



# 期待 AD 检测、微流控检测平台等新品放量

## 投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年报，全年实现收入 13.8 亿元，同比基本持平，实现归母净利润-1661 万元，扣非归母净利润-7833 万元，利润端持续减亏。
- **收入趋势向上，费用端持续优化。**分季度来看，2025Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现收入 2.8/3.2/3.5/4.3 亿元，同比变化-5.5%/-7.6%/+2.8%/+8.5%，25H2 收入转向正增长。全年营收同比基本持平，主要因生物制品类产品增值税由 3% 简易计税调整为 13% 一般计税，营收与盈利端短期承压。2025 年销售毛利率 69.5%，同比保持稳定。费用率方面，2025 年公司销售/管理/研发费用率分别为 37.0%/15.6%/20.4%，同比变化+1.3pp/-1.2pp/-1.4pp，费用率持续优化。
- **商业化进展顺利，期待 AD 检测、微流控检测平台等新品放量。**公司持续加码化学发光平台神经系统疾病诊断赛道，打造阿尔茨海默病（AD）高灵敏血检解决方案，2025 年内实现 MTBR-tau243、np-Tau 217、p-Tau 205、p-Tau 231 等七项检测指标的产品开发与注册申报，累计已有 11 项 AD 血检产品获批。商业化进展顺利，截至 2026Q1，化学发光免疫分析仪已完成 300 余家等级医院或科研机构装机，AD 血检试剂产品完成 130 余家医院的正式入院工作。公司积极推进微流控技术平台商业化，呼吸道六项病原体核酸检测试剂盒已于 2025 年 12 月获得欧盟 CE 批准上市。全自动医用 PCR 分析系统在海外市场完成 19 台高端设备的场景化部署。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2026-2028 年营收分别为 16 亿元、18 亿元、21 亿元，公司持续推进多项新品商业化，盈利能力有望持续提升，建议关注。
- **风险提示：**下游客户需求不达预期的风险；行业竞争加剧的风险；公司新产品研发不达预期的风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1377.88	1592.79	1831.57	2100.49
增长率	0.00%	15.60%	14.99%	14.68%
归属母公司净利润(百万元)	-16.61	171.07	196.59	228.71
增长率	8.18%	1129.72%	14.92%	16.33%
每股收益 EPS(元)	-0.04	0.43	0.49	0.58
净资产收益率 ROE	-0.59%	5.67%	6.17%	6.75%
PE	-466	45	39	34
PB	2.04	1.92	1.85	1.77

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：duxu@swsc.com.cn

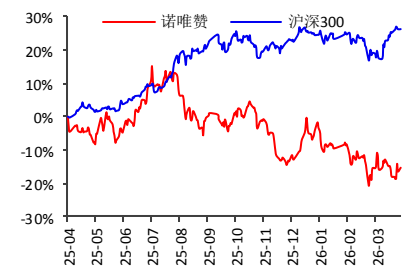
分析师：雷瑞

执业证号：S1250525110001

电话：021-68416017

邮箱：leir@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源：Wind

## 基础数据

总股本(亿股)	3.98
流通 A 股(亿股)	3.98
52 周内股价区间(元)	18.17-23.95
总市值(亿元)	77.40
总资产(亿元)	51.01
每股净资产(元)	9.55

## 相关研究

1. 诺唯赞(688105)：新品投入商业化，盈利能力持续提升 (2025-04-16)

### 关键假设：

假设 1：公司业务客户源明确，国产替代率较低，预计未来三年公司医学研究和试验发展板块销量增速分别为 16%、16%、15%；

假设 2：2025 年公司多款设备投入市场，假设公司医药制造板块未来三年销量增速分别为 10%、10%、10%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入如下表：

**表 1：分业务收入预测**

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>医学研究和试验发展</b>	1170	1363	1579	1821
yoy	0%	16%	16%	15%
毛利率	73%	73%	72%	72%
<b>医药制造</b>	203	224	246	271
yoy	0%	10%	10%	10%
毛利率	52%	51%	50%	50%
<b>其他收入</b>	5	6	7	9
yoy	116%	20%	20%	20%
毛利率	29%	29%	29%	29%
<b>合计收入</b>	1378	1593	1832	2101
yoy	0%	16%	15%	15%
毛利率	70%	69%	69%	69%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1377.88	1592.79	1831.57	2100.49	净利润	-22.51	231.75	266.32	309.82
营业成本	419.66	487.67	563.14	647.00	折旧与摊销	161.43	93.28	93.28	93.28
营业税金及附加	8.31	7.96	9.16	10.50	财务费用	5.58	-14.34	-16.48	-2.10
销售费用	509.21	445.98	512.84	567.13	资产减值损失	-38.33	0.00	0.00	0.00
管理费用	214.89	167.24	183.16	199.55	经营营运资本变动	259.42	-174.90	-132.65	-128.22
财务费用	5.58	-14.34	-16.48	-2.10	其他	-132.43	31.65	-110.35	-15.01
资产减值损失	-38.33	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>233.16</b>	<b>167.45</b>	<b>100.12</b>	<b>257.77</b>
投资收益	5.14	5.40	5.17	5.24	资本支出	25.09	-62.26	-74.72	-89.66
公允价值变动损益	52.59	50.00	50.00	50.00	其他	-345.12	55.56	55.17	55.24
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-320.03</b>	<b>-6.71</b>	<b>-19.55</b>	<b>-34.42</b>
<b>营业利润</b>	<b>-39.62</b>	<b>266.96</b>	<b>305.25</b>	<b>355.56</b>	短期借款	135.36	-136.68	-50.00	-100.00
其他非经营损益	1.91	-0.59	0.87	0.56	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>-37.71</b>	<b>266.38</b>	<b>306.12</b>	<b>356.12</b>	股权融资	-177.64	79.20	0.00	0.00
所得税	-15.20	34.63	39.80	46.30	支付股利	-198.75	-16.61	-34.21	-39.32
净利润	-22.51	231.75	266.32	309.82	其他	98.98	-23.06	9.39	-3.11
少数股东损益	-5.89	60.68	69.73	81.12	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-142.05</b>	<b>-97.15</b>	<b>-74.82</b>	<b>-142.43</b>
归属母公司股东净利润	-16.61	171.07	196.59	228.71	<b>现金流量净额</b>	<b>-225.98</b>	<b>63.59</b>	<b>5.75</b>	<b>80.92</b>
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	804.90	868.49	874.24	955.17	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	482.96	567.91	659.31	751.49	销售收入增长率	0.00%	15.60%	14.99%	14.68%
存货	343.67	326.15	459.16	504.43	营业利润增长率	35.47%	773.82%	14.34%	16.48%
其他流动资产	2076.09	2071.66	2075.03	2078.83	净利润增长率	-14.69%	1129.72%	14.92%	16.33%
长期股权投资	10.00	10.00	10.00	10.00	EBITDA 增长率	4.92%	171.52%	10.45%	16.93%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	481.59	478.50	487.87	512.17	毛利率	69.54%	69.38%	69.25%	69.20%
无形资产和开发支出	217.12	211.21	205.29	199.37	三费率	52.96%	37.60%	37.10%	36.40%
其他非流动资产	611.64	589.63	567.61	545.60	净利率	-1.63%	14.55%	14.54%	14.75%
<b>资产总计</b>	<b>5027.97</b>	<b>5123.55</b>	<b>5338.51</b>	<b>5557.07</b>	ROE	-0.59%	5.67%	6.17%	6.75%
短期借款	686.68	550.00	500.00	400.00	ROA	-0.45%	4.52%	4.99%	5.58%
应付和预收款项	241.15	286.43	323.95	374.52	ROIC	-1.37%	15.23%	15.61%	17.18%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.25%	21.72%	20.86%	21.27%
其他负债	308.90	200.92	196.25	193.73	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1236.73</b>	<b>1037.35</b>	<b>1020.20</b>	<b>968.25</b>	总资产周转率	0.27	0.31	0.35	0.39
股本	397.73	397.73	397.73	397.73	固定资产周转率	3.18	4.14	5.73	8.26
资本公积	2339.17	2401.45	2401.45	2401.45	应收账款周转率	2.50	2.78	2.75	2.74
留存收益	1062.79	1217.25	1379.63	1569.02	存货周转率	1.04	1.31	1.31	1.31
归属母公司股东权益	3796.07	4030.35	4192.73	4382.12	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.09%	—	—	—
少数股东权益	-4.82	55.85	125.58	206.70	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3791.24</b>	<b>4086.20</b>	<b>4318.31</b>	<b>4588.82</b>	资产负债率	24.60%	20.25%	19.11%	17.42%
负债和股东权益合计	5027.97	5123.55	5338.51	5557.07	带息债务/总负债	55.52%	53.02%	49.01%	41.31%
					流动比率	3.56	4.50	4.83	5.39
					速动比率	3.23	4.12	4.29	4.76
					股利支付率	-1196.33%	9.71%	17.40%	17.19%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	127.40	345.91	382.05	446.74	每股收益	-0.04	0.43	0.49	0.58
PE	-465.89	45.24	39.37	33.84	每股净资产	9.54	10.13	10.54	11.02
PB	2.04	1.92	1.85	1.77	每股经营现金	0.59	0.42	0.25	0.65
PS	5.62	4.86	4.23	3.68	每股股利	0.50	0.04	0.09	0.10
EV/EBITDA	40.89	15.35	13.75	11.36					
股息率	2.57%	0.21%	0.44%	0.51%					

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 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	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn