

Q3 业绩现拐点，新产业与出海双轮驱动成长

核心观点

公司 2025 三季度业绩符合预期，随着国内宏观环境、新产能爬坡等相关负面影响因素的逐步减弱，Q3 环比有所恢复，但同比仍然受到一定的影响。短期来看，新产业业务有望继续拉动业绩增长，国内存储业务在持续恢复；中长期来看，公司通过持续并购，从传统单品销售向场景方案供应商转变，海外加强本地化建设与产品认证准入，推动海外场景方案竞争力提升，打开成长天花板。

事件

公司发布 2025 年三季度报

公司 2025 前三季度实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 17.61/1.98/1.73 亿元，分别同比-1.17%/-35.83%/-37.20%。基本每股收益为 0.63 元/股。

其中 25Q3 单季度实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 5.66/0.56/0.50 亿元，同比 +1.24%/-25.60%/-22.47%，环比 +11.68%/+71.34%/+105.58%。

简评

2025 三季度业绩基本符合预期，单 Q3 业绩环比改善

公司 2025 前三季度实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 17.61/1.98/1.73 亿元，分别同比-1.17%/-35.83%/-37.20%。

其中 25Q3 单季度实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 5.66/0.56/0.50 亿元，同比 +1.24%/-25.60%/-22.47%，环比 +11.68%/+71.34%/+105.58%，环比有所改善。预计主要由于 Q2 受到外部不利的国内宏观环境、新建产能爬坡和公司主动加大中长期战略投入等因素综合影响，收入和利润处于全年最低点。随着相关负面影响的逐步减弱，Q3 环比有所恢复，但同比仍然受到一定的影响。

海尔生物 (688139.SH)

维持

增持

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

朱红亮

zhuhongliang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080001

华冉

huanan@csc.com.cn

010-56135321

SAC 编号:S1440525100002

发布日期：2025 年 11 月 18 日

当前股价：34.42 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
3.08/1.66	-1.18/-8.62	-0.81/-20.06

12 月最高/最低价 (元) 36.32/29.83

总股本 (万股) 31,795.25

流通 A 股 (万股) 31,795.25

总市值 (亿元) 109.44

流通市值 (亿元) 109.44

近 3 月日均成交量 (万) 362.11

主要股东

青岛海尔生物医疗控股有限公司 31.64%

股价表现



新产业占比近半，成增长主引擎，全球化运营驱动业绩改善

分业务板块来看，低温存储产业受场景方案升级和全球化驱动，第三季度增长转正，前三季度降幅收窄至 6%（上半年下滑高个位数）。新产业前三季度实现中个位数增长，占收入比重进一步提升至约 48%（上半年为 47%）。其中，智慧用药产业积极布局泰国、越南等东南亚、中东和欧洲市场，前三季度增长 14%；血液技术产业持续聚焦数字化升级趋势，前三季度增长 12%；实验室解决方案产业的培养箱、灭菌器、实验室耗材等产品线不断完善，在行业疲软的背景下增长 1%。

分区域来看，国内市场方面，根据公司公告，超低温、低温、培养箱、安全柜、离心机系列产品的市场份额稳步提升（根据国内各主要招标网公开数据统计），第三季度收入基本持平同期，前三季度实现收入 11.17 亿元，同比降幅收窄至 10.48%。海外市场方面，前三季度实现收入 6.34 亿元，同比增长 20.18%，其中欧洲、亚洲区域高双位数增长，美洲区域低双位数增长，非洲区域个位数增长。第三季度本地化运营体系新增法国，累计覆盖 18 个国家，叠加产品本地化注册认证的加快，不仅驱动了低温存储业务持续发展，智慧用药、实验室解决方案等新业务的增长动能正逐渐显现。

2025 前三季度毛利率短期承压，战略投入持续加大

2025 年前三季度，公司销售毛利率为 46.51%，同比-2.00pct，预计主要系子公司新建产能爬坡导致。2025 年前三季度，公司期间费用率为 35.55%，同比+5.51pct，主要受销售费用率增长影响。公司前三季度销售费用率 14.84%，同比+2.96pct，预计公司加大了对终端市场的投入，包括销售组织的建设和市场营销的推广；管理费用率 8.20%，同比+0.69pct，基本保持稳定；研发费用率 13.78%，同比+1.23pct，公司今年新设立广州和天津研发中心，加大研发投入；财务费用率-1.26%，同比+0.64pct，基本保持稳定。

2025 年前三季度，公司经营性现金流净额为 0.83 亿元，同比-27.49%，主要系经营活动支出增加影响。应收账款周转天数为 57.86 天（同比增加 10.31 天），预计主要受产品结构影响——智慧用药以及场景解决方案大项目等项目账期较长。存货周转天数为 95.85 天（同比增加 20.63 天），周转效率均有所下降。其他财务指标基本正常。

展望 Q4 以及 2026 年，新产业+海外双轮驱动，公司成长路径清晰

海尔生物起家于生物医疗低温存储设备的研发、生产与销售，产品覆盖-196℃至 8℃全温域，场景涵盖医院、高校/科研院所、药企研发、血站/血浆站、疾控中心等。依托存储产品积累的渠道优势，公司通过持续并购与内生研发双轮驱动，向客户提供一体化场景解决方案。近年来，公司先后完成多项战略性并购：2022 年 12 月收购苏州康盛 70% 股权，切入实验室耗材市场；2024 年 5 月收购上海元析，进入分析仪器赛道；2020 年 11 月收购重庆三大伟业 90% 股权，将血液安全场景从医院/血站延伸至采浆站；2023 年 4 月收购苏州厚宏 70% 股权，加速布局智能药房。未来公司预计继续通过并购+自研双路径，持续扩充产品线，为多场景提供一体化解决方案。

2025 年前三季度，智慧用药、血液技术、实验室解决方案等非存储新产业整体实现中个位数增长，占收入比重进一步提升至约 48%，较 2024 年提升约 2.5 个百分点。展望 Q4 以及 2026 年，公司非存储业务在低市占率的前提下依托公司渠道优势有望继续提升市场份额，同时公司积极推进并购业务有望进一步扩充完善产品线，打造场景类整体解决方案。公司海外市场坚持本土化战略，持续加强产品注册，进一步强化市场竞争力，海外有望保持稳健增长。

短期来看，新产业业务有望继续拉动业绩增长，国内存储业务在持续恢复；中长期来看，公司通过持续并购，从传统单品销售向场景方案供应商转变，海外加强本地化建设及产品认证准入，推动场景方案竞争力提升，打开成长天花板。我们预计 2025-2027 年公司收入分别为 23.21 亿元、26.71 亿元和 30.88 亿元，分别同比增长 2%、15% 和 16%；归母净利润预计分别为 3.22 亿元、4.41 亿元和 5.51 亿元，分别同比-12%、+37% 和+25%，维持“增持”评级。

图表 1： 预测及比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,281	2,284	2,321	2,671	3,088
YoY(%)	-20	0	2	15	16
归母净利润(百万元)	406	367	322	441	551
YoY(%)	-32	-10	-12	37	25
毛利率(%)	50.63	47.99	46.86	47.57	48.30
净利率(%)	17.80	16.05	13.85	16.50	17.84
ROE(%)	9.60	8.39	7.02	9.05	10.53
EPS(摊薄/元)	1.28	1.15	1.01	1.39	1.73
P/E(倍)	27	30	34	25	20
P/B(倍)	2.59	2.50	2.39	2.25	2.09

资料来源：iFind，中信建投证券，收盘日期截至 2025 年 11 月 17 日

风险分析

- 1) 经销商销售模式风险：公司以经销为主，如果经销商出现经营不善、从事不正当竞争乃至商业贿赂等违法违规行，可能对公司产品销售造成不利影响，并可能使公司面临被主管部门处罚的风险。
- 2) 原材料供应风险：公司采用 JIT（Just in Time，准时制生产）供货模式，将供应商的原材料供应与生产计划直接关联，如果出现供应商停止供货、延期供应，或者原材料价格上涨、品质下降等情况，公司生产计划、生产成本和产品稳定性将可能受到影响。
- 3) 外汇风险：出口外销业务是公司销售业务的重要组成部分。公司出口收入主要以美元等外币结算，倘若未来人民币汇率出现较大幅度波动，而公司未能采取有效措施减少影响，可能会对公司经营业绩产生不利影响。
- 4) 行业监管风险：公司产品的生产和销售直接受到医疗器械行业监管政策的影响。如果未来相关监管政策发生变化，如出台新的行业准入、资质管理等方面的要求，可能导致公司产品无法满足监管要求，或需要申请新的经营资质等，这将对公司的生产经营带来不利影响。
- 5) 海外业务增速与地缘政治、汇率波动等多方面因素有关，部分政策具有不可预测性，我们的盈利预测存在无法达到的可能性。

图表2：财务报表预测
资产负债表(百万元)

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,536	2,652	2,784	3,166	3,687
现金	1,269	901	1,136	1,406	1,794
应收票据及应收账款合计	208	353	359	413	477
其他应收款	7	9	7	7	9
预付账款	19	27	26	30	35
存货	248	335	281	319	364
其他流动资产	784	1,028	976	990	1,008
非流动资产	2,990	3,135	3,209	3,262	3,276
长期投资	130	138	321	513	667
固定资产	792	820	798	747	691
无形资产	368	402	335	268	201
其他非流动资产	1,700	1,775	1,754	1,734	1,717
资产总计	5,526	5,787	5,993	6,428	6,963
流动负债	942	1,022	1,012	1,150	1,314
短期借款	6	10	0	0	0
应付票据及应付账款合计	391	428	425	483	550
其他流动负债	545	585	587	668	764
非流动负债	144	147	145	143	141
长期借款	9	7	6	4	2
其他非流动负债	135	139	139	139	139
负债合计	1,086	1,169	1,157	1,293	1,455
少数股东权益	209	247	254	265	278
股本	318	318	318	318	318
资本公积	1,987	1,977	1,977	1,977	1,977
留存收益	1,926	2,076	2,286	2,574	2,934
归属母公司股东权益	4,231	4,372	4,582	4,870	5,230
负债和股东权益	5,526	5,787	5,993	6,428	6,963

现金流量表(百万元)

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	249	292	595	659	791
净利润	412	381	329	451	564
折旧摊销	105	122	220	238	255
财务费用	-24	-47	-3	-4	-5
投资损失	-83	-24	-61	-61	-61
营运资金变动	-162	-166	102	27	31
其他经营现金流	0	25	7	7	7
投资活动现金流	253	-791	-240	-238	-216
资本支出	187	123	110	100	115

长期投资	358	-681	-175	-183	-146
其他投资现金流	-293	-232	-175	-155	-185
筹资活动现金流	-168	-227	-120	-150	-187
短期借款	-4	4	-10	0	0
长期借款	-2	-1	-2	-2	-2
其他筹资现金流	-162	-230	-108	-148	-185
现金净增加额	325	-722	235	270	388

利润表(百万元)

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,281	2,284	2,321	2,671	3,088
营业成本	1,126	1,188	1,233	1,400	1,596
营业税金及附加	21	23	21	24	28
销售费用	340	290	337	347	386
管理费用	183	181	174	194	216
研发费用	321	306	302	321	355
财务费用	-24	-47	-3	-4	-5
资产减值损失	-2	-3	-3	-3	-4
信用减值损失	-2	-16	-6	-7	-8
其他收益	45	49	46	46	46
公允价值变动收益	2	5	0	0	0
投资净收益	83	24	61	61	61
资产处置收益	-2	0	-1	-1	-1
营业利润	438	402	354	484	605
营业外收入	3	3	3	3	3
营业外支出	7	3	5	5	5
利润总额	434	402	353	483	604
所得税	22	21	23	32	40
净利润	412	381	329	451	564
少数股东损益	6	14	8	11	13
归属母公司净利润	406	367	322	441	551
EBITDA	515.81	477.08	569.26	716.75	853.41
EPS (元)	1.28	1.15	1.01	1.39	1.73

资料来源: iFind, 中信建投

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。

朱红亮

中信建投证券医药分析师，上海交通大学生物学硕士，研究医疗器械公司。

华冉

医疗器械与服务团队分析师，清华大学公共管理博士，覆盖家用器械、低值耗材、医疗服务行业和脑机接口、AI 医疗板块。

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