

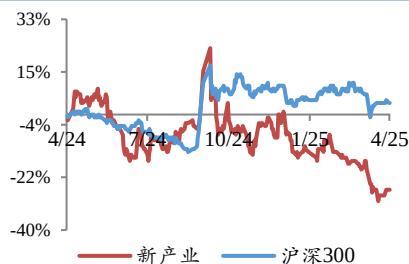
化学发光出海领军 IVD，迎接海外高质量增长

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-04-29

收盘价（元）	52.55
近 12 个月最高/最低（元）	97.20/49.01
总股本（百万股）	786
流通股本（百万股）	680
流通股比例（%）	86.57
总市值（亿元）	413
流通市值（亿元）	357

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：钱琨

执业证书号：S0010524110002

邮箱：qiankun@hazq.com

相关报告

1. 【华安医药】公司点评新产业 (300832)：海外市场增速亮眼，高速机占比持续提升 2024-10-30
2. 【华安医药】公司深度新产业 (300832)：国产化学发光出海开拓者 2024-10-12

主要观点：

● 事件：

2025 年 4 月 25 日，公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报业绩。2024 年全年，公司实现营收 45.35 亿元 (+15.41%)，归母净利润 18.28 亿元 (+10.57%)，扣非净利润 17.20 亿元 (+11.19%)；其中，Q4 单季度营收 11.21 亿元 (+9.75%)；归母净利润 4.45 亿元 (-4.73%)，扣非净利润 3.90 亿元 (-12.58%)。2025 年一季度，公司实现营收 11.25 亿元 (+10.12%)，归母净利润 4.38 亿元 (+2.65%)，扣非净利润 4.17 亿元 (+4.39%)。

● 点评：

● 国内受到价格调整影响，海外增收带来结构优化

2024 年全年，公司实现营收 45.35 亿元，其中国内收入 28.49 亿元 (+9.54%)，毛利率 74.89% (-2.02pct)；海外收入 16.86 亿元 (+27.86%)，毛利率 67.31% (+1.58pct)，海外收入占比年度新高，提升至 37%。受国内集采政策深化和价格调整影响，试剂收入增速放缓，但公司通过优化生产成本与供应链效率，综合毛利率维持在 72.26%。海外收入增长带来收入结构优化，符合公司进一步推进国际化的战略部署。2025 年一季度，公司实现营收 11.25 亿元 (+10.12%)，其中海外主营业务收入达 4.84 亿元 (+27.03%)，试剂类收入同比增长约 40%，海外收入占比进一步提升至 43%，同时海外综合毛利率呈现提升趋势。

● 高质量新增装机持续推进，进一步完善海外版图

国内市场方面，公司持续拓展 X8、X6 及流水线产品 T8 的推广，2024 年完成新增装机 1641 台，大型机装机占比达到 74.65%；公司推出 X10（600T/H）搭配 T8 全实验室自动化流水线实现 2024 年度装机 87 条，形成高端产品组合竞争优势；截至 2024 年末，公司在国内覆盖三级医院数量达到 1732 家，三级医院覆盖率为 44.93%。海外市场方面，公司共计销售化学发光免疫分析仪 4017 台，中大型高端机型占比提升至 67.16%；截至 2025Q1，公司新增印度尼西亚、马来西亚、泰国及韩国子公司，总计实现 14 家子公司本地化运营，进一步完善海外版图。我们认为，公司持续推进海外市场高质量装机及售后服务，有助于海外单产进一步提升，海外业绩主导公司整体业绩的趋势将愈发明显。

● 投资建议：维持“增持”评级

我们预计公司 2025-2027 年营业收入实现 51.14/57.59/64.54 亿元(调整前 25/26 年为 54.09/61.22 亿元)，同比增长 12.8/12.6/12.1%；归母净利润 20.41/23.34/27.06 亿元 (调整前 25/26 年为 22.88/26.61 亿元)，同比增长 11.6/14.4/15.9%；2025-2027 年 EPS 分别为 2.60/2.97/3.44 元，PE 倍数分别为 20/18/15x。维持“增持”评级。

● 风险提示

国内政策调整不及预期、国际贸易摩擦风险、市场竞争加剧风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4535	5114	5759	6454
收入同比 (%)	15.4%	12.8%	12.6%	12.1%
归属母公司净利润	1828	2041	2334	2706
净利润同比 (%)	10.6%	11.6%	14.4%	15.9%
毛利率 (%)	72.1%	72.0%	72.6%	73.6%
ROE (%)	21.3%	19.2%	18.0%	17.3%
每股收益 (元)	2.33	2.60	2.97	3.44
P/E	30.45	20.23	17.69	15.26
P/B	6.49	3.89	3.19	2.64
EV/EBITDA	25.15	15.17	12.58	10.30

资料来源: ifind, 华安证券研究所预测

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5056	6981	9329	12030	营业收入	4535	5114	5759	6454
现金	920	2662	4729	7157	营业成本	1267	1431	1577	1705
应收账款	950	938	1082	1226	营业税金及附加	16	20	22	24
其他应收款	7	8	9	10	销售费用	715	823	935	1035
预付账款	11	22	22	23	管理费用	125	140	158	171
存货	1198	1309	1445	1569	财务费用	-35	-14	-40	-71
其他流动资产	1971	2041	2043	2044	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	4563	4698	4791	4905	公允价值变动收益	29	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	90	100	112	126
固定资产	1274	1448	1606	1633	营业利润	2111	2327	2668	3091
无形资产	245	295	336	392	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	3044	2954	2848	2881	营业外支出	19	0	0	0
资产总计	9619	11678	14120	16935	利润总额	2093	2327	2668	3091
流动负债	909	931	1039	1148	所得税	265	286	334	386
短期借款	0	0	0	0	净利润	1828	2041	2334	2706
应付账款	457	361	420	473	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	452	570	619	675	归属母公司净利润	1828	2041	2334	2706
非流动负债	134	130	130	130	EBITDA	2177	2547	2907	3316
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.33	2.60	2.97	3.44
其他非流动负债	134	130	130	130					
负债合计	1043	1061	1169	1278					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	786	786	786	786					
资本公积	1332	1332	1332	1332					
留存收益	6459	8499	10833	13539					
归属母公司股东权	8577	10617	12951	15657					
负债和股东权益	9619	11678	14120	16935					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1356	2074	2326	2711	成长能力				
净利润	1828	2041	2334	2706	营业收入	15.4%	12.8%	12.6%	12.1%
折旧摊销	219	234	279	295	营业利润	11.4%	10.2%	14.7%	15.9%
财务费用	90	0	0	0	归属于母公司净利	10.6%	11.6%	14.4%	15.9%
投资损失	-90	-100	-112	-126	获利能力				
营运资金变动	-691	-92	-174	-163	毛利率 (%)	72.1%	72.0%	72.6%	73.6%
其他经营现金流	2519	2124	2508	2868	净利率 (%)	40.3%	39.9%	40.5%	41.9%
投资活动现金流	-705	-329	-260	-283	ROE (%)	21.3%	19.2%	18.0%	17.3%
资本支出	-439	-363	-364	-405	ROIC (%)	19.9%	19.1%	17.7%	16.9%
长期投资	-362	-6	-8	-5	偿债能力				
其他投资现金流	96	39	112	126	资产负债率 (%)	10.8%	9.1%	8.3%	7.5%
筹资活动现金流	-790	-12	0	0	净负债比率 (%)	12.2%	10.0%	9.0%	8.2%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	5.56	7.50	8.98	10.48
长期借款	0	0	0	0	速动比率	3.97	5.74	7.27	8.82
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.51	0.48	0.45	0.42
其他筹资现金流	-790	-12	0	0	应收账款周转率	5.78	5.42	5.70	5.59
现金净增加额	-126	1743	2067	2428	应付账款周转率	4.34	3.50	4.04	3.82

每股指标 (元)					估值比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	2.33	2.60	2.97	3.44	P/E	30.45	20.23	17.69	15.26
每股经营现金流薄)	1.73	2.64	2.96	3.45	P/B	6.49	3.89	3.19	2.64
每股净资产	10.92	13.51	16.48	19.93	EV/EBITDA	25.15	15.17	12.58	10.30

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，华安证券研究所副所长，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

分析师：钱琨，主要负责医疗器械行业研究。上海交通大学医学本硕，曾任职于美敦力（上海）管理有限公司、某国产结构性心脏病公司。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。