下载日志已记录，仅供内部参考

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·A股公司简评　　医疗器械

政策影响下公司业绩阶段性承压，下半年有望环比改善

万孚生物(300482.SZ)

维持　　买入

袁清慧 yuanqinghui@csc.com.cn
SAC 编号:S1440520030001
SFC 编号:BPW879
王在存 wangzaicun@csc.com.cn
SAC 编号:S1440521070003
SFC 编号:BVA292
喻胜锋 yushengfeng@csc.com.cn
SAC 编号:S1440524110002
李虹达 lihongda@csc.com.cn
SAC 编号:S1440521100006
SFC 编号:BUT196
贺菊颖 hejuying@csc.com.cn
SAC 编号:S1440517050001
SFC 编号:ASZ591

发布日期：　2026 年 10 月 01 日

当前股价：　16.38 元

核心观点

26Q2 业绩低于预期，收入端仍受检验套餐解绑及 DRG/DIP 付费改革等政策因素影响，同时公司主动强化终端纯销导向，调整渠道库存，短期对收入和利润产生阶段性影响。展望下半年，随着检验套餐解绑、集采等政策影响逐步减弱，同时渠道库存已经逐步调整至正常水平，公司 2025 下半年基数较低，预计下半年收入有望环比改善。中长期看，公司在免疫荧光、胶体金、化学发光等领域布局完善，同时在海外布局市场多年，产品注册及渠道布局完善，看好公司未来的平台化及国际化发展。

事件

公司发布 2026 年中报

2026H1 公司实现营业收入 10.39 亿元（-16.63%），归母净利润 1.23 亿元（-35.24%），扣非归母净利润 0.89 亿元（-41.92%），基本每股收益为 0.26 元/股。

简评

26Q2 业绩低于预期，渠道库存调整及行业政策影响下公司短期业绩承压

2026H1 公司实现营业收入 10.39 亿元（-16.63%），归母净利润 1.23 亿元(-35.24%)，扣非归母净利润 0.89 亿元(-41.92%)。2026Q2 公司实现营业收入 4.57 亿元(+2.56%)，归母净利润 3812 万元（同比大幅增长），扣非归母净利润 2247 万元（同比扭亏，去年同期亏损 1843 万元），26Q2 业绩低于预期，收入端仍受检验套餐解绑及 DRG/DIP 付费改革等政策因素影响，同时公司主动强化终端纯销导向，调整渠道库存，短期对收入和利润产生阶段性影响。

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
-0.30/3.06	-5.32/-0.26	-21.88/-21.77

12 月最高/最低价（元）	25.25/15.55
总股本（万股）	46,815.32
流通 A 股（万股）	42,926.37
总市值（亿元）	76.68
流通市值（亿元）	70.31
近 3 月日均成交量（万）	718.31
主要股东	
李文美	20.90%

股价表现



单击此处输入文字。

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

下载日志已记录，仅供内部参考

展望下半年，渠道库存调整影响逐步出清，下半年收入增速有望环比改善

展望下半年，随着检验套餐解绑、集采等政策影响逐步减弱，同时渠道库存已经逐步调整至正常水平，公司 2025 下半年基数较低，预计下半年收入有望环比改善，2026 年收入及利润有望实现增长。

国内传染病、慢病等领域仍受政策影响，公司持续推进数智化转型

传染病检测领域 2026H1 公司实现收入 2.58 亿元（-32.12%），毛利率 60.93%（+1.20pp），收入下滑主要由于国内呼吸道检测需求较去年有所回落，叠加集采深化执行、检验套餐解绑等因素影响而阶段性承压。面对外部环境的变化，公司积极调整产品结构，深耕血液、消化道、虫媒等传染病细分赛道。国际市场方面，公司多款 HIV 及疟疾检测产品获 WHO PQ 认证并快速上量。国内市场方面，公司深度参与由中华预防医学会、中国肝炎防治基金会发起的“星火计划”（病毒性肝炎筛查与防控项目），为项目提供定制筛查试剂产品，目前“星火计划”已覆盖广东省 57 个市县、惠及超千万人次。美国市场方面，新冠/甲流/乙流三联检测试剂盒持续销售，北美呼吸道检测产品矩阵进一步完善，为后续市场放量奠定准入基础。

慢病管理检测领域 2026H1 公司实现收入 4.96 亿元（-11.90%），毛利率 73.19%（+0.33pp）。院内市场受 DRG/DIP 改革、检验套餐解绑等因素影响量价承压，但随着老年健康体检覆盖面扩大、慢病早筛项目下沉基层，基层慢病检测需求保持良好增长态势，糖化血红蛋白检测等项目在基层体检场景中持续放量。

毒品（药物滥用）检测领域 2026H1 公司实现收入 1.30 亿元（-10.16%），毛利率 57.36%（+1.60pp），收入同比下滑主要由于北美贸易环境复杂多变导致收入有所波动。上半年美国子公司盈利水平有所提升，临检等新渠道取得突破，2C 及 POC 产品进入头部零售与分销渠道，毒检产品在美国亚马逊平台销售排名持续居前。

妊娠及优生优育检测领域 2026H1 公司实现收入 1.17 亿元（-15.02%），毛利率 44.72%（+0.77pp），妊娠市场需求持续处于低位，公司一方面聚焦资源提升排卵检测市占率，另一方面加速差异化产品创新，围绕孕周笔等核心产品持续推进技术升级与性价比优化，稳步提升核心产品市占率。

公司持续推进数智化转型，围绕“并购投资”、“院端应用”、“C 端服务”三大路径并举推进，形成涵盖影像、病理、实验室检测的多模态诊断的 AI 医疗生态布局，同步以 AI 与数字化系统赋能内部运营效率提升。在院端应用层面，公司持续打造智能检验 AI 平台万孚智检，搭载多款检测场景 AI 应用，已在出凝血疾病、肿瘤、妇幼疾病、急危重症等多个场景落地。在 C 端消费健康层面，公司万孚健康小程序持续迭代，支持 AI 自动识别检测结果并形成个人健康档案。在内部运营侧，公司推进 IoT 模块的规模化落地，完成仪器告警体系建设，仪器告警率显著下降；建设客诉 AI 诊断体系，客诉响应效率大幅提升；PLM 系统正式启动，MES 系统稳定运行，国内 CRM 与国际 CRM 持续运营，北美 ERP 落地。

毛利率有所下降，应收账款回款情况改善

2026H1 公司销售毛利率为 63.53%（+0.66pp），主要得益于制造端累计降本超 7%及产品结构优化。2026H1 公司销售费用率 26.90%（+1.31pp）；管理费用率 7.52%（+0.18pp），整体保持平稳；研发费用率 13.27%（-0.71pp），主要系公司优化研发投入结构，聚焦分子诊断、化学发光、质谱等前沿赛道核心项目所致；财务费用率 3.31%（+1.97pp），主要系本期外币汇率波动导致汇兑损失增加所致。2026H1 公司经营性现金流净额为 4.24 亿元（由上年同期净流出转为净流入），主要系本期采购付款及职工薪酬等经营性现金支出同比下降所致。截至 2026 年 6 月末，公司应收账款余额 6.93 亿元，较上年末 7.74 亿元进一步下降，应收账款周转天数减少 39 天

下载日志已记录，仅供内部参考

至 127 天，主要由于公司持续加强应收账款回款管理，回款情况持续优化，其余财务指标基本正常。

盈利预测与估值

短期来看，公司作为国内 POCT 领域龙头企业，通过化学发光和免疫荧光平台的持续升级，进一步巩固市场优势，但短期受 DRG 医保控费、渠道库存调整等因素影响而有所承压。国际市场公司加速化学发光等新技术平台的导入，有望带动国际业务稳步增长，但美国子公司受贸易环境扰动而有所承压。中长期看，公司在免疫荧光、胶体金、化学发光等领域布局完善，同时在海外布局市场多年，产品注册及渠道布局完善，看好公司未来的平台化及国际化发展。我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 21.61、23.97、26.25 亿元，同比增速分别为 3.55%、10.94%、9.50%，归母净利润分别为 2.89、3.24、3.58 亿元，同比增速分别为扭亏、11.90%、10.68%。以 2026 年 9 月 30 日收盘价计算，2026-2028 年 PE 分别为 26、24、21 倍，维持“买入”评级。

表 1:预测及比例

单位：百万元	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	2086.83	2161.00	2397.36	2625.09
增长率(%)	-31.91%	3.55%	10.94%	9.50%
归属母公司股东净利润	-63.02	289.10	323.52	358.08
增长率(%)	-111.22%	-	11.90%	10.68%
每股收益 EPS(元)	-0.13	0.62	0.69	0.76
市盈率(P/E)	-	26.47	23.60	21.31

资料来源：Wind，中信建投证券，注：收盘日期截至 2026 年 9 月 30

风险分析

1）行业竞争加剧风险：免疫诊断领域国产企业较多，若未来市场竞争加剧，可能导致价格下降幅度较大，公司市场份额变化等风险；

2）集采政策风险：2022 年安徽省已经针对心梗类项目开展了集中带量采购，后续不排除其他省份继续牵头开展荧光及发光类项目的集采，可能导致公司出厂价格下降，对公司利润率带来不利影响；

3）海外新产品的导入不及预期：目前在海外化学发光及呼吸道三联检等新产品的销售进展可能低于预期；

4）新产品研发及推广风险：公司的新产品研发、新业务拓展进度若低于预期，可能对公司未来增长带来不利影响；

5）医疗合规要求提升影响：医疗行业合规要求提升等政策可能导致招投标进度延后，导致仪器装机数量减少和新项目推广放缓，进而影响试剂产出；

6）2026 年 8 月国家医保局发布了检验价格立项指南试行稿，后续全国检验价格收费若进行调整，可能会对公司试剂出厂价产生影响；

7）以上部分风险具有不可预测性，我们给的业绩预测可能存在达不到的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2:财务预测

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
利润表（百万元）						
营业收入	2,764.91	3,064.81	2,086.83	2,161.00	2,397.36	2,625.09
减:营业成本	1,033.77	1,098.88	897.85	787.70	866.09	940.09
税金及附加	12.17	15.49	15.02	12.00	13.31	14.57
主营业务利润	1,718.97	1,950.44	1,173.95	1,361.30	1,517.96	1,670.43
减:销售费用	649.99	683.50	658.84	583.47	647.29	708.78
管理费用	227.13	222.36	299.45	172.88	191.79	210.01
研发费用	378.00	411.52	336.70	280.93	311.66	341.26
财务费用	-6.41	2.22	41.70	-1.78	-3.21	-4.86
经营性利润	470.26	630.85	-162.74	325.80	370.44	415.25
加:资产减值损失	-11.52	-12.40	-23.71	-1.08	-1.20	-1.31
信用减值损失	-1.50	-38.76	-0.95	-1.08	-1.20	-1.31
其他经营损益	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	31.10	1.92	39.79	24.27	24.27	24.27
公允价值变动损益	14.80	29.62	13.64	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.08	0.76	0.32	0.39	0.39	0.39
其他收益	45.92	24.87	23.24	31.34	31.34	31.34
营业利润	549.14	636.85	-110.42	379.64	424.03	468.62
加:其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	3.55	1.46	2.90	2.64	2.64	2.64
减:营业外支出	11.92	8.85	7.18	9.31	9.31	9.31
利润总额	540.76	629.46	-114.69	372.96	417.36	461.94
减:所得税	53.33	64.25	-45.03	73.76	82.55	91.36
净利润	487.43	565.22	-69.66	299.19	334.81	370.58
减:少数股东损益	-0.20	3.59	-6.63	10.09	11.29	12.50
归属母公司股东净利润	487.62	561.63	-63.02	289.10	323.52	358.08
资产负债表（百万元）						
货币资金	840.30	828.69	462.53	812.18	1,277.25	1,757.51
交易性金融资产	722.45	1,306.26	1,264.49	1,264.49	1,264.49	1,264.49
应收票据	1.65	14.59	14.18	8.75	9.71	10.63
应收账款	598.22	1,115.48	777.70	686.48	761.56	833.90
预付账款	17.26	17.94	10.46	12.32	13.67	14.97
其他应收款	51.72	44.25	44.13	39.11	43.38	47.51
存货	351.40	359.56	280.58	257.22	282.81	306.98
其他流动资产	650.34	99.09	447.24	347.10	385.06	421.64
长期股权投资	406.36	425.39	459.44	446.04	432.64	419.25
金融资产投资	303.12	965.65	856.56	856.56	856.56	856.56
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1,352.63	1,483.60	1,453.66	1,396.45	1,383.96	1,400.52

下载日志已记录，仅供内部参考

无形资产和开发支出	372.68	357.30	384.89	301.65	217.57	132.65
其他非流动资产	103.59	136.86	145.82	135.96	130.57	130.57
资产总计	5,771.72	7,154.65	6,601.68	6,564.32	7,059.25	7,597.18
短期借款	0.00	0.76	0.01	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	10.44	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	0.00	52.60	15.38	16.91	18.36
应付账款	130.46	288.37	158.21	148.31	163.06	177.00
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	72.88	77.10	75.66	63.22	70.14	76.80
其他应付款	250.00	446.85	130.26	208.36	229.09	248.67
长期借款	580.53	585.30	9.26	9.26	9.26	9.26
其他负债	112.79	106.00	702.11	260.12	279.06	297.15
负债合计	1,157.09	1,504.36	1,128.12	704.66	767.53	827.24
股本	444.52	481.42	468.08	468.08	468.08	468.08
资本公积	765.52	1,458.34	1,398.75	1,398.75	1,398.75	1,398.75
留存收益	3,305.94	3,614.62	3,547.79	3,923.80	4,344.57	4,810.29
归属母公司股东权益	4,515.97	5,554.39	5,414.63	5,790.64	6,211.41	6,677.13
少数股东权益	98.66	95.90	58.93	69.02	80.32	92.81
股东权益合计	4,614.62	5,650.29	5,473.56	5,859.66	6,291.72	6,769.95
负债和股东权益合计	5,771.72	7,154.65	6,601.68	6,564.32	7,059.25	7,597.18
投入资本(IC)	3,616.22	3,442.22	3,107.93	3,151.79	3,142.41	3,163.15
现金流量表（百万元）						
资本支出	419.25	312.95	322.17	300.00	400.00	500.00
自由现金流	-297.57	809.74	344.63	242.33	334.51	338.84
短期借款增加	-204.36	0.76	-0.75	-0.01	0.00	0.00
长期带息债务增加	36.85	4.77	-576.04	0.00	0.00	0.00
股权筹资额				0.00	0.00	0.00
支付普通股股利	187.37	192.57	102.66	-86.91	-97.25	-107.64
长期投资	318.55	-698.44	-113.36	27.91	27.91	27.91
经营性现金净流量	328.68	361.71	463.04	532.67	736.32	839.46
投资性现金净流量	-113.40	-1,016.60	-417.46	-271.70	-371.70	-471.70
筹资性现金净流量	-542.02	639.08	-410.34	88.68	100.46	112.50
现金流量净额	-320.86	-11.47	-366.10	349.65	465.08	480.26
货币资金的期初余额	1,160.44	839.58	828.10	462.00	811.65	1,276.72
货币资金的期末余额	839.58	828.10	462.00	811.65	1,276.72	1,756.98
企业自由现金流	-297.57	809.74	344.63	242.33	334.51	338.84
权益自由现金流	-459.30	813.28	-257.49	243.76	337.08	342.74

资料来源：Ifind，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师介绍

袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部。

2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 名。

王在存

医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇。

喻胜锋

北京大学药学硕士，2022 年加入中信建投医药团队

李虹达

医疗器械及服务团队分析师，北京大学金融硕士、理学/经济学学士，2021 年加入中信建投证券研究发展部。

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind“金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind“金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

下载日志已记录，仅供内部参考

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的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。A 股市场以沪深300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15％以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610） 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528 号南塔 2103 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk