

亚辉龙(688575)

报告日期: 2023年08月18日

## 海内外双轮驱动, 常规复苏强劲

### ——亚辉龙 2023 年中报点评

#### 投资要点

##### □ 业绩概况:

**2023H1**, 公司实现营业收入 10.75 亿元, 同比减少 54.00%; 主要为新冠业务营业收入同比下降 80.94% 所致。归母净利润 1.42 亿元, 同比减少 78.74%; 扣非净利润为 1.28 亿元, 同比减少 78.98%。

**2023Q2**, 公司实现营业收入 4.15 亿元, 同比减少 57.09%; 归母净利润 6029 万元, 同比减少 60.93%; 扣非净利润为 4498 万元, 同比减少 55.12%。

##### □ 成长能力: 非新冠业务增长迅猛, 化学发光装机大幅增长

**业务结构:** 2023H1, 公司非新冠业务营业收入 7.28 亿元, 同比增长 40.60%, 其中 (1) 国内非新冠自产业务实现营业收入 4.82 亿元, 同比增长 50.86%; (2) 海外非新冠自产业务收入 0.67 亿元, 同比增长 62.11%; (3) 代理业务收入 1.69 亿元, 同比增长 21.21%。

**化学发光业务:** 2023H1 公司自产化学发光收入 4.83 亿元, 同比增长 53.86%, 其中海外收入 0.58 亿元, 同比增长 72.75%, 国内收入 4.24 亿元, 同比增长 51.58%。

**装机量:** 2023H1 公司化学发光仪器新增装机超 1290 台, 同比增长 46%, 累计超 7850 台, 同比增长 44%。其中国内新增装机超 880 台, 累计超过 5700 台, 同比增长超过 37%, 海外新增装机超 400 台, 累计超过 2100 台, 同比增长超 68%。此外, 新增流水线装机 26 条, 累计达到 69 条。截止到 2023H1, 公司主要自有产品覆盖境内终端医疗机构客户超过 5100 家, 较 2022 年末增加超 690 家, 其中三级医院超 1420 家, 三级甲等医院超 1090 家, 全国三级甲等医院数量覆盖率超 66% (较 2022 年末提升 4.40pct)。

我们认为, 公司采取差异化竞争策略, 从特色项目入手, 树口碑建标杆, 陆续补齐项目菜单并开发自身免疫领域、生殖健康领域、糖尿病、肝病检测领域等的特色项目, 以及常规项目 (如甲功套餐) 中的特色指标, 现已初具成效。另外, 公司借助新冠检测在海外产品注册及市场拓展方面均已进入快车道, 2023 年随着临床检验需求快速复苏, 带来常规检测业务景气度回暖, 公司常规业务全年高增长态势持续性较强。

##### □ 盈利能力: 期间费用逐步回归, 毛利率净利率仍有提升空间

2023H1, 公司主营业务毛利率为 49.36%, 同比降低 6.63pct, 主要报告期内新冠业务毛利率大幅下滑所致。公司非新冠自产业务综合毛利率为 68.24%, 同比持平, 其中化学发光试剂业务毛利率 82.11%, 同比持平; 代理业务毛利率为 26.32%, 同比下降 9.46pct。此外, 公司销售费用率为 16.12%, 同比增加 1.12pct, 管理费用为 7.90%, 同比增加 4.41pct, 研发费用为 12.78%, 同比增加 7.27pct, 主要系新冠业务收入大幅减少所致。我们预计, 随着高毛利率化学发光业务快速增长, 公司毛利率及净利率仍有提升趋势。

**经营质量:** 2023H1, 公司经营性现金流净额为 -5.45 亿元, 同比减少 188.20%, 占经营活动净收益比例为 -422.08%。2023H1 经营性现金流净额同比大幅下滑主要为大部分新冠业务已于 2022 年底预收了款项所致 (2022 年合同负债为 5.26 亿元, 同比增长 388.09%)。

#### 投资评级: 增持(维持)

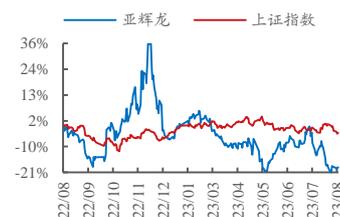
**分析师: 孙建**  
 执业证书号: S1230520080006  
 02180105933  
 sunjian@stocke.com.cn

**分析师: 刘明**  
 执业证书号: S1230523080009  
 liuming01@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 16.39
总市值(百万元)	9,311.64
总股本(百万股)	568.13

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《新冠业务退潮, 常规业务发力》 2023.04.29
- 《基础业务稳健增长, 抗原自测贡献较大增量》 2023.01.15
- 《亚辉龙 2021 年报及 2022 一季报点评: 抗原自测获利, 助力加速腾飞》 2022.04.30

**□ 盈利预测与估值:**

考虑到亚辉龙有着更为鲜明的产品特色及行之有效的差异化发展路径，随着入院仪器检测项目由特色向常规项目渗透并放量，公司业绩有望表现出较长时期的高增速。我们预计，2023-2025 年公司 EPS 为 0.64、0.84、1.05 元/股，当前股价对应 PE 为 26、20 及 16 倍，维持“增持”评级。

**□ 风险提示**

行业政策变化风险、汇率波动风险、集采等带来产品价格下降风险、新产品推广不及预期风险。

## 财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3981	1958	2079	2654
(+/-) (%)	237.95%	-50.82%	6.20%	27.63%
归母净利润	1012	360	475	597
(+/-) (%)	394.46%	-64.39%	31.83%	25.59%
每股收益(元)	1.79	0.64	0.84	1.05
P/E	9	26	20	16

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2495	2542	2858	3426
现金	1251	1429	1789	2183
交易性金融资产	114	114	114	114
应收账款	325	347	357	422
其它应收款	23	16	16	19
预付账款	68	57	53	61
存货	570	521	457	536
其他	145	58	72	91
<b>非流动资产</b>	1716	1666	1914	2141
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	45	27	36	36
固定资产	778	874	996	1145
无形资产	210	245	284	316
在建工程	257	256	282	348
其他	426	263	317	297
<b>资产总计</b>	4212	4208	4772	5567
<b>流动负债</b>	1534	1252	1235	1331
短期借款	279	244	225	249
应付款项	338	208	209	248
预收账款	0	0	0	0
其他	917	801	801	834
<b>非流动负债</b>	233	309	411	508
长期借款	184	276	377	474
其他	49	33	34	34
<b>负债合计</b>	1767	1561	1646	1839
少数股东权益	28	31	36	41
归属母公司股东权益	2417	2615	3090	3687
<b>负债和股东权益</b>	4212	4208	4772	5567

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1583	506	642	731
净利润	1022	364	480	602
折旧摊销	153	132	165	204
财务费用	(9)	(3)	7	8
投资损失	(5)	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	652	(141)	2	3
其它	(228)	160	(7)	(82)
<b>投资活动现金流</b>	(870)	(220)	(357)	(451)
资本支出	(370)	(214)	(296)	(402)
长期投资	(26)	29	(11)	(3)
其他	(474)	(36)	(50)	(45)
<b>筹资活动现金流</b>	13	(107)	75	114
短期借款	129	(35)	(19)	25
长期借款	111	92	101	97
其他	(226)	(164)	(7)	(8)
<b>现金净增加额</b>	727	179	359	394

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	3981	1958	2079	2654
营业成本	1833	880	847	1114
营业税金及附加	32	17	18	23
营业费用	493	313	333	425
管理费用	131	147	135	159
研发费用	240	235	239	292
财务费用	(9)	(3)	7	8
资产减值损失	(142)	(20)	(21)	(27)
公允价值变动损益	56	0	0	0
投资净收益	5	5	5	5
其他经营收益	21	25	30	30
<b>营业利润</b>	1202	419	556	695
营业外收支	(15)	(5)	(5)	(6)
<b>利润总额</b>	1186	414	552	689
所得税	165	51	72	87
<b>净利润</b>	1022	364	480	602
少数股东损益	9	3	4	5
<b>归属母公司净利润</b>	1012	360	475	597
EBITDA	1345	543	724	901
EPS (最新摊薄)	1.79	0.64	0.84	1.05

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	238.0%	-50.8%	6.2%	27.6%
营业利润	429.8%	-65.1%	32.7%	25.0%
归属母公司净利润	394.5%	-64.4%	31.8%	25.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	54.0%	55.0%	59.2%	58.0%
净利率	25.7%	18.6%	23.1%	22.7%
ROE	51.1%	14.2%	16.5%	17.4%
ROIC	35.5%	11.5%	13.1%	13.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	42.0%	37.1%	34.5%	33.0%
净负债比率	26.5%	33.3%	36.6%	39.3%
流动比率	1.63	2.03	2.31	2.57
速动比率	1.26	1.61	1.94	2.17
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.25	0.47	0.46	0.51
应收账款周转率	14.03	6.04	6.48	7.94
应付账款周转率	7.92	3.44	4.46	5.33
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.79	0.64	0.84	1.05
每股经营现金	2.79	0.89	1.13	1.29
每股净资产	4.26	4.61	5.45	6.50
<b>估值比率</b>				
P/E	9	26	20	16
P/B	4	4	3	3
EV/EBITDA	8	15	11	9

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>