

# 25Q2 国内外业务均有所承压， 下半年业绩有望改善

新产业 (300832.SZ)

## 核心观点

公司 2025Q2 收入端符合预期，利润端低于预期，国内业务继续受集采执行、增值税率调整、医疗服务价格调整等因素影响，试剂出厂价有所下降，此外由于检验套餐解绑导致检验量受到影响，国内业务阶段性承压；海外业务 25Q2 由于部分地区国际物流受阻增速有所放缓。短期看，公司作为化学发光领域的龙头企业，检测菜单齐全，产品线持续丰富，公司装机量表现良好，同时中大型发光仪器销售占比快速提升，带动试剂销量稳步提升，但由于试剂价格下降公司国内短期业绩预计有所承压，下半年业绩增速预计环比逐季改善。中长期看，公司有望持续受益于化学发光领域的国产替代进程，同时公司海外布局不断完善，具备较强的国际化发展潜力。

## 事件

### 公司发布 2025 年中报

2025H1 公司实现营业收入 21.85 亿元 (-1.18%)，归母净利润 7.71 亿元 (-14.62%)，扣非归母净利润 7.26 亿元 (-16.33%)，基本每股收益为 0.98 元/股。2025Q2 公司实现营业收入 10.60 亿元 (-10.88%)，归母净利润 3.34 亿元 (-30.06%)，扣非归母净利润 3.09 亿元 (-34.00%)，基本每股收益为 0.42 元/股。

## 简评

### 25H1 收入符合预期，利润端略低于预期，25Q2 国内外业务均有所承压

2025H1 公司实现营业收入 21.85 亿元 (-1.18%)，归母净利润 7.71 亿元 (-14.62%)，扣非归母净利润 7.26 亿元 (-16.33%)，基本每股收益为 0.98 元/股。2025Q2 公司实现营业收入 10.60 亿元 (-10.88%)，归母净利润 3.34 亿元 (-30.06%)，扣非归母净利润 3.09 亿元 (-34.00%)。2025Q2 收入端符合预期，利润端低于预期，利润下滑幅度更大，主要由于国内试剂下滑较多导致整体毛利率下滑，以及销售费用率及研发费用率有所提升。

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-56135310

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

喻胜锋

yushengfeng@csc.com.cn

010-56135314

SAC 编号:S1440524110002

发布日期: 2025 年 10 月 10 日

当前股价: 52.30 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-3.68/-11.93	-16.57/-18.04	-31.98/-38.47
12 月最高/最低价 (元)		87.80/50.01
总股本 (万股)		78,571.88
流通 A 股 (万股)		68,199.74
总市值 (亿元)		536.65
流通市值 (亿元)		465.80
近 3 月日均成交量 (万)		363.65
主要股东		
西藏新产业投资管理有限公司		26.88%

## 股价表现



2025 年上半年国内业务收入 12.29 亿元，同比下降 12.81%，其中国内试剂类业务收入同比下降 18.96%，国内业务受集采落地、增值税率调整、检验套餐解绑等多重外部因素叠加影响阶段性承压；海外收入 9.52 亿元，同比增长 19.57%，海外收入占比提升至 44%，海外市场大中型装机占比稳步提升，带动了试剂销量持续增长，海外试剂已经进入快速放量阶段，但受中东冲突引发的国际物流受阻影响，25Q2 海外业务增速较 25Q1 有所放缓。

### 国内大型机及流水线装机表现亮眼，国产替代进程稳步推进

公司通过高速化学发光免疫分析仪 MAGLUMI X8、MAGLUMI X6 及流水线产品 SATLARS T8 的推广，持续拓展国内大型医疗终端，2025 上半年公司在国内市场完成全自动化学发光仪器装机 774 台，其中大型机占比达 74.65%，公司自产加外部合作流水线上半年共计装机/销售 109 条。公司通过大型机及流水线的持续推广，不断加大对三级医院等大中型终端的开拓和渗透，截至 2025 上半年，公司产品服务的三级医院数量达到 1835 家，较 2024 年末增加了 103 家，国内三级医院的国产替代有望加速。与此同时，公司深化产学研合作与多中心临床研究，强化在化学发光领域的技术壁垒，特别是“小分子夹心法”等特色产品的竞争优势，进一步带动高附加值试剂的市场渗透，持续提升行业影响力。

### 海外市场装机机构持续优化，试剂进入快速放量阶段

公司经过多年全球化深耕，已构建起显著的海外品牌优势，通过“区域化运营+本地化深耕”双轮驱动，公司品牌的国际影响力持续提升。在本地化布局方面，2025 上半年公司成功完成韩国子公司设立。截至目前，公司已在 14 个核心国家建立本地化的分支机构，有望成为海外业务增长的强力引擎。公司通过持续优化代理体系与聚焦大中型客户开发，2025 上半年海外市场共计销售全自动化学发光仪器 1971 台，大中型发光仪器销量占比提升至 77.02%，较同期增长 12.22 个百分点，反映出公司客户质量持续优化，正逐步突破海外大中型终端，同时也推动海外试剂进入快速放量阶段，2025 上半年公司海外试剂业务收入同比增长 36.86%，持续保持高增长态势。

### 25H1 公司毛利率受仪器销售占比提升、试剂价格下降等影响有所下滑，其它财务指标基本稳健

公司 2025 年上半年销售毛利率为 68.44%，同比下降 4.18 个百分点。其中试剂毛利率为 87.08% (-1.42 pp)，预计主要受国内集采落地及增值税率调整等因素影响，试剂出厂价有所下滑；仪器毛利率为 26.16% (-5.95 pp)，预计主要由于公司为加快市场开拓，仪器采取了较低的定价策略所致。公司 2025 年上半年销售费用率为 16.93% (+1.83 pp)，管理费用率为 2.71% (+0.11 pp)，研发费用率为 10.86% (+1.61 pp)，财务费用率为 -1.33% (-0.76 pp)，各项费用率基本保持稳定，财务费用率变化主要系汇率波动影响。2025 年上半年公司经营性现金流净额为 4.61 亿元，同比下降 25.39%，主要系 2024 年末财务系统升级，部分款项支付延迟至一季度所致。公司 2025 年上半年末应收账款余额为 10.15 亿元，较年初增长 6.80%，预计主要系仪器分期收款销售业务规模增长所致。其余财务指标基本稳健。

### 展望下半年，收入增速有望环比逐季改善，Q4 预计迎来业绩拐点

展望下半年，预计 25Q3 起国内业务收入受集采降价影响逐步减弱，25Q4 国内业务有望迎来业绩拐点，预计实现正增长，同时下半年海外业务在发货恢复后，收入有望恢复较高增长。2025 年整体收入预计有一定增长，利润增速预计低于收入增速，主要由于集采降价、检验套餐解绑以及增值税率调整等影响导致毛利率较高的国内试剂业务有所承压。公司去年下半年基数偏低，国内集采降价影响去年下半年已部分体现，下半年收入增速

有望环比改善。2026 年公司预计将逐步走出各类政策因素影响，整体收入增长有望加速，2026 年全年收入有望回归双位数增长，下半年收入增速预计高于上半年。

### 盈利预测与估值

短期看，公司作为化学发光领域的龙头企业，检测菜单齐全，产品线持续丰富，公司装机量表现良好，同时中大型发光仪器销售占比快速提升，三级医院等大型医疗终端客户持续拓展，有望带动试剂销量稳步提升，但短期国内业务受集采执行、医疗服务价格调整及增值税政策调整影响，试剂出厂价预计有所下降，此外由于检验套餐解绑导致检验量受到影响，公司短期业绩预计有所承压。中长期看，公司有望持续受益于化学发光领域的国产替代进程，同时公司海外布局不断完善，具备较强的国际化发展潜力。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 48.27、56.48、66.62 亿元，同比增速分别为 6.44%、16.99%、17.96%，归母净利润分别为 17.11、20.35、24.33 亿元，同比增速分别为 -6.45%、18.95%、19.59%。以 2025 年 9 月 30 日收盘价计算，2025-2027 年 PE 分别为 31、26、22 倍，维持“买入”评级。

表 1: 预测及比例

单位: 百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4535.40	4827.47	5647.81	6662.14
增长率(%)	15.41%	6.44%	16.99%	17.96%
归属母公司股东净利润	1828.46	1710.50	2034.57	2433.22
增长率(%)	10.57%	-6.45%	18.95%	19.59%
每股收益 EPS(元)	2.33	2.18	2.59	3.10
市盈率(P/E)	29.35	31.37	26.38	22.05

资料来源: Wind, 中信建投证券, 注: 收盘日期截至 2025 年 9 月 30 日

## 风险分析

1) 集采政策风险: 2023 年及 2024 年安徽省牵头开展了化学发光试剂的集中带量采购, 目前正逐步落地执行, 可能对公司产品的出厂价形成冲击, 影响公司产品的收入及利润率水平。2) 市场竞争加剧风险: IVD 行业内厂家较多, 行业竞争正逐步加剧, 不排除部分厂家为扩大市场份额出现降价行为, 影响公司的市场份额, 导致行业竞争进一步加剧。3) 研发及注册进展不达预期的风险: 公司的分子诊断、凝血试剂等产品线仪器仍需要持续更新迭代, 化学发光试剂项目仍在持续拓展, 公司仪器及试剂的研发进展存在不确定性, 可能会对公司业绩造成一定影响。4) 医疗合规要求提升影响: 医疗行业合规要求提升等政策可能导致招投标进度延后, 导致仪器装机数量减少, 进而影响试剂产出。5) 地缘政治风险: 地缘政治及贸易战可能影响公司海外业务收入、利润率, 汇率波动可能对公司业绩产生影响。6) 以上部分风险具有不可预测性, 我们给的业绩预测可能存在达不到的风险。

**表 2:财务预测**

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>利润表（百万元）</b>						
营业收入	3,046.96	3,929.66	4,535.40	4,827.47	5,647.81	6,662.14
减:营业成本	906.20	1,062.48	1,266.53	1,547.73	1,717.22	1,896.64
税金及附加	12.49	15.25	16.00	18.52	21.67	25.56
主营业务利润	2,128.26	2,851.93	3,252.87	3,261.21	3,908.92	4,739.94
减:销售费用	458.79	630.31	714.61	796.53	943.18	1,132.56
管理费用	4.89	106.96	125.35	130.34	152.49	199.86
研发费用	317.71	366.05	453.59	482.75	593.02	732.84
财务费用	-72.55	-30.52	-34.75	-5.41	-9.98	-14.65
经营性利润	1,419.43	1,779.13	1,994.07	1,857.00	2,230.21	2,689.33
加:资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-14.66	-11.16	-27.87	-22.20	-25.97	-30.64
其他经营损益	-0.00	-0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	61.33	74.39	89.53	75.08	75.08	75.08
公允价值变动损益	15.62	18.55	28.94	20.00	20.00	20.00
资产处置收益	0.62	0.05	0.02	0.23	0.23	0.23
其他收益	21.28	34.46	26.50	27.42	27.42	27.42
营业利润	1,503.62	1,895.42	2,111.18	1,957.52	2,326.96	2,781.41
加:其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	0.12	0.26	0.69	0.36	0.36	0.36
减:营业外支出	2.54	2.61	18.67	7.94	7.94	7.94
利润总额	1,501.20	1,893.07	2,093.20	1,949.94	2,319.37	2,773.83
减:所得税	173.28	239.41	264.74	239.44	284.80	340.60
净利润	1,327.92	1,653.65	1,828.46	1,710.50	2,034.57	2,433.22
减:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	1,327.92	1,653.65	1,828.46	1,710.50	2,034.57	2,433.22
<b>资产负债表（百万元）</b>						
货币资金	483.43	1,048.27	919.53	2,230.71	3,505.42	4,875.04
交易性金融资产	2,813.67	2,080.18	1,723.49	1,723.49	1,723.49	1,723.49
应收票据	5.27	11.30	7.35	10.02	11.72	13.83
应收账款	474.69	620.48	950.13	841.88	984.95	1,161.84
预付账款	20.80	23.09	10.75	24.25	28.38	33.47
其他应收款	5.87	6.51	6.94	8.23	9.63	11.36
存货	839.33	916.79	1,197.99	1,411.00	1,565.51	1,729.08
其他流动资产	179.34	357.38	239.77	326.12	381.54	450.07
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融资产投资	357.62	1,040.18	1,974.11	1,974.11	1,974.11	1,974.11
投资性房地产	110.25	118.41	108.29	81.87	55.44	29.02
固定资产和在建工程	1,325.47	1,442.06	1,693.91	1,388.89	1,073.05	746.38

无形资产和开发支出	172.48	169.46	245.06	193.98	142.90	91.83
其他非流动资产	226.34	388.38	542.11	353.84	278.42	278.42
资产总计	7,014.55	8,222.49	9,619.45	10,568.40	11,734.57	13,117.93
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	176.68	126.99	456.62	348.24	386.38	426.75
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	108.94	91.48	80.13	123.42	144.40	170.33
其他应付款	290.36	366.38	362.27	490.78	544.52	601.42
长期借款	0.89	3.49	2.76	1.67	0.67	-0.13
其他负债	38.18	89.75	141.07	142.76	144.49	146.63
负债合计	615.06	678.09	1,042.85	1,106.87	1,220.46	1,345.00
股本	786.13	785.72	785.72	785.72	785.72	785.72
资本公积	1,348.26	1,332.38	1,332.38	1,332.38	1,332.38	1,332.38
留存收益	4,265.11	5,426.30	6,458.51	7,343.43	8,396.01	9,654.83
归属母公司股东权益	6,399.49	7,544.40	8,576.61	9,461.53	10,514.11	11,772.93
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	6,399.49	7,544.40	8,576.61	9,461.53	10,514.11	11,772.93
负债和股东权益合计	7,014.55	8,222.49	9,619.45	10,568.40	11,734.57	13,117.93
投入资本(IC)	3,050.37	3,772.23	4,415.77	4,017.63	3,876.54	3,866.37
<b>现金流量表 (百万元)</b>						
资本支出	387.69	269.31	390.97	-0.00	0.00	0.00
自由现金流	504.63	953.01	1,311.19	1,979.95	2,155.82	2,419.44
短期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期带息债务增加	0.01	2.60	-0.73	-1.09	-1.00	-0.81
股权筹资额				0.00	0.00	0.00
支付普通股股利	550.00	785.72	1,021.43	825.58	981.99	1,174.40
长期投资	-191.16	31.38	-266.06	80.94	80.94	80.94
经营性现金净流量	962.39	1,418.29	1,356.44	2,051.27	2,166.55	2,448.99
投资性现金净流量	-593.72	-290.73	-705.15	81.17	81.17	81.17
筹资性现金净流量	-497.45	-568.61	-790.20	-821.26	-973.01	-1,160.56
现金流量净额	-137.90	567.66	-126.25	1,311.18	1,274.71	1,369.61
货币资金的期初余额	616.02	478.12	1,045.78	919.53	2,230.71	3,505.42
货币资金的期末余额	478.12	1,045.78	919.53	2,230.71	3,505.42	4,875.04
企业自由现金流	504.63	953.01	1,311.19	1,979.95	2,155.82	2,419.44
权益自由现金流	568.81	982.27	1,340.81	1,983.60	2,163.58	2,431.49

资料来源: Ifind, 中信建投证券

## 分析师介绍

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

### 王在存

医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇。

### 喻胜锋

北京大学药学硕士，2022年加入中信建投医药团队

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的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。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk