

# 皖仪科技 (688600.SH)

优于大市

国产氦质谱检漏仪龙头，分析仪器+医疗仪器开拓第二增长曲线

## 核心观点

**公司是精密科学仪器行业整体解决方案供应商。**皖仪科技成立于2003年，以工业密封性检测业务起家，一直坚持研发创新和产品领先的战略，持续加大研发投入，2020年成为安徽省首家科创板上市公司。目前公司拥有四大业务板：工业检测仪器、在线监测仪器、实验室分析仪器与医疗板仪器，形成了“压舱石+增长极”的协同格局。

**工业检测&在线监测筑牢基本盘。**1) **工业检测业务：**公司自主研制的高端氦质谱检漏仪市场占有率超过40%排名国内第一，主要应用于新能源、储能、制冷、真空、电力、3C、汽车零部件等领域。2024年实现营收4.55亿元，占比61%。2) **在线监测业务：**公司以在线监测仪器及设备为基础，形成“天地、空”一体化的综合监测解决方案。2024年实现营收1.98亿元，占比27%。

**分析仪器&生命科学成为全新增长引擎。**1) **实验室分析仪器：**公司主要产品包括液相色谱仪、离子色谱仪以及各类质谱仪，广泛应用于生命科学、医疗、疾控、食品检测、制药企业、第三方检测机构等领域。2024年实现营收0.47亿元，占比6%。2) **医疗仪器：**公司在生命健康领域的产品布局取得初步成功，两款超声刀产品均成功中选广东联盟15省市集采，透析机正样研制阶段完成，准备开展注册检测等验证工作。

**为什么我们在当前时点看好皖仪科技？**1) **产品需求回暖+下游应用扩展：**工业检测仪器有望受益于宁德时代等动力电池巨头扩产，联合合肥能源研究院布局核聚变真空设备研发亦打开了该业务的成长空间；在线监测仪器有望受益于“十五五”规划对大气、水等领域污染物考核的精细化；国家政策大力扶持，实验室分析仪器与医疗仪器的国产替代进程有望加速。2) **提质增效成果显著：**25Q3公司单季营收2.11亿元，同比+32.59%，归母净利润0.25亿元同比大增1033.18%，盈利能力改善明显，规模效应与管控效率的双重提升。3) **股权激励护航：**2025年4月7日，公司发布限制性股票激励计划，解锁条件为下列条件二者满足其一：①25-27年营收不低于8.9/10.7/12.8亿元；②归母净利润不低于0.5/1/2亿元。

**盈利预测与估值：**我们预计2025-2027年公司归母净利润分别为0.66/1.03/1.36亿元，同比+358.5%/55.6%/31.9%。通过多角度估值，预计公司合理估值28.85-30.4元之间，较当前股价有22.9%-29.5%的溢价，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

**风险提示：**国产替代不及预期、研发失败风险、产业化失败风险、行业竞争加剧、政策推进不及预期、对政府补助及税收优惠依赖较大的风险。

## 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	787	740	899	1,088	1,280
(+/-%)	16.5%	-5.9%	21.4%	21.1%	17.7%
归母净利润(百万元)	44	14	66	103	136
(+/-%)	-8.4%	-67.1%	358.5%	55.6%	31.9%
每股收益(元)	0.33	0.11	0.49	0.76	1.01
EBITMargin	1.3%	0.0%	8.9%	11.5%	12.8%
净资产收益率(ROE)	5.1%	1.8%	7.9%	11.3%	13.5%
市盈率(PE)	73.7	224.9	49.0	31.5	23.9
EV/EBITDA	127.2	174.1	38.5	25.4	20.2
市净率(PB)	3.76	4.09	3.86	3.56	3.22

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·深度报告

### 环保·环保设备 II

**证券分析师：黄秀杰** 021-61761029  
huangxiujie@guosen.com.cn  
S0980521060002

**证券分析师：刘汉轩** 010-88005198  
liuhanxuan@guosen.com.cn  
S0980524120001

**证券分析师：吴双** 0755-81981362  
wushuang2@guosen.com.cn  
S0980519120001

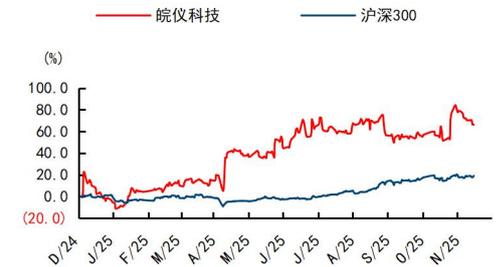
**证券分析师：郑汉林** 0755-81982169  
zhenghanlin@guosen.com.cn  
S0980522090003

**证券分析师：崔佳诚** 021-60375416  
cuijiacheng@guosen.com.cn  
S0980525070002

### 基础数据

投资评级 优于大市(首次)  
合理估值 28.85-30.40元  
收盘价 23.48元  
总市值/流通市值 3163/3163百万元  
52周最高价/最低价 26.44/12.13元  
近3个月日均成交额 57.73百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

## 内容目录

<b>皖仪科技：精密科学仪器解决方案供应商</b>	<b>5</b>
历史沿革：深耕精密科学仪器二十余载	5
股权结构集中稳定，回购+激励提振信心	6
财务分析：营收季节性明显，研发费用占比较高	7
主营业务拆分：工业检测板块贡献主要收入	11
<b>工业检测仪器：新能源筑基，新下游可期</b>	<b>12</b>
检漏仪器下游应用场景丰富，检漏手段多种多样	12
动力电池装车快速增长带动检漏仪器销量提升	13
核聚变&液冷应用打开全新成长空间	15
<b>在线监测仪器：“十五五”政策东风将至</b>	<b>17</b>
环境监测仪器行业市场空间超 250 亿元	17
“天、地、空”一体化的综合监测解决方案	19
<b>实验室分析仪器：大国崛起下的黄金赛道</b>	<b>20</b>
科学仪器是科技进步的重要前提和基础保障	20
市场空间：2022 年国内市场规模突破 90 亿美金，全球第三	22
技术水平：高端仪器壁垒较高，国产化率极低	23
产品矩阵：质谱+色谱布局日趋完善	25
<b>医疗仪器：产品布局初见成效</b>	<b>27</b>
<b>盈利预测</b>	<b>29</b>
假设前提	29
未来 3 年业绩预测	30
<b>估值与投资建议</b>	<b>30</b>
绝对估值：28.85 元	30
绝对估值的敏感性分析	31
相对法估值：30.4 元	31
投资建议	32
<b>风险提示</b>	<b>33</b>
<b>附表：财务预测与估值</b>	<b>35</b>

## 图表目录

图 1: 皖仪科技历史大事沿革 .....	5
图 2: 皖仪科技股权结构 (截至 2025Q3) .....	6
图 3: 2016-2025Q3 公司营业收入情况 (单位: 亿元) .....	8
图 4: 2016-2025Q3 公司归母净利润情况 (单位: 万元) .....	8
图 5: 2023-2025Q3 公司分季度营业收入情况 (单位: 亿元) .....	8
图 6: 2023-2025Q3 公司分季度归母净利情况 (单位: 万元) .....	8
图 7: 2016-2025Q3 公司利润率情况 (单位: %) .....	9
图 8: 2016-2025Q3 公司费用率情况 (单位: %) .....	9
图 9: 2017-2024 仪器公司研发费用率情况 (单位: %) .....	9
图 10: 2017-2024 仪器公司研发费用总和情况 (单位: 亿元) .....	9
图 11: 2016-2024 公司 ROA&ROE 情况 (单位: %) .....	10
图 12: 2016-2024 公司杜邦分析情况 .....	10
图 13: 公司现金流及资本开支情况 (单位: 万元) .....	10
图 14: 公司应收账款及周转率情况 (单位: 亿元, 次) .....	10
图 15: 上市以来公司现金分红绝对值和分红比例情况 .....	11
图 16: 2016-2024 年公司收入拆分情况 (单位: 万元) .....	11
图 17: 2016-2024 年公司各板块毛利率情况 (单位: %) .....	11
图 18: 皖仪科技主营业务拆分 (以 2024 年年报为时间节点) .....	12
图 19: 检漏仪器下游应用场景 .....	12
图 20: 2022 年检漏仪器下游行业占比 .....	14
图 21: 2020-2025Q3 中国动力电池装车量 (单位: GWh) .....	14
图 22: 2020-2025Q3 宁德时代动力电池装车量 (单位: GWh) .....	14
图 23: 2017-2024 公司工业检漏仪器业务收入情况 .....	14
图 24: 2017-2024 公司工业检漏仪器销量及销售均价情况 .....	14
图 25: 公司应用于锂电、氢能和汽车行业的检漏系统示意图 .....	15
图 26: 液冷散热技术于 AI 数据中心的渗透率情况 .....	17
图 27: 2019-2024 环境监测仪器行业市场规模 (单位: 亿元) .....	17
图 28: 公司 AQ7000 型空气质量连续自动监测系统构成 .....	19
图 29: 公司 WS1503s 型氨氮水质在线自动监测仪示意图 .....	20
图 30: 公司 WMS1800 型水质自动监测站示意图 .....	20
图 31: 2017-2024 公司环境监测仪器业务收入情况 .....	20
图 32: 2017-2024 公司环境监测仪器销量及销售均价情况 .....	20
图 33: 全球科学仪器行业发展的三个阶段 .....	21
图 34: 科学仪器产业链图谱 .....	22
图 35: 2015-2022 全球科学仪器市场规模情况 .....	22
图 36: 全球各区域科学仪器市场规模占比情况 .....	22
图 37: 2015-2022 中国科学仪器市场规模情况 .....	23

图 38: 2010-2024 中国 R&D 经费及占 GDP 比重情况 .....	23
图 39: 主要发达国家 R&D 经费占 GDP 比重 (2021) .....	23
图 40: 实验分析仪器分产品市场份额 (按金额) .....	24
图 41: 2017-2022 我国仪器行业贸易逆差情况 (亿美元) .....	24
图 42: 主要科学仪器进口比例情况 .....	25
图 43: 公司 LC3500 旗舰超高效/高效液相色谱系列示意图 .....	26
图 44: 公司 LC3400 系列超快速液相色谱仪示意图 .....	26
图 45: 公司 IC6600 系列多功能离子色谱仪 .....	26
图 46: 公司 IC6300 系列智能离子色谱仪 .....	26
图 47: 公司 LCMS-TQ9200 液相色谱串联质谱系统示意图 .....	27
图 48: 公司 GM6100 系列气相色谱质谱联用仪示意图 .....	27
图 49: 2017-2024 公司实验室分析仪器业务收入情况 .....	27
图 50: 2017-2024 公司实验室分析仪器销量及销售均价情况 .....	27
图 51: 公司超声产品切割次数与国际品牌对比情况 .....	28
图 52: 2020-2025Q3 政府补助占公司归母净利比例情况 .....	34
表 1: 公司 2025 年限制性股票激励计划业绩考核目标 .....	6
表 2: 公司 2025 年限制性股票激励计划授予名单 .....	7
表 3: 主流检漏技术及其优缺点 .....	13
表 4: 不同厂商检漏仪核心参数对比 .....	15
表 5: 氦质谱检漏仪在核聚变装置中的应用流程表 .....	16
表 6: 环境监测仪器行业政策梳理 .....	18
表 7: 发改委部分 200 万元以上科学仪器采购数据统计 .....	24
表 8: 公司医疗仪器在研项目进展情况 .....	28
表 9: 皖仪科技业务拆分 .....	29
表 10: 未来 3 年盈利预测表 (万元) .....	30
表 11: 公司盈利预测假设条件 (%) .....	31
表 12: 资本成本假设 .....	31
表 13: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....	31
表 14: 皖仪科技可比公司主营业务概览 .....	32

## 皖仪科技：精密科学仪器解决方案供应商

### 历史沿革：深耕精密科学仪器二十余载

皖仪科技自 2003 年成立以来，聚焦精密科学仪器领域，以技术研发为核心驱动力，逐步从区域型科技企业成长为国家级专精特新“小巨人”、科创板上市企业，业务覆盖环保监测、工业检测、实验室分析、医疗仪器等多赛道，其发展历程按关键阶段与核心事件可分为以下四个阶段：

**初创与基础奠基阶段（2003-2010 年）：搭建业务框架，夯实技术根基。**2003 年合肥皖仪科技有限公司正式成立，标志着公司进入精密仪器领域的起点 2005 年核心产品“氦质谱检漏仪”被认定为国家重点新产品，首次获得国家级产品技术认可，奠定工业检测仪器赛道优势。2006 年承担“CFNS1003 烟气连续监测系统”国家火炬计划项目，切入环保监测仪器领域，开启“工业+环保”双赛道布局。2010 年公司完成重要主体升级，更名为“安徽皖仪科技股份有限公司”；同时获得三项省级认定——“安徽省创新型企业”“安徽省分析仪器工程研究中心”“安徽省二十家重点软件企业”，业务框架从单一产品向“仪器+软件+解决方案”延伸。

**技术突破与赛道拓展阶段（2011-2019 年）：深耕核心技术，拓宽业务边界。**2011 年公司被认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”，再次承担“CFNS1003 烟气连续监测系统”国家火炬计划项目，“真空箱检漏回收系统”被认定为国家重点新产品。2012 年公司被认定为安徽省博士后科研工作站（创新实践基地），科研人才储备体系搭建。2015 年“离子色谱仪与可调谐激光气体分析仪”被评为省级新产品，实验室分析仪器技术进一步迭代。2019 年公司入选工信部《环保装备制造行业（环境监测仪器）规范条件》企业名单；实验室仪器获行业大奖，“LC3600 超高效液相色谱仪”荣获“2019 年世界制造业大会创新产品金奖”，实验室赛道竞争力显著提升。

**资本化与多赛道扩张阶段（2020-2024 年）：科创板上市赋能，医疗赛道破局。**2020 年公司里程碑式资本化落地——在上海证券交易所科创板正式挂牌上市，开启资本化发展新篇章；科研平台升级，获批成立“安徽省院士工作站”“国家级博士后科研工作站”，高端人才与技术研发能力再上台阶。2021 年公司荣获国家“专精特新‘小巨人’企业”称号。2024 年，公司在生命健康领域的产品布局取得初步成功，两款超声刀产品均成功中选广东联盟 15 省市集采，透析机正样研制阶段完成，准备开展注册检测等验证工作，“工业+在线+实验室+医疗”四大赛道格局成型，综合实力迈入新阶段。

图1：皖仪科技历史大事沿革

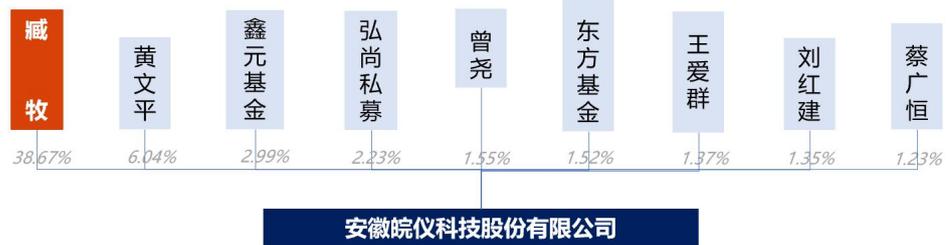


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

## 股权结构集中稳定，回购+激励提振信心

截至 2025Q3，公司创始人、第一大控股股东、实际控制人臧牧持有公司 38.67% 的股份，股权相对集中。公司第二大股东为公司董事、副总经理、核心技术人员黄文平持有公司 6.04% 的股份。2025Q3 公司前十大股东中的新进机构有东方增长中小盘混合基金持有 204.34 万股，占流通股的 1.52%；以及鑫元鑫动力混合 A 持有 147.85 万股，占流通股的 1.1%。增持机构有鑫元欣享 A 增持 26.72% 至 254.43 万股，占总股本的 1.89%，成为第四大股东。安徽省创业投资有限公司、孙丰等原前十大流通股东退出。

图2：皖仪科技股权结构（截至 2025Q3）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**回购股份提振投资者信心。**为增强投资者信心、健全长效激励机制，以及适应资本市场变化，公司于 2023 年 11 月启动回购计划，初始资金总额为 2500 万-5000 万元，后经四次调整，最终将回购金额上限提升至 2.05 亿元，并延长回购期限至 2025 年 5 月 14 日。2025 年 5 月 15 日，公司宣布本次回购完成，累计回购股份 938.61 万股，占总股本的 6.97%，支付总金额 1.51 亿元，回购均价 16.13 元/股。回购股份主要用于员工持股计划、股权激励或转换可转债，未使用部分将按规定注销。

**2025 年 4 月公司推出上市以来第二次限制性股票激励计划。**公司于 2021 年 3 月发布的限制性股票激励计划已基本执行完毕，公司于 2025 年 4 月 7 日发布了新一期的限制性股票激励计划，拟授予 231.9 万股（占总股本 1.72%），其中首次授予 194.8 万股（150 人），预留 37.1 万股。授予价格不低于 16.17 元/股，激励对象包括董事、高管及核心技术人员。首次授予部分需满足 2025-2027 年业绩目标，包括营收增长率不低于前一年度的 20%（对应 2025-2027 年收入 8.88/10.66/12.79 亿元）或归母净利润分别不低于 5000 万元、1 亿元、2 亿元；预留部分若在 2025 年三季度前授予，考核目标与首次一致，否则调整为 2026-2028 年目标。

表1：公司 2025 年限制性股票激励计划业绩考核目标

考核年度	业绩考核目标
2025	公司需满足下列两个条件之一：（1）以 2024 年营业总收入为基数，2025 年营业总收入增长率不低于 20.00%；（2）2025 年归母净利润不低于 5000 万元。
2026	公司需满足下列两个条件之一：1）以 2025 年营业总收入为基数，2026 年营业总收入增长率不低于 20.00%且较 2024 年营业总收入增长率不低于 44.00%；（2）2026 年归母净利润不低于 10000 万元。
2027	公司需满足下列两个条件之一：（1）以 2026 年营业总收入为基数，2027 年营业总收入增长率不低于 20.00%且较 2024 年营业总收入增长率不低于 73.00%；（2）2027 年归母净利润不低于 20000 万元。

2028

 公司需满足下列两个条件之一：（1）以 2027 年营业总收入为基数，2028 年营业总收入增长率不低于 20.00%且较 2024 年营业总收入增长率不低于 107.00%；  
 （2）2028 年归母净利润不低于 30000 万元。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：公司 2025 年限制性股票激励计划授予名单

序号	姓名	国籍	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例	占本激励计划公告日股本总额的比例
一	<b>董事、高级管理人员、核心技术人员</b>					
1	王腾生	中国	董事、副总经理	4.00	1.72%	0.03%
2	臧辉	中国	副总经理	4.00	1.72%	0.03%
3	王胜芳	中国	副总经理、董事会秘书	3.00	1.29%	0.02%
4	周先云	中国	财务总监	3.00	1.29%	0.02%
5	夏明	中国	核心技术人员	4.00	1.72%	0.03%
6	阎杰	中国	核心技术人员	3.00	1.29%	0.02%
7	徐明	中国	核心技术人员	3.00	1.29%	0.02%
8	张鑫	中国	核心技术人员	3.00	1.29%	0.02%
9	张荣周	中国	核心技术人员	3.00	1.29%	0.02%
	小计			30.00	12.94%	0.22%
二	<b>其他激励对象</b>					
	董事会认为需要激励的其他人员（141人）	中国		164.80	71.07%	1.22%
	首次授予限制性股票数量合计（150人）			194.80	84.00%	1.45%
三	<b>预留部分</b>					
	合计			231.90	100.00%	1.72%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 财务分析：营收季节性明显，研发费用占比较高

上市以来公司收入快速增长，利润承压。近年来公司持续推出新产品、加大市场开拓力度，营业收入由 2020 年上市时的 4.2 亿元增长至 2024 年的 7.4 亿元，5 年 CAGR11.99%；但高研发投入对公司的归母净利造成一定影响，2020-2023 年均保持在 4000-5000 万元区间。2024 年，受宏观经济影响，行业下游需求放缓，部分项目验收和客户采购计划延期，导致公司营业收入和毛利率下降。特别是工业检测仪器及解决方案业务，受新能源市场影响，产品需求降低，销量减少，进而

产量减少，公司的归母净利润同比下滑 67.1%至 1440.7 万元。

**2025 年公司业绩大幅改善。**2025Q1-Q3 公司业绩改善明显，实现收入 5.19 亿元，同比增长 13.84%；单 Q3 公司实现收入 2.11 亿元，同比增长 32.59%，创公司单三季度历史新高，主要系非标产品验收及市场需求增加导致收入增加所致。2025Q1-Q3 公司实现归母净利润 2,576.27 万元，大幅扭亏为盈，单 Q3 归母净利润为 2,471.57 万元，同比增长 1,033.18%，亦创下公司单三季度历史最佳水平。

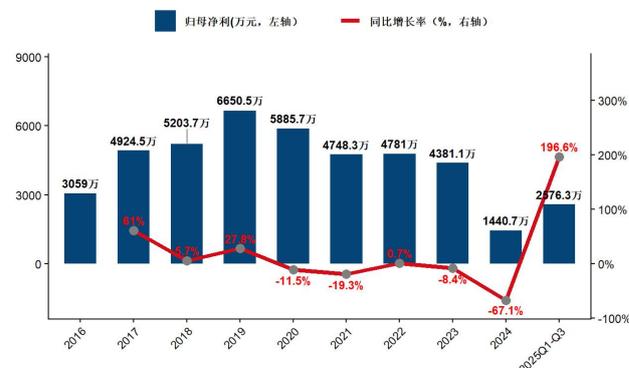
**公司营收与归母净利润季节性明显。**2023 和 2024 年公司来源于第三季度和第四季度的营业收入占全年营业收入的比例均在 60%左右，营业收入具有明显的季节性特征，系公司收入主要来源于环保在线监测仪器、检漏仪器，客户受项目立项审批、资金预算管理等影响，采购具有明显的季节性，工程建设和设备安装等主要集中在下半年尤其是第四季度，因此公司上半年收入占全年收入比重较小。

图3：2016-2025Q3 公司营业收入情况（单位：亿元）



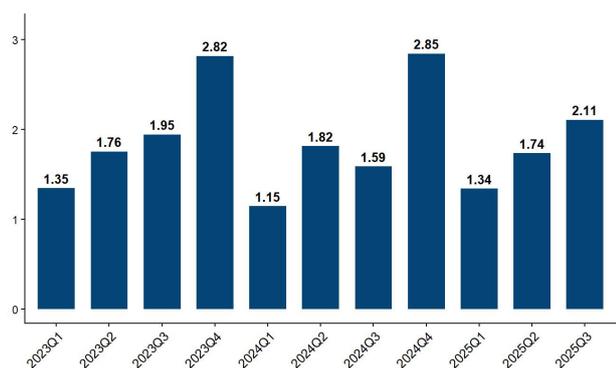
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：2016-2025Q3 公司归母净利润情况（单位：万元）



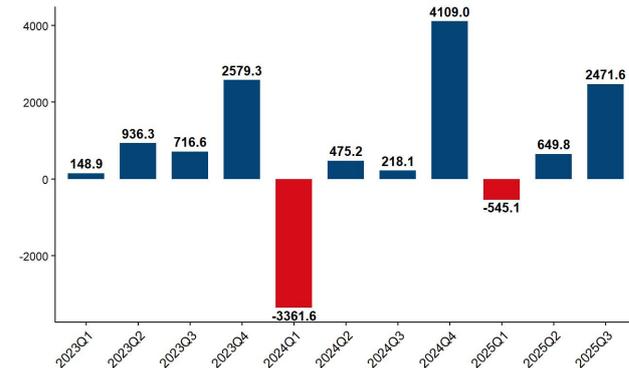
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：2023-2025Q3 公司分季度营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：2023-2025Q3 公司分季度归母净利润情况（单位：万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

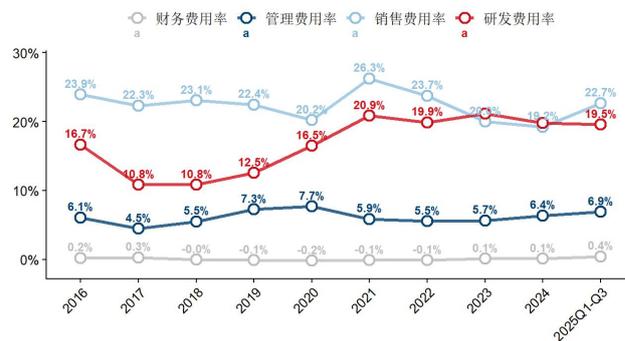
**公司销售/研发投入较高。**近年来公司处于快速扩张期，毛利率保持在 50%左右的水平，为进一步提升产品竞争力和市场竞争优势，持续加大研发投入以及市场推广力度，导致期间费用较高，对净利率有一定侵蚀，2025Q1-Q3 公司的销售/研发/管理/财务费用率分别为 22.7%/19.5%/6.9%/0.4%。但随着公司运营层面的提质增效和规模效应不断显现，公司的盈利能力改善趋势明显。

图7：2016–2025Q3 公司利润率情况（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：2016–2025Q3 公司费用率情况（单位：%）

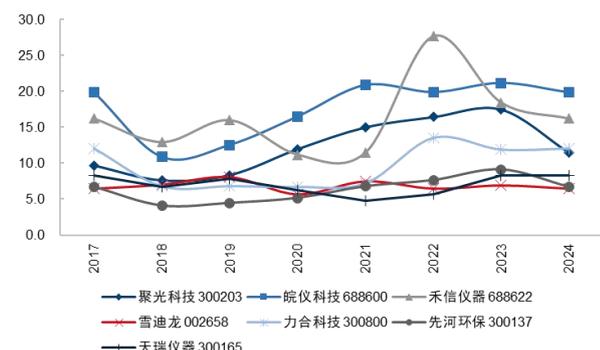


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**公司研发费用率居行业前列。**公司一直将自主研发作为核心发展战略，且公司产品涉及多个专业技术领域，综合性强，技术门槛高，掌握相关核心技术并应用于产品需要长期的技术积累及持续的研发投入，2022–2024 年，公司研发费用分别为 1.34 亿元、1.66 亿元和 1.47 亿元。2018–2024 年公司研发费用合计绝对额为 7.20 亿元，仅次于聚光科技，领先剩余一众可比公司，研发费用率亦始终保持在同行业第一梯队。

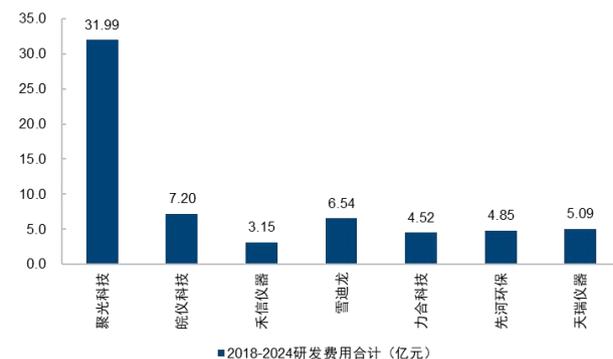
**公司研发团队以中国科学技术大学硕博为班底，在此基础上为进一步巩固、提升公司研发实力和创新能力。**截止 2025H1，公司研发人员数达 345 人，占员工总人数的 31.54%，其中：博士研究生 15 人，硕士研究生 106 人，本科生 188 人。研发人员背景覆盖物理、化学、光学、电子工程、精密仪器、工业自动化、机械设计、软件工程等专业，形成了一支在分析检测仪器的研究开发方面具有较强理论功底和丰富开发经验的研发团队。

图9：2017–2024 仪器公司研发费用率情况（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

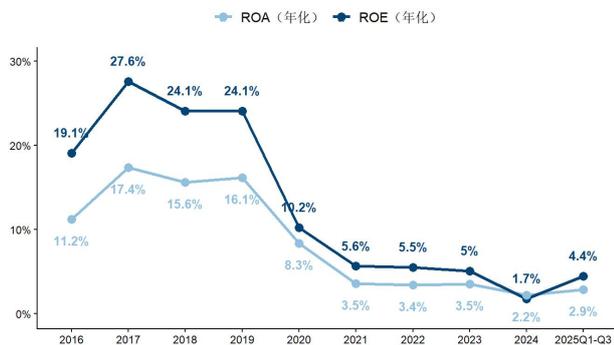
图10：2017–2024 仪器公司研发费用总和情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**公司 ROE 与 ROA 受净利率影响较大。**2020 年上市前，公司的 ROE (20%+) 与 ROA (15%+) 均维持在较高水准。2020 年后，公司的总资产周转率和权益乘数基本稳定随着各项投入的加大，公司的净利率下降显著，在一定程度上拖累了 ROE 与 ROA 表现。

图11: 2016-2024 公司 ROA&ROE 情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 2016-2024 公司杜邦分析情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司资本开支大于经营性现金流, 应收账款呈下降趋势。近年公司业务规模持续扩大, 应收账款、应收票据规模增加, 但净现比相对健康保持在 1 以上; 公司的应收账款周转率较高, 日常经营活动的资金需求能通过经营活动产生的现金流入及现有自有资金予以覆盖。

图13: 公司现金流及资本开支情况 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 公司应收账款及周转率情况 (单位: 亿元, 次)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司注重股东回报, 上市以来分红率维持 50%+。上市以来, 公司始终注重股东回报, 连续 5 年坚持现金分红, 2020-2024 现金分红金额分别为 3333.5 万/2666.8 万/2684.1 万/2574.5 万/1253.2 万。虽然 2024 年分红绝对值有所下降(主要系利润承压所致), 但分红比例由往年的 50%+ 提升至 87%, 足以彰显公司对于与股东共享发展成果的重视程度。

图15: 上市以来公司现金分红绝对值和分红比例情况

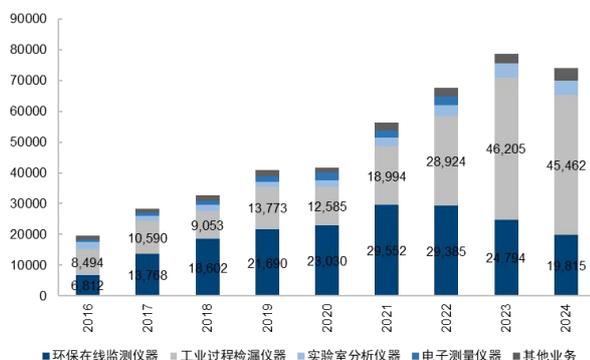


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 主营业务拆分: 工业检测板块贡献主要收入

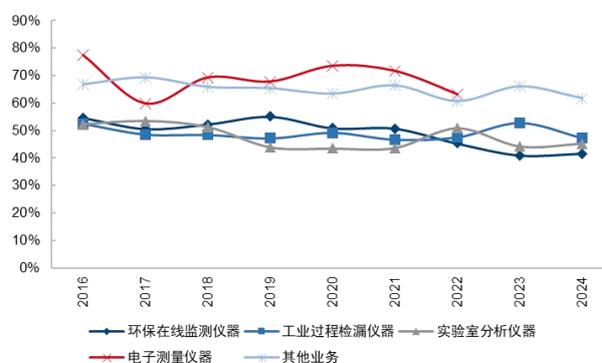
从业务细分来看, 工业检测板块是公司收入的主要来源。2018-2023年, 在线监测仪器是公司收入增长的核心动力源, 收入占比一度接近60%, 但随着中国环境相关的资本开支在“十四五”中后期增速放缓, 该板块业务收入亦呈现下滑趋势。2024年在线监测仪器板块实现收入1.98亿元, 同比下滑20%, 占营业收入的比例为27%。随着新能源等下游的需求爆发, 工业检测仪器的收入于2023年超过在线监测仪器, 成为公司收入的主要来源。2024年工业检测仪器板块实现收入4.55亿元, 同比下滑2%, 占营业收入的比例为61%。实验室分析仪器板块收入基数较低, 占营收的比例维持在5%-6%左右。公司已于2022年以1400万元的价格将主要从事频谱分析仪、监测接收机和信号发生器等产品的研发、生产与销售的白鹭电子56%股权出售, 故2023年起电子测量仪器板块不再贡献收入。

图16: 2016-2024年公司收入拆分情况(单位: 万元)



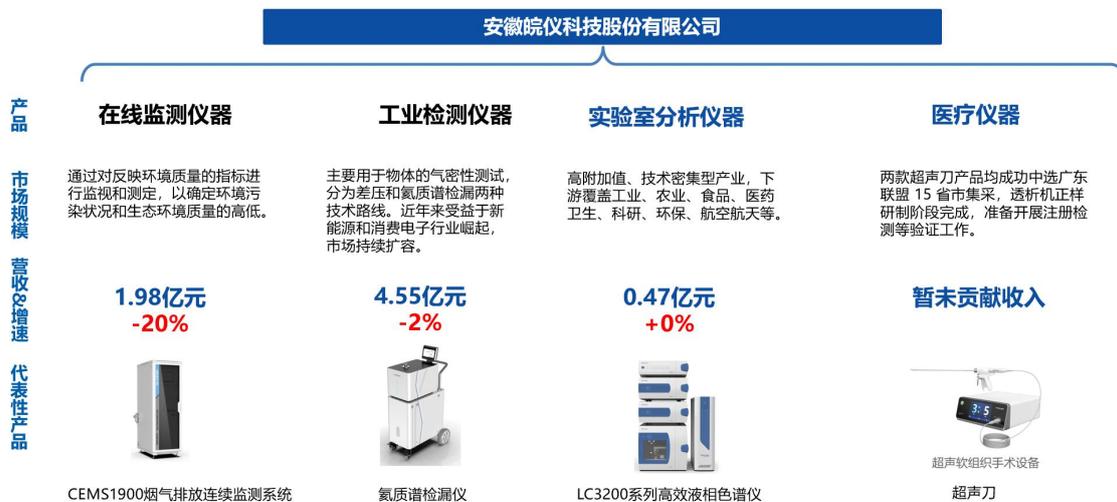
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图17: 2016-2024年公司各板块毛利率情况(单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图18: 皖仪科技主营业务拆分（以 2024 年年报为时间节点）



资料来源: 公司官网, 公司年报, 国信证券经济研究所整理

## 工业检测仪器：新能源筑基，新下游可期

### 检漏仪器下游应用场景丰富，检漏手段多种多样

在日常生产生活中，防止泄漏的需求普遍存在。如果泄露值在阈值之内，则无明显影响；一旦泄露值超过阈值，将带来不同程度的危害，小至设备无法正常运转工作，极端情况下还会引发严重事故，甚至危及生产人员生命安全。不同行业对检测气密性的需求也不尽相同，越精密的高科技产品，越需要高气密性作为保障，检漏仪器已经成为众多工业产品制造及使用过程中不可或缺的一部分。目前检漏仪器已经广泛应用于制冷、电器制造、国防科技、汽车制造、半导体制造、动力电池、通信行业、航空航天等领域，为工业过程安全提供保障。随着新能源、汽车制造、通信行业等新兴产业崛起，为检漏仪器制造业带来了更大的市场机遇。

图19: 检漏仪器下游应用场景



资料来源: 中科科仪官网, 国信证券经济研究所整理

检查泄漏的手段较为丰富，从低成本的渗透、着色探伤到使用专业的泄漏检测器在工业生产活动中均有应用。公司招股说明书将检漏技术主要归纳为三种：气泡检漏技术、差压检漏技术和氦质谱检漏技术，其中氦质谱检漏技术的优势最为突出。氦质谱检漏仪是以氦气作为示漏气体，对真空设备及密封器件的微小漏隙进行定位、定量和定性检测的专用检漏仪器。它具有性能稳定、灵敏度高、操作简便，检测迅速、检漏范围广等优点，已经成为当前生产工艺过程分析和产品性能检测的主流检漏仪器。

表3: 主流检漏技术及其优缺点

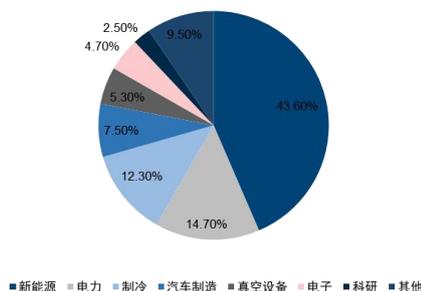
检漏技术	检漏原理	技术优点	技术缺点
气泡检漏技术	当漏孔两侧存在压差时，气体通过泄漏点从高压侧向低压侧流动，将被测件放入液体中观察气泡确定泄漏点，通过收集气体或数气泡测量漏率	操作简单，成本低廉，结构简单，观察结果直接	检测精度和效率低，人为因素影响大，无法自动定量测漏，会使工件潮湿生锈、杂质侵入，需配套繁琐后处理
差压检漏法	将相同压力的气体同时充入被测物和基准物内，使差压传感器隔板两边压力相等，通过检测隔离板两侧差压确定泄漏位置和漏率大小	操作简单，观察结果直接，检测精度有一定提升	检测总体精度和效率低
氦质谱检漏法	利用不同质荷比（m/e）的离子在磁场中受洛伦兹力不同做圆周运动半径不同的原理，分离离子并收集示踪气体，通过检测示踪气体离子计算漏率大小	灵敏有效，操作方便，检测精度高，可实现无损检测	设备成本较高

资料来源：皖仪科技招股说明书，国信证券经济研究所整理

## 动力电池装车快速增长带动检漏仪器销量提升

**新能源逐渐成为检漏仪器最主要的下游。**由于锂金属的化学特性非常活泼，使得锂金属的加工、保存、使用对环境要求非常高。锂电池主要是外壳焊接处需要检漏，如果锂电池里面的电解液因为外壳的不密封性而泄露出来可与潮湿环境产生剧烈反应，不仅对环境和人员造成严重的危害，同时影响设备使用寿命，所以锂电池在组装和密封（圆柱形及棱柱形单元通过焊接）环节，需要进行泄漏测试。据华经情报网数据，新能源行业占比为 43.6%，其次为电力行业和制冷行业，市场需求占比分别为 14.7%、12.3%。

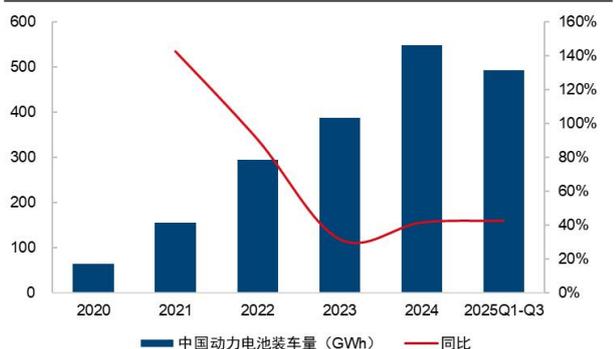
图20: 2022 年检漏仪器下游行业占比



资料来源: 华经情报网, 国信证券经济研究所整理

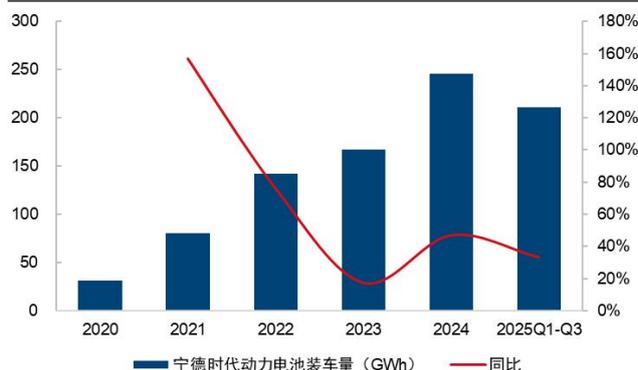
**动力电池装车快速增长带动检漏仪器销量提升。**2019 年以来, 我国动力电池装车量逐年高增, 与全面而精密的泄漏检测仪器的推广密不可分, 二者相互促进, 检漏仪器为动力电池的安全性、高品质保驾护航, 而新能源行业的繁荣则继续带动检漏仪器行业的需求高增。历经 5 年发展, 中国动力电池装车量由 2020 年的 63.64GWh 增长至 2024 年的 548.4GWh, 复合增长率高达 53.85%; 而同一时期, 公司的检漏仪业务收入由 1.06 亿增长至 4.55 亿, 复合增长率 33.8%。

图21: 2020-2025Q3 中国动力电池装车量 (单位: GWh)



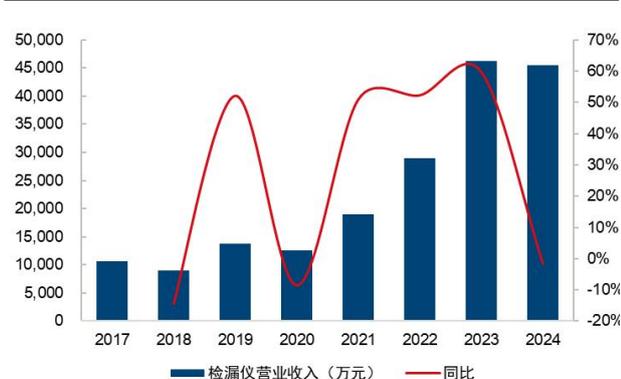
资料来源: Wind, 中汽协, 国信证券经济研究所整理

图22: 2020-2025Q3 宁德时代动力电池装车量 (单位: GWh)



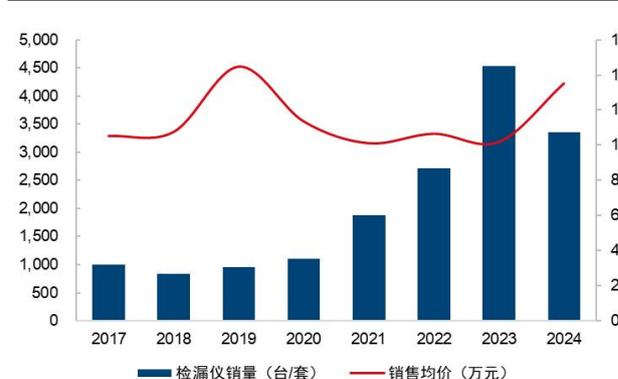
资料来源: Wind, 中汽协, 国信证券经济研究所整理

图23: 2017-2024 公司工业检漏仪器业务收入情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图24: 2017-2024 公司工业检漏仪器销量及销售均价情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司检漏产品获多家锂电巨头认可。公司自成立后就开始研发检漏仪器并于 2005 年正式销售，2007 年研发并开始销售真空箱检漏回收系统，拓展检漏仪器产品线，历经多年耕耘，公司的检漏仪产品已经获得了包括 CATL、ATL、华为、比亚迪、国轩高科、中航锂电等各领域巨头企业的认可。公司产品的最小可检漏率可达  $5 \times 10^{-13} \text{Pa} \cdot \text{m}^3/\text{s}$ ，与海外竞争对手德国英福康持平。

表4: 不同厂商检漏仪核心参数对比

指标项	皖仪科技 SFJ-261	德国英福康 UL1000	中科科仪 ZQJ-3000
最大允许检漏压力 (Pa)	1500	1500	1800
最小可检漏率 ( $\text{Pa} \cdot \text{m}^3/\text{s}$ )	$5.0 \times 10^{-13}$	$5.0 \times 10^{-13}$	$5.0 \times 10^{-13}$

资料来源：皖仪科技招股说明书，国信证券经济研究所整理

**新能源行业—纽扣电池密封性检测解决方案：**适用于对圆柱钢壳锂电池成品气密性进行检测。人工将整摞放有电池的托盘放到上料区域后，然后将单个托盘输送到压氮工位，放到压氮箱内进行压氮，然后机械手抓取托盘放到压氮下料工位，压氮过的电池经过吹扫静置后流到检测工位，扫电芯二维码后，上料到真空箱中抽真空进行氮质谱气密性检测，VOC 检测后判断出被检电池的合格与 NG，合格工件放回料盒，料盒随线体流出；NG 料人工到手动设备重新检查具体 NG 料。

**新能源行业—电池盖板密封性检测解决方案：**用于电池及电池盖板进行干式检漏。系统采用 PLC 控制，从检漏开始到检漏结果显示均为自动化控制，依据客户工件专门设计的检漏氮罩工装。先对被检工件抽空到指定真空度，然后设备向氮罩内喷氮，应用喷氮法进行氮质谱气密性检测，通过该装置判断出被检工件中的合格与不合格。

图25: 公司应用于锂电、氢能和汽车行业的检漏系统示意图



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

## 核聚变&液冷应用打开全新成长空间

核聚变是未来能源的重要方向，真空测量技术是其关键环节之一。氮质谱检漏仪在核聚变装置的全生命周期中贯穿多个关键阶段，其核心作用是精准定位装置中微小泄漏点（漏率要求通常  $\leq 10^{-12} \text{Pa} \cdot \text{m}^3/\text{s}$ ），保障核聚变反应所需的极端真空条件（通常需达到  $10^{-5} \sim 10^{-8} \text{Pa}$ ），避免杂质气体干扰等离子体约束或损坏关键

部件。

表5: 氦质谱检漏仪在核聚变装置中的应用流程图

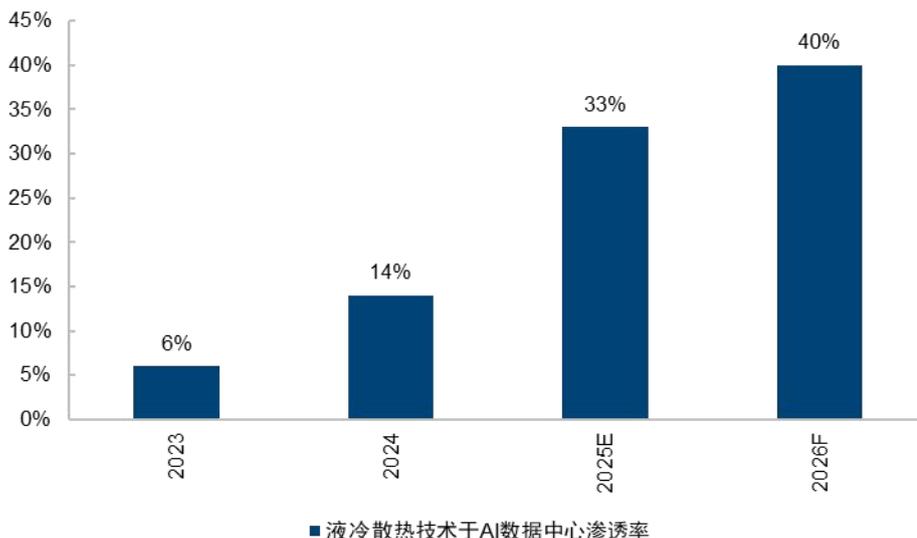
应用阶段	检测对象	检测方法	设备要求(氦质谱检漏仪)	合格标准
安装调试阶段	真空室本体(焊缝、法兰、观察窗)	喷氦法(逐点喷氦, 实时监测漏率)	最小可检漏率 $\leq 5 \times 10^{-13} \text{Pa} \cdot \text{m}^3/\text{s}$ ; 抗磁探头(钛合金材质)	漏率 $\leq 10^{-12} \text{Pa} \cdot \text{m}^3/\text{s}$
	超导磁体杜瓦(夹层、电流引线接口、冷却管道)	吸氦法(杜瓦夹层抽真空后充氦, 外部吸口检测)	高温吸嘴(耐 $200^\circ\text{C}$ 以上); 多通道数据记录	漏率 $\leq 5 \times 10^{-13} \text{Pa} \cdot \text{m}^3/\text{s}$
	等离子体加热系统(射频天线套管、中性束注入器管道)	氦罩法(密封罩包裹可疑部位充氦, 监测漏率峰值)	机械臂搭载吸嘴(适配复杂结构)	漏率 $\leq 1 \times 10^{-12} \text{Pa} \cdot \text{m}^3/\text{s}$
运行前验证阶段	真空室整体保压	关闭真空泵后, 持续监测真空度变化+氦质谱检漏	长时监测模块(连续运行 $\geq 24\text{h}$ )	真空度上升速率 $\leq 1 \times 10^{-9} \text{Pa}/\text{s}$ ; 无氦气泄漏信号
维护检修阶段	拆装部件(诊断窗口、磁体引线接口等)	真空吸嘴法(贴近接口缝隙精准检测)	便携式检漏仪(响应时间 $\leq 1\text{s}$ )	漏率 $\leq 5 \times 10^{-13} \text{Pa} \cdot \text{m}^3/\text{s}$
	长期运行后焊缝/密封件复检	喷氦法+自动化扫描(机械臂沿焊缝扫描)	软件集成漏点定位系统	漏率 $\leq 1 \times 10^{-12} \text{Pa} \cdot \text{m}^3/\text{s}$

资料来源: 核工业西南物理研究所《氦质谱检漏技术在托卡马克装置中的应用进展》、中国科学院合肥物质科学研究院《超导磁体杜瓦真空检漏工艺优化》, 国信证券经济研究所整理

**与合肥综合性国家科学中心能源研究院合作拓展检漏仪新下游。**2025年6月23日, 皖仪科技公告称, 公司与合肥综合性国家科学中心能源研究院签署《联合实验室共建协议》, 双方将联合建立和运作“核聚变关键真空测量设备研发联合实验室”, 以推动国内真空技术及真空装备产业发展。联合实验室研究方向包括: 开展氦兼容检漏仪技术研究, 攻克检漏仪中密封件等关键部件的氦兼容问题。研发富氦环境下真空检漏技术。共同开发抗中子辐照、抗电磁干扰的真空测量设备。本次合作有助于公司拓展检漏仪的下游应用范围, 为该业务打开全新成长空间。

**气密性检测是决定 AI 液冷系统可靠性的核心工序。**根据 TrendForce 集邦咨询最新研究, AI 数据中心液冷渗透率预计将从 2024 年的 14% 飙升至 2025 年的 33%, 并于未来数年持续成长。面对暴涨的需求, 传统检测方法在精度和效率上都难以满足 AI 液冷的苛刻要求。冷却液多为导电液体, 一旦泄漏可能导致电路短路, 引发火灾或设备瘫痪。一旦数据中心因微小泄漏未及时发现, 最终导致整机柜服务器烧毁, 损失最终甚至会超过千万。随着 AI 算力密度持续攀升, 液冷技术将成为数据中心的标配, 而气密性检测将从配套环节升级为决定系统可靠性的核心工序, 氦质谱检漏仪的需求也有望增加。

图26: 液冷散热技术于 AI 数据中心的渗透率情况



资料来源: TrendForce 集邦咨询, 国信证券经济研究所整理

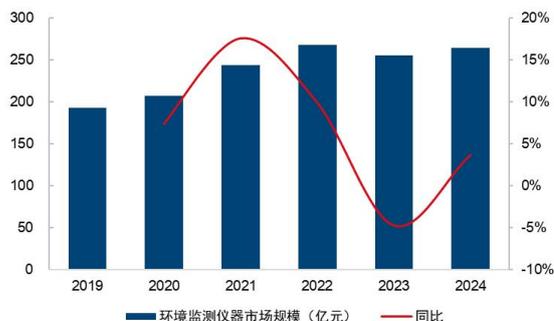
## 在线监测仪器：“十五五”政策东风将至

### 环境监测仪器行业市场空间超 250 亿元

环境监测是指环境监测机构对生态环境质量状况进行监视和测定的活动。环境监测是通过对反映环境质量的指标进行监视和测定, 以确定环境污染状况和生态环境质量的高低。环境监测是科学管理环境 and 环境执法监督的基础, 是环境保护必不可少的基础性工作。从业务角度看, 可以分为仪器仪表制造、系统集成和后期运维服务。

**政策带动行业规模扩容。**近年来, 环境测政策扶持力度持续加码, 国家先后出台多项政策推动大气、水质、土壤环境污染治理及环境监测网络建设, 带动环境监测仪器市场需求持续增长。依据上海仪器仪表协会和前瞻产业研究院的统计, 2024 年环境监测仪器的市场规模约为 264.73 亿元, 同比增长 3.7%。

图27: 2019-2024 环境监测仪器行业市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 上海仪器仪表协会、前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

表6: 环境监测仪器行业政策梳理

时间	政策名称/文件	发布单位	核心内容	对环境监测仪器行业的影响
2020年3月	《关于推进生态环境监测体系与监测能力现代化的若干意见》	生态环境部	提出2025年前区县监测机构具备执法监测和应急监测能力,鼓励省级制定基层能力评估标准。	推动基层监测设备采购与升级,市场需求扩容。
2021年1月	《关于优化生态环境保护执法方式提高执法效能的指导意见》	生态环境部	要求市、县两级建立执法与监测联合机制,执法监测经费纳入预算。	强化执法监测设备需求,推动政企合作。
2022年1月	《“十四五”生态环境监测规划》	生态环境部	提出“一张网”智慧感知、碳监测评估试点、PM2.5与臭氧协同控制监测等任务。	明确行业技术发展方向,推动高端仪器(如VOCs、碳监测设备)研发与应用。
2024年7月	《关于节能节水、环境保护、安全生产专用设备数字化智能化改造企业所得税政策的公告》	财政部、税务总局	2024-2027年,企业设备数字化改造投入不超过原计税基础50%的部分,可按10%抵免企业所得税。	降低企业设备升级成本,加速智能化监测仪器普及。
2024年8月	《关于进一步强化碳达峰碳中和标准计量体系建设行动方案(2024—2025年)》	国家发改委	2025年底前研制20项碳计量标准,制定50项国家计量技术规范,推动碳监测设备检定校准标准化。	规范碳监测市场,提升设备精度与可信度。
2025年4月	《关于开展2025年国家鼓励发展的重大环保技术装备推荐工作的通知》	工信部、生态环境部	将环境监测专用仪器仪表纳入推荐范围,支持大气、水、土壤、温室气体监测设备研发与推广。	推动国产高端监测设备技术突破与产业化。
2025年8月	《关于推进绿色低碳转型加强全国碳市场建设的意见》	中共中央办公厅、国务院办公厅	鼓励钢铁等行业应用CO <sub>2</sub> 自动监测设备,建立月度存证制度,推动碳监测数据精准化。	催生碳排放在线监测设备市场,促进设备稳定性与数据合规性提升。
2025年11月	《生态环境监测条例》	国务院	明确要求排污单位等企事业单位承担主体责任,必须制定监测方案,对其排放的污染物以及温室气体进行监测。特别强调,主要监测点位需安装视频监控设备,并对监测数据的真实性和准确性负责。	增加环境监测设备的采购需求

资料来源:各政府网站,国信证券经济研究所整理

2025年10月28日发布的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》明确指出要持续深入推进污染防治攻坚和生态系统优化。坚持环保为民,全面落实精准科学依法治污,更加注重源头治理,强化减污降碳协同、多污染物控制协同、区域治理协同,深入打好蓝天、碧水、净土保卫战。加快落实以排污许可制为核心的固定污染源监管制度。实施固体废物综合治理行动。加强环境风险防控,深入推进新污染物治理。完善生态环境标准、监测、评价和考核制度。环境监测仪器行业有望进一步受益。

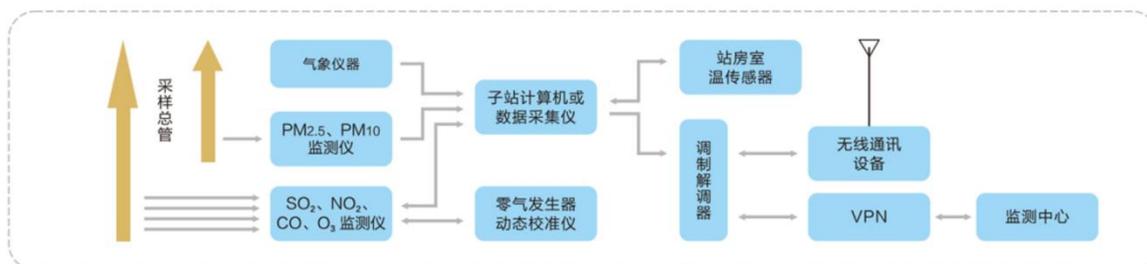
## “天、地、空”一体化的综合监测解决方案

公司的在线监测仪器及解决方案业务，主要产品包括环境在线监测仪器和工业过程在线监测仪器等，产品主要应用于环保、石化化工、钢铁冶金等领域。在智慧环境方面，以在线监测仪器及设备为基础，形成了覆盖环境空气网格化管控、园区智慧环保、环境空气质量、温室气体、饮用水源地水质、河流断面水质、地下水水质、工业和化工园区、钢铁和水泥行业超低排放等“天、地、空”一体化的综合监测解决方案。

**环境空气监测系列产品：**公司空气质量连续自动监测系统包括采样装置、分析仪表、质控设备、气象系统，子站数采软件、中心服务器等。系统具有高灵敏度、技术成熟、稳定性好、维护量小等优点。可对环境空气质量进行 24h 连续监测，能实时监测环境空气中的二氧化硫、氮氧化物、一氧化碳、臭氧等气态因子，颗粒物 PM10, PM2.5，气象五参数等，实时连续地反映区域的空气质量状况。

**火电行业解决方案：**一是有组织排放监测系统，在烟囱等排气筒安装高精度 CEMS 设备，对二氧化硫、氮氧化物、颗粒物等污染物浓度实时监测，还包括烟气流量、温度、压力等参数测量。二是无组织排放监测网络，在厂界及厂区内关键区域设置粉尘、氨等污染物监测点，采用激光、传感器等技术手段，结合气象参数监测仪，分析无组织排放扩散情况。三是数据采集与传输系统，将各类监测数据汇总、整理，通过有线或无线方式传输至统一的数据平台。四是数据分析与管理平台，对数据进行存储、分析、处理，实现可视化展示、超标预警、报表生成等功能，为火电企业环保管理、设备运维及监管部门执法提供有力支撑。

图28: 公司 AQ7000 型空气质量连续自动监测系统构成



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

**环境水质监测系列产品：**在水质监测领域，公司自主研发的环境水质在线监测仪可对水质中的 COD、氨氮、总磷、总氮及水质重金属参数进行连续自动监测，并将采集的数据自动传送至环保信息中心，实现环保信息中心对自动监测站的远程监控。有利于全面、科学、真实地反映各监测点的水质情况，帮助终端客户及时、准确地掌握水质状况和动态变化。环境水质监测系列产品可广泛应用于化工、造纸、冶炼、制药、食品、酿造等工业废水监测及市政污水处理、江河湖泊等地表水在线监测。

图29: 公司 WS1503s 型氨氮水质在线自动监测仪示意图



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图30: 公司 WMS1800 型水质自动监测站示意图

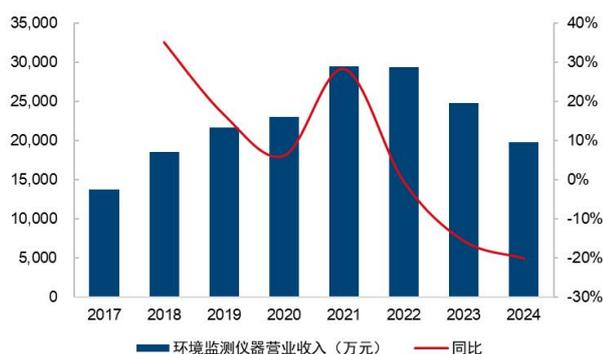


资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

**地表水监测解决方案:** 以在线自动分析仪器为核心, 运用自动测量技术、自动控制技术、现代传感器技术、通讯网络技术、计算机应用技术等构成的综合性水质自动监测体系。主要由采配水单元、仪器分析测试单元、数据管理控制单元、质量控制单元和辅助系统组成。可以实现对地表水进行实时连续监测, 及时掌握水质状况和水质变化趋势。在水污染治理成效的考核评估及全面评价地表水环境质量状况中发挥重要作用。

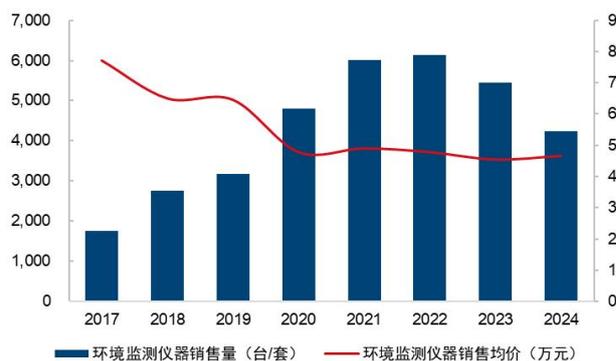
**在线监测仪器业务短期承压。** 由于宏观经济原因, 疫情结束后政府/企业客户资金均紧张, 采购意愿有所下降, 近两年公司环境监测仪器业务的收入、销量以及销售均价均呈现下滑趋势。但考虑到十五五规划出台在即, 监测因子的精细化和监测精度的提升是行业未来发展的主要动力, 我们认为监测因子的精细化(覆盖二氧化硫、氮氧化物、颗粒物、VOCs、二氧化碳、甲烷、化学需氧量、氨氮、总磷、总氮、重金属)和监测精度的提升有望带动相关环境监测仪器的销量, 该业务或将重回增长轨道。

图31: 2017-2024 公司环境监测仪器业务收入情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图32: 2017-2024 公司环境监测仪器销量及销售均价情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 实验室分析仪器：大国崛起下的黄金赛道

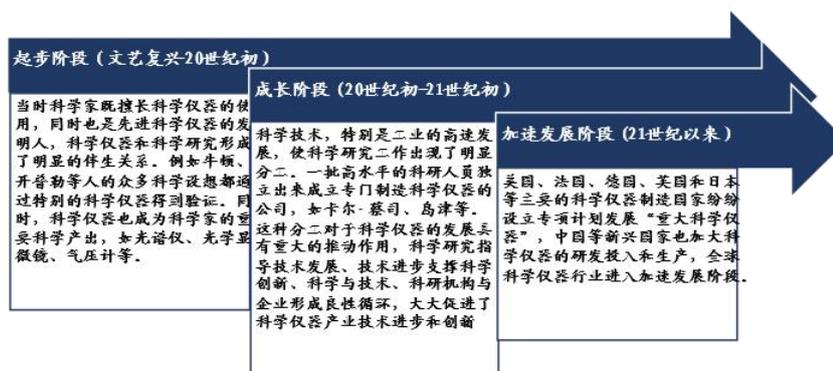
科学仪器是科技进步的重要前提和基础保障

科学仪器是用以检出、测量、观察、计算各种物理量、物质成分、物性参数等的器具或设备。仪器能改善、扩展或补充人的官能。人们用感觉器官去视、听、尝、摸外部事物，而显微镜、望远镜、声级计、酸度计、高温计、真空离心浓缩仪等可以改善和扩展人的这些官能；另外，有些仪器如磁强计、射线计数计等可感受和测量到人的感觉器官所不能感受到的物理量。

科学仪器是催生科技创新的重要要素。全球科学仪器的发展可以追溯到文艺复兴时期，当时科学家既擅长科学仪器的使用，同时也是先进科学仪器的发明人，科学仪器和科学研究形成了明显的伴生关系。人类发展史上任何一次大的飞跃都是基于工具的巨大创新和根本变革驱动的，作为“工具”的科学仪器的发展和往往往往是催生科技创新的重要要素。著名科学家王大珩先生指出，“机器是改造世界的工具，仪器是认识世界的工具”。仪器是工业生产的“倍增器”，是科学研究的“先行官”，是军事上的“战斗力”，是现代社会活动的“物化法官”。科研创新离不开科学仪器的发展，据统计，到2017年，诺贝尔自然科学奖项中，因发明科学仪器而直接获奖的项目占11%，并且72%的物理学家、81%的化学家、95%的生物医学奖都是借助各种尖端的科学仪器来完成的。

科学仪器行业产业化起步与20世纪。进入20世纪，科学技术特别是工业的高速发展使得科学研究工作出现了明显分工，一批高水平的科研人员独立出来成立专门制造科学仪器的公司。21世纪以来，美国、法国、德国、英国和日本等主要的科学仪器制造国家纷纷设立专项计划发展“重大科学仪器”，与此同时，中国、韩国等新兴国家加快科学仪器研发生产，全球科学仪器行业进入加速发展阶段。

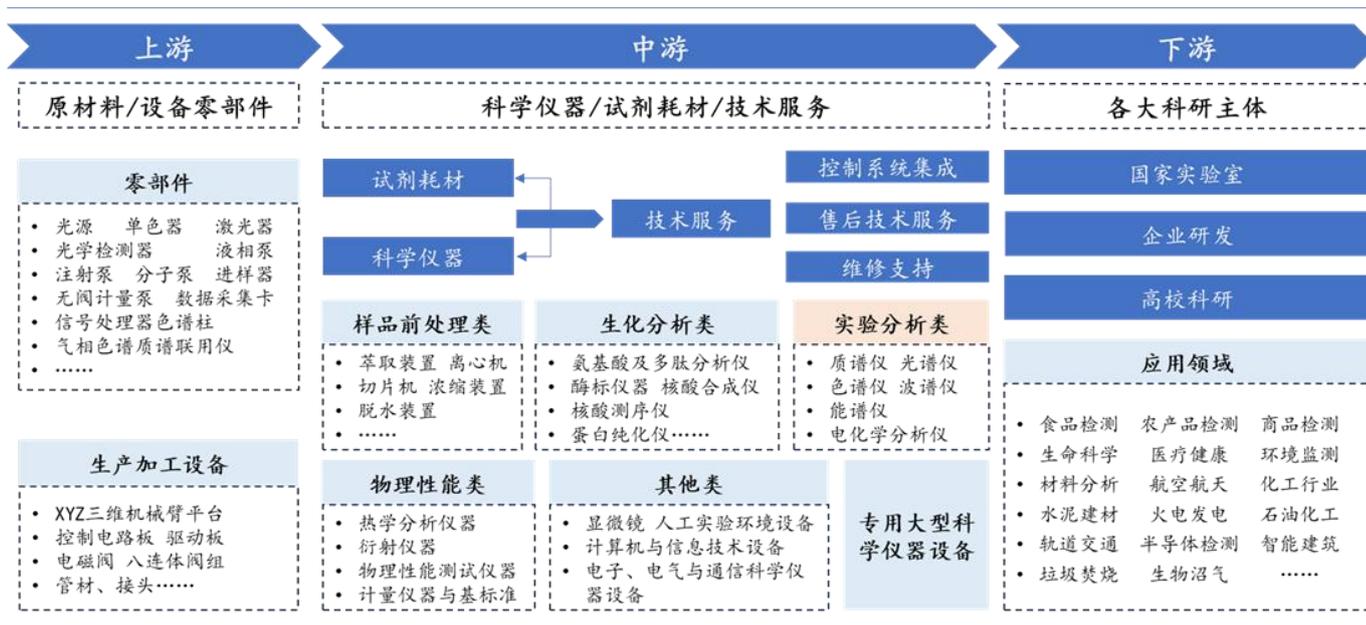
图33: 全球科学仪器行业发展的三个阶段



资料来源：上海仪器仪表行业协会，国信证券经济研究所整理

科学仪器产业链是一个涵盖多个环节的复杂系统，主要包括原材料/设备零部件供应、设备制造、销售与服务、以及最终的应用领域。科学仪器可划分为生命科学实验仪器、表面科学仪器、通用分析仪器、实验室设备等。上游主要是各类原材料供应商，海外企业占据主导地位；中游主要是科学仪器设备、试剂耗材、技术服务提供商，技术壁垒高筑，国产化率低；下游应用涉及新型材料研究、新能源、生命科学、医疗健康、航天和海洋探测、环境保护、食品安全等领域。

图34: 科学仪器产业链图谱



资料来源：前瞻产业研究院、莱伯泰科招股书、禾信仪器招股书、陈志辉《科技平台大型科学仪器设备分类与代码》，国信证券经济研究所整理

### 市场空间：2022 年国内市场规模突破 90 亿美金，全球第三

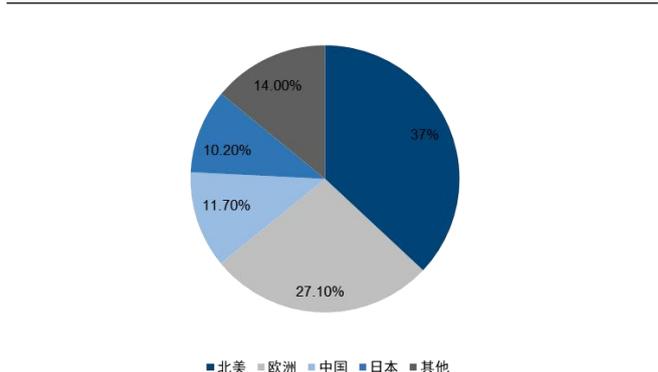
2022 年全球科学仪器市场规模接近 750 亿美金，美国、欧盟和中国是主要消费市场。根据 SDI 数据，全球科学仪器行业的市场规模有 2015 年的 514 亿美金增长至 2022 年的 747 亿美金，复合增长率 5.49%。从区域分布来看，北美、欧洲、中国和日本是主要市场。北美市场份额排名全球第一，占比 37%；其次为欧洲，占比 27.1%；中国市场容量排在全球第三，占比 11.7%；日本排在全球第四，占比 10.2%。

图35: 2015-2022 全球科学仪器市场规模情况



资料来源：SDI，国信证券经济研究所整理

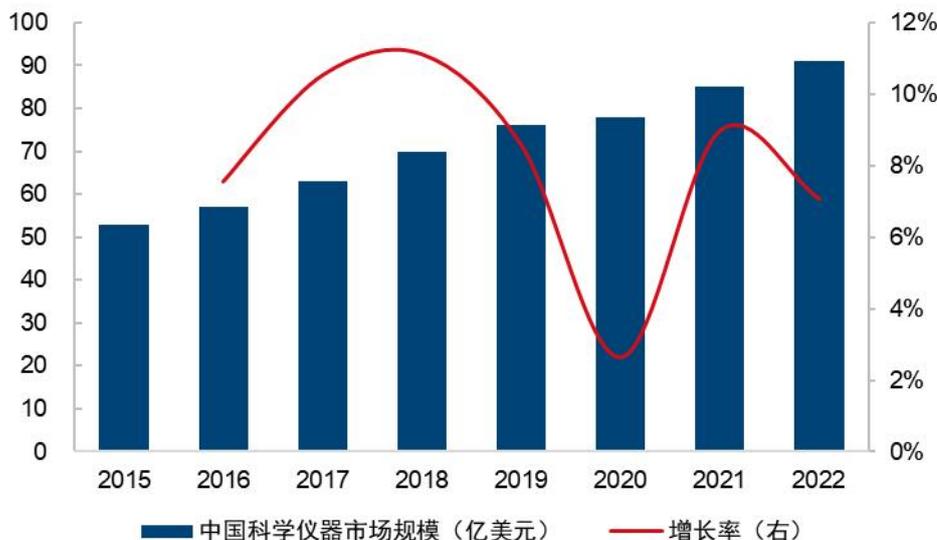
图36: 全球各区域科学仪器市场规模占比情况



资料来源：SDI，国信证券经济研究所整理

2022 年中国科学仪器行业市场规模 91 亿美元，复合增速高于全球水平。根据 SDI 数据，中国科学仪器的市场规模由 2015 年的 53 亿美元增长至 2022 年的 91 亿美元，复合增长率 8.03%，明显高于全球增速。

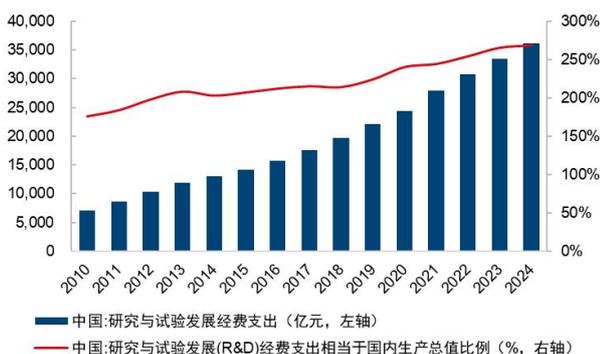
图37: 2015-2022 中国科学仪器市场规模情况



资料来源: SDI, 国信证券经济研究所整理

**中国科学仪器市场规模仍有一定提升空间。**科学仪器行业的市场规模与国家的R&D经费投入密切相关。2010年中国研究与试验发展(R&D)经费支出为7063亿元,占GDP比重为1.76%。而2024年中国研究与试验发展(R&D)经费支出已达到3.61万亿元,较去年同期增长8.08%,占GDP的比重也上升到2.68%,但仍低于以色列(5.8%)、韩国(4.9%)和美国(3.5%)等发达国家水平。因此我们预计中国的研究与试验发展(R&D)经费支出占仍有一定提升空间,从而带动科学仪器行业市场规模进一步扩张。

图38: 2010-2024 中国 R&D 经费及占 GDP 比重情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图39: 主要发达国家 R&D 经费占 GDP 比重 (2021)



资料来源: OECD, 国信证券经济研究所整理

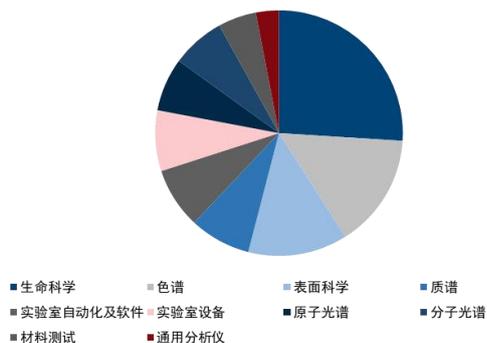
### 技术水平: 高端仪器壁垒较高, 国产化率极低

质谱、色谱和光谱是三大最主要的科学仪器。从全球实验分析仪器细分领域看,生命科学、色谱两个领域占比最多,分别占总市场规模的26%和15%。色谱、质谱、光谱仪占总市场规模的37%。

我国仪器设备长期处于贸易逆差状态。根据中国海关总署的统计数据显示,2017

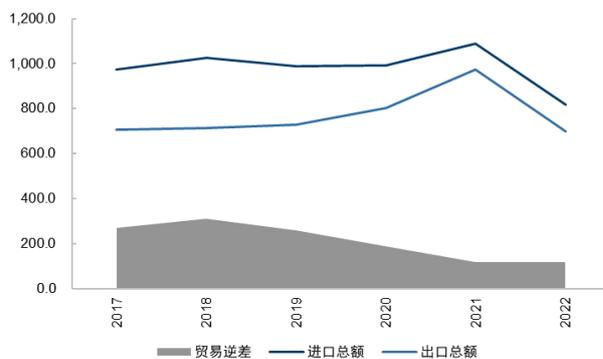
年以来，我国仪器设备<sup>1</sup>的进口总额维持在 800-1100 亿美元左右，而出口额则在 700-1000 亿美元左右，常年存在百亿美元级别的贸易逆差，逆差最高的 2018 年达到 311 亿美元，最低的 2022 年也有 118 亿美元。每年接近千亿级别人民币体量的贸易逆差从侧面说明我国仪器仪表行业还存在较大的发展空间。

图40: 实验分析仪器分产品市场份额（按金额）



资料来源：SDI，国信证券经济研究所整理

图41: 2017-2022 我国仪器行业贸易逆差情况（亿美元）



资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

**大部分高端仪器的国产渗透率不足 1.5%。**根据相关部门统计，2016 至 2019 年间，采购的 200 万元以上的科学仪器中，质谱仪、X 射线类仪器、光学色谱仪、光学显微镜等的国产设备比例不足 1.50%，其中，3 年间，没有采购一台高端国产光学显微镜。天文领域设备的国产化率最高，但也仅有 22%。根据重大科研基础设施和大型科研仪器国家网络管理平台，我国大型科学仪器的进口率整体超过 70%，其中分析仪器更是高达 84%。在分析仪器中，质谱仪器的进口率达 90%，在各类科学仪器中属于国产化程度最低的一类。

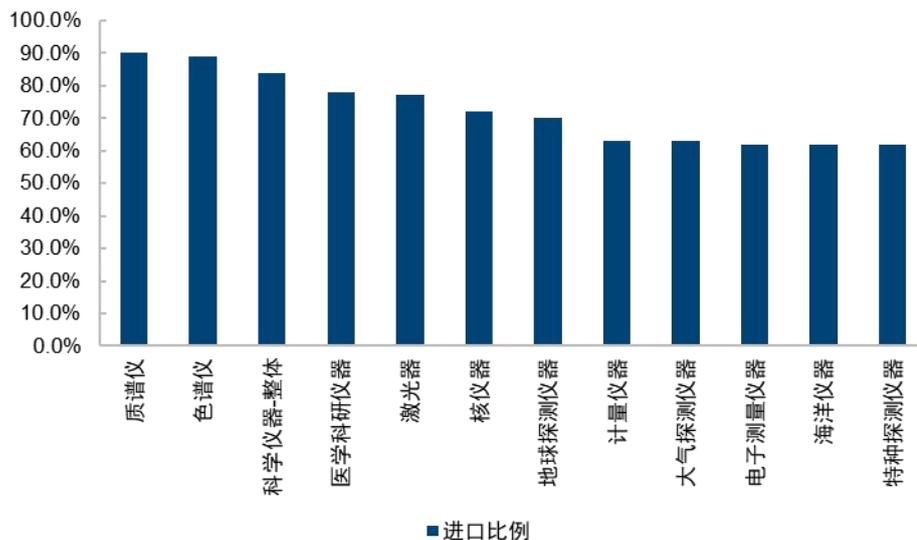
表7: 发改委部分 200 万元以上科学仪器采购数据统计

大分类	细分类	台套数	国产设备比例
真空电子学	质谱类	767	1.19%
	电子显微镜	226	4.42%
	X 射线类仪器	134	1.49%
波谱仪	波谱仪	107	3.74%
	光学显微镜	26	0
光学仪器	光谱-色谱	415	0.24%
	光学测量	237	0.42%
微电子	微电子	26	3.85%
	电学测量	152	1.32%
生物类	生物分子学	79	3.80%
	细胞分析	105	8.57%
	生物组织	202	0.99%
地学	天文	18	22.22%
	海洋	250	1.60%
	大气	63	1.59%
	地质地理	162	5.56%
其他	声学-机械-加工平台等	115	10.43%

资料来源：第一财经，国信证券经济研究所整理

<sup>1</sup>注：中国仪器设备对外贸易状况数据采用的是中国海关总署发布的第十八类中的 90 章：光学、照相、电影、计量、检验、医疗或外科用仪器及设备、精密仪器及设备；上述物品的零件、附件。

图42: 主要科学仪器进口比例情况



资料来源：重大科研基础设施和大型科研仪器国家网络管理平台、前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

### 产品矩阵：质谱+色谱布局日趋完善

**公司实验室分析仪器及解决方案业务，主要产品包括液相色谱仪、离子色谱仪、三重四级杆液质联用系统、四极杆飞行时间液相色谱质谱联用仪以及各类质谱仪。**产品主要应用于生命科学、医疗、疾控、食品检测、制药企业、第三方检测机构等领域。在智慧实验室方面，持续加大产品开发力度，拓展产品应用领域，为医药、疾控、环境、食品、农业等行业客户提供专业化的产品和综合解决方案。

**高效液相色谱：**公司自主研发的高效液相色谱仪由高压恒流泵、进样器、检测器、柱温箱等部分组成，主要用于分离分析沸点高、热稳定性差、有生理活性及相对分子量比较大的物质，具有高压、高速、高效、高灵敏度和高选择性等特点。公司生产的高效液相色谱仪最高工作压力可达到 42MPa，流量精密度可达到 RSD < 0.05%，基线噪声  $\leq 0.25 \times 10^{-5}$  AU，基线漂移  $\leq 1 \times 10^{-4}$  AU/h，产品性能与质量水平与竞争对手 Waters2695、安捷伦 1260、赛默飞 U3000、岛津 LC-20A 和天瑞仪器 LC-310 相当。产品采用分体式设计，配备了完善的系统监测功能，根据配置不同，目前已推出多类产品，能够满足客户的检测需求，产品主要应用于制药企业、第三方检测机构。LC3600 系列超高效液相色谱仪采用直线电机泵，最高耐压 125MPa，配置针在流路自动进样器，实现无损进样，交叉污染小。液芯波导流通池技术获得日本、美国 PCT 国际专利证书。超高效柱温箱带主动预热功能，升温速率快，带来绝佳的检测效果。仪器可灵活配置本司 UV、ELSD、FLD、DAD、RID 等检测器，满足不同行业客户的检测需求。

图43: 公司 LC3500 旗舰超高效/高效液相色谱系列示意图



LC3500旗舰超高效/高效液相色谱系列

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图44: 公司 LC3400 系列超快速液相色谱仪示意图



LC3400系列超快速液相色谱仪

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

**离子色谱:** 公司自主研发的离子色谱仪主要用于微量、痕量的阴、阳离子分析及基体复杂样品的自动前处理。产品采用一体化外观设计, 配备全系统高精控温, 内置柱温箱, 具有性能可靠、结果准确、易学易用、价格实惠等特点。根据配置功能不同, 公司目前已推出多系列产品, 能够满足客户的水质检测、食品检测等领域检测需求。IC6600 系列多功能离子色谱仪是皖仪科技结合全面应用场景推出的高端离子色谱系统, 全新的模块化设计, 具有极大的灵活性, 功能更全面, 操作更简便。可通过配置电导检测器、安培检测器、紫外检测器, 实现对常规阴、阳离子及氰根、碘离子、糖、小分子有机酸、六价铬(铬酸雾)、过渡金属等所有与离子色谱相关项目的检测。安培和电导检测器的插拔式设计可实现其自由切换。一机多能, 满足客户常规检测的同时, 可升级柱后衍生, 在线富集、在线基体消除等功能, 其完美卓越的性能将色谱分析带入一个新的更高境界。高灵活系统, 能应对潜在的挑战以及高级应用场景, 提高了工作效率, 扩展了工作能力、提升了色谱性能。

图45: 公司 IC6600 系列多功能离子色谱仪



IC6600系列多功能离子色谱仪

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图46: 公司 IC6300 系列智能离子色谱仪



IC6300系列智能离子色谱仪

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

**质谱:** 公司基于数十年的技术积累, 历时三年的产品打磨, 重磅推出 LCMS-TQ9200 液相色谱串联质谱系统。该系统由公司自主研发 LC3600 超高效色谱仪和 TQ9200 三重四极杆质谱仪组成, 运用超高压直线电机泵、超高压针在流路无损进样、主

动预热技术的柱温箱、高稳定度电喷雾离子源、高耐用性真空接口、高效离子传输透镜、串联四极杆高稳定驱动等核心技术，实现稳定、灵敏、耐用的产品性能。LCMS-TQ9200 能够在复杂的样品条件下保持优秀的定量分析能力，为科学研究、食品安全、生物医药、公共安全、环境保护临床诊断等各个领域的分析检测提供强大助力。

图47: 公司 LCMS-TQ9200 液相色谱串联质谱系统示意图



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

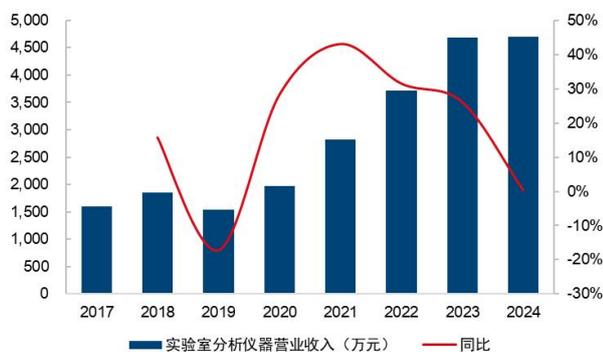
图48: 公司 GM6100 系列气相色谱质谱联用仪示意图



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

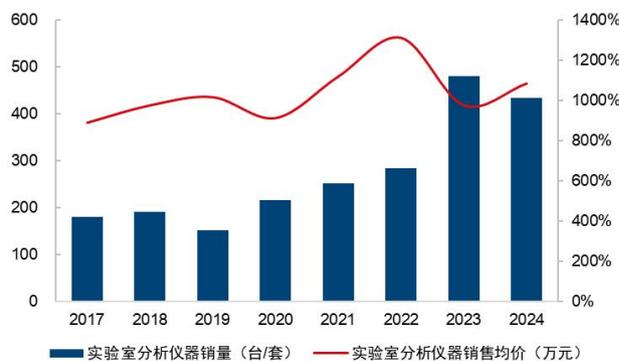
**产品矩阵完善+政策扶持加速国产替代。**我国历来对科学仪器国产化十分重视出台了多项科学仪器行业的支持政策，再叠加公司高研发投入的成果逐渐显现，公司的实验室分析仪器业务收入由 2020 年的 1971 万增长至 2024 年的 4707 万，复合增长率 19%。

图49: 2017-2024 公司实验室分析仪器业务收入情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图50: 2017-2024 公司实验室分析仪器销量及销售均价情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

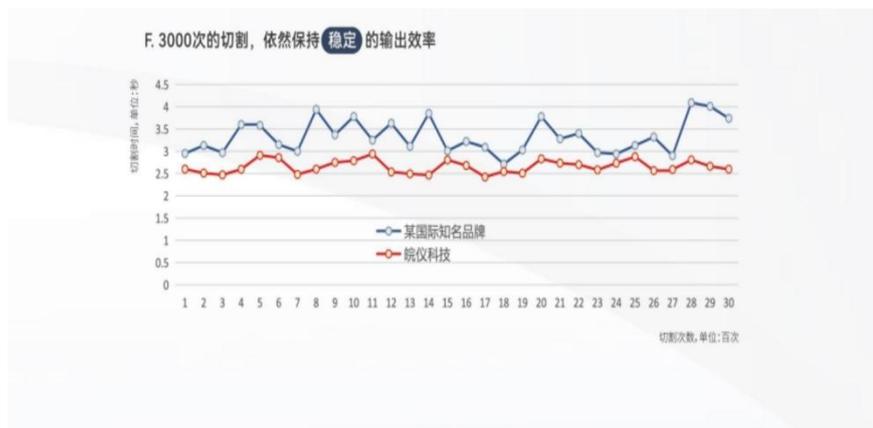
## 医疗仪器：产品布局初见成效

公司在生命健康领域的产品布局取得初步成功。在医疗器械方面，超声刀：已取得了 3mm 和 5mm 刀头注册证、生产许可证，两款超声刀产品均成功中选广东联盟 15 省市集采，积极参与其他省份集采投标工作；为进一步拓展超声刀产品线，公司已开展剪式超声刀、无线超声刀等系列化产品的研发；透析机完成正样研制，准备开展注册检测等验证工作。

**超声刀的核心优势集中在智能控制、耐用性、操作体验和临床适配性四大维度。**

1. 智能算法赋能，切凝更精准高效：搭载 EFT（增强跟频）、ITS（组织感应）、ACP（切割保护）三种智能算法，切凝效果精准、可靠。关键性能优于某国际品牌，血管闭合时间提升 25%，侧向热损伤减少 19%，血管爆破压更高。ITS 算法降低刀头温度，ACP 算法强化组织垫保护，3000 次连续切割仍保持稳定输出效率。
2. 核心部件耐用，灭菌适配性强：电极组件采用加厚镀金工艺，耐腐蚀性极强，可耐受 99 次高温蒸汽灭菌。刀头配备防粘连涂层，夹持力分布均匀，更利于腹膜类组织离断，还提供四种长度刀杆适配不同场景。换能器声学结构优化，输出阻抗低，发热量比某国际品牌低 5°C，长时间工作稳定性更高。
3. 操作体验舒适，灵活度高：刀身符合人体工学设计，握持更轻盈，降低操作疲劳。拨轮转动动力低于 1N，转动丝滑，操作手感更佳。脚踏开关支持 MIN 与 MAX 两档调节，给操作者更多选择，适配不同操作需求。
4. 临床适配广泛，适用场景多元：覆盖普外科、妇科、肠胃外科、泌尿科等多个临床科室，应用范围广。刀头分 03 系列（闭合血管直径≤3mm）和 05 系列（闭合血管直径≤5mm），适配不同手术需求。

图51: 公司超声产品切割次数与国际品牌对比情况



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

表8: 公司医疗仪器在研项目进展情况

序号	项目名称	预计总投资规模	本期投入金额	累计投入金额	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平
1	无线超声刀整机系统集成、工程化及应用开发	1,400.00	518.72	518.72	正样研制阶段	闭合血管直径：5mm；刀尖振幅：40μm~100μm；电池容量：≥2700mAh 净重：≤450g（WCS-3605）续航时间：≥72min	行业领先水平
2	血液透析设备研制	5,800.00	351.19	2,621.74	完成正样研制，正在开展验证活动	透析液流量：300~800mL/min；透析液温度：33.0~39.0°C；超滤速度：0.0~4.0L/h；超滤精度：±1.0%透析液电导显示范围：0~25.0mS/cm	行业领先水平
3	电动腔镜吻	1,000.00	77.19	77.19	正样研	钳口转动角度：45°±10°；夹	行业先

合器项目研  
 制

 制阶段 持力: 大于 10N; 闭合力: 大 进水平  
 于 50N; 吻合钉线缝合强度:  
 大于 0.8N/mm

资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

**在线监测业务:** 由于宏观经济原因, 疫情结束后政府/企业客户资金均紧张, 采购意愿有所下降, 近两年公司环境监测仪器业务的收入、销量以及销售均价均呈现下滑趋势。但考虑到十五五规划出台在即, 监测因子的精细化和监测精度的提升是行业未来发展的主要动力, 我们认为监测因子的精细化(覆盖二氧化硫、氮氧化物、颗粒物、VOCs、二氧化碳、甲烷、化学需氧量、氨氮、总磷、总氮、重金属)和监测精度的提升有望带动相关环境监测仪器的销量, 该业务或将重回增长轨道。我们假设 2025-2027 年公司在线监测仪器的销量为 4100/4200/4300 台, 销售均价为 4.70/4.80/5.00 万元, 预计 2025-2027 年在线监测仪器业务的收入为 1.93/2.02/2.15 亿元, 毛利率为 42%/43%/44%。

**工业检测业务:** 考虑到工业检测仪器有望受益于宁德时代等动力电池巨头扩产, 联合合肥能源研究院布局核聚变真空设备研发亦打开了该业务的成长空间, 我们假设 2025-2027 年公司工业检测仪器的销量为 4000/4500/4800 台, 销售均价为 14/14.5/15 万元, 预计公司 25-27 年收入 5.6/6.5/7.2 亿元, 毛利率 50%/51%/52%。

**实验室分析仪器业务:** 考虑到我国历来对科学仪器国产化十分重视出台了多项科学仪器行业的支持政策, 再叠加公司高研发投入的成果逐渐显现, 超高效液相色谱 LC3600 中标中国科学院古脊椎动物与古人类研究所蛋白质自动化实验平台采购项目, 获得顶尖科研机构认可。我们假设 2025-2027 年公司实验室分析仪器的销量为 651/977/1465 台, 销售均价为 12/13/15 万元, 预计未来 3 年营收为 0.78/1.27/2.20 亿元, 毛利率为 46%/47%/48%。

**医疗仪器业务:** 考虑到两款超声刀产品均成功中选广东联盟 15 省市集采, 透析机正样研制阶段完成, 准备开展注册检测等验证工作, 我们仅对超声刀业务的收入做出预测。预计超声刀业务未来 3 年营收为 2000/3750/5250 万元, 毛利率为 70%/70%/70%。

**研发费用:** 2021-2024 为公司产品布局阶段, 研发费用占比较高, 2024 年以后随着营收体量增大和高端新品发布完毕, 更多利润有望被释放, 故我们假设 2025-2027 公司的研发费用率分别为 16%/15.5%/15%。

表9: 皖仪科技业务拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>在线监测业务</b>						
收入(万元)	29,385	24,794	19,815	19,270	20,160	21,500
增速	-1%	-16%	-20%	-3%	5%	7%
毛利(万元)	13,313	10,155	8,246	8,093	8,669	9,460
毛利率	45.3%	41.0%	41.6%	42.0%	43.0%	44.0%
<b>工业检测业务</b>						

收入（万元）	28,924	46,205	45,462	56,000	67,500	74,400
增速	52%	60%	-2%	23%	21%	10%
毛利（万元）	13,767	24,352	21,538	28,000	34,425	38,688
毛利率	47.6%	52.7%	47.4%	50.0%	51.0%	52.0%
<b>实验室分析仪器业务</b>						
收入（万元）	3,715	4,688	4,707	8138	12,695	21,971
增速	32%	26%	0%	73%	56%	73%
毛利（万元）	1,887	2,075	2,129	3,743	5,966	10,546
毛利率	50.8%	44.3%	45.2%	46.0%	47.0%	48.0%
<b>医疗仪器业务</b>						
收入（万元）				2,000	3,750	5,250
增速					88%	40%
毛利（万元）				1,400	2,625	3,675
毛利率				70.0%	70.0%	70.0%
<b>合计</b>						
总营收（万元）	67,540	78,687	74,032	89,861	108,780	128,031
增速	20%	17%	-6%	21%	21%	18%
毛利（万元）	32,386	38,564	34,413	44,084	54,663	65,499
毛利率	48.0%	49.0%	46.5%	49.1%	50.3%	51.2%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

## 未来 3 年业绩预测

表10：未来 3 年盈利预测表（万元）

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	740	899	1088	1280
营业成本	396	458	541	625
销售费用	142	157	179	211
管理费用	47	51	63	75
研发费用	147	144	169	192
财务费用	1	(0)	(0)	(1)
营业利润	27	78	121	160
利润总额	27	78	121	160
归属于母公司净利润	14	66	103	136
EPS	0.11	0.49	0.76	1.01
ROE	1.82%	8%	11%	13%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计 2025-2027 年公司总营收为 8.99/10.88/12.80 亿元，同比 +201%/21%/18%；毛利率为 49.1%/50.3%/51.2%；预计公司 2025-27 年归母净利润分别为 0.66/1.03/1.36 亿元（+358.5%/+55.6%/+31.9%）。

## 估值与投资建议

### 绝对估值：28.85 元

输入条件：基于公司历史财务报表中反映的公司资本结构和财务状况情况，我们假定目标权益资本比为 95%，2 年期的日度数据计算贝塔系数为 0.8，无风险利率 2.0%，风险溢价为 6.5%，债务资本成本为 5%，计算得出 WACC 值为 7.11%。

FCFF 估值结果：在永续增长率为 2.5%的假设条件下，测算出皖仪科技对应每股权益价值为 28.85 元，高于目前股价 22.9%。

表11: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	-5.92%	21.38%	21.05%	17.70%
毛利率	46.5%	49.1%	50.3%	51.2%
管理费用/营业收入	6.09%	5.58%	5.67%	5.78%
销售费用/营业收入	19.23%	17.50%	16.50%	16.50%
研发费用/营业收入	19.82%	16.00%	15.50%	15.00%
营业税及附加/营业收入	1.01%	1.01%	1.01%	1.01%
所得税税率	47.35%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	86.99%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所假设

表12: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.8	T	15%
无风险利率	2.00%	Ka	7.20%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.81
公司股价 (元)	23.48	Ke	7.26%
发行在外股数 (百万)	135	E/(D+E)	98.56%
股票市值 (E, 百万元)	3240	D/(D+E)	1.44%
债务总额 (D, 百万元)	47	WACC	7.11%
Kd	5.0%	永续增长率 (10年后)	2.5%

资料来源: 国信证券经济研究所假设 (股价数据更新至 2025.11.14)

## 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 表 13 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表13: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		6.1%	6.6%	7.11%	7.6%	8.1%
永续增长率变化	4.0%	61.07	48.53	40.04	33.93	29.32
	3.5%	50.52	41.66	35.28	30.47	26.72
	3.0%	43.35	36.69	31.67	27.76	24.63
	<b>2.5%</b>	38.17	32.93	<b>28.85</b>	25.58	22.92
	2.0%	34.25	29.99	26.58	23.79	21.48
	1.5%	31.18	27.62	24.71	22.30	20.26
	1.0%	28.70	25.67	23.15	21.02	19.21

资料来源: 国信证券经济研究所测算

## 相对法估值: 30.4 元

我们选取 A 股中以科学仪器和环境监测仪器为主营业务的公司: 聚光科技、雪迪龙、普源精电、鼎阳科技和莱伯泰科作为可比公司, 2025-2027 年可比公司对应的平均 PE 估值均值分别为 46/34/27X。考虑到皖仪科技 2025Q3 业绩增速明显高于可比公司, 股权激励方案提升员工积极性, 再叠加公司产品矩阵相对完善, 下游应用范围更加广阔, 即有稳增长的压舱石业务 (在线监测+工业检测), 又布局了实验室分析仪器+医疗仪器等长坡厚雪赛道, 应享有一定估值溢价, 故我们给予公司 2026 年 40 倍 PE, 对应股价 30.4 元, 高于目前股价 29.5%。

表14: 皖仪科技可比公司主营业务概览

公司	2024 年主营业务收入占比
<b>聚光科技</b>	仪器、相关软件及耗材:70.85%;运营服务、检测服务及咨询服务:14.36%;环境治理装备及工程:11.8%;其他业务:2.99%
<b>雪迪龙</b>	系统产品-环境监测系统:80.1%;工业过程分析系统:13.06%;其他:6.84%
<b>普源精电</b>	电子测试测量仪器:81.7%;其他:16.76%;其他业务:1.54%;1.34%
<b>鼎阳科技</b>	四大电子测量仪器主力产品:80.79%;其他产品:17.55%;其他业务:1.67%
<b>莱伯泰科</b>	实验分析仪器:76.19%;消耗件与客户服务:12.18%;洁净环保型实验室解决方案:11%;其他业务:0.63%

资料来源:公司年报,国信证券经济研究所整理

表15: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE		PEG		投资 评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	24A	25E			
688600.SH	皖仪科技	24.04	32	0.11	0.49	0.76	1.01	224.9	49.0	31.5	23.9	1.82	0.14			优于 大市
<b>可比公司</b>																
300203.SZ	聚光科技	16.41	74	0.46	0.47	0.78	1.03	35.67	34.66	21.10	15.98	6.87	1.16			优于 大市
002658.SZ	雪迪龙	9.73	62	0.27	0.32	0.36	0.40	36.04	30.36	27.39	24.40	6.43	1.92			无
688337.SH	普源精电	39.95	78	0.49	0.57	0.85	1.15	81.53	70.38	46.84	34.81	3.05	2.07			优于 大市
688112.SH	鼎阳科技	37.78	60	0.70	0.96	1.24	1.61	53.97	39.46	30.38	23.51	7.24	1.19			优于 大市
688056.SH	莱伯泰科	37.50	25	0.59	0.69	0.81	1.01	63.56	54.40	46.41	37.20	4.70	3.02			
									<b>45.85</b>	<b>34.42</b>	<b>27.18</b>					

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理注:可比公司取自Wind一致预期(股价数据更新至2025.11.10)

## 投资建议

综合上述估值,我们认为公司股票价值在28.85-30.4元之间,较当前股价有22.9-29.5%的溢价。站在当前时点,公司产品需求回暖+下游应用扩展,提质增效成果显著,25Q3盈利能力改善明显,规模效应与管控效率的双重提升再叠加股权激励护航,看好公司长期投资价值。预计2025-2027年归母净利润分别为0.66、1.03、1.36亿元,对应PE为49X、32X、24X。首次覆盖,给予“优于大市”评级。

## 风险提示

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 28.85-30.4 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.0%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的科学仪器和环境监测仪器公司：聚光科技、雪迪龙、普源精电、鼎阳科技和莱伯泰科作为可比公司，选取了可比公司 2026 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的产品结构和持续的高研发投入，最终给予公司 26 年 40 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 21%/21%/18%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 49.1%/50.3%/51.2%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

### 经营风险

**国产替代不及预期。**长期以来国际巨头垄断国内科学仪器、医疗仪器市场，特别是在中高端科学仪器、医疗仪器领域国外企业具备明显的竞争优势。我国本土科学仪器、医疗仪器企业规模较小，与国外巨头的竞争中处于不利地位。伴随本土企业的崛起，若国外厂商降低科学仪器、医疗仪器产品销售价格，可能会对国产厂商产生不利影响。

**研发失败风险。**科学仪器、医疗仪器为典型的技术密集型行业，具备研发周期长、投入大、难度高等特点，国产厂商可能会因为研发投入不足、技术方向偏差、研发难度大等问题而导致研发项目失败。

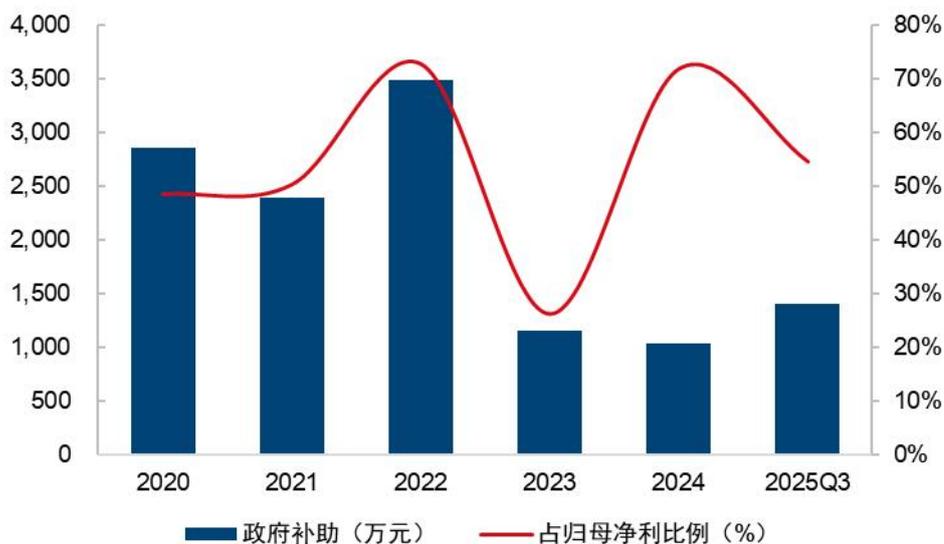
**产业化失败风险。**科学仪器可用于环境监测、医疗健康、食品安全、工业过程分析等领域，但目前主要市场仍被国际巨头占据，如果国内厂商的相关技术成果无法适应市场的最新需求，或者在竞争力上不敌国外厂商，则会面临产业化失败的风险。

**行业竞争加剧。**传统环境监测市场玩家众多，各家产品同质化较为严重，市面上

竞品较多或将影响公司的盈利能力。相关政策推进不及预期。

**对政府补助及税收优惠依赖较大的风险。**公司所获政府补助占当期利润总额的比例较高，2023-2025Q3 政府补助占归母净利润的比例分别为 26%、72%、55%。随着相关产业领域的发展成熟，公司未来获得的政府补贴可能会逐步减少，或将对公司盈利能力产生不利影响。

图52：2020-2025Q3 政府补助占公司归母净利润比例情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	51	88	75	71	85	营业收入	787	740	899	1088	1280
应收款项	299	267	336	404	472	营业成本	401	396	458	541	625
存货净额	309	273	349	400	456	营业税金及附加	7	7	9	11	13
其他流动资产	75	76	98	111	134	销售费用	157	142	157	179	211
<b>流动资产合计</b>	<b>1055</b>	<b>906</b>	<b>1059</b>	<b>1188</b>	<b>1347</b>	管理费用	45	47	51	63	75
固定资产	205	249	251	260	266	研发费用	166	147	144	169	192
无形资产及其他	21	22	22	22	22	财务费用	1	1	(0)	(0)	(1)
投资性房地产	36	24	24	24	24	投资收益	7	9	9	9	9
长期股权投资	2	2	3	3	4	资产减值及公允价值变动	(10)	(18)	(11)	(13)	(14)
<b>资产总计</b>	<b>1320</b>	<b>1202</b>	<b>1358</b>	<b>1497</b>	<b>1663</b>	其他收入	(128)	(110)	(144)	(169)	(192)
短期借款及交易性金融负债	21	31	47	27	24	营业利润	44	27	78	121	160
应付款项	161	146	173	206	235	营业外净收支	1	0	0	0	0
其他流动负债	257	199	259	301	338	<b>利润总额</b>	<b>46</b>	<b>27</b>	<b>78</b>	<b>121</b>	<b>160</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>439</b>	<b>376</b>	<b>480</b>	<b>535</b>	<b>597</b>	所得税费用	2	13	12	18	24
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	23	33	40	51	60	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>44</b>	<b>14</b>	<b>66</b>	<b>103</b>	<b>136</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>23</b>	<b>33</b>	<b>40</b>	<b>51</b>	<b>60</b>	现金流量表（百万元）					
<b>负债合计</b>	<b>462</b>	<b>410</b>	<b>519</b>	<b>586</b>	<b>658</b>	净利润	44	14	66	103	136
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	3	4	20	3	1
股东权益	858	792	839	910	1005	折旧摊销	19	21	18	26	29
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1320</b>	<b>1202</b>	<b>1358</b>	<b>1497</b>	<b>1663</b>	公允价值变动损失	10	18	11	13	14
						财务费用	1	1	(0)	(0)	(1)
						营运资本变动	41	22	(53)	(42)	(70)
						其它	(3)	(4)	(20)	(3)	(1)
关键财务与估值指标						经营活动现金流					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.33	0.11	0.49	0.76	1.01	资本开支	0	(49)	(51)	(51)	(51)
每股红利	0.19	0.09	0.15	0.23	0.30	其它投资现金流	(19)	120	0	0	0
每股净资产	6.39	5.88	6.22	6.76	7.46	<b>投资活动现金流</b>	<b>(20)</b>	<b>71</b>	<b>(52)</b>	<b>(52)</b>	<b>(52)</b>
ROIC	2.01%	0.15%	10%	15%	18%	权益性融资	0	3	0	0	0
ROE	5.11%	1.82%	8%	11%	13%	负债净变化	0	0	0	0	0
毛利率	49%	46%	49%	50%	51%	支付股利、利息	(26)	(13)	(20)	(31)	(41)
EBITMargin	1%	0%	9%	11%	13%	其它融资现金流	(78)	(86)	16	(20)	(3)
EBITDAMargin	4%	3%	11%	14%	15%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(129)</b>	<b>(108)</b>	<b>(4)</b>	<b>(51)</b>	<b>(44)</b>
收入增长	17%	-6%	21%	21%	18%	<b>现金净变动</b>	<b>(35)</b>	<b>37</b>	<b>(13)</b>	<b>(4)</b>	<b>13</b>
净利润增长率	-8%	-67%	358%	56%	32%	货币资金的期初余额	86	51	88	75	71
资产负债率	35%	34%	38%	39%	40%	货币资金的期末余额	51	88	75	71	85
股息率	0.8%	0.4%	0.6%	1.0%	1.3%	企业自由现金流	0	(6)	(18)	38	47
P/E	73.7	224.9	49.0	31.5	23.9	权益自由现金流	0	(92)	(2)	18	45
P/B	3.8	4.1	3.9	3.6	3.2						
EV/EBITDA	127.2	174.1	38.5	25.4	20.2						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032