

2024年04月22日  
亚辉龙(688575.SH)

SDIC

公司快报

证券研究报告

医疗器械

投资评级

**买入-A**  
维持评级

6个月目标价

27.84元

股价(2024-04-19)

21.01元

交易数据

总市值(百万元) 11,940.16

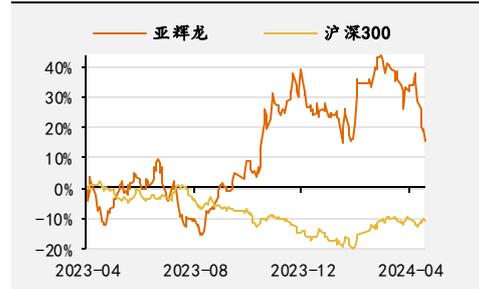
流通市值(百万元) 5,628.26

总股本(百万股) 568.31

流通股本(百万股) 267.88

12个月价格区间 15.38/26.22元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-13.7	-14.1	26.7
绝对收益	-14.7	-5.8	12.5

马帅

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

龚涵清

联系人

SAC 执业证书编号: S1450123060062

gonghq@essence.com.cn

相关报告

化学发光后起之秀持续验证 2023-10-29

高成长性

常规业务持续高增, 海外市场布局初具 2023-08-17

化学发光后起之秀, 开辟特色发展道路 2023-05-05

## 化学发光收入高增, 机型结构优化有望 拉动下一阶段单产提升

■事件: 亚辉龙发布 2023 年年度报告, 大型机推广+常规项目上量成果显著

2023 年度, 公司实现营业收入 20.53 亿元/-48.42%; 归母净利润 3.55 亿元/-64.93%; 综合毛利率为 56.81%/+2.84pct, 非新冠自产业务毛利率 70.00%/+1.23pct, 主要得益于自产仪器和耗材的毛利率的双双提升; 净利率为 13.60%/-12.06pct, 主要系新冠检测相关业务收入大幅减少, 期间费用率相应大幅上升。

分业务来看, 2023 年公司非新冠业务营收 17.11 亿元/+36.30%; 国内非新冠自产业务营收 11.74 亿元/+47.80%; 海外非新冠自产业务营收 1.52 亿元/+38%; 代理业务营收 3.51 亿元/+16.89%。聚焦主业, 公司自产化学发光业务实现营收 11.68 亿元, 同比增长了 50.04%。2023 年公司术八、肿标、甲功、心标诊断试剂销售收入同比增长 50.20%; 自免诊断业务收入同比增长 26.57%, 其中, 化学发光法自身免疫诊断收入同比增长 38.59%, 公司常规项目上量成果显著。

装机方面, 2023 年公司化学发光仪国内新增装机 1396 台, 其中 600 速机 488 台, 占比 34.96%, 大幅提升了 16.57pct; 海外新增装机 684 台, 其中 300+600 速 72 台, 占比 10.53%; 流水线新增装机 51 条。

■事件: 亚辉龙发布 2024 年一季报, 化学发光业务保持高速增长。

2024 年一季度, 公司实现营业收入 4.31 亿元/-34.65%; 归母净利润 0.66 亿元/-18.72%; 综合毛利率为 62.34%/+18.10pct, 主要系低毛利新冠业务出清; 净利率 12.97%/+2.71pct。

分业务来看, 2024Q1 公司国内非新冠自产业务营收 3.03 亿元/+44.10%, 其中化学发光营收 2.74 亿元/+47.73%; 海外非新冠自产业务营收 0.39 亿元/+37.56%, 其中化学发光营收 0.34 亿元/+49.76%。在一季度国内反腐、DRGs 等政策深化的背景下, 公司化学发光业务依然保持了较高的增长速度, 表现出了相当的韧劲与潜力。

装机方面, 2024Q1 公司化学发光仪国内新增装机 271 台, 其中 600 速 128 台, 占比 47.23%, 环比进一步提升; 海外新增装机 147 台; 流水线新增装机 16 条。

### 目 600 速机装机比例大幅提高，再次拔高公司单产天花板：

- **装机结构：**自公司 600 速机上市推广以来，其装机比例实现快速提高，2022/2023/2024Q1 在新增装机中的占比分别为 18.38%/34.96%/47.23%，一方面反映公司高端仪器受到了市场的广泛欢迎，另一方面为下一阶段试剂放量和单产提升打下了坚实基础。
- **客户结构：**截至 2024Q1，公司主要自有产品覆盖三甲医院超 1180 家，三甲医院覆盖率超 69%，且根据复旦大学医院管理研究所发布的“2022 中国医院排行榜-全国综合排行榜”，其中全国排名前 100 的医院中有 73 家为公司产品的用户。
- **试剂菜单：**2023 年公司新获 14 项境内化学发光检测试剂注册证，包括炎症 3 项、自免天疱疮 3 项，心标 2 项、血栓 2 项、类风湿、大分泌、自免肝、以及狼疮肾炎各 1 项。2024Q1 公司不孕不育抗体六项取得国内注册证，公司现已能够提供涵盖不孕不育六项、抗核抗体谱、抗磷脂抗体谱等自身免疫类指标，基础性激素、AMH、INHB、甲状腺、肾上腺等内分泌类指标，以及血栓，ToRCH 等产品的全面妇产科生殖临床检验解决方案。

公司仪器整体单产水平相对较低，但公司超高速机逐渐铺开+终端用户中三级医院占比高+常规项目不断补齐，理论上拥有较高的单产提升空间。随着公司机型结构的优化以及大量新装机仪器逐渐进入成熟期，公司单产预计进入上升通道。新冠疫情结束以来，公司自产非新冠业务营收尤其是常规项目试剂的销售收入不断高增长也持续印证了这一逻辑。

### 目 投资建议：

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别同比增长 8.6%、27.6%、25.1%；归母净利润分别同比增长 27.3%、36.0%、33.5%，成长性突出；维持给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价 27.84 元，相当于 2024 年 35 倍的动态市盈率。

### 目 风险提示：

公司业务拓展不及预期的风险、行业政策变动风险、行业竞争进一步加剧的风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	3980.76	2053.10	2230.10	2844.96	3558.60
净利润	1012.39	355.01	451.92	614.57	820.19
每股收益(元)	1.78	0.62	0.80	1.08	1.44
每股净资产(元)	4.25	4.50	5.04	5.80	6.81

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	11.79	33.63	26.41	19.42	14.55
市净率(倍)	4.94	4.66	4.17	3.62	3.09

净利润率	25.43%	17.29%	20.26%	21.60%	23.05%
净资产收益率	41.89%	13.87%	15.79%	18.66%	21.21%
股息收益率	2.14%	0.00%	1.14%	1.54%	2.06%
<b>ROIC</b>	<b>93.88%</b>	<b>24.35%</b>	<b>18.00%</b>	<b>30.52%</b>	<b>43.37%</b>

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	3,980.8	2,053.1	2,230.1	2,845.0	3,558.6	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,832.5	886.8	822.9	984.7	1,161.7	营业收入增长率	238.0%	-48.4%	8.6%	27.6%	25.1%
营业税费	31.7	13.4	16.7	20.9	25.4	营业利润增长率	429.8%	-71.7%	36.6%	53.0%	40.2%
销售费用	493.0	395.4	442.6	550.1	686.1	净利润增长率	394.5%	-64.9%	27.3%	36.0%	33.5%
管理费用	130.9	172.3	184.1	210.5	241.5	EBITDA 增长率	322.2%	-64.4%	34.0%	47.1%	40.1%
研发费用	240.3	317.2	322.8	385.1	461.1	EBIT 增长率	451.5%	-76.1%	54.1%	58.7%	42.3%
财务费用	-9.2	-9.9	-10.0	-5.0	-2.0	NOPLAT 增长率	385.4%	-73.1%	40.1%	55.2%	40.9%
资产减值损失	-142.0	-80.7	-10.0	-10.0	-10.0	投资资本增长率	3.8%	89.5%	-8.4%	-0.9%	-11.8%
加:公允价值变动收益	55.7	-25.8	-	-	-	净资产增长率	61.4%	3.6%	9.6%	15.1%	18.8%
投资和汇兑收益	5.4	118.1	-	-	-	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	1,201.7	340.5	465.3	711.8	997.8	毛利率	54.0%	56.8%	63.1%	65.4%	67.4%
加:营业外净收支	-15.2	-6.4	-3.0	-3.0	-3.0	营业利润率	30.2%	16.6%	20.9%	25.0%	28.0%
<b>利润总额</b>	1,186.5	334.1	462.3	708.8	994.8	净利润率	25.4%	17.3%	20.3%	21.6%	23.0%
减:所得税	165.0	54.9	69.3	106.3	149.2	EBITDA/营业收入	33.1%	22.8%	28.2%	32.5%	36.4%
<b>净利润</b>	1,012.4	355.0	451.9	614.6	820.2	EBIT/营业收入	29.4%	13.6%	19.3%	24.0%	27.3%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	固定资产周转天数	61	148	141	106	90
货币资金	1,250.6	490.6	427.7	829.3	1,677.7	流动营业资本周转天数	9	32	73	60	52
交易性金融资产	114.2	76.7	76.7	76.7	76.7	流动资产周转天数	166	381	275	256	283
应收帐款	345.8	423.4	412.1	653.7	679.5	应收帐款周转天数	27	67	67	67	67
应收票据	2.8	1.5	6.2	1.1	8.5	存货周转天数	42	106	88	76	59
预付帐款	67.7	32.0	54.5	36.6	83.4	总资产周转天数	287	703	583	485	448
存货	569.5	634.5	457.2	746.4	415.3	投资资本周转天数	101	288	332	248	186
其他流动资产	144.5	192.2	117.4	151.4	153.6	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	41.9%	13.9%	15.8%	18.7%	21.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	24.3%	7.3%	11.5%	14.2%	18.3%
长期股权投资	45.5	140.0	140.0	140.0	140.0	ROIC	93.9%	24.4%	18.0%	30.5%	43.4%
投资性房地产	16.0	16.2	16.2	16.2	16.2	<b>费用率</b>					
固定资产	778.1	906.2	838.3	836.2	945.7	销售费用率	12.4%	19.3%	19.8%	19.3%	19.3%
在建工程	256.9	460.5	432.4	325.5	45.5	管理费用率	3.3%	8.4%	8.3%	7.4%	6.8%
无形资产	217.0	201.4	180.1	158.9	137.7	研发费用率	13.1%	35.8%	39.2%	39.1%	39.7%
其他非流动资产	402.9	231.0	254.2	273.4	236.0	财务费用率	-0.2%	-0.5%	-0.4%	-0.2%	-0.1%
<b>资产总额</b>	4,211.5	3,806.1	3,413.1	4,245.4	4,616.0	四费/营业收入	21.5%	42.6%	42.1%	40.1%	39.0%
短期债务	279.4	171.1	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	433.2	307.0	148.2	442.2	324.2	资产负债率	42.0%	33.4%	18.6%	24.7%	17.8%
应付票据	17.2	29.8	3.0	34.1	16.5	负债权益比	72.3%	50.2%	22.9%	32.9%	21.6%
其他流动负债	804.0	333.4	438.9	525.4	432.6	流动比率	1.63	2.20	2.63	2.49	4.00
长期借款	183.9	381.9	-	-	-	速动比率	1.26	1.45	1.85	1.75	3.47
其他非流动负债	49.1	49.3	45.5	48.0	47.6	利息保障倍数	-126.72	-28.35	-43.09	-136.74	-486.44
<b>负债总额</b>	1,766.9	1,272.5	635.6	1,049.8	820.9	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	28.1	-26.3	-85.2	-97.3	-71.9	DPS(元)	0.45	-	0.24	0.32	0.43
股本	567.0	568.1	568.1	568.1	568.1	分红比率	25.3%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
留存收益	1,835.7	1,978.2	2,294.5	2,724.7	3,298.9	股息收益率	2.1%	0.0%	1.1%	1.5%	2.1%
<b>股东权益</b>	2,444.7	2,533.6	2,777.4	3,195.6	3,795.1						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	1.78	0.62	0.80	1.08	1.44
净利润	1,012.5	279.2	451.9	614.6	820.2	BVPS(元)	4.25	4.50	5.04	5.80	6.81
加:折旧和摊销	152.6	202.8	197.2	240.3	321.7	PE(X)	11.8	33.6	26.4	19.4	14.6
资产减值准备	130.0	72.9	-	-	-	PB(X)	4.9	4.7	4.2	3.6	3.1
公允价值变动损失	-55.7	25.8	-	-	-	P/FCF	9.9	-20.8	143.8	18.9	11.4
财务费用	8.4	7.2	-10.0	-5.0	-2.0	P/S	3.0	5.8	5.4	4.2	3.4
投资损失	-5.4	-118.1	-	-	-	EV/EBITDA	7.5	26.8	17.6	11.5	7.6
少数股东损益	9.1	-75.8	-58.9	-12.1	25.4	CAGR(%)	-16.1%	44.7%	24.5%	-16.1%	44.7%
营运资金的变动	583.5	-778.7	41.1	-132.2	76.8	PEG	-0.7	0.8	1.1	-1.2	0.3
<b>经营活动产生现金流量</b>	1,583.2	-73.2	621.3	705.6	1,242.0	ROIC/WACC	8.9	2.3	1.7	2.9	4.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	-869.8	-634.9	5.3	-124.2	-149.0	REP	1.0	2.5	3.3	1.9	1.4
<b>融资活动产生现金流量</b>	13.5	-19.3	-689.5	-179.7	-244.7						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 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%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）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%（含）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%（含）；

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 个月的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 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，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。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（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。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投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。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034