

# 战略性入股上游测序企业，下半年业绩有望改善

## 核心观点

公司拟以 5000 万元现金方式增资赛陆医疗，有望进一步增强公司在上游测序仪器自主可控能力以及提升公司对上游供应商的议价能力，同时双方有望在技术、市场与产业资源上形成深度协同，进一步提升公司在行业内的综合竞争力。25Q3 公司国内业务受增值税率调整影响预计仍有所承压，但去年 Q4 基数较低，Q4 国内增速有望明显改善。国际销售及药企商务方面，随着海外销售架构调整完成，海外业务下半年有望加速，同时下半年药物临床研究服务确认收入有望增加。预计 25Q3 公司整体收入保持稳健增速，25Q4 有望实现较高增长。

## 事件

### 公司拟以 5000 万元现金方式增资赛陆医疗

10 月 9 日，公司发布公告，公司拟与赛陆医疗及其现有股东签署《B 轮增资协议》，以 5000 万元现金方式增资赛陆医疗，其中 5.5701 万元计入注册资本，其余部分计入资本公积金。增资后，艾德生物将持有赛陆医疗 2.3810% 的股权。

## 简评

### 战略性入股赛陆医疗，有望增强上游测序仪器自主可控能力以及形成产业链协同

10 月 9 日，公司发布公告，公司拟与赛陆医疗及其现有股东签署《B 轮增资协议》，公司将以现金方式向赛陆医疗增资 5,000 万元，其中 5.5701 万元作为赛陆医疗新增注册资本，其余部分计入赛陆医疗资本公积金，本次增资后艾德生物持有赛陆医疗 2.3810% 的股权。

赛陆医疗是国家高新技术企业和国家专精特新小巨人企业，专注于开发拥有自主知识产权的上游测序平台、超分辨空间组学平台和固相基因芯片检测平台，实现基因组学、空间组学以及基因芯片产品的自主开发及科研临床端转化，目前拥有已授权专利总数 110 余件，核心产品涵盖多款覆盖大中小通量的测序仪、空间组学和固相芯片解决方案。赛陆医疗已成功构建自主可控的测序技术平台，具备基因测序仪器及相关试剂耗材的完整研发与生产能力，其 Salus Pro 基因测序仪于 2025 年 1 月获批国家三类医疗器械注册证。

## 艾德生物 (300685. SZ)

### 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 16 日

当前股价: 23.20 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        |
|----------------|------------|--------------|
| -6.49/-8.85    | 3.57/-7.99 | -5.34/-24.93 |
| 12 月最高/最低价 (元) |            | 27.15/19.88  |
| 总股本 (万股)       |            | 39,153.61    |
| 流通 A 股 (万股)    |            | 38,959.74    |
| 总市值 (亿元)       |            | 90.84        |
| 流通市值 (亿元)      |            | 90.39        |
| 近 3 月日均成交量 (万) |            | 1037.18      |
| 主要股东           |            |              |
| 前瞻投资(香港)有限公司   |            | 22.40%       |

### 股价表现



当前国家持续推动高端医疗装备自主可控与进口替代，为具备核心技术的国产测序平台企业带来战略性发展机遇。此次战略性入股，有望进一步增强公司在上游测序仪器自主可控能力以及提升公司对上游供应商的议价能力，同时双方有望在技术、市场与产业资源上形成深度协同，进一步提升公司在行业内的综合竞争力。

### 25H1 受增值税率调整影响收入增速有所放缓，利润端表现亮眼

公司 25H1 实现营业收入 5.79 亿元（+6.69%）；归母净利润 1.89 亿元（+31.41%）；扣非归母净利润 1.85 亿元（+39.97%），利润增速高于收入增速，主要由于公司今年加强费用控制，各项费用率均有所下降，2025 年 H1 公司销售费用率 25.74%（-3.79pct），管理费用率 7.54%（-0.57pct），研发费用率 15.63%（-3.93pct），财务费用率 -4.18%（-2.29pct），财务费用率下降较多主要系汇兑收益增加所致。

分地区来看，2025H1 国内销售收入 4.42 亿元（+7.11%），增速有所放缓，主要由于 2025 年 1 月 1 日起，公司检测试剂增值税率由 3%调整至 13%，对公司收入产生一定影响。国际销售及药企商务销售收入 1.37 亿元（+5.36%），增速有所放缓预计主要由于上半年海外销售架构调整以及药物临床研究服务业务确认收入较少。

### 展望下半年，收入增速有望环比改善，利润端预计保持较高增长

由于国内增值税率调整，预计 25Q3 国内业务增速仍有所承压，去年 Q4 基数较低，Q4 国内业务增速有望明显改善。国际销售及药企商务方面，随着海外销售架构调整完成，海外业务下半年有望加速，同时下半年药物临床研究服务确认收入有望增加。预计 25Q3 公司整体收入保持稳健增长，25Q4 有望实现较高增长。全年公司收入有望实现稳健增长，随着公司今年降本增效的力度加大，公司利润增速有望高于收入增速。

### 盈利预测及估值

短期来看，随着国内基因检测监管要求的提升，样本有望回流到院内，利好公司合规入院的品种，但今年由于增值税率的调整，短期业绩承压，明年收入增速有望迎来改善。中长期看，公司作为国内伴随诊断龙头企业，产品矩阵完善，多款产品为国内独家上市产品，展示了公司强大的研发及注册能力。目前，公司 HRD、MRD 等多款重磅产品在注册或研发阶段，并拓展 IHC 等新技术方向以配合 ADC 等创新药发展，公司药企“朋友圈”也在持续扩大，海外市场稳步拓展中，为公司长期发展提供动力。我们预计 2025-2027 年公司实现收入 12.39、14.35、16.58 亿元，同比增长 11.73%、15.83%、15.50%；实现归母净利润 3.30、3.89、4.59 亿元，同比增长 29.43%、17.94%、17.96%。按照 2025 年 10 月 14 日收盘价计算，2025-2027 年归母净利润对应的 PE 分别为 26、22、19X，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        | 1108.95 | 1239.02 | 1435.21 | 1657.69 |
| 增长率(%)      | 6.27%   | 11.73%  | 15.83%  | 15.50%  |
| 归属母公司股东净利润  | 254.86  | 329.88  | 389.06  | 458.92  |
| 增长率(%)      | -2.53%  | 29.43%  | 17.94%  | 17.96%  |
| 每股收益 EPS(元) | 0.65    | 0.84    | 0.99    | 1.17    |
| 市盈率(P/E)    | 34.27   | 26.48   | 22.45   | 19.03   |

资料来源: Wind, 中信建投证券, 注: 收盘日期截至 2025 年 10 月 14 日

## 风险分析

1) 行业竞争加剧风险：目前国内 NGS 伴随诊断获批产品较多，若未来市场竞争加剧，可能导致价格下降幅度较大，公司市场份额变化等风险；

2) 集采及医疗服务价格调整等政策变化风险：2025 年 8 月，江苏医保局发布《江苏省第十一轮耗材带量采购（肿瘤基因检测服务带量采购专项）方案（征求意见稿）》，拟对肿瘤基因检测服务展开带量采购，未来不排除更多的省份将肿瘤基因检测服务纳入集采范围，此外，肿瘤基因检测收费可能存在下调的风险，均可能导致公司伴随诊断产品终端价格下降，对公司收入及利润率带来不利影响。

3) 新产品研发及推广风险：公司的新产品研发、新业务拓展进度若低于预期，可能对公司未来增长带来不利影响。

4) 部分国内医疗政策及海外汇率或地缘政治等因素有不可预测性，我们的盈利预测有达不到的风险。

**表 2:财务预测**

| 会计年度              | 2022   | 2023     | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|-------------------|--------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>利润表（百万元）</b>   |        |          |          |          |          |          |
| 营业收入              | 842.18 | 1,043.51 | 1,108.95 | 1,239.02 | 1,435.21 | 1,657.69 |
| 减:营业成本            | 147.81 | 167.29   | 169.15   | 197.53   | 215.66   | 248.36   |
| 税金及附加             | 3.72   | 4.67     | 5.00     | 5.54     | 6.42     | 7.41     |
| 主营业务利润            | 690.65 | 871.54   | 934.80   | 1,035.96 | 1,213.13 | 1,401.92 |
| 减:销售费用            | 303.78 | 329.49   | 358.82   | 353.12   | 409.03   | 472.44   |
| 管理费用              | 62.29  | 64.85    | 72.21    | 92.93    | 107.64   | 116.04   |
| 研发费用              | 174.53 | 203.22   | 216.11   | 210.63   | 251.16   | 290.10   |
| 财务费用              | -30.03 | -25.85   | -27.31   | -3.10    | -4.44    | -5.90    |
| 经营性利润             | 180.07 | 299.83   | 314.97   | 382.38   | 449.73   | 529.25   |
| 加:资产减值损失          | -0.30  | -13.52   | -8.15    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 信用减值损失            | -8.74  | -5.32    | -30.22   | -5.00    | -5.00    | -5.00    |
| 其他经营损益            | -0.00  | -0.00    | 0.00     | -0.00    | -0.00    | -0.00    |
| 投资收益              | -4.70  | -10.39   | -9.25    | -8.12    | -8.12    | -8.12    |
| 公允价值变动损益          | 6.68   | 8.39     | 8.77     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 资产处置收益            | 94.58  | -0.96    | -1.06    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他收益              | 20.08  | 23.21    | 17.93    | 10.00    | 10.00    | 10.00    |
| 营业利润              | 287.66 | 301.25   | 292.98   | 379.26   | 446.62   | 526.13   |
| 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             | 0.01   | 0.12     | 0.18     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 减:营业外支出           | 1.59   | 6.51     | 3.27     | 3.79     | 3.79     | 3.79     |
| 利润总额              | 286.08 | 294.86   | 289.88   | 375.47   | 442.82   | 522.34   |
| 减:所得税             | 21.79  | 33.37    | 35.02    | 45.36    | 53.49    | 63.10    |
| 净利润               | 264.29 | 261.48   | 254.86   | 330.11   | 389.33   | 459.24   |
| 减:少数股东损益          | 0.55   | 0.00     | 0.00     | 0.23     | 0.27     | 0.32     |
| 归属母公司股东净利润        | 263.74 | 261.48   | 254.86   | 329.88   | 389.06   | 458.92   |
| <b>资产负债表（百万元）</b> |        |          |          |          |          |          |
| 货币资金              | 494.69 | 552.79   | 828.87   | 1,005.57 | 1,271.22 | 1,580.47 |
| 交易性金融资产           | 259.30 | 469.12   | 351.89   | 351.89   | 351.89   | 351.89   |
| 应收票据              | 10.12  | 13.01    | 15.86    | 16.02    | 18.56    | 21.43    |
| 应收账款              | 458.41 | 524.00   | 527.44   | 628.64   | 728.17   | 841.05   |
| 预付账款              | 7.73   | 10.93    | 12.85    | 12.91    | 14.95    | 17.27    |
| 其他应收款             | 2.57   | 2.52     | 2.35     | 3.13     | 3.63     | 4.19     |
| 存货                | 32.84  | 28.78    | 34.37    | 39.33    | 42.95    | 49.46    |
| 其他流动资产            | 19.48  | 19.31    | 14.78    | 22.70    | 26.29    | 30.37    |
| 长期股权投资            | 58.61  | 32.00    | 11.95    | 0.49     | -10.97   | -22.43   |
| 金融资产投资            | 0.00   | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 投资性房地产            | 0.00   | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 固定资产和在建工程         | 208.27 | 193.89   | 186.25   | 114.43   | 42.60    | -29.22   |

|                    |          |          |          |          |          |          |
|--------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 无形资产和开发支出          | 47.21    | 48.55    | 43.58    | 32.34    | 21.09    | 9.85     |
| 其他非流动资产            | 51.70    | 39.97    | 34.61    | 42.48    | 40.12    | 40.12    |
| 资产总计               | 1,650.92 | 1,934.88 | 2,064.80 | 2,269.92 | 2,550.49 | 2,894.44 |
| 短期借款               | 0.00     | 5.00     | 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               | 21.33    | 17.90    | 19.70    | 24.22    | 26.44    | 30.45    |
| 预收账款               | 0.60     | 0.65     | 0.08     | 0.58     | 0.67     | 0.78     |
| 合同负债               | 4.36     | 4.34     | 4.28     | 5.45     | 6.31     | 7.29     |
| 其他应付款              | 60.32    | 141.43   | 122.18   | 130.09   | 142.04   | 163.57   |
| 长期借款               | 48.30    | 46.57    | 8.73     | -4.11    | -14.73   | -22.83   |
| 其他负债               | 16.28    | 15.67    | 66.55    | 39.06    | 42.25    | 45.79    |
| 负债合计               | 151.20   | 231.56   | 221.54   | 195.29   | 202.98   | 225.05   |
| 股本                 | 398.16   | 398.60   | 398.44   | 398.44   | 398.44   | 398.44   |
| 资本公积               | 270.38   | 218.30   | 232.08   | 232.08   | 232.08   | 232.08   |
| 留存收益               | 831.19   | 1,086.42 | 1,212.75 | 1,443.89 | 1,716.50 | 2,038.05 |
| 归属母公司股东权益          | 1,499.73 | 1,703.32 | 1,843.26 | 2,074.41 | 2,347.01 | 2,668.57 |
| 少数股东权益             | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.23     | 0.50     | 0.82     |
| 股东权益合计             | 1,499.73 | 1,703.32 | 1,843.26 | 2,074.63 | 2,347.51 | 2,669.39 |
| 负债和股东权益合计          | 1,650.92 | 1,934.88 | 2,064.80 | 2,269.92 | 2,550.49 | 2,894.44 |
| 投入资本(IC)           | 878.27   | 837.33   | 782.13   | 836.97   | 853.20   | 879.97   |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> |          |          |          |          |          |          |
| 资本支出               | 79.39    | 45.28    | 32.74    | -0.00    | 0.00     | 0.00     |
| 自由现金流              | 22.14    | 222.43   | 247.80   | 275.12   | 361.53   | 419.61   |
| 短期借款增加             | 0.00     | 5.00     | -5.00    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 长期带息债务增加           | 45.30    | -1.74    | -37.83   | -12.84   | -10.62   | -8.10    |
| 股权筹资额              |          |          |          | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 支付普通股股利            | 55.19    | 59.57    | 117.46   | 98.74    | 116.45   | 137.37   |
| 长期投资               | -13.85   | -299.63  | -33.31   | 3.57     | 3.57     | 3.57     |
| 经营性现金净流量           | 149.04   | 298.72   | 341.85   | 281.61   | 384.71   | 445.24   |
| 投资性现金净流量           | -40.20   | -331.99  | -73.30   | 3.57     | 3.57     | 3.57     |
| 筹资性现金净流量           | -120.58  | -18.04   | -159.64  | -108.49  | -122.64  | -139.56  |
| 现金流量净额             | 12.85    | -42.51   | 114.38   | 176.69   | 265.65   | 309.25   |
| 货币资金的期初余额          | 230.74   | 243.59   | 201.08   | 315.46   | 492.16   | 757.81   |
| 货币资金的期末余额          | 243.59   | 201.08   | 315.46   | 492.16   | 757.81   | 1,067.06 |
| 企业自由现金流            | 22.14    | 222.43   | 247.80   | 275.12   | 361.53   | 419.61   |
| 权益自由现金流            | 95.18    | 248.63   | 228.97   | 265.00   | 354.82   | 416.70   |

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