

2025年03月11日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

全流程为病理数字化智能化赋能

—安必平（688393.SH）公司动态研究报告

买入（首次）

投资要点

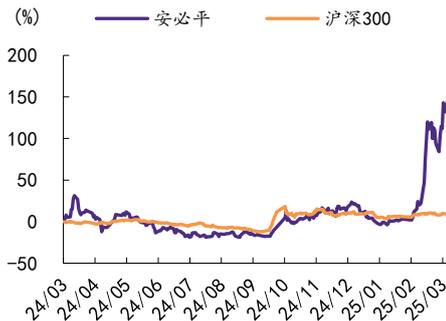
分析师：胡博新 S1050522120002
hubx@cfsc.com.cn

基本数据

2025-03-11

当前股价（元）	41
总市值（亿元）	38
总股本（百万股）	94
流通股本（百万股）	94
52周价格范围（元）	14.07-42.5
日均成交额（百万元）	50.18

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

完整病理平台布局，市场地位稳固

公司为国内病理诊断领域产品线最齐全、种类最丰富、业务模式最多元的企业之一，截止2024年6月，公司获得国内超800个病理诊断相关注册/备案证，适用于多种肿瘤的筛查与诊断。公司深耕病理行业20年，自主研发了液基细胞学（LBP）、免疫组织化学（IHC）、荧光原位杂交（FISH）、数字病理（DP&AI）、聚合酶链式反应（PCR）、常规病理等技术平台的配套设备、试剂耗材。在FISH领域，公司为国内第一梯队品牌，拥有三类注册证10个，其中新获批的胃癌HER2检测伴随诊断试剂盒为国内首家。在IHC领域，公司产品线持续丰富，自动化设备升级，有望逐步替代进口市场。

病理数字化产品体系逐步丰富

病理数字化是智能化的基础。公司自主研发的IBL500数字病理切片扫描仪，通量升级至480片，满足构建病理大模型的高通量数据要求。公司还在探索整合“存储、管理、治理、应用”的一站式病理专病库服务。2024年上半年数字化产品贡献收入549.79万元，同比增146.12%。

AI加持，打造一体化方案落地

公司努力打造“试剂+设备+数字扫描+AI判读”一体化，实现样本进-结果出，为病理科提供“自动化、标准化、数字化、智能化”整体解决方案。在宫颈癌筛查领域，公司基于标准沉降式技术原理，独家研发出——Xpro90液基细胞全自动智检流水工作站，在宫颈癌人工智能细胞学辅助诊断系统（LBP-PIAS）的加持下，能减少病理医生阅片工作量，并大幅提升准确率。

盈利预测

病理科是AI应用拓展最早，效率提升显著领域之一，进入2025年“瑞智病理”大模型发布，病理AI进入加速发展的阶段。公司业务服务于病理诊断的全流程，是病理数字化和智能化重要环节。公司收入结构也从受集采影响的HPV试剂逐步向数字化病理业务升级，我们预测公司2024-2026年收入分别为4.71、5.33、6.07亿元，归母净利润分别为0.26、0.34、0.51亿元，EPS分别为0.28、0.37、0.54元，因为AI病理和新产品都在投入期，公司研发费用占到了收入

的较高比例，采用 PS 估值，当前股价对应 PS 分别为 8.1、7.2、6.3 倍，看好公司目前在病理智能化趋势中产业定位，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

HPV 集采降价风险；新产品推广不确定风险；销售人员增加带来费用增加的不确定性风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	497	471	533	609
增长率（%）	-2.0%	-5.3%	13.2%	14.3%
归母净利润（百万元）	40	26	34	51
增长率（%）	-6.2%	-35.6%	33.5%	46.9%
摊薄每股收益（元）	0.43	0.28	0.37	0.54
ROE（%）	3.2%	2.1%	2.7%	3.9%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

22222222

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	68	114	119	125
应收款	250	236	267	305
存货	75	73	81	91
其他流动资产	175	174	177	180
流动资产合计	568	598	644	701
非流动资产:				
金融类资产	157	157	157	157
固定资产	308	287	268	250
在建工程	0	0	0	0
无形资产	6	6	6	6
长期股权投资	24	24	24	24
其他非流动资产	494	494	494	494
非流动资产合计	832	812	792	774
资产总计	1,400	1,409	1,436	1,474
流动负债:				
短期借款	21	21	21	21
应付账款、票据	37	36	40	45
其他流动负债	45	45	45	45
流动负债合计	110	103	107	111
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	51	51	51	51
非流动负债合计	51	51	51	51
负债合计	162	154	158	163
所有者权益				
股本	94	94	94	94
股东权益	1,238	1,255	1,278	1,312
负债和所有者权益	1,400	1,409	1,436	1,474

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	21	12	26	42
少数股东权益	-19	-14	-8	-8
折旧摊销	38	21	19	18
公允价值变动	6	5	5	5
营运资金变动	-29	8	-37	-46
经营活动现金净流量	17	33	6	11
投资活动现金净流量	-33	21	19	18
筹资活动现金净流量	62	-9	-12	-17
现金流量净额	46	45	13	12

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	497	471	533	609
营业成本	157	149	165	184
营业税金及附加	5	4	5	5
销售费用	183	181	192	213
管理费用	77	71	75	79
财务费用	-8	0	0	0
研发费用	63	56	69	82
费用合计	315	308	335	374
资产减值损失	-7	-2	-2	-2
公允价值变动	6	5	5	5
投资收益	-1	1	2	2
营业利润	22	14	33	51
加:营业外收入	1	1	1	2
减:营业外支出	6	4	3	3
利润总额	17	11	31	50
所得税费用	-4	-1	5	7
净利润	21	12	26	42
少数股东损益	-19	-14	-8	-8
归母净利润	40	26	34	51

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	-2.0%	-5.3%	13.2%	14.3%
归母净利润增长率	-6.2%	-35.6%	33.5%	46.9%
盈利能力				
毛利率	68.5%	68.4%	69.1%	69.8%
四项费用/营收	63.3%	65.4%	62.9%	61.4%
净利率	4.2%	2.6%	5.0%	6.9%
ROE	3.2%	2.1%	2.7%	3.9%
偿债能力				
资产负债率	11.5%	10.9%	11.0%	11.0%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	2.0	2.0	2.0	2.0
存货周转率	2.1	2.1	2.1	2.1
每股数据(元/股)				
EPS	0.43	0.28	0.37	0.54
P/E	95.8	148.8	111.4	75.9
P/S	7.7	8.1	7.2	6.3
P/B	3.0	3.0	2.9	2.9

医药组介绍

胡博新：药学专业硕士，10 年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

俞家宁：美国康奈尔大学硕士，2022 年 4 月加入华鑫证券研究所，从事医药行业研究。

谷文丽：中国农科院博士，2023 年加入华鑫证券研究所。

吴景欢：中国疾病预防控制中心博士、副研究员，研究方向为疫苗、血制品、创新药，7 年的生物类科研实体经验，3 年医药行业研究经验。

欧阳东方：欧阳东方：哈佛医学院附属麻省总医院博士后研究员，多伦多大学生物医学工程博士，2024 年加入华鑫证券研究所。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。