

## 24Q3 业绩符合预期，DRGs 2.0 影响逐步落地

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 年三季度报，前三季度营业收入 33.80 亿元 (yoy+4.2%)，归母净利润 9.56 亿元 (yoy+6.13%) 扣非归母净利润 9.30 亿元 (yoy+6.69%)。2024 年 Q3 公司营业收入 11.73 亿元 (yoy+3.38%)，归母净利润 3.37 亿元 (yoy-5.18%)，扣非归母净利润 3.32 亿元 (yoy-3.99%)。
- **24Q3 产品结构持续优化，毛利率提升明显。** 盈利能力看，Q3 毛利率 66.8%，其中高毛利免疫诊断试剂营收占比提高，低毛利新冠相关业务营收占比下降，且高毛利化学发光仪器占比有所提升。单三季度销售费用率 15.6% (-0.1pp)，管理费用率 4.8% (+1.1pp)，研发费用率 15.2% (+1.9pp)，公司不断加强研发投入保障持续发展。
- **24Q3 业绩符合预期，DRGs 2.0 影响逐步落地。** 整体来看，24Q1-Q3 受到套餐解绑的压力，收入端有所承压。2024 年公司产品线更为完善，单机和流水线装机情况环比进一步改善，5 月开始流水线装机开始增速，系国产替代加速。海外化学发光营销网络目前有 200+代理商，网络搭建持续推进。
- **持续研发拓展新领域，IVD 平台型企业行稳致远。** 公司继续在试剂研发领域深耕细作，成功开发了多项新系列产品，新获产品注册(备案)证书 60 项，涵盖磁微粒化学发光法、化学发光微粒子免疫检测法、分子诊断等，检测项目覆盖自身免疫性疾病、心脏相关疾病、个体化用药等，丰富了公司的产品系列，进一步提升了公司的品牌影响力。2023 年 4 月，公司 AutoLas X-1 系列流水线凭借独特的设计理念和便利性的使用功能最终脱颖而出，一举斩获 2023 年德国 iF 设计奖。Autolas B-1 系列流水线通过其高度的灵活性，实现了与各型号新仪器的无缝串联，实现 2000 速生化分析仪分别与 600 速和 200 速的免疫分析仪进行自由串联扩展。在 NGS 产品线业务的布局上，公司建立了郑州、上海双研发中心，以“基因测序+大数据”技术融合为抓手，扎实推进基因测序产业国产化。24 年前三季度公司 A1 及 X1 装机符合预期。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 2024-2026 年归母净利润 14.4、17.3、20.9 亿元，对应增速 18.3%、20.2%、20.9%，对应 PE 为 18、15、12 倍，估值性价比较高，考虑到公司在技术、产品、渠道、品牌四方面的竞争优势，未来成长性突出，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策风险、竞争加剧风险、新品放量不及预期风险、研发进展不及预期风险。

| 指标/年度         | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 4443.66 | 5052.82 | 5713.66 | 6577.38 |
| 增长率           | 0.05%   | 13.71%  | 13.08%  | 15.12%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1217.44 | 1440.48 | 1731.93 | 2094.34 |
| 增长率           | 4.28%   | 18.32%  | 20.23%  | 20.93%  |
| 每股收益EPS(元)    | 2.10    | 2.48    | 2.98    | 3.60    |
| 净资产收益率 ROE    | 14.13%  | 14.69%  | 15.38%  | 16.09%  |
| PE            | 21      | 18      | 15      | 12      |
| PB            | 3.06    | 2.69    | 2.34    | 2.02    |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳  
执业证号: S1250520030002  
电话: 021-68416017  
邮箱: duxy@swsc.com.cn

联系人: 陈辰  
电话: 021-68416017  
邮箱: chch@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股)      | 5.81        |
| 流通 A 股(亿股)   | 5.81        |
| 52 周内股价区间(元) | 38.18-66.36 |
| 总市值(亿元)      | 261.40      |
| 总资产(亿元)      | 113.89      |
| 每股净资产(元)     | 14.46       |

### 相关研究

- 安图生物 (603658): 23 年业绩符合预期，24Q1 收入端短期承压 (2024-04-30)
- 安图生物 (603658): 23Q3 业绩短期承压，毛利率提升明显 (2023-11-09)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：用户已覆盖全国大部分省份，新冠业务疫后迅速衰减，常规业务依旧稳健增长。受益于对检测的重视和需求的不断上升。代理的九联检呼吸下滑叠加 DRGs 套餐解绑带来的压力，导致前三季度有所承压。展望 2025 年，DRGs 套餐解绑的影响逐步落地，新一轮的化学发光集采利好国产替代，因此假设安图 2024~2026 年试剂类的销量增速分别为 15%、14%、16%，毛利率根据不同类别试剂收入结构的变化而短期内稳定在 69~72%。

假设 2：仪器类产品占比较低，假设 2024-2026 年仪器类销量增速分别为 10%、10%、10%。预计 2024-2026 年毛利率短期内稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

| 单位：百万元 |     | 2023A   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|--------|-----|---------|--------|--------|--------|
| 试剂类    | 收入  | 3815    | 4368   | 4969   | 5766   |
|        | 增速  | 8.06%   | 14.5%  | 13.7%  | 16.0%  |
|        | 毛利率 | 70.94%  | 71.0%  | 71.2%  | 71.5%  |
| 仪器类    | 收入  | 482     | 531    | 584    | 642    |
|        | 增速  | -32.99% | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  |
|        | 毛利率 | 33.54%  | 34.21% | 34.21% | 34.21% |
| 其他     | 收入  | 146     | 154    | 161    | 169    |
|        | 增速  | -23.53% | 5.00%  | 5.00%  | 5.00%  |
|        | 毛利率 | 16%     | 16%    | 16%    | 16%    |
| 合计     | 收入  | 4,444   | 5,053  | 5,714  | 6,577  |
|        | 增速  | 0.0%    | 13.7%  | 13.1%  | 15.1%  |
|        | 毛利率 | 65.1%   | 65.5%  | 65.9%  | 66.5%  |

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     |                 |                 |                 |                 | 现金流量表 (百万元)       |                |                |                |                |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|               | 2023A           | 2024E           | 2025E           | 2026E           |                   | 2023A          | 2024E          | 2025E          | 2026E          |
| 营业收入          | 4443.66         | 5052.82         | 5713.66         | 6577.38         | 净利润               | 1224.13        | 1450.48        | 1741.93        | 2105.34        |
| 营业成本          | 1552.25         | 1745.15         | 1951.02         | 2205.25         | 折旧与摊销             | 465.97         | 236.72         | 272.67         | 299.64         |
| 营业税金及附加       | 50.73           | 55.58           | 62.85           | 72.35           | 财务费用              | 8.79           | 10.55          | 12.66          | 15.19          |
| 销售费用          | 763.33          | 801.50          | 881.65          | 969.81          | 资产减值损失            | -32.69         | -50.00         | -50.00         | -50.00         |
| 管理费用          | 183.73          | 238.85          | 262.73          | 289.01          | 经营营运资本变动          | 402.02         | -458.38        | -446.64        | -554.56        |
| 财务费用          | 8.79            | 10.55           | 12.66           | 15.19           | 其他                | -598.37        | -77.71         | -102.86        | -52.57         |
| 资产减值损失        | -32.69          | -50.00          | -50.00          | -50.00          | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>1469.86</b> | <b>1111.67</b> | <b>1427.75</b> | <b>1763.05</b> |
| 投资收益          | 129.38          | 100.00          | 130.00          | 130.00          | 资本支出              | -578.04        | -400.00        | -400.00        | -400.00        |
| 公允价值变动损益      | 0.58            | 20.00           | 10.00           | 10.00           | 其他                | -209.18        | 120.00         | 140.00         | 140.00         |
| 其他经营损益        | 0.00            | 100.00          | 100.00          | 100.00          | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-787.22</b> | <b>-280.00</b> | <b>-260.00</b> | <b>-260.00</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>1365.75</b>  | <b>1616.65</b>  | <b>1940.48</b>  | <b>2344.27</b>  | 短期借款              | 243.21         | -38.30         | -45.00         | -30.00         |
| 其他非经营损益       | -3.20           | -5.00           | -5.00           | -5.00           | 长期借款              | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>1362.54</b>  | <b>1611.65</b>  | <b>1935.48</b>  | <b>2339.27</b>  | 股权融资              | -0.19          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 138.41          | 161.16          | 193.55          | 233.93          | 支付股利              | -464.81        | -243.49        | -288.10        | -346.39        |
| 净利润           | 1224.13         | 1450.48         | 1741.93         | 2105.34         | 其他                | -115.23        | -366.80        | -12.66         | -15.19         |
| 少数股东损益        | 6.69            | 10.00           | 10.00           | 11.00           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-337.01</b> | <b>-648.59</b> | <b>-345.75</b> | <b>-391.58</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 1217.44         | 1440.48         | 1731.93         | 2094.34         | <b>现金流量净额</b>     | <b>348.77</b>  | <b>183.08</b>  | <b>822.00</b>  | <b>1111.48</b> |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                |                |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   |                 |                 |                 |                 | 财务分析指标            |                |                |                |                |
|               | 2023A           | 2024E           | 2025E           | 2026E           |                   | 2023A          | 2024E          | 2025E          | 2026E          |
| 货币资金          | 1486.48         | 1669.56         | 2491.56         | 3603.04         | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 1259.63         | 1402.37         | 1581.53         | 1827.43         | 销售收入增长率           | 0.05%          | 13.71%         | 13.08%         | 15.12%         |
| 存货            | 778.29          | 891.25          | 1029.58         | 1147.43         | 营业利润增长率           | 5.35%          | 18.37%         | 20.03%         | 20.81%         |
| 其他流动资产        | 3088.62         | 3409.08         | 3763.31         | 4226.30         | 净利润增长率            | 2.98%          | 18.49%         | 20.09%         | 20.86%         |
| 长期股权投资        | 7.42            | 7.42            | 7.42            | 7.42            | EBITDA 增长率        | 5.59%          | 1.27%          | 19.42%         | 19.47%         |
| 投资性房地产        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>获利能力</b>       |                |                |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 3717.08         | 3920.99         | 4088.95         | 4229.94         | 毛利率               | 65.07%         | 65.46%         | 65.85%         | 66.47%         |
| 无形资产和开发支出     | 343.67          | 308.87          | 274.08          | 239.28          | 三费率               | 21.51%         | 20.80%         | 20.25%         | 19.37%         |
| 其他非流动资产       | 872.86          | 867.03          | 861.19          | 855.36          | 净利率               | 27.55%         | 28.71%         | 30.49%         | 32.01%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>11554.06</b> | <b>12476.57</b> | <b>14097.64</b> | <b>16136.21</b> | ROE               | 14.13%         | 14.69%         | 15.38%         | 16.09%         |
| 短期借款          | 343.30          | 305.00          | 260.00          | 230.00          | ROA               | 10.59%         | 11.63%         | 12.36%         | 13.05%         |
| 应付和预收款项       | 1098.27         | 1208.56         | 1339.85         | 1549.50         | ROIC              | 18.30%         | 20.49%         | 22.46%         | 24.95%         |
| 长期借款          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | EBITDA/销售收入       | 41.42%         | 36.89%         | 38.96%         | 40.43%         |
| 其他负债          | 1446.16         | 1090.72         | 1171.66         | 1271.62         | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>2887.73</b>  | <b>2604.28</b>  | <b>2771.51</b>  | <b>3051.12</b>  | 总资产周转率            | 0.40           | 0.42           | 0.43           | 0.44           |
| 股本            | 586.27          | 581.01          | 581.01          | 581.01          | 固定资产周转率           | 2.10           | 1.93           | 1.78           | 1.85           |
| 资本公积          | 4100.73         | 4105.99         | 4105.99         | 4105.99         | 应收账款周转率           | 3.70           | 3.81           | 3.86           | 3.88           |
| 留存收益          | 4090.73         | 5287.72         | 6731.55         | 8479.51         | 存货周转率             | 1.94           | 2.00           | 2.00           | 2.01           |
| 归属母公司股东权益     | 8535.46         | 9731.42         | 11175.26        | 12923.22        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 107.54%        | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | 130.87          | 140.87          | 150.87          | 161.87          | <b>资本结构</b>       |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>8666.33</b>  | <b>9872.29</b>  | <b>11326.13</b> | <b>13085.09</b> | 资产负债率             | 24.99%         | 20.87%         | 19.66%         | 18.91%         |
| 负债和股东权益合计     | 11554.06        | 12476.57        | 14097.64        | 16136.21        | 带息债务/总负债          | 11.89%         | 11.71%         | 9.38%          | 7.54%          |
|               |                 |                 |                 |                 | 流动比率              | 2.66           | 3.35           | 3.75           | 4.08           |
|               |                 |                 |                 |                 | 速动比率              | 2.35           | 2.95           | 3.31           | 3.65           |
|               |                 |                 |                 |                 | 股利支付率             | 38.18%         | 16.90%         | 16.63%         | 16.54%         |
|               |                 |                 |                 |                 | <b>每股指标</b>       |                |                |                |                |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股收益              | 2.10           | 2.48           | 2.98           | 3.60           |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股净资产             | 14.69          | 16.75          | 19.23          | 22.24          |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股经营现金            | 2.53           | 1.91           | 2.46           | 3.03           |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股股利              | 0.80           | 0.42           | 0.50           | 0.60           |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                |                |                |                |
| 业绩和估值指标       |                 |                 |                 |                 |                   |                |                |                |                |
|               | 2023A           | 2024E           | 2025E           | 2026E           |                   |                |                |                |                |
| EBITDA        | 1840.51         | 1863.92         | 2225.80         | 2659.10         |                   |                |                |                |                |
| PE            | 21.47           | 18.15           | 15.09           | 12.48           |                   |                |                |                |                |
| PB            | 3.06            | 2.69            | 2.34            | 2.02            |                   |                |                |                |                |
| PS            | 5.88            | 5.17            | 4.57            | 3.97            |                   |                |                |                |                |
| EV/EBITDA     | 13.08           | 12.48           | 10.06           | 7.99            |                   |                |                |                |                |
| 股息率           | 1.78%           | 0.93%           | 1.10%           | 1.33%           |                   |                |                |                |                |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上       |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
|      | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下       |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上     |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间 |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下     |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所  
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域  | 姓名     | 职务          | 座机           | 手机               | 邮箱                   |
|-----|--------|-------------|--------------|------------------|----------------------|
| 上海  | 蒋诗烽    | 总经理助理、销售总监  | 021-68415309 | 18621310081      | jsf@swsc.com.cn      |
|     | 崔露文    | 销售副总监       | 15642960315  | 15642960315      | clw@swsc.com.cn      |
|     | 李煜     | 高级销售经理      | 18801732511  | 18801732511      | yfliyu@swsc.com.cn   |
|     | 田婧雯    | 高级销售经理      | 18817337408  | 18817337408      | tjw@swsc.com.cn      |
|     | 张玉梅    | 销售经理        | 18957157330  | 18957157330      | zymf@swsc.com.cn     |
|     | 魏晓阳    | 销售经理        | 15026480118  | 15026480118      | wxyang@swsc.com.cn   |
|     | 欧若诗    | 销售经理        | 18223769969  | 18223769969      | ors@swsc.com.cn      |
|     | 李嘉隆    | 销售经理        | 15800507223  | 15800507223      | ljliong@swsc.com.cn  |
|     | 龚怡芸    | 销售经理        | 13524211935  | 13524211935      | gongyy@swsc.com.cn   |
|     | 孙启迪    | 销售经理        | 19946297109  | 19946297109      | sqdi@swsc.com.cn     |
| 北京  | 蒋宇洁    | 销售经理        | 15905851569  | 15905851569      | jjj@swsc.com.c       |
|     | 李杨     | 销售总监        | 18601139362  | 18601139362      | yfly@swsc.com.cn     |
|     | 张岚     | 销售副总监       | 18601241803  | 18601241803      | zhanglan@swsc.com.cn |
|     | 杨薇     | 资深销售经理      | 15652285702  | 15652285702      | yangwei@swsc.com.cn  |
|     | 姚航     | 高级销售经理      | 15652026677  | 15652026677      | yhang@swsc.com.cn    |
|     | 张鑫     | 高级销售经理      | 15981953220  | 15981953220      | zhxin@swsc.com.cn    |
|     | 王一菲    | 高级销售经理      | 18040060359  | 18040060359      | wyf@swsc.com.cn      |
| 王宇飞 | 高级销售经理 | 18500981866 | 18500981866  | wangyuf@swsc.com |                      |

---

|    |     |           |             |             |                      |
|----|-----|-----------|-------------|-------------|----------------------|
|    | 路漫天 | 销售经理      | 18610741553 | 18610741553 | lmtyf@swsc.com.cn    |
|    | 马冰竹 | 销售经理      | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn      |
|    | 郑龔  | 广深销售负责人   | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 杨新意 | 广深销售联席负责人 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn      |
|    | 龚之涵 | 高级销售经理    | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |
| 广深 | 丁凡  | 销售经理      | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn  |
|    | 杨举  | 销售经理      | 13668255142 | 13668255142 | yangju@swsc.com.cn   |
|    | 陈韵然 | 销售经理      | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn    |
|    | 林哲睿 | 销售经理      | 15602268757 | 15602268757 | lzs@swsc.com.cn      |

---