

三季度国内短期承压，海外业务维持稳健增长

投资要点

- 事件：**公司发布2025年三季报，2025年前三季度实现营收16.90亿元(-22.52%)，归母净利润1.34亿元(-69.32%)，扣非归母净利润0.83亿元(-78.67%)。其中Q3单季度营收4.45亿元(-26.66%)，归母净亏损0.55亿元。三季度国内短期承压，海外业务维持稳健增长。
- 毛利率阶段性下滑，费用率因收入下降而有所上升。**从盈利能力看，前三季度毛利率为60.3%，同比有所下降，主要系三季度高毛利产品销售占比同比下滑，产品结构变化所致。从费用端看，前三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为2.8.7%/8.6%/15.7%/1.7%，费用率因收入规模下滑而有所抬升。业绩下滑主要因为：1)外部环境：DRG、集采、终端收费调整等政策导致院内检测量下滑，尤其区县级医院影响显著；2)内部经营：公司主动强化现金流与应收账款管控以及去库存。
- 海外业务逆势高增，国内业务分化明显。**分区域看，海外业务进展顺利，国内业务短期承压。国际业务（不含美国）在供应链本地化策略推动下，Q3单季度实现同比高增，上半年成立的俄罗斯和菲律宾子公司为未来增长奠定基础。美国子公司Q3同比微增，毒检业务明显恢复，呼吸道业务取得突破性进展，与美国大客户就呼吸道三联检产品签署长期供货协议，为后续增长提供坚实保障。国内业务虽整体下滑，但结构性亮点突出：1)化学发光业务终端销售增速持续提速，特色+常规项目双轮驱动；2)糖化血红蛋白检测纳入老年人免费体检项目，带动该产品销售高增。
- AI病理技术突破，平台化与国际化战略明确。**公司投资的赛维森科技获得全国首张宫颈细胞学AI辅助诊断三类证，标志着在AI病理领域的重大技术突破。同时，公司持续推进IPD变革，强化化学发光、免疫荧光、胶体金三大平台，通过并购天深医疗、参股赛维森医疗，完善IVD生态圈，为长期发展奠定坚实基础。
- 盈利预测：**预计公司2025-2027年归母净利润分别为1.9亿元(-65.6%)、3.3亿元(+70.5%)、3.8亿元(+14.2%)，EPS分别0.41元、0.7元、0.8元，对应PE为51、30、26倍。
- 风险提示：**汇率波动风险；新产品研发、注册及认证风险；海外业务拓展不及预期风险；市场竞争导致产品价格大幅下降的风险。

西南证券研究院

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxy@swsc.com.cn

分析师：陈辰
执业证号：S1250524120002
电话：021-68416017
邮箱：chch@swsc.com.cn

相对指数表现



基础数据

总股本(亿股)	4.68
流通A股(亿股)	4.30
52周内股价区间(元)	19.85-26.61
总市值(亿元)	99.42
总资产(亿元)	66.53
每股净资产(元)	11.52

相关研究

- 万孚生物(300482)：24年海外收入高增，毛利率有所提升 (2025-04-14)

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3064.81	2423.24	2710.92	3034.92
增长率	10.85%	-20.93%	11.87%	11.95%
归属母公司净利润(百万元)	561.63	193.38	329.69	376.43
增长率	15.18%	-65.57%	70.49%	14.18%
每股收益EPS(元)	1.20	0.41	0.70	0.80
净资产收益率ROE	10.00%	3.21%	5.48%	5.96%
PE	18	51	30	26
PB	1.79	1.76	1.67	1.59

数据来源：Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

盈利预测

关键假设：

根据公司各项业务板块的分析，我们对 2025-2027 年公司主营业务的预测如下：

- 1) 传染病检测：25 年冬春季呈现多病交替，但总体流行强度与医疗负荷低于去年同期，院端呼吸道检测需求明显回落。因此我们预计 2025-2027 年销量增速分别为 -25%、15%、15%。由于产品结构占比变化，预计毛利率 25-27 年分别为 57%、57%、57%。
- 2) 慢性疾病检测：由于 DRG/DIP 支付方式改革、IVD 集采、检验套餐拆解、终端检验收费调整与结果互认，导致压制院端检测量与单价，对公司国内定量与慢病管理板块形成较大压力。预计 25-27 年销量增速分别为 -27%、10%、10%。预计荧光调整终端收费使毛利率有所降低，因此 25-27 年预计毛利率为 71%、71%、71%。
- 3) 毒品(滥用药物)检测：毛发及唾液检测新品上市，但整体北美毒检市场竞争较为激烈，预计 25-27 年销量增速分别为 7%、15%、15%。毛利率预计稳定在 56%。
- 4) 妊娠及优生优育检测：整体行业受到生育率下降影响，预计 25-27 年销量增速分别为 -12%、8%、8%。毛利率预计稳定在 43%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
传染病检测	收入	1042	782	899	1034
	增速	9.5%	-25.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	58.1%	57.0%	57.0%	57.0%
慢性疾病检测	收入	1369	999	1099	1209
	增速	22.4%	-27.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	75.9%	71.0%	71.0%	71.0%
毒品(滥用药物)检测	收入	286	307	352	405
	增速	-13.4%	7.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	59.0%	56.0%	56.0%	56.0%
妊娠及优生优育检测	收入	294	258	279	301
	增速	10.0%	-12.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	44.6%	43.0%	43.0%	43.0%
其他业务	收入	74	78	82	86
	增速	-23.8%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	3,065	2,423	2,711	3,035
	增速	10.8%	-20.9%	11.9%	12.0%
	毛利率	64.1%	60.3%	60.3%	60.3%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3064.81	2423.24	2710.92	3034.92	净利润	565.22	184.38	330.69	378.43
营业成本	1098.88	962.30	1076.41	1205.10	折旧与摊销	253.67	137.39	138.77	140.36
营业税金及附加	15.49	9.69	10.84	12.14	财务费用	2.22	35.00	-9.00	-8.00
销售费用	683.50	690.33	690.33	759.37	资产减值损失	-12.40	-10.00	-10.00	-10.00
管理费用	222.36	211.24	232.37	255.60	经营营运资本变动	324.84	259.30	-53.05	-144.16
财务费用	2.22	35.00	-9.00	-8.00	其他	-771.83	-82.50	-35.02	-19.99
资产减值损失	-12.40	-10.00	-10.00	-10.00	经营活动现金流净额	361.71	523.57	362.39	336.64
投资收益	1.92	15.00	15.00	15.00	资本支出	-164.17	-50.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	29.62	35.00	30.00	30.00	其他	-852.43	20.00	15.00	15.00
其他经营损益	24.87	25.00	25.00	25.00	投资活动现金流净额	-1016.60	-30.00	-25.00	-25.00
营业利润	636.85	194.08	367.44	420.48	短期借款	0.76	1.24	1.00	2.00
其他非经营损益	-7.38	-4.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	629.46	190.08	367.44	420.48	股权融资	729.73	0.00	0.00	0.00
所得税	64.25	5.70	36.74	42.05	支付股利	-187.37	-112.33	-38.68	-65.94
净利润	565.22	184.38	330.69	378.43	其他	95.96	5.88	24.00	23.00
少数股东损益	3.59	-9.00	1.00	2.00	筹资活动现金流净额	639.08	-105.20	-13.68	-40.94
归属母公司股东净利润	561.63	193.38	329.69	376.43	现金流量净额	-11.47	388.37	323.71	270.70
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	828.69	1217.06	1540.77	1811.47	成长能力				
应收和预付款项	1192.26	656.33	776.84	904.99	销售收入增长率	10.85%	-20.93%	11.87%	11.95%
存货	359.56	275.36	327.02	371.85	营业利润率	15.97%	-69.53%	89.32%	14.44%
其他流动资产	1405.35	1548.49	1516.13	1564.02	净利润增长率	15.96%	-67.38%	79.36%	14.44%
长期股权投资	425.39	425.39	425.39	425.39	EBITDA 增长率	11.62%	-58.95%	35.68%	11.19%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1465.85	1421.71	1366.19	1309.09	毛利率	64.15%	60.29%	60.29%	60.29%
无形资产和开发支出	357.30	315.65	274.01	232.36	三费率	29.63%	38.65%	33.70%	33.18%
其他非流动资产	1120.26	1148.65	1177.04	1205.43	净利率	18.44%	7.61%	12.20%	12.47%
资产总计	7154.65	7008.64	7403.40	7824.60	ROE	10.00%	3.21%	5.48%	5.96%
短期借款	0.76	2.00	3.00	5.00	ROA	7.90%	2.63%	4.47%	4.84%
应付和预收款项	510.08	355.63	405.24	462.05	ROIC	19.37%	8.30%	13.05%	14.96%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	29.13%	15.12%	18.34%	18.22%
其他负债	993.53	907.37	959.52	1009.41	营运能力				
负债合计	1504.36	1265.01	1367.75	1476.46	总资产周转率	0.47	0.34	0.38	0.40
股本	481.42	468.08	468.08	468.08	固定资产周转率	2.47	1.70	1.99	2.33
资本公积	1458.34	1471.68	1471.68	1471.68	应收账款周转率	3.32	2.63	3.88	3.68
留存收益	3806.94	3887.99	4179.00	4489.50	存货周转率	3.00	2.92	3.50	3.40
归属母公司股东权益	5554.39	5656.73	5947.75	6258.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.38%	—	—	—
少数股东权益	95.90	86.90	87.90	89.90	资本结构				
股东权益合计	5650.29	5743.63	6035.65	6348.14	资产负债率	21.03%	18.05%	18.47%	18.87%
负债和股东权益合计	7154.65	7008.64	7403.40	7824.60	带息债务/总负债	38.00%	45.29%	41.96%	39.01%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	流动比率	4.61	6.52	6.35	6.22
EBITDA	892.73	366.47	497.21	552.84	速动比率	4.17	6.03	5.85	5.72
PE	17.70	51.41	30.16	26.41	股利支付率	33.36%	58.09%	11.73%	17.52%
PB	1.79	1.76	1.67	1.59	每股指标				
PS	3.24	4.10	3.67	3.28	每股收益	1.20	0.41	0.70	0.80
EV/EBITDA	8.47	18.74	13.10	11.24	每股净资产	11.87	12.08	12.71	13.37
股息率	1.88%	1.13%	0.39%	0.66%	每股经营现金	0.77	1.12	0.77	0.72
					每股股利	0.40	0.24	0.08	0.14

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
公司评级	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
行业评级	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jyj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
北京	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn