

评级变动报告

安图生物 603658.SH



鉴于近年来医疗器械行业政策持续推出，行业环境持续变化，我们全面下调了安图生物未来三年及远期的营收与利润率预期，导致公司远期估值中枢同步下移。核心原因如下：

国内业绩受政策端影响承压：近期，国内医疗器械行业受DRG/DIP支付改革深化、医院采购预算缩减影响，国内体外诊断（下称IVD）行业总体市场空间收缩，公司的IVD产品价格普遍下降。

海外业绩总体高于预期：受公司出海战略布局的持续推进以及海外市场景气度提升的大环境所影响，公司海外业务增长良好，营收占比提升，未来潜力较优。

公司业绩阶段性承压，同时行业需求及产品平均价格均有所下滑，预期业绩影响将会延续至远期。公司作为IVD行业头部企业，面对景气度下行的韧性显著高于中小企业，未来看好公司逐步实现困境反转。经综合评估，我们对安图生物的DDM估值下调了14.41%，目前公司的估值处于偏低估状态。

公司基本信息



郑州安图生物工程股份有限公司创立于1998年，专注于体外诊断试剂和仪器的研发、制造、整合及服务，产品涵盖免疫、微生物、生化等检测领域，同时也在分子检测等领域积极布局，能够为医学实验室提供全面的产品解决方案和整体服务。安图生物建有国家认定企业技术中心、免疫检测自动化国家地方联合工程实验室、河南省免疫诊断试剂工程技术研究中心等，承担了多项国家、省、市重大科技项目。

公司深度评级

所属行业	医疗健康	成长空间	★★★★☆	DDM估值：价值 228.44亿（较上期-14.41%）
当前股价	31.03元	盈利趋势	★★★☆☆	状态 偏低估（上行空间+29%）
总市值	177.31亿	产业格局	★★★★☆	
PE-TTM	17.14	护城河	★★★★☆	动态估值：价值 239.55亿（较上期-8.73%）
PB-MRQ	1.94			状态 偏低估（上行空间+35%）

公司盈利预测

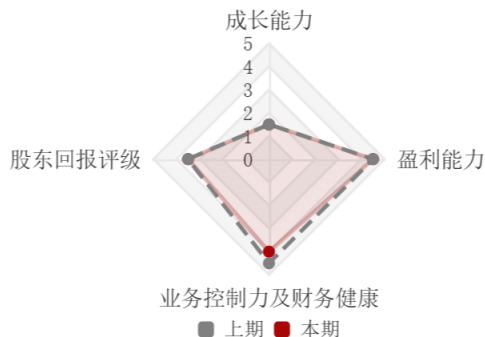
安图生物	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	44.4	44.7	42.3	47.1	48.7	53.6	59.9	63.8
归母净利润(亿)	12.4	12.2	10.4	12.4	12.7	13.9	15.4	16.2
归母净利润增速(%)	7.3	-1.9	-14.4	18.8	2.9	9.1	11.0	5.1
经营性净利润(亿)	11.4	11.4	9.8	11.6	12.0	13.1	14.7	15.5
经营性净利润增速(%)	5.9	-0.3	-13.8	18.6	3.1	9.7	11.6	5.4
经营性归母净利润(亿)	11.3	11.3	9.6	11.6	12.0	13.1	14.7	15.5
经营性归母净利润增速(%)	7.2	-0.2	-14.9	20.6	3.1	9.7	11.6	5.4

资料来源：壹评级

量化评级变动分析

经营绩效评级

经营绩效变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

业务控制力及财务健康下降0.5星级：上期星级4.5星，本期星级4.0星。

本期公司的业务控制力下调了0.5星，主要系公司年报公布后占款能力承压所致。另一方面，公司作为IVD检测的头部企业仍然具备较强的业务控制力。

估值评级

DDM估值下降-14.41%：上期 266.89亿，本期 228.44亿。动态估值下降-8.73%：上期 262.47亿，本期 239.55亿。

本期安图生物的DDM估值下调了14.41%，主要系对公司未来的营收下修所致。

我们对公司2026-2028年收入及归母净利润进行了全面下调，主要基于对公司核心IVD业务的业绩表现进行了重新评估。

1. 未来三年营业收入下滑

我们对公司未来三年营业收入及净利率的预测部分下调，主要是我们对公司IVD业务的市场空间进行重估。

体外诊断业务市场空间：经过评估，我们对公司IVD业务的市场空间下调了15%，主要是因为当前国内IVD市场因为集采而持续承压影响高于预期，未来短期修复空间较小。从安图生物业务对应的IVD细分市场空间来看，随着集采的进一步开展，行业空间将进一步收缩。

2. 未来三年归母净利润预测下调

我们对公司未来的归母净利润预测的下调幅度大于收入，主要是因为我们对公司未来三年的销售费用率、管理费用率及研发费用率的预测做出调整。

销售费用率：经过评估，我们对2026年至2028年的销售费用率上调，主要是因为公司在日渐激烈的市场竞争中需要开展更多的销售活动以维持产品知名度，销售费用开支预期增加。

管理费用率：经过评估，我们对2026年至2028年的管理费用率上调，主要是因为公司开展更多的海外业务同时拓宽各类产品业务部门，管理费用短期内预期提升。

长期营业收入方面，我们下调相关业务的预期市场空间：

安图生物的业务主要为体外诊断业务，长期看，该领域在集采带来的行业空间收缩大背景下市场竞争会更加激烈。因此，各业务市场空间相较原预期有所下滑，导致在市占率小幅下调（约1%）的基础上，公司营收下降。

体外诊断业务市场空间：经过评估，我们对公司IVD业务的市场空间下调了15%，主要是因为从长期看，国内IVD市场因为集采而带来的影响难以完全消退，未来修复空间有限。从安图生物业务对应的IVD细分市场空间来看，长期视角下集采的开展将会持续影响公司的业务市场总量。

公司市占率：经过评估，我们下调了公司IVD试剂业务的市占率，考虑日渐激烈的市场竞争环境，预期稳态市占率下调1%至7%。

盈利预测

核心假设及逻辑

公司业务由IVD试剂、IVD仪器及IVD流水线构成，未来预测核心假设及逻辑如下：

IVD试剂

收入假设：

公司IVD试剂细分检测类型主要由免疫诊断（化学发光）、生化诊断和分子诊断构成，该业务未来五年的收入CAGR为6.19%。

1. IVD试剂市场空间广阔：往年市场规模呈现高增长（细分产品CAGR高个位数），推测未来市场规模逐年增加。根据当前市场环境对每一年乘以一定衰减系数直至稳态，推定2040年三大诊断业务稳态市场规模分别为435.5亿元、268.7亿元和328.9亿元。

2. 试剂竞争力强利好市占率提升：公司试剂市场竞争力强，试剂领域的整体市占率在2040年预期将达到7%。

3. 海外市场稳健增长：由基准年（2024年）的营收额乘以公司海外市占率增速、海外整体市场规模增速及海外销售单价变化率，以此为基准测算每年数据。

1）公司海外市占率近年来高速增长，以5%的近期增速，逐步平稳过渡至2.7%左右增长；

2）当前全球IVD试剂需求稳定渐增，海外整体市场规模增速预期以低个位数持续增长；

3）海外销售单价变化率预期维持稳定，略有低个位数波动。

盈利能力假设：

推测业务毛利率从70%缓慢下降，未来随着集采常态化，预计稳定至64%左右。

IVD仪器

收入假设：

该业务未来五年的收入CAGR为11.23%。

1. IVD仪器市场空间广阔：以生化分析仪为代表，往年市场规模呈现高增长（CAGR 9.61%），推测未来市场规模逐年增加。根据当前市场环境对每一年乘以一定衰减系数直至稳态，以此推定2040年市场规模达到约263亿元。
2. 仪器竞争力强利好市占率提升：公司仪器市场竞争力强，仪器领域的整体市占率预期在2040年维持10%水平。
3. 海外市场稳健增长：和试剂测算逻辑一致。

盈利能力假设：

推测业务毛利率约29.6%，未来或将为了抢占市场而进一步压缩利润率，估算至稳态约为26.6%。

IVD流水线

收入假设：

该业务未来五年的收入CAGR为25.21%。

1. 剩余容量多，看好未来增长

测算逻辑：

1) 院端仅有三级和二级医院具有流水线装机需求，以三级医院为主要贡献；假设样本量主要由门诊检验、急诊检验以及术前检验三部分组成，其中，门诊样本量为核心构成。

2) 假设二、三级医院分别的急诊人数占比和住院病人手术占入院人次比例与当年全部医院的整体水平相同，2022、2023年急诊占比和住院病人手术占比保持略有增长的趋势；通常医院10%的门诊患者和40-50%的急诊患者需进行检查，假设测算期间保持该比例。最终算得剩余容量4590条，预期稳态于2031年达成。

2. 海外市场稳健增长：和仪器测算逻辑一致。

盈利能力假设：

推测业务毛利率约53.3%，未来或将为了抢占市场而进一步压缩利润率，估算至稳态约为47.9%。

公司整体业绩预测

安图生物	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	44.4	44.7	42.3	47.1	48.7	53.6	59.9	63.8
归母净利润(亿)	12.4	12.2	10.4	12.4	12.7	13.9	15.4	16.2
归母净利润增速(%)	7.3	-1.9	-14.4	18.8	2.9	9.1	11.0	5.1
经营性净利润(亿)	11.4	11.4	9.8	11.6	12.0	13.1	14.7	15.5
经营性净利润增速(%)	5.9	-0.3	-13.8	18.6	3.1	9.7	11.6	5.4
经营性归母净利润(亿)	11.3	11.3	9.6	11.6	12.0	13.1	14.7	15.5
经营性归母净利润增速(%)	7.2	-0.2	-14.9	20.6	3.1	9.7	11.6	5.4

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

IVD试剂	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	38.1	38.0	33.7	37.2	37.7	40.6	44.6	45.8
收入增速(%)	8.1	-0.5	-11.1	10.2	1.5	7.6	9.9	2.7
经营性净利润(亿)	11.4	11.1	9.4	10.0	10.2	11.0	12.1	12.4
经营性净利率(%)	29.8	29.3	27.7	26.9	26.9	27.0	27.0	27.1
经营性净利润增速(%)	9.4	-1.9	-16.0	6.8	1.7	7.8	10.0	2.9
IVD仪器	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	3.8	3.9	5.2	5.8	5.7	6.4	7.0	8.1
收入增速(%)	-47.4	4.1	32.2	11.5	-1.1	11.7	9.7	14.8
经营性净利润(亿)	-0.2	-0.1	-0.1	1.0	1.0	1.1	1.2	1.4
经营性净利率(%)	-4.5	-3.6	-1.4	16.4	16.8	17.1	17.4	16.8
经营性净利润增速(%)	-232.3	16.5	50.2	1455.3	0.9	13.7	11.6	11.1
IVD流水线	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	2.5	2.8	3.3	4.2	5.2	6.6	8.3	9.9
收入增速(%)	30.2	12.0	18.4	25.2	25.7	25.7	25.8	20.1
经营性净利润(亿)	0.2	0.4	0.5	0.7	0.8	1.1	1.4	1.7
经营性净利率(%)	8.4	12.9	15.2	15.9	16.2	16.4	16.7	17.0
经营性净利润增速(%)	-18.7	72.5	38.8	31.0	27.9	28.0	27.9	22.2

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
IVD试剂	6.1%	中等	较好	强	8.0%	17.88	12.4
IVD仪器	13.6%	中高	较好	强	8.0%	20.17	1.3
IVD流水线	0.9%	中低	较好	强	8.3%	14.52	1.7
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
IVD试剂(亿)	29.0	162.7	191.7	6.9	—	—	198.6
IVD仪器(亿)	2.6	20.0	22.6	1.1	—	—	23.6
IVD流水线(亿)	-1.0	17.6	16.6	0.7	—	—	17.3
公司整体测算(亿)	30.7	200.3	230.9	8.6	—	—	239.6

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
IVD试剂(亿)	85.0	92.5	177.5	6.9	—	—	184.4
IVD仪器(亿)	9.6	16.8	26.4	1.1	—	—	27.5
IVD流水线(亿)	6.9	9.0	15.9	0.7	—	—	16.6
公司整体测算(亿)	101.4	118.4	219.8	8.6	—	—	228.4

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

公司估值关键假设数据主要依赖于公司财报以及公开市场资料、专业论文等资料。其中，公开市场资料的更新频率较低，统计数据可能存在一定滞后性。专业论文并非时效性新闻，其采用的统计数据存在时间差。对于估值假设的国内外市场规模、市占率及销售价格等数据，可能随着行业竞争加剧、新政策的出台及国际形势发生变化而产生偏差。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断, 不保证所包含信息不发生变更。在不同时期, 本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时, 本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改, 客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用, 均不构成对任何人的投资建议, 本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险, 投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有, 未经事先书面授权, 任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“壹评级”, 且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。