

安图生物 (603658. SH) / 医疗器械

证券研究报告/公司点评

2024 年 4 月 21 日

**评级: 买入(维持)**  
 市场价格: 54.28 元

分析师: 祝嘉琦  
 执业证书编号: S0740519040001  
 电话: 021-20315150  
 Email: zhujq@zts.com.cn

分析师: 谢木青  
 执业证书编号: S0740518010004  
 电话: 021-20315895  
 Email: xiemoq@zts.com.cn

分析师: 于佳喜  
 执业证书编号: S0740523080002  
 Email: yujx03@zts.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	586
流通股本(百万股)	586
市价(元)	54.28
市值(百万元)	31,823
流通市值(百万元)	31,823



- 相关报告**
- 安图生物(603658): 疫情影响逐步消除, 化学发光、流水线加速装机
  - 安图生物(603658): 三季度化学发光业务快速恢复增长, 仪器装机加速奠定中期业绩增长基础
  - 安图生物(603658): 疫情影响下二季度环比改善, 化学发光、流水线设备装机进一步加速

**公司盈利预测及估值**

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,442	4,444	5,402	6,592	8,038
增长率 yoy%	18%	0%	22%	22%	22%
净利润(百万元)	1,167	1,217	1,558	1,898	2,301
增长率 yoy%	20%	4%	28%	22%	21%
每股收益(元)	1.99	2.08	2.66	3.24	3.92
每股现金流量	2.66	2.51	2.63	3.19	3.81
净资产收益率	15%	14%	15%	16%	16%
P/E	27.3	26.1	20.4	16.8	13.8
P/B	4.1	3.7	3.2	2.7	2.3

注: 股价信息截止时间 2024 年 4 月 21 日

- 投资要点**
- **事件:** 公司发布 2023 年年报以及 2024 年一季度报, 2023 年公司实现营业收入 44.44 亿元, 同比增长 0.05%, 归母净利润 12.17 亿元, 同比增长 4.28%, 扣非净利润 11.85 亿元, 同比增长 5.86%。剔除新冠检测相关业务后, 2023 年公司常规营业收入同比增长约 16.64%。2024 年一季度, 公司实现营业收入 10.89 亿元, 同比增长 5.09%, 实现归母净利润 3.24 亿元, 同比增长 33.93%, 实现扣非净利润 3.14 亿元, 同比增长 33.15%
  - **分季度看:** 2023 年单四季度公司实现营业收入 12.01 亿元, 同比增长 3.53%, 归母净利润 3.17 亿元, 同比增长 17.86%, 扣非净利润 3.13 亿元, 同比增长 20.61%, 随着监管政策的趋向好转, 公司常规业务逐渐恢复, 单季度业绩持续好转 (2023Q3 收入 11.35 亿元, 同比下降 6.33%)。2024 年一季度, 公司实现营业收入 10.89 亿元, 同比增长 5.09%, 实现归母净利润 3.24 亿元, 同比增长 33.93%, 实现扣非净利润 3.14 亿元, 同比增长 33.15%, 公司单季度业绩超预期增长, 呈现出加速恢复的良好态势。
  - **研发、推广投入力度持续加大, 盈利能力稳中有升。**
    - 2023 年公司销售费用率 17.18%, 同比提升 1.02pp, 管理费用率 4.13%, 同比提升 0.44 pp, 研发费用率 14.77%, 同比提升 1.97 pp, 财务费用率 0.20%, 同比提升 0.24pp。公司持续加大创新诊断产品的研发投入以及销售推广投入力度, 相关费用率有所升高。2023 年公司毛利率 65.07%, 同比提升 5.23 pp, 主要得益于磁微粒发光等高毛利自产试剂占比的持续扩大, 净利率 27.55%, 同比提升 0.79 pp。
    - 2024 年第一季度, 公司毛利率 64.52%, 同比提升 3.46pp, 净利率 30.18%, 同比提升 6.33pp, 伴随常规试剂占比的持续提升以及代理业务的持续收窄, 公司盈利能力持续实现改善。
  - **发光、生化等常规业务表现良好, 2024 年有望持续加速。**
    - 2023 年全年来看, 尽管下半年以来反腐等政策对常规诊疗、设备进院等造成一定扰动, 公司在免疫、生化、微生物等优势领域仍然凭借成熟精准的检验技术产品带动常规业务在 2023 年度实现 16.64% 的良好增长。参考公司历史逐季度财务数据以及经营近况, 我们预计 2023 年公司化学发光业务或实现 20-30% 的快速增长, 生化业务或保持 15-25% 的良好增速。
    - 2024Q1 公司收入+5.09%, 归母+33.93%, 实现超预期增长。结合公司业务经营进展以及历史业绩表现, 我们预计单季度发光业务增速可能在 10-20% 左右。随着政策趋势的日渐缓和, 我们预计公司相关业务有望迎来逐季恢复, 2024 年有望迎来加速。
  - **NGS、质谱等创新产品持续收获, 塑造中长期增长动能。** 2023 年公司持续加大研发投入力度, 加快新产品新领域的研发进展, 在基因测序领域, 2023 年全资子公司思昆生物已实现测序系统的生产试制及应用测试, 具备批量化生产能力, 基因测序仪 Sikun 2000 系列正式在非临床领域上市; 同时公司进一步加快质谱系统研发节奏, 2023 年已经完成新研制飞行时间质谱项目原型机研制, 核酸质谱注册工作稳步推进, 三重四级杆质谱已完成系统性能测试和检机; 此外, 在凝血、微生物等多赛道公司也持续实现产品迭代更新, 有望为中长期业绩增长打下良好基础。
  - **盈利预测与投资建议:** 根据财报数据, 我们调整盈利预测, 预计公司各项常规业务有望持续迎来恢复, 监管政策变化可能影响短期业绩表现, 2024-2026 年公司收入 54.02、65.92、80.38 亿元, (调整前 2024-2025 年 57.57、73.43 亿元), 同比增长 22%、22%、22%, 归母净利润 15.58、18.98、23.01 亿元 ((调整前 2024-2025 年 15.99、20.43 亿元), 同比增长 28%、22%、21%。公司当前股价对应 2023-2025 年约 20、17、14 倍 PE。考虑到公司发光竞争力持续增强, 分子产品进入放量阶段, 同时通过自研+合作, 不断推出具备高成长性的产品, 维持“买入”评级。
  - **风险提示:** 产品推广不达预期风险, 政策变化风险, 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

## 内容目录

政策扰动下常规业务实现 16+%较快增长.....	- 3 -
优势业务持续快速增长，多款创新产品陆续落地.....	- 5 -
风险提示.....	- 6 -

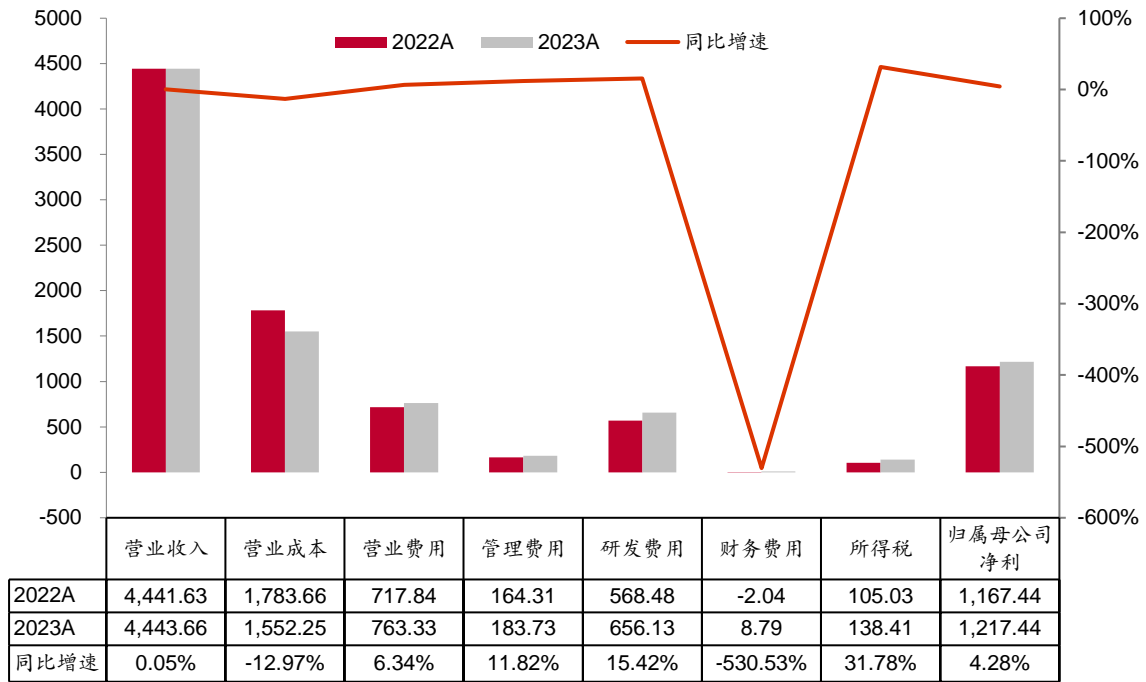
## 图表目录

图表 1: 安图生物主要财务指标变化 (百万元).....	- 3 -
图表 2: 安图生物营业收入增长情况.....	- 3 -
图表 3: 安图生物归母净利润情况.....	- 3 -
图表 4: 安图生物分季度财务数据 (百万元).....	- 4 -
图表 5: 安图生物分季度营业收入变化/百万元.....	- 4 -
图表 6: 安图生物分季度归母净利润变化/百万元.....	- 4 -
图表 7: 安图生物分业务收入构成 (百万元).....	- 5 -
图表 8: 安图生物期间费用率变化.....	- 5 -
图表 9: 安图生物利润率变化趋势.....	- 5 -
图表 10: 安图生物财务模型预测.....	- 7 -

## 政策扰动下常规业务实现 16+% 较快增长

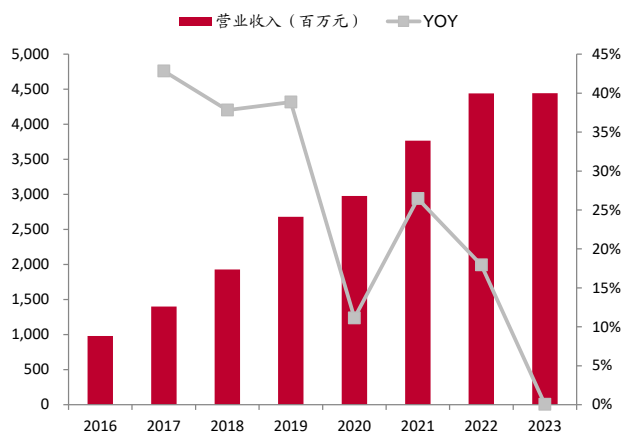
- 2023 年公司实现营业收入 44.44 亿元，同比增长 0.05%，归母净利润 12.17 亿元，同比增长 4.28%，扣非净利润 11.85 亿元，同比增长 5.86%。剔除新冠检测相关业务后，2023 年公司常规营业收入同比增长约 16.64%。

图表 1：安图生物主要财务指标变化（百万元）



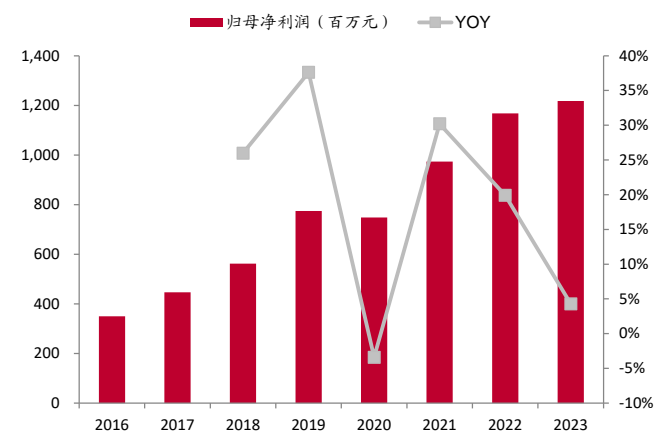
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：安图生物营业收入增长情况



来源：wind，中泰证券研究所

图表 3：安图生物归母净利润情况



来源：wind，中泰证券研究所

- 分季度看：**2023 年单四季度公司实现营业收入 12.01 亿元，同比增长 3.53%，归母净利润 3.17 亿元，同比增长 17.86%，扣非净利润 3.13 亿元，同比增长 20.61%，随着监管政策的趋向好转，公司常规业务逐渐恢复，单季度业绩持续好转（2023Q3 收入 11.35 亿元，同比下降 6.33%）。

2024Q1, 公司实现营业收入 10.89 亿元, 同比增长 5.09%, 实现归母净利润 3.24 亿元, 同比增长 33.93%, 实现扣非净利润 3.14 亿元, 同比增长 33.15%, 呈现出加速恢复的良好态势。

图表 4: 安图生物分季度财务数据 (百万元)

	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q	2023-2Q	2023-3Q	2023-4Q	2024-1Q
营业收入	1,017.64	1,070.70	1,031.15	1039.1	1,211.23	1,160.15	1,036.47	1,071.47	1134.56	1,201.16	1,089.20
营收同比增长	20.92%	15.03%	26.21%	20.74%	19.02%	8.35%	0.52%	3.12%	-6.33%	3.53%	5.09%
营收环比增长	18.25%	5.21%	-3.69%	0.77%	16.57%	-4.22%	-10.66%	3.38%	5.89%	5.87%	-9.32%
营业成本	412.75	439.98	430.44	422.42	463.00	467.79	403.64	362.69	381.75	404.16	386.45
营业费用	133.91	202.22	189.10	154.53	171.97	202.24	170.45	193.00	178.11	221.76	180.83
管理费用	33.03	45.31	37.84	38.97	38.20	49.30	46.35	45.09	42.89	49.40	46.55
财务费用	4.24	5.63	2.25	-1.51	0.04	-2.82	0.84	-1.25	3.69	5.52	2.05
营业利润	351.86	266.41	284.65	327.11	413.03	271.59	270.90	335.07	400.51	359.27	363.98
利润总额	340.32	268.00	284.45	327.71	409.64	271.92	272.25	336.46	398.02	355.82	361.81
所得税	34.93	12.48	37.47	26.56	42.33	-1.33	25.07	28.33	37.91	47.10	33.11
归母净利润	303.90	257.09	240.20	293.32	365.37	268.55	242.07	303.80	355.05	316.52	324.21
归母净利润同比	26.45%	10.11%	40.07%	21.61%	20.23%	4.46%	0.78%	3.57%	-2.82%	17.86%	33.93%

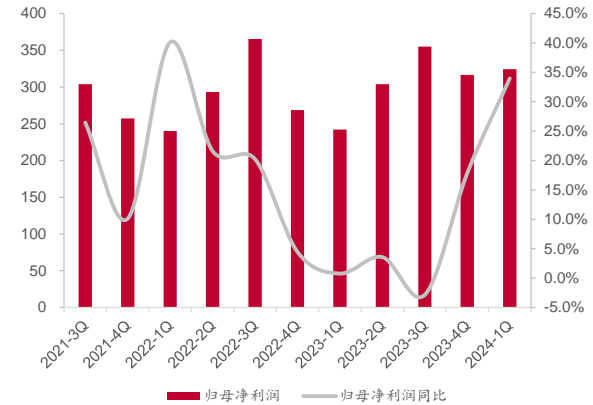
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 安图生物分季度营业收入变化/百万元



来源: wind, 中泰证券研究所

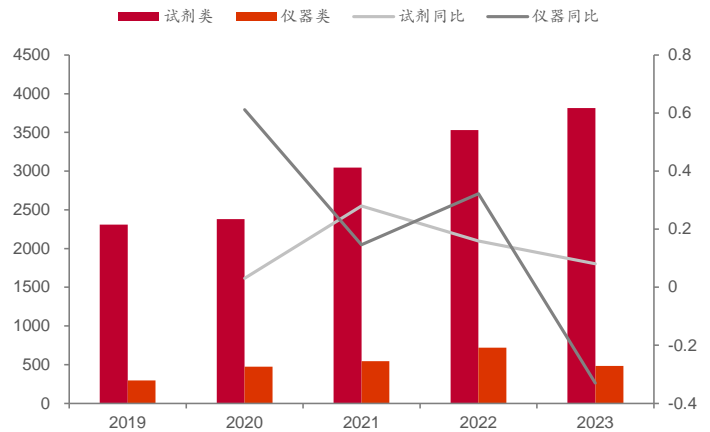
图表 6: 安图生物分季度归母净利润变化/百万元



来源: wind, 中泰证券研究所

- 分业务来看, 2023 年公司实现试剂销售收入 38.15 亿元, 同比增长 8.06%, 维持稳健增长; 仪器销售收入 4.82 亿元, 同比下降 32.99%; 预计主要是与 2022 年同期疫情期间分子设备快速装机造成的基数有关, 同时也受到 2023 年下半年以来反腐等政策影响。从区域维度来看, 2023 年公司国内收入 41.59 亿元, 同比减少 1.82%, 海外收入 2.09 亿元, 同比增长 60.53%。

图表 7: 安图生物分业务收入构成 (百万元)

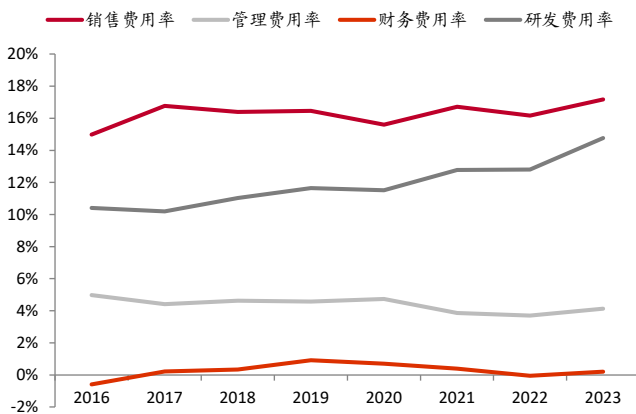


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

■ 研发、推广投入力度持续加大, 盈利能力基本稳定。

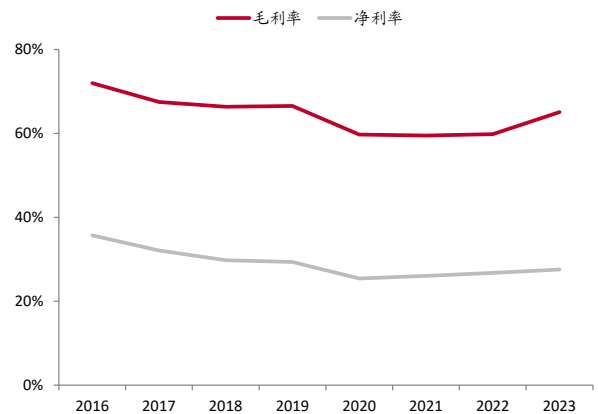
- 2023 年公司销售费用率 17.18%, 同比提升 1.02pp, 管理费用率 4.13%, 同比提升 0.44 pp, 研发费用率 14.77%, 同比提升 1.97 pp, 财务费用率 0.20%, 同比提升 0.24pp。公司持续加大创新诊断产品的研发投入以及销售推广投入力度, 相关费用率有所升高。2023 年公司毛利率 65.07%, 同比提升 5.23 pp, 主要得益于磁微粒发光等高毛利自产试剂占比的持续扩大, 净利率 27.55%, 同比提升 0.79 pp。
- 2024 年第一季度, 公司毛利率 64.52%, 同比提升 3.46pp, 净利率 30.18%, 同比提升 6.33pp, 伴随常规试剂占比的持续提升以及代理业务的持续收窄, 公司盈利能力持续实现改善。

图表 8: 安图生物期间费用率变化



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 9: 安图生物利润率变化趋势



来源: wind, 中泰证券研究所

优势业务持续快速增长, 多款创新产品陆续落地

■ 发光、生化等常规业务表现良好, 2024 年有望持续加速。

- 2023 年下半年以来尽管反腐等政策对常规诊疗、设备进院等造成一定扰动, 公司在免疫、生化、微生物等优势领域仍然凭借成熟精准的检验技术产品带动常规业务在 2023 年度实现 16.64% 的良好增长。参考公司历史逐季度财务数据以及经营近况, 我们预计 2023 年公司化学发光业务

或实现 20-30% 的快速增长，生化业务或保持 15-25% 的良好增速。

- 2024Q1 公司收入同比增长 5.09%，结合公司业务经营进展以及历史业绩表现，我们预计单季度发光业务增速可能在 10-20% 左右。随着政策趋势的日渐缓和，我们预计公司相关业务有望迎来逐季恢复，2024 年有望迎来加速。
- **NGS、质谱等创新产品持续收获，塑造中长期增长动能。**2023 年公司持续加大研发投入力度，加快新产品新领域的研发进展，在基因测序领域，2023 年全资子公司思昆生物已实现测序系统的生产试制及应用测试，具备批量化生产能力，基因测序仪 Sikun 2000 系列正式在非临床领域上市；同时公司进一步加快质谱系统研发节奏，2023 年已经完成新研制飞行时间质谱项目原型机研制，核酸质谱注册工作稳步推进，三重四级杆质谱已完成系统性能测试和检机；此外，在凝血、微生物等多领域公司也持续实现产品迭代，有望为中长期业绩增长打下良好基础。

## 风险提示

- **产品推广不达预期风险。**化学发光产品在质量上与进口产品仍有差距，在三级医院的推广中仍需要时间进行验证，且随着各企业化学发光设备陆续铺向市场，竞争更激烈。
- **政策变化风险。**医药行业正处于改革深水区，体外诊断行业属医疗器械领域，未来可能紧随药品行业，在生产、流通和终端服务上出台多项关键政策，对产业链中各环节产生较影响，公司产品在行业变革中可能出现降价、销售模式变化的情况，对公司业绩产生影响。
- 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。



**图表 10: 安图生物财务模型预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,486	2,451	4,174	6,290	营业收入	4,444	5,402	6,592	8,038
应收票据	22	0	0	0	营业成本	1,552	1,905	2,324	2,830
应收账款	1,153	1,446	1,709	2,059	税金及附加	51	62	70	88
预付账款	63	113	111	139	销售费用	763	897	1,088	1,318
存货	778	1,143	1,162	1,444	管理费用	184	216	257	305
合同资产	0	0	0	0	研发费用	656	756	916	1,109
其他流动资产	3,110	2,903	3,253	3,410	财务费用	9	-34	-64	-74
流动资产合计	6,613	8,056	10,409	13,341	信用减值损失	-23	-15	-15	-15
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-33	-1	-1	-11
长期股权投资	7	7	7	7	公允价值变动收益	1	0	0	0
固定资产	2,254	2,234	2,277	2,373	投资收益	129	100	80	80
在建工程	1,463	1,563	1,563	1,463	其他收益	63	63	63	63
无形资产	179	167	156	147	营业利润	1,366	1,746	2,128	2,578
其他非流动资产	1,038	1,056	1,070	1,080	营业外收入	3	3	2	3
非流动资产合计	4,941	5,027	5,074	5,071	营业外支出	6	6	6	6
<b>资产合计</b>	<b>11,554</b>	<b>13,083</b>	<b>15,483</b>	<b>18,412</b>	利润总额	1,363	1,743	2,124	2,575
短期借款	343	97	226	335	所得税	139	177	215	262
应付票据	294	417	520	731	净利润	1,224	1,566	1,909	2,313
应付账款	432	381	472	583	少数股东损益	7	9	10	13
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,217	1,557	1,899	2,300
合同负债	76	76	92	113	NOPLAT	1,232	1,536	1,851	2,246
其他应付款	520	520	520	520	EPS (按最新股本摊薄)	2.08	2.66	3.24	3.92
一年内到期的非流动负债	355	355	355	355					
其他流动负债	463	519	588	671	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	2,483	2,364	2,773	3,306	<b>会计年度</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	0	200	400	600	<b>成长能力</b>				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	0.0%	21.6%	22.0%	21.9%
其他非流动负债	405	405	405	405	EBIT增长率	6.2%	24.7%	20.5%	21.4%
非流动负债合计	405	605	805	1,005	归母公司净利润增长率	4.3%	27.9%	21.9%	21.2%
<b>负债合计</b>	<b>2,888</b>	<b>2,969</b>	<b>3,578</b>	<b>4,311</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	8,535	9,975	11,756	13,939	毛利率	65.1%	64.7%	64.7%	64.8%
少数股东权益	131	139	150	163	净利率	27.5%	29.0%	29.0%	28.8%
<b>所有者权益合计</b>	<b>8,666</b>	<b>10,114</b>	<b>11,905</b>	<b>14,101</b>	ROE	14.0%	15.4%	15.9%	16.3%
<b>负债和股东权益</b>	<b>11,554</b>	<b>13,083</b>	<b>15,483</b>	<b>18,412</b>	ROIC	17.0%	18.1%	17.8%	17.7%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>					资产负债率	25.0%	22.7%	23.1%	23.4%
					债务权益比	12.7%	10.4%	11.6%	12.0%
					流动比率	2.7	3.4	3.8	4.0
					速动比率	2.3	2.9	3.3	3.6
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
					应收账款周转天数	89	87	86	84
					应付账款周转天数	84	77	66	67
					存货周转天数	177	182	179	166
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	2.08	2.66	3.24	3.92
					每股经营现金流	2.51	2.63	3.19	3.81
					每股净资产	14.56	17.01	20.05	23.78
					<b>估值比率</b>				
					P/E	26	20	17	14
					P/B	4	3	3	2
					EV/EBITDA	29	24	21	18

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。