

差异化发展特色业务，化学发光高速增长

—2023 年年报及 2024 年一季报业绩点评

核心观点：

- 事件：**公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报。2023 年实现营业收入 20.53 亿元（-48.42%），归母净利润 3.55 亿元（-64.92%），扣非净利润 2.20 亿元（-77.00%），经营性现金流 0.73 亿元（-104.62%）。2024Q4 实现营业收入 5.08 亿元（-40.34%），归母净利润 0.70 亿元（-49.61%），扣非净利润 0.45 亿元（-66.12%）。2024Q1 实现营业收入 4.31 亿元（-34.65%），归母净利润 0.66 亿元（-18.72%），扣非净利润 0.57 亿元（-31.29%），经营性现金流 0.70 亿元。
- 常规自产业务保持高速增长，国内外装机进展顺利。**2023 年及 2024Q1 公司表现业绩同比下降，主要因同期新冠业务收入较高导致高基数。自产业务中，①**国内：**2023 年非新冠自产业务营收 11.74 亿元（+47.80%），新增装机 1,396 台（含 488 台 600 速机），自有产品覆盖境内终端客户超 5,290 家（+1,030 家），三甲医院覆盖率超 67%；②**海外：**非新冠自产业务 2023 年营收 1.52 亿元（+38%），新增装机超 684 台（含 300 速及 600 速机共 72 台），业务已覆盖美洲、欧洲、亚洲、非洲等 110 个国家/地区，持续加大专业队伍建设，稳步推进 IVDR 申报和内务切换工作，以及全球室间质评等；2023 年公司自产化学发光业务共实现营收 11.68 亿元（+50.04%），代理业务收入 3.51 亿元（+16.89%）。
- 研发投入与学术合作持续强化，试剂及高端仪器不断推陈出新。**2023 年公司研发投入 3.25 亿元（+30.04%），在微流控、测序、流式荧光多重检及抗原抗体原材料方面研发 1.25 亿元（占研发投入比重 38.52%），研发费用率 15.45%（+9.41pct）。①**仪器：**已推出 iFlash 系列发光仪器、iBC 系列生化仪器及二者组成的高通量全自动生化免疫一体机、iMutli 流式荧光仪及 iTLA Mini 自动样本系统，形成覆盖“大、中、小”全场景的实验室智能化解决方案；②**试剂：**2023 年新增 16 项检测试剂产品获证（其中化学发光 14 项），累计 163 项化学发光诊断试剂项目获境内注册证书。③**学术推广：**参与“高敏肌钙蛋白诊断价值多中心研究”、“新型生殖系统激素在儿童中枢性早熟中的临床应用价值多中心研究”、“正常健康人群胰岛功能调研项目”等多项研究，公司检测产品全球相关论文累计超 920 篇，影响因子合计高达 2,670 分。
- 市场拓展策略行之有效，看好试剂上量驱动盈利提振。**公司 2023 年实现化学发光仪器装机 2,080 台，累计装机超 8,290 台（截至 2023 年，剔除已退役机器），流水线累计 92 条，“特色入院，常规放量”策略成效显著，自免及其他化学发光常规项目试剂营收均保持高速增长，2023 年公司术前八项、肿瘤标志物、甲状腺功能及心肌标志物试剂营收同比增长 50.20%，自免诊断业务同比增长 26.57%（化学发光法+38.59%）。2023 年公司主营业务毛利率 56.57%（+2.92pct），非新冠自产业务综合毛利率 70.00%（+1.23pct）；2024Q1 整体毛利率 62.34%（+18.02pct），净利率 12.97%（+2.71pct），预计主要是收入结构优化驱动业绩改善。未来随着仪器装机稳步推进、高速机占比持续提升带动试剂上量，发光业务高速增长态势有望延续，进而进一步提升公司整体盈利能力。
- 投资建议：**公司是化学发光领域头部企业之一，差异化布局自免等特色项目，市场渗透率快速提升，带动试剂业务高速增长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.81/6.27/7.88 亿元，同比增长 35.56/30.37/25.65%，EPS 分别为 0.85/1.10/1.39 元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 25/19/15 倍，首次给予“推荐”评级。

亚辉龙(688575)

推荐 (首次评级)

分析师

程培

☎：021-20257805

✉：chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522100001

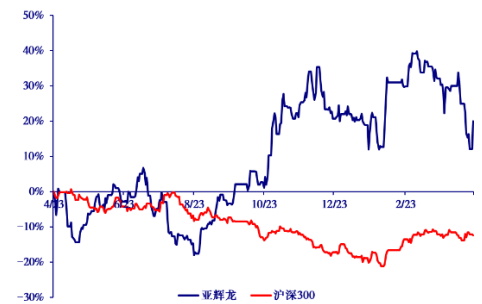
研究助理：孟熙

市场数据

2024-04-22

A 股收盘价(元)	22.49
A 股一年内最高价(元)	26.60
A 股一年内最低价(元)	15.31
沪深 300	3530.90
市盈率	37.61
总股本(万股)	56830.85
实际流通 A 股(万股)	26788.48
限售的流通 A 股(万股)	30042.37
流通 A 股市值(亿元)	60.25

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- **风险提示：**行业竞争加剧的风险、国内外装机进展不及预期的风险、集采导致降价幅度超预期的风险。

表1：主要财务指标预测

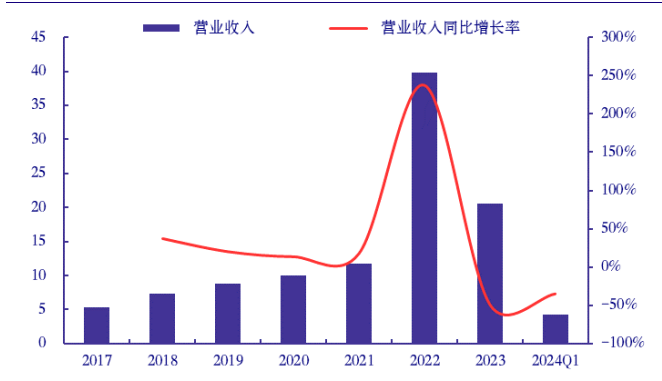
	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2053.10	2303.42	2869.35	3468.16
收入增长率%	-48.42	12.19	24.57	20.87
归母净利润(百万元)	355.01	481.25	627.41	788.32
利润增速%	-64.92	35.56	30.37	25.65
毛利率%	56.81	66.83	66.81	66.55
摊薄 EPS(元)	0.62	0.85	1.10	1.39
PE	33.63	24.81	19.03	15.15
PB	4.66	3.93	3.26	2.68
PS	5.81	5.18	4.16	3.44

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

一、常规自产业务保持高速增长，国内外装机进展顺利

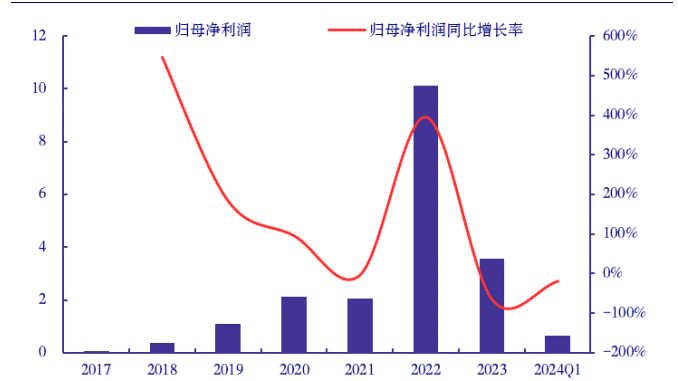
公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报。2023 年实现营业收入 20.53 亿元（-48.42%），归母净利润 3.55 亿元（-64.92%），扣非净利润 2.20 亿元（-77.00%），经营性现金流 0.73 亿元（-104.62%）。2024Q4 实现营业收入 5.08 亿元（-40.34%），归母净利润 0.70 亿元（-49.61%），扣非净利润 0.45 亿元（-66.12%）。2024Q1 实现营业收入 4.31 亿元（-34.65%），归母净利润 0.66 亿元（-18.72%），扣非净利润 0.57 亿元（-31.29%），经营性现金流 0.70 亿元。

图1：亚辉龙近年营业收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图2：亚辉龙近年归母净利润收入及增速（亿元）



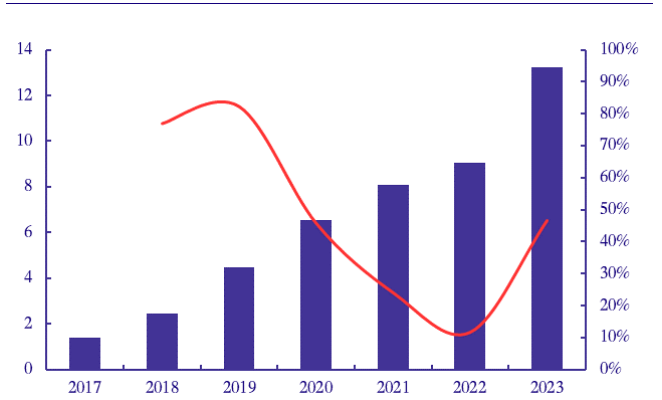
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2023 年及 2024Q1 公司表现业绩同比下降，主要因同期新冠业务收入较高导致高基数。自产业务中：

①**国内**：2023 年非新冠自产业务营收 11.74 亿元（+47.80%），新增装机 1,396 台（含 488 台 600 速机），自有产品覆盖境内终端客户超 5,290 家（+1,030 家），三甲医院覆盖率超 67%；

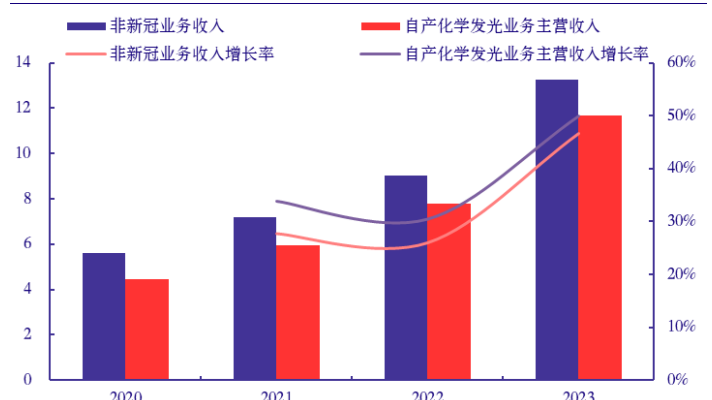
②**海外**：非新冠自产业务 2023 年营收 1.52 亿元（+38%），新增装机超 684 台（含 300 速及 600 速机共 72 台），业务已覆盖美洲、欧洲、亚洲、非洲等 110 个国家/地区，持续加大专业队伍建设，稳步推进 IVDR 申报和内务切换工作，以及全球室间质评等；2023 年公司自产化学发光业务共实现营收 11.68 亿元（+50.04%），代理业务收入 3.51 亿元（+16.89%）。

图3：亚辉龙近年自产产品业务营收及增速（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图4：亚辉龙非新冠业务及自产化学发光业务收入与增速情况（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、IVD 行业步入快速发展期，国产化学发光厂商增长确定性强

中国体外诊断行业发展动力强劲，行业规模整体稳步扩容。我国 IVD 行业起步较晚，经过多年发展实现快速赶超，随着近年底层技术的陆续，IVD 行业实现跨越式发展，如今行业细分领域众多，按照检验原理和方法的不同，主要可以分为生化诊断、免疫诊断、分子诊断、微生物诊断、血液诊断等。据中国药品监督管理研究会《中国医疗器械蓝皮书（2021）》，2020 年中国体外诊断市场规模已达 789 亿元，并预计 2024 年将达 1,380 亿元，2021-2024 年 CAGR 为 15%，行业长期成长驱动力主要源自：

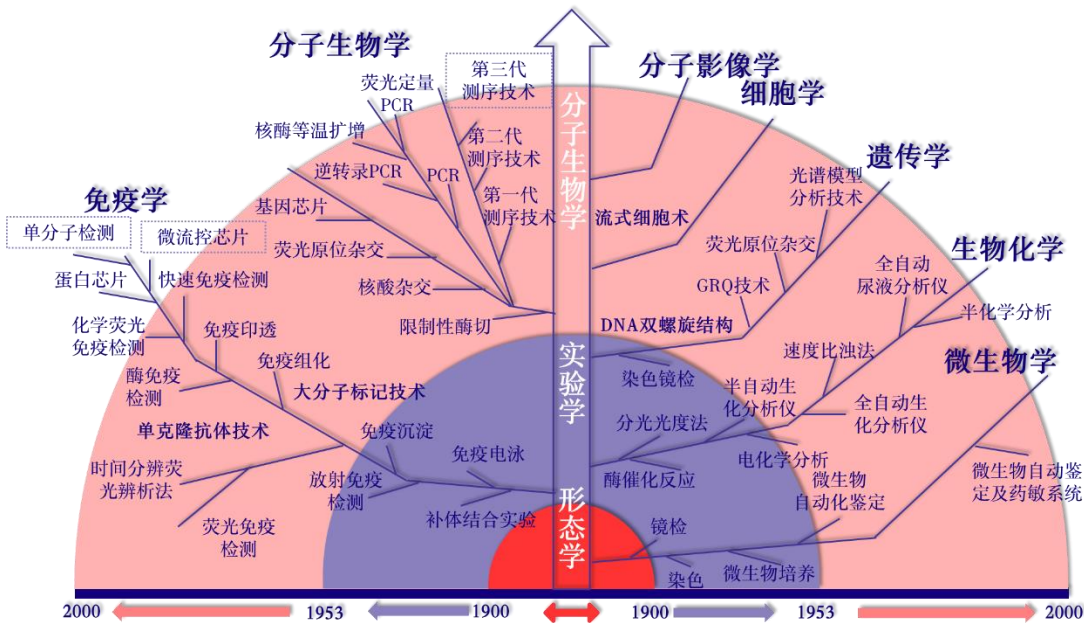
①**常规项目趋于丰富**：根据卫健委《医疗机构临床检验项目目录》，中国临床检验以约 1,100 项普检为主，3,000 余项特检为辅。临床层面可用到的常规检验项目仅为美国的四分之一，且目前二级以下医院，尤其基层医院覆盖检测项目仍较少，随着特检项目陆续常规化，行业存量有望迎来较大提升；

②**检验标志物新发现**：近年生物医药产业发展迅速，其创新疗法对于药物伴随诊断需求旺盛，新生物标志物检测将为市场持续贡献增量，带动行业加速扩容；

③**老龄化带动医院诊疗量**：目前我国人均体外诊断支出水平较低，2019 年以 16.0 美元的水平远低于美国（62.8 美元）、日本（38.3 美元）、西欧（20.0 美元）等发达经济体，随着慢病高发的老龄化群体规模日益扩大，国民对于体外诊断的刚性需求将随之加强，进而带动医院检验量逐年攀升；

④**检验需求由治疗性向预防性转变**：体外诊断是肿瘤等疾病早期发展的重要手段，我国恶性肿瘤发病率低于美欧等发达国家，但死亡率较高，主要是群众疾病早筛早诊意识仍有待提升，基于技术发展已较为成熟和产业逐步推进，我们认为中国肿瘤早筛渗透率提升有巨大提升空间。

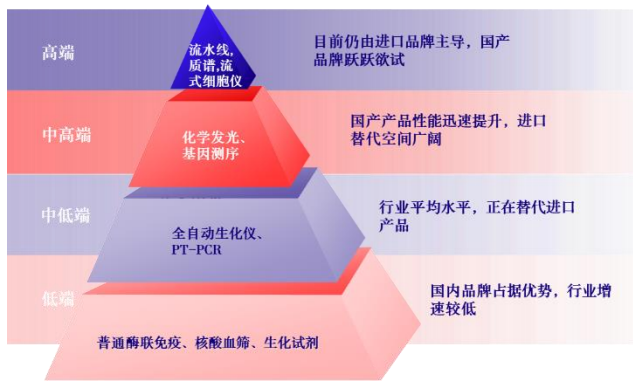
图5：体外诊断行业主要技术及发展历程



资料来源：超凡知识产权《体外诊断-化学发光知识产权白皮书》，中国银河证券研究院

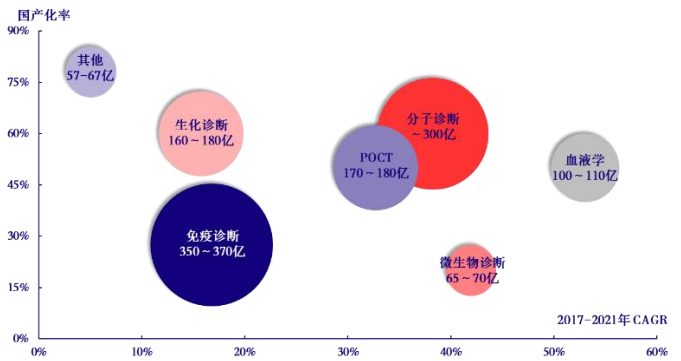
进口厂商占据高端领域主导地位，成长期产业国产化率提速较快。目前国内酶联免疫、生化试剂等技术壁垒较低领域已经发展成熟，基本实现国产品牌的全面替代；全自动生化仪、PT-PCR 等领域国产替代进入稳定阶段；化学发光、基因测序等中高端技术领域目前处于快速成长期，国产头部厂商产品进展相对顺利，性能及技术水平已接近进口产品，行业市场空间广阔，有望逐步开启进口替代进程；流水线、质谱、流式细胞仪等领域仍多由进口厂商垄断，但近年随着少数国产 IVD 龙头开始入局，行业未来格局有望重塑。

图6: IVD 行业细分领域现状



资料来源: 华夏基石《中国医疗器械上市公司体外诊断(IVD)发展白皮书》, 中国银河证券研究院

图7: 中国体外诊断细分领域概览 (2021 年)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 中商产业研究院, 中国体外诊断行业蓝皮书(2020), 中国银河证券研究院

IVD 集采持续推进，生化类和化学发光类试剂进入集采范围，国产产品替代有望加速实现。截至目前，江西牵头的 23 省肝生化联盟集采已落地，肾功和心肌酶生化试剂集采品种、参选企业及产品信息已公示；安徽省 2021 年完成 23 个化学发光试剂项目及凝血、心梗类试剂集采，并即将牵头 25 省化学发光试剂联盟集采。IVD 集采推进标志我国医药行业集采已进入深水区，从既往集采经验来看，尽管集采后业内厂商盈利空间或受一定挤压，但国产替代有望借此加速实现。目前已实现/进行中 IVD 集采主要包括：江西牵头 23 省肝功生化联盟集采、安徽省化学发光/凝血/心梗类试剂集采、江西牵头 24 省联盟肾功和心肌酶生化试剂集采、安徽牵头 25 省化学发光试剂联盟集采等。

检验呈现自动化趋势，流水线彰显核心竞争力。自动化流水线检测效率明显优于手工检测，且可自动审查数据，尤其是当多机互联时，检测效率普遍提升在 40% 以上。在检测速率上，当标本量在 500-1000 时，检测时长缩短 35% 以上；当标本量在 1,000 以上时，检测时长大幅缩短 40-45%。而三甲医院普遍日采样量在 5,000 以上，自动化流水线在高通量医院优势明显。2020 年我国存量流水线约 2,000 台（90% 为进口），预计多进入替换周期，故未来 3-5 年为国产流水线替代的黄金窗口期。

表2: 单机和流水线模式对比

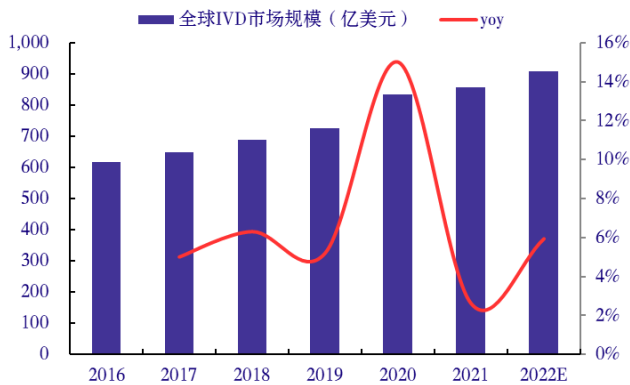
比较项目	单机模式	流水线模式	效益核算比较
工作人员数	9	5	流水线轨道代替了传统模式诸多人工环节
生物污染率	有	五	机械臂代替手工处理标本，减少职业暴露机会
差错率	项目误输率 0.1-0.2%	0%	条码扫描直接读取标本信息，减少误差率
危急值报告时间	135min	105min	针对明显异常结果具有自动复查功能，缩短危急重结果的报告时间
自动审核功能	无	有	对无明显异常及大幅变化的结果自动审核，简化工作流程，进一步缩短报告时间
抽血管数	2-3 管	1 管	每位病人节约 1-2 支采血管，全年约节约 35000 支左右
标本报告时间	标本量<500	140-159min	标本量<500 时，单机模式与流水线模式发放报告时间差别不明显，随着标本量的增加，流水线模式的高效率愈加体现其优势
	标本量 500-1000	260-279min	
	标本量>1000	290-309min	

资料来源: 廖永强等《生化免疫分析流水线系统的构建及应用分析》, 中国银河证券研究院

海外空间仍广阔，看好 IVD 龙头出海。据 Allied Market Research 及 Grand View Research 数据，2021 年全球 IVD 市场规模已达 856 亿美元，其中中国占据约 15%，欧洲和北美分别占 17%、41%，中请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

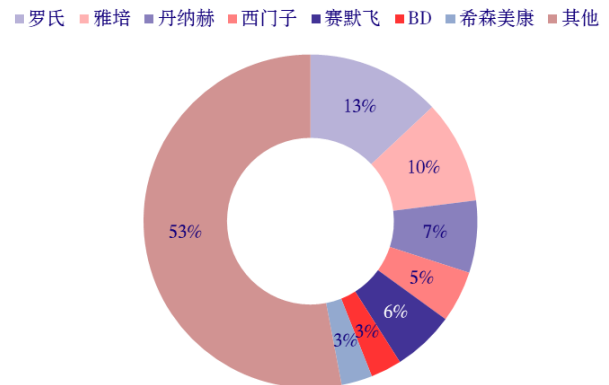
东、东南亚及非洲等其他地区占约 26%，罗氏、雅培、丹纳赫、西门子等外资厂商因布局较早、试剂项目丰富，已占据全球大部分市场份额（四家合计约 35%）。随着国内头部 IVD 厂商逐步实现技术追赶，产品竞争力日趋强劲，部分厂商已凭借优质性价比和渠道布局在海外市场崭露头角。以新产业为例，2022 年公司海外营收 9.69 亿元（试剂 vs. 仪器：4.96 亿元/4.73 亿元），化学发光仪器销售已达 1.51 万台。随着国内集采持续推进，海外业务或成为国内 IVD 厂商核心竞争力的重要体现，预计海外业务毛利率将高于集采后国内 IVD 产品毛利率，且海外试剂销售占比一般较高，故我们看好未来头部厂商海外业务有望持续增长，并贡献重要业绩增量。

图8：全球 IVD 市场规模（2016-2022E）



资料来源：Allied Market Research，中国银河证券研究院

图9：全球 IVD 行业竞争格局（2020 年）

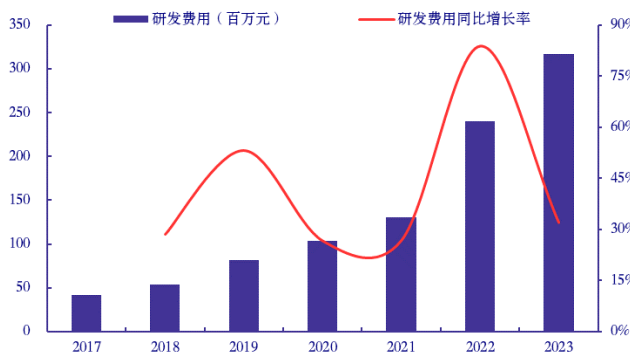


资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

三、研发投入与持续强化，试剂及高端仪器不断推陈出新

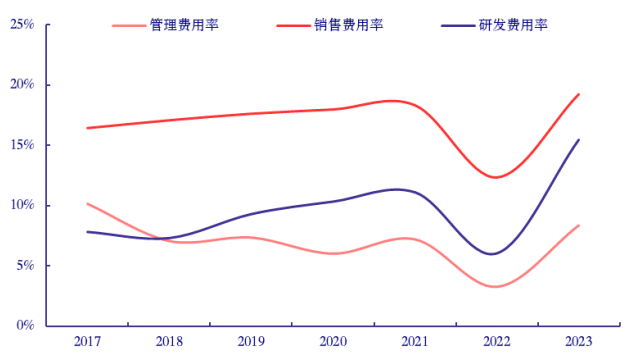
2023 年公司研发投入 3.25 亿元（+30.04%），在微流控、测序、流式荧光多重检及抗原抗体原材料方面研发 1.25 亿元（占研发投入比重 38.52%），研发费用率 15.45%（+9.41pct）。

图10：亚辉龙近年研发费用及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图11：亚辉龙近年管理、销售及研发费用率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

学术推广方面，公司参与“高敏肌钙蛋白诊断价值多中心研究”、“新型生殖系统激素在儿童中性早熟中的临床应用价值多中心研究”、“正常健康人群胰岛功能调研项目”等多项研究，公司产品全球相关论文累计超 920 篇，影响因子合计高达 2,670 分。

仪器方面，公司已推出 iFlash 系列发光仪器、iBC 系列生化仪器及二者组成的高通量全自动生化免疫一体机、iMutli 流式荧光仪及 iTLA Mini 自动样本系统，形成覆盖“大、中、小”全场景的实验室

智能化解决方案，可为用户提供更多样化的智能化产品解决方案，满足终端不同等级医院机构多样化需求。此外，公司已完成高速生化分析仪的详细涉及并进入样机试制阶段；同时，公司拥有完整的自主知识产权的全开放智能化流水线系统完成样机试制，进入注册准备阶段。

图12：亚辉龙主要仪器产品



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

②试剂：2023年公司新增16项检测试剂产品获得国内注册证书，其中化学发光检测项目14项(包括炎症3项、自免天疱疮3项、心肌标志物2项、血栓2项、类风湿、大分泌、自免肝、以及狼疮肾炎各1项)，免疫印迹检测项目1项(自身免疫性肌炎抗体谱检测试剂盒，为国内首个肌炎17S联检项目)。2023年公司89项产品获IVDR CE认证，累计获IVDRCE证书174项。同期公司首个自主申报的化学发光项目(iFlash3000-C化学发光免疫分析仪和iFlash-HCG(人绒毛膜促性腺激素)试剂盒)获批FDA510K，截至2023年12月31日，公司已有163项化学发光诊断试剂项目获得境内外注册证书。

图13：亚辉龙整体体检项目套餐

The infographic features a central illustration of a human body with glowing energy points, surrounded by four circular icons representing different test categories: '自免' (Autoimmunity), '肿标' (Tumor Markers), '甲功' (Thyroid Function), and '激素及代谢' (Hormones and Metabolism). The text is organized into sections around these icons.

常规+特色
=涵盖自免、肿标、甲功、激素及代谢的体检套餐

- 自免 (Autoimmunity):** ANA: 自身免疫病; Anti-CCP: 类风湿关节炎; aCL, Anti-β2 GP I: 抗磷脂综合征; GADA: 1型糖尿病
- 肿标 (Tumor Markers):** 肺癌筛查: NSE, CYFRA21-1, CEA, ProGRP, SCC; 胃功能筛查: PGI, PGII, G-17; 鼻咽癌筛查: EB VCA-IgA, EB NA-IgA; 卵巢癌筛查: CA125, HE4, CA72-4; 前列腺癌: fPSA, tPSA; 其他: AFP, CA50, CA15-3, CA19-9, CA242, Ferritin
- 甲功 (Thyroid Function):** TSH, FT4, T4, FT3, T3: 甲功五项; Tg: 蛋白指标; Anti-Tg, Anti-TPO, Anti-TSHR: 抗体指标
- 激素及代谢 (Hormones and Metabolism):** 生殖激素: AMH, 抑制素B; 糖尿病: 脂联素; 骨质疏松: 25-羟基维生素D

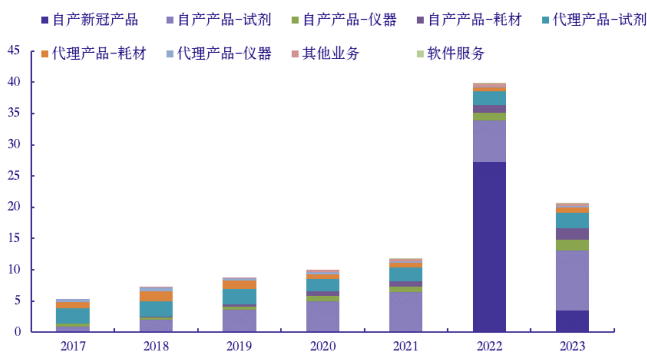
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

四、市场拓展策略行之有效，看好试剂上量驱动盈利提振

公司 2023 年实现化学发光仪器装机 2,080 台，累计装机超 8,290 台（截至 2023 年，剔除已退役机器），流水线累计 92 条，“特色入院，常规放量”策略成效显著，自免及其他化学发光常规项目试剂营收均保持高速增长，2023 年公司术前八项、肿瘤标志物、甲状腺功能及心肌标志物试剂营收同比增长 50.20%，自免诊断业务同比增长 26.57%（化学发光法+38.59%）。

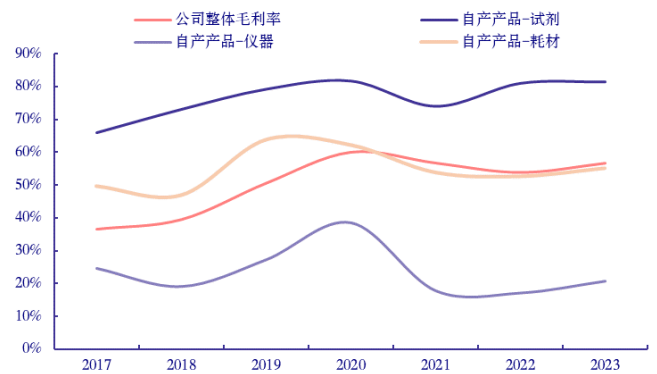
2023 年公司主营业务毛利率 56.57%（+2.92pct），非新冠自产业务综合毛利率 70.00%（+1.23pct）；2024Q1 整体毛利率 62.34%（+18.02pct），净利率 12.97%（+2.71pct），预计主要是收入结构优化驱动业绩改善。未来随着仪器装机稳步推进、高速机占比持续提升带动试剂上量，发光业务高速增长态势有望延续，进而进一步提升公司整体盈利能力。

图14：亚辉龙近年营业收入结构（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图15：亚辉龙近年管理、销售及研发费用率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

亚辉龙作为国产头部化学发光厂商之一，在诸多检测领域具备优势，能够提供较为齐全的试剂项目套餐和整体解决方案，如：

1) **自身免疫诊断**：①公司是行业内极少数能够提供自身免疫性疾病领域化学发光诊断产品的厂商之一；②目前已经拥有适用于类风湿关节炎、自身免疫血管炎等疾病共计 53 项自身免疫性疾病类化学发光诊断产品；③在自身免疫性疾病化学发光诊断领域具备先发优势、成熟的研发平台以及丰富的研发经验。

2) **生殖健康类诊断**：①生殖健康类化学发光诊断项目包括抗缪勒氏管激素(AMH)、抑制素(BINHB)、优生优育(ToRCH)、唐氏筛查等共 29 个项目；②依托公司磁微粒吡啶酯化学发光平台、具备核心竞争力的生殖类诊断项目、以及丰富的诊断菜单，能提供贯穿整个生育健康周期检测的整体解决方案，为客户实现全周期的生殖健康管理。”

3) **肝病诊断**：公司拥有全面肝病检测套餐，涵盖肝纤、自免肝、乙肝、丙肝、肝癌等领域诊断项目 19 项。其中壳多糖酶 3 样蛋白 1 诊断项目是全新的肝纤维化分期诊断和动态监测血清学检测指标，在肝纤维化检测方面更精准、更灵敏、更安全、更方便快捷，得到诸多国内外指南推荐。可以用于病毒性肝炎、脂肪肝、酒精肝、药物毒性肝损伤等慢性肝病引起的肝纤维化和肝硬化检测。公司拥有完善的糖尿病检测项目，覆盖 1 型糖尿病与 2 型糖尿病检测，并能提供从提前评估糖尿病风险、糖尿病诊断、1 型糖尿病鉴别到糖尿病监控的全周期诊断，为患者或高风险人群实现健康管理。

4) **糖尿病诊断**：公司拥有完善的糖尿病检测项目，覆盖 1 型糖尿病与 2 型糖尿病检测，并能提供从提前评估糖尿病风险、糖尿病诊断、1 型糖尿病鉴别到糖尿病监控的全周期诊断，为患者或高风险人群实现健康管理。

5) **呼吸道病原体诊断**: ①公司拥有肺炎支原体、肺炎衣原体、新冠病毒(SARS-CoV-2)共计8项检测项目; ②公司为国内首家开发出肺炎支原体、肺炎衣原体化学发光法诊断产品的企业,在保证高灵敏度、特异性的前提下,缩短检测时间至30分钟,能够实现快速病原学诊断,并可做到IgG、IgM抗体分型检测; ③公司为国内较早获批化学发光法新冠病毒抗体检测试剂盒CE认证的企业,检测试剂临床剪感度高、临床特异度高、检测速度快等突出特点。”

6) **EB病毒诊断**: ①公司具有非肿瘤EB病毒感染相关抗体四项、鼻咽癌EB病毒感染两项,合计7项检测项目产品,保证全面、定量检测肿瘤性和非肿瘤性的EB病毒感染; ②通过针对抗原进行优化设计,公司使用高纯度重组抗原,排除了其他病毒的交叉干扰,使灵敏度和特异性更优; ③公司产品样本稀释液中添加了特殊封闭剂,全面封闭非特异性吸附位点,明显改善诊断中的假阳性现象。”

7) **心血管领域诊断**: ①心血管项目齐全,可满足临床现有检测需求,最快可达12min出具结果,助力临床对疾病快速诊断,及时干预治疗; ②hs-cTnI在阜外医院通过了性能验证,符合共识要求,且性能优异。与众多进口品牌相比,hs-cTnI试剂具备效期长、剪感度高、线性范围宽等优势③与多家国内顶级心血管专科医院开展学术合作,如高敏肌钙蛋白诊断价值多中心研究、国家十四五重大研发专项等,在心血管领域学术实力雄厚。

五、盈利预测

人民币/百万元		2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
合计	营业收入	527	729	877	999	1,178	3,981	2,053	2,303	2,869	3,468
	yoy		38.22%	20.41%	13.87%	17.91%	237.95%	-48.42%	12.19%	24.57%	20.87%
	营业成本	335	440	433	398	508	1,833	887	764	952	1,160
	yoy		31.57%	-1.71%	-8.02%	27.74%	260.50%	-51.61%	-13.84%	24.63%	21.83%
	毛利率	36.53%	39.59%	50.68%	60.16%	56.84%	53.97%	56.81%	66.83%	66.81%	66.55%
自产产品		139	246	448	653	810	3,629	1,667	1,898	2,453	3,042
	yoy		76.92%	82.21%	45.69%	23.98%	348.01%	-54.08%	13.89%	29.23%	24.03%
化学发光		31	130	289	453	597	778	1,168	1,714	2,242	2,809
			321.70%	123.15%	56.55%	31.80%	30.50%	50.04%	46.70%	30.85%	25.27%
新冠产品					93	95	2,725	342			
	yoy					2.38%	2754.37%	-87.46%			
其他自产产品		108	117	159	108	118	126	157	185	211	234
	yoy		7.54%	36.72%	-32.53%	9.80%	6.31%	24.89%	17.76%	14.25%	10.84%
代理产品		389	476	414	310	321	300	351	369	380	387
	yoy		22.36%	-12.97%	-25.23%	3.69%	-6.53%	16.96%	5.00%	3.00%	2.00%
其他业务			7	15	36	44	51	35	37	37	39

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院

六、投资建议

公司是化学发光领域头部企业之一，差异化布局自免等特色项目，市场渗透率快速提升，带动试剂业务高速增长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.81/6.27/7.88 亿元，同比增长 35.56/30.37/25.65%，EPS 分别为 0.85/1.10/1.39 元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 25/19/15 倍，首次给予“推荐”评级。

七、风险提示

1. 行业竞争加剧的风险；
2. 国内外装机进展不及预期的风险；
3. 集采导致降价幅度超预期的风险。

附录：
(一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1850.73	2131.47	2753.46	3574.91	营业收入	2053.10	2303.42	2869.35	3468.16
现金	490.59	873.77	1236.80	1777.09	营业成本	886.81	764.07	952.24	1160.11
应收账款	397.49	433.16	547.55	671.45	营业税金及附加	13.44	14.97	18.65	22.54
其它应收款	25.99	28.79	35.87	43.35	营业费用	395.37	428.07	524.69	622.16
预付账款	31.97	27.00	32.97	39.37	管理费用	172.25	184.43	223.29	260.22
存货	634.50	542.44	670.74	810.71	财务费用	-9.86	0.00	0.00	0.00
其他	270.18	226.31	229.54	232.95	资产减值损失	-72.87	-6.14	-6.19	-6.24
非流动资产	1955.35	2109.24	2245.74	2350.78	公允价值变动收益	-25.78	0.00	0.00	0.00
长期投资	140.04	140.04	140.04	140.04	投资净收益	118.08	0.00	0.00	0.00
固定资产	906.17	1058.35	1172.83	1249.78	营业利润	340.55	572.92	746.91	938.48
无形资产	188.98	188.98	188.98	188.98	营业外收入	7.14	0.00	0.00	0.00
其他	720.16	721.86	743.89	771.97	营业外支出	13.57	0.00	0.00	0.00
资产总计	3806.08	4240.70	4999.21	5925.69	利润总额	334.11	572.92	746.91	938.48
流动负债	841.28	785.37	916.47	1054.63	所得税	54.91	91.67	119.51	150.16
短期借款	171.07	171.07	171.07	171.07	净利润	279.20	481.25	627.41	788.32
应付账款	223.45	190.60	225.66	261.18	少数股东损益	-75.81	0.00	0.00	0.00
其他	446.76	423.70	519.73	622.38	归属母公司净利润	355.01	481.25	627.41	788.32
非流动负债	431.22	442.12	442.12	442.12	EBITDA	462.19	778.85	997.19	1234.01
长期借款	381.89	381.89	381.89	381.89	EPS (元)	0.62	0.85	1.10	1.39
其他	49.34	60.23	60.23	60.23					
负债合计	1272.51	1227.49	1358.58	1496.74	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	-26.27	-26.27	-26.27	-26.27	营业收入	-48.42%	12.19%	24.57%	20.87%
归属母公司股东权益	2559.84	3039.48	3666.89	4455.21	营业利润	-71.66%	68.24%	30.37%	25.65%
负债和股东权益	3806.08	4240.70	4999.21	5925.69	归属母公司净利润	-64.92%	35.56%	30.37%	25.65%
					毛利率	56.81%	66.83%	66.81%	66.55%
					净利率	17.29%	20.89%	21.87%	22.73%
					ROE	13.87%	15.83%	17.11%	17.69%
					ROIC	6.80%	13.48%	14.95%	15.81%
					资产负债率	33.43%	28.95%	27.18%	25.26%
					净负债比率	2.64%	-10.51%	-18.67%	-27.55%
					流动比率	2.20	2.71	3.00	3.39
					速动比率	1.20	1.82	2.09	2.45
					总资产周转率	0.51	0.57	0.62	0.63
					应收帐款周转率	5.70	5.55	5.85	5.69
					应付帐款周转率	3.26	3.69	4.58	4.77
					每股收益	0.62	0.85	1.10	1.39
					每股经营现金	-0.13	1.23	1.33	1.67
					每股净资产	4.50	5.35	6.45	7.84
					P/E	33.63	24.81	19.03	15.15
					P/B	4.66	3.93	3.26	2.68
					EV/EBITDA	28.26	14.92	11.29	8.69
					P/S	5.81	5.18	4.16	3.44

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，10年以上医学检验行业+医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn