



安图生物 (603658.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

发光业务进入新一轮周期，流水线+分子诊断+微生物质谱打造多增长极

投资逻辑

集采推动行业变革，发光高速机推广带来份额提升。公司作为国内体外诊断行业领军企业，试剂产品以免疫诊断为主。2024 年安徽省牵头二十八省体外诊断试剂集采中，公司产品采购需求量情况良好且最终以第一次序中标，集采执行后将加速国产化进程。

在高端产品方面，公司高通量化学发光免疫分析仪 AutoLumo A6000 单个分析模块检测速度 600T/h，随着高速机型在医院内装机逐步取得成果，将带动公司免疫试剂在高端市场份额快速提升。

“流水线+分子诊断+微生物质谱”打造多平台增长极。除传统免疫诊断业务外，公司也在拓展多个创新业务拓展：

1) 院内自动化流水线：实验室自动化流水线对多个检测模块进行整合，能显著提升医院检验效率，公司是国内首个推出全自动流水线的国产企业，最新款 Autolas X-1 实现了流水线线体完全国产化，多项关键性能指标优秀，未来将带动核心试剂产品的销售。

2) 分子诊断&基因测序：作为精准医疗的技术基础，分子诊断目前是国内体外诊断增速最快的细分赛道。在基因测序领域，全资子公司思昆生物测序仪产品 Sikun2000 性能优越，在外资 Illumina 公司被商务部禁止国内销售后有望快速抢占市场份额。

3) 微生物质谱：公司开发了多款质谱系统，并配套全自动点样系统和质谱用系列试剂盒，有效构建了微生物质谱整体解决方案。公司同时进一步拓展飞行时间质谱的应用领域，相继在核酸检测、药敏检测等领域的研发均有较好的进展。

国际市场拓展起步，新产品持续亮相。全球体外诊断行业市场规模超千亿美元，市场空间广阔且集中度更高，目前公司产品已经逐步进入中东、亚洲、欧洲等多个地区。2024 年公司海外销售实现 2.86 亿元，同比+36.6%，近期持续推出多款免疫诊断及微生物检测重磅新产品，未来海外市场拓展有望加速。

盈利预测及与投资建议

预计公司 2025-2027 年归母净利润 13.05、15.66、18.84 亿元，同比+9%/+20%/+20%。参考同行业上市公司可比估值情况，给予公司 2025 年 21 倍 PE 估值、12 个月内目标市值 274 亿元，目标价位 47.95 元/股，给予“买入”评级。

风险提示

带量采购及其他医改政策风险；在研项目推进不达预期风险；产品推广不达预期风险；院内需求不及预期风险；股东减持风险。

医药组

分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

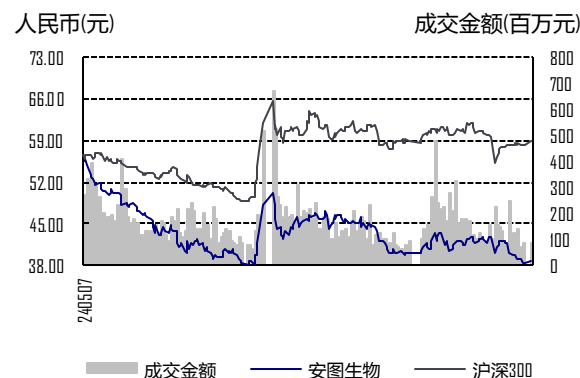
yuan_wei@gjzq.com.cn

分析师：何冠洲 (执业 S1130523080002)

heguanzhou@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：38.81 元

目标价 (人民币)：47.95 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,444	4,471	4,996	5,964	7,081
营业收入增长率	0.05%	0.62%	11.75%	19.36%	18.74%
归母净利润(百万元)	1,217	1,194	1,305	1,566	1,884
归母净利润增长率	4.28%	-1.89%	9.22%	20.05%	20.28%
摊薄每股收益(元)	2.077	2.056	2.283	2.741	3.297
每股经营性现金流净额	2.51	2.25	3.17	3.70	4.55
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.26%	13.86%	14.32%	16.07%	17.80%
P/E	27.45	21.23	17.00	14.16	11.77
P/B	3.92	2.94	2.43	2.28	2.10

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

扎根免疫诊断业务，逐步打造平台化优势.....	4
高度重视研发投入，将技术创新放在战略首位.....	6
国内集采执行推动行业变革，发光高速机推广带来份额提升.....	7
免疫诊断高速机推广有望带来试剂需求增长.....	7
二十八省集采中以首位成功中标，政策推动行业迅速进口替代.....	10
院内自动化流水线推广势在必行，公司产品布局力拔头筹.....	12
分子诊断布局逐步完备，拓展新增长曲线.....	15
积极布局基因测序技术，份额有望受益于商务部外资禁令.....	17
加大微生物质谱系统研发，布局高端应用市场.....	18
国际市场拓展起步，新产品持续亮相.....	20
全球市场份额集中，分子诊断具备增长潜力.....	20
盈利预测及投资建议.....	23
风险提示.....	25

图表目录

图表 1： 公司过去 10 年营业收入保持增长趋势.....	4
图表 2： 公司收入产品结构中试剂类占据主导.....	4
图表 3： 试剂类产品毛利率远高于仪器类产品.....	5
图表 4： 免疫诊断相关产品为公司核心品种.....	5
图表 5： 免疫诊断类产品毛利率较其他业务显著更高.....	5
图表 6： 公司境外业务收入比例逐年提升.....	6
图表 7： 公司在同行业可比企业中保持高研发投入优势.....	6
图表 8： 公司毛利率在同行业企业中具备竞争力.....	7
图表 9： 国内体外诊断市场呈现高速增长.....	8
图表 10： 免疫诊断是国内体外诊断规模最大的细分领域.....	8
图表 11： 国内免疫诊断行业增速预计将快于体外诊断整体行业增速.....	8
图表 12： 免疫诊断能够应用在多个细分检测领域.....	9
图表 13： 外资四大企业占据国内免疫诊断市场主要份额.....	9
图表 14： 公司 AutoLumo A6000 单个模块检测速度可达 600T/h.....	10
图表 15： 2024 年 12 月安徽省牵头率先完成肿瘤标志物和甲状腺功能检测项目带量采购.....	10
图表 16： 肿瘤标志物十六项检测企业采购需求量及分组情况.....	11
图表 17： 甲状腺功能九项检测企业采购需求量及分组情况.....	11



图表 18:	二十八省体外诊断试剂省际联盟集中带量采购 A 组拟中选企业	12
图表 19:	安徽二十八省集采对公司相关项目收入及毛利率影响测算	12
图表 20:	自动化流水线能够优化标本报告时间	13
图表 21:	流水线安装后显著提升了医院检验效率	13
图表 22:	国内实验室自动化系统 TLA 普及率仍较低	14
图表 23:	公司自动化流水线 Autolas X-1	14
图表 24:	AutoLas X-1 自动化流水线线体实现了完全国产化	15
图表 25:	分子诊断技术在诊断市场中比例将逐步提升	15
图表 26:	分子诊断市场具备巨大增长潜力	15
图表 27:	公司全自动核酸提纯及实施荧光 PCR 分析系统 AutoMolec3000	16
图表 28:	公司 AutoMolec 3000 临床优势突出	16
图表 29:	公司分子试剂项目菜单丰富	17
图表 30:	国内基因测序仪市场集中度较高	17
图表 31:	思昆生物基因测序仪 Sikun2000 在国内已逐步实现推广	18
图表 32:	Sikun2000 基因测序仪主要性能参数（一）	18
图表 33:	Sikun2000 基因测序仪主要性能参数（二）	18
图表 34:	国内质谱仪市场规模保持增长趋势	19
图表 35:	全自动微生物质谱检测雄 Autof T 系列（左）及 Autof ms 系列（右）	19
图表 36:	全球体外诊断行业市场规模超千亿美金	20
图表 37:	全球体外诊断市场亚太区域占比仅 23%但增速较快	21
图表 38:	试剂产品在行业中占据主要比例	21
图表 39:	分子诊断及免疫诊断在诊断技术中占据主导	21
图表 40:	外资龙头企业主导全球体外诊断市场份额	22
图表 41:	公司海外市场近年来保持高速增长趋势	22
图表 42:	公司分业务盈利及费用预测	24
图表 43:	可比公司估值情况（截至 2025/05/06）	25

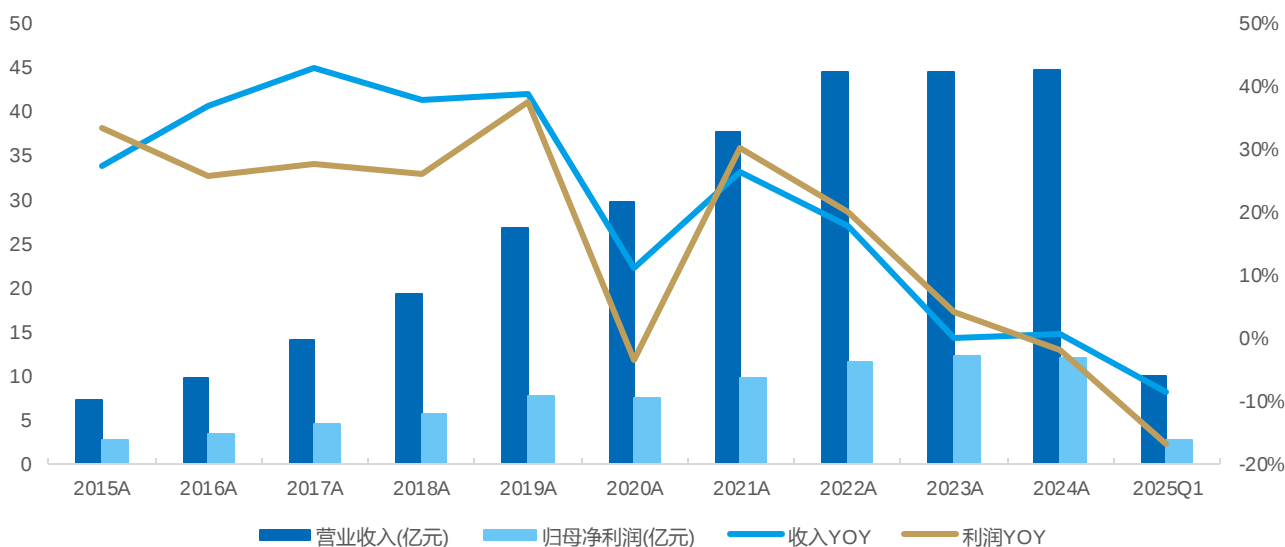


扎根免疫诊断业务，逐步打造平台化优势

安图生物是国内体外诊断行业的领军企业，产品覆盖免疫检测、微生物检测、分子诊断、生化检测等多个主要细分领域，能够为临床诊断提供一系列解决方案。多年来公司始终将技术创新放在战略首位，并且已在全球 80 多个国家和地区设立销售和维修网点。经过二十余年的积淀，公司在技术创新、精良制造、资源整合、客户服务等方面具备一定的规模和特色，成为公司的核心竞争优势。

从公司过去 10 年的业绩表现来看，2019 年之前公司持续保持 25% 以上高速增长，2020 年由于公共卫生事件影响增速短暂调整但后续迅速恢复，2023 年开始由于国内化学发光联盟集采开始逐步落地，产品价格下降等因素对公司业绩产生阶段性影响，预计未来公司有望逐步消化集采带来的影响，长期有望回归平稳增长趋势。

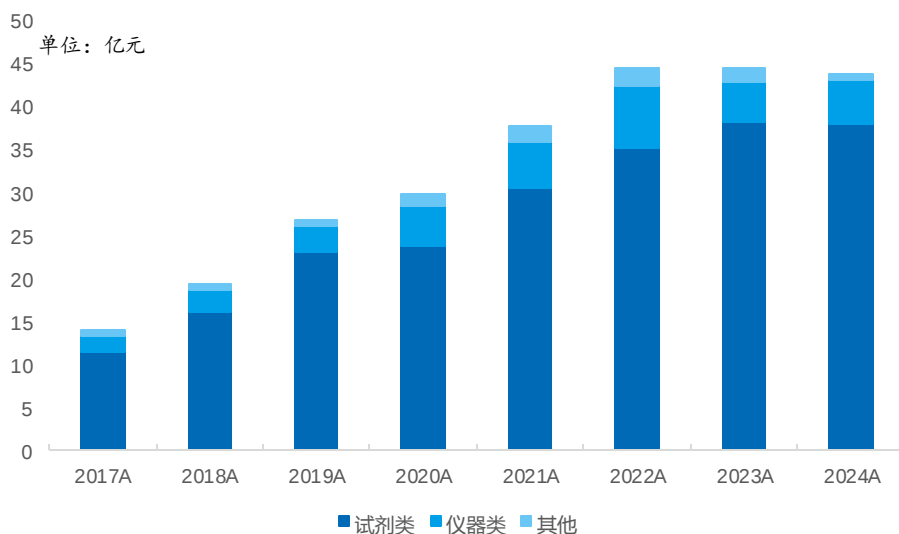
图表1：公司过去 10 年营业收入保持增长趋势



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

2024 年公司主营业务中试剂类产品实现收入 37.97 亿元，同比-0.48%，占公司总收入比例 84.9%，是公司的主要收入来源；仪器类产品实现收入 5.25 亿元，同比+8.85%，占公司总收入比例 11.7%。公司仪器类产品产销率较低，主要由于生产的仪器一部分由于直接销售，另一部分用于配套销售。

图表2：公司收入产品结构中试剂类占据主导

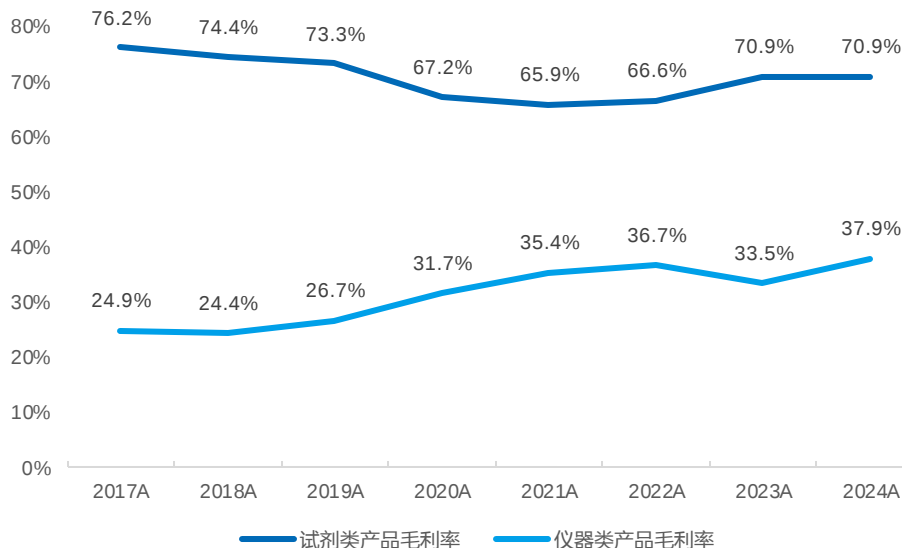


来源：Wind，公司公告，国金证券研究所



公司历史毛利率整体保持相对稳定，2020-2022 年受到公共卫生事件影响产品结构变化出现阶段性下降，2023-2024 年已逐步恢复。试剂类产品毛利率稳定在 70% 左右，显著高于仪器类产品毛利率，由于体外诊断行业仪器与试剂配套使用的模式，仪器类产品的销售推广将带动长期试剂产品的放量。

图表3：试剂类产品毛利率远高于仪器类产品

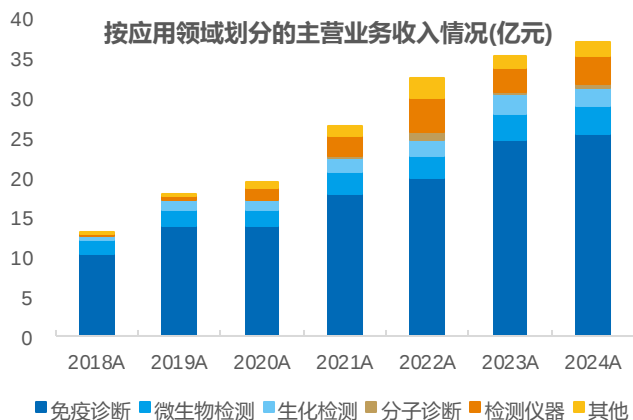


来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

从应用技术领域区分，公司主要诊断产品包括免疫诊断、微生物检测、分子诊断及生化检测，其中免疫诊断相关产品为公司的核心品种，2024 年公司免疫诊断领域产品实现收入 25.56 亿元，同比+2.91%；微生物检测领域实现收入 3.61 亿元，同比+11.48%；生化检测领域实现收入 2.22 亿元，同比-11.21%；分子诊断领域实现收入 3493 万元。

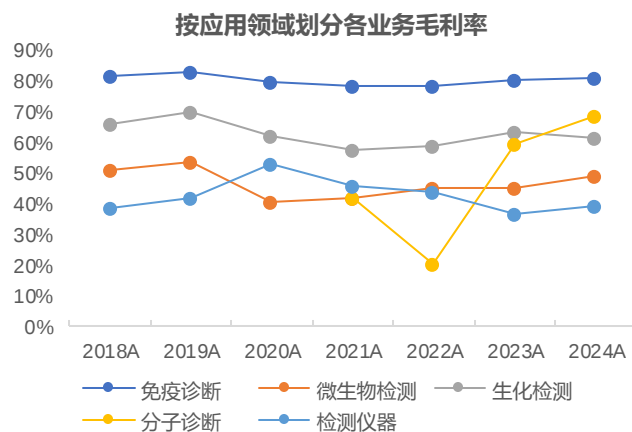
免疫诊断类产品毛利率长期稳定在 80% 左右，显著高于其他领域产品，也是目前公司盈利的核心品种。在国内，公司是业内提供免疫检测产品较多的企业之一，也是能够提供全面免疫检测解决方案的企业之一。

图表4：免疫诊断相关产品为公司核心品种



来源：公司公告，国金证券研究所

图表5：免疫诊断类产品毛利率较其他业务显著更高

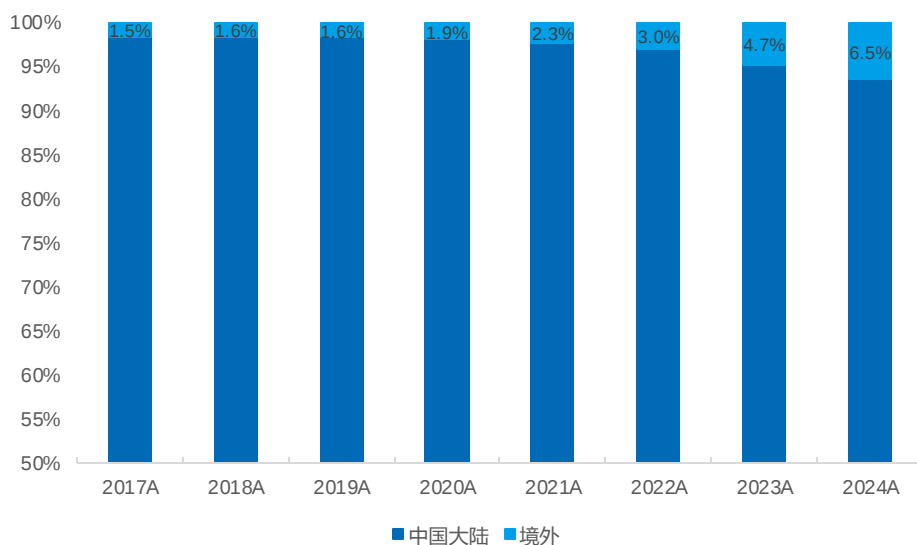


来源：公司公告，国金证券研究所

公司历史销售以国内市场为主，在国内市场试剂产品价格调整的背景下，若只依靠单极增长将面临巨大挑战，近年来公司产品逐步进入中东、亚洲、欧洲、美洲、非洲等多个地区，海外市场销售比例从 2017 年的 1.5% 提升到 2024 年的 6.5%，未来几年国际市场将成为公司拓展的重要区域。



图6：公司境外业务收入比例逐年提升



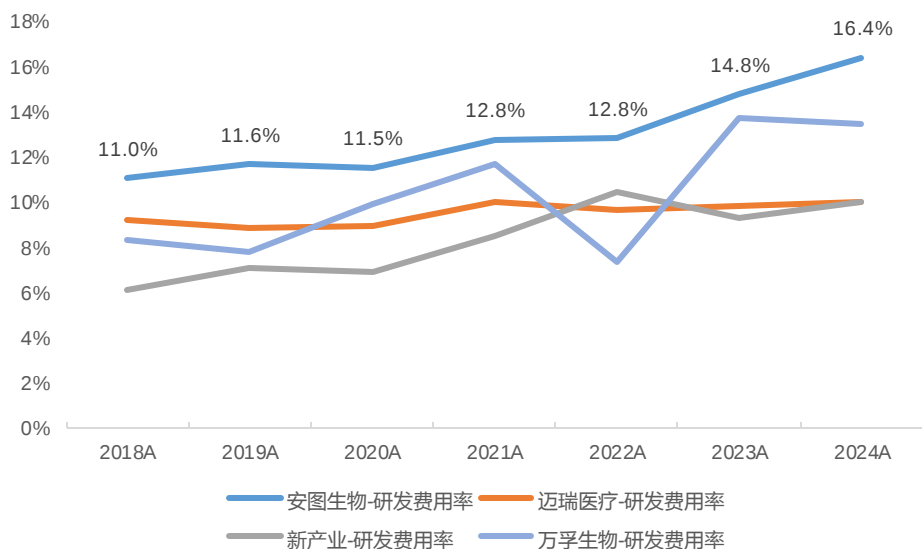
来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

高度重视研发投入，将技术创新放在战略首位

公司重视研发投入和布局，注重生物活性材料等核心原材料的研发，并不断丰富技术开发平台。历史研发投入保持增长趋势，公司研发费用率已经从2018年的11.0%提升到2024年的16.4%，相较同行业可比企业中长期保持高研发投入优势。

截至2024年12月31日，公司研发人员数量1982人，占员工总数的34.33%，拥有郑州、北京、上海、深圳、苏州、北美等多个研发中心，已获得829项产品注册（备案）证书，并取得634项产品的欧盟CE认证。

图7：公司在同行业可比企业中保持高研发投入优势



来源：Wind，各公司公告，国金证券研究所

得益于公司在技术创新和精良制造方面的竞争优势，公司毛利率在同行业中具备一定优势，公司还在不断提升精细化管理水平和生产效率，通过研发改进、工艺提升优化产品稳定性。由于不同公司试剂产品收入结构存在差异，新产业毛利率高于安图生物和万孚生物，安图生物免疫诊断类产品毛利率2024年保持在80%以上，同样具备较强竞争力。



图表8：公司毛利率在同行业企业中具备竞争力

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
安图生物收入规模(亿元)	19.30	26.79	29.78	37.66	44.42	44.44	44.71
安图生物收入增速	37.8%	38.9%	11.2%	26.5%	17.9%	0.1%	0.6%
安图生物毛利率	66.4%	66.6%	59.8%	59.5%	59.8%	65.1%	65.4%
新产业收入规模(亿元)	13.84	16.82	21.95	25.45	30.47	39.30	45.35
新产业收入增速	21.3%	21.5%	30.5%	16.0%	19.7%	29.0%	15.4%
新产业毛利率	80.8%	80.0%	77.2%	71.2%	70.3%	73.0%	72.1%
万孚生物收入规模(亿元)	16.50	20.72	28.11	33.61	56.81	27.65	30.65
万孚生物收入增速	44.1%	25.6%	35.6%	19.6%	69.0%	-51.3%	10.9%
万孚生物毛利率	61.0%	65.2%	69.0%	58.5%	51.8%	62.6%	64.2%

来源：Wind，各公司公告，国金证券研究所

国内集采执行推动行业变革，发光高速机推广带来份额提升

体外诊断是指在人体之外，通过对人体样本（各种体液、细胞、组织样本等）进行检测而获取临床诊断信息，进而判断疾病或机体功能的产品和服务，国际上统称 IVD（In Vitro Diagnostic）。原理是通过试剂和体内物质在体外的反应强度或速度来判断体内物质的性质和数量，用来判断人体的生理状态。

体外诊断行业是保证人类健康的医疗体系中不可或缺的一环。随着人类基因组计划的完成，以及功能基因组学、生物信息学和微电子学等学科的发展进步，过去几年诊断技术发生了巨大的改变。近年来，在各种新技术迅速发展以及大部分国家医疗保障政策逐渐完善的大环境下，体外诊断行业得到了快速发展，已成为医疗市场最活跃并且发展最快的行业之一。

根据诊断技术，体外诊断市场分为血液诊断、分子诊断、免疫诊断、凝血诊断、生化诊断、微生物检测等。免疫诊断主要用于激素、肿瘤标记物、内分泌功能、传染性疾病等项目的检测。生化诊断主要集中于酶类、糖类、脂类、蛋白和非蛋白氮类、无机元素类、肝功能、肾功能等检测，是国内外发展最早、最成熟的体外诊断细分领域。分子诊断主要应用于感染性疾病、肿瘤诊断、遗传病诊断、优生优育等。

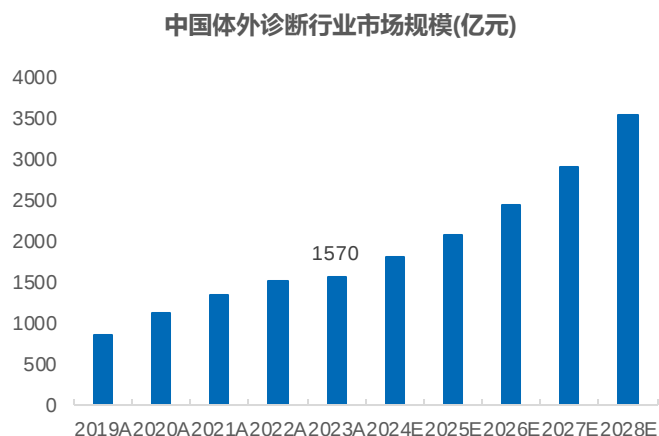
免疫诊断高速机推广有望带来试剂需求增长

根据公司公告披露，从细分领域看，免疫诊断是国内体外诊断市场中规模最大、品种最多的细分领域，规模占比达到 28%。免疫学检测方法是应用免疫学理论设计的一系列测定抗原、抗体、免疫细胞及其分泌的细胞因子的实验方法。近年来国内的临床应用以化学发光检测技术为主，其具有高灵敏度、高特异性、高通量、高稳定性、易操作等优点。

随着国内体外诊断技术水平的更新换代，近十年国内生化诊断的市场趋于成熟，增长逐渐放缓。凝血检测领域近年来随着检验项目的不断完善，取得了相对快速的发展。国内分子诊断起步较晚但增速迅猛，未来有赶超之势。微生物检测方面，近些年业内影响最大的是基质辅助激光解吸电离飞行时间质谱（MALDI-TOF）以及药敏检测精准化、快速化的技术突破。从整体来看，体外诊断产品的竞争已经从单机模式发展到流水线，检验实验室自动化、智能化整体解决方案成为趋势。

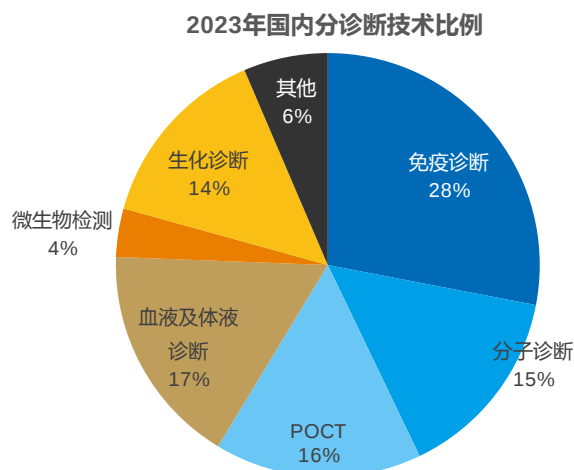


图表9：国内体外诊断市场呈现高速增长



来源：《2024 年中国流式荧光行业报告》，头豹研究院，国金证券研究所

图表10：免疫诊断是国内体外诊断规模最大的细分领域



来源：《2024 年中国流式荧光行业报告》，头豹研究院，国金证券研究所

2023 年国内免疫诊断行业市场规模达到 440 亿元，预计到 2028 年市场规模有望达到 1055 亿元，5 年复合增速 19.1%，快于国内体外诊断整体行业增速。伴随着居民人均医疗支出的提升、免疫诊断特检项目的增加、医疗检测场景的扩充和检测技术的持续迭代进步，未来国内免疫诊断市场有望进一步扩容增长。

图表11：国内免疫诊断行业增速预计将快于体外诊断整体行业增速

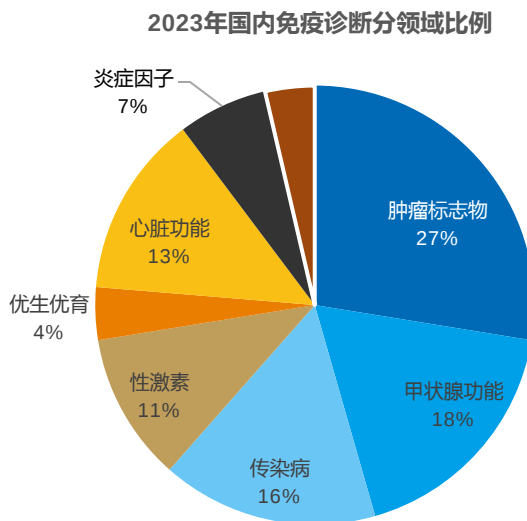


来源：《2024 年中国流式荧光行业报告》，头豹研究院，国金证券研究所

免疫诊断主要用于激素、肿瘤标记物、内分泌功能、传染性疾病等项目的检测，其中肿瘤标志物、甲状腺功能、传染病、心脏功能占比较大，分别达到 27%、18%、16%、13%，肿瘤标志物、甲状腺功能和传染病项目也是目前国内最早开始落地带量采购的检测领域。



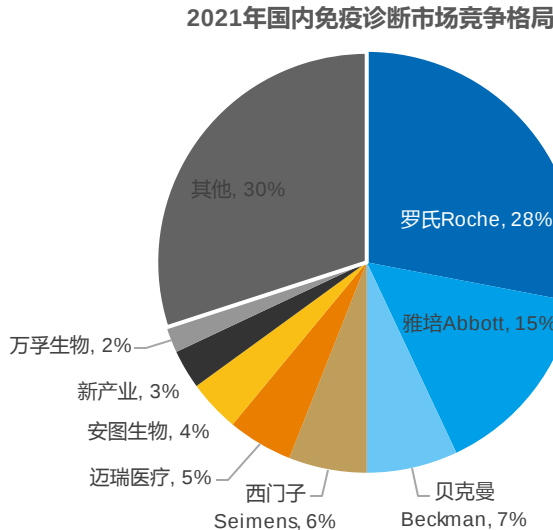
图表12：免疫诊断能够应用在多个细分检测领域



来源：《2024 年中国流式荧光行业报告》，头豹研究院，国金证券研究所

从免疫诊断市场竞争格局来看，国内进口替代空间依然较大，超过 50% 的市场份额被头部四家外资企业罗氏、雅培、贝克曼、西门子占据，其中罗氏占比达到 28%，是目前国内市场的主导者。国产企业中，迈瑞医疗、安图生物、新产业名列前茅，其中安图生物市场份额达到 4%，但相比外资罗氏企业来讲仍有较大差距。未来随着带量采购政策的实施、国产厂商产品力的不断提升突破，国内头部企业份额有望加速提升。

图表13：外资四大企业占据国内免疫诊断市场主要份额



来源：《中国医疗器械蓝皮书(2022)》，前瞻产业研究院，国金证券研究所

磁微粒化学发光免疫检测技术是目前国际先进的主流技术方向，经过多年的研究开发，公司陆续推出了基于单个检测管理下达 200 测试/小时、100 测试/小时、180 测试/小时和 600 测试/小时的系列全自动磁微粒化学发光仪器，其中高通量化学发光免疫分析仪 AutoLumo A6000 单个分析模块检测速度 600T/h，支持 1~4 台联机使用，最高可达 2400T/h；支持试剂 5min 快速混匀，试剂仓支持整机休眠模式下不间断冷藏，缩短实验准备时间。仪器适用于 100 余种磁微粒化学发光检测试剂，可检测肿瘤相关抗原、肝病、激素、感染性疾病、肝纤维化、呼吸道病原体、心肌疾病等多种项目。



图表14: 公司 AutoLumo A6000 单个模块检测速度可达 600T/h



来源: 公司官网, 国金证券研究所

随着公司高速机型在医院内装机数量的逐步提升, 产品可为临床医院、体检、第三方独立实验室、疾病控制、人口与计划生育等市场提供低成本、大通量解决方案, 将带动公司免疫试剂的销售后续持续增长, 同时提升公司在高端市场的份额。

二十八省集采中以首位成功中标, 政策推动行业迅速进口替代

近年来体外诊断领域的带量采购、DRG 等政策陆续落地。2024 年 12 月, 安徽省医保局接连发布《二十八省(区、兵团)2024 年体外诊断试剂省际联盟集中带量采购公告》第 1 号、第 2 号和第 3 号文件, 针对肿瘤标志物 16 项检测和甲状腺功能 9 项检测进行带量采购, 以下为此次带量采购的主要规则:

图表15: 2024 年 12 月安徽省牵头率先完成肿瘤标志物和甲状腺功能检测项目带量采购

二十八省联盟集采主要规则内容	
意向采购量	肿瘤标志物16项首年2.4亿人份, 甲状腺功能9项首年3.0亿人份, 合计约5.5亿人份
最高有效申报价	肿瘤标志物cPSA单项12元, AFP、CEA 2项17元, CA50、CA242、CA15-3等12项27元, HE4 单项40元; 甲状腺功能TSH、T4等5项14元, TG单项20元, TGA、ANTI-TPO 2项23元, TRAb单项25元;
拟中选规则	规则一按照申报企业数量取价格由低到高的特定企业中选; 规则二(保底中选规则)按照“申报降幅>50%, 增补为拟中选企业”
分组规则	意向采购量前90%进入A组, 剩余进入B组, 甲功类T3、T4、TSH、FT3、FT4五种产品有缺漏的进入C组, 但按中选规则一拟中选的B/C组, 要调平至A组的平均拟中选价; 按中选规则二拟中选的B/C组, 要调平至A组的最低拟中选价;

来源: 安徽省医保局, 国金证券研究所

肿瘤标志物共有 90 个企业参与肿瘤标志物检测竞价, 其中 A 组共有 9 家企业, B 组 81 家。肿标 A 组企业中, 4 家为进口品牌, 5 家为国产品牌。采购需求量占比方面, A 组企业进口品牌占比 57.4%, 国产品牌占比 42.6%: 安图生物作为国产头部企业在报量中排在 A 组第五位, 份额比例达到 9.3%。


图表16：肿瘤标志物十六项检测企业采购需求量及分组情况

企业	首年采购需求量(人份)	占总采购需求量比例	分组
罗氏	88176972	32.4%	A组
迈瑞	38813369	14.2%	A组
新产业	28380952	10.4%	A组
雅培	27212208	10.0%	A组
安图	25320593	9.3%	A组
贝克曼	17616680	6.5%	A组
西门子	9541398	3.5%	A组
迈克生物	7615746	2.8%	A组
亚辉龙	5507803	2.0%	A组
万泰	3538231	1.3%	B组
沃文特	2871057	1.1%	B组
透景生命	2818728	1.0%	B组
其他	15125576	5.5%	B组
合计	272539313	100%	

来源：安徽省医保局，国金证券研究所

甲状腺功能共有 96 个企业参与甲状腺功能检测竞价，其中 A 组共有 8 家企业，B 组 80 家，C 组 8 家。甲功 A 组企业中，4 家为进口品牌，4 家为国产品牌。采购需求量占比方面，A 组企业进口品牌占比 63.5%，国产品牌占比 36.5%：安图生物在报量中排在 A 组第七位，份额比例达到 6.7%。

图表17：甲状腺功能九项检测企业采购需求量及分组情况

企业	首年采购需求量(人份)	占总采购需求量比例	分组
罗氏	99919455	29.5%	A组
迈瑞	44728375	13.2%	A组
贝克曼	39640458	11.7%	A组
西门子	33354360	9.8%	A组
新产业	31587372	9.3%	A组
雅培	26022181	7.7%	A组
安图生物	22859946	6.7%	A组
迈克生物	9564569	2.8%	A组
亚辉龙	7379673	2.2%	B组
沃文特	3798168	1.1%	B组
中元汇吉	2783052	0.8%	B组
科美诊断	2777327	0.8%	B组
其他	14399408	4.2%	B组或C组
合计	338814344	100%	

来源：安徽省医保局，国金证券研究所

最终 2025 年 1 月 3 日，安徽省医保局发布《二十八省（自治区、直辖市）体外诊断试剂省际联盟集中带量采购拟中选企业公示》。从最终结果来看，公司在肿瘤标志物检测和甲状腺功能检测项目中均通过第一次序成功中标，预计后续带量采购执行后公司在国内市场份额有望加速提升。



图表18：二十八省体外诊断试剂省际联盟集中带量采购A组拟中选企业

项目	申报企业	拟中选结果
肿瘤标志物检测	安图生物	规则一拟中选
	新产业	规则一拟中选
	亚辉龙	规则一拟中选
	罗氏	规则一拟中选
	迈瑞医疗	规则一拟中选
	雅培	规则一拟中选
	贝克曼	规则二拟中选
	西门子	规则二拟中选
	迈克生物	规则二拟中选
甲状腺功能检测	安图生物	规则一拟中选
	新产业	规则一拟中选
	罗氏	规则一拟中选
	迈瑞医疗	规则一拟中选
	贝克曼	规则一拟中选
	西门子	规则二拟中选
	雅培	规则二拟中选
	迈克生物	规则二拟中选

来源：安徽省医保局，国金证券研究所

在价格方面，根据此次中选规则二按照50%价格降幅估算，预计国产厂商依然能保留合理的利润空间，且由于此次带量采购使不同厂商间的价格差距大幅缩小，我们判断具备成本优势的国产头部厂商未来将具备更强的竞争力和盈利能力，进口替代进程将进一步加速。

图表19：安徽二十八省集采对公司相关项目收入及毛利率影响测算

安徽2024年集采项目测假设	
中标价相比最高申报价降幅	-50%
出厂端降幅	-20%
带来销量增幅影响	15%
集采前项目毛利率	80.1%
单位成本	假设不变化
安徽2024年集采影响测算	
集采项目收入变化	-8%
集采后项目毛利率	75.1%
集采项目毛利率变化	-5.0pct
集采项目毛利变化	-14%

来源：Wind，国金证券研究所

院内自动化流水线推广势在必行，公司产品布局力拔头筹

实验室自动化系统（Laboratory Automation System, LAS）又称为自动化检验流水线，是指对实验室内某一个或多个检测系统的整合，通过轨道和信息系统，实现各分析仪器与样本分析前、后的处理单元的物理连接，形成网络化的集合体。在医学检验领域，流水线可以进一步细分为全实验室自动化系统（Total Laboratory Automation, TLA）和任务目标自动化系统（Task Targeted Automation, TTA）。

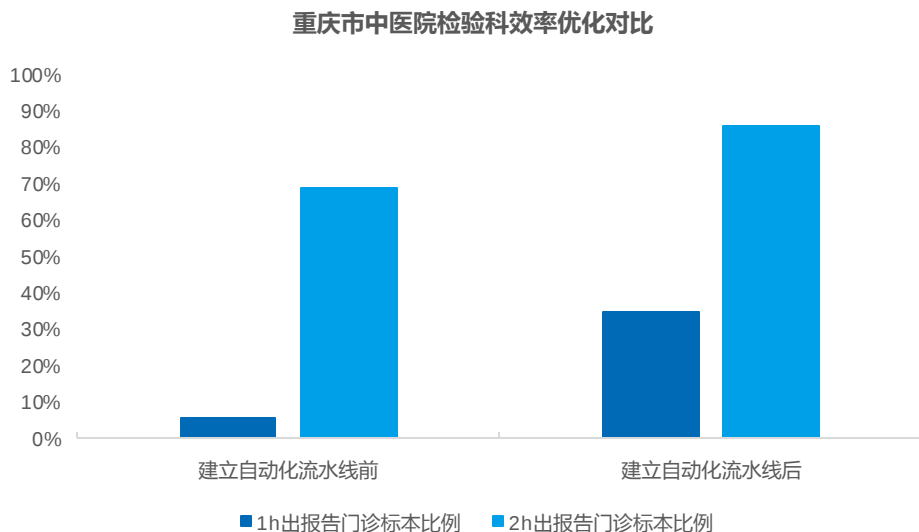
由于医疗人员的短缺成为医疗体系面临的重大挑战之一，使得医学实验室的自动化成为发展趋势。在医疗改革、医院高质量发展大背景的影响下，医学实验室面临着提质增效的挑战，为了给患者和临床提供准确且及时的报告，提供更高质量的服务，引入自动化流水线成为众多实验室的主要选择之一。

根据重庆市中医院检验科检验师郭光波阐述，科室流水线投入使用后，样本编号、离心、样本信息和检验项目的输入等过程全部实现了自动化，生化免疫标本的检验周转时间（TAT）明显缩短。建立自动化流水线前约5.6%的门诊标本在1h出报告，约69%的门诊标本在2h出报告，建立自动化流水线后1h出报告的门诊标本达到35%，2h出报告的门诊标本达到



86%。建立流水线前由于优先考虑了门诊标本的 TAT，住院标本的 TAT 极大延长，29%的住院标本 TAT 都超过了 5h，34%的住院标本 TAT 超过 6h。而建立流水线后 85%的住院标本 TAT 缩短至 2~3h。

图表20：自动化流水线能够优化标本报告时间



来源：IVD 资讯，国金证券研究所

同济大学附属同济医院田佳乐等通过收集急诊检验安装智慧化流水线前后，2019 年 6 月 24 日至 28 日和 2023 年 7 月 24 日至 28 日两个时间段的各项指标数据进行回顾性研究，证明智慧化流水线使得急诊检验的质量指标有了明显的提升，显著提高了检验效率。

图表21：流水线安装后显著提升了医院检验效率

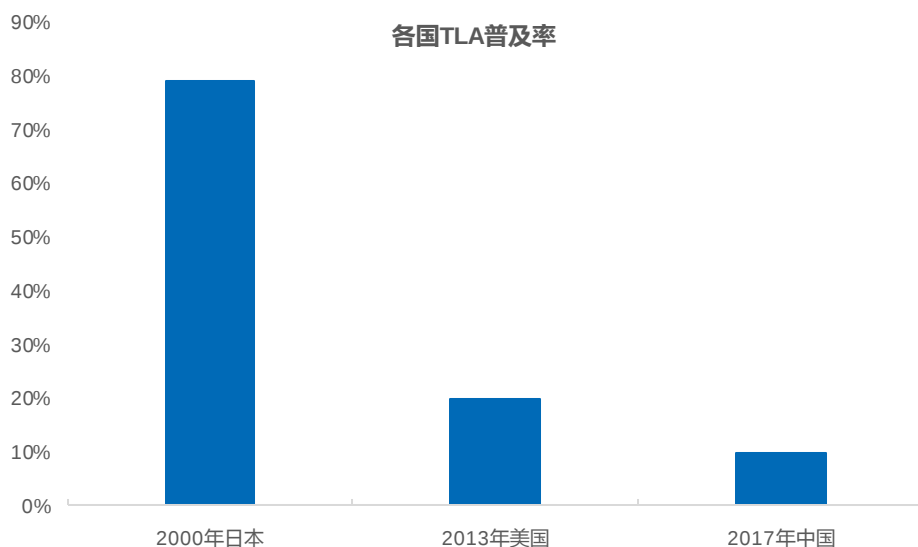
同济大学附属同济医院智慧化流水线安装前后对比				
	样本数（份）	检验前周转时间中位数	质控品消耗量	危急值通报及时率
启用智慧化流水线前	4195	27.1min	750 μl/次	82.5%
启用智慧化流水线后	6639	24.3min	600 μl/次	99.3%

来源：《智慧化急诊流水线在提升急诊检验效能与质量中的应用与探讨》，中华检验医学杂志，国金证券研究所

中国医学装备协会检验医学分会主任委员、北京协和医院检验科主任徐英春教授曾分享过一组数据。2020 年日本大型医院 TLA 普及率达到 79%；2013 年美国实验室 TLA 装机率达 20%；2017 年中国这个数据仅为 10%。在 TLA 普及方面，中国与发达国家之间仍存在较大差距，国内流水线普及度亟待提升。



图表22：国内实验室自动化系统 TLA 普及率仍较低

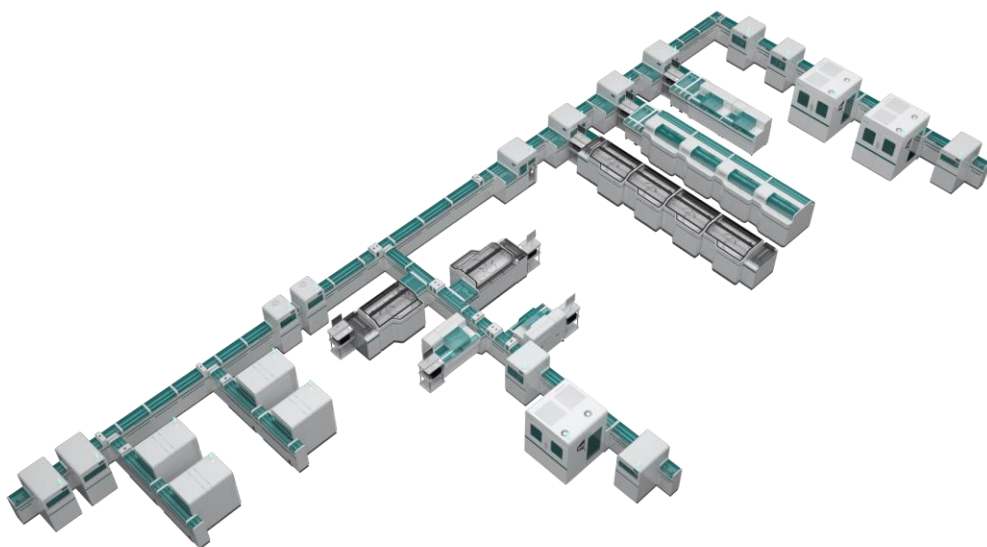


来源：MedTrend 医趋势，国金证券研究所

安图生物于 2017 年在中国市场率先推出医学实验室全自动磁悬浮流水线 Autolas A-1 系列，填补了国产品牌自动化流水线的空白，使公司成为国产第一家推出全自动流水线的企业，为实验室提供了更多的选择。2019 年，安图生物又推出 Autolas B-1 系列全自动生化免疫流水线，可满足紧凑型医学实验室的需求。安图生物流水线产品装机用户已覆盖全国大部分省份，在国产品牌中装机量处于领先地位，并受到用户的高度认可。

安图生物于 2022 年推出了全新自主研发生产自动化流水线 Autolas X-1 系列，该产品实现了流水线线体的完全国产化，提升了线体多项关键性能指标，同时能更好地控制成本，更符合国内医学实验室的使用需求，是安图生物在医学实验室流水线领域从本土品牌到本土研发制造的一次重大突破和跨越。

图表23：公司自动化流水线 Autolas X-1



来源：公司官网，国金证券研究所



图表24: AutoLas X-1 自动化流水线线体实现了完全国产化

Autolas X-1系列主要特点	
立体设计	采用立体可循环的三轨设计，自有转向，支持急诊优先检测；功能模块及分析仪器均可双侧布局
低温离心机	单模块离心速度可达450管/小时，支持多模块拓展
冷藏冰箱	单模块可储存超过15000管标本，支持多模块拓展
全自动凝血分析仪	AutoGimo C6000 单模块恒速600测试/小时
全自动生化分析仪	TBA-FX8 单模块2000测试/小时
化学发光免疫分析仪	AutoLumo A6000/A2000 Plus 单模块600/200测试/小时
AI赋能	率先引入AI智能识别判断系统，全流程AI智能识别标本信息、离心状态、血清量、血清质量等
产品服务	搭配全新升级的AutoLean精益管理整体解决方案，可为客户提供全流程的精益管理服务

来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

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。

公司未来还有新一代流水线系统正在开发阶段，流水线相比单台仪器推广能带来更大价值的订单，随着 X-1 等流水线的不断上市推广装机，公司在头部三级医院的份额有望持续提升，同时带动公司免疫类、生化类试剂销售放量。

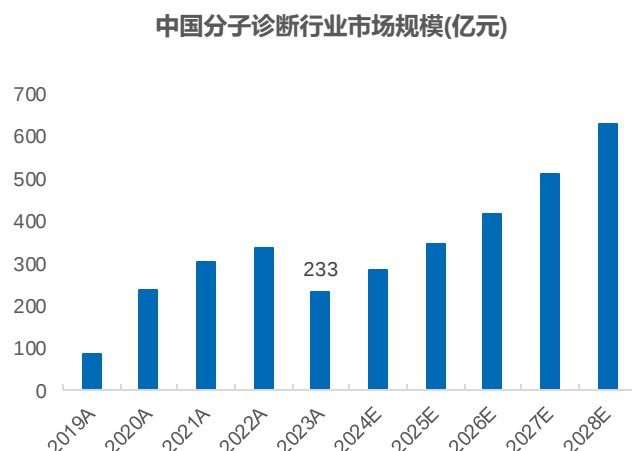
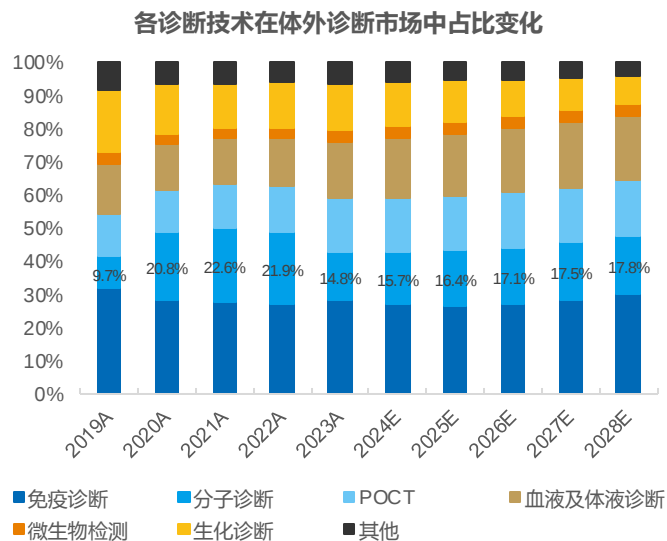
分子诊断布局逐步完备，拓展新增长曲线

分子诊断是应用分子生物学方法，通过检测受检个体或其体内病原体的核酸（DNA、RNA）和蛋白质的状态，来为疾病的预防、诊断、治疗提供信息和依据的一种技术。分子诊断是精准医疗的技术基础之一，也是目前体外诊断增速最快的一个赛道。分子诊断的技术平台主要包括 PCR、基因测序、FISH 和基因芯片等以及包括 SAT 技术等在内的 RNA 恒温扩增技术，主要应用于感染性疾病、肿瘤诊断、遗传病诊断、优生优育等领域。

国内分子诊断市场起步较晚，规模较小但增长迅速。由于 2020 年公共卫生事件影响，国内分子诊断市场规模迅速扩大，预计 2022 年达到 333 亿元，2023 年影响逐步消除后规模下降到 233 亿元。但由于分子诊断技术应用场景多样化，检测结果准确度高，且 2020 年公共卫生事件让大众认识到了分子诊断的重要性，预计未来分子诊断行业将恢复高速增长，预计到 2028 年行业规模有望达到 627 亿元，5 年复合增速 21.9%。

图表25: 分子诊断技术在诊断市场中比例将逐步提升

图表26: 分子诊断市场具备巨大增长潜力



来源：《2024 年中国流式荧光行业报告》，头豹研究院，国金证券研究所

来源：《2024 年中国流式荧光行业报告》，头豹研究院，国金证券研究所

公司分子诊断开发产品菜单覆盖 8 大系列 60 余个项目和随机全自动化核酸(RT-PCR)。截至 2024 年期末，公司分子检测产品已获 26 项注册(备案)证书，并取得了 47 项产品的欧



盟 CE 认证, 主要为感染性病原体类检测产品和人基因类检测产品。经过多年的研究开发, 公司推出系列全自动核酸提纯及实时荧光 PCR 分析系统(AutoMolec3000、AutoMolec1600), 配套新型冠状病毒(2019-nCoV)、甲型流感病毒、乙型流感病毒、合胞病毒、副流感病毒、肺炎支原体、肺炎衣原体、腺病毒、偏肺病毒及 ALDH2、CYP2C19 检测项目, 实现全自动提取+体系构建+扩增, 适合于发热门诊、急诊、海关、口岸及心血管门诊、住院等应用场景。

图表27: 公司全自动核酸提纯及实施荧光 PCR 分析系统 AutoMolec3000



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表28: 公司 AutoMolec 3000 临床优势突出

全自动核酸提纯及实时荧光PCR分析系统AutoMolec 3000主要特点	
自动化程度	样本加样、核酸提取、扩增及分析一体化检测, 减少劳动强度。样本可连续循环上样; 采样管完成宁改后, 2h内可完成96个样品靶标检测; 拥有41个独立模块, 每个模块可单独使用。
急诊功能	能实现单个样本随到随测, 减少样本周转时间。
检测时间	标准RT-PCR模式下, 仅100min便能出具新冠核酸检测结果。
灵敏度	搭配的安图新冠核酸检测试剂盒灵敏度为100copies/ml。
多项目检测	能支持20个不同项目同时检测, 为后疫情时代提供PCR实验室系统化检测。

来源: 公司官网, 国金证券研究所

未来公司还将在传染病、性病、优生优育、个体化用药、快速核酸和非临床等领域全面布局, 不断满足医疗机构多重项目检测的需求。



图表29：公司分子试剂项目菜单丰富



来源：公司官网，国金证券研究所

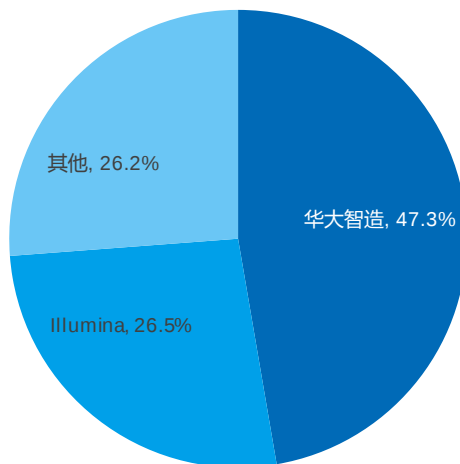
积极布局基因测序技术，份额有望受益于商务部外资禁令

基因测序技术用于对来源于人体样本的脱氧核糖核酸（DNA）进行测序，获得样本序列信息。基于全自动测序系统，开发多款疾病检测产品，通过对人源性样本的突变信息或病原体信息进行核酸序列的检测，结合生物信息学和医学解读系统进行系统分析，服务于临床和科学研究。

据灼识咨询数据显示，国内测序仪市场主要参与者包括华大智造、美国 Illumina 公司等，华大智造国内新增测序仪销售装机 695 台，占国内基因测序行业上游新增装机口径的市场份额 47.3%。而 Illumina 公司同期在国内市场的新增测序仪销售装机量为 389 台，市场份额 26.5%。

图表30：国内基因测序仪市场集中度较高

2023年国内测序仪新增装机竞争格局



来源：MedTrend 医趋势，灼识咨询，国金证券研究所



2025 年 3 月 4 日，商务部发布《不可靠实体清单工作机制关于对美国因美纳公司采取不可靠实体清单处理措施的公告》，禁止美国 Illumina 公司向中国出口基因测序仪，其原有市场份额预计将快速被国内其他厂商替代。Illumina 作为全球基因测序的龙头企业，是公司在国内的主要竞争对手之一，在商务部政策推动下，公司在国内市场份额有望加速提升。

在 NGS（高通量测序技术）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。2023 年，公司全资子公司思昆生物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 Sikun2000 系列在非临床领域上市，同时取得了测序试剂盒的医疗器械注册备案证和生产许可证。2024 年上半年，基因测序仪 Sikun2000 完成了临床试验，测序系统在非临床领域开始试销。

图表31：思昆生物基因测序仪 Sikun2000 在国内已逐步实现推广



来源：思昆生物官网，国金证券研究所

Sikun2000 基因测序仪采用基于芯片表面 DNA 扩增的荧光测序技术及算法，对碱基的光学信号进行识别和处理形成图像信息，对图像信息进行分析后，最终获得对应的基因序列数据，具有重复性好、准确性高、速度快、结果稳定等特点。Sikun2000 搭配多种通量的测序芯片，支持多种读长，满足不同应用领域需求。

图表32：Sikun2000 基因测序仪主要性能参数（一）

Sikun2000性能参数	
性能描述	参数指标
芯片类型	中通量芯片220M Reads 高通量芯片660M Reads
数据产出	中通量芯片11-66Gb 高通量芯片33-200Gb
测序时长	~3.5-24小时
数据质量	Q30>85%-90%

来源：思昆生物官网，国金证券研究所

图表33：Sikun2000 基因测序仪主要性能参数（二）

Sikun2000性能参数				
类型	读长	数据产量	数据质量Q30	运行时间
高通芯片	50循环	33G	>90%	~4.5h
	75循环	50G	>90%	~6h
	300循环	200G	>85%	~24h
中通芯片	50循环	11G	>90%	~3.5h
	75循环	16.5G	>90%	~4.5h
	300循环	66G	>85%	~22h

来源：思昆生物官网，国金证券研究所

此外公司投资并参股了梅丽科技，依托第四代（纳米孔）基因测序技术开发产品，以加速相关基因测序技术的研发和产品落地。

加大微生物质谱系统研发，布局高端应用市场

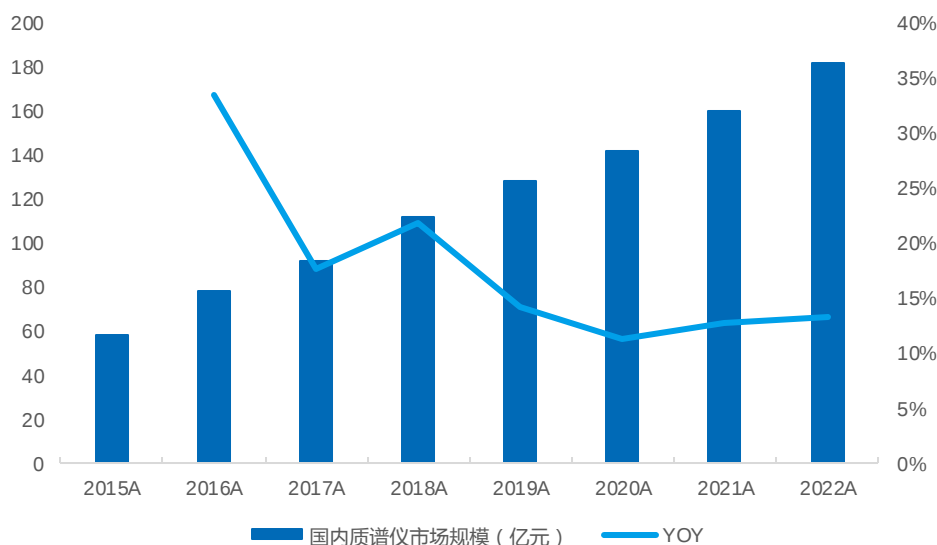
质谱检测是一种用于分析样品中化学成分的技术，能够确定化合物的分子量、结构和组成。其核心原理是将样品分子转化为离子，然后根据离子的质荷比（m/z）进行分离和检测。目前广泛应用在生物医药、化学、环境、食品安全等领域。



质谱技术在国外研究较早，临床应用也较为成熟。在美国、欧洲等许多发达国家，质谱检测项目已达数百项，实验室自建方法（laboratory developed tests, LDT）监管体系较为完善，SCIEX、Waters、ThermoFisher、Agilent、Bruker 等国际质谱仪器巨头经过多年研发相继推出了自己的系列产品，已抢先占领和瓜分了全球大部分市场，样本前处理、质谱检测、结果分析等自动化是质谱发展的方向，临床质谱国际市场正逐步迈向信息化、自动化。

而在国内体外诊断领域，因质谱技术研究较晚、精密制造工艺基础薄弱，高端质谱仪生产尚属空白；自主研发较少，部分关键技术仍有待突破，方法开发能力有限，临床应用也多处于初期阶段；主要集中在微生物鉴定、小分子代谢物、微量元素检测等方面，存在百亿蓝海检测市场。

图表34：国内质谱仪市场规模保持增长趋势



来源：观研天下，国金证券研究所

随着自动化质谱技术的发展，质谱分析正在逐步普及。微生物检测方面，近些年业内影响较大的是基质辅助激光解吸电离飞行时间质谱（MALDI-TOF）以及药敏检测精准化、快速化的技术突破。

公司根据市场需求，进一步加大大全自动微生物质谱检测系统的研制，开发了多款质谱系统，并配套全自动点样系统和质谱用系列试剂盒，有效构建了微生物质谱整体解决方案，同时进一步拓展飞行时间质谱的应用领域，相继在核酸检测、药敏检测等领域的研发均有较好的进展。2024 年 12 月，公司公布其新一代全自动微生物质谱检测系统（型号：Autof TX8、Autof TCX）及液相色谱串联质谱检测系统（型号：AutoChrom X1/Automs TQ6000 IVD System）获得国内医疗器械注册证。核酸质谱 Autof Gene 已取得医疗器械注册证和生产许可证，更多应用方向正在开发中。

图表35：全自动微生物质谱检测雄 Autof T 系列（左）及 Autof ms 系列（右）





来源：安图生物官网，国金证券研究所

质谱检测产品未来有望带动公司在微生物检测领域实现高端市场份额突破，有助于公司在高等级医院及临床场景下的品牌力推广。

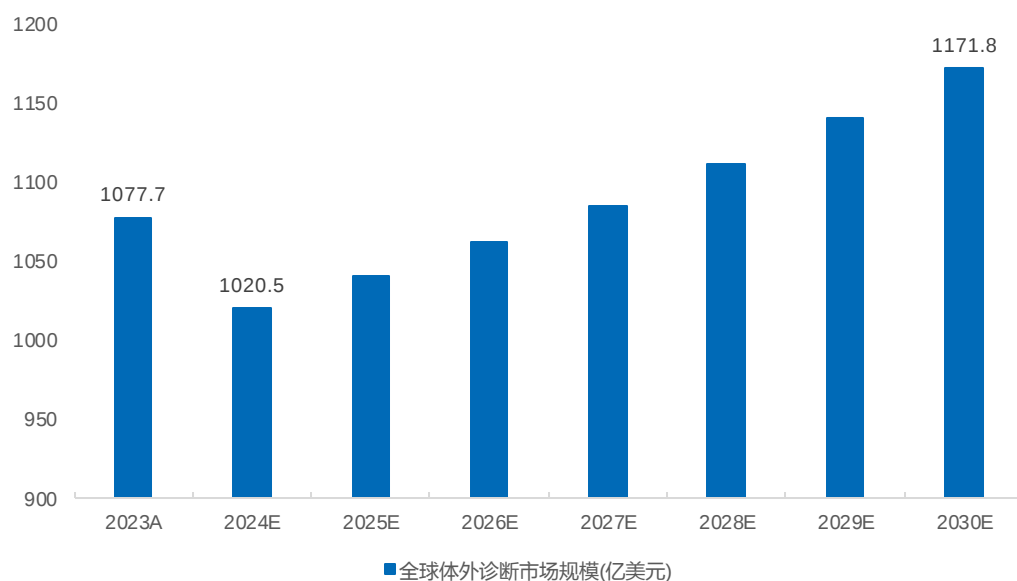
国际市场拓展起步，新产品持续亮相

在国内市场体外诊断试剂产品价格承压的大背景下，国际化拓展对于企业的发展显得尤为重要。海外 IVD 市场具备更广阔的市场空间，凭借优秀的产品竞争力和生产制造能力，公司在国际市场拓展有望逐步推进。

全球市场份额集中，分子诊断具备增长潜力

从全球体外诊断行业市场规模来看，根据 Precedence 的数据，2023 年全球体外诊断行业市场规模达到 1078 亿美元，由于全球公共卫生事件退潮等因素影响，预计 2024 年规模将达到 1021 亿美元，到 2030 年行业市场规模有望达到 1172 亿美元，6 年复合增速 2.3%。

图表36：全球体外诊断行业市场规模超千亿美金



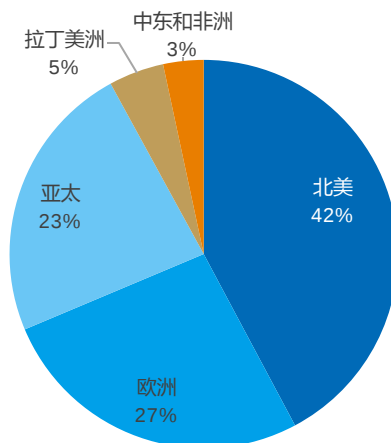
来源：Precedence，国金证券研究所

分区域来看，北美是全球市场规模最大的区域，占比达到 42%；但亚太预计将是未来增长最快的区域，主要得益于居民收入增长带来对医疗需求的增加，中国、印度和部分东南亚国家具有庞大的居民数量和较低的检测渗透率。



图表37：全球体外诊断市场亚太区域占比仅23%但增速较快

2023年全球体外诊断市场分区域比例

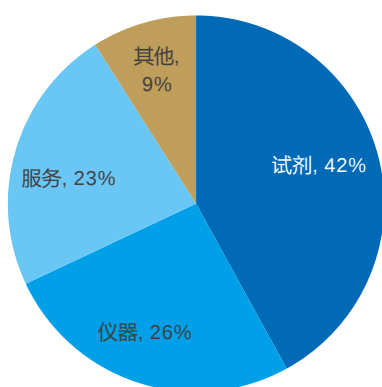


来源：Precedence，国金证券研究所

2023 年分子诊断和免疫诊断在全球市场中占据主导地位，分子诊断预计也将成为未来增速最快的细分市场。

图表38：试剂产品在行业中占据主要比例

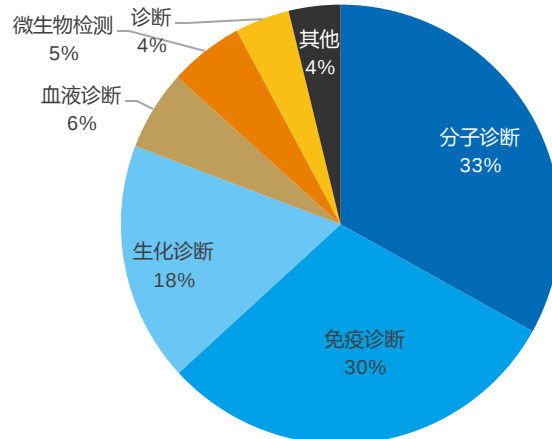
2023年全球体外诊断分产品比例



来源：Precedence，国金证券研究所

图表39：分子诊断及免疫诊断在诊断技术中占据主导

2023年全球分诊断技术比例



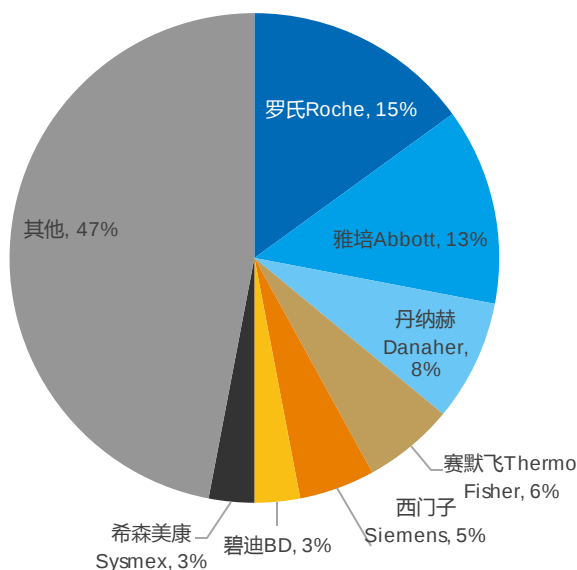
来源：Precedence，国金证券研究所

从竞争格局看，全球体外诊断市场产业发展成熟集中度较高，外资头部企业占据了绝大部分市场份额。2023 年罗氏诊断业务收入达到 141 亿瑞士法郎，雅培诊断业务收入达到 99.84 亿美元，丹纳赫诊断业务收入达到 95.77 亿美元。跨国医疗集团依靠其产品质量稳定、技术含量高及设备制造精密的优势，在全球高端体外诊断市场占据大部分市场份额。



图表40：外资龙头企业主导全球体外诊断市场份额

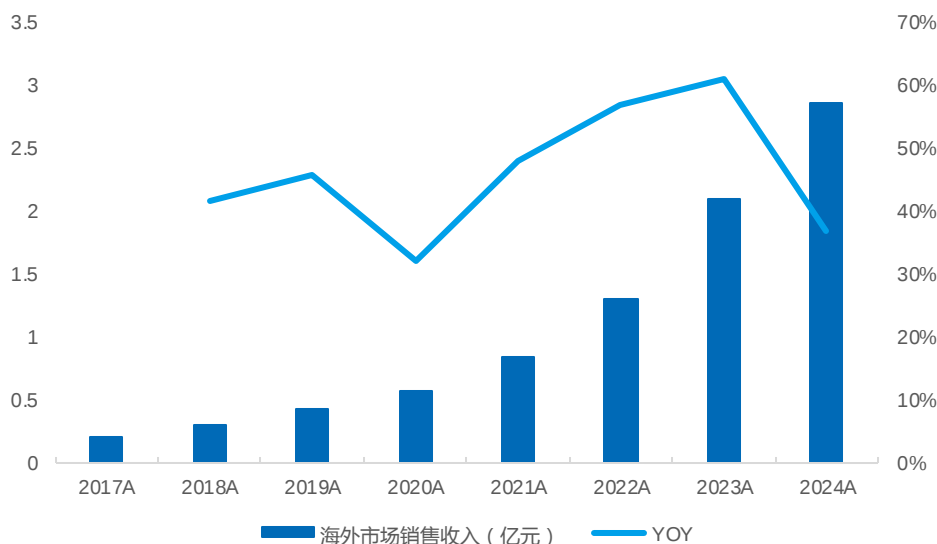
2022年全球体外诊断市场竞争格局



来源：公司公告，各企业年报数据，国金证券研究所

目前公司产品已经进入中东、亚洲、欧洲、美洲、非洲等多个地区，未来几年国际市场将成为公司市场拓展最为重要的区域之一。公司对国际贸易与合作中心架构重组，销售主要依托当地经销商进行，在不同国家优先选择主渠道经销商，通过对其进行专业的培训和提供技术支持，不断培育和壮大经销商队伍。2024 年公司海外销售实现 2.86 亿元，同比+36.6%，近年来持续保持高速增长趋势。

图表41：公司海外市场近年来保持高速增长趋势



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

截至 2024 年年报，公司已获得国际专利 61 项，欧盟 CE 认证的产品达到 634 项，2025 年 2 月，在中东迪拜实验室展（Medlab Middle East 2025）上，公司首次向海外发布了全自动化学发光免疫分析仪 AutoLumo S900、全新一代微生物质谱检测系统 Autof T 系列、全自动生化免疫联机 Autolas Bi2600 三款重磅产品，预计未来公司海外市场拓展有望实现加速增长。



盈利预测及投资建议

我们预计公司 2025 至 2027 年营业收入分别为 49.96、59.64、70.81 亿元，同比+12%、+19%、+19%，免疫诊断类试剂依然将是公司的核心品类，同时分子诊断类产品未来几年预计将保持高速增长。由于国内省际联盟带量采购的逐步实施，公司毛利率 2025 年预计将产生阶段性调整，预计 2025 至 2027 年毛利率分别为 64.9%、65.2%、65.4%。

免疫诊断业务：

- 免疫诊断业务主要包括各类化学发光试剂，品种涉及传染病、肿瘤标志物、甲状腺功能、生殖内分泌等多个检测方向，国内免疫诊断市场进口替代空间依然较大，2024 年 12 月安徽省牵头举行的二十八省联盟集采中公司报量情况良好且以第一次序中标，未来预计公司份额及销售有望加速，我们预计免疫诊断业务 2025-2027 年收入将达到 27.78、33.65、40.37 亿元，同比分别增长 8.7%、+21.1%、+20.0%。
- 成本及毛利率方面，估算公司此次省际联盟集采试剂终端价格较最高限价降幅在 50% 左右，将对公司免疫诊断类业务毛利率产生一定影响。预计 2025 年-2027 年毛利率分别为 77.6%、76.6%、75.7%。

微生物检测业务：

- 微生物检测类业务主要包括微生物样本前处理、自动化培养、微生物质谱检测、微生物鉴定药敏等产品组合，在培养基平板系列产品和微生物质谱检测方面市场份额较高，2025 年新一代全自动微生物质谱检测系统推出后有望带动公司业务加速，预计微生物检测业务 2025-2027 年收入将达到 4.37、5.20、6.16 亿元，同比分别增长 21%、19%、18%。
- 成本及毛利率方面，由于目前公司微生物业务产品价格保持相对稳定，未来随产品结构变化及规模化效应持续毛利率有望小幅提升，预计 2027 年毛利率将达到 51.9%。

生化检测业务：

- 生化检测产品涵盖肝脏疾病、肾脏疾病、心血管病、糖代谢疾病等多类别检测，江西省 2022 年开始将肝功能、肾功能、心肌酶等多个项目陆续纳入带量采购试点，对公司 2024 年销售及产品价格产生阶段性影响。2024 年公司推出新一代高通量全自动生化分析仪 AutoChem B2000 系列，预计 2025 年开始将逐步恢复。预计生化检测业务 2025-2027 年收入将达到 2.52、2.83、3.15 亿元，同比分别增长 14%、12%、11%。
- 成本及毛利率方面，受到试剂产品价格下降带来的影响，预计 2025-2027 年毛利率分别为 59.4%、57.7%、55.9%。

分子诊断业务：

- 分子诊断业务是目前行业增速最快细分赛道，也是公司未来重点拓展的业务，在 2023 年以前公司凭借核酸检测产品获得了一定的品牌认知度，从 2024 年开始国内产品注册逐步完备，随着分子诊断仪器的逐步推广装机，预计未来将在传染病、性病、优生优育等多个领域快速放量，预计分子诊断业务 2025-2027 年收入将达到 0.89、1.81、3.15 亿元，同比分别增长 155%、154%、73%。
- 预计 2025 年至 2027 年公司分子诊断类业务毛利率分别为在 70.2%、71.7%、73.0%。

检测仪器业务及其他产品：

- 2023 年由于公共卫生事件退潮造成检测仪器业务销售出现阶段性下滑，预计未来新的仪器产品将带来销售恢复，预计 2025-2027 年检测仪器业务收入将达到 4.13、4.95、5.79 亿元，同比分别增长 17%、20%、17%。
- 仪器业务毛利率预计将维持在 40% 左右。


图表42：公司分业务盈利及费用预测

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
免疫诊断								
收入(百万元)	1396.8	1805.9	2006.4	2483.3	2555.5	2778.1	3365.0	4037.6
YoY		29.3%	11.1%	23.8%	2.9%	8.7%	21.1%	20.0%
收入占比	46.9%	48.0%	45.2%	55.9%	57.2%	55.6%	56.4%	57.0%
毛利率	79.6%	78.1%	78.5%	80.1%	80.7%	77.6%	76.6%	75.7%
微生物检测								
收入(百万元)	199.0	260.4	272.6	323.5	360.6	437.0	520.9	615.5
YoY		30.9%	4.7%	18.7%	11.5%	21.2%	19.2%	18.2%
收入占比	6.7%	6.9%	6.1%	7.3%	8.1%	8.7%	8.7%	8.7%
毛利率	40.4%	42.1%	45.1%	45.1%	48.9%	49.9%	50.9%	51.9%
生化检测								
收入(百万元)	136.3	186.2	207.3	249.9	221.9	252.9	283.5	315.1
YoY		36.6%	11.4%	20.5%	-11.2%	14.0%	12.1%	11.2%
收入占比	4.6%	4.9%	4.7%	5.6%	5.0%	5.1%	4.8%	4.5%
毛利率	62.3%	57.4%	58.8%	63.4%	61.0%	59.4%	57.7%	55.9%
分子诊断								
收入(百万元)		20.7	83.5	17.4	34.9	89.1	181.7	315.1
YoY			303.1%	-79.2%	101.0%	155.0%	104.0%	73.4%
收入占比		0.5%	1.9%	0.4%	0.8%	1.8%	3.0%	4.4%
毛利率		42.0%	20.5%	59.1%	68.7%	70.2%	71.7%	73.0%
检测仪器								
收入(百万元)	133.0	256.0	434.8	302.3	354.0	413.0	495.3	579.3
YoY		92.5%	69.8%	-30.5%	17.1%	16.7%	19.9%	16.9%
收入占比	4.5%	6.8%	9.8%	6.8%	7.9%	8.3%	8.3%	8.2%
毛利率	53.1%	45.9%	43.6%	36.8%	39.4%	40.6%	41.8%	42.9%
合作/代理产品及其他								
收入(百万元)	1113.1	1236.8	1437.2	1067.3	944.3	1026.4	1117.5	1218.7
YoY		11.1%	16.2%	-25.7%	-11.5%	8.7%	8.9%	9.1%
毛利率	38.8%	39.5%	44.0%	44.7%	41.1%	47.6%	48.5%	49.5%
合计								
营业收入(百万元)	2978.1	3765.9	4441.6	4443.7	4471.2	4996.5	5963.9	7081.3
YoY	11.2%	26.5%	17.9%	0.1%	0.6%	11.7%	19.4%	18.7%
毛利率	59.8%	59.5%	59.8%	65.1%	65.4%	64.9%	65.2%	65.4%
费用假设								
销售费用率	15.6%	16.7%	16.2%	17.2%	17.2%	17.0%	16.8%	16.5%
管理费用率	4.7%	3.9%	3.7%	4.1%	4.7%	4.5%	4.3%	4.0%
研发费用率	11.5%	12.8%	12.8%	14.8%	16.4%	16.0%	16.0%	16.0%
归母净利润(百万元)	747.8	973.7	1167.4	1217.4	1194.5	1304.6	1566.1	1883.8
YoY		30.2%	19.9%	4.3%	-1.9%	9.2%	20.0%	20.3%

来源：Wind，国金证券研究所



随着公司新产品业务拓展推进，近年来公司销售费用率及研发费用率呈现上升趋势，管理费用率保持相对稳定。2024 年公司销售、管理及研发费用率分别为 17.2%、4.7%、16.4%，预计未来整体费用率将保持相对稳定。

- 研发费用率：2022~2024 年公司研发费用率分别为 12.8%、14.8%、16.4%，预计未来研发费用率将稳定在 16%。
- 销售费用率：2022~2024 年公司销售费用率分别为 16.2%、17.2%、17.2%，随着新业务及海外市场拓展未来公司还将保持推广费用投入，集采实施后预计公司国内销售推广及入院费用率有望下降，预计未来公司 2024-2026 年销售费用率将分别为 17.0%、16.8%、16.5%。
- 管理费用率：2022~2024 年公司管理费用率分别为 3.7%、4.1%、4.7%，未来管理费用率将随收入规模增长逐步下降，预计公司 2024-2026 年管理费用率将达到 4.5%、4.3%、4.0%。

预计公司 2025-2027 年归母净利润 13.05、15.66、18.84 亿元，同比+9%/+20%/+20%。

选用相对估值法对公司进行估值，选取 A 股医疗器械企业迈瑞医疗、新产业、万孚生物作为可比公司，2025 年至 2027 年行业平均市盈率分别为 18 倍、15 倍和 13 倍，参考同行业上市公司可比估值情况，基于公司未来份额提升及新业务拓展的趋势，给予公司 2025 年 21 倍 PE 估值、12 个月内目标市值 274 亿元，目标价位 47.95 元/股，给予“买入”评级。

图表43：可比公司估值情况（截至 2025/05/06）

代码	公司名称	当前市值 (亿元)	ROE	净利率	归母净利润					备注	PE		
			2024A	2024A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E
300760.SZ	迈瑞医疗	2,670	32.5%	32.0%	115.82	116.68	134.05	155.65	180.62	国金预测	19.9	17.2	14.8
300832.SZ	新产业	411	21.3%	40.3%	16.54	18.28	21.48	26.48	32.09	国金预测	19.1	15.5	12.8
300482.SZ	万孚生物	101	10.1%	18.4%	4.88	5.62	6.61	7.78	8.79	Wind预期	15.2	13.0	11.5
算数平均											18.1	15.2	13.0
中值											19.1	15.5	12.8
603658.SH	安图生物	222	13.9%	26.7%	12.17	11.94	13.05	15.66	18.84	国金预测	17.0	14.2	11.8

来源：Wind，国金证券研究所，备注：迈瑞医疗、新产业盈利预测见国金最新报告点评，万孚生物盈利预测参考 Wind 一致预期

风险提示

带量采购及其他医改政策风险：目前国内各省正在针对免疫诊断、生化检测部分试剂品种开展带量采购工作，若未来新的试剂品种纳入集采降价试点，可能会出现公司未能成功中标或者产品价格降幅过高的可能性，将可能对公司业绩造成负面影响。

在研项目推进不达预期风险：若公司在研项目推进缓慢，或研发项目失败而中止，将可能产生公司已有产品失去竞争力或研发投入无法达到预期回报的风险，将可能对公司造成负面影响。

产品推广不达预期风险：目前公司将分子诊断业务及海外市场拓展作为重点战略，如行业竞争程度变得更加激烈或公司核心产品在医院和患者接受度较低，导致新业务推广进场缓慢，将可能对公司当期业绩增长造成负面影响。

院内需求不及预期风险：若未来院内检测需求受到内外部因素影响不及预期，或患者就诊检测需求无法及时满足，将可能对公司业绩造成负面影响。

股东减持风险：2 月 21 日公司公告持股 5%以上股东减持股份计划，股东 Z&F 拟于公告披露之日起 15 个交易日后的 3 个月内以竞价交易和大宗交易方式减持公司股份合计不超过 17,142,742 股，即不超过公司股份总数的 3%，减持可能会对公司短期股价造成负面影响。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	4,442	4,444	4,471	4,996	5,964	7,081
增长率		0.0%	0.6%	11.7%	19.4%	18.7%
主营业务成本	-1,784	-1,552	-1,547	-1,754	-2,077	-2,448
%销售收入	40.2%	34.9%	34.6%	35.1%	34.8%	34.6%
毛利	2,658	2,891	2,925	3,242	3,887	4,633
%销售收入	59.8%	65.1%	65.4%	64.9%	65.2%	65.4%
营业税金及附加	-46	-51	-48	-55	-66	-78
%销售收入	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
销售费用	-718	-763	-768	-849	-1,002	-1,168
%销售收入	16.2%	17.2%	17.2%	17.0%	16.8%	16.5%
管理费用	-164	-184	-211	-225	-256	-283
%销售收入	3.7%	4.1%	4.7%	4.5%	4.3%	4.0%
研发费用	-568	-656	-732	-799	-954	-1,133
%销售收入	12.8%	14.8%	16.4%	16.0%	16.0%	16.0%
息税前利润 (EBIT)	1,161	1,237	1,166	1,314	1,609	1,971
%销售收入	26.1%	27.8%	26.1%	26.3%	27.0%	27.8%
财务费用	2	-9	-2	7	14	19
%销售收入	0.0%	0.2%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-58	-55	-119	-22	-31	-41
公允价值变动收益	0	1	4	0	0	0
投资收益	119	129	92	120	120	120
%税前利润	9.2%	9.5%	7.2%	8.1%	6.8%	5.6%
营业利润	1,296	1,366	1,245	1,479	1,772	2,129
营业利润率	29.2%	30.7%	27.9%	29.6%	29.7%	30.1%
营业外收支	-3	-3	44	-6	-4	-2
税前利润	1,294	1,363	1,289	1,473	1,768	2,127
利润率	29.1%	30.7%	28.8%	29.5%	29.6%	30.0%
所得税	-105	-138	-90	-162	-194	-234
所得税率	8.1%	10.2%	7.0%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	1,189	1,224	1,199	1,311	1,573	1,893
少数股东损益	21	7	5	6	7	9
归属于母公司的净利润	1,167	1,217	1,194	1,305	1,566	1,884
净利率	26.3%	27.4%	26.7%	26.1%	26.3%	26.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,189	1,224	1,199	1,311	1,573	1,893
少数股东损益	21	7	5	6	7	9
非现金支出	522	537	628	611	768	961
非经营收益	-136	-155	-97	-124	-115	-117
营运资金变动	-17	-136	-421	45	-78	-91
经营活动现金净流	1,558	1,470	1,309	1,842	2,148	2,646
资本开支	-938	-900	-664	-831	-1,064	-1,287
投资	-7	-113	-57	0	-100	-100
其他	-34	226	-464	120	120	120
投资活动现金净流	-979	-787	-1,185	-711	-1,044	-1,267
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-100	542	-151	-198	0	0
其他	-118	-879	-1,008	-817	-931	-1,046
筹资活动现金净流	-218	-337	-1,159	-1,016	-931	-1,046
现金净流量	369	349	-1,033	116	174	332

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,138	1,486	465	575	745	1,074
应收款项	1,102	1,203	1,257	1,350	1,596	1,877
存货	752	778	1,153	952	1,115	1,301
其他流动资产	3,261	3,145	3,667	3,684	3,695	3,708
流动资产	6,254	6,613	6,543	6,560	7,151	7,960
%总资产	59.7%	57.2%	55.1%	54.1%	54.4%	55.2%
长期投资	17	123	196	196	296	396
固定资产	3,260	3,844	3,951	4,192	4,513	4,871
%总资产	31.1%	33.3%	33.3%	34.6%	34.3%	33.8%
无形资产	437	402	376	373	376	385
非流动资产	4,219	4,941	5,332	5,569	5,992	6,457
%总资产	40.3%	42.8%	44.9%	45.9%	45.6%	44.8%
资产总计	10,472	11,554	11,875	12,129	13,143	14,417
短期借款	116	699	528	300	300	300
应付款项	1,567	1,246	1,599	1,413	1,672	1,968
其他流动负债	484	539	532	697	812	947
流动负债	2,167	2,483	2,660	2,411	2,785	3,215
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	393	405	524	530	526	523
负债	2,560	2,888	3,183	2,940	3,310	3,738
普通股股东权益	7,783	8,535	8,617	9,108	9,744	10,582
其中：股本	586	586	581	581	581	581
未分配利润	3,045	3,798	4,383	4,874	5,511	6,349
少数股东权益	130	131	75	81	88	97
负债股东权益合计	10,472	11,554	11,875	12,129	13,143	14,417

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.991	2.077	2.056	2.283	2.741	3.297
每股净资产	13.275	14.559	14.830	15.939	17.052	18.519
每股经营现金净流	2.658	2.507	2.253	3.171	3.698	4.553
每股股利	0.720	0.800	1.052	1.400	1.600	1.800
回报率						
净资产收益率	15.00%	14.26%	13.86%	14.32%	16.07%	17.80%
总资产收益率	11.15%	10.54%	10.06%	10.76%	11.92%	13.07%
投入资本收益率	12.85%	11.55%	11.41%	11.98%	13.77%	15.59%
增长率						
主营业务收入增长率	17.94%	0.05%	0.62%	11.75%	19.36%	18.74%
EBIT 增长率	22.44%	6.57%	-5.80%	12.68%	22.50%	22.48%
净利润增长率	19.90%	4.28%	-1.89%	9.22%	20.05%	20.28%
总资产增长率	13.43%	10.33%	2.78%	2.14%	8.36%	9.70%
资产管理能力						
应收账款周转天数	83.9	90.6	93.6	93.6	93.6	93.6
存货周转天数	137.3	180.0	227.9	200.0	200.0	200.0
应付账款周转天数	53.2	85.6	129.6	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	163.3	185.1	241.9	234.1	213.9	196.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.91%	-17.18%	0.68%	-3.04%	-4.56%	-7.28%
EBIT 利息保障倍数	-568.8	140.8	694.1	-177.0	-118.1	-101.8
资产负债率	24.45%	24.99%	26.81%	24.24%	25.19%	25.92%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	6	8	10	22
增持	0	3	4	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.33	1.33	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究