

海能技术 (430476.BJ)

科学仪器“小巨人”，液相色谱蓄势待发

分析仪器“小巨人”，全产业链布局构筑竞争优势。公司成立于2006年，专注科学仪器事业，现已形成有机元素分析、样品前处理、色谱光谱、通用仪器四大产品系列，旗下拥有海能、新仪、G.A.S.、悟空4个品牌分别主营元素分析、微波化学及样品前处理、气相色谱-离子迁移谱联用仪、液相色谱业务。公司追求全产业链模式，减少对上游供应链的依赖，产品自产化率、毛利率维持高水平。2024年公司实现营收3.1亿元；2025Q1实现营收0.55亿元(yoy+38%)、归母净利润亏损减少，业绩恢复显著。

有机元素及样品前处理基本盘稳固，市场地位领先。1)在有机元素分析领域，公司以凯氏定氮仪为核心构建全流程解决方案，杜马斯定氮仪成功拓展华测检测等集团性用户，在海关系统的设备更新中也多次中标。2)在样品前处理领域，微波消解产品在锂电等新能源、化工及石化领域销售额24年同比大幅增长，持续服务弗迪电池(比亚迪集团旗下品牌)、欣旺达、中石油等知名企业。

色谱仪市场空间广阔，国产替代正当时。2019-2024年，中国色谱仪市场规模从92亿元增长至160亿元左右，年均复合增长率约达11.7%，呈现高速扩容态势。据化工仪器网不完全统计，从中国政府采购网中标金额来看，2025年1-4月，液相色谱仪占比38%，领跑市场；气相色谱仪以35%份额紧随其后。2024年我国色谱仪国产化率仅为16.4%，随着国产替代进口政策支持力度加大，国产实验分析仪器市场需求将继续释放。

发力“悟空”高效液相色谱仪+“GAS”气相色谱-离子迁移谱联用仪，成长空间大有可为。公司向系统复杂、技术含量更高、应用范围广、市场空间大的色谱领域拓展，悟空仪器液相色谱仪逐步得到国内外用户接受和认可，相关产品24年收入增长。公司GC-IMS在宠物饲料、能源电力、石油化工等行业实现了业务突破，产品已成功交付乖宝宠物、中石油旗下研究院、巴斯夫等全球知名企业，有望成为公司第二增长极。

投资建议。我们预计2025-2027年公司实现营收3.7、4.5、5.4亿元，归母净利润0.5/0.7/1.0亿元，对应EPS为0.54/0.82/1.13元/股，对应PE为34.8/23.0/16.7x。公司为国内科学仪器“小巨人”，子公司业绩亟待释放，产品实力行业领先，我们看好公司产品市占率持续提升与高端分析仪器国产化提速，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：税收优惠政策变化风险、规模扩张带来的经营管理风险、市场竞争、研发投入风险、收入季节性波动风险、部分数据滞后风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	341	310	374	449	538
增长率yoy(%)	18.7	-9.1	20.5	20.2	19.9
归母净利润(百万元)	45	13	46	70	96
增长率yoy(%)	1.4	-71.0	253.2	50.9	38.2
EPS最新摊薄(元/股)	0.53	0.15	0.54	0.82	1.13
净资产收益率(%)	7.5	1.2	5.6	7.6	9.6
P/E(倍)	35.6	122.8	34.8	23.0	16.7
P/B(倍)	3.2	3.4	3.2	2.9	2.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2025年06月06日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	通用设备
06月06日收盘价(元)	18.85
总市值(百万元)	1,605.64
总股本(百万股)	85.18
其中自由流通股(%)	94.66
30日日均成交量(百万股)	3.97

股价走势



作者

分析师 杨心成
执业证书编号: S0680518020001
邮箱: yangxincheng@gszq.com
研究助理 陈杨
执业证书编号: S0680123080022
邮箱: chen yang@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	301	269	280	311	339
现金	195	162	156	165	176
应收票据及应收账款	16	13	22	20	31
其他应收款	2	1	3	2	4
预付账款	5	4	7	6	10
存货	77	85	89	114	115
其他流动资产	6	3	3	3	3
非流动资产	311	292	310	332	348
长期投资	11	8	7	5	4
固定资产	129	127	141	157	175
无形资产	49	52	57	62	60
其他非流动资产	123	104	105	108	109
资产总计	613	560	590	643	686
流动负债	83	74	85	115	121
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	25	19	32	64	68
其他流动负债	58	55	53	51	54
非流动负债	22	15	19	17	18
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	22	15	19	17	18
负债合计	106	89	103	133	139
少数股东权益	5	0	-19	-50	-94
股本	85	85	85	85	85
资本公积	182	177	177	177	177
留存收益	235	231	240	251	264
归属母公司股东权益	502	472	506	561	641
负债和股东权益	613	560	590	643	686

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	46	28	46	68	66
净利润	38	6	27	39	52
折旧摊销	21	25	16	19	23
财务费用	0	1	3	4	5
投资损失	1	-3	-1	-2	-2
营运资金变动	-20	-6	-1	9	-11
其他经营现金流	6	6	2	-2	-1
投资活动现金流	-37	-5	-35	-38	-35
资本支出	35	6	13	25	16
长期投资	-4	0	1	2	2
其他投资现金流	-6	2	-21	-11	-18
筹资活动现金流	-28	-57	-17	-20	-20
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	3	0	1	0	0
资本公积增加	-18	-6	0	0	0
其他筹资现金流	-13	-51	-18	-20	-20
现金净增加额	-19	-34	-6	10	11

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	341	310	374	449	538
营业成本	113	110	127	144	165
营业税金及附加	4	4	6	7	8
营业费用	80	79	92	111	132
管理费用	60	62	72	84	100
研发费用	55	57	64	78	94
财务费用	0	1	3	4	5
资产减值损失	-1	-5	-4	-5	-6
其他收益	16	11	14	13	13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	3	1	2	2
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	41	6	29	41	55
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	41	6	29	41	55
所得税	3	0	1	2	3
净利润	38	6	27	39	52
少数股东损益	-7	-7	-19	-31	-44
归属母公司净利润	45	13	46	70	96
EBITDA	56	26	40	55	73
EPS (元)	0.53	0.15	0.54	0.82	1.13

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	18.7	-9.1	20.5	20.2	19.9
营业利润(%)	-2.5	-84.8	359.3	42.4	34.9
归属于母公司净利润(%)	1.4	-71.0	253.2	50.9	38.2
获利能力					
毛利率(%)	67.0	64.6	66.1	67.8	69.4
净利率(%)	13.2	4.2	12.4	15.5	17.9
ROE(%)	7.5	1.2	5.6	7.6	9.6
ROIC(%)	6.3	0.2	4.4	6.0	7.3
偿债能力					
资产负债率(%)	17.3	15.8	17.5	20.7	20.3
净负债比率(%)	-35.1	-31.8	-30.1	-30.8	-30.6
流动比率	3.6	3.7	3.3	2.7	2.8
速动比率	2.6	2.4	2.1	1.6	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	22.5	21.2	21.2	21.2	21.2
应付账款周转率	5.0	5.0	5.0	3.0	2.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.53	0.15	0.54	0.82	1.13
每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	0.33	0.54	0.80	0.77
每股净资产(最新摊薄)	5.89	5.54	5.93	6.57	7.52
估值比率					
P/E	35.6	122.8	34.8	23.0	16.7
P/B	3.2	3.4	3.2	2.9	2.5
EV/EBITDA	25.7	56.5	35.9	25.3	18.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年06月06日收盘价

内容目录

1.科学仪器“小巨人”，全产业链布局构筑竞争优势	5
1.1 科学仪器“小巨人”，业务布局广泛.....	5
1.2 多业务布局，打造高端分析仪器平台.....	8
1.3 24 年业绩承压，25 年一季度业绩显著恢复.....	13
2.有机元素及样品前处理基本盘稳固，市场地位领先	15
2.1.深耕核心领域，构建有机元素及样品前处理技术护城河.....	15
2.2 对标国际标准，夯实通用设备产业化根基	18
3.重点布局色谱仪广阔市场，构筑第二成长曲线.....	19
3.1 色谱仪市场空间广阔，液相色谱仪占据近半份额	19
3.2 色谱仪市场进口率高，国产替代空间广阔	22
3.3 沃特世成长路径复盘：技术驱动与生态构建双轮驱动	23
3.3.1 技术驱动：从单品突破到平台化创新，定义行业技术标杆	23
3.3.2 生态构建：并购扩张与全球化布局，打造高粘性产业生态	24
3.4 政策利好国产色谱仪发展，色谱仪行业国产替代有望加速.....	25
3.5 公司发力“悟空”高效液相色谱仪+“GAS”气相色谱-离子迁移谱联用仪，成长空间大有可为	27
4.盈利预测.....	28
4.1.盈利预测与业务拆分	28
4.2 估值分析.....	30
5.风险提示.....	30

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司股权结构（截至 2025 年 Q1）	6
图表 3: 公司管理层情况.....	6
图表 4: 公司专利情况（截至 2024 年年报）(单位：项).....	7
图表 5: 可比公司 2021-2025Q1 研发投入占营收比例（%）	7
图表 6: 公司牵头研发项目.....	7
图表 7: 公司产品矩阵图.....	8
图表 8: 子公司成立时间及业务.....	9
图表 9: 公司产品介绍.....	10
图表 10: 公司部分产品自产化率	12
图表 11: 公司部分客户	13
图表 12: 2020-2025Q1 公司营业收入（亿元）及增速（%）	13
图表 13: 2020-2025Q1 公司归母净利润情况（亿元）及增速（%）	13
图表 14: 公司各业务销售收入（百万元）	14
图表 15: 公司科学仪器四系列产品收入占比（%）	14
图表 16: 可比公司 2020-2025Q1 毛利率情况（%）	14
图表 17: 公司 2020-2025Q1 期间费用情况（%）	14
图表 18: 公司 2020-2025Q1 资产负债率（%）	15
图表 19: 企业经营性净现金流（万元）与现金股利保障倍数	15
图表 20: 2020-2024 有机元素及样品前处理系列产品营业收入及 yoy.....	15
图表 21: 有机元素及样品前处理系系列产品收入在主营收入中占比.....	15
图表 22: 公司有色元素分析系列产品.....	16
图表 23: 公司样品前处理系列产品.....	16
图表 24: 公司有机元素分析及样品前处理拓展客户	16
图表 25: 公司有机元素分析和样品前处理产品和国外竞争者产品的技术指标对比	17
图表 26: 公司电位滴定仪产品和国外竞争者产品的技术指标对比.....	18
图表 27: 实验分析行业产业链情况.....	19
图表 28: 色谱仪分类	20

图表 29:	色谱仪核心零部件.....	20
图表 30:	液相色谱仪原理示意图	21
图表 31:	气相色谱仪原理示意图	21
图表 32:	我国色谱仪市场规模 (亿元) 及增速 (%)	21
图表 33:	2025 年 1 至 4 月不同类型色谱仪中标金额及市场规模占比 (按中标计) (单位: 万元)	22
图表 34:	2024 年各类型单位采购色谱仪金额占比	22
图表 35:	2024 年不同品牌产品占色谱市场份额 (按中标计)	22
图表 36:	2024 年国内企业与海外企业色谱仪中标金额(万元).....	22
图表 37:	我国科学仪器上市公司市值情况 (截至 2025 年 6 月 2 日)	23
图表 38:	海外科学仪器龙头公司市值情况 (截至 2025 年 6 月 2 日)	23
图表 39:	我国科学仪器上市公司 2024 年营业收入	23
图表 40:	海外科学仪器龙头公司 2024 年营业收入	23
图表 41:	沃特世 2021-2024 研发费用及研发费用率.....	24
图表 42:	沃特世 2024 营业收入来源 (按地区)	24
图表 43:	沃特世公司发展历程	25
图表 44:	色谱仪行业发展相关政策	26
图表 45:	2020-2024 年色谱光谱系列产品营业收入及 yoy	27
图表 46:	色谱光谱系列产品收入在主营收入中占比	27
图表 47:	公司色谱光谱产品和国外竞争者产品的技术指标对比	28
图表 48:	公司盈利预测	29
图表 49:	可比公司估值对比 (数据截至 2025 年 06 月 06 日, 可比公司盈利预测均取自 wind 一致预期)	30

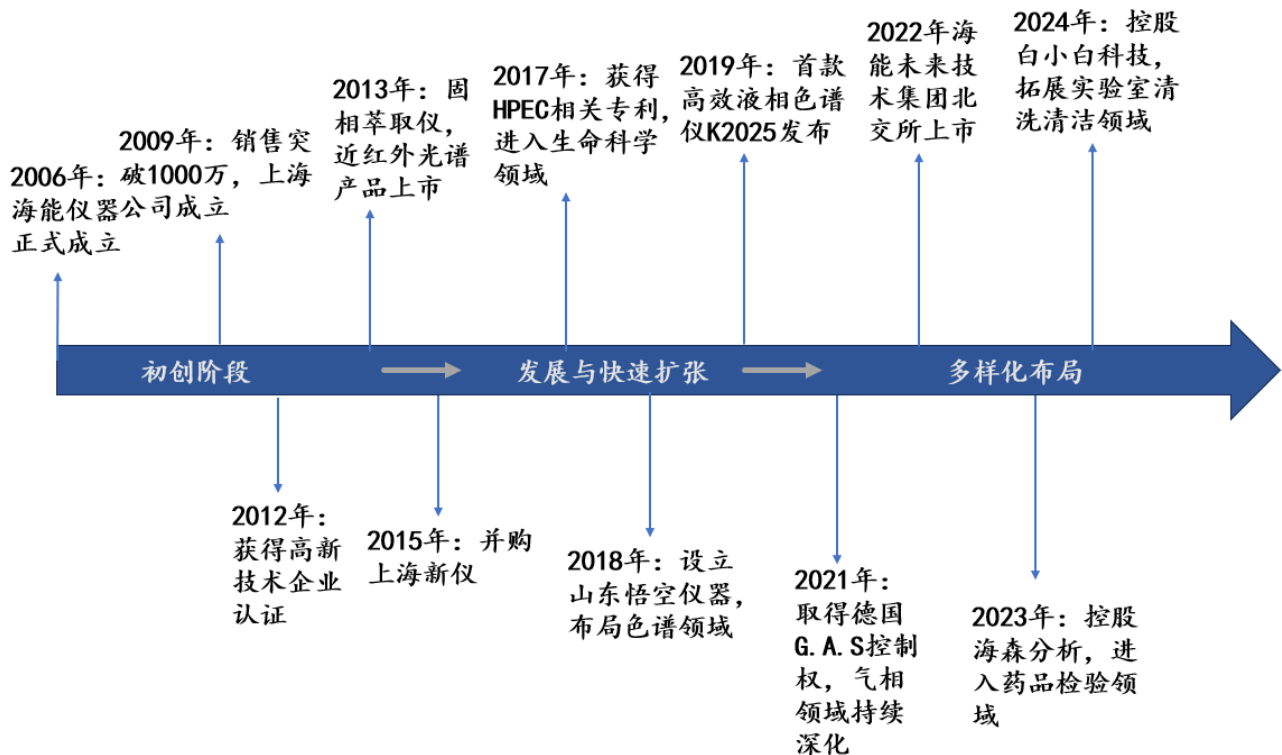
1.科学仪器“小巨人”，全产业链布局构筑竞争优势

1.1 科学仪器“小巨人”，业务布局广泛

实验室分析仪器“小巨人”，业务多领域布局。海能技术成立于2006年，公司自成立以来一直专注于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科学仪器及分析方法，致力于“成为世界一流的科学仪器服务商”。致力为食品、药品、医疗、农业、环保、地质、化工等领域提供仪器与方法的解决方案。公司已生产以色谱光谱，有机元素分析，样品前处理以及电化学，物理光学仪器为代表的多个系列产品。公司自2012年通过高新技术认证以来，获得了国家专精特新“小巨人”企业、国家高新区瞪羚企业称号，欧盟CE认证、英国UKAS机构ISO质量管理体系认证，凸显公司突出创新与研发能力。

专注发展道路十八余年，并购扩张成行业知名企业。2015年公司首次并购上海新仪微波化学科技有限公司，进军元素分析领域，并发布了国内首款杜马斯定氮仪；2017年获得HPCE相关专利技术，公司进入生命科学领域；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年投资EWG1990仪器学习网，聚焦用户需求，助力分析测试人员能力提升与发展，同年12月公司取得德国G.A.S.控制权。2022年10月，公司成功登陆北交所。2023年4月，控股天津海胜能光，布局近红外光谱领域；2024年5月，控股白小白未来科技（北京）有限公司，拓展实验室清洗清洁领域。

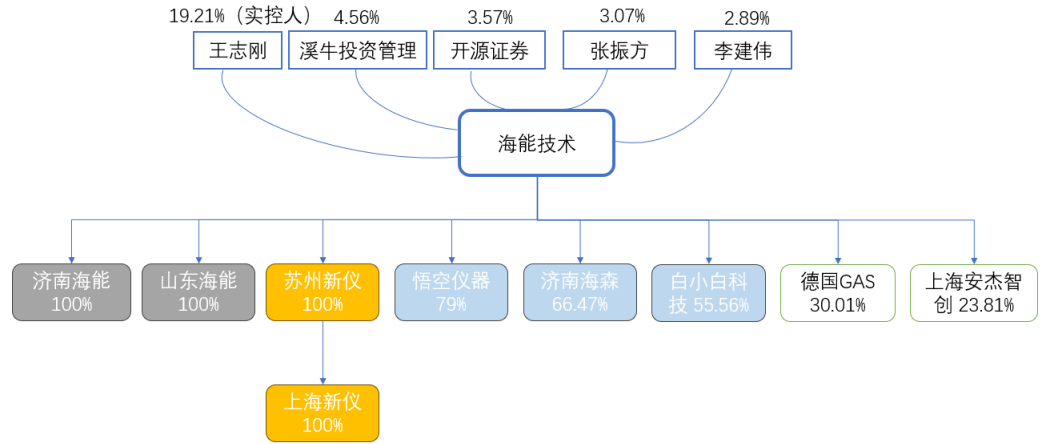
图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网、国盛证券研究所

公司持股比例稳定，创始人持股19%，前十大股东持股四成。截止2025年Q1，公司实际控制人持股为公司前董事长，现战略规划部总经理王志刚，共持股19.21%。排名2-5名的持股人分别为溪牛投资管理（北京）股份有限公司，开源证券股份有限公司，现任董事长张振方，李建伟，共12.05%。

图表2: 公司股权结构 (截至2025年Q1)



资料来源: Choice、公司公告、国盛证券研究所

管理层保持稳定，在职高管经验丰富。公司实际控制人为前任董事长，现任战略规划部总经理王志刚，领导公司十余年，带领公司从小企业走向上市公司。现任董事长张振方2007年便加入海能技术，长期担任公司董事。公司高层人员学历较高，同时均具有在海能技术及子公司的多年管理层经验。

图表3: 公司管理层情况

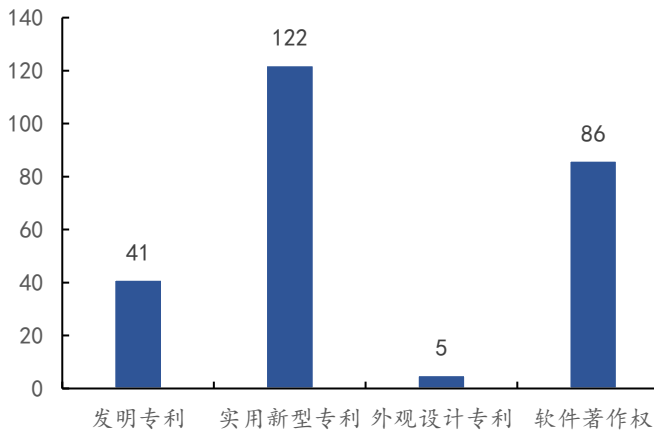
姓名	职务	个人简历
王志刚 (实际控制人)	战略规划部总经理	王志刚先生, 1979年3月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 硕士研究生, 高级工程师, 致公党党员, 国家高层次人才特殊支持计划专家、科技部科技创新创业人才。2006年11月至2011年2月, 任济南海能仪器有限公司监事; 2011年2月至2012年10月, 任济南海能仪器有限公司执行董事兼总经理; 2012年10月至2014年3月, 任公司董事长兼总经理; 2014年4月至2024年10月, 任公司董事长; 2024年10月至今, 任公司战略规划部总经理。
张振方	董事长, 董事	张振方先生:1985年3月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 硕士研究生学历。2004年10月至2007年12月, 任济南胜利科学器材有限公司销售经理; 2007年12月至2012年10月任海能有限销售总监; 2012年10月至2014年3月任海能技术董事、销售总监; 曾任海能未来技术集团股份有限公司总经理、董事、副董事长。
徐洲	总经理	1978年5月出生, 汉族, 中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历。1998年7月至2014年12月, 任上海仪电科学仪器股份有限公司销售科长; 2015年1月至2017年12月, 任济南海能仪器股份有限公司事业部总经理; 2018年1月至今, 任上海新仪执行董事; 2021年5月至今, 任海能技术董事。
金辉	副董事长、副总经理	1979年2月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历。2009年12月至2012年10月, 任济南海能仪器有限公司销售工程师、销售总监助理; 2012年10月至2014年3月, 任济南海能仪器股份有限公司销售工程师、销售总监助理、监事; 2014年3月至今, 任海能技术有机元素事业部总监; 2021年11月至今, 任海能技术董事。
宋晓东	董事会秘书	1976年4月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历。2018年1月至2020年8月, 任海能技术董事会秘书; 2020年8月至今, 任海能技术董事会秘书。曾任海能未来技术集团股份有限公司副总经理。

资料来源: Choice、公司年报、国盛证券研究所

公司研发投入保持不断增长，专利众多。公司在山东、北京、上海、苏州都拥有经验丰富的研发团队；同时，经过多年的培养和引进，公司储备了一批研发经验丰富、技术水平过硬的高端人才。截至2024年，公司共拥有研发人员136名，占总员工人数的23.45%；

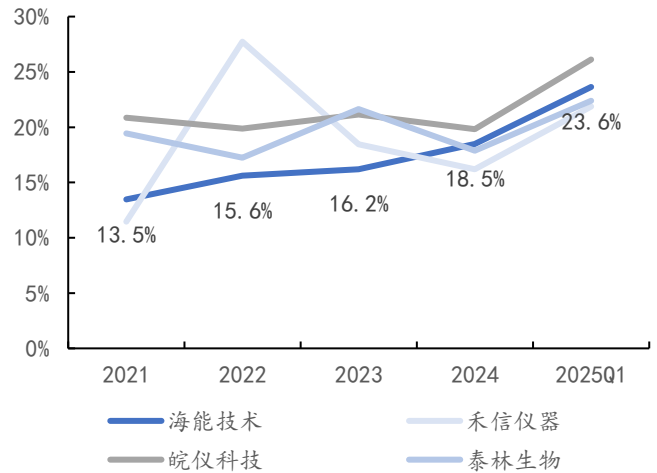
其中博士 2 名，硕士 44 名，共占比 33.8%。截止 2024 年，公司共获得专利 168 项，比上期末增长 18.3%，其中发明创造专利 41 项。

图表4: 公司专利情况 (截至 2024 年年报) (单位: 项)



资料来源: 公司年报、国盛证券研究所

图表5: 可比公司 2021-2025Q1 研发投入占营收比例 (%)



资料来源: choice、国盛证券研究所

公司牵头多项科研项目，参与制定行业相关国家标准。公司牵头(或参与)起草并颁布实施“全(半)自动凯氏定氮仪”、“微波消解装置”等 4 项国家标准和 3 项行业标准，另有 1 项行业标准已颁布待实施，公司承担了国家重点研发计划 1 项、山东省重点研发计划(重大科技创新工程) 1 项。

图表6: 公司牵头研发项目

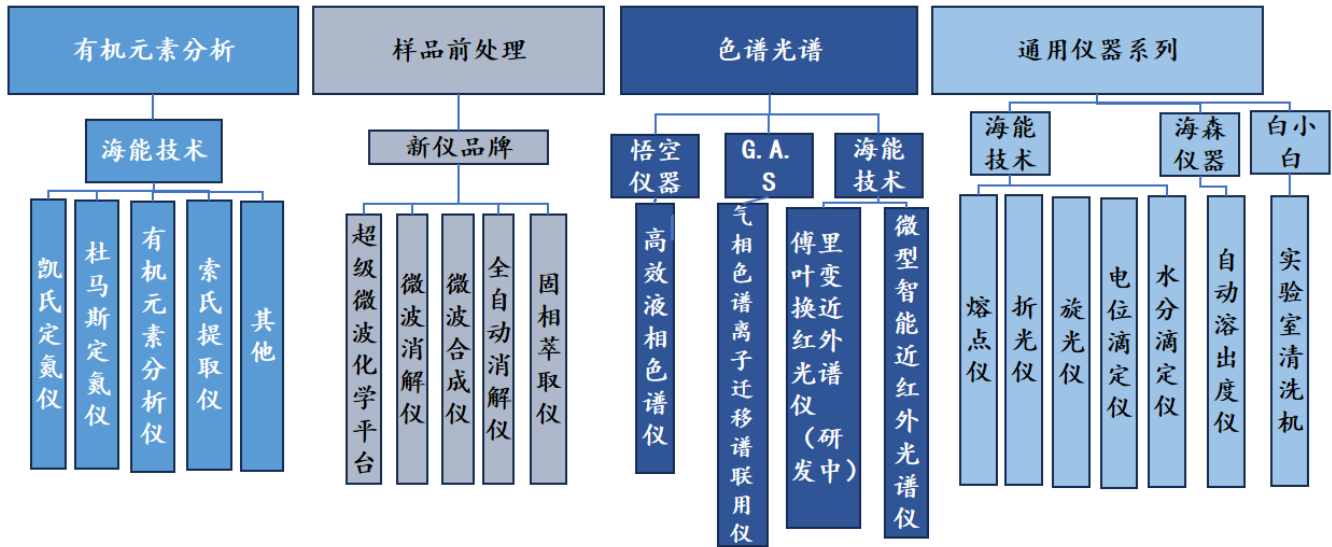
项目名称	牵头单位	项目情况
传统酿造食品生产过程智能化质量控制关键技术开发及应用	海能技术	项目在采用微机械电子技术的微型近红外光谱传感器基础上,开发近红外光谱在线检测设备智能硬件设备,组成产品品质的快速检测、过程分析和控制的闭环系统,实现传统酿造过程生产质量的智能化控制。项目分为原辅料智能检测设备及智能过程控制设备开发、半成品及成品在线质量分析及控制设备开发(白酒在线智能化摘酒系统)、传统酿造食品生产过程智能化质量控制软件系统的开发研究、品质指标数学应用模型的构建及应用示范四个分任务。本项目主要有传统酿造食品质量管理的创新、传统酿造食品质量和生产过程控制模式的创新、传统酿造食品质量检测设备提升的创新等三大创新点;拟解决非均匀样品光谱数学分析及样品代表性问题、在线质量控制判别参数的构建等重大问题。
有机物主元素分析仪开发及应用示范	海能技术	本项目拟开发可在—台仪器上对有机固体、高挥发性和敏感性物质中碳、氢、氮、硫元素,以及氧元素进行快速精准定量分析的高端有机物主元素分析仪,本项目拟研制的有机物主元素分析仪具有自主知识产权,核心部件实现国产化。项目重点突破以下关键技术: ● 高精度热导检测技术; ● 燃烧裂解过程中温度场与流场的耦合控制技术; ● 高选择特异性吸附解吸技术; ● 样品-灰分高温原位置换技术。 通过可靠性设计分析及系统集成,结合相应软件及数据库开发、工程化样机的研制,满足食品、农业、石油化工、地矿等行业的重要需求。

资料来源: 仪器信息网、公司官网、国盛证券研究所

1.2 多业务布局，打造高端分析仪器平台

坚持“多品牌、多品种”战略，打造独立品牌认知。集团公司针对各事业部所属的产品类别，分别塑造独立的品牌形象，增强终端用户对各类产品具象化的品牌认知。目前，公司已拥有“海能”品牌有机元素分析和“新仪”品牌样品前处理两大成熟系列产品，为公司稳健的业绩增长和持续的现金流入提供强力支撑；近年来，公司同时进军色谱领域，开发“悟空”品牌高效液相色谱仪、“GAS”品牌气相色谱-离子迁移谱联用仪两大系列产品，向系统复杂、技术含量更高、应用范围广、市场空间大的色谱领域拓展，持续开发新的细分市场，不断完善产品矩阵，为公司业绩持续增长提供新动力。

图表7: 公司产品矩阵图



资料来源: 公司年报、国盛证券研究所

除此之外，公司以并购、参股、联营、合作等灵活多样的形式，投资控股了白小白科技（山东）有限公司、济南海森分析仪器有限公司、天津海能能光科技有限责任公司，参股了上海安杰智创科技股份有限公司、仪学国投（广州）科技有限公司等多家拥有核心技术和团队的行业初创期企业，为公司产品向医药、实验室清洗清洁、环境、行业培训及技术服务等领域拓展进行先期布局。

图表8: 子公司成立时间及业务

子公司名称	成立/收购时间	2024年营业收入/净利润(万元)	主营业务	产品	持股比例
山东海能	2012年	10467.4/-788.7	实验分析仪器研发、生产与销售	-	100%
海能吉富	2016年	3921.9/279.9	对外投资	无	99%
悟空仪器	2018年	4567/-1176.9	高效液相色谱仪研发, 生产与销售。	K2025 液相色谱仪	79%
新仪科学	2015年	6947.7/599.9	分析仪器、微波、仪器仪表、计算机软硬件、分析测试科技领域内的技术开发、技术服务、技术咨询、技术转让;	TANK MAX 超级微波化学平台等样品前处理产品	100%
德国gas	2021年		气相色谱, 离子迁移谱联用仪研发, 生产与销售。	G.A.S.GC-IMS 气相离子迁移谱联用仪	30%
白小白科技(山东)有限公司	2024年		为实验室科技工作者提供安全、智能、可靠、便捷、高效的实验室清洁解决方案。满足制药、检测、科研等各行业实验室清洁需求, 打造实验室清洗 5A 新标准。	BS280CD 清洗机	55.56%
济南海森分析仪器有限公司	2023年		专注于药品检测设备的研发、生产、销售和技术服务, 为医药行业提供高质量的分析工具和解决方案。	药物溶出度仪	66.47%

资料来源: Choice, 公司年报, 公司官网, 国盛证券研究所

公司产品分类丰富, 覆盖有机元素分析、样品前处理、色谱光谱、通用仪器等多系列。而诸如通用仪器又可分为物理光学系列, 电化学系列, 空气管理系统等。此外, 公司业务范围还包括实验室清洁仪器及清洗服务提供, 药品检测仪器生产等, 公司产品和服务门类全方位覆盖食品、医药、农林水产、环境、第三方检测、化工、科研与教育等多个领域。

图表9: 公司产品介绍

产品系列及图示		产品介绍
有机元素分析系列	 K1720 凯氏定氮仪	凯氏定氮仪是根据蛋白质中氮的含量恒定的原理，通过测定样品中氮的含量从而计算蛋白质含量的仪器。 产品特点: 通过内置多工位循环进样系统和全自动蒸馏系统，减少人工投入，整合碎片时间，使得实验工作变得更为高效流畅；稳态闪蒸(Steady-Flash)”技术，配合瞬时过热蒸汽，有效加速氨气回收过程，确保了流程的精准与高效；“绿色冷凝 (Green-condense)”技术的创新融合，无需使用冷却水，使得仪器布局更加灵活的同时，契合了绿色低碳的发展理念；。
	 D200 杜马斯定氮仪	D200 杜马斯定氮仪通过燃烧、净化、还原、热导检测等步骤，进行样品中氮/蛋白质的含量的检测。无需样品前处理，单个样品分析时间仅 4min，快速高效；反应过程既不使用也不产生有毒有害物质，安全环保。 产品特点: 多：采用单盘 120 位自动进样器，实现大样品数量的直接分析。 快：配置快速降温功能，仅需 30min 即可降温至关机温度。 好：核心部件采用日本 SMC®气路原件以及荷兰 Bronkhorst®质量流量控制器，提高仪器长期可靠性。 省：采用新型耗材和高效金属冷凝器除水技术，提高耗材使用寿命。
	 SOX606 索氏提取仪(脂肪测定仪)	SOX606 索氏提取仪是根据索氏抽提原理，对脂肪等有机物进行萃取分离的仪器。该提取仪采用整体嵌入式金属加热，升温快，效果好，功耗低。安卓风格界面设计，竖屏外置壁挂式控制器，使操作更加简便快捷；进出水路全方位温度监控与流量控制，更加环保与节约；内置乙醚泄漏检测装置有效防止空气污染，充分保障了实验的安全性。SOX606 索氏提取仪广泛应用于农业、食品、环境及工业等不同的领域的脂肪萃取，也可应用于药品、土壤、污泥、清洁剂等物质中的可溶性有机化合物的萃取。
	 DF06 膳食纤维测定仪	DF06 膳食纤维测定仪主要应用于食品中总膳食纤维、可溶性膳食纤维和不溶性膳食纤维等指标的检测。 产品特点: 仪器集自动加液、加热、搅拌、沉降、抽滤等功能于一体，以仪器替代人工重复性操作，有效降低人力成本。 •酶解过程仪器使用自动控制反应袋的密闭及开合，无需手工操作的同时，有效避免高温条件下试剂挥发。 •采用直通式柔性材质反应袋，较传统方式相比，沉降结束后样品自动转移至过滤部分，无需人工对样品进行转移。
样品前处理系列	 TANK MAX 超级微波化学平	微波消解技术是利用微波的穿透性和激活反应能力加热密闭容器内的试剂和样品，可使制样容器内压力增加，反应温度提高，从而大大提高了反应速率，缩短样品制备的时间。 TANK MAX 超级微波最高运行温度可达 300° C、最高运行压力可达 20MPa，即使难溶样品也可轻松消解完全；单反应腔体预加压设计，不同性质样品、不同反应体系可同时处理。无论何种消解实验皆可应对自如。

<p>台</p>  <p>UWave-2000 多功能合成萃取反应仪</p>	<p>多功能合成萃取反应仪是一种结合了多种功能的实验室设备，主要用于化学合成、萃取和反应研究。</p> <p>产品特点：</p> <p>多功能性：UWave-2000 结合了常压和带压反应、微波、超声波和紫外辐照等多种功能，适用于多种实验需求。</p> <p>智能化操作系统：配备 7 寸彩色液晶触摸屏，操作简单友好，可以实时显示反应参数和参数变化曲线。</p> <p>模块化设计：采用模块化设计思路，实现多能源、多功能的自由组合和搭配，便于实验设计和操作。</p> <p>高精度控制：微波功率范围 0-1000W，超声波振幅可调，紫外光源可选，温度传感器高精度控制，确保实验的准确性和稳定性。</p>
 <p>AUTO SPE 系列全自动固相萃取仪</p>	<p>全自动固相萃取仪是一套由液体处理平台衍生开发出的能够在无人值守情况下自动化运行固相萃取方法的固相萃取仪。</p> <p>产品特点：</p> <p>高性能高通量：双通道与 8 通道可选，最多可连续批量处理 64 位样品。</p> <p>操作便捷：自动完成活化、上样过柱、淋洗、吹干、洗脱收集等固相萃取的全过程。</p> <p>配置灵活：双通道八通道可选配置，标配和无氟两种材质配置，适应实验室不同应用需求。</p>
<p>色谱光谱系列</p>  <p>K2025 高效液相色谱仪</p>	<p>高效液相色谱仪（HPLC）原理是采用高压输液系统将液体流动相泵入装有固定相的色谱柱，基于目标物在流动相和固定相之间的分配系数差异，实现待测组分在色谱柱内分离并进入检测器进行检测分析。</p> <p>产品特点：</p> <p>可靠：强化可靠性设计理念，采用全球高品质核心元器件，历经权威机构可靠性验证，确保系统长期稳定运行。</p> <p>精准：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。</p> <p>友好：简洁易用的 Wookinglab 界面，内置 2020 版《中国药典》、《中国兽药典》标准方法库，结合硬件的多项人性化的细节设计，使仪器的操控更加便捷高效。</p> <p>合规：Wookinglab 采用数据库存储模式，支持多级权限管理，具备完善的审计追踪功能，充分满足 FDA 21 CFR Part 11 要求。</p>
 <p>N500 近红外分析仪</p>	<p>N500 近红外分析仪是一台漫反射式近红外光谱仪，用于对样品进行多组分的快速无损分析。通过采集样品反射的光谱信息，并应用相应样品的模型，给出检测结果。</p> <p>产品特点：</p> <ul style="list-style-type: none"> · 使用简便，无需建模。已内置玉米、豆粕样品模型并定期维护升级，无需用户建模和维护。 · 一致性好，采用基于 MEMS 技术的 NIR 传感器，台间差小，准确度高。 · 扩展性好，支持多种样品测量附件，如液体和粉末类样品测量附件；还可根据客户需求定制不同样品的附件，以方便用户拓展不同应用。 · 光谱范围宽，应用范围广，覆盖长波近红外波段，最长可扩展至 2450nm。

通用仪器	 <p>全自动旋光仪</p>	<p>旋光仪(Polarimeter)是测定旋光性物质旋光度的仪器。通过对样品旋光度的测量,可以分析确定物质的浓度、含量及纯度等。</p> <p>产品特点:</p> <ul style="list-style-type: none"> · 全自动校准技术,可方便的进行日常仪器校准。 · 使用寿命超过 100000 小时的 LED 光源,不必再为频繁更换光源而烦恼 · ± 89.99 (旋光度) 广角度测量技术,检测范围大大提高。 · 内置帕尔贴控温 (P850/P850Pro), 让实验可在一个精确、恒定的温度下进行。
药品检验仪器	 <p>DT12 自动溶出取样系统</p>	<p>DT12 自动溶出取样系统是由 DT12 自动溶出度仪和 SC12 自动取样工作站组成的全新一代自动溶出取样装置,可同时进行 12 杯溶出取样试验。该系统采用模块化设计,自动化程度高,操作简单,功能强大,性能稳定。</p> <p>产品特点:</p> <ul style="list-style-type: none"> · 采用 12 杯转速分区 (6+6) 2 个工作区,可同时完成 2 批溶出试验 · 具有自动同步投药、分时投药、杯内温度实时监测等功能 · 循环管路中内置杀菌装置,能够有效的抑制水箱内菌类的生长 · 高精度实时恒温控制,每个溶出杯内独立测温,并具有温度校准功能 · 具有开机自检、自动预热、液位监测、多重过热保护功能

资料来源:公司官网、国盛证券研究所

公司产品核心零部件自产化率高。公司在追求全产业链模式的过程中逐渐减少对上游供应链的依赖,提升自身产品核心部件自产化率。截至 2022 年 8 月 4 日问询回复函,其主力产品凯氏定氮仪、微波消解仪的非标定制件自产化率为 71.8%、53.5%。高自产化率显著提高了其产品可靠性、供应链稳定性,同时能够在原材料成本上涨时缓解压力,建立成本优势。

图表10: 公司部分产品自产化率

产品	整机自产化率	非标件自产化率
凯氏定氮仪	54.25%	71.8%
微波消解仪	29.84%	53.5%
脂肪测定仪	32.24%	38.63%
纤维测定仪	66.14%	90.09%
电位滴定仪	37.81%	59.5%
杜马斯定氮仪	12.72%	36.36%

资料来源: 问询函回复、国盛证券研究所

公司下游客户来源广泛,科研院所与企业皆为主力消费者。由于行业普遍情况,公司下游客户所处行业广泛,分散,故而公司销售以间接销售为主,2024 年公司前五大客户总计销售比例为 13.84%。公司终端客户主要为企业、政府机构、科研院所及大专院校,从行业来看,企业用户主要分布在医药,农林水产,食品等行业,公司产品销售覆盖面广。

图表11: 公司部分客户

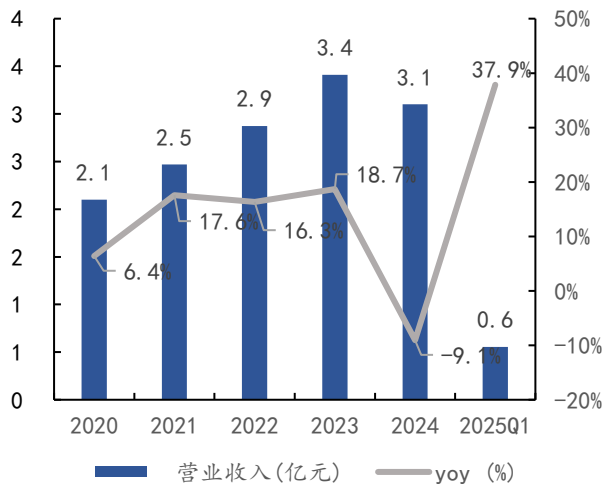


资料来源: 各公司、单位官网, 百度百科, 国盛证券研究所

1.3 24 年业绩承压, 25 年一季度业绩显著恢复

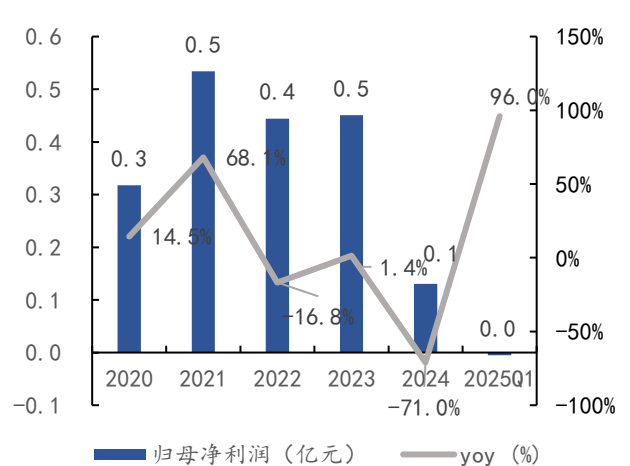
受行业环境影响公司 24 年营收净利润双跌, 但 25 年复苏势头迅速。公司营业收入由 23 年 3.4 亿元降至 24 年 3.1 亿元, 同比降低 9.1%, 主要系仪器行业受行业下游市场需求放缓影响所致。未来, 随着国家科学仪器国产化政策, 鼓励大规模设备更新等政策释放, 公司收入有望进一步实现增长。25 年一季度公司营收达 0.55 亿元, 同比增速达 37.9%, 回升势头初现。公司 24 年净利润同比降幅较大, 主要系营业收入受行业下游市场需求放缓影响, 近十余年来首度出现下滑所致。25 年一季度公司净利润为 -0.01 亿元, 同比 24 年一季度增速达到 96%, 充分凸显公司韧性活力。

图表12: 2020-2025Q1 公司营业收入 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: choice、国盛证券研究所

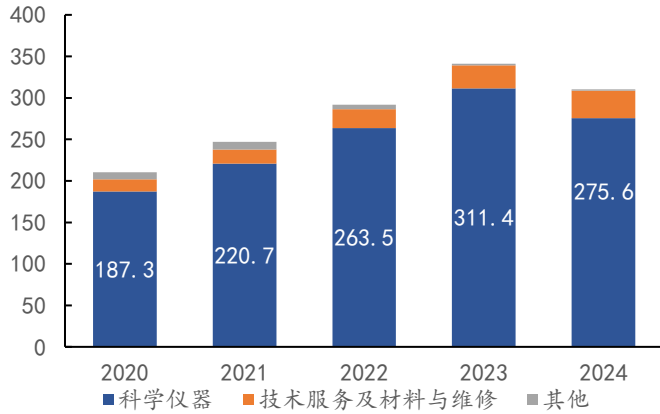
图表13: 2020-2025Q1 公司归母净利润情况 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: choice、国盛证券研究所

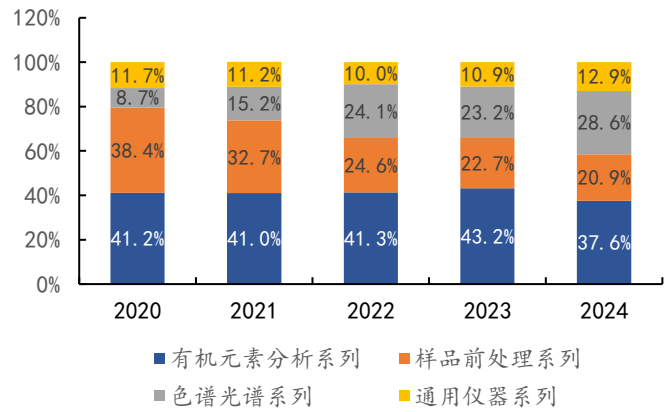
有机元素分析、样品前处理系列提供稳定现金支撑，色谱后来居上成利润支撑点。2024年科学仪器业务、技术服务及材料与维修业务、其他业务分别实现营业收入2.8亿元、0.3亿元、0.02亿元。其中，科学仪器业务可分为元素分析、样品前处理、色谱光谱、通用仪器四大系列，分别占24年公司科学仪器业务收入的37.6%，20.9%，28.6%，12.9%。色谱光谱系列产品在公司多年的投入支持下，收入占比稳步提高，23年收入超过样品前处理系列，24年收入达到0.79亿元，占科学仪器收入总额的28.6%，未来可期。

图表14: 公司各业务销售收入(百万元)



资料来源: choice、公司招股说明书、国盛证券研究所

图表15: 公司科学仪器四系列产品收入占比(%)

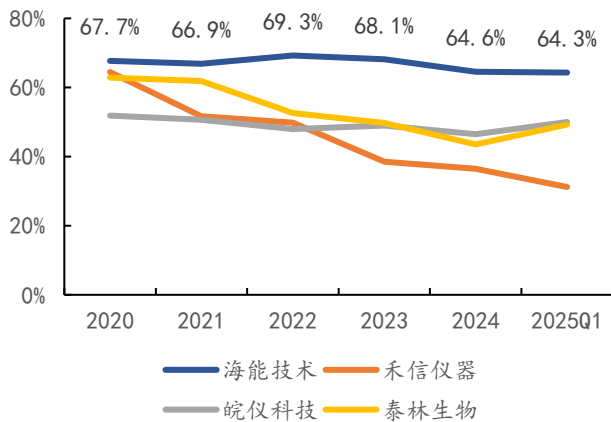


资料来源: choice、公司招股说明书、国盛证券研究所

公司毛利率常年领先同行业公司，期间费用率管控期待成效。公司毛利率常年维持在65%-70%水平，对比同行业类似规模公司具有优势，主要系公司持续购置智能化、自动化、数字化、绿色环保的制造设备，通过设备智能软件等的应用，优化制造工艺，提高制造水平。全产业链生产模式也赋予公司优秀的成本控制能力。此外，公司持续推进数字化改革，构建了涵盖供应链管理、智能制造、财务一体化及商业智能分析的数字化管理体系；不断更新人才储备，通过专项计划选择优秀应届生加入研发队伍。良好的研发环境与人才支撑提高产品优良度，构建品牌竞争优势。

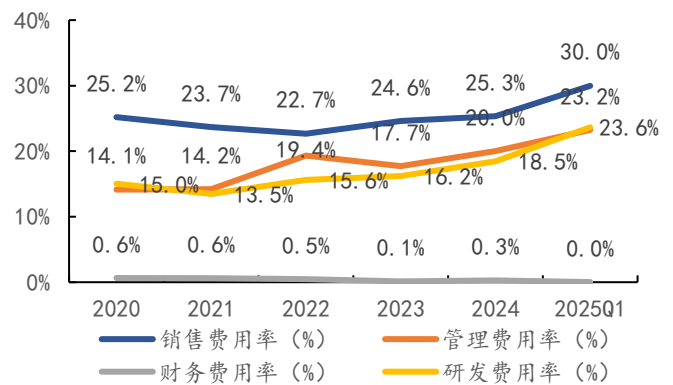
与此同时，公司期间费用率总体呈上升趋势。公司坚持精细化管理战略，着力于降本增效工作。公司在外调整海外子公司组织架构，对内推进精益生产体系试点建设，进行自动化生产线改造等，持续提高公司经营效率，产品质量。

图表16: 可比公司2020-2025Q1毛利率情况(%)



资料来源: choice、国盛证券研究所

图表17: 公司2020-2025Q1期间费用情况(%)

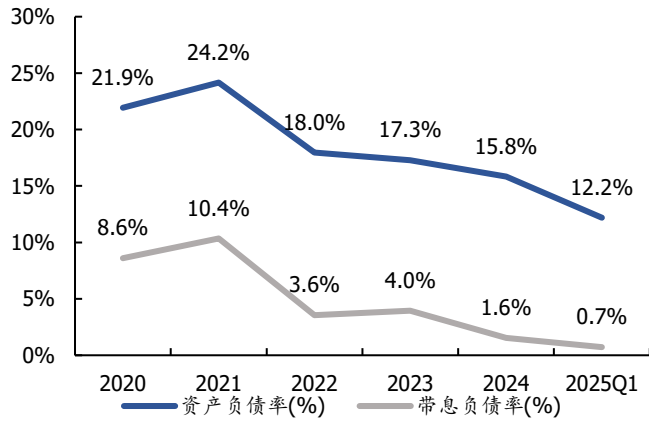


资料来源: choice、国盛证券研究所

资产负债结构健康，现金充裕运营能力强。公司轻杠杆运营，资产负债率4年时间内下降近10个百分点，24年带息负债率仅1.6%，不依靠外部资金运转，资本风险极低。此

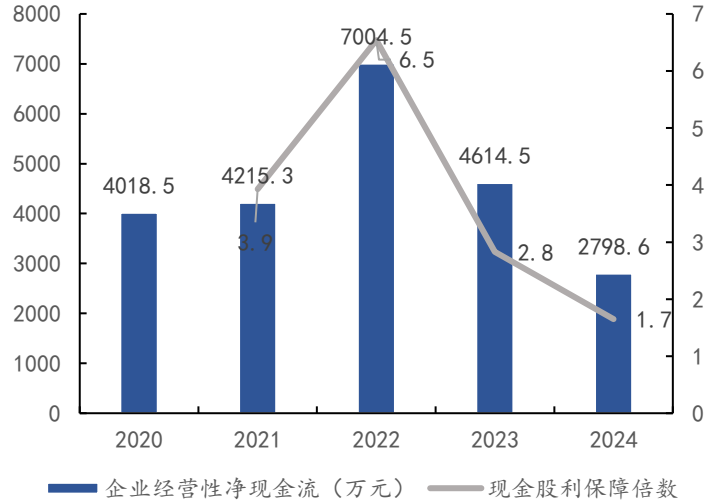
外，公司经营性现金流量连续五年保持充裕，24年在业绩承压的情况下经营性净现金流仍有2798.6万元，现金赚取能力强。公司现金股利保障倍数24年为1.7，24年派发股利达1209万元。

图表18: 公司2020-2025Q1资产负债率(%)



资料来源: choice、国盛证券研究所

图表19: 企业经营性净现金流(万元)与现金股利保障倍数



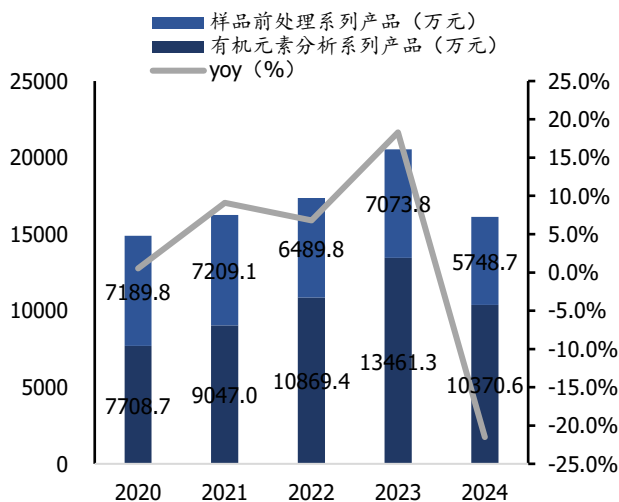
资料来源: choice、国盛证券研究所

2. 有机元素及样品前处理基本盘稳固，市场地位领先

2.1. 深耕核心领域，构建有机元素及样品前处理技术护城河

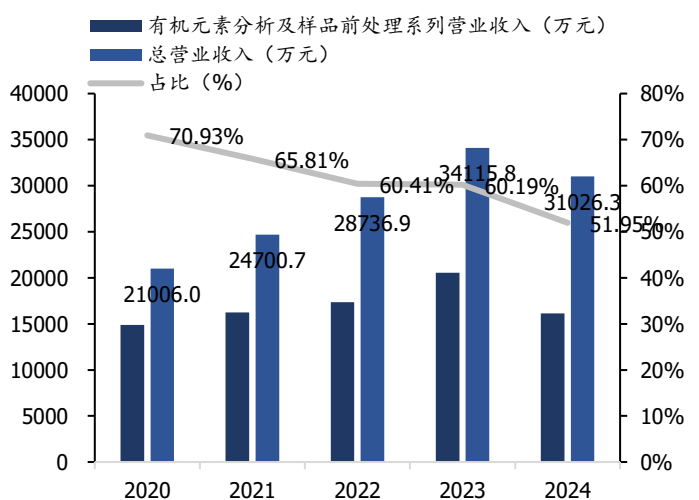
公司在有机元素分析及样品前处理领域的收入贡献长期占据主导地位，形成稳固的基本盘。有机元素分析与样品前处理系列作为公司战略核心产品，合计贡献超半成营收，构成业务增长的关键支柱。2024年公司有机元素分析系列产品与样品前处理系列产品实现营业收入10370.6万元、5748.7万元，占总营收比例分别为33.43%、18.52%，合计占比51.95%，这一比例延续了近五年平均61.9%的高水位，显著高于色谱光谱(25.4%)、通用仪器(11.5%)等其他业务板块，构成业绩“稳定器”。

图表20: 2020-2024 有机元素及样品前处理系列产品营业收入及yoy



资料来源: 公司年报, 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表21: 有机元素及样品前处理系列产品收入在主营收入中占比



资料来源: 公司年报, choice, 国盛证券研究所

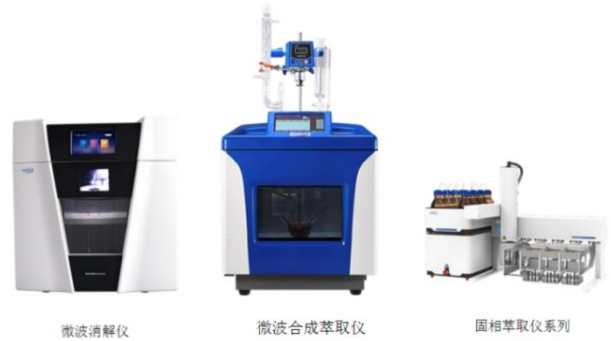
公司深耕实验分析仪器领域，在有机元素分析与样品前处理两大核心赛道构建了多元化产品矩阵。公司以凯氏定氮仪、微波消解仪两大核心产品为支撑，在国内市场确立了稳固地位，成为有机元素分析及样品前处理仪器领域的主要供应商之一。根据招标网及中国政府采购网2021年数据，公司“海能”品牌凯氏定氮仪以96台销量位居第一。2021；年政府采购数据显示，“新仪”；微波消解仪以61；台销量蝉联第一。2024年，在海关系统的设备更新中也多次中标。

图表22: 公司有色元素分析系列产品



资料来源: 公司招股说明书, choice, 国盛证券研究所

图表23: 公司样品前处理系列产品



资料来源: 公司招股说明书, choice, 国盛证券研究所

两大核心赛道产品持续深化客户服务，同步实现客户规模拓展。杜马斯定氮仪成功拓展华测检测等集团性用户，在海关系统的设备更新中也多次中标。膳食纤维测定仪产品收入同比翻倍增长。微波消解产品在锂电等新能源、化工及石化领域销售额同比大幅增长，持续服务弗迪电池（比亚迪集团旗下品牌）、欣旺达、中石油等知名企业；在环境保护领域销售额同比增长较大，服务各级环境监测站、生态环境监测中心及固废处理企业等用户。多功能合成萃取仪产品销售台套数同比较大增长，已成功交付中科院微生物研究所、厦门大学等国内顶尖科研机构及高校，在生命科学研究、新材料合成与性能研究、纳米材料制备等方面提供服务与支持。

图表24: 公司有机元素分析及样品前处理拓展客户



资料来源: 各公司官网, 厦门大学官方公众号, 国盛证券研究所

海能技术在有机元素分析与样品前处理领域已形成显著技术优势与市场地位，其核心产品性能对标国际厂商，在国产化趋势中展现强劲竞争力。通过长期的技术积累和市场开拓，公司在有机元素分析系列、样品前处理系列领域的产品技术较为成熟，分别有了凯氏定氮仪、微波消解仪两大优势单品，相关技术指标在同行业竞品中占据优势，市场份额在国产厂商中位居前列。此外，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。

图表25: 公司有机元素分析和样品前处理产品和国外竞争者产品的技术指标对比

公司产品名称	国外可比产品名称	对比指标	对比结果
有机元素分析系列- 凯氏定氮仪 海能 K1160	丹麦福斯 Kjeltec™ 8400	测定范围、滴定精度、耗水量、重复性 (RSD)	海能 K1160 滴定精度三档可选 (0.2 μL/步、0.4 μL/步、1.0 μL/步)，滴定范围 (0.1mg~240mg 氮)、回收率 (≥99.5%)、耗水量 (15℃ 0.5L/min)、重复性 (RSD ≤0.5%) 等指标达到或优于福斯 Kjeltec™8400。
有机元素分析系列- 杜马斯定氮仪 海能 D200	德国艾力蒙塔 Rapid N Exceed	检测限、最大进样量、重复性误差 (RSD)	海能 D200 检测限达 0.01mgN (CO ₂ 载气)，重复性误差 (RSD ≤0.5%) 达到对标水平，但最大进样量 (固体 ≤1g) 小于艾力蒙塔 RapidNExceed (固体 ≤1.5g)。
有机元素分析系列- 脂肪测定仪 海能 SOX606	丹麦福斯 Soxtec™ 8000	样品量、可重现性、温度范围、溶剂回收率	海能 SOX606 在样品量 (0.5~15g)、可重现性 (≤1%)、温度范围 (室温+5℃~300℃)、溶剂回收率 (≥85%) 等指标上达到或优于福斯 Soxtec™8000。
有机元素分析系列- 纤维分析仪 海能 F2000	美国安康 A2000i	每批处理量、测量范围、温度范围、温控精度	海能 F2000 每批处理量 (24个)、测量范围 (0%~100%)、温度范围 (室温~100℃)、温控精度 (±0.1℃) 等指标与美国安康 DELTA 一致。
样品前处理系列- 微波消解仪 海能 TANK 40	美国 CEM MARS 6	最大耐压、最大耐温、最大处理位数	海能 TANK 40 最高耐压 (2200psi)、最高耐温 (330℃)、最大处理位数 (40位) 等指标与美国 CEM MARS 6 一致。

资料来源: choice, 公司招股说明书, 国盛证券研究所

2.2 对标国际标准，夯实通用设备产业化根基

公司通过多元资本运作驱动子公司产品切入药检药企科研环境监测及第三方检测等市场并实现海外突破。公司以并购、参股、联营、合作等灵活多样的形式，投资控股了白小白科技（山东）有限公司、济南海森分析仪器有限公司、天津海胜能光科技有限责任公司，参股了上海安杰智创科技股份有限公司、仪学国投（广州）科技有限公司等多家拥有核心技术和团队的行业初创期企业，为公司产品向医药、实验室清洗清洁、环境、行业培训及技术服务等领域拓展进行先期布局。公司滴定仪产品在新能源和半导体行业销售额增幅较大，水分测定仪销量取得较大增长。**1）**海森仪器的自动溶出度仪等药品检测仪器开始全面导入市场，中标了多个省市级药检院及知名药企的采购项目，销售收入同比增长。**2）**白小白科技逐步深入制药行业市场，其GMP制药专用系统成功交付金赛药业等10余家药企；智能清洗机的应用场景持续拓宽，成功为中科院遗传所提供服务；无人清洗单元功能岛在天津渤海海洋监测监视中心实现首次商业化应用，签约了华测检测等标杆客户；此外，其产品已通过CE认证，获准进入欧盟市场，通过签约的多家战略代理商，实现了海外市场零的突破。

公司通用设备系列主要产品电位滴定仪产品技术指标达到国际厂商水准。公司主流电位滴定仪产品为海能技术T960，其在国产设备中展现显著竞争力，优势在于超微量滴定精度突出，支持酸碱、永停等多元滴定模式，兼容-5~120℃宽温区及中国药典全系列方法，配备无线远程控制、天平数据自动对接等功能，且提供快速本地化售后，适用于国内制药、石油、环保等领域的常规及微量分析。

图表26: 公司电位滴定仪产品和国外竞争者产品的技术指标对比

对比指标	海能 T960	瑞士万通 905/907
测量范围	-2000.00mV~+2000.00mV- 20.000pH~+20.000pH	-2000.00mV~+2000.00mV-20.000pH~+20.000pH
加液单元	模块化加液单元分辨率: 1/1500000	瓶颈式加液单元分辨率: 1/1000 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

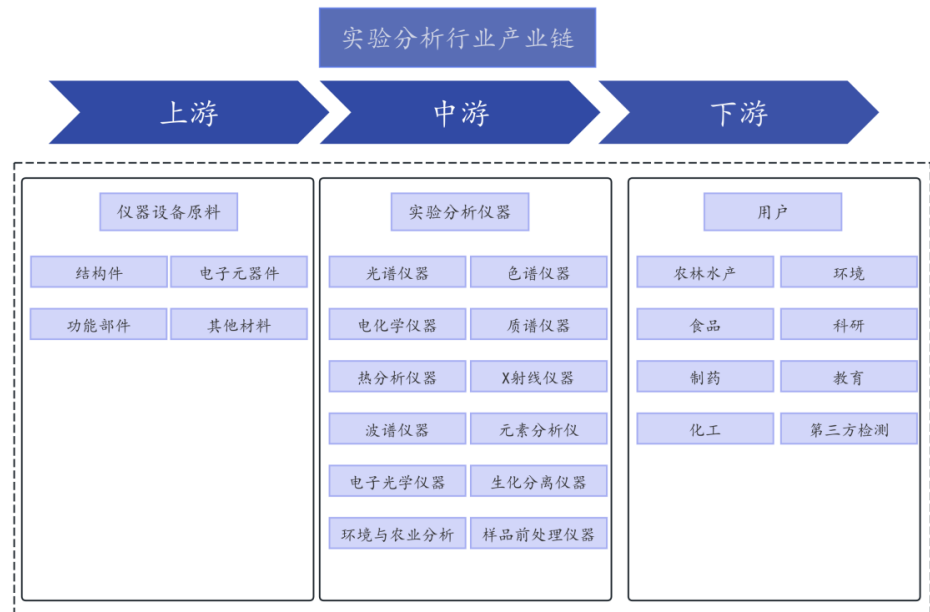
资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

3.重点布局色谱仪广阔市场，构筑第二成长曲线

3.1 色谱仪市场空间广阔，液相色谱仪占据近半份额

色谱仪行业上游技术壁垒高，下游应用领域广泛。实验分析仪器产业链呈现清晰的上下游协同格局：上游以原材料及核心部件供应为核心，涵盖结构件、电子元器件（芯片、板卡等）、功能部件（光学镜片、传感器等），其技术精度与稳定性直接决定仪器性能基础；中游为产业链核心环节，聚焦仪器研发制造，细分品类包括光谱仪、色谱仪、电子光学仪器、环境分析设备等，技术壁垒较高且需高度集成能力；下游应用场景多元，覆盖食品检测、制药研发、环境监测、科研教育等关键领域，终端客户（政府机构、第三方检测、科研院所等）需求差异化显著，对产品定制化、品牌信赖度及使用粘性提出更高要求。整体来看，产业链上下游技术耦合紧密，中游制造环节的创新能力与下游应用场景的拓展深度共同驱动行业持续升级。

图表27: 实验分析行业产业链情况



资料来源: 公司招股说明书、国盛证券研究所

色谱仪主要分为气相色谱(GC)和液相色谱(LC)两大类。两者在技术原理和应用场景上具有显著差异。气相色谱以气体为流动相，色谱柱长度可达几米至几十米，凭借气体流动速度快的特点，可通过增加柱长提升分离效率，适用于分子量较小、易挥发且热稳定性良好的化合物，例如烷烃或酯类，其优势在于分析速度快、分离效率高且样品用量少。相比之下，液相色谱以液体为流动相，色谱柱长度通常为几十至几百毫米，适用于高沸点、难挥发、热稳定性差或分子量较大的化合物，其优势在于常温检测无需气化，可分析难挥发物质，对样品破坏性小。总体而言，气相色谱在小分子挥发性物质分析中效率突出，而液相色谱凭借广泛的兼容性成为大分子及热敏感物质检测的主流技术，两者互补覆盖了化学、生物、医药等领域绝大多数样品的分离与检测需求。

图表28: 色谱仪分类

类型	流动相	色谱柱长度	样品选择	优势	不足
气相色谱 (GC)	气体	几米到几十米不等 (组分在气相中流动速度快, 因此可以增加柱长以提高分离效果)	相对分子质量较小 (一般小于 1000), 低沸点, 易挥发, 热稳定性好。	分析速度快、分离效率高; 样品用量少。	气相色谱能分析的有机物只占全部有机物的 15%-20%, 其可分析样品的范围小于液相色谱; 需要将样品在气室气化, 需要较高的检测温度。
液相色谱 (LC)	液体	通常在几十到几百毫米	更适用于分析高沸点, 难挥发, 热稳定性差, 分子质量较大 (1000-2000) 的液体化合物。	约有 70-80% 的难挥发化合物可以用液相色谱法分析; 不必对样品气化, 常温即可检测。	分析成本高、分析时间较长。

资料来源: 公司招股说明书、化工仪器网、分析测试百科网、合肥肽库生物科技、国盛证券研究所

色谱仪的核心零部件包括检测器、进样器和色谱柱, 各部件协同作用以实现高效分离与精准分析。检测器用于识别分离后的样品组分; 进样器的精度对分析准确性至关重要, 海能技术的自动进样器可实现小于 0.003% 的交叉污染和 5 秒快速进样, 部分国外产品则通过兼容孔板、小瓶进样、全上样模式等提升灵活性。色谱柱是分离过程的核心, 其长度和填料材质 (如硅胶、聚合物) 决定分离效果, 例如气相色谱柱长达几十米以增强分离能力, 而液相色谱柱通常较短 (几十至几百毫米), 针对不同性质的样品选择适配的色谱柱类型是优化分离的关键。

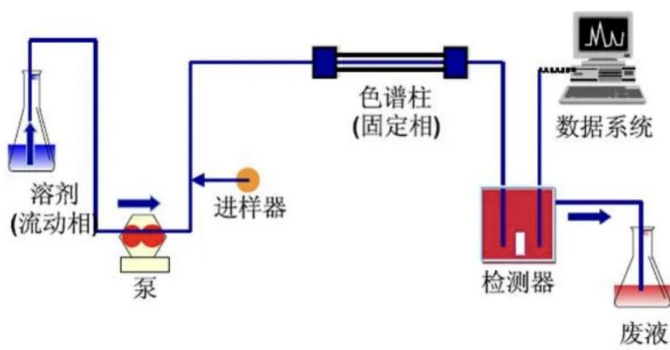
图表29: 色谱仪核心零部件

部件名称	功能
检测器	用于检测样品分离后的各组分。常见的检测器有紫外-可见光检测器、荧光检测器等。海能技术的高效液相色谱仪配备的紫外-可见光检测器采用高通量光路设计和超精密信号采集电路, 具备超高灵敏度和超宽线性范围, 满足不同样品测试需求; 具备全波段光谱扫描和波长时间程序功能, 实现一次进样对复杂样品多组分高灵敏分析的目的。不同类型的检测器在检测灵敏度、检测范围等方面有所不同, 可根据具体的分析需求选择合适的检测器。
进样器	进样器的性能对分析结果的准确性至关重要。海能技术的高效液相色谱仪自动进样器可实现小于 0.003% 的极低交叉污染, 进样时间可缩短至 5s, 具有控温和除湿功能。而一些国外先进厂商的进样器在进样方式、进样精度等方面具有优势, 如部分产品设有功能强大的自动进样器。
色谱柱	是色谱仪分离样品的核心部件, 不同类型的色谱柱适用于不同的样品分离。例如, 气相色谱柱的长度一般在几米到几十米不等, 通过增加柱长可以提高分离效果; 液相色谱柱通常在几十到几百毫米。色谱柱的填料也多种多样, 如硅胶、聚合物材料等, 其性质会影响样品的分离效果。

资料来源: 海能技术官网、赛默飞官网、迪信泰检测平台、仪表网、化工仪器网、国盛证券研究所

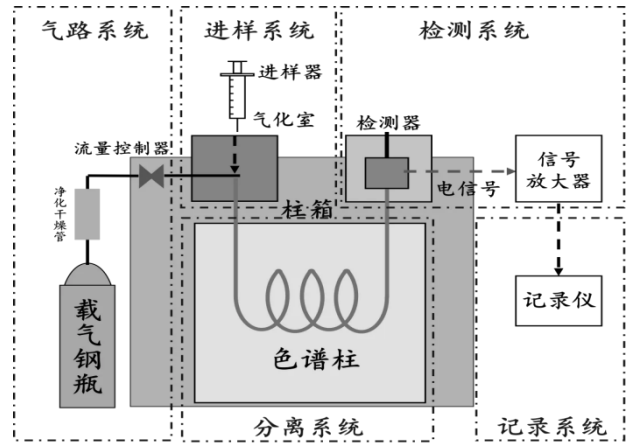
气相色谱 (GC) 和液相色谱 (LC) 的核心原理均基于物质在流动相与固定相之间的分配差异实现分离。气相色谱通过载气 (如氦气或氮气) 将气化样品带入色谱柱, 柱箱控制温度以优化分离, 检测系统识别组分并生成信号; 液相色谱则依赖高压泵推动液体流动相 (如甲醇、水混合液) 携带样品通过短色谱柱, 梯度洗脱装置调节溶剂比例提升分离效率, 紫外检测器或质谱检测器分析组分。两者均通过数据系统记录色谱图, 但 GC 适用于小分子挥发性物质, LC 则兼容大分子及热敏感化合物。

图表30: 液相色谱仪原理示意图



资料来源: 实验与分析公众号, 国盛证券研究所

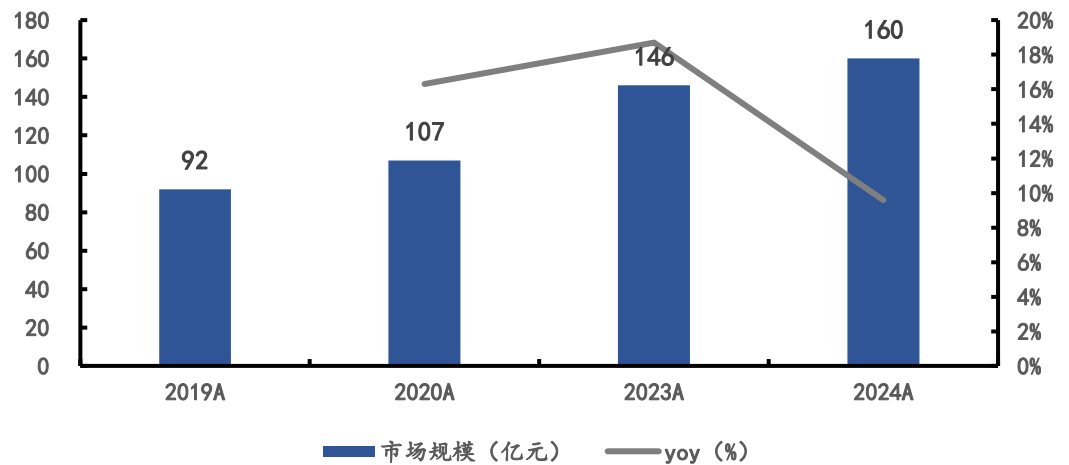
图表31: 气相色谱仪原理示意图



资料来源: 仪器驿站公众号, 国盛证券研究所

国内色谱仪市场规模持续扩大, 呈蓬勃发展前景。2019-2024年, 中国色谱仪市场规模从92亿元增长至160亿元左右, 年均复合增长率(CAGR)约达11.7%, 呈现高速扩容态势。这一态势受益于政策红利释放、技术突破与应用场景扩展以及下游行业整体上景气发展且需求稳定, 若考虑技术迭代加速(如AI驱动智能化色谱仪)及新兴领域(如合成生物学)需求爆发, 增长可能愈加提速; 但需警惕国际贸易摩擦(高端部件进口受限)、技术转化滞后或未能产业化以及市场竞争加剧(进口产品、国产产品价格战)等带来的潜在风险。

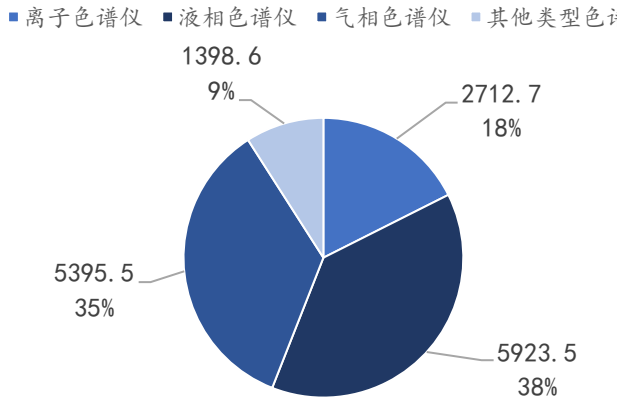
图表32: 我国色谱仪市场规模(亿元)及增速(%)



资料来源: 智研咨询, 观研报告网, 华经情报网, 国盛证券研究所

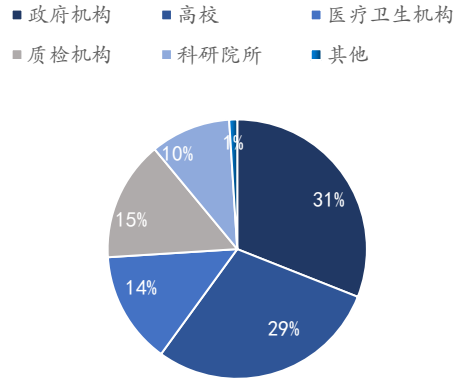
液相色谱仪领先市场份额, 政府机构和高校采购构成市场核心。据化工仪器网不完全统计, 从中国政府采购网中标金额来看, 2025年1-4月, 不同类型色谱仪市场份额呈现差异化格局。液相色谱仪以5923.5万元中标额、占比38%, 领跑市场; 气相色谱仪紧随其后, 5395.5万元中标额对应35%份额。从下游采购单位结构看, 2024年色谱仪采购需求高度集中于政府机构与高校, 两者合计占比约60%, 构成市场核心驱动力, 主要应用于环境监测、公共安全与基础科研等领域。海能技术等企业有望在政府与高校主导的刚需市场中持续提升份额, 逐步从进口垄断格局中打开国产替代新空间。

图表33: 2025年1至4月不同类型色谱仪中标金额及市场规模占比 (按中标计) (单位: 万元)



资料来源: 化工仪器网, 国盛证券研究所

图表34: 2024年各类型单位采购色谱仪金额占比

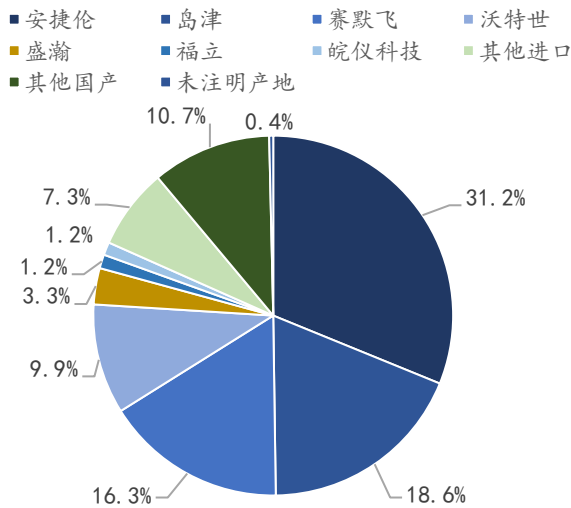


资料来源: 化工仪器网, 国盛证券研究所

3.2 色谱仪市场进口率高, 国产替代空间广阔

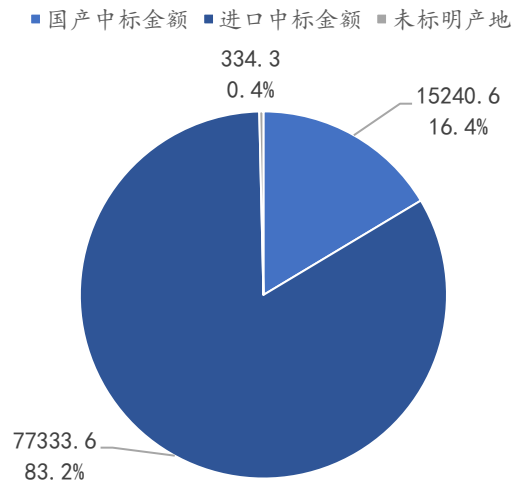
色谱仪市场国产化率仅为**16%**, 国产替代空间广阔。按政府采购中标推算 2024 年我国色谱仪市场仍由进口品牌牢牢掌控, 赛默飞、安捷伦等外国企业合计中标金额占比高达 80% 以上, 其技术优势与品牌壁垒形成“护城河”。进口设备单价普遍高于国产, 主导了色谱仪高端市场, 营业收入、净利润(率)等均远高于国内企业。政府机构、高端实验室长期依赖进口设备的稳定性与售后服务, 已形成一定的用户黏性, 但这同时为以海能技术为代表的国内企业实现国产替代提供了广阔空间。

图表35: 2024年不同品牌产品占色谱市场份额 (按中标计)



资料来源: 化工仪器网, 国盛证券研究所

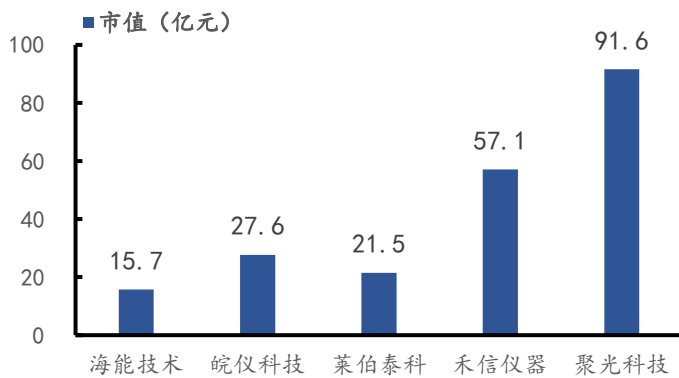
图表36: 2024年国内企业与海外企业色谱仪中标金额(万元)



资料来源: 化工仪器网, 国盛证券研究所

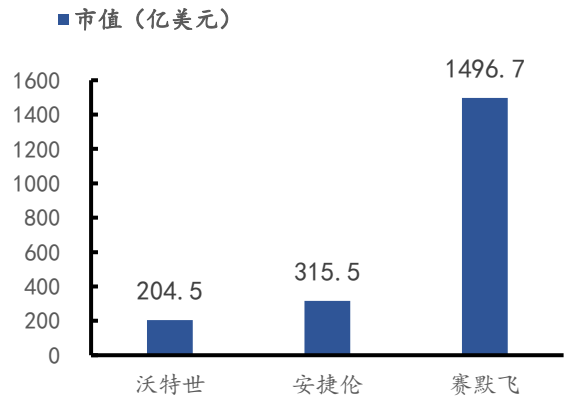
与海外龙头公司对比: 国外龙头实验分析仪器制造企业市值远超国内企业。截至 2025 年 6 月 2 日, 国内代表企业中市值最高的聚光科技为 91.6 亿元人民币, 而海外头部企业赛默飞的市值高达 1496.7 亿美元, 约合万亿人民币, 规模相差百余倍。这种差距折射出国外企业在资本积累、市场影响力及全球布局上的优势, 凸显出国内企业在资本运作及国际竞争力等层面的提升空间, 对国内行业在产业整合及全球化拓展等方面的发展具有重要参考意义。以海能技术为代表的国内企业, 应聚焦技术研发与创新突破, 提升产品核心竞争力, 加速拓展国内外市场版图, 同时强化品牌塑造与市场传播, 多维度提升企业综合实力, 从而有效促进市值增长。

图表37: 我国科学仪器上市公司市值情况(截至2025年6月2日)



资料来源: Choice, 国盛证券研究所

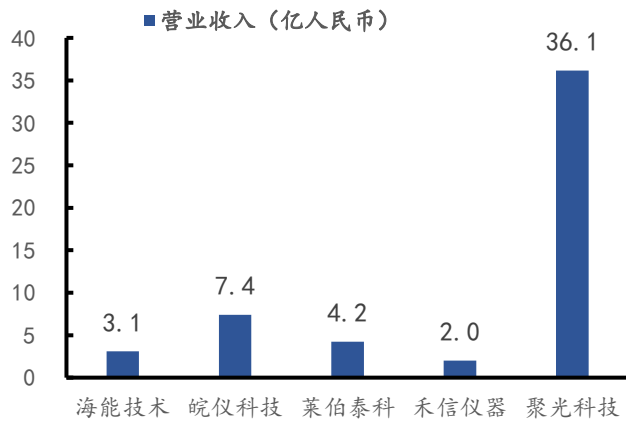
图表38: 海外科学仪器龙头公司市值情况(截至2025年6月2日)



资料来源: Choice, 国盛证券研究所

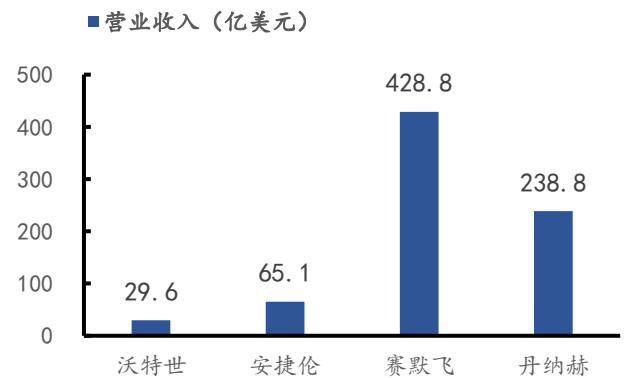
与海外龙头公司对比: 海外龙头企业营业收入遥遥领先, 国内企业发展前景广阔。这种差距源于多重因素, 一方面, 赛默飞等海外企业发展历史悠久, 凭借数十年积累构建了全球化销售网络与服务体系, 品牌影响力与客户忠诚度极高; 另一方面, 持续高额的研发投入保障了技术领先优势, 支撑其不断推出高附加值产品。相较之下, 海能技术等企业虽为国内龙头, 但市场辐射范围主要集中低端市场, 产品线的广度与深度受限, 高端产品的技术竞争力与海外巨头存在差距, 品牌的国际认可度也远远落后。在未来, 海能技术等企业有望通过强化研发创新投入、构建国际化销售与服务网络、加强品牌建设与客户深耕, 逐步缩小与海外龙头的营收鸿沟, 从而加速推进我国实验分析仪器国产替代进程。

图表39: 我国科学仪器上市公司2024年营业收入



资料来源: Choice, 国盛证券研究所

图表40: 海外科学仪器龙头公司2024年营业收入



资料来源: Choice, 国盛证券研究所

3.3 沃特世成长路径复盘: 技术驱动与生态构建双轮驱动

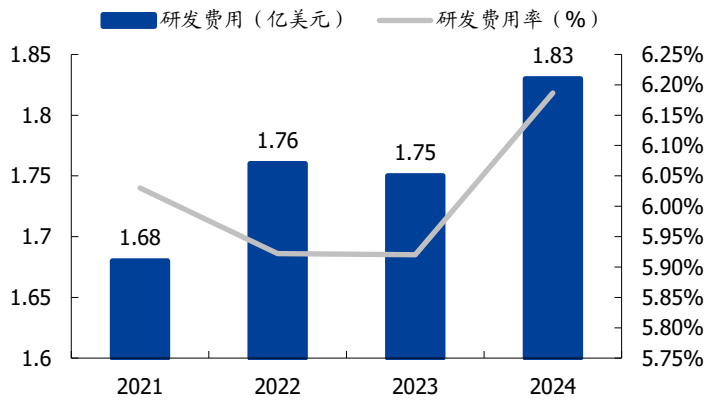
3.3.1 技术驱动: 从单品突破到平台化创新, 定义行业技术标杆

核心技术自主突破, 引领产品迭代升级。沃特世以“核心技术自主研发”为根基, 持续引领液相色谱技术迭代。1963年推出全球首台商品化高压凝胶渗透色谱仪(GPC-100), 打破气相色谱主导格局; 1967年推出首台HPLC系统, 1972年推出M6000高压泵, 将液相色谱耐压能力提升至6000psi, 推动HPLC技术商业化普及。2004年推出

超高效液相色谱（UPLC），通过 1.7 μ m 填料技术大幅提升分离效率，重新定义分离科学标准，使其 UPLC 所占的市场份额是其他所有 UHPLC 所占市场份额的 3 倍。

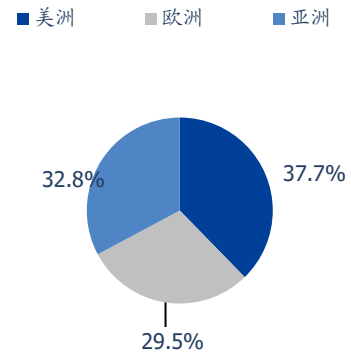
高强度研发投入聚焦，筑牢前沿技术壁垒。研发投入持续高强度聚焦前沿，近四年研发费用率保持在 5.9%-6.3%。针对生物制药、精准医疗等高端领域，开发高灵敏度质谱检测器、智能化数据管理软件，实现从“硬件设备”到“技术解决方案”的升级。

图表41: 沃特世 2021-2024 研发费用及研发费用率



资料来源: 沃特世年报, 国盛证券研究所

图表42: 沃特世 2024 营业收入来源 (按地区)



资料来源: 沃特世年报, 国盛证券研究所

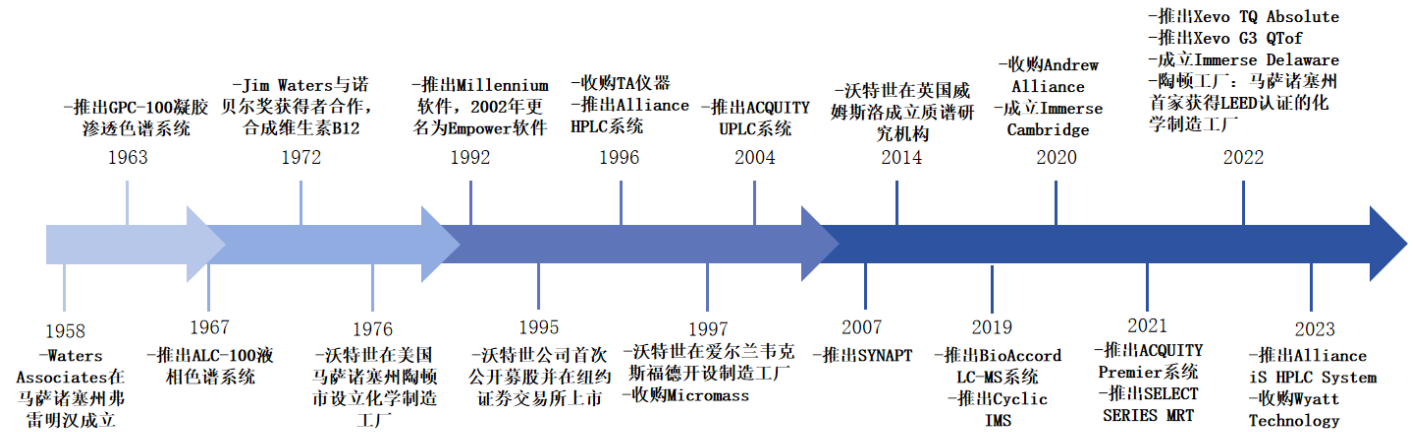
3.3.2 生态构建: 并购扩张与全球化布局, 打造高粘性产业生态

横向并购拓展产品矩阵, 填补技术空白。通过精准并购补足技术短板, 延伸液相色谱应用边界。1997 年收购质谱领域领先的 Micromass, 快速切入液质联用 (LC-MS) 市场, 推出高分辨质谱检测器, 覆盖药物代谢分析等高附加值领域; 2003-2004 年连续收购 CreonLabControl 与 NuGenesisTechnologies, 强化实验室数据管理软件研发, 实现仪器与信息化系统的深度融合, 满足制药行业合规性需求。2023 年收购怀雅特技术公司 (WyattTechnology), 将光散射技术与液相色谱结合, 布局细胞治疗药物表征分析, 抢占生物制药高端市场。

全球化布局深化区域渗透, 本地化生产降本提效。采取“本土生产+区域定制”策略, 在北美 (美国马萨诸塞州)、欧洲 (德国)、亚洲 (中国上海) 设立生产基地, 贴近核心市场降低物流与关税成本。2024 年美洲、欧洲、亚洲市场营收占比分别为 37.7%、29.5%、32.8%; 针对本土需求开发符合《中国药典》的方法包, 缩短客户验证周期。

“仪器+耗材+服务”闭环提升客户粘性。构建全生命周期服务生态, 耗材 (色谱柱、进样针等) 收入占设备采购金额的 40%-50%。推出“仪器维保+方法开发+合规培训”一体化服务包, 业务收入 60%来自制药行业。

图表43: 沃特世公司发展历程



资料来源: 沃特世官网, 国盛证券研究所

3.4 政策利好国产色谱仪发展, 色谱仪行业国产替代有望加速

政策红利持续加码, 国产色谱仪迎来发展黄金期。近年来, 国家高度重视高端科学仪器设备产业的发展, 国务院、市场监管总局、工业和信息化部等多部门密集出台政策, 推动高端仪器设备技术突破和国产化替代。《计量发展规划(2021-2035年)》提出加强核心器件、算法与溯源技术研究, 推进关键计量设备国产化; 《政府采购进口产品审核指导标准(2021年版)》明确提出色谱类仪器优先采购国产产品, 其中液相色谱仪国产率目标高达75%; 《“十四五”认证认可检验检测发展规划》强调提升国产检验检测仪器设备资产原值占比至65%。在此背景下, 色谱行业国产替代步伐有望提速。海能技术深耕色谱技术研发, 积极响应国家政策号召, 高效液相色谱仪产品表现亮眼, 不断推动国产设备向国际先进水平迈进。随着政策红利的持续释放和核心技术的不断突破, 海能技术有望在国产色谱仪领域实现跨越式发展, 助力我国高端科学仪器自主可控能力全面提升。

图表44: 色谱仪行业发展相关政策

政策名称	发布机关	发布日期	相关内容
《精细化工产业创新发展实施方案（2024—2027年）》	工业和信息化部等九部门	2024年	引导精细化工企业与专用设备制造企业、软件开发企业实施供需结对攻关，开发微通道反应器、特种分离设备、专用机泵、阀门、控制系统等重要装备及零部件，高效液相色谱仪等分析检测、结构表征用高端仪器和试剂，工艺参数在线检测、物性结构在线快速识别判定、全流程智能控制系统、故障诊断与预测性维护等过程控制软件，强化生产配套保障。
《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	国务院	2024年	推进重点行业设备更新改造。围绕推进新型工业化，以节能降碳、超低排放、安全生产、数字化转型、智能化升级为重要方向，聚焦钢铁、有色、石化、化工、建材、电力、机械、航空、船舶、轻纺、电子等重点行业，大力推动生产设备、用能设备、发输配电设备等更新和技术改造。加快推广能效达到先进水平和节能水平的用能设备，分行业分领域实施节能降碳改造。推广应用智能制造设备和软件，加快工业互联网建设和普及应用，培育数字经济赋智赋能新模式。
《关于计量促进仪器仪表产业高质量发展的指导意见》	市场监管总局	2023年	到2025年，部分国产仪器仪表的计量性能和技术指标达到或接近国际先进水平。研发一批具有国际先进测量能力的高质量、高可靠性仪器仪表，攻克一批关键计量测试技术，提升社会公用计量标准效能，研制一批新型仪器仪表用标准物质，制修订一批仪器仪表计量技术规范，助力打造一批仪器仪表国产品牌，加快推进计量基准、计量标准和仪器仪表的国产化。
《质量强国建设纲要》	中共中央、国务院	2023年	加大质量基础设施能力建设，逐步增加计量检定校准、标准研制与实施、检验检测认证等无形资产投资，鼓励社会各方共同参与质量基础设施建设。
贴息贷款政策	国务院	2022年	国务院常务会议确定专项再贷款与财政贴息配套政策，支持高校、职业院校、医院等领域设备更新改造。中央财政贴息2.5%，期限2年
《“十四五”认证认可检验检测发展规划》	市场监管总局	2022年	到2025年国家质检中心数量将达900家，获得高新技术企业认定的机构数达3200家，国产检验检测仪器设备资产原值占比提升到65%。
《计量发展规划（2021—2035年）》	国务院	2021年	加强高端仪器设备核心器件、核心算法和核心溯源技术研究，推动关键计量测试设备国产化。推动量子芯片、物联网、区块链、人工智能等新技术在计量仪器设备中的应用。加强高精度计量基准、标准器具的研制和应用，提升计量基准、标准关键核心设备自主可控率。
《中华人民共和国科学技术进步法》	科学技术部	2021年	国家鼓励科学技术研究开发，推动应用科学技术改造提升传统产业、发展高新技术产业和社会事业，支撑实现碳达峰碳中和目标，催生新发展动能，实现高质量发展。
《加强“从0到1”基础研究工作方案》	科技部、发展改革委、教育部、中科院、自然科学基金委	2020年	引导企业加大投入。切实落实企业研发费用按75%比例税前加计扣除等财税优惠政策。在具备条件的企业建设国家重点实验室，衔接基础研究和应用需求。做强国家自然科学基金企业创新发展联合基金，推动科研院所与高等院校围绕企业技术创新需求，解决企业发展中面临的重大科学问题和技术难题。

《关于推动第三批支持创新相关改革举措的通知》

国务院办公厅

2020

《产业结构调整指导目录（2019年版）》

国家发改委

2019

科技金融创新方面 7 项：银行与专业投资机构建立市场化长期性合作机制支持科技创新型企业；科技创新券跨区域“通用通兑”政策协同机制；政银保联动授信担保提供科技型中小企业长期集合信贷机制；建立银行跟贷支持科技型中小企业的风险缓释资金池；建立基于大数据分析的“银行+征信+担保”的中小企业信用贷款新模式；建立以企业创新能力为核心指标的科技型中小企业融资评价体系；银行与企业风险共担的仪器设备信用贷。

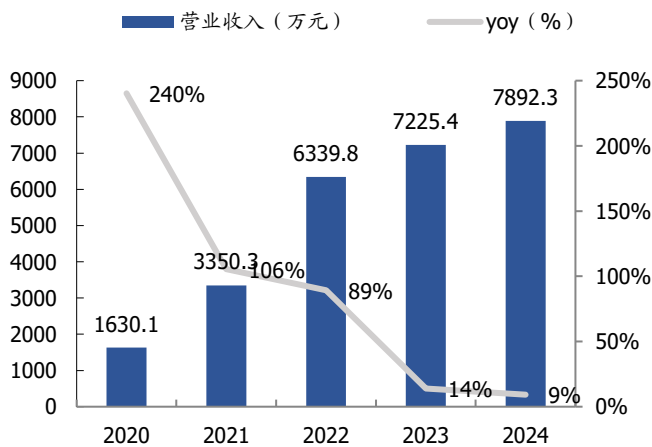
将“药品、食品、生化检验用高端质谱仪、色谱仪、光谱仪、X射线仪、核磁共振波谱仪、自动生化检测系统及自动取样系统和样品处理系统”列为鼓励类行业。

资料来源：中国政府网，科学技术部，化工仪器网，华经产业研究院，国家市场监督管理总局，国盛证券研究所

3.5 公司发力“悟空”高效液相色谱仪+“GAS”气相色谱-离子迁移谱联用仪，成长空间大有可为

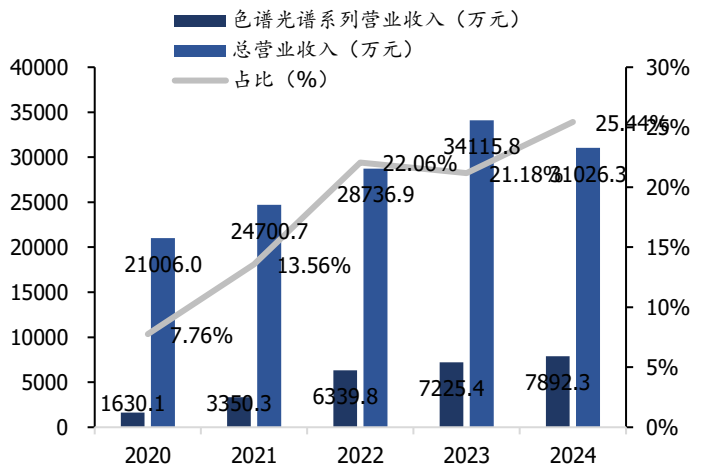
前瞻性布局色谱仪赛道，着力打造业务增长第二曲线。公司向系统复杂、技术含量更高、应用范围广、市场空间大的色谱领域拓展，从营收表现看，2020-2022 年色谱光谱系列产品营收增速迅猛，分别实现同比增长 240.3%、105.5%、89.2%，2023-2024 年增速虽有所回落但延续增长趋势。与此同时，该系列产品收入在主营业务收入中的占比由 2020 年的 7.76% 提升至 2024 年的 25.4%，占比呈上升趋势。

图表 45: 2020-2024 年色谱光谱系列产品营业收入及 yoy



资料来源：公司年报，公司招股说明书，国盛证券研究所

图表 46: 色谱光谱系列产品收入在主营收入中占比



资料来源：公司年报，choice，国盛证券研究所

色谱仪系列产品指标达到或超越国际产品，产品实力领先。公司重点布局“悟空”品牌高效液相色谱仪、“GAS”品牌气相色谱-离子迁移谱联用仪两大系列产品，为公司业绩持续增长提供新动力。我们通过横向对比公司产品与国际头部厂商同类产品，深入剖析技术参数异同，从对比结果中来看公司色谱光谱产品已实现核心技术指标的重大突破，在部分功能应用领域甚至超越国际竞品，充分验证了公司在色谱仪器赛道的研发实力与创新潜力。

色谱仪系列品牌知名度提升，业务拓展迅速。随着悟空仪器品牌知名度、美誉度稳步提升，营销队伍的规模和专业能力的提高，其液相色谱仪逐步得到国内外用户接受和认可，2024年相关产品收入同比增长。2024年公司GC-IMS相关产品收入同比增长，在宠物饲料、能源电力、石油化工等行业实现了业务突破，产品已成功交付乖宝宠物、中石油旗下研究院、巴斯夫等全球知名企业和上市公司用户。色谱光谱系列在公司业务结构中的战略地位日益重要，有望成为公司又一关键增长极，为公司长期成长注入新动能。

图表47: 公司色谱光谱产品和国外竞争者产品的技术指标对比

公司产品名称	国外可比产品名称	对比指标	对比结果
色谱光谱系列- 高效液相色谱仪 海能 K2025	日本岛津 LC-20A	流速精密度、流速准确度、最高耐压、进样范围、进样重复性、交叉污染	海能 K2025 与日本岛津 LC-20A 在关键性能参数上处于相当水平。
色谱光谱系列- 气相色谱-离子迁移谱联 用仪 海能 GC-IMS	德国艾优特 离子迁移谱 IMS	灵敏度、进样方式、工作压力、放射源、漂移气流速、样品类型	海能 GC-IMS 在灵敏度、进样方式、工作压力、放射源、漂移气流速、样品类型等指标上达到或优于德国艾优特离子迁移谱 IMS。

资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

4. 盈利预测

4.1. 盈利预测与业务拆分

根据公司各业务实际情况，我们作出以下假设：

- **有机元素分析系列：**近几年，国家对食品安全、环境保护、新能源等领域监管力度不断加强，对相关检测标准日益严格。国家市场监督管理总局不断发布新的食品安全国家标准，这极大增加了对有机元素分析设备的需求。国家大力推进“双碳”目标，新能源产业相关政策频出，电池材料、半导体材料等生产过程中对元素纯度及杂质含量检测需求增加。业绩有望因此受益稳步增长，我们预计 2025-2027 年增长率分别为 25%/20%/15%。毛利率方面，公司持续的研发投入保证了产品的技术优势和高品质，使其具备较高附加值。同时，随着市场规模的逐步扩大，规模效应将逐渐显现，单位生产成本有望降低。综合来看，我们假设 2025-2027 年毛利率分别为 75%/77%/79%。
- **样本前处理系列：**随着国家药监局不断出台药物及化妆品检验相关文件，而样本前处理作为检测分析的关键前置环节，使得各行业对样本前处理的效率、精度要求不断提高。公司的样本前处理系列产品应用广泛，在多领域拓展新用户成效显著。业绩有望稳步增长，我们预计 2025-2027 年增长率分别为 20%/20%/20%。毛利率参考公司该业务过往情况进行设定，假设保持稳定增长，2025-2027 年毛利率分别为 63%/66%/69%。
- **色谱光谱系列：**随着悟空仪器品牌知名度、美誉度稳步提升，营销队伍的规模和专业能力的提高，其液相色谱仪逐步得到国内外用户接受和认可，收入增长明显。基于行业增长趋势以及公司产品的竞争力提升，我们预计 2025-2027 年增长率分别为 20%/25%/30%。毛利率方面，由于色谱光谱系列产品技术含量高，前期研发投入大，随着技术成熟以及生产规模的快速扩张，规模效应将有效降低单位成本。我们假设 2025-2027 年毛利率分别为 57%/59%/61%。

- **通用设备系列:** 通用设备系列产品应用领域广泛, 涵盖保健品、预制菜、宠物饲料等食品行业, 以及光刻胶、光伏太阳能板、半导体、芯片、高分子材料等生产制造行业。随着各行业的稳定发展以及对产品质量把控的加强, 对通用检测设备需求将稳步增长。业绩有望稳步增长, 我们预计 2025-2027 年增长率分别为 10%/10%/10%。毛利率参考公司该业务过往情况进行设定, 假设保持稳定增长, 2025-2027 年毛利率分别为 64%/65%/66%。
- **技术服务及材料系列:** 技术服务及材料业务随着仪器销售增长而增长。我们预计 2025-2027 年增长率分别为 20%/20%/20%。毛利率参考公司该业务过往情况进行设定, 假设保持稳定, 2025-2027 年毛利率分别为 65%/65%/65%。
- **其他业务:** 以维修服务、耗材销售为主, 客户粘性高但市场规模有限, 我们预计 2025-2027 年增长率分别为 8%/8%/8%。毛利率参考公司该业务过往情况进行设定, 假设保持稳定, 2025-2027 年毛利率分别为 85%/85%/85%。

图表48: 公司盈利预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
有机元素分析系列 营收 (百万元)	134.61	103.71	129.63	155.56	178.89
Yoy (%)	23.85%	-22.96%	25.00%	20.00%	15.00%
毛利率 (%)	76.46%	75.52%	75.00%	77.00%	79.00%
样本前处理系列营 收 (百万元)	70.74	57.49	68.98	82.78	99.34
Yoy (%)	9.00%	-18.73%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	67.01%	60.84%	63.00%	66.00%	69.00%
色谱光谱系列营收 (百万元)	72.25	78.92	94.71	118.38	153.90
同比 (%)	13.97%	9.23%	20.00%	25.00%	30.00%
毛利率 (%)	56.81%	54.43%	57.00%	59.00%	61.00%
通用设备系列营收 (百万元)	33.82	35.53	39.08	42.99	47.29
Yoy (%)	27.78%	5.05%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	64.99%	61.15%	64.00%	65.00%	66.00%
技术服务及材料营 收 (百万元)	21.75	32.96	39.55	47.46	56.95
Yoy (%)	16.41%	51.51%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	64.59%	63.68%	65.00%	65.00%	65.00%
其他业务营收 (百 万元)	1.85	1.66	1.79	1.94	2.09
Yoy (%)	48.06%	-10.24%	8.00%	8.00%	8.00%
毛利率 (%)	76.32%	86.16%	85.00%	85.00%	85.00%
总营收 (亿元)	341.15	310.27	373.75	449.11	538.47
Yoy (%)	18.72%	-9.06%	20.46%	20.16%	19.89%
毛利率 (%)	68.14%	64.59%	66.06%	67.85%	69.41%

资料来源: choice, 国盛证券研究所测算

4.2 估值分析

我们选取同属于仪器仪表行业的代表公司聚光科技、莱伯泰科和皖仪科技为可比公司，可比公司 2025-2027PE 均值分别为 38.7/27.8/21.8。我们预计 2025-2027 年公司实现营收 3.7/4.5/5.4 亿元，归母净利润 0.5/0.7/1.0 亿元，对应 EPS 为 0.54/0.82/1.13 元/股，对应 PE 为 34.8/23.0/16.7x，低于可比公司 PE 均值。公司为国内科学仪器“小巨人”，子公司业绩亟待释放，产品实力行业领先，我们看好公司产品市占率持续提升与高端分析仪器国产化提速，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表49: 可比公司估值对比 (数据截至 2025 年 06 月 06 日, 可比公司盈利预测均取自 wind 一致预期)

股票名称	总市值 (亿元)	股价 (元/股)	EPS (元)					PE (倍)				
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
聚光科技	101.3	22.6	-0.7	0.5	0.7	1.0	1.3	-22.0	33.0	31.5	23.0	17.3
莱伯泰科	22.2	32.9	0.4	0.6	0.9	1.2	1.4	81.7	50.2	37.6	27.4	23.6
皖仪科技	29.2	21.6	0.3	0.1	0.5	0.7	0.9	61.9	125.8	47.0	32.8	24.6
平均	50.9	25.7	0.0	0.4	0.7	0.9	1.2	40.5	69.7	38.7	27.8	21.8
海能技术	16.1	18.9	0.5	0.2	0.5	0.8	1.1	37.7	130.1	34.8	23.0	16.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5. 风险提示

1. 税收优惠政策变化风险: 公司及孙公司享受高新技术企业所得税优惠税率、软件产品增值税即征即退、研究开发费加计扣除、小微企业税收优惠等。若这些税收优惠发生变化，可能影响公司经营利润。

2. 规模扩张带来的经营管理风险: 公司实施“多品牌、多品种”战略，参控股公司增多，规模扩大伴随资本性支出和费用增加。参股公司多处于研发或市场导入期，若投资决策、经营管理等方面出现问题，盈利能力和市场开拓不及预期，会对公司整体经营业绩和财务状况造成不利影响。

3. 市场竞争风险: 我国科学仪器行业进口率高，国产仪器与进口高端产品差距大。公司部分产品相较于国外知名厂商，在收入规模、产品技术、研发实力和品牌知名度等方面存在差距。若不能把握行业机遇、应对市场变化，可能面临产品竞争力削弱、市场拓展受限、市场占有率受挤压等风险。

4. 研发投入风险: 公司为提升竞争力持续投入研发，若产品技术研发失败、新技术未产业化、新产品未达预期市场效益，研发投入无法取得预期回报，会对公司经营业绩、核心竞争力和持续发展产生不利影响。

5. 收入季节性波动风险: 科学仪器行业经营有季节性，公司终端用户上半年立项规划审批，下半年集中采购，导致公司上半年业务量少，营业收入下半年占比高，经营业绩前低后高，存在季节性波动风险。

6. 部分数据滞后风险: 部分市场数据滞后，可能使行业和公司业务分析、判断存在偏差。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com