

25Q2 业绩环比改善，集采等因素影响下全年业绩仍将承压

安图生物 (603658.SH)

核心观点

2025Q2 业绩略超预期，业绩增速环比 25Q1 有所改善，但同比增长仍有所承压。短期来看，随着公司高速发光仪及自研流水线装机的稳步推进，有望推动公司在中大型医疗终端的拓展，公司在化学发光、生物诊断等领域市场份额有望提升，但相关产品受集采落地、医疗服务价格调整等因素影响出厂价下滑，同时检验套餐解绑导致检验量受到影响，公司短期业绩承压。公司去年下半年基数偏低，集采降价及检验套餐解绑等影响去年下半年已部分体现，25Q3 和 25Q4 的收入增速有望逐季改善，中长期来看公司平台化布局为公司提供长期发展动力。

事件

公司发布 2025 年中报

2025 年上半年公司实现营业收入 20.60 亿元，同比下降 6.65%，归母净利润 5.71 亿元，同比下降 7.83%，扣非归母净利润 5.46 亿元，同比下降 8.79%，基本每股收益为 1.02 元/股。

25Q2 公司实现营业收入 10.64 亿元，同比下降 4.79%，归母净利润 3.01 亿元，同比增长 1.97%，扣非归母净利润 2.89 亿元，同比增长 1.58%，基本每股收益为 0.53 元/股。

简评

25Q2 业绩略超预期，国内业务在集采等政策因素影响下有所承压

2025 年上半年公司实现营业收入 20.60 亿元，同比下降 6.65%，归母净利润 5.71 亿元，同比下降 7.83%，扣非归母净利润 5.46 亿元，同比下降 8.79%。25Q2 公司实现营业收入 10.64 亿元，同比下降 4.79%，归母净利润 3.01 亿元，同比增长 1.97%，扣非归母净利润 2.89 亿元，同比增长 1.58%。2025Q2 业绩略超预期，业绩增速环比 25Q1 有所改善。分地区来看，2025 年上半年公司国内收入 19.04 亿元，同比下滑 8.32%，国内化学发光、生化检测等业务受集采影响，试剂出厂价有所下滑，同时检验套餐解绑等因素也导致销量增长有所放缓，国内业务阶段性承压。海外收入 1.57 亿元，同比增长 19.78%，上半年海外增速有所放缓，预计主要受部分地区地缘政治冲突及部分国家美元储备不足的影响。

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

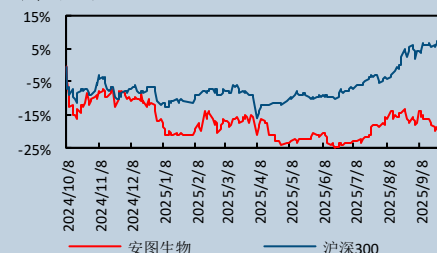
当前股价: 39.20 元

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
-3.38/-4.02	4.95/-8.44	-10.54/-36.30
12 月最高/最低价 (元)		50.09/36.81
总股本 (万股)		57,142.48
流通 A 股 (万股)		57,142.48
总市值 (亿元)		224.00
流通市值 (亿元)		224.00
近 3 月日均成交量 (万)		344.45
主要股东		
郑州安图实业集团股份有限公司		57.65%

股价表现



在研产品持续推进，助力公司未来长期发展

公司近年来持续保持高研发投入，2025 年上半年公司研发投入为 3.50 亿元，占营业收入比重为 16.99%。试剂研发方面，公司新获试剂产品注册（备案）证书 88 项，涵盖磁微粒化学发光法、化学发光微粒子免疫检测法、分子诊断等，检测项目覆盖自身免疫性疾病、心脏相关疾病、个体化用药等。今年上半年，公司细菌三联检产品已有三款产品上市，其中核酸检测“洋葱伯克霍尔德菌”为国内首家获得注册证的产品，该系列产品均可搭载全自动核酸提纯与实时荧光 PCR 分析系统，实现随到随检，进一步丰富了公司分子呼吸道产品线，助力公司分子诊断产品线的发展。

仪器研发方面，报告期内公司成功推出液相色谱串联质谱系列产品，涵盖液相色谱串联质谱检测系统 Automs TQ6000、全自动样本前处理设备及其配套试剂，公司的微生物质谱检测系统 Autof T 系列、全自动样本前处理系统 AutoMaster、全自动化学发光免疫分析仪 AutoLumo S900、微生物培养监测仪 BC120 Plus 等新品也已陆续获证上市。NGS 产品线业务的布局上，全资子公司思昆生物已完成 Sikun 全系列产品布局，成功推出了 Sikun 2000、Sikun1000、Sikun 500、Sikun RapidGS 480 四款基因测序仪及全自动病原分析系统（APAS）产品，并在科研领域实现上市销售。全自动基因测序文库制备仪 AISPre3200 已顺利进入试产阶段。其中，更加小巧灵活的 Sikun RapidGS 480 测序仪有助于推动适合基层医疗机构的测序体系落地。同时，基于检验大数据和人工智能等技术，公司为医学实验室和临床决策量身打造的“AI 检验临床辅助决策系统”，包含检验知识库、知识图谱、临床路径查询、报告解读以及科研数据分析平台等功能，知识库覆盖了超过 5000 个检验项目和 3000 种疾病解读，更好地服务检验、临床和患者。随着公司产品矩阵的不断完善，有望为医院客户提供更好的产品解决方案，提升公司综合竞争力，为公司长期成长注入新动力。

公司研发投入保持较高水平，各项财务指标基本正常

2025 年上半年公司销售毛利率为 64.43%，同比下降 0.76 个百分点，其中试剂产品毛利率为 68.44%，同比下降 3.06 个百分点，仪器产品毛利率为 40.27%，同比提升 3.04 个百分点，试剂毛利率的下滑预计主要受到集采产品价格调整的影响，仪器毛利率提升较多，预计主要由于高毛利或高价值量仪器（如流水线、高速机）销售占比提升所致。2025 年上半年公司销售费用率为 18.88%（+2.36pp），管理费用率为 4.96%（+0.82pp），研发费用率为 12.15%（-2.95pp），主要系本期部分研发支出资本化所致，财务费用率为 0.21%（+0.04pp）。2025 年上半年公司经营性现金流净额为 4.10 亿元（-17.22%）；投资活动产生的现金流量净额为 3.02 亿元（去年同期为-5.92 亿元），主要系本期赎回理财产品金额较上年同期增加所致；筹资活动产生的现金流量净额为-7.13 亿元（去年同期为-10.40 亿元），主要系本期信用证及票据融资业务收到的现金流相对上年同期较大所致。公司 2025 年上半年应收账款周转天数约为 102 天（同比增加 6 天），整体处于合理水平。其余财务指标基本正常。

展望下半年，业绩预计持续承压，收入增速有望环比改善

随着公司流水线及高速机装机稳步推进，公司化学发光、生化诊断的市场份额有望提升，但试剂出厂价预计受集采降价、医疗服务价格调整等因素影响有所下滑，同时检验套餐解绑导致短期检验量受到影响，国内业务预计阶段性承压，海外业务上半年增长受部分地区地缘政治影响，下半年海外收入增长有望加速，预计 2025 年下半年公司整体收入及利润增长仍有所承压，但去年下半年基数偏低，集采降价影响去年下半年已部分体现，25Q3 和 25Q4 的收入增速有望逐季改善。

盈利预测与估值

短期来看，随着公司高速发光仪及自研流水线装机的稳步推进，有望推动公司在中大型医疗终端的拓展，但相关产品受集采落地、医疗服务价格调整等因素影响出厂价下滑，同时检验套餐解绑导致检验量受到影响，公司短期业绩承压。中长期来看，集采的持续推进以及公司产品力的提升有望加速国产替代，公司份额预计进一步提升。同时，公司在基因测序、凝血、质谱等新领域持续布局，看好平台化布局为公司提供长期发展动力。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 42.19、44.77、49.09 亿元，同比增速分别为-5.64%、6.12%、9.64%，归母净利润分别为 11.43、12.19、13.35 亿元，同比增速分别为-4.33%、6.71%、9.47%。以 2025 年 9 月 30 日收盘价计算，2025-2027 年 PE 分别为 20、18、17 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	4471.20	4219.14	4477.48	4909.28
增长率(%)	0.62%	-5.64%	6.12%	9.64%
归属母公司股东净利润	1194.45	1142.70	1219.38	1334.82
增长率(%)	-1.89%	-4.33%	6.71%	9.47%
每股收益 EPS(元)	2.09	2.00	2.13	2.34
市盈率(P/E)	18.75	19.60	18.37	16.78

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: 江西省和安徽省分别牵头开展了生化诊断和化学发光试剂的省际联盟集中带量采购, 公司出厂价预计将受到一定影响, 若份额无法得到提升, 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: 公司的各产品线仪器仍需要持续更新迭代, 测序及三重四级杆的产品仍在研发过程中, 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

会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
利润表 (百万元)						
营业收入	4,441.63	4,443.66	4,471.20	4,219.14	4,477.48	4,909.28
减:营业成本	1,783.66	1,552.25	1,546.57	1,517.71	1,600.20	1,739.22
税金及附加	46.15	50.73	48.32	45.87	48.67	53.37
主营业务利润	2,611.82	2,840.68	2,876.31	2,655.57	2,828.61	3,116.69
减:销售费用	717.84	763.33	767.77	780.54	828.33	908.22
管理费用	164.31	183.73	210.88	189.86	201.49	220.92
研发费用	568.48	656.13	731.93	548.49	582.07	638.21
财务费用	-2.04	8.79	1.68	1.48	-8.14	-11.35
经营性利润	1,163.24	1,228.70	1,164.05	1,135.20	1,224.86	1,360.70
加:资产减值损失	-35.78	-32.69	-62.95	-42.19	-44.77	-49.09
信用减值损失	-22.60	-22.64	-55.61	-42.19	-44.77	-49.09
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	118.59	129.38	92.27	115.96	115.96	115.96
公允价值变动损益	0.00	0.58	3.61	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-0.13	-0.14	-1.17	-0.48	-0.48	-0.48
其他收益	73.06	62.56	105.28	80.30	80.30	80.30
营业利润	1,296.38	1,365.75	1,245.49	1,246.59	1,331.09	1,458.30
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	4.33	3.19	62.79	23.44	23.44	23.44
减:营业外支出	7.00	6.39	19.22	10.87	10.87	10.87
利润总额	1,293.71	1,362.54	1,289.06	1,259.16	1,343.66	1,470.86
减:所得税	105.03	138.41	89.82	105.96	113.07	123.77
净利润	1,188.68	1,224.13	1,199.23	1,153.20	1,230.59	1,347.09
减:少数股东损益	21.25	6.69	4.78	10.50	11.21	12.27
归属母公司股东净利润	1,167.44	1,217.44	1,194.45	1,142.70	1,219.38	1,334.82
资产负债表 (百万元)						
货币资金	1,137.62	1,486.48	465.37	2,117.97	3,025.81	3,902.77
交易性金融资产	0.00	700.57	3.61	3.61	3.61	3.61
应收票据	21.74	22.05	22.17	20.83	22.11	24.24
应收账款	1,052.71	1,159.33	1,154.93	1,063.52	1,128.64	1,237.48
预付账款	76.84	62.80	44.12	58.09	61.64	67.59
其他应收款	27.72	21.87	80.18	40.92	43.43	47.61
存货	752.30	778.29	1,153.09	844.22	890.11	967.44
其他流动资产	3,184.61	2,381.62	3,619.30	2,900.55	3,078.14	3,375.00
长期股权投资	10.76	7.42	11.66	11.66	11.66	11.66
金融资产投资	3.00	115.88	160.88	160.88	160.88	160.88
投资性房地产	2.92	0.00	23.17	29.17	35.17	41.17
固定资产和在建工程	3,292.82	3,882.66	3,981.96	3,536.45	3,059.61	2,551.44

无形资产和开发支出	367.91	343.67	300.73	300.70	300.67	300.63
其他非流动资产	541.36	591.40	853.89	778.88	778.88	778.88
资产总计	10,472.32	11,554.06	11,875.07	11,867.46	12,600.36	13,470.41
短期借款	100.09	343.30	232.38	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	714.00	294.00	469.50	451.91	476.47	517.87
应付账款	296.30	432.15	665.78	442.67	466.73	507.28
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	84.23	76.07	87.14	78.15	82.94	90.94
其他应付款	879.09	891.65	810.33	805.01	848.76	922.50
长期借款	16.26	24.64	20.63	18.57	16.78	15.32
其他负债	470.18	825.92	897.51	797.88	814.92	843.50
负债合计	2,560.14	2,887.73	3,183.27	2,594.19	2,706.60	2,897.41
股本	586.27	586.27	581.01	581.01	581.01	581.01
资本公积	4,100.92	4,100.73	3,819.03	3,819.03	3,819.03	3,819.03
留存收益	3,095.40	3,848.46	4,216.49	4,787.46	5,396.74	6,063.71
归属母公司股东权益	7,782.59	8,535.46	8,616.53	9,187.50	9,796.78	10,463.75
少数股东权益	129.59	130.87	75.27	85.77	96.98	109.25
股东权益合计	7,912.18	8,666.33	8,691.80	9,273.27	9,893.76	10,573.00
负债和股东权益合计	10,472.32	11,554.06	11,875.07	11,867.46	12,600.36	13,470.41
投入资本(IC)	7,332.07	7,175.69	8,762.06	7,431.28	7,167.98	7,011.98
现金流量表 (百万元)						
资本支出	906.08	897.51	541.24	200.00	200.00	200.00
自由现金流	1,038.30	1,566.10	-250.86	2,474.27	1,475.36	1,481.63
短期借款增加	0.02	243.21	-110.92	-232.38	0.00	0.00
长期带息债务增加	-9.90	8.38	-4.00	-2.07	-1.79	-1.46
股权筹资额				0.00	0.00	0.00
支付普通股股利	464.81	608.80	720.00	571.73	610.09	667.85
长期投资	-40.55	112.72	-521.03	98.42	98.42	98.42
经营性现金净流量	1,543.45	1,454.35	1,295.70	2,562.31	1,613.63	1,636.98
投资性现金净流量	-978.66	-787.22	-1,185.23	-102.05	-102.05	-102.05
筹资性现金净流量	-218.26	-337.01	-1,158.83	-807.65	-603.74	-657.96
现金流量净额	354.24	333.26	-1,046.89	1,652.60	907.84	876.96
货币资金的期初余额	767.40	1,136.60	1,485.37	465.37	2,117.97	3,025.81
货币资金的期末余额	1,137.62	1,486.48	465.37	2,117.97	3,025.81	3,902.77
企业自由现金流	1,038.30	1,566.10	-250.86	2,474.27	1,475.36	1,481.63
权益自由现金流	1,030.30	1,809.80	-367.35	2,238.46	1,481.03	1,490.56

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