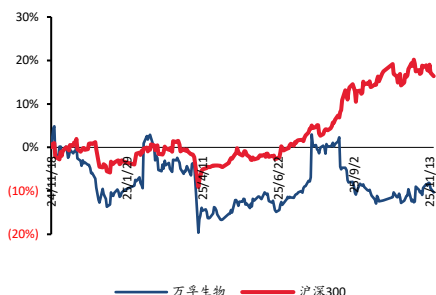


万孚生物：海外业务进展顺利，国内短暂承压

走势比较



股票数据

总股本/流通(亿股) 4.68/4.3
总市值/流通(亿元) 101.71/93.53
12 个月内最高/最低价 26.48/19.26 (元)

相关研究报告

<<万孚生物年报点评：四大业务稳步推进，海外收入高增长>>—2025-04-21

<<万孚生物点评报告：国际业务快速拓展，国内业务展现较强韧性>>—2024-11-01

<<万孚生物点评报告：上半年高质增长，新品与海外布局卓有成效>>—2024-08-19

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 16.90 亿元，同比下降 22.52%，受集采、拆套餐、税率调整等多重外部环境的影响；归母净利润 1.34 亿元，同比下降 69.32%；扣非归母净利润 0.83 亿元，同比下降 78.67%。

其中，公司第三季度实现营业收入 4.45 亿元，同比下降 26.66%；归母净利润-0.55 亿元，同比增亏 169.21%；扣非归母净利润-0.71 亿元，同比增亏 213.09%。

海外业务进展顺利，国内逐步企稳

美国子公司毒检业务恢复，呼吸道业务导入带来明显增量。公司在美国呼吸道业务渠道开拓持续推进，为美国呼吸道传染病业务导入打下坚实基础。国际部供应链本地化加速，海外子公司成立，发光、电化学新平台快速导入。

国内市场即使面对内外部环境压力，荧光业务逐渐稳住了基本盘，终端纯销趋于稳定；发光业务终端纯销的增速加快；湿式血气上市带来业务增量。

美国研产销一体持续深化，具备本地化量产能力

2025 年，在中美关税战的背景之下，公司持续深化北美毒检市场研产销一体化布局，着力构建高效协同、灵活应变的业务生态体系。美国工厂已具备本地化量产的能力。

(1) 毒检业务恢复，竞争格局改善，芬太尼(荧光平台)有望进入临检市场。(2) 呼吸道业务导入带来增量。呼吸道业务有序导入，产品能完整覆盖美国市场。最为常见的呼吸道检测项目。公司与美国大客户基于呼吸道业务签署长期供货协议，双方将整合技术、产能与渠道优势，在未来聚焦美国呼吸道疾病诊断领域，以专业版的新冠、流感抗原检测试剂盒为核心产品，共同开拓美国市场。预计 2026 年美国的毒检业务稳定增长，呼吸道业务快速增长。

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 3.13pct 至 60.30%，主要系销售结构变化影响。销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 28.67%、8.63%、15.68%、1.68%，同比变动幅度分别为+7.03pct、+1.61pct、+3.25pct、+1.02pct，费用率因收入下滑而有所提高。

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 53.10%、37.26%、12.26%、20.44%、2.65%、-12.48%，分别变动-7.97pct、+11.93pct、+5.70pct、+8.25pct、-0.68pct、-25.70pct。

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

23.18/25.75/28.93 亿元，同比增速为-24.37%/11.09%/12.35%；归母净利润分别为 1.28/3.33/4.20 亿元，同比增速为-77.28%/160.87%/26.06%；EPS 分别为 0.27/0.71/0.90 元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 80/31/24 倍。维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧的风险，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）	3,065	2,318	2,575	2,893
营业收入增长率(%)	10.85%	-24.37%	11.09%	12.35%
归母净利（百万元）	562	128	333	420
净利润增长率(%)	15.18%	-77.28%	160.87%	26.06%
摊薄每股收益（元）	1.21	0.27	0.71	0.90
市盈率（PE）	18.52	79.70	30.55	24.24

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	840	829	794	912	1,096
应收和预付款项	617	1,148	811	859	920
存货	351	360	269	275	285
其他流动资产	1,425	1,450	1,526	1,620	1,708
流动资产合计	3,233	3,786	3,400	3,666	4,008
长期股权投资	406	425	455	485	515
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	1,017	1,461	1,487	1,497	1,489
在建工程	291	5	75	135	185
无形资产开发支出	261	246	271	281	291
长期待摊费用	13	16	19	22	25
其他非流动资产	3,783	5,001	4,474	4,663	4,948
资产总计	5,772	7,155	6,781	7,083	7,454
短期借款	0	1	1	1	1
应付和预收款项	130	288	239	264	293
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	1,027	1,215	992	1,048	1,109
负债合计	1,157	1,504	1,232	1,312	1,403
股本	445	481	468	468	468
资本公积	766	1,458	1,306	1,306	1,306
留存收益	3,433	3,807	3,891	4,111	4,388
归母公司股东权益	4,516	5,554	5,453	5,673	5,950
少数股东权益	99	96	97	99	101
股东权益合计	4,615	5,650	5,549	5,771	6,051
负债和股东权益	5,772	7,155	6,781	7,083	7,454

现金流量表（百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	329	362	523	597	710
投资性现金流	-113	-1,017	-328	-374	-392
融资性现金流	-542	639	-229	-105	-135
现金增加额	-321	-11	-35	118	184

利润表（百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,765	3,065	2,318	2,575	2,893
营业成本	1,034	1,099	956	1,055	1,172
营业税金及附加	12	15	12	13	14
销售费用	650	683	665	631	665
管理费用	227	222	199	180	203
财务费用	-6	2	0	2	0
资产减值损失	-12	-12	-10	-8	-6
投资收益	31	2	2	3	3
公允价值变动	15	30	28	31	23
营业利润	549	637	149	380	476
其他非经营损益	-8	-7	-6	-7	-5
利润总额	541	629	143	373	471
所得税	53	64	15	38	48
净利润	487	565	128	335	422
少数股东损益	-0	4	1	2	3
归母股东净利润	488	562	128	333	420

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	62.61%	64.15%	58.76%	59.03%	59.49%
销售净利率	17.64%	18.33%	5.51%	12.93%	14.51%
销售收入增长率	-51.33%	10.85%	-24.37%	11.09%	12.35%
EBIT 增长率	-63.47%	21.72%	-76.49%	161.13%	25.63%
净利润增长率	-59.26%	15.18%	-77.28%	160.87%	26.06%
ROE	10.80%	10.11%	2.34%	5.87%	7.05%
ROA	8.45%	7.85%	1.88%	4.70%	5.63%
ROIC	8.67%	8.78%	2.09%	5.25%	6.30%
EPS(X)	1.10	1.21	0.27	0.71	0.90
PE(X)	27.43	18.52	79.70	30.55	24.24
PB(X)	2.97	1.94	1.87	1.79	1.71
PS(X)	4.85	3.52	4.39	3.95	3.52
EV/EBITDA(X)	16.81	11.89	23.74	14.57	12.12

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或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和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。