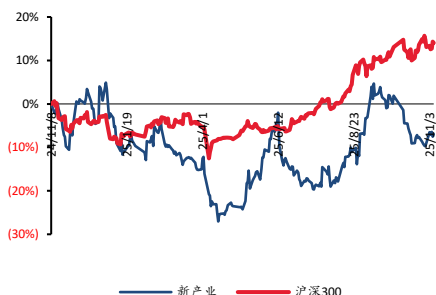


新产业：国内逐步改善，海外持续高增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 7.86/6.82
总市值/流通(亿元) 489.82/425.16
12 个月内最高/最低价 72.9/49.01 (元)

相关研究报告

<<新产业：出海持续增长，国内业务修复可期>>—2025-09-09

<<新产业点评报告：国内业务受集采影响，海外市场快速放量>>—2025-04-29

<<新产业点评报告：中大型仪器占比不断提升，海外市场持续高增>>—2024-11-07

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

研究助理：李啸岩

电话：17717408201

E-MAIL: lixiaoyan@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124070016

事件：近日公司发布 2025 年第三季度报告：2025 年前三季度，公司实现营业收入 34.28 亿元，同比增长 0.39%；归母净利润 12.05 亿元，同比下降 12.92%，主要受集采影响；扣非归母净利润 11.36 亿元，同比下降 14.68%。

其中，公司第三季度实现营业收入 12.43 亿元，同比增长 3.28%；归母净利润 4.34 亿元，同比下降 9.72%；扣非归母净利润 4.10 亿元，同比下降 11.58%。

国内检测量逆势增长，试剂放量带动海外业务增长

在国内市场，公司前三季度实现收入 19.55 亿元，同比下降 11%，主要受到集中带量采购和检验套餐解绑等因素的阶段性的影响。在行业整体检测量承压的背景下，公司凭借市场份额的提升，前三季度检测量仍实现逆势增长，展现出较强的业务韧性。前三季度，公司共完成全自动化学发光仪器装机 1144 台，其中大型机占比达 78%，装机结构同比优化。自主新产品 SATLARST8 流水线累计装机达 143 条，已大幅超越 2024 年全年水平。流水线的快速放量，标志着公司在国内大型医疗终端的市场拓展取得实质性突破，预计将逐步带动常规试剂销量的稳步提升。

在海外市场，公司前三季度实现主营业务收入 14.67 亿元，同比增长 21%。其中试剂业务表现尤为突出，收入同比增长 37%，推动海外综合毛利率提升至 69.49%，已超越国内市场水平。海外市场共销售全自动化学发光仪器 2631 台，中大型发光仪器销售占比提升至 76%。随着 SNIBE 品牌影响力的持续扩大，公司重点推进高速机型 X8 及 X6 以及流水线 T8 在大型终端客户中的推广与应用，成效显著。预计客户设备的持续升级将为公司中长期增长奠定坚实基础。

国内趋势逐步好转，有望陆续回暖

由于集中带量采购及检验套餐解绑等行业政策的影响，免疫诊断量和价两个维度均承受一定的压力。其中，第二季度是终端测试量下滑最显著的阶段；因各省检验套餐指南陆续颁布，合理的检测项目逐步恢复，第三季度降幅有所收窄，环比改善明显，表明最困难的时期已经过去。考虑到政策影响在今年已充分体现，预计 2026 年行业检测量承受的压力将进一步减缓。在价格层面，集中带量采购已覆盖肿瘤、甲状腺、性腺及传染病等常规品类，对于试剂价格的影响自 2024 年第三季度开始体现，因此在 2025 年第三季度，同比降幅已显现收窄趋势，预计 2026 年试剂均价将趋于相对稳定。2025 年，公司在国内市场实现流水线铺设超过 140 条，为 2026 年国内业务回暖奠定坚实基础。

毛利率小幅下降，费用率上升

2025 年前三季度，公司的综合毛利率同比下降 3.61pct 至 68.73%，主要系集采影响。销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别

为 16.86%、2.65%、10.86%、-0.83%，同比变动幅度分别为+1.56pct、+0.60pct、+1.27pct、-0.14pct。

其中，2025 年第三季度的综合毛利率、销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率、整体净利率分别为 69.24%、16.74%、2.53%、10.87%、0.04%、34.90%，分别变动-2.61pct、+1.08pct、-0.04pct、+0.64pct、+0.94pct、-5.03pct。

盈利预测及投资评级：我们预计，2025-2027 年公司营业收入分别为 47.12/54.28/63.52 亿元，同比增速为 3.89%/15.20%/17.02%；归母净利润分别为 17.37/20.60/24.59 亿元，同比增速为-5.00%/18.57%/19.41%；EPS 分别为 2.21/2.62/3.13 元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 28/24/20 倍。维持“买入”评级。

风险提示：集采降价的风险，海外贸易波动的风险，产品研发不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,535	4,712	5,428	6,352
营业收入增长率(%)	15.41%	3.89%	15.20%	17.02%
归母净利（百万元）	1,828	1,737	2,060	2,459
净利润增长率(%)	10.57%	-5.00%	18.57%	19.41%
摊薄每股收益（元）	2.33	2.21	2.62	3.13
市盈率（PE）	30.45	28.20	23.78	19.92

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表（百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,048	920	983	1,888	2,897
应收和预付款项	655	968	795	753	781
存货	917	1,198	1,293	1,378	1,484
其他流动资产	2,444	1,970	2,713	2,800	2,885
流动资产合计	5,064	5,056	5,784	6,818	8,047
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	118	108	108	108	108
固定资产	1,266	1,274	1,242	1,233	1,246
在建工程	169	415	495	575	655
无形资产开发支出	169	245	290	345	410
长期待摊费用	157	151	145	139	133
其他非流动资产	6,342	7,427	8,165	9,195	10,430
资产总计	8,222	9,619	10,444	11,595	12,981
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	127	457	334	380	440
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	551	586	676	750	847
负债合计	678	1,043	1,009	1,130	1,287
股本	786	786	786	786	786
资本公积	1,332	1,332	1,332	1,332	1,332
留存收益	5,374	6,417	7,290	8,320	9,550
归母公司股东权益	7,544	8,577	9,435	10,465	11,695
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	7,544	8,577	9,435	10,465	11,695
负债和股东权益	8,222	9,619	10,444	11,595	12,981

现金流量表（百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	1,418	1,356	1,828	2,200	2,544
投资性现金流	-291	-705	-882	-265	-305
融资性现金流	-569	-790	-888	-1,030	-1,230
现金增加额	568	-126	64	905	1,010

利润表（百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,930	4,535	4,712	5,428	6,352
营业成本	1,064	1,267	1,502	1,710	1,978
营业税金及附加	15	16	19	22	25
销售费用	629	715	726	820	940
管理费用	107	125	130	139	156
财务费用	-31	-35	-14	-15	-28
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	74	90	94	109	127
公允价值变动	19	29	15	20	18
营业利润	1,895	2,111	1,991	2,361	2,817
其他非经营损益	-2	-18	-2	-3	-1
利润总额	1,893	2,093	1,989	2,358	2,816
所得税	239	265	252	298	356
净利润	1,654	1,828	1,737	2,060	2,459
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	1,654	1,828	1,737	2,060	2,459

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	72.93%	72.07%	68.12%	68.50%	68.86%
销售净利率	42.08%	40.32%	36.86%	37.95%	38.72%
销售收入增长率	28.97%	15.41%	3.89%	15.20%	17.02%
EBIT 增长率	30.91%	10.50%	0.87%	18.65%	18.95%
净利润增长率	24.53%	10.57%	-5.00%	18.57%	19.41%
ROE	21.92%	21.32%	18.41%	19.68%	21.03%
ROA	20.11%	19.01%	16.63%	17.76%	18.95%
ROIC	20.50%	19.93%	18.28%	19.55%	20.81%
EPS(X)	2.11	2.33	2.21	2.62	3.13
PE(X)	37.14	30.45	28.20	23.78	19.92
PB(X)	8.14	6.49	5.19	4.68	4.19
PS(X)	15.64	12.27	10.40	9.02	7.71
EV/EBITDA(X)	30.96	25.15	22.19	18.49	15.31

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；
中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；
看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；
增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和任何个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。