

医药生物
首次覆盖报告

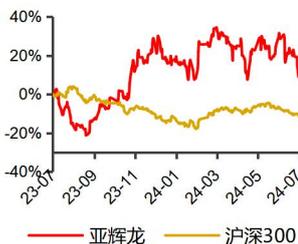
2024年07月22日

买入（首次覆盖）

证券分析师

刘闯
S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com林海霖
S1350524050002
linhailin@huayuanstock.com

市场表现：



相关研究

股票数据： 2024年07月19日
收盘价（元） 23.01
一年内最高/最低（元） 26.26/15.12
总市值（亿元） 131

亚辉龙 (688575.SH)

—— 化学发光新锐崭露头角，特色+常规检测稳步兑现

投资要点：

- **化学发光新锐多平台协同，股权激励彰显公司信心。**亚辉龙创立于2008年，公司聚焦化学发光免疫领域，打造自身免疫、生殖健康、肝病检测、感染类等特色项目，并持续丰富体外诊断产品矩阵，形成化学发光、免疫印迹、酶联免疫、胶体金层析、间接免疫荧光、生化诊断六大技术平台。2024年5月，公司推出两年期股权激励，以2023年收入及利润作为基准，全方位考核业绩和装机指标，体现公司长期发展的信心。
- **发光技术丰富自免诊断手段，集采加速进口替代。**国家卫生健康委临床检验中心室间质评统计显示，2022年自身免疫关键ENA检测项目中，化学发光检测方法占比约为10%，与免疫印迹法仍有较大差距，但因化学发光方法检测通量较大、自动化程度高，终端认可度不断提高，或将进一步提高市场份额。2023年11月，安徽省牵头联盟体外诊断试剂集中采购，国产品牌在采购量较大的术前八项、性激素六项中报量靠前，国产头部品牌均进入A、B组前列，有望在集采周期内，加速进口替代。
- **自免特色+常规项目助力高端客户突破，海内外装机量稳步提升。**亚辉龙通过自身免疫性疾病综合诊断切入发光诊断市场，适用于类风湿关节炎、自身免疫血管炎等，共53项检测项目，产品获得国内多家知名医疗机构认可，并进一步向肿瘤标志物、甲状腺功能、心肌标志物等常规检测项目拓展，2023年，公司化学发光类自免诊断收入同比增长38.59%，常规试剂营收同比增长50.20%，特色项目的差异竞争，与常规项目的性能提高，使得公司国内外新装机数量稳步提升，同年公司新增化学发光仪器装机2,080台，累计装机超过8,290台，其中国内市场新增装机1,396台，海外新增装机684台，为长期试剂增长奠定基础。
- **盈利预测与估值。**我们预计2024-2026年公司总营收分别为22.02/27.91/34.69亿元，增速分别为7.27%/26.72%/24.29%；2024-2026年归母净利润分别为4.80/6.46/8.29亿元，增速分别为35.11%/34.74%/28.29%。当前股价对应的PE分别为27x、20x、16x。选取同为化学发光厂家的新产业、安图生物，以及医疗器械龙头迈瑞医疗作为可比公司。基于公司化学发光试剂项目持续丰富，新增装机量稳步增长，有望带动试剂增长，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**海外地缘政治风险、国内政策风险、竞争加剧风险、新品推广不及预期风险。

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元人民币）	3980.76	2053.10	2202.46	2790.93	3468.73
同比增长率（%）	237.95%	-48.42%	7.27%	26.72%	24.29%
毛利率（%）	53.97%	56.81%	63.50%	64.50%	65.00%
归母净利润（百万元人民币）	1012.39	355.01	479.68	646.33	829.20
同比增长率（%）	394.46%	-64.93%	35.11%	34.74%	28.29%
每股收益（元人民币/股）	1.78	0.62	0.84	1.14	1.46
ROE（%）	41.89%	13.87%	17.12%	20.65%	23.36%
市盈率	13	37	27	20	16

投资案件

投资评级与估值

我们预计 2024-2026 年公司总营收分别为 22.02/27.91/34.69 亿元，增速分别为 7.27%/26.72%/24.29%；2024-2026 年归母净利润分别为 4.80/6.46/8.29 亿元，增速分别为 35.11%/34.74%/28.29%。

选取同为化学发光厂家的新产业、安图生物，以及医疗器械龙头迈瑞医疗作为可比公司。基于公司化学发光试剂项目持续丰富，新增装机量稳步增长，有望带动试剂增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 22.02/27.91/34.69 亿元，增速分别为 7.27%/26.72%/24.29%，关键假设如下：

1) 自产业务：公司化学发光检测项目不断丰富，经过国内外持续装机铺垫，对于长期存量用户的试剂增长提供有力基础。预计 2024-2026 年自产业务收入增速分别为 7.38%、31.73%、27.83%；

2) 代理委托业务：配合自产业务进行高端客户推广，维持现有客户耗材、试剂产品供应。预计 2024-2026 年代理委托业务收入增速分别为 7.00%、5.00%、5.00%。

投资逻辑要点

亚辉龙作为化学发光免疫检测的新锐，公司以自身免疫诊断产品切入市场，通过试剂的丰富和仪器的打磨，逐步获得高端医疗机构客户的认可，为发光业务更进一步奠定基础。公司以自免为基石，逐步增加常规项目推广，初见成效，随着国内试剂带量采购的落地，产品力强、渠道稳定的公司有望引领进口替代。

核心风险提示

海外地缘政治风险、国内政策风险、竞争加剧风险、新品推广不及预期风险。

目录

1. 发光新锐崭露头角，股权激励彰显公司信心	5
2. 发光市场稳步增长，集采或加速进口替代	9
2.1 自免诊断市场方兴未艾	9
2.2 集采有望加速进口替代	10
3. 发光新锐奋力追赶，特色+常规试剂突破高端客户	11
3.1 自免类特色项目为基石，常规检测快速增长	11
3.2 装机数量稳步提升，头部用户覆盖率加强	13
4. 盈利预测及估值	13

图表目录

图表 1: 亚辉龙主要产品	5
图表 2: 2017-2024Q1 年公司收入(百万元)及增速(%)	6
图表 3: 2017-2024Q1 年公司归母净利润(百万元)及增速(%)	6
图表 4: 2017-2023 年公司主营业务构成(百万元)	6
图表 5: 2017-2023 年自产业务收入占比(%)	6
图表 6: 2017-2023 年自产业务细分占比(%)	7
图表 7: 2017-2023 年公司区域营收(百万元)	7
图表 8: 2013-2023 年公司整体及产线毛利率(%)	8
图表 9: 2017-2024Q1 年公司净利率及费用率变化(%)	8
图表 10: 亚辉龙及可比公司费率对比(%)	8
图表 11: 公司股权激励考核目标	8
图表 12: 2015-2024 年国内化学发光市场容量(亿元)	9
图表 13: 2018-2023 年自身免疫诊断市场容量(亿元)	10
图表 14: ENA 自身免疫检测方法占比	10
图表 15: 术前八项安徽联盟集采需求量分布(%)	11
图表 16: 性激素六项安徽联盟集采需求量分布(%)	11
图表 17: 公司自身免疫检测菜单	12
图表 18: 不同检测系统对 aCL 等项目交叉阳性对比	12
图表 19: 2021-2024Q1 公司国内外新增装机	13
图表 20: 2024-2026 年亚辉龙收入预测(百万元)	14
图表 21: 可比公司估值情况	14
图表 22: 亚辉龙合并利润表(百万元)	16
图表 23: 亚辉龙合并现金流量表(百万元)	16
图表 24: 亚辉龙合并资产负债表(百万元)	16

1. 发光新锐崭露头角，股权激励彰显公司信心

深圳亚辉龙生物科技股份有限公司创立于 2008 年，从事体外诊断产品的研发、生产和销售。公司聚焦化学发光免疫领域，截至 2023 年底，已经形成 10 大类，共 163 项化学发光免疫检测项目，其中自身免疫、生殖健康、肝病检测、感染类等项目优势明显。

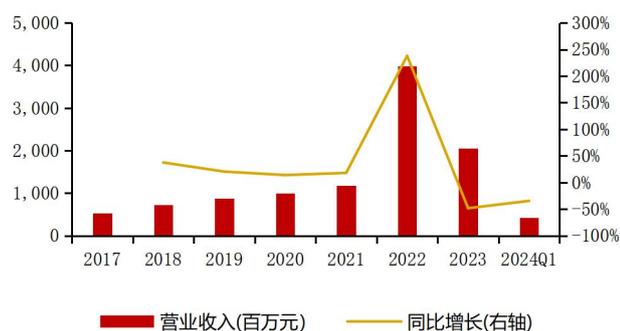
经过多年的研发积累，公司产品端具有自主知识产权，形成化学发光、免疫印迹、酶联免疫、胶体金层析、间接免疫荧光、生化诊断六大技术平台，其中化学发光 iFlash 系列基于磁微粒吖啶酯直接化学发光，单机测试速度最高可达 600 测试/小时，除 600 速仪器外公司也有 180/120 速仪器，兼顾不同层级客户群体。

图表 1：亚辉龙主要产品

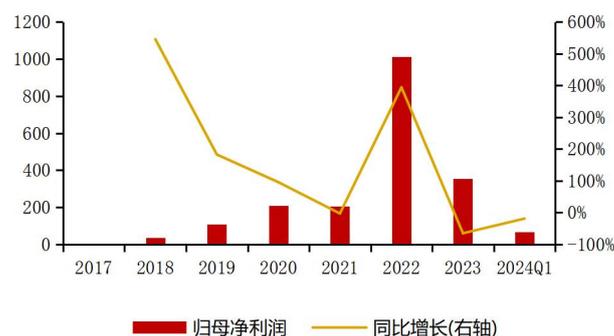


资料来源：亚辉龙官网，华源证券研究

2023 年公司收入 20.53 亿元，同比下滑 48.42%，主要因新冠业务收入下滑 87.46%，公司非新冠收入 17.11 亿元，同比增长 36.30%，主要因核心化学发光业务、国内外区域均高速增长，2023 年，化学发光收入达到 11.68 亿元，同比增长 50.04%，增速亮眼。同期公司归母净利润为 3.55 亿元，同比下滑 64.92%，收入整体规模下滑为主要原因。

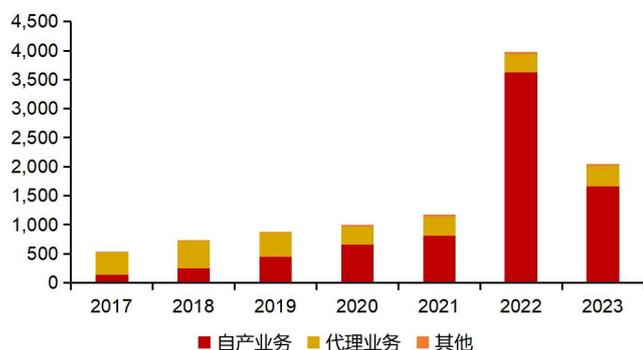
图表 2：2017-2024Q1 年公司收入(百万元)及增速(%)


资料来源：ifind，华源证券研究

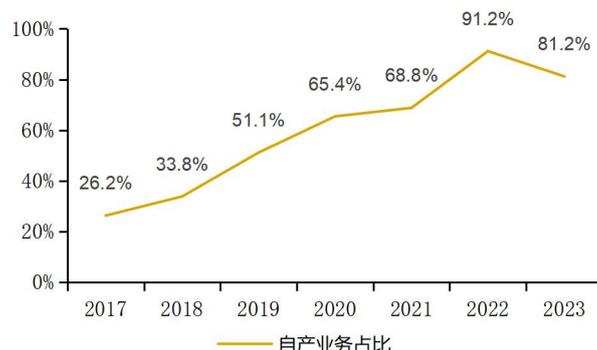
图表 3：2017-2024Q1 年公司归母净利润(百万元)及增速(%)


资料来源：ifind，华源证券研究

2023 年，亚辉龙自产业务和代理业务收入分别为 16.66 亿和 3.51 亿，其中 2022-2023 年，自产业务中包含 27.25 亿、3.42 亿新冠产品收入，剔除此部分业务，公司 2023 年自产业务同比增速达到 46.55%。2017-2022 年，公司自产业务收入占比持续提升，自 26.2%，达到最高 91.2%水平，业务驱动持续优化。

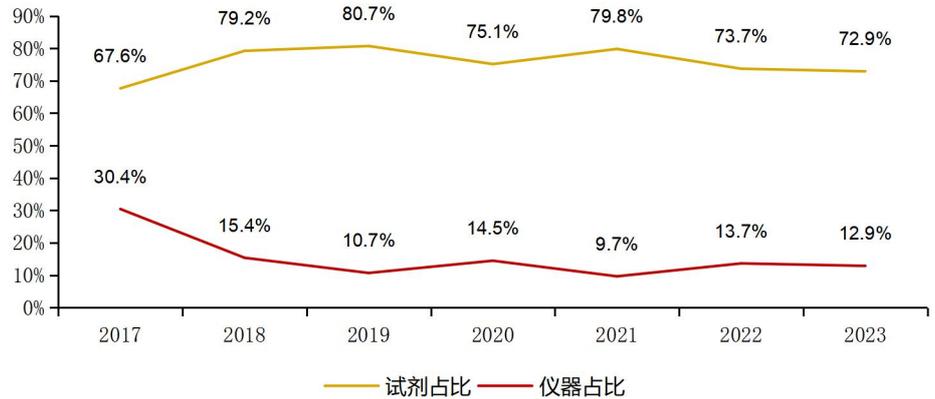
图表 4：2017-2023 年公司主营业务构成（百万元）


资料来源：ifind，华源证券研究

图表 5：2017-2023 年自产业务收入占比(%)


资料来源：ifind，华源证券研究

2017-2023 年，公司自产业务中，试剂占比稳步提升，2019 年曾达到 80.7%。2022-2023 年，试剂占比有所调整，主要因公司重点推广 iFlash 3000-G 高速化学发光分析系统和流水线系统，仪器占比提升，为长期试剂稳定增长奠定基础。

图表 6：2017-2023 年自产业务细分占比(%)


资料来源：ifind，华源证券研究

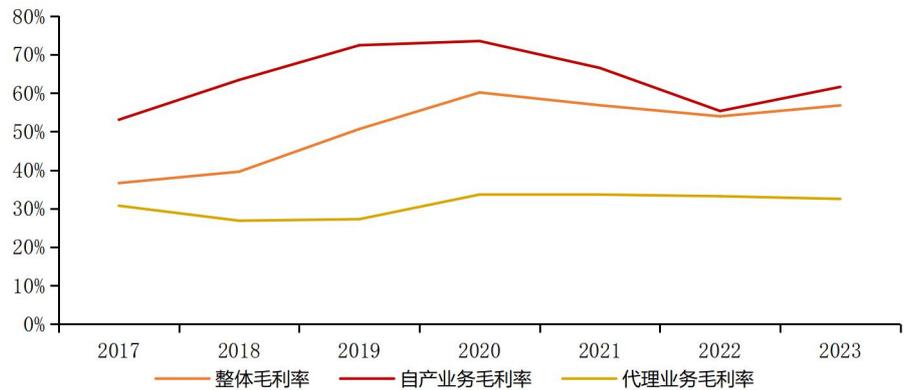
注：收入占比均剔除新冠收入影响

2023 年，亚辉龙国内外业务均保持快速增长。国内收入规模 18.54 亿元，其中国内非新冠自产业务收入 11.74 亿元，同比增长约 48%，海外非新冠自产业务收入 1.52 亿元，同比增长 38%，海外业务覆盖美洲、欧洲、亚洲等超过 110 个国家和地区，沙特、突尼斯销售服务中心正式启用。

图表 7：2017-2023 年公司区域营收(百万元)

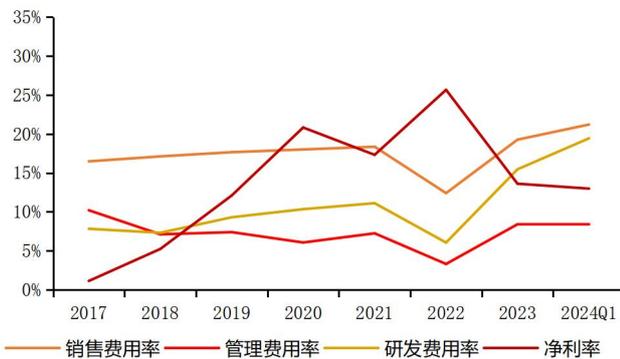

资料来源：ifind，华源证券研究

2017-2023，公司毛利率从 36.63% 提升至 56.81%，主要因高毛利率自产业务占比持续提升，非新冠自产业务毛利率和化学发光试剂毛利率分别为 70.00% 和 82.95%，但因新冠产品毛利率减少 21.68pct，对整体毛利率有所影响，我们预计随着阶段性产品影响消退，自有试剂类产品收入占比提高，公司整体毛利率有望进一步提升。

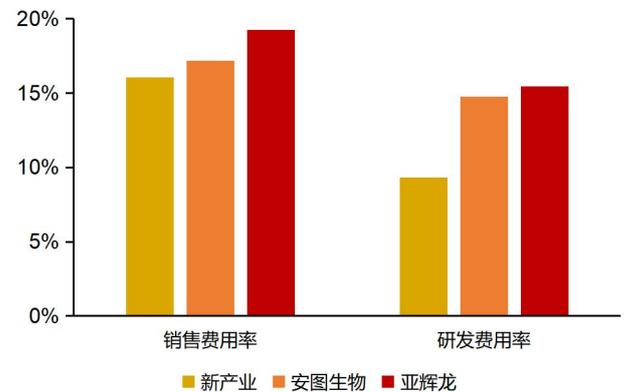
图表 8：2013-2023 年公司整体及产线毛利率（%）


资料来源：ifind，华源证券研究

公司处于业务快速发展阶段，2017-2023 年，销售费用率和研发费用率整体处于持续提升趋势，对于新业务的开发、推广提供有力支持，和同行业收入规模更大的公司相比，公司销售及研发费率处于领先位置，体现有力追赶态势。

图表 9：2017-2024Q1 年公司净利率及费用率变化（%）


资料来源：ifind，华源证券研究

图表 10：2023 年亚辉龙及可比公司费率对比（%）


资料来源：ifind，华源证券研究

2024 年 5 月 10 日，公司对高管以及核心员工等 56 名激励对象，共授予 175 万股限制性股票，授予价格 12.29 元/股。归属期分为两年，以 2023 年收入及利润作为基准，考核指标包括非新冠自产产品收入增速、化学发光业务收入增速、净利润增速、国内外化学发光仪器装机数等，对应不同归属比例，对员工积极性调动、公司核心竞争力的提升具有正向作用。

图表 11：公司股权激励考核目标

考核年度	非新冠自产产品收入较 2023 年增速	自产化学发光收入较 2023 年增速	净利润较 2023 年增速	国内发光仪器装机数	海外发光仪器装机数
2024 年	35.00%	35.00%	35.00%	1500 台	1200 台

2025年	75.50%	82.25%	82.25%	1500台	1200台
-------	--------	--------	--------	-------	-------

资料来源：公司公告，华源证券研究

2. 发光市场稳步增长，集采或加速进口替代

根据《中国医疗器械蓝皮书》数据，2024年国内化学发光市场容量预计达到577亿元，是体外诊断中细分占比最大的产品，2015-2024年复合增长率为21.87%。罗氏、雅培、贝克曼、西门子等进口品牌占据主要市场份额，进口替代空间较大。

图表 12：2015-2024 年国内化学发光市场容量(亿元)



资料来源：中国医疗器械蓝皮书，华经产业研究，华源证券研究

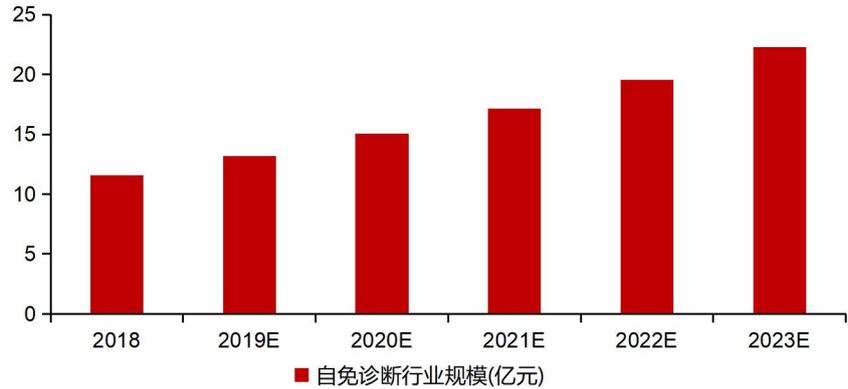
通过差异化项目的补充，国产发光产品在头部医疗机构实现装机，获得与进口品牌同台竞争的机会，并不断打磨产品，近年来持续缩小与进口品牌产品力的差距。

2.1 自免诊断市场方兴未艾

自身免疫是指特定作用下，人体机体的免疫系统出现异常，对自身成分发生免疫应答，产生针对自身成分的抗体。主要可以分为系统性自身免疫病和器官特异性自身免疫病。

Kalorama Information 数据显示 2022 年全球自身免疫诊断市场为 9.4 亿美元，预计到 2027 年将达到 11 亿美元。浩欧博招股书数据显示，预计 2023 年，国内自身免疫诊断市场为约 22.3 亿元，2018-2023 年复合增速为 14.0%。

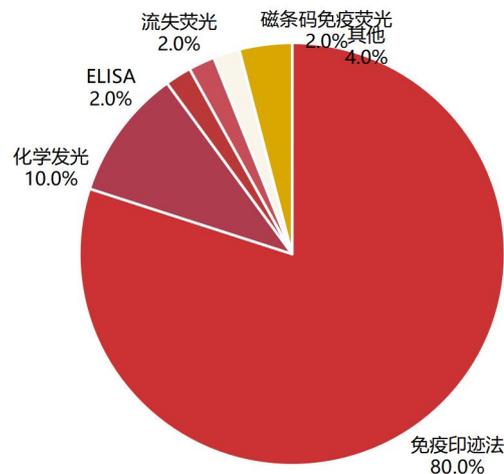
图表 13: 2018-2023 年自身免疫诊断市场容量(亿元)



资料来源: 浩欧博招股书, 华源证券研究

2022 年国家卫生健康委临床检验中心 (NCCL), 针对自身免疫 ENA 项目室间质评上报数据, 免疫印迹法占比 80%, 为目前主流检测。化学发光占比达到 10%, 近年医疗机构认可度持续提高, 因检测通量较高, 项目搭配灵活, 系统自动化程度高, 有望进一步提高应用。

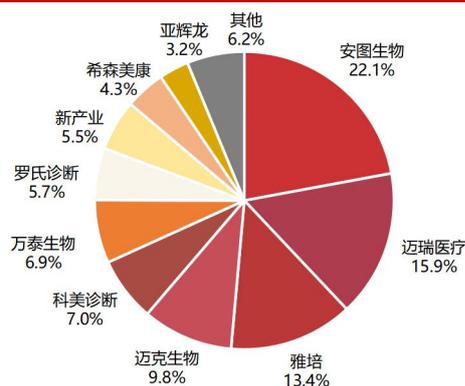
图表 14: ENA 自身免疫检测方法占比



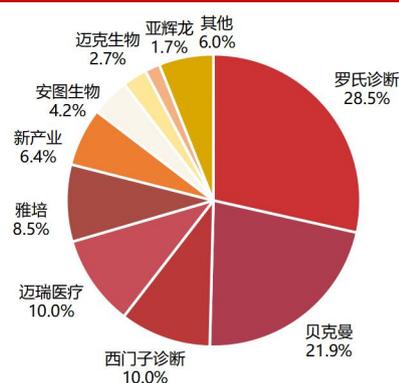
资料来源: 国家卫生健康委临床检验中心, 华源证券研究

2.2 集采有望加速进口替代

2023 年 11 月, 安徽省医药集中采购平台陆续发布 25 省(区、兵团)体外诊断试剂省际联盟集中带量采购结果, 包括术前八项、性激素六项、糖代谢等, 采购周期为 2 年。国产品牌在采购量较大的术前八项、性激素六项中取得良好中标结果, 国产头部品牌均进入 A、B 组前列。

图表 15：术前八项安徽联盟集采需求量分布(%)


资料来源：安徽省医药集中采购平台，华源证券研究

图表 16：性激素六项安徽联盟集采需求量分布(%)


资料来源：安徽省医药集中采购平台，华源证券研究

2021年8月，安徽省针对23种化学发光项目展开集中带量采购，亚辉龙2022年在安徽省新增装机45台，营业收入同比增长247.01%。基于历史集采案例，我们认为本次集采周期内，国产品牌有望加速实现进口替代。

3. 发光新锐奋力追赶，特色+常规试剂突破高端客户

亚辉龙通过代理销售贝克曼体外诊断产品、碧迪微生物诊断及耗材、沃芬血凝等国际知名品牌，积累医疗机构口碑，2013年化学发光免疫分析系统立项，2015年获批国内医疗器械注册证。公司战略性的从自身免疫检测特色项目切入市场，打造自免检测头部品牌，同时持续丰富化学发光检测试剂类型，完善仪器性能，向试剂多类型、多维度增长转型。

3.1 自免类特色项目为基石，常规检测快速增长

亚辉龙是行业内较早提供自身免疫性疾病综合诊断的公司，产品适用于类风湿关节炎、自身免疫血管炎等共53项，化学发光、免疫印迹、间接免疫荧光多种技术组成完整自免检测矩阵，覆盖不同类型用户群体。

图表 17: 公司自身免疫检测菜单

(一) 自身免疫检测菜单

结缔组织病

- 抗核抗体 ANA
- 抗双链DNA抗体IgG dsDNA IgG
- 抗Sm 抗体IgG Sm IgG
- 抗核糖核蛋白70抗体IgG RNP70 IgG
- 抗Jo-1抗体IgG Jo-1 IgG
- 抗Scl-70抗体IgG Scl-70 IgG
- 抗SS-A抗体IgG SS-A IgG
- 抗SS-B抗体IgG SS-B IgG
- 抗线粒体抗体M2型⁺ AMA-M2
- 抗核糖体P蛋白抗体IgG P0 IgG
- 抗着丝点抗体IgG Centromere IgG
- 抗核小体抗体IgG Nucleosomes IgG
- 抗组蛋白抗体IgG Histones IgG
- 抗PM-Scl抗体IgG PM-Scl IgG
- 抗Ro-52抗体IgG Ro-52 IgG
- 抗增殖细胞核抗原IgG PCNA IgG
- 抗C1q IgG抗体 C1q IgG

抗磷脂综合征

- 抗心磷脂抗体IgG Cardiolipin IgG
- 抗心磷脂抗体IgM Cardiolipin IgM
- 抗心磷脂抗体IgA Cardiolipin IgA
- 抗心磷脂抗体 Anti-Cardiolipin
- 抗β2糖蛋白I抗体IgG β2-Glycoprotein I IgG
- 抗β2糖蛋白I抗体IgM β2-Glycoprotein I IgM
- 抗β2糖蛋白I抗体IgA β2-Glycoprotein I IgA
- 抗β2糖蛋白I抗体 Anti-β2-Glycoprotein I

类风湿关节炎

- 类风湿因子IgG RF IgG
- 类风湿因子IgM RF IgM
- 类风湿因子IgA RF IgA
- 类风湿因子 RF
- 抗环瓜氨酸多肽抗体 Anti-CCP
- 抗RA33抗体IgG RA33 IgG

IgG亚类相关疾病

- 免疫球蛋白G1 IgG1
- 免疫球蛋白G2 IgG2
- 免疫球蛋白G3 IgG3
- 免疫球蛋白G4 IgG4

自身免疫性大疱性皮肤病

- 抗桥粒芯糖蛋白3抗体 Dsg3
- 抗BP230抗体 BP230
- 抗BP180抗体 BP180
- 抗桥粒芯糖蛋白1抗体⁺ Dsg1⁺

自身免疫性肝病

- 抗线粒体抗体M2型⁺ AMA-M2
- 抗平滑肌抗体IgG SMA IgG
- 抗可溶性肝抗原/肝膜抗原 SLA/LP

自身免疫性血管炎

- 抗髓过氧化物酶抗体IgG MPO IgG
- 抗蛋白酶3抗体IgG PR3 IgG
- 抗肾小球基底膜抗体IgG GBM IgG

自身免疫性糖尿病

- 谷氨酸脱羧酶抗体 GADA
- 胰岛素自身抗体 IAA
- 酪氨酸磷酸酶抗体 IA-2A
- 胰岛细胞抗体 ICA
- 锌转运蛋白8抗体 ZnT8A

资料来源: 亚辉龙官网, 华源证券研究

公司自身免疫特色项目抗磷脂抗体与国内知名医疗机构开展不同合作, 包括北京协和医院、中国医学科学院阜外医院、南方医科大学南方医院等, 开展抗磷脂抗体检测的系列多中心研究, 共同建立大规模抗磷脂综合征队列, 其中中国医学科学院北京协和医院风湿免疫科, 风湿免疫病学教育部重点实验室胡朝军博士等人, 基于亚辉龙发光平台, 发表“不同检测系统在中国人人群中检测抗磷脂抗体的比较”的一项单中心前瞻性研究成果。当 aCL 和 Anti-β2GPI 二者同时阳性时, 亚辉龙 iFlash 3000(下图 Y-CLIA)能检测出最多的阳性患者 (共 102 名, 67.8%), 检出能力最高。

图表 18: 不同检测系统对 aCL 等项目交叉阳性对比

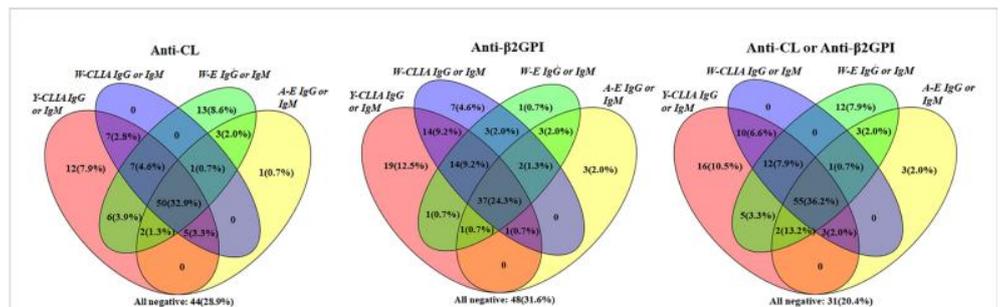


FIGURE 3 | Cross-positivity among different tests for anti-CL, anti-β2GPI, and anti-CL or anti-β2GPI antibodies in APS patients (n = 152).

资料来源: 亚辉龙公众号, 华源证券研究

公司发光系统推荐的 cutoff 值在诊断 APS、SLE 和其他自身免疫性疾病中敏感性、特异性最佳, 假阳性率低, 并具有重复性好、操作便捷等特点, 随着检测仪器成本降低, 有

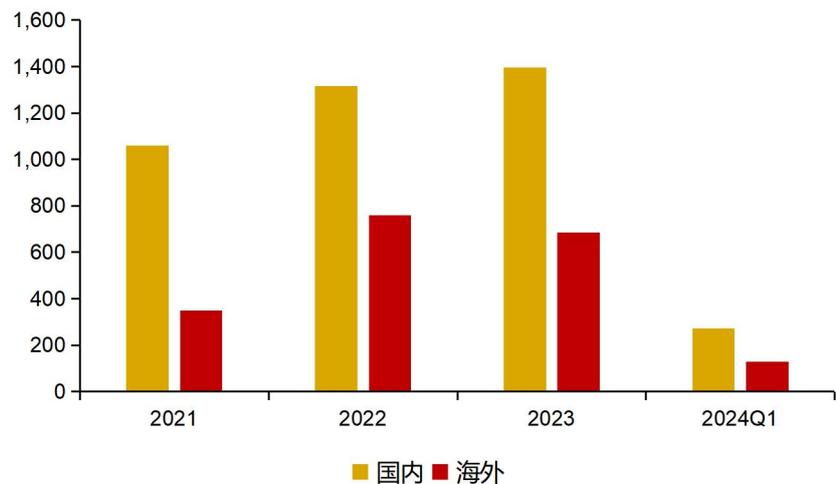
望进一步取代 ELISA 方法学。

2023 年，公司自身免疫诊断业务收入同比增长 26.57%，其中化学发光类自免诊断同比增长 38.59%。基于自免特色产品的基础，公司发光系统进入头部医疗机构，通过装机数量、用户口碑的积累，为常规项目的推广奠定基础，2023 年，公司术前八项、肿瘤标志物、甲状腺功能、心肌标志物等常规试剂营收同比增长 50.20%。促进试剂收入多维快速增长。

3.2 装机数量稳步提升，头部用户覆盖率加强

特色项目的差异竞争，与常规项目的性能提高，使得公司国内外新装机数量稳步提升，2023 年，公司新增化学发光仪器装机 2,080 台，累计装机超过 8,290 台，流水线累计装机 92 条，其中国内市场新增装机 1,396 台，包括 488 台 600 速 iFlash3000G 仪器，海外新增装机 684 台，包括 72 台中高速仪器。

图表 19：2021-2024Q1 公司国内外新增装机



资料来源：公司公告，华源证券研究

截至 2023 年底，公司自有产品进入境内终端医疗机构超 5,290 家，较 2022 年增加超过 1,030 家，其中三甲医院超过 1,160 家，三甲医院覆盖率 67% 以上。公司海外市场也与意大利、德国、日本等国专家加强合作，以学术推广方式持续增强公司品牌力。

4. 盈利预测及估值

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 22.02/27.91/34.69 亿元，同比增长 7.27%/26.72%/24.29%，关键假设如下：

1) 自产业务：公司化学发光检测项目不断丰富，经过国内外持续装机铺垫，对于长期存量用户的试剂增长提供有力基础。预计 2024-2026 年自产业务收入增速分别为 7.38%、31.73%、27.83%；

2) 代理委托业务：配合自产业务进行高端客户推广，维持现有客户耗材、试剂产品供应。预计 2024-2026 年代理委托业务收入增速分别为 7.00%、5.00%、5.00%。

图表 20：2024-2026 年亚辉龙收入预测（百万元）

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3980.76	2053.10	2202.46	2790.93	3468.73
YOY	237.95%	28.64%	7.27%	26.72%	24.29%
毛利率	53.97%	63.27%	63.50%	64.00%	65.00%
归母净利润	1012.39	355.01	479.68	646.33	829.20
YOY	394.46%	-64.92%	35.11%	34.74%	28.29%
自产业务	3629.21	1666.61	1789.64	2357.46	3013.59
yoy	348.01%	-54.08%	7.38%	31.73%	27.83%
毛利率	73.66%	74.56%	73.50%	73.80%	74.00%
代理委托业务	300.09	350.76	375.32	394.08	413.79
yoy	-6.53%	16.89%	7.00%	5.00%	5.00%
毛利率	33.21%	32.51%	32.00%	32.00%	32.00%
软件及其他	51.46	35.72	37.51	39.38	41.35
yoy	10.00%	-30.59%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究

2024-2026 年归母净利润分别为 4.80/6.46/8.29 亿元，增速分别为 35.11%/34.74%/28.29%。选取同为化学发光厂家的新产业、安图生物，以及医疗器械龙头迈瑞医疗作为可比公司。基于公司化学发光试剂项目持续丰富，新增装机量稳步增长，有望带动试剂增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 21：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	市值 (亿元)	EPS(元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300760.SZ	迈瑞医疗	3,458.49	11.51	13.85	16.59	24.78	20.59	17.19
603658.SH	安图生物	253.73	2.61	3.19	3.91	16.57	13.55	11.08
300832.SZ	新产业	532.01	2.65	3.37	4.26	25.58	20.10	15.90
	平均值		5.59	6.80	8.25	22.31	18.08	14.72
688575.SH	亚辉龙	130.99	0.84	1.14	1.46	27.31	20.27	15.80

资料来源：Wind，华源证券研究

注：除亚辉龙外，可比公司均采用 Wind 一致预期，估值日期 2024/07/19；

风险提示：

1) 海外地缘政治风险：国际市场地缘政治较为复杂，对于已进入市场的持续推广，和潜在进入市场的开拓，存在不同程度影响，进一步造成海外业绩波动风险；

- 2) 国内政策风险：国内积极推进试剂、耗材类品种带量采购、区域集采，对于公司产品价格可能存在影响；
- 3) 竞争加剧风险：国内外体外诊断产品持续增加，对于产品价格，存量客户粘性可能产生影响，进一步造成销售额下降风险；
- 4) 新品推广不及预期风险：公司具有较多特色项目，用户需求落地时间存在不确定性，对试剂收入可能造成风险。

图表 22：亚辉龙合并利润表（百万元）

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,980.76	2,053.10	2,202.46	2,790.93	3,468.73
营业成本	1,832.54	886.81	803.90	990.78	1,214.06
营业税金及附加	31.72	13.44	16.50	20.91	25.99
销售费用	493.03	395.37	401.29	495.11	604.95
管理费用	130.94	172.25	138.76	173.88	212.63
研发费用	240.31	317.18	327.04	400.47	490.79
财务费用	-9.24	-9.86	23.32	20.57	11.90
资产减值损失	-129.97	-72.87	-59.96	-75.98	-94.43
公允价值变动收益	55.71	-25.78	0.00	0.00	0.00
其他	21.16	48.26	45.11	42.32	40.18
营业利润	1,201.72	340.55	513.07	690.00	886.52
营业外净收益	-15.23	-6.44	-3.20	-2.98	-5.12
利润总额	1,186.49	334.11	509.88	687.02	881.40
所得税	164.97	54.91	69.41	93.52	119.98
净利润	1,021.52	279.20	440.47	593.50	761.42
少数股东损益	9.13	-75.81	-39.21	-52.83	-67.77
归属于母公司净利润	1,012.39	355.01	479.68	646.33	829.20

资料来源：ifind，华源证券研究

图表 23：亚辉龙合并现金流量表（百万元）

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,021.52	279.20	440.47	593.50	761.42
折旧摊销	152.45	210.57	318.94	379.41	436.50
财务费用	-9.24	-9.86	23.32	20.57	11.90
营运资金变动	312.49	-566.03	234.46	-98.64	-114.40
其它	111.21	131.01	82.80	81.49	77.21
经营活动现金流	1,583.03	-73.19	984.43	862.99	1,062.98
资本支出	554.79	660.80	460.54	307.03	153.00
长期投资	-286.78	22.25	0.00	0.00	0.00
其他	-28.26	3.68	37.85	38.20	38.78
投资活动现金流	-869.83	-634.88	-422.69	-268.83	-114.22
短期借款	128.54	-108.29	38.42	43.61	-168.29
长期借款	110.99	196.32	-59.69	-92.05	-121.87
普通股增加	162.00	1.13	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-135.53	42.74	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-252.54	-151.15	-260.20	-339.75	-421.38
筹资性现金净流量	13.47	-19.26	-281.47	-388.19	-711.54
现金流量净额	736.92	-723.34	280.27	205.96	237.23

资料来源：ifind，华源证券研究

图表 24：亚辉龙合并资产负债表（百万元）

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,250.56	490.59	770.86	976.83	1,214.06
应收账款+票据	346.38	414.19	370.57	469.58	583.62
预付账款	67.72	31.97	50.47	63.96	79.49
存货	569.54	634.50	466.79	575.30	704.95

其他	237.44	253.48	169.98	194.92	223.63
流动资产合计	2,495.13	1,850.73	1,848.79	2,306.08	2,837.44
长期股权投资	45.47	140.04	133.69	127.35	121.00
固定资产	786.84	910.95	880.71	943.86	1,011.41
在建工程	256.90	460.54	690.81	614.05	306.77
无形资产	210.07	188.98	150.19	111.06	71.58
其他非流动资产	387.87	224.13	221.10	216.82	212.53
非流动资产合计	1,716.39	1,955.35	2,091.86	2,013.14	1,723.29
资产总计	4,211.52	3,806.08	3,940.66	4,319.21	4,560.73
短期借款	279.36	171.07	209.49	253.10	84.81
应付账款+票据	337.76	253.30	211.32	260.45	319.14
其他	916.74	416.92	411.15	514.70	635.74
流动负债合计	1,533.86	841.28	831.96	1,028.25	1,039.69
长期带息负债	337.76	253.30	211.32	260.45	319.14
其他	916.74	416.92	411.15	514.70	635.74
非流动负债合计	232.99	431.22	371.54	279.48	157.61
负债合计	1,766.85	1,272.51	1,203.49	1,307.73	1,197.31
少数股东权益	28.13	-26.27	-65.47	-118.30	-186.07
股本	567.00	568.13	568.13	568.13	568.13
资本公积	389.51	432.24	432.24	432.24	432.24
留存收益	1,460.03	1,559.47	1,802.26	2,129.41	2,549.12
股东权益合计	2,444.67	2,533.58	2,737.16	3,011.49	3,363.42
负债和股东权益总计	4,211.52	3,806.08	3,940.66	4,319.21	4,560.73

资料来源：ifind，华源证券研究

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人士，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
 华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
 华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 ： 沪深 300 指数