

2025 年 11 月 07 日

证券研究报告•2025 年三季报点评

海尔生物（688139）医药生物

当前价：34.64 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 低温存储业务企稳回升，新产业持续贡献增长动能

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年三季报，前三季度实现营收 17.61 亿元（-1.17%），归母净利润 1.98 亿元（-35.83%），扣非后归属于上市公司净利 1.73 亿元（-37.20%）。
- **Q3 业绩环比改善明显，拐点初现。**公司业绩于第二季度触底后，Q3 单季度收入 5.66 亿元（+1.24%），环比增长 11.68%；单季度归母净利润 0.56 亿元，环比增长超 70%，扣非归母净利润环比实现三位数提升。前三季度盈利能力受外部环境、新建产能爬坡及战略性投入影响。公司持续加大研发投入，前三季度研发投入 2.43 亿元，同比增长 8.52%，支持产品方案引领。
- **低温存储业务企稳回升，新产业持续贡献增长动能。**1) 低温存储产业在 Q3 实现同比正增长，带动前三季度降幅收窄至中个位数，业务基本面显现企稳态势。公司通过场景方案升级和全球化驱动，在国内市场持续提升超低温、低温、培养箱等产品份额。2) 新产业前三季度实现中个位数增长，收入占比提升至约 48%，成为稳定增长的核心驱动力。其中，智慧用药产业积极拓展海外市场，前三季度保持双位数增长；血液技术产业受益于数字化升级和新用户拓展，同样实现双位数增长，其采浆耗材国内市占率已突破 50%；实验室解决方案产业在行业疲软背景下实现个位数增长。
- **海外市场增长强劲，国内市场降幅收窄。**前三季度海外市场实现收入 6.34 亿元，同比增长 20.18%，延续了上半年的高增长态势。公司本地化运营体系已累计覆盖 18 个国家，低温存储业务持续发展的同时，智慧用药、实验室解决方案等新业务在海外的增长动能正逐渐显现。国内市场前三季度实现收入 11.17 亿元，同比降幅收窄至 10.48%，其中 Q3 收入已基本持平同期，环比改善趋势明确。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2025-2027 年归母净利润为 2.9/3.6/4.4 亿元。考虑到公司低温存储业务企稳回升以及海外市场增长强劲，建议持续关注。
- **风险提示：**汇率波动风险，物联网拓展不及预期风险，海外业务拓展不及预期风险，并购企业经营及业绩实现或不达预期的风险。

| 指标/年度         | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）     | 2283.83 | 2408.60 | 2759.29 | 3176.85 |
| 增长率           | 0.13%   | 5.46%   | 14.56%  | 15.13%  |
| 归属母公司净利润（百万元） | 366.63  | 290.75  | 355.72  | 436.42  |
| 增长率           | -9.71%  | -20.70% | 22.34%  | 22.69%  |
| 每股收益 EPS（元）   | 1.15    | 0.91    | 1.12    | 1.37    |
| 净资产收益率 ROE    | 8.25%   | 6.10%   | 7.00%   | 8.00%   |
| PE            | 30      | 38      | 31      | 25      |
| PB            | 2.52    | 2.40    | 2.25    | 2.09    |

数据来源：Wind，西南证券

### 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



数据来源：Wind

### 基础数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股)      | 3.18        |
| 流通 A 股(亿股)   | 3.18        |
| 52 周内股价区间(元) | 29.68-38.50 |
| 总市值(亿元)      | 110.16      |
| 总资产(亿元)      | 56.50       |
| 每股净资产(元)     | 13.64       |

### 相关研究

1. 海尔生物（688139）：24 年业绩符合预期，25 年海外有望大幅提速（2025-04-01）

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：生命科学：生命科学主要包括样本安全产品及解决方案（智慧实验室）。公司在非低温存储类产品品类上不断开拓，推出各类培养箱、离心机等多类新品，进一步丰富了生物培养、离心制备等场景的应用。由于 23 年开始客户端消化库存以及用户开支谨慎导致新增需求疲软，24 年板块增速 6%，25 年开始预计趋势会逐步转好。因此我们预计 2025-2027 年整合产品销量增速分别为 8%、16%、17%。25 年整体毛利率略有下滑，主要受外部环境承压、新建产能爬坡及战略性中长期投入等综合因素影响。预计 26 年开始短期内预计毛利率保持稳定。

假设 2：医疗创新：医疗创新目前涉及其他三个场景（智慧公卫、智慧用血、数字医院）。国内城市网复制和方案迭代成效显著，海外克服国际海运困难全力保障太阳能疫苗项交付，高成长态势延续。医疗创新中药品及试剂安全方案的医疗端药品冷藏箱在疫情期间透支需求，疫后逐季修复中。疫苗安全方案与财政支出相关，整体疫苗网血液网复苏趋势明确，但与卫健委合作运作周期较长。血液安全方案的血站及医院物联网在逐步发力，不仅限于单个设备的采购，而是从血站和医院整个物联网连接起来保证血液安全及血液零浪费，整体复苏趋势明显。因此我们预计 2025-2027 年整体产品销量增速分别为 4%、13%、14%，短期内预计毛利率保持稳定。

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：公司业务分拆收入预测

| 单位：百万元 |       | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 生命科学   | 营业收入  | 1094  | 1175  | 1363  | 1591  |
|        | YOY   | 6.1%  | 7.5%  | 15.9% | 16.8% |
|        | 毛利率   | 49.0% | 47.0% | 47.0% | 47.0% |
| 医疗创新   | 营业收入  | 1180  | 1221  | 1383  | 1569  |
|        | YOY   | -4.9% | 3.5%  | 13.2% | 13.5% |
|        | 毛利率   | 47.1% | 46.4% | 46.4% | 46.4% |
| 其他业务   | 营业收入  | 10    | 12    | 14    | 17    |
|        | YOY   | 6.6%  | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
|        | 毛利率   | 35.2% | 35.0% | 35.0% | 35.0% |
| 合计     | 营业总收入 | 2,284 | 2,409 | 2,759 | 3,177 |
|        | YOY   | 0.1%  | 5.5%  | 14.6% | 15.1% |
|        | 毛利率   | 48.0% | 46.6% | 46.6% | 46.7% |

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       | 2283.83 | 2408.60 | 2759.29 | 3176.85 | 净利润               | 381.01  | 295.75  | 360.72  | 441.42  |
| 营业成本       | 1187.91 | 1285.19 | 1472.16 | 1694.77 | 折旧与摊销             | 117.97  | 114.92  | 126.57  | 139.14  |
| 营业税金及附加    | 23.29   | 19.27   | 22.07   | 25.41   | 财务费用              | -47.25  | -56.70  | -68.04  | -81.65  |
| 销售费用       | 290.37  | 354.25  | 393.22  | 432.54  | 资产减值损失            | -2.76   | -24.00  | -12.00  | -7.00   |
| 管理费用       | 181.36  | 201.31  | 231.51  | 266.23  | 经营营运资本变动          | -177.12 | -73.44  | 6.21    | 30.46   |
| 财务费用       | -47.25  | -56.70  | -68.04  | -81.65  | 其他                | 19.82   | -10.21  | -16.49  | -22.18  |
| 资产减值损失     | -2.76   | -24.00  | -12.00  | -7.00   | 经营活动现金流净额         | 291.67  | 246.32  | 396.97  | 500.18  |
| 投资收益       | 23.79   | 25.00   | 20.00   | 20.00   | 资本支出              | -262.10 | -150.00 | -150.00 | -150.00 |
| 公允价值变动损益   | 5.47    | 3.00    | 10.00   | 15.00   | 其他                | -529.11 | 18.85   | 105.53  | -13.48  |
| 其他经营损益     | 48.65   | 40.00   | 30.00   | 30.00   | 投资活动现金流净额         | -791.22 | -131.15 | -44.47  | -163.48 |
| 营业利润       | 401.83  | 309.43  | 375.75  | 459.82  | 短期借款              | 4.00    | -2.01   | 2.00    | 0.00    |
| 其他非经营损益    | 0.13    | -2.00   | 0.00    | 0.00    | 长期借款              | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 利润总额       | 401.96  | 307.43  | 375.75  | 459.82  | 股权融资              | -9.70   | 3.60    | 0.00    | 0.00    |
| 所得税        | 20.95   | 11.68   | 15.03   | 18.39   | 支付股利              | -162.57 | -73.33  | -58.15  | -71.14  |
| 净利润        | 381.01  | 295.75  | 360.72  | 441.42  | 其他                | -58.56  | 86.19   | 98.04   | 111.65  |
| 少数股东损益     | 14.38   | 5.00    | 5.00    | 5.00    | 筹资活动现金流净额         | -226.83 | 14.45   | 41.89   | 40.50   |
| 归属母公司股东净利润 | 366.63  | 290.75  | 355.72  | 436.42  | 现金流量净额            | -721.94 | 129.62  | 394.39  | 377.21  |
|            |         |         |         |         |                   |         |         |         |         |
| 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       | 901.23  | 1030.84 | 1425.23 | 1802.44 | 成长能力              |         |         |         |         |
| 应收和预付款项    | 366.82  | 338.53  | 406.87  | 460.77  | 销售收入增长率           | 0.13%   | 5.46%   | 14.56%  | 15.13%  |
| 存货         | 334.74  | 362.32  | 420.31  | 482.05  | 营业利润增长率           | -8.34%  | -22.99% | 21.43%  | 22.37%  |
| 其他流动资产     | 1049.66 | 1018.36 | 926.53  | 959.42  | 净利润增长率            | -7.54%  | -22.38% | 21.97%  | 22.37%  |
| 长期股权投资     | 137.99  | 137.99  | 137.99  | 137.99  | EBITDA 增长率        | -8.06%  | -22.20% | 18.12%  | 19.12%  |
| 投资性房地产     | 8.86    | 8.86    | 8.86    | 8.86    | 获利能力              |         |         |         |         |
| 固定资产和在建工程  | 902.33  | 954.10  | 994.23  | 1021.78 | 毛利率               | 47.99%  | 46.64%  | 46.65%  | 46.65%  |
| 无形资产和开发支出  | 1160.17 | 1143.81 | 1127.45 | 1111.09 | 三费率               | 18.59%  | 20.71%  | 20.17%  | 19.43%  |
| 其他非流动资产    | 925.68  | 945.35  | 965.01  | 984.67  | 净利率               | 16.68%  | 12.28%  | 13.07%  | 13.90%  |
| 资产总计       | 5787.47 | 5940.15 | 6412.48 | 6969.08 | ROE               | 8.25%   | 6.10%   | 7.00%   | 8.00%   |
| 短期借款       | 10.01   | 8.00    | 10.00   | 10.00   | ROA               | 6.58%   | 4.98%   | 5.63%   | 6.33%   |
| 应付和预收款项    | 562.45  | 590.30  | 683.24  | 786.20  | ROIC              | 5.97%   | 4.02%   | 4.76%   | 5.81%   |
| 长期借款       | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | EBITDA/销售收入       | 20.69%  | 15.26%  | 15.74%  | 16.28%  |
| 其他负债       | 596.87  | 495.00  | 569.82  | 653.18  | 营运能力              |         |         |         |         |
| 负债合计       | 1169.33 | 1093.30 | 1263.06 | 1449.38 | 总资产周转率            | 0.40    | 0.41    | 0.45    | 0.47    |
| 股本         | 317.95  | 317.95  | 317.95  | 317.95  | 固定资产周转率           | 2.88    | 2.94    | 3.27    | 3.66    |
| 资本公积       | 1977.34 | 1980.94 | 1980.94 | 1980.94 | 应收账款周转率           | 8.30    | 7.23    | 7.89    | 7.79    |
| 留存收益       | 2219.15 | 2436.58 | 2734.14 | 3099.42 | 存货周转率             | 3.99    | 3.62    | 3.72    | 3.73    |
| 归属母公司股东权益  | 4371.55 | 4595.27 | 4892.83 | 5258.11 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 102.08% | —       | —       | —       |
| 少数股东权益     | 246.59  | 251.59  | 256.59  | 261.59  | 资本结构              |         |         |         |         |
| 股东权益合计     | 4618.14 | 4846.85 | 5149.42 | 5519.70 | 资产负债率             | 20.20%  | 18.41%  | 19.70%  | 20.80%  |
| 负债和股东权益合计  | 5787.47 | 5940.15 | 6412.48 | 6969.08 | 带息债务/总负债          | 0.86%   | 0.73%   | 0.79%   | 0.69%   |
|            |         |         |         |         | 流动比率              | 2.59    | 3.00    | 3.01    | 3.06    |
|            |         |         |         |         | 速动比率              | 2.27    | 2.61    | 2.61    | 2.66    |
|            |         |         |         |         | 股利支付率             | 44.34%  | 25.22%  | 16.35%  | 16.30%  |
| 业绩和估值指标    | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   | 每股指标              |         |         |         |         |
| EBITDA     | 472.54  | 367.65  | 434.27  | 517.31  | 每股收益              | 1.15    | 0.91    | 1.12    | 1.37    |
| PE         | 30.04   | 37.88   | 30.96   | 25.24   | 每股净资产             | 13.75   | 14.45   | 15.39   | 16.54   |
| PB         | 2.52    | 2.40    | 2.25    | 2.09    | 每股经营现金            | 0.92    | 0.77    | 1.25    | 1.57    |
| PS         | 4.82    | 4.57    | 3.99    | 3.47    | 每股股利              | 0.51    | 0.23    | 0.18    | 0.22    |
| EV/EBITDA  | 17.59   | 21.88   | 17.79   | 14.11   |                   |         |         |         |         |
| 股息率        | 1.48%   | 0.67%   | 0.53%   | 0.65%   |                   |         |         |         |         |

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。

|      |                                              |
|------|----------------------------------------------|
| 公司评级 | 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 |
|      | 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       |
| 行业评级 | 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     |
|      | 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、<br>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 | yfliyu@swsc.com.cn   |
|    | 汪艺  | 销售岗                     | 13127920536  | 13127920536 | wyyf@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 | jjy@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  |
|    | 毛玮琳 | 销售岗                     | 18721786793  | 18721786793 | mwl@swsc.com.cn      |
| 北京 | 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      |

|    |     |     |             |             |                    |
|----|-----|-----|-------------|-------------|--------------------|
| 广深 | 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 |
|    | 唐茜露 | 销售岗 | 18680348593 | 18680348593 | tdl@swsc.com.cn    |
|    | 文柳茜 | 销售岗 | 13750028702 | 13750028702 | wlq@swsc.com.cn    |
|    | 林哲睿 | 销售岗 | 15602268757 | 15602268757 | lzh@swsc.com.cn    |