

2025 年 03 月 28 日

证券研究报告·2024 年年报点评

海尔生物 (688139) 医药生物

当前价: 35.43 元

目标价: ——元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

24 年业绩符合预期, 25 年海外有望大幅提速

投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 年年报, 24 年实现营收 22.8 亿元 (+0.1%), 归母净利润 3.67 亿元 (-9.7%), 扣非后归属于上市公司净利 3.21 亿元 (-2.9%)。
- **24 年业绩符合预期, 25 年海外有望大幅提速。** 分季度看, 2024Q1/Q2/Q3/Q4 单季度收入分别为 6.9/5.4/5.6/5 (+0%/-8.1%/+0.5%/+10.4%), 单季度归母净利润分别为 1.4/0.97/0.75/0.57 亿元 (+0.1%/-31.4%/-5%/+17.6%)。24 年存储类收入负增长, 剔除了太阳能疫苗冷藏箱是持平的。24 年非存储类收入+21%。从盈利能力来看, 24 年毛利率 48%, 主要由于执行财政部新会计准则导致会计政策变更、保证类质保费用计入营业成本, 若按同口径还原公司毛利率为 50.43%, 毛利率整体保持稳定。从费用率方面来看, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.7%/7.9%/13.4%/-2.1%。公司持续升级 UADV (用户参与设计、用户参与验证、用户参与应用) 开放式研发模式, 继续深化开放式研发体系布局, 支持产品方案引领。
- **低温存储类业务虽有承压但环比已有所改善, 新产业/非存储类新业务打开成长天花板。** 1) 传统存储类业务有所承压, 公司依托物联网和智慧医疗, 持续推动“产品+服务”模式增值存储类产品, 推动整体稳健发展。低温存储行业需求仍处于常态化回归的过程中, 同比下降主要受太阳能疫苗方案订单执行延迟导致的该项业务下滑所致。低温存储产业下半年降幅逐季收窄, 至第四季度实现同比正增长, 剔除太阳能疫苗方案后低温存储全年收入与去年基本持平; 2) 非低温存储设备快速拓品, 用药自动化、实验室耗材、数字化公卫、采浆耗材等业务继续保持高增长。
- **深耕海外市场, 深化全球布局。** 海外市场剔除太阳能疫苗方案实现双位数增速, 超低温、低温、恒温等产品全线增长; 随着太阳能疫苗方案交付节奏加快, 公司已经基本消化了其订单执行周期延长对海外收入造成的扰动, 2025 年海外市场有望大幅提速。公司已经形成以美国、英国、荷兰、新加坡、印度等国家为核心辐射周边的当地化团队, 新增 56 个产品型号获海外当地化认证, 累计拥有海外产品认证 400 余个。此外, 当地化建设不断加快。公司已在海外多地建立了销售团队、培训及仓储中心, 进一步缩短了产品交付周期。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2025-2027 年归母净利润为 4.4/5.2/6 亿元。考虑到公司未来几年的稳健增长以及未来几年的并购预期, 建议持续关注。
- **风险提示:** 汇率波动风险, 物联网拓展不及预期风险, 海外业务拓展不及预期风险, 并购企业经营及业绩实现或不达预期的风险。

指标\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2283.83	2622.82	3084.04	3627.52
增长率	0.13%	14.84%	17.58%	17.62%
归属母公司净利润 (百万元)	366.63	444.99	523.41	600.30
增长率	-9.71%	21.37%	17.62%	14.69%
每股收益 EPS (元)	1.15	1.40	1.65	1.89
净资产收益率 ROE	8.25%	9.02%	9.73%	10.22%
PE	31	25	22	19
PB	2.58	2.37	2.17	1.98

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

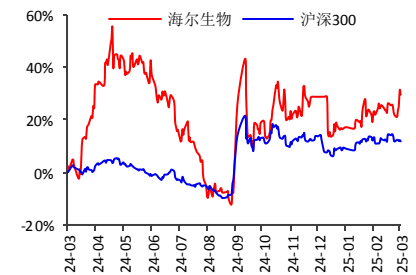
分析师: 陈辰

执业证号: S1250524120002

电话: 021-68416017

邮箱: chch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	3.18
流通 A 股(亿股)	3.18
52 周内股价区间(元)	23.96-44.60
总市值(亿元)	113
总资产(亿元)	57.87
每股净资产(元)	13.75

相关研究

1. 海尔生物 (688139): 低温存储收入环比提升, 新产业收入同比提升 23% (2024-08-27)
2. 海尔生物 (688139): 23 年业绩有所承压, 研发投入助力新产业布局 (2024-04-01)

盈利预测

关键假设：

假设 1：生命科学：生命科学主要包括样本安全产品及解决方案（智慧实验室）。公司在非低温存储类产品品类上不断开拓，推出各类培养箱、离心机等多类新品，进一步丰富了生物培养、离心制备等场景的应用。由于 23 年开始客户端消化库存以及用户开支谨慎导致新增需求疲软，24 年板块增速 6%，但预计趋势会逐步转好。因此我们预计 2025-2027 年整合产品销量增速分别为 15%、18%、19%，毛利率维持稳定。

假设 2：医疗创新：医疗创新目前涉及其他三个场景（智慧公卫、智慧用血、数字医院）。国内城市网复制和方案迭代成效显著，海外克服国际海运困难全力保障太阳能疫苗项交付，高成长态势延续。医疗创新中药品及试剂安全方案的医疗端药品冷藏箱在疫情期间透支需求，疫后逐季修复中。疫苗安全方案与财政支出相关，整体疫苗网血液网复苏趋势明确，但与卫健委合作运作周期较长。血液安全方案的血站及医院物联网在逐步发力，不仅限于单个设备的采购，而是从血站和医院整个物联网连接起来保证血液安全及血液零浪费，整体复苏趋势明显。因此我们预计 2025-2027 年整体产品销量增速分别为 15%、17%、17%，短期内预计毛利率保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司业务分拆收入预测

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
生命科学	营业收入	1094	1258	1485	1761
	YOY	6.1%	15.0%	18.1%	18.6%
	毛利率	49.0%	49.0%	49.0%	49.0%
医疗创新	营业收入	1180	1353	1585	1849
	YOY	-4.9%	14.7%	17.1%	16.7%
	毛利率	47.1%	47.1%	47.1%	47.1%
其他业务	营业收入	10	12	14	17
	YOY	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	35.2%	35.0%	35.0%	35.0%
合计	营业总收入	2,284	2,623	3,084	3,628
	YOY	0.1%	14.8%	17.6%	17.6%
	毛利率	48.0%	47.9%	48.0%	47.9%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2283.83	2622.82	3084.04	3627.52	净利润	381.01	450.99	529.41	607.30
营业成本	1187.91	1365.29	1605.11	1888.16	折旧与摊销	117.97	94.86	106.51	119.08
营业税金及附加	23.29	20.98	24.67	29.02	财务费用	-47.25	-56.70	-68.04	-81.65
销售费用	290.37	333.93	384.01	456.98	资产减值损失	-2.76	-12.00	-12.00	-7.00
管理费用	181.36	199.50	239.40	287.27	经营营运资本变动	-149.20	-79.49	16.66	39.68
财务费用	-47.25	-56.70	-68.04	-81.65	其他	-8.10	-8.68	-21.47	-25.75
资产减值损失	-2.76	-12.00	-12.00	-7.00	经营活动现金流净额	291.67	388.99	551.07	651.67
投资收益	23.79	20.00	20.00	20.00	资本支出	-262.10	-150.00	-150.00	-150.00
公允价值变动损益	5.47	10.00	10.00	15.00	其他	-529.11	20.85	105.53	-13.48
其他经营损益	48.65	50.00	50.00	55.00	投资活动现金流净额	-791.22	-129.15	-44.47	-163.48
营业利润	401.83	475.73	558.45	640.62	短期借款	4.00	-2.01	2.00	0.00
其他非经营损益	0.13	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	401.96	475.73	558.45	640.62	股权融资	-9.70	3.60	0.00	0.00
所得税	20.95	24.74	29.04	33.31	支付股利	-162.57	-73.33	-89.00	-104.68
净利润	381.01	450.99	529.41	607.30	其他	-58.56	86.19	98.04	111.65
少数股东损益	14.38	6.00	6.00	7.00	筹资活动现金流净额	-226.83	14.45	11.04	6.97
归属母公司股东净利润	366.63	444.99	523.41	600.30	现金流量净额	-721.94	274.28	517.65	495.15
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	901.23	1175.51	1693.16	2188.31	成长能力				
应收和预付款项	366.82	361.16	445.59	517.93	销售收入增长率	0.13%	14.84%	17.58%	17.62%
存货	334.74	385.30	458.45	537.52	营业利润增长率	-8.34%	18.39%	17.39%	14.71%
其他流动资产	1049.66	1020.62	929.96	964.18	净利润增长率	-7.54%	18.37%	17.39%	14.71%
长期股权投资	137.99	137.99	137.99	137.99	EBITDA 增长率	-8.06%	8.75%	16.16%	13.59%
投资性房地产	8.86	8.86	8.86	8.86	获利能力				
固定资产和在建工程	902.33	974.16	1034.34	1081.95	毛利率	47.99%	47.95%	47.95%	47.95%
无形资产和开发支出	1160.17	1143.81	1127.45	1111.09	三费率	18.59%	18.18%	18.01%	18.27%
其他非流动资产	925.68	945.35	965.01	984.67	净利率	16.68%	17.19%	17.17%	16.74%
资产总计	5787.47	6152.75	6800.80	7532.50	ROE	8.25%	9.02%	9.73%	10.22%
短期借款	10.01	8.00	10.00	10.00	ROA	6.58%	7.33%	7.78%	8.06%
应付和预收款项	562.45	628.46	746.60	877.83	ROIC	5.97%	6.53%	7.39%	8.29%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.69%	19.59%	19.36%	18.69%
其他负债	596.87	514.20	601.69	699.54	营运能力				
负债合计	1169.33	1150.66	1358.29	1587.37	总资产周转率	0.40	0.44	0.48	0.51
股本	317.95	317.95	317.95	317.95	固定资产周转率	2.88	3.16	3.53	3.95
资本公积	1977.34	1980.94	1980.94	1980.94	应收账款周转率	8.72	8.09	8.51	8.40
留存收益	2219.15	2590.82	3025.24	3520.86	存货周转率	3.99	3.73	3.77	3.77
归属母公司股东权益	4371.55	4749.51	5183.93	5679.55	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.08%	—	—	—
少数股东权益	246.59	252.59	258.59	265.59	资本结构				
股东权益合计	4618.14	5002.10	5442.51	5945.13	资产负债率	20.20%	18.70%	19.97%	21.07%
负债和股东权益合计	5787.47	6152.75	6800.80	7532.50	带息债务/总负债	0.86%	0.70%	0.74%	0.63%
					流动比率	2.59	3.02	3.06	3.12
					速动比率	2.27	2.63	2.67	2.72
					股利支付率	44.34%	16.48%	17.00%	17.44%
					每股指标				
					每股收益	1.15	1.40	1.65	1.89
					每股净资产	13.75	14.94	16.30	17.86
					每股经营现金	0.92	1.22	1.73	2.05
					每股股利	0.51	0.23	0.28	0.33
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	472.54	513.90	596.92	678.05					
PE	30.73	25.32	21.52	18.77					
PB	2.58	2.37	2.17	1.98					
PS	4.93	4.30	3.65	3.11					
EV/EBITDA	18.12	15.86	12.91	10.57					
股息率	1.44%	0.65%	0.79%	0.93%					

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

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。

西南证券研究院

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	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@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	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	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	资深销售经理	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
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn