

亚辉龙 (688575.SH)

公司快报

国产化学发光新锐，股权激励彰显发展信心

投资要点

- ◆ **事件：**公司发布2023年限制性股票激励计划，拟向部分高级管理人员、核心技术人员及核心骨干授予198.30万股限制性股票，占本激励计划草案公告时公司股本总额的0.35%，授予价格为9.10元/股，激励对象总人数共计60人。股权激励方案对非新冠自产产品业务和化学发光业务业绩指标进行考核，2023-2024年非新冠自产收入营收增速目标为35.00%/82.25%，2023-2024年化学发光营收增速目标为40.00%/89.00%，2023-2024年国内化学发光仪器新增装机数为1400/1500台，2023-2024年海外化学发光仪器新增装机数为1000/1200台，彰显公司对未来业绩高速增长的信心。
- ◆ **化学发光业务快速发展，特色自免检测业务打开渠道。**2023H1公司非新冠业务营业收入7.28亿元(+41%)，其中：(1)国内非新冠自产业务实现营业收入4.82亿元(+51%)；(2)海外非新冠自产业务收入6,703.75万元(+62%)；(3)代理业务收入1.69亿元(+21%)。另外，公司自产化学发光业务实现营收4.83亿元(+54%)，实现高速发展。公司“特色入院，常规放量”的策略成效明显，凭借自免诊断优势快速推动院内装机量提升，同时带动公司常规化学发光业务快速放量。2023H1公司化学发光常规项目诊断试剂营业收入同比大幅增长，其中术前八项、肿瘤标志物、甲状腺功能及心肌标志物诊断试剂营收同比增长69%，进入快速放量期。同时，公司加快中高端产品迭代，推出高速仪器iFlash3000G发力主流大型终端市场，加快三级医院终端市场突破，2023H1实现iFlash3000G装机247台，终端装机量快速增加，未来有望凭借大型仪器，推动流水线业务发展。
- ◆ **海外装机表现亮眼，国际化进程加速推进。**2023H1公司化学发光仪器新增装机超400台，同比增长34%，海外装机量表现亮眼。目前，公司海外业务覆盖美洲、欧洲、亚洲、非洲超过100个国家和地区，持续加大专业队伍建设。2022年公司成立埃及服务中心，并同步规划沙特(已于2023年2月成立)、南亚、非洲、拉美、独联体等区域的服务中心，完善海外本地化布局。随着未来海外业务及渠道布局快速铺开，提升公司品牌知名度，推动公司海外业务快速增长。
- ◆ **投资建议：**预计公司2023-2025年归母净利润分别为3.68/5.11/6.83亿元，增速分别为-64%/39%/34%，对应PE分别为28/20/15倍。考虑到公司特色自免检测项目进院带动常规化学发光项目快速放量，凭借超高速机突破高端三甲医院，建立品牌知名度，高速仪器装机量提升有望带动单机产出快速提升。同时海外市场布局稳步推进，打开公司成长空间。首次覆盖，给予“增持-A”评级。
- ◆ **风险提示：**产品销售不及预期风险，市场竞争加剧风险，海外市场开拓不及预期风险。

医药 | 医疗器械III

投资评级

增持-A(首次)

股价(2023-09-19)

18.30元

交易数据

总市值 (百万元)	10,396.76
流通市值 (百万元)	4,899.01
总股本 (百万股)	568.13
流通股本 (百万股)	267.71
12个月价格区间	27.48/15.79

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	14.71	2.75	9.17
绝对收益	13.03	-3.38	3.78

分析师

赵宁达

 SAC 执业证书编号: S0910523060001
 zhaoningda@huajinsec.cn

相关报告



财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,178	3,981	2,015	2,228	2,850
YoY(%)	17.9	238.0	-49.4	10.6	27.9
净利润(百万元)	205	1,012	368	511	683
YoY(%)	-2.7	394.5	-63.7	38.9	33.6
毛利率(%)	56.8	54.0	54.4	63.3	64.4
EPS(摊薄/元)	0.36	1.78	0.65	0.90	1.20
ROE(%)	13.5	41.8	14.3	17.3	19.6
P/E(倍)	50.8	10.3	28.3	20.3	15.2
P/B(倍)	6.8	4.3	4.1	3.6	3.0
净利率(%)	17.4	25.4	18.3	22.9	24.0

数据来源：聚源、华金证券研究所

1. 盈利预测

分业务来看：

- (1) **自产业务：**公司的自产业务主要是以化学发光免疫分析法为主的体外诊断仪器和配套试剂。公司凭借特色自免检测项目推动产品入院，带动常规化学发光项目放量。同时持续加大市场开拓力度，凭借超高速产品攻克大型终端医院，装机量提升有望院内配套试剂需求快速增长。预计 2023-2025 年自产业务营收增速分别为 39%、42%、34%，毛利率分别为 68.77%、69.25%、69.33%。
- (2) **代理委托业务：**除了自产业务外，公司也代理销售贝克曼体外诊断产品、碧迪微生物诊断及医用耗材、沃芬血凝检测产品等国外医疗器械产品，未来随着公司大力发展自产业务，预计代理委托业务将逐步减少。预计 2023-2025 年代理委托业务营收增速分别为 17%、9%、3%，毛利率分别为 33.64%、33.42%、33.12%。
- (3) **软件业务：**公司推出全开放式流水线以及智能临床实验室软件系统，为大型临床实验室提供自动化整体解决方案。预计 2023-2025 年软件业务营收增速分别为 20%、20%、20%，毛利率分别为-12.88%、-2.88%、7.12%。

综上，公司以特色自免检测业务进院带动常规化学发光项目快速放量，凭借超高速机突破高端三甲医院，建立品牌知名度，高速仪器装机量提升有望带动单机产出快速提升，推动公司产品快速放量。同时公司凭借疫情产品快速进入海外市场，渠道布局完善下持续导入产品放量，海外市场快速发展。预计公司 2023-2025 年整体营收增速分别为-49%、11%、28%，毛利率分别为 54.40%、63.28%、64.44%。

表 1：公司业绩拆分及盈利预测（百万）

细分业务	2021	2022	2023E	2024E	2025
非新冠自产业务	714.58	903.99	1,253.71	1,777.46	2,377.92
YOY		27%	39%	42%	34%
毛利率	68.96%	68.81%	68.77%	69.25%	69.33%
新冠产品	95.48	2,725.22	350		
YOY		2754%	-87%		/
毛利率		50.89%	20.00%		
代理委托业务	321.05	300.09	349.98	379.74	390.06
YOY		-7%	17%	9%	3%
毛利率	33.64%	33.21%	33.64%	33.42%	33.12%
软件服务	2.41	0.33	0.40	0.48	0.57
YOY		-86%	20%	20%	20%
毛利率	65.91%	-32.88%	-12.88%	-2.88%	7.12%
其他业务	44.37	51.13	61.36	70.56	81.14
YOY		15%	20%	15%	15%
毛利率	47.15%	78.09%	76.09%	74.09%	72.09%
营业收入	1,177.89	3,980.76	2,015.43	2,228.24	2,849.69

YOY		238%	-49%	11%	28%
毛利率	56.84%	53.97%	54.40%	63.28%	64.44%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

2. 可比公司估值

公司的主营业务为以化学发光免疫分析法为主的体外诊断仪器及配套试剂的研发、生产和销售,因此选取主营业务相似的化学发光领域相关上市公司迈瑞医疗、安图生物及新产业进行估值对比。

表 2: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300760.SZ	迈瑞医疗	278.86	7.92	9.60	11.58	13.95	40	29	24	20
603658.SH	安图生物	46.64	1.99	2.29	2.84	3.50	31	20	16	13
300832.SZ	新产业	64.37	1.69	2.10	2.69	3.44	30	31	24	19
平均值							34	27	21	17
688575.SH	亚辉龙	18.30	1.78	0.65	0.90	1.20	10	28	20	15

资料来源: Wind, 华金证券研究所 (可比公司数据来自 Wind 一致预期, 截止日期 2023 年 9 月 19 日)

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)						
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1178	2495	2478	2830	3293	营业收入	1178	3981	2015	2228	2850
现金	479	1251	1061	1282	1490	营业成本	508	1833	919	818	1013
应收票据及应收账款	251	325	346	361	399	营业税金及附加	9	32	14	17	22
预付账款	43	68	87	98	121	营业费用	216	493	333	401	510
存货	364	570	656	708	851	管理费用	85	131	141	178	228
其他流动资产	42	282	328	380	432	研发费用	131	240	256	290	356
非流动资产	960	1716	1543	1691	1848	财务费用	9	-9	-0	1	-7
长期投资	35	45	56	69	85	资产减值损失	-19	-142	-10	-9	-9
固定资产	569	778	896	936	968	公允价值变动收益	0	56	45	32	20
无形资产	105	217	302	379	446	投资净收益	3	5	2	3	3
其他非流动资产	251	676	289	307	349	营业利润	227	1202	411	572	764
资产总计	2138	4212	4022	4521	5141	营业外收入	3	1	1	1	2
流动负债	512	1534	1276	1397	1523	营业外支出	2	16	6	8	8
短期借款	151	279	218	238	221	利润总额	228	1186	407	566	758
应付票据及应付账款	162	338	428	438	479	所得税	24	165	41	57	76
其他流动负债	199	917	630	722	822	税后利润	204	1022	366	509	682
非流动负债	111	233	191	180	144	少数股东损益	-1	9	-2	-2	-1
长期借款	73	184	148	138	101	归属母公司净利润	205	1012	368	511	683
其他非流动负债	38	49	42	42	43	EBITDA	332	1330	554	752	977
负债合计	624	1767	1466	1577	1666						
少数股东权益	-11	28	26	24	24						
股本	405	567	568	568	568						
资本公积	525	390	390	390	390						
留存收益	596	1446	1717	2060	2464						
归属母公司股东权益	1526	2417	2529	2919	3451						
负债和股东权益	2138	4212	4022	4521	5141						
现金流量表(百万元)											
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	260	1583	108	661	799	成长能力					
净利润	204	1022	366	509	682	营业收入(%)	17.9	238.0	-49.4	10.6	27.9
折旧摊销	105	152	161	203	243	营业利润(%)	-8.0	429.8	-65.8	39.0	33.6
财务费用	9	-9	-0	1	-7	归属于母公司净利润(%)	-2.7	394.5	-63.7	38.9	33.6
投资损失	-3	-5	-2	-3	-3	获利能力					
营运资金变动	-79	312	-386	-18	-94	毛利率(%)	56.8	54.0	54.4	63.3	64.4
其他经营现金流	23	111	-32	-32	-22	净利率(%)	17.4	25.4	18.3	22.9	24.0
投资活动现金流	-461	-870	19	-332	-394	ROE(%)	13.5	41.8	14.3	17.3	19.6
筹资活动现金流	448	13	-316	-108	-196	ROIC(%)	11.6	35.1	12.0	14.8	17.3
每股指标(元)											
每股收益(最新摊薄)	0.36	1.78	0.65	0.90	1.20	偿债能力					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	2.79	0.19	1.16	1.41	资产负债率(%)	29.2	42.0	36.5	34.9	32.4
每股净资产(最新摊薄)	2.69	4.25	4.45	5.14	6.07	流动比率	2.3	1.6	1.9	2.0	2.2
						速动比率	1.5	1.1	1.2	1.3	1.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	1.3	0.5	0.5	0.6
						应收账款周转率	5.1	13.8	6.0	6.3	7.5
						应付账款周转率	4.2	7.3	2.4	1.9	2.2
						估值比率					
						P/E	50.8	10.3	28.3	20.3	15.2
						P/B	6.8	4.3	4.1	3.6	3.0
						EV/EBITDA	30.5	7.2	17.4	12.5	9.4

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

赵宁达声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话： 021-20655588

网址： www.huajinsec.cn