营业收入从 3,231 万元快速增长至 7,690 万元，净利润从 197 万元快速增长至 1,269 万元，盈利能力不断提升，逐步进入利润兑现阶段。

图 29：纳谱分析营业收入及同比增速



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 30：纳谱分析净利润及同比增速



资料来源：iFind，信达证券研发中心

3.3 赛谱仪器：专注于蛋白纯化仪器，经营趋势大幅改善

专注于蛋白纯化仪器，产品系列丰富。苏州赛谱仪器有限公司成立于 2011 年，由世界知名自动化控制专家和多名蛋白纯化仪器专家共同创建，致力于开发用于蛋白、抗体、疫苗、核酸、诊断原料等大分子生物制品领域的精密纯化设备。历经十余年创新研发与技术深耕，成功推出 SCG、SDL、SDA、SCG-P、STP 等系列产品满足不同客户需求，产品达到国内领先、国际先进的水平，为国产蛋白纯化设备领域的龙头企业。

图 31：赛谱仪器主要产品系列

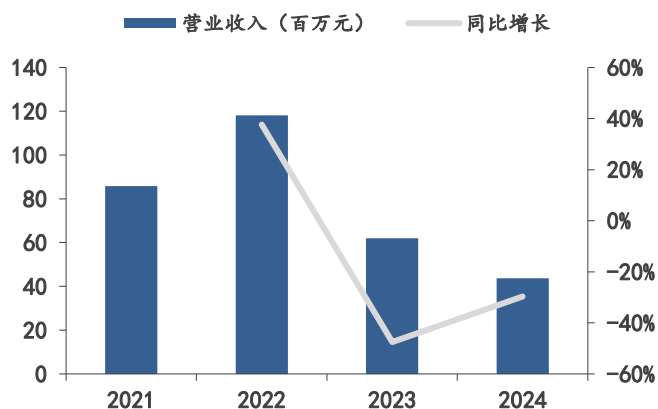


资料来源：赛谱仪器官网，信达证券研发中心

受行业周期影响较大，2025 年经营趋势大幅改善。赛谱仪器原来是上市公司重要参股公司，2022 年 4 月纳微科技宣布以 1.13 亿元收购取得赛谱仪器 43.96% 股权，上市公司持有赛谱仪器的股权比例达到 76.67%，赛谱仪器实现并表。考虑到赛谱仪器和纳微科技的下游客户存在重叠，本次交易应该是一笔协同作用显著的收购，然而 2023 年以来受生物医药和体外诊断市场阶段性调整影响，赛谱仪器连续两年业绩出现下滑，2023 年和 2024 年赛谱仪器累计计提商誉减值 4,846 万元。展望 2025 年，公司已采取集团内“填料+仪器”整合营销、加快新产品研发以及拓展海外市场等积极应对措施，根据公司公告的投资者交流记录，2025

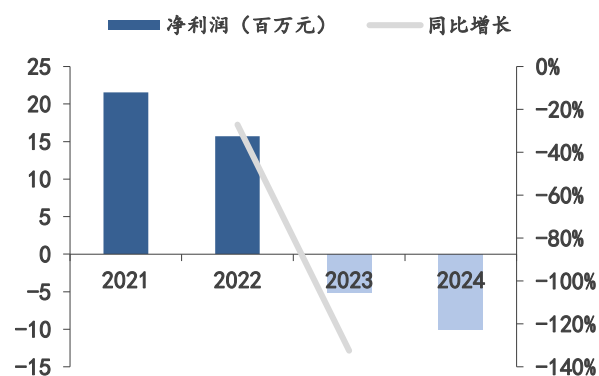
年 Q1 赛谱仪器销售收入同比增长约 43%，扭转连续下滑局面。

图 32：赛谱仪器营业收入及同比增速



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 33：赛谱仪器净利润及同比增速



资料来源：iFind，信达证券研发中心

4、盈利预测和投资评级

4.1 盈利预测

根据前文分析，我们提出以下核心假设：

1) 色谱填料和层析介质：考虑到公司主业色谱填料和层析介质业务竞争力突出，当前市场面临进口替代和商业化放量两大机遇，未来几年有望保持高速增长趋势，我们假设 2025-2027 年公司色谱填料和层析介质业务营业收入同比增速分别为 25%、25%、25%，毛利率分别为 81%、81%、81%。

2) 色谱分析仪器及配件：考虑到福立仪器气相色谱仪器竞争力突出、液相色谱仪器实现重要突破，2024 年 3 月开始并表，2025 年还有部分并表增厚效益，我们假设 2025-2027 年公司色谱分析仪器及配件业务营业收入同比增速分别为 45%、25%、25%，毛利率分别为 48%、48%、48%。

3) 液相色谱柱及样品前处理：考虑到纳谱分析业务基数相对较小，市场空间广阔，有望延续高增长趋势，我们假设 2025-2027 年公司液相色谱柱及样品前处理业务营业收入同比增速分别为 30%、30%、30%，毛利率分别为 75%、75%、75%。

4) 蛋白层析系统及配件：考虑到赛谱仪器处于经营周期底部，有望呈现边际改善趋势，2025 年 Q1 业绩改善已经显现，我们假设 2025-2027 年公司液相色谱柱及样品前处理业务营业收入同比增速分别为 25%、20%、20%，毛利率分别为 32%、35%、38%。

5) 其他业务：参考历史经营趋势，我们假设 2025-2027 年公司药物分离纯化技术营业收入同比增速分别为 10%、10%、10%，毛利率分别为 80%、80%、80%；假设 2025-2027 年公司光电领域用微球产品营业收入同比增速分别为 5%、5%、5%，毛利率分别为 70%、70%、70%；假设 2025-2027 年公司体外诊断用微球产品营业收入同比增速分别为 15%、15%、15%，毛利率分别为 75%、75%、75%；假设 2025-2027 年公司其他产品营业收入同比增速分别为 10%、10%、10%，毛利率分别为 53%、53%、53%。

6) 期间费用：公司 2022 年和 2024 年发起两期股权激励，对应 2025 年摊销费用依然较高，我们预计 2026 年开始显著降低，假设 2025-2027 年销售费用率分别为 19.0%、18.0%、18.0%，管理费用率分别为 10.5%、9.5%、9.5%，研发费用率分别为 21.5%、20.0%、20.0%。

表 5：公司主营业务拆分及盈利预测（2025E-2027E）

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营收合计（百万元）	705.84	586.87	782.46	1,001.22	1,244.27	1,548.64
YoY	58.1%	-16.9%	33.3%	28.0%	24.3%	24.5%
毛利润合计（百万元）	554.91	458.16	549.41	697.99	869.75	1,085.41
YoY	48.2%	-17.4%	19.9%	27.0%	24.6%	24.8%
综合毛利率	78.6%	78.1%	70.2%	69.7%	69.9%	70.1%
色谱填料和层析介质						
收入（百万元）	451.90	408.87	450.58	563.23	704.04	880.04
YoY	29.6%	-9.5%	10.2%	25.0%	25.0%	25.0%
收入占比	64.0%	69.7%	57.6%	56.3%	56.8%	57.2%
毛利率	84.7%	84.0%	81.6%	81.0%	81.0%	81.0%
毛利润（百万元）	382.67	343.27	367.51	456.22	570.27	712.84
色谱分析仪器及配件						

收入（百万元）			153.54	222.63	278.29	347.86
YoY				45.0%	25.0%	25.0%
收入占比			19.6%	22.3%	22.5%	22.6%
毛利率			47.8%	48.0%	48.0%	48.0%
毛利润（百万元）			73.43	106.86	133.58	166.97
液相色谱柱及样品前处理						
收入（百万元）	45.74	58.06	73.25	95.22	123.79	160.92
YoY	44.5%	26.9%	26.2%	30.0%	30.0%	30.0%
收入占比	6.5%	9.9%	9.4%	9.5%	10.0%	10.5%
毛利率	74.3%	75.6%	75.2%	75.0%	75.0%	75.0%
毛利润（百万元）	34.01	43.89	55.10	71.42	92.84	120.69
蛋白层析系统及配件						
收入（百万元）	80.36	59.68	39.74	49.68	62.10	77.62
YoY		-25.7%	-33.4%	25.0%	25.0%	25.0%
收入占比	11.4%	10.2%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	50.3%	45.9%	23.3%	32.0%	35.0%	38.0%
毛利润（百万元）	40.39	27.39	9.25	15.90	21.73	29.50
药物分离纯化技术						
收入（百万元）	9.51	8.52	9.25	10.18	11.19	12.31
YoY	226.0%	-10.4%	8.6%	10.0%	10.0%	10.0%
收入占比	1.3%	1.5%	1.2%	1.0%	0.9%	0.8%
毛利率	80.0%	73.7%	80.3%	80.0%	80.0%	80.0%
毛利润（百万元）	7.60	6.27	7.43	8.14	8.96	9.85
光电领域用微球产品						
收入（百万元）	34.33	34.90	35.52	37.29	39.16	41.12
YoY	-8.9%	1.7%	1.8%	5.0%	5.0%	5.0%
收入占比	4.9%	5.9%	4.5%	3.7%	3.2%	2.7%
毛利率	78.5%	73.3%	69.7%	70.0%	70.0%	70.0%
毛利润（百万元）	26.95	25.58	24.75	26.11	27.41	28.78
体外诊断用微球产品						
收入（百万元）	73.54	4.84	5.30	6.10	7.01	8.06
YoY	365.5%	-93.4%	9.5%	15.0%	15.0%	15.0%
收入占比	10.4%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%
毛利率	78.4%	81.7%	74.8%	75.0%	75.0%	75.0%
毛利润（百万元）	57.63	3.96	3.96	4.57	5.26	6.05
其他产品						
收入（百万元）	2.80	10.04	13.35	14.69	16.16	17.77
YoY	-59.7%	258.8%	33.0%	10.0%	10.0%	10.0%
收入占比	0.4%	1.7%	1.7%	1.5%	1.3%	1.2%
毛利率	73.7%	63.8%	53.6%	53.0%	53.0%	53.0%
毛利润（百万元）	2.06	6.40	7.15	7.78	8.56	9.42

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测

经过盈利预测，我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 10.01 亿元、12.44 亿元、15.49 亿元，归母净利润分别为 1.41 亿元、2.21 亿元、2.85 亿元，对应的 EPS 分别为 0.35 元、

0.55 元、0.71 元，对应的 PE 估值分别为 62.22 倍、39.89 倍、30.86 倍。

4.2 投资评级

我们选择赛分科技、奥浦迈、键凯科技、昊帆生物、诺唯赞作为可比公司，其中赛分科技主营业务包括色谱填料和分析色谱柱，和公司主营业务直接可比性较强；奥浦迈主营业务为细胞培养基，键凯科技主营业务为 PEG 原料，昊帆生物主营业务为缩合试剂，诺唯赞主营业务为高端酶，以上产品同样属于生物医药行业关键耗材，和公司商业模式可比性较强。我们认为，纳微科技作为色谱填料和层析介质行业国产龙头企业，主营业务面临进口替代和商业化放量两大市场机遇，同时布局产业链上下游打开成长天花板，我们看好公司中长期成长性，首次覆盖给予“买入”评级。

表 6：纳微科技可比公司估值情况（2025E-2027E）

代码	公司	总市值 (亿元)	预测归母净利润（亿元）			预测市盈率（PE）		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688758.SH	赛分科技	67.34	1.03	1.34	2.22	65.70	50.44	30.33
688293.SH	奥浦迈	48.04	0.66	1.01	1.34	72.73	47.50	35.77
688356.SH	键凯科技	45.30	0.54	0.98	1.40	84.28	46.43	32.29
301393.SZ	昊帆生物	58.74	1.70	2.12	2.64	34.66	27.71	22.25
688105.SH	诺唯赞	88.73	0.96	1.81	2.89	92.61	49.10	30.75
可比公司平均						69.99	44.24	30.28
688690.SH	纳微科技	88.03	1.41	2.21	2.85	62.22	39.89	30.86

资料来源：iFind，信达证券研发中心；可比公司盈利预测来自 iFind 一致预期，截至 2025 年 6 月 5 日

5、风险提示

5.1 进口替代不及预期的风险

无论是公司主业还是产业链上下游，各个细分市场的国产化率均不足，进口替代是公司成长性的重要来源，如果替代速度不及预期，将对盈利预测造成影响。

5.2 商业化放量不及预期的风险

公司主业色谱填料和层析介质是关键原材料，其用量随着研发管线的推进逐级放大，如果研发管线失败，或者客户临时更换供应商，将导致商业化放量不及预期。

5.3 收购公司商誉减值的风险

公司收购赛谱仪器和福立仪器产生商誉积累，2023 年和 2024 年赛谱仪器就因为经营不达预期计提商誉减值，如果后续收购公司经营不及预期，仍存在商誉减值的风险。

5.4 行业竞争加剧的风险

公司所在细分市场技术壁垒较高，竞争格局相对清晰，公司作为国产龙头企业具备较强竞争力，假设后续行业竞争加剧，可能对公司长期盈利能力造成影响。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,178	1,220	1,371	1,595	1,898
货币资金	340	272	324	364	426
应收票据	25	20	25	32	39
应收账款	197	312	389	476	588
预付账款	5	7	9	12	14
存货	272	340	413	487	587
其他	339	268	209	225	244
非流动资产	948	1,089	1,120	1,142	1,155
长期股权投资	25	22	22	22	22
固定资产(合计)	307	600	608	616	619
无形资产	52	69	67	65	62
其他	563	398	423	440	452
资产总计	2,127	2,310	2,491	2,738	3,053
流动负债	174	332	396	465	550
短期借款	23	18	18	18	18
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	33	80	105	129	160
其他	118	234	274	318	372
非流动负债	222	90	92	92	92
长期借款	146	11	11	11	11
其他	77	79	81	81	81
负债合计	396	422	488	557	642
少数股东权益	27	140	155	180	212
归属母公司股东权益	1,704	1,748	1,848	2,001	2,200
负债和股东权益	2,127	2,310	2,491	2,738	3,053

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	587	782	1,001	1,244	1,549
同比(%)	-16.9%	33.3%	28.0%	24.3%	24.5%
归属母公司净利润	69	83	141	221	285
同比(%)	-75.1%	20.8%	70.8%	56.0%	29.3%
毛利率(%)	77.9%	70.2%	69.7%	69.9%	70.1%
ROE%	4.0%	4.7%	7.7%	11.0%	13.0%
EPS(摊薄)(元)	0.17	0.21	0.35	0.55	0.71
P/E	128.39	106.26	62.22	39.89	30.86
P/B	5.17	5.03	4.76	4.40	4.00
EV/EBITDA	89.42	32.78	30.01	21.55	17.44

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	587	782	1,001	1,244	1,549
营业成本	130	233	303	375	463
营业税金及附加	7	8	11	13	16
销售费用	112	153	190	224	279
管理费用	118	92	105	118	147
研发费用	162	177	215	249	310
财务费用	3	2	1	0	0
减值损失合计	-38	-41	-30	-30	-30
投资净收益	11	2	3	4	5
其他	37	18	30	40	52
营业利润	65	96	179	279	360
营业外收支	0	-1	0	0	0
利润总额	65	95	179	279	360
所得税	7	12	21	33	43
净利润	58	83	157	245	317
少数股东损益	-10	0	16	25	32
归属母公司净利润	69	83	141	221	285
EBITDA	122	212	286	397	487
EPS(当年)(元)	0.17	0.21	0.35	0.55	0.71

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	126	133	159	249	290
净利润	58	83	157	245	317
折旧摊销	57	83	107	118	127
财务费用	6	5	5	5	5
投资损失	-11	-2	-3	-4	-5
营运资金变动	13	-90	-145	-156	-195
其它	1	53	39	40	40
投资活动现金流	-49	-26	-61	-136	-135
资本支出	-94	-133	-140	-140	-140
长期投资	-100	-76	0	0	0
其他	145	182	79	4	5
筹资活动现金流	13	-176	-46	-73	-92
吸收投资	24	1	0	0	0
借款	33	-140	0	0	0
支付利息或股息	-47	-24	-48	-73	-92
现金流净增加额	90	-68	52	40	62

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5 年医药行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业 & 药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。