

持续推进一体机装机，全场景生态赋能发展

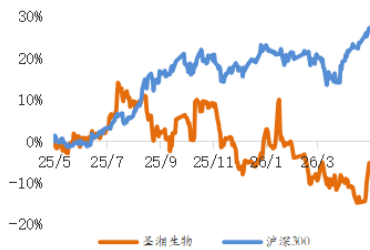
相关研究：

1.《营收端平稳增长，利润端略有承压》

2025.10.30

公司评级：买入（维持）

近十二个月公司表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	-3	-10	-30
绝对收益	4	-5	-1

注：相对收益与沪深300相比

分析师：蒋栋

证书编号：S0500521050001

Tel: (8621) 50295368

Email: jiangdong@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号

中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 2025年业绩符合预期，2026Q1短期承压

根据Wind数据，2025年公司实现营业收入16.42亿元，同比增长12.58%；实现归母净利润1.99亿元，同比下降27.82%；扣非归母净利润1.67亿元，同比下降17.52%。其中，Q4单季度实现营收3.97亿元，同比下降6.6%；实现归母净利润0.08亿元，同比下降90.5%。

2026年Q1，公司实现营业收入4.37亿元，同比下降8.02%；实现归母净利润0.50亿元，同比下降45.78%。

□ 2025年销售费用率有所上升，管理及研发费用率有所下降

根据Wind数据，2025年公司整体毛利率为75.79%，同比下降2.12pct；净利率为9.38%。费用率方面，销售/管理/研发/财务费用率分别为36.66%/27.39%/13.96%/-3.90%，同比变动+2.38/-8.91/-5.09/+1.95pct。我们判断，销售费用率上升，主要系市场竞争加剧及新业务推广投入增加；管理及研发费用率下降主要受并表业务收入基数扩大影响。

□ 积极推进一体机及流水线布局，生物制药与海外业务成亮点

根据公司年报及2026年一季报数据，分业务板块看，2025年传统IVD业务面临挑战，而新并购的生物制药业务和持续发力的海外业务成为增长亮点。

● 诊断试剂：2025年实现收入10.07亿元，同比下降20.95%，毛利率81.37%。该板块是业绩承压的主要来源，主要受自产试剂增值税从3%上调至13%及集采政策推进带来的价格压力影响。

● 诊断仪器：2025年实现收入1.01亿元，同比增长20.71%，毛利率17.84%。公司积极推动一体机及流水线产品布局，2026年Q1新增各类一体机装机超70套，累计落地分子流水线超20条，为后续试剂上量奠定基础。

● 生物药品：2025年并表中山海济（生长激素业务）贡献收入4.61亿元，毛利率87.38%。子公司圣湘海济2025年全年贡献净利润1.85亿元，已成为公司重要的利润支撑。

● 境外业务：2025年实现收入0.83亿元，同比增长31.63%，收入占比提升至5.1%。海外业务毛利率同比提升6.1pct至71.2%，显示出较强的增长潜力和盈利能力。

□ “诊疗一体化”战略推进，奋力实现向生态圈的中心跃迁

根据公司年报，公司通过自主研发、战略合作、产业并购等多种方式，不断加码生态圈建设，奋力实现“从生态链的一环到生态圈的中心”的战略跃迁，引领构建共创、共进、共享、共赢的行业新生态。

● 战略延伸：通过收购中山海济，切入生长激素蓝海市场，与原有诊断业务形成协同，完善“诊断+治疗”的业务闭环。

● 国际化提速：海外业务保持高速增长，并通过收购德国公司等方式加速产品在欧美市场的布局，打开长期增长空间。

● 前瞻布局：2025 年研发投入 3.09 亿元。此外，公司设立 10 亿元产业基金，旨在完善“AI+医疗”产业链，为未来发展储备新技术和新项目。

□ 投资建议

公司 IVD 业务短期仍面临集采等政策压力，但生物制药板块提供稳定利润来源，且海外业务和自动化仪器仪表有望持续贡献增量，我们预计 2026-2028 年公司营收分为 18.08/19.87/21.77 亿元（原预测 2026/2027 分别为 21.10/24.11 亿元），归母净利润预测分别为 2.63/2.76/2.93 亿元（原预测 2026/2027 分别为 3.64/4.18 亿元），对应 EPS 分别为 0.45/0.48/0.51 元，维持“买入”评级。

□ 风险提示

市场竞争加剧风险；海外拓展不确定性风险；行业政策风险。

财务预测	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1642	1808	1987	2177
同比	12.6%	10.2%	9.9%	9.6%
归母净利润（百万元）	199	263	276	293
同比	-27.8%	32.1%	5.1%	6.2%
毛利率	75.8%	75.7%	75.5%	75.4%
ROE	2.8%	3.6%	3.8%	3.9%
每股收益（元）	0.34	0.45	0.48	0.51
PE	52.77	39.96	38.01	35.80
EV/EBITDA	23.68	15.82	14.54	13.61

资料来源：Wind、湘财证券研究所

附表 1 财务报表以及相应指标

利润表(百万元)						财务分析和估值指标					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业收入	1458.1	1641.5	1808.5	1987.0	2176.8	收益率					
减: 营业成本	322.1	397.5	439.0	486.9	534.8	毛利率	77.9%	75.8%	75.7%	75.5%	75.4%
营业税金及附加	12.4	11.5	12.7	14.0	15.3	三费/销售收入	70.6%	64.1%	64.1%	64.1%	64.1%
营业费用	499.8	601.7	662.9	728.3	797.9	EBIT/销售收入	12.0%	6.8%	9.8%	9.7%	9.7%
管理费用	251.7	220.5	243.0	266.9	292.4	EBITDA/销售收入	23.1%	20.4%	26.7%	26.1%	24.5%
研发费用	277.7	229.1	252.4	277.3	303.8	销售净利率	15.5%	9.4%	12.0%	11.6%	11.4%
财务费用	-85.3	-64.1	-64.1	-64.1	-64.1	资产获利率					
减值损失	29.0	-61.7	-20.0	-20.0	-20.0	ROE	3.8%	2.8%	3.6%	3.8%	3.9%
加: 投资收益	-28.8	-55.2	0.0	0.0	0.0	ROA	2.0%	1.2%	1.8%	2.0%	2.1%
公允价值变动损益	8.4	48.6	0.0	0.0	0.0	ROIC	3.2%	1.7%	3.5%	4.0%	4.3%
其他经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	增长率					
营业利润	188.3	176.9	242.6	257.6	276.6	销售收入增长率	44.8%	12.6%	10.2%	9.9%	9.6%
加: 其他非经营损益	72.3	-1.8	-0.7	-0.7	-0.7	EBIT 增长率	-50.9%	-36.7%	60.2%	8.4%	9.8%
利润总额	260.6	175.1	241.9	256.9	275.9	EBITDA 增长率	-29.5%	-0.8%	44.6%	7.4%	2.6%
减: 所得税	34.3	21.2	24.2	25.7	27.6	归母净利增长率	-24.2%	-27.8%	32.1%	5.1%	6.2%
净利润	226.3	153.9	217.7	231.2	248.3	总资产增长率	1.8%	10.7%	1.3%	0.5%	2.3%
减: 少数股东损益	-49.3	-45.0	-45.0	-45.0	-45.0	股东权益增长率	0.6%	-1.8%	1.7%	1.7%	1.8%
归属母公司净利润	275.6	198.9	262.7	276.2	293.3	经营营运资本增长率	22.7%	35.5%	-8.6%	41.4%	-5.3%
资产负债表(百万元)						资本结构					
货币资金	4590.2	3968.3	4105.7	4156.8	4409.9	资产负债率	14.6%	24.5%	24.7%	24.2%	25.1%
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本/总资产	35.3%	47.6%	45.4%	45.5%	42.8%
应收和预付款项	594.3	683.5	719.5	817.2	861.2	带息债务/总负债	32.2%	45.4%	40.6%	41.2%	38.9%
其他应收款(合计)	27.6	28.4	1.1	0.0	0.0	流动比率	767.0%	437.3%	440.3%	468.1%	446.4%
存货	392.8	413.7	476.9	510.9	574.2	速动比率	705.4%	398.7%	398.1%	421.9%	400.3%
其他流动资产	72.7	51.6	51.6	51.6	51.6	股利支付率	57.3%	75.4%	54.8%	54.8%	54.8%
长期股权投资	375.1	395.9	395.9	395.9	395.9	收益留存率	42.7%	24.6%	45.2%	45.2%	45.2%
金融资产投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产管理效率					
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.17	0.17	0.19	0.21	0.22
固定资产和在建工程	1095.1	1315.6	1186.4	1048.7	902.6	固定资产周转率	1.34	1.33	1.52	1.89	2.41
无形资产和开发支出	437.0	1419.1	1457.0	1482.7	1496.0	应收账款周转率	2.75	2.64	2.80	2.66	2.79
其他非流动资产	1282.1	1517.8	3209.7	3038.7	2842.6	存货周转率	0.82	0.96	0.92	0.95	0.93
资产总计	8603.8	9526.7	9646.0	9690.8	9918.3	业绩和估值指标					
短期借款	9.0	93.5	0.0	0.0	0.0	EBIT(百万元)	175.3	111.0	177.8	192.8	211.8
交易性金融负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBITDA(百万元)	336.9	334.2	483.2	519.0	532.7
应付和预收款项	739.4	662.3	801.4	766.1	906.0	NOPLAT(百万元)	83.9	52.4	160.7	174.2	191.3
长期借款	396.6	966.3	966.3	966.3	966.3	净利润(百万元)	275.6	198.9	262.7	276.2	293.3
其他负债	122.0	707.9	614.4	614.4	614.4	EPS(元)	0.48	0.34	0.45	0.48	0.51
负债合计	1258.0	2336.6	2382.1	2346.8	2486.7	BPS(元)	12.50	12.28	12.49	12.70	12.93
股本	582.4	579.4	579.4	579.4	579.4	PE(X)	38.09	52.77	39.96	38.01	35.80
资本公积	1427.5	1421.4	1421.4	1421.4	1421.4	PEG	506.30	3.82	N/A	N/A	N/A
留存收益	5233.4	5115.4	5234.2	5359.2	5491.9	PB(X)	1.45	1.48	1.45	1.43	1.40
归属母公司股东权益	7243.2	7116.1	7235.0	7360.0	7492.7	PS(X)	7.20	6.40	5.81	5.28	4.82
少数股东权益	102.6	74.0	29.0	(16.0)	(61.1)	PCF(X)	38.25	57.07	20.21	30.25	18.80
股东权益合计	7345.8	7190.1	7264.0	7343.9	7431.6	EV/EBIT	36.19	71.31	42.97	39.14	34.24
负债和股东权益合计	8603.8	9526.7	9646.0	9690.8	9918.3	EV/EBITDA	18.84	23.68	15.82	14.54	13.61
现金流量表(百万元)						EV/NOPLAT					
经营性现金净流量	274.4	184.0	519.4	347.1	558.3	EV/IC	2.09	1.75	1.75	1.71	1.71
投资性现金净流量	(101.9)	(1286.2)	(208.8)	(208.8)	(208.8)	ROIC-WACC	-3.4%	-4.8%	-3.0%	-2.6%	-2.2%
筹资性现金净流量	132.5	374.4	(173.3)	(87.2)	(96.5)	股息率					
现金流量净额	305.0	(730.1)	137.4	51.2	253.1	股息率	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.5%

资料来源: Wind、湘财证券研究所

分析师声明

本人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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，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书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。