

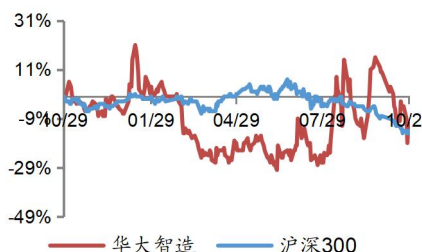
26Q3 费用持续优化，现金流持续改善

投资评级： 买入（维持）

报告日期： 2026-10-29

收盘价（元） 56.57
近 12 个月最高/最低（元） 82.88/44.88
总股本（百万股） 417
流通股本（百万股） 416
流通股比例（%） 99.79
总市值（亿元） 236
流通市值（亿元） 235

公司价格与沪深 300 走势比较

**分析师：谭国超**

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李婵

执业证书号：S0010523120002

邮箱：lichan@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 事件：

公司发布 2026 年三季报，2026 年前三季度，公司整体经营基本面迎来自向好发展，主营业务收入实现 210,771.73 万元，同比增长 11.91%，公司全球四大销售区域营收保持全线增长趋势；利润总额为-12,729.66 万元，同比减亏 47.03%，若剔除汇兑损益影响，利润总额同比大幅减亏 83.18%；归母净利润为-18,703.79 万元，同比减亏 14.76%，整体经营情况明显改善。

● 点评：

● 26Q3 收入增长有所波动，毛利率提升，期间费用优化

公司 2026 年 3 月完成对三箭齐发、华大序风的同一控制下合并并追溯重述报表，调整后 2026Q3 收入端同比增速+1.65%。未合并前口径 2026Q3 单季营收 7.84 亿元，同比+3.77%，2026Q1/Q2 收入增速则分别为 28.63%/18.52%，第三季度的收入增速有所下降，主要与公司收缩低价设备销售战略相关。公司前三季度毛利率为 57.89%（同比+3.84pct）、2026Q3 单季毛利率为 59.39%（同比+5.14pct、环比+3.51pct），近年单季最高，这主要是公司试剂类收入占比提升，带动了整体毛利率提升。前三季度期间费用（不含财务）12.28 亿元、同比-8.25%，其中销售费用率 22.85%（同比-4.71pct）、管理费用率 15.10%（同比-2.01pct）、研发费用率 19.17%（同比-5.87pct），公司收入保持增长同时而三项费用合计下降，也说明公司的降本增效措施有效。经营活动产生的现金流量净额由去年同期的-41,930.25 万元显著改善为 44,982.04 万元，已连续四个季度实现经营净现金流入，经营现金转化能力和自我造血能力进一步增强。

● 股权激励计划落地，助力公司提质增效

公司 2026 年股权激励方案于 2026 年 9 月落地，公司设置 2026-2028 年三年的考核目标，以公司 2025 年为业绩考核基准年度，对各考核年度不含北美区域的营业收入增长率（A）、经调整后的 EBITDA 增长率（B）、不含北美区域的试剂耗材收入增长率（C）进行考核。各考核指标设置不同的考核权重，其中不含北美区域的营业收入增长率（A）权重为 40%，经调整后的 EBITDA 增长率（B）权重为 40%、不含北美区域的试剂耗材收入增长率（C）权重为 20%。不含北美区域的营业收入，目标值 2026-2028 年较 2025 年增长分别为 10%、21%和 33.1%；经调整后的 EBITDA 增长率目标值 2026-2028 年较 2025 年增长分别为 120%、160%和 200%；不含北美区域的试剂耗材收入增长率目标值 2026-2028 年较 2025 年增长分别为 15%、32.3%和 52.1%。

● 投资建议：维持“买入”评级

预计公司 2026-2028 年营业收入有望分别实现 31.15/38.43/47.40 亿元，同比增长 12.1%/23.4%/23.3%；归母净利润分别实现-1.92/0.72/1.96 亿元，同比增长 13.5%/137.6%/171.0%；对应 EPS 为-0.46/0.17/0.47 元；对应 EV/EBITDA 倍数为 61/49/34X。维持“买入”评级。

● 风险提示

联盟集采执行滞后，业绩承诺实现不及预期，海外业务收入不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2780	3115	3843	4740
收入同比 (%)	-7.7%	12.1%	23.4%	23.3%
归属母公司净利润	-222	-192	72	196
净利润同比 (%)	63.0%	13.5%	137.6%	171.0%
毛利率 (%)	52.9%	55.3%	56.6%	57.7%
ROE (%)	-2.9%	-2.6%	1.0%	2.5%
每股收益 (元)	-0.54	-0.46	0.17	0.47
P/E	—	—	341.98	126.18
P/B	3.31	3.30	3.27	3.19
EV/EBITDA	216.81	61.21	49.03	34.27

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E					
流动资产	6448	7194	8035	8838					
现金	2800	4041	3368	4377					
应收账款	1401	655	1887	1273					
其他应收款	24	26	35	41					
预付账款	50	70	77	95					
存货	1039	1195	1494	1803					
其他流动资产	1134	1207	1173	1249					
非流动资产	3754	3364	2992	2636					
长期投资	20	20	20	20					
固定资产	2039	1766	1502	1234					
无形资产	585	473	362	251					
其他非流动资产	1110	1105	1108	1131					
资产总计	10202	10558	11027	11474					
流动负债	1594	1755	2152	2403					
短期借款	1	1	1	1					
应付账款	238	347	469	510					
其他流动负债	1355	1406	1682	1891					
非流动负债	957	1325	1325	1325					
长期借款	629	999	999	999					
其他非流动负债	328	325	325	325					
负债合计	2551	3079	3476	3727					
少数股东权益	4	4	4	4					
股本	417	417	417	417					
资本公积	8864	8864	8864	8864					
留存收益	-1634	-1806	-1734	-1538					
归属母公司股东权益	7647	7475	7547	7743					
负债和股东权益	10202	10558	11027	11474					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E					
经营活动现金流	219	910	-631	1076					
净利润	-222	-192	72	196					
折旧摊销	446	380	357	369					
财务费用	29	33	40	40					
投资损失	-18	0	0	0					
营运资金变动	-214	576	-1117	457					
其他经营现金流	191	-654	1205	-246					
投资活动现金流	383	-3	-2	-28					
资本支出	-194	-54	-2	-28					
长期投资	-67	0	0	0					
其他投资现金流	644	50	0	0					
筹资活动现金流	218	335	-40	-40					
短期借款	1	0	0	0					
长期借款	142	370	0	0					
普通股增加	0	0	0	0					
资本公积增加	22	0	0	0					
其他筹资现金流	52	-35	-40	-40					
现金净增加额	811	1241	-673	1009					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表					单位:百万元				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E					
营业收入	2780	3115	3843	4740					
营业成本	1309	1393	1670	2003					
营业税金及附加	20	23	28	35					
销售费用	701	732	845	995					
管理费用	448	483	576	711					
财务费用	-67	85	0	6					
资产减值损失	-160	-94	-16	-15					
公允价值变动收益	7	0	0	0					
投资净收益	18	0	0	0					
营业利润	-264	-239	90	243					
营业外收入	3	0	0	0					
营业外支出	14	0	0	0					
利润总额	-275	-239	90	243					
所得税	-54	-46	17	47					
净利润	-222	-192	72	196					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	-222	-192	72	196					
EBITDA	108.44	359.73	462.80	632.83					
EPS (元)	-0.54	-0.46	0.17	0.47					

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	-7.7%	12.1%	23.4%	23.3%
营业利润	51.4%	9.8%	137.6%	171.0%
归属于母公司净利润	63.0%	13.5%	137.6%	171.0%
获利能力				
毛利率(%)	52.9%	55.3%	56.6%	57.7%
单位:百万元	-8.0%	-6.2%	1.9%	4.1%
ROE(%)	-2.9%	-2.6%	1.0%	2.5%
ROIC(%)	-3.1%	-0.2%	1.0%	2.3%
偿债能力				
资产负债率(%)	25.0%	29.2%	31.5%	32.5%
净负债比率(%)	33.3%	41.2%	46.0%	48.1%
流动比率	4.05	4.10	3.73	3.68
速动比率	3.25	3.28	2.92	2.81
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.30	0.36	0.42
应收账款周转率	1.93	3.00	3.00	3.00
应付账款周转率	4.76	4.76	4.09	4.09
每股指标(元)				
每股收益	-0.54	-0.46	0.17	0.47
每股经营现金流(摊薄)	0.53	2.19	-1.51	2.58
每股净资产	18.36	17.95	18.12	18.59
估值比率				
P/E	—	—	341.98	126.18
P/B	3.31	3.30	3.27	3.19
EV/EBITDA	216.81	61.21	49.03	34.27

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

分析师：李婵，医药行业研究员，主要负责医疗器械和 IVD 行业研究。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。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。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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%至 15%；
- 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；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。