

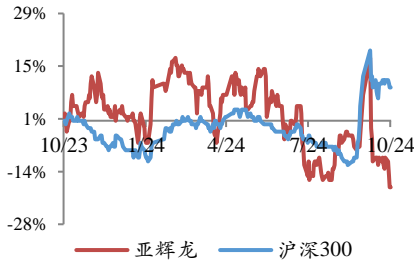
## 三季度短期承压，特色项目和国际化驱动增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-11-01

收盘价 (元)	18.12
近 12 个月最高/最低 (元)	28.27/18.00
总股本 (百万股)	569
流通股本 (百万股)	569
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	103
流通市值 (亿元)	103

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：[tangc@hazq.com](mailto:tangc@hazq.com)

联系人：钱昆

执业证书号：S0010122110012

邮箱：[qiankun@hazq.com](mailto:qiankun@hazq.com)

### 相关报告

- 【华安医药】公司点评亚辉龙 (688575)：化学发光高速增长，维持股权激励指引 2024-09-02
- 【华安医药】公司点评亚辉龙 (688575)：股权激励增强信心，24-25 归母净利润指引 35% 2024-05-10
- 【华安医药】公司点评亚辉龙 (688575)：自产发光收入+50%，持续深化研发能力 2024-04-22

### 主要观点：

#### ● 事件：

2024 年 10 月 30 日，公司发布 2024 年第三季度报告。2024 年 1-9 月，公司实现营业收入 13.94 亿元(-9.78%)，归母净利润 2.19 亿元(-23.29%)，扣非净利润 2.08 亿元(+19.01%)；单三季度，公司实现营业收入 4.34 亿元(-7.69%)，归母净利润 0.46 亿元(-68.21%)，扣非净利润 0.46 亿元(+0.08%)。

#### ● 点评：

#### ● 国内三季度业绩承压，海外发光业务增速较快

2024 年 1-9 月，公司自产非新冠业务实现营业收入 11.42 亿元(+24.40%)，自产化学发光业务营业收入 10.37 亿元(+29.15%)，其中自身免疫诊断业务同比增长 31.41%，心肌标志物诊断业务同比增长 49.84%，生化诊断业务同比增长 37.11%；报告期内，公司生化诊断业务也取得较快增长，同比增长 37.11%。整体来看，前三季度发光业务海外增速领先国内趋势明显：1) 前三季度国内发光业务（试剂/耗材/仪器，不含新冠）收入 9.02 亿元(+27.01%)，单三季度有所承压，主要原因系发光集采落地及渠道库存调整。2) 海外市场加速拓展，前三季度公司海外地区发光业务收入 1.34 亿元(+45.71%)，其中海外自产发光试剂（含耗材）营业收入同比增长 60.24%。

#### ● 新增装机稳步推进，流水线业务表现亮眼

2024 年 1-9 月，公司自产化学发光仪器新增装机 1727 台（出库 2051 台，其中国内出库 1182 台），其中国内新增装机 995 台（其中 600 速仪器新增装机占比 46.43%），海外新增装机 732 台，海外新增装机同比增长 53.46%（海外 300 速仪器新增装机 61 台，同比增长 48.78%）；流水线新增装机 61 条，同比增长 74.29%。截至 2024 年 9 月 30 日，自产化学发光仪器累计装机超 9980 台，流水线累计装机超 150 条。截至三季报末，公司自有产品覆盖国内医疗机构超过 5800 家，其中三级医院超 1630 家，三甲医院超 1230 家，三甲医院覆盖率 68.86%。公司特色项目拉动仪器入院、高举高打逻辑得到兑现，传染病、肿瘤标志物、甲状腺功能检测等常规试剂增速表现亮眼，逐渐成为收入增长的核心驱动力。

#### ● 投资建议：维持“买入”评级

公司 2024-2026 年营业收入有望实现 20.21/23.53/27.04 亿元（调整前 21.71/27.36/33.76 亿元），同比增长-1.6%/16.5%/14.9%；归母净利润实现 3.70/5.20/7.00 亿元（调整前 4.85/6.60/9.00 亿元），同比增长 4.2%/40.6%/34.5%；对应 EPS 为 0.65/0.91/1.23 元，对应 PE 倍数为 28/20/15X。公司作为国内稀缺的化学发光创新型 IVD 企业，Q3 短期承压不影响长期价值判断。维持“买入”评级。

## ● 风险提示

国内政策风险、新增装机不及预期风险、市场竞争加剧风险。

## ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2053	2021	2353	2704
收入同比 (%)	-48.4%	-1.6%	16.5%	14.9%
归属母公司净利润	355	370	520	700
净利润同比 (%)	-64.9%	4.2%	40.6%	34.5%
毛利率 (%)	56.8%	63.8%	64.3%	65.7%
ROE (%)	13.9%	12.5%	15.0%	16.7%
每股收益 (元)	0.63	0.65	0.91	1.23
P/E	36.30	27.89	19.83	14.74
P/B	5.08	3.49	2.97	2.47
EV/EBITDA	28.26	17.31	13.14	9.97

资料来源: ifind (2024 年 10 月 31 日), 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	1851	1636	1965	2486	
现金	491	575	772	1131	
应收账款	397	355	419	499	
其他应收款	26	14	16	19	
预付账款	32	43	47	54	
存货	635	406	466	537	
其他流动资产	270	244	245	247	
<b>非流动资产</b>	1955	2110	2228	2310	
长期投资	140	162	183	204	
固定资产	906	934	935	899	
无形资产	189	235	280	325	
其他非流动资产	720	779	831	882	
<b>资产总计</b>	3806	3746	4194	4796	
<b>流动负债</b>	841	413	411	413	
短期借款	171	121	82	39	
应付账款	223	162	186	215	
其他流动负债	447	129	143	159	
<b>非流动负债</b>	431	445	445	445	
长期借款	382	382	382	382	
其他非流动负债	49	63	63	63	
<b>负债合计</b>	1273	858	855	858	
少数股东权益	-26	-70	-140	-240	
股本	568	569	569	569	
资本公积	432	463	463	463	
留存收益	1559	1927	2447	3146	
归属母公司股东权	2560	2958	3478	4178	
<b>负债和股东权益</b>	3806	3746	4194	4796	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	-73	440	573	721	
净利润	279	326	450	599	
折旧摊销	211	213	239	269	
财务费用	7	3	2	1	
投资损失	-118	-1	-24	-40	
营运资金变动	-553	-99	-95	-117	
其他经营现金流	932	424	545	725	
<b>投资活动现金流</b>	-635	-349	-334	-319	
资本支出	-663	-332	-337	-337	
长期投资	1	-22	-21	-21	
其他投资现金流	27	5	24	40	
<b>筹资活动现金流</b>	-19	-6	-42	-43	
短期借款	-108	-50	-40	-42	
长期借款	198	0	0	0	
普通股增加	1	1	0	0	
资本公积增加	43	30	0	0	
其他筹资现金流	-153	12	-2	-1	
<b>现金净增加额</b>	-723	82	197	359	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业收入</b>	2053	2021	2353	2704	
营业成本	887	731	839	928	
营业税金及附加	13	14	16	19	
销售费用	395	404	447	500	
管理费用	172	182	200	216	
财务费用	-10	-4	-7	-10	
资产减值损失	-73	0	0	-8	
公允价值变动收益	-26	0	0	0	
投资净收益	118	1	24	40	
<b>营业利润</b>	341	384	529	705	
营业外收入	7	0	0	0	
营业外支出	14	0	0	0	
<b>利润总额</b>	334	384	529	705	
所得税	55	58	79	106	
<b>净利润</b>	279	326	450	599	
少数股东损益	-76	-44	-70	-100	
<b>归属母公司净利润</b>	355	370	520	700	
EBITDA	462	592	762	964	
EPS (元)	0.63	0.65	0.91	1.23	

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-48.4%	-1.6%	16.5%	14.9%
营业利润	-71.7%	12.7%	37.9%	33.1%
归属于母公司净利	-64.9%	4.2%	40.6%	34.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	56.8%	63.8%	64.3%	65.7%
净利率 (%)	17.3%	18.3%	22.1%	25.9%
ROE (%)	13.9%	12.5%	15.0%	16.7%
ROIC (%)	6.8%	9.5%	11.7%	13.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	33.4%	22.9%	20.4%	17.9%
净负债比率 (%)	50.2%	29.7%	25.6%	21.8%
流动比率	2.20	3.96	4.79	6.02
速动比率	1.20	2.49	3.15	4.21
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.51	0.54	0.59	0.60
应收账款周转率	5.70	5.37	6.09	5.89
应付账款周转率	3.26	3.79	4.81	4.63
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.63	0.65	0.91	1.23
每股经营现金流薄)	-0.13	0.77	1.01	1.27
每股净资产	4.51	5.20	6.11	7.34
<b>估值比率</b>				
P/E	36.30	27.89	19.83	14.74
P/B	5.08	3.49	2.97	2.47
EV/EBITDA	28.26	17.31	13.14	9.97

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 谭国超, 华安证券研究所副所长, 医药首席分析师, 中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所, 主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目, 有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

**联系人:** 钱琨, 研究助理, 主要负责医疗器械行业研究。上海交通大学医学本硕, 曾任职于美敦力(上海)管理有限公司、某国产结构性心脏病公司。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。