

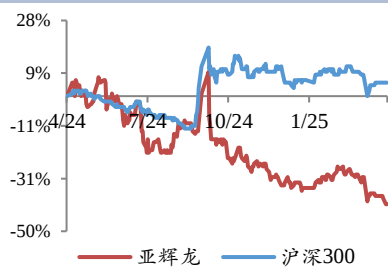
发光业务增速亮眼，特色项目和国际化驱动增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-05-03

收盘价（元）	14.34
近12个月最高/最低（元）	28.27/13.95
总股本（百万股）	570
流通股本（百万股）	570
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	82
流通市值（亿元）	82

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

分析师：钱琨

执业证书号：S0010524110002

邮箱：qiankun@hazq.com

相关报告

1. 【华安医药】公司点评亚辉龙 (688575)：三季度短期承压，特色项目和国际化驱动增长 2024-11-01
2. 【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

主要观点：

● 事件：

2025年4月25日，公司发布2024年年报&2025年一季报。2024年全年，公司实现营业收入20.12亿元（-2.02%），归母净利润3.02亿元（-15.06%），扣非净利润2.87亿元（30.84%）。2025年Q1，公司实现营业收入4.18亿元（-3.13%），归母净利润0.10亿元（-84.63%），扣非净利润0.37亿元（-35.44%）。

● 点评：

● 非新冠自产业务增速较快，海外增速尤为亮眼

2024年公司实现营业收入20.12亿元，同比下降2.02%，主要为新冠业务收入较去年同期大幅减少所致，公司非新冠自产收入16.72亿元，同比增长26.13%，其中：（1）国内非新冠自产收入14.22亿元，同比增长21.14%；（2）海外非新冠自产收入2.50亿元，同比增长64.78%。公司代理业务收入3.02亿元，同比下降13.95%。另外，公司自产化学发光业务实现营业收入15.22亿元，同比增长30.27%。公司化学发光常规IVD业务，即术前八项、肿瘤标志物、甲状腺功能及心肌标志物诊断试剂营业收入同比增长38.21%，自身免疫诊断业务收入同比增长26%。2025年Q1，公司自产业务实现营业收入3.45亿元，同比增长1.23%，其中自产化学发光业务营业收入3.14亿元，同比增长2.35%；海外业务实现收入0.57亿元，同比增长46.53%。

● 新增装机稳步推进，三甲医院覆盖率持续提升

2024年，公司自产化学发光仪器新增装机2662台，其中国内新增装机1427台（600速占比44.64%），海外新增装机1235台（同比增长80.56%）；其中公司自研自产流水线iTLMaX于2024年Q4完成签约15条；截至2024年年底，公司自产化学发光仪器累计装机超10800台，流水线累计装机超170条。2025年Q1，公司自产化学发光仪器新增装机552台，其中国内新增装机269台（600速占比46.84%），海外新增装机283台（同比增长92.52%）。截至2025年3月31日，自产化学发光仪器累计装机超11340台，流水线累计装机189条。覆盖境内终端医疗机构客户超过6090家，其中三甲医院超1250家，全国三级甲等医院数量覆盖率70%。

● 投资建议：维持“买入”评级

公司2025-2027年营业收入有望实现23.15/26.84/30.91亿元（25/26年调整前为23.53/27.04亿元），同比增长15.1%/15.9%/15.2%；归母净利润实现3.85/4.90/5.95亿元（25/26年调整前为5.20/7.00亿元），同比增长27.6%/27.2%/21.5%；对应EPS 0.67/0.86/1.04元，对应PE倍数21/17/14x。维持“买入”评级。

● 风险提示

国内试剂放量不及预期、国际贸易摩擦风险、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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2012	2315	2684	3091
收入同比 (%)	-2.0%	15.1%	15.9%	15.2%
归属母公司净利润	302	385	490	595
净利润同比 (%)	-15.1%	27.6%	27.2%	21.5%
毛利率 (%)	65.3%	65.5%	65.8%	66.0%
ROE (%)	10.9%	12.3%	13.5%	14.1%
每股收益 (元)	0.53	0.67	0.86	1.04
P/E	29.81	21.26	16.71	13.75
P/B	3.27	2.61	2.26	1.94
EV/EBITDA	15.24	10.09	7.91	6.15

资料来源: ifind, 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	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	2012	2230	2772	3529	
现金	465	815	1088	1624	
应收账款	493	465	575	664	
其他应收款	24	26	31	36	
预付账款	33	34	39	46	
存货	671	615	756	872	
其他流动资产	326	276	282	288	
非流动资产	2403	2594	2708	2732	
长期投资	143	178	212	242	
固定资产	1562	1776	1956	2071	
无形资产	183	191	189	189	
其他非流动资产	516	450	351	230	
资产总计	4415	4824	5479	6260	
流动负债	1058	1107	1283	1478	
短期借款	292	338	384	442	
应付账款	261	239	290	337	
其他流动负债	505	529	609	700	
非流动负债	656	655	655	655	
长期借款	585	585	585	585	
其他非流动负债	70	69	69	69	
负债合计	1713	1761	1937	2133	
少数股东权益	-55	-67	-77	-86	
股本	570	570	570	570	
资本公积	480	483	483	483	
留存收益	1706	2076	2565	3160	
归属母公司股东权	2757	3130	3619	4214	
负债和股东权益	4415	4824	5479	6260	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	530	908	847	1104	
净利润	272	373	479	586	
折旧摊销	256	385	465	556	
财务费用	12	6	7	8	
投资损失	9	42	27	31	
营运资金变动	-76	90	-138	-84	
其他经营现金流	404	294	624	677	
投资活动现金流	-749	-584	-612	-618	
资本支出	-593	-554	-549	-556	
长期投资	-161	-38	-36	-31	
其他投资现金流	6	8	-27	-31	
筹资活动现金流	181	43	38	50	
短期借款	121	46	45	58	
长期借款	204	0	0	0	
普通股增加	2	0	0	0	
资本公积增加	48	3	0	0	
其他筹资现金流	-194	-6	-7	-8	
现金净增加额	-44	366	273	536	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	2012	2315	2684	3091	
营业成本	699	799	917	1051	
营业税金及附加	15	16	19	22	
销售费用	435	470	538	617	
管理费用	172	188	205	223	
财务费用	11	-1	-5	-8	
资产减值损失	-29	-7	-7	-7	
公允价值变动收益	-17	0	0	0	
投资净收益	-9	-42	-27	-31	
营业利润	315	439	563	689	
营业外收入	4	0	0	0	
营业外支出	8	0	0	0	
利润总额	312	439	563	689	
所得税	40	66	84	103	
净利润	272	373	479	586	
少数股东损益	-29	-11	-11	-9	
归属母公司净利润	302	385	490	595	
EBITDA	620	824	1023	1237	
EPS (元)	0.53	0.67	0.86	1.04	

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
成长能力					
营业收入	-2.0%	15.1%	15.9%	15.2%	
营业利润	-7.5%	39.5%	28.2%	22.4%	
归属于母公司净利	-15.1%	27.6%	27.2%	21.5%	
获利能力					
毛利率 (%)	65.3%	65.5%	65.8%	66.0%	
净利率 (%)	15.0%	16.6%	18.2%	19.2%	
ROE (%)	10.9%	12.3%	13.5%	14.1%	
ROIC (%)	8.8%	9.3%	10.5%	11.2%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	38.8%	36.5%	35.4%	34.1%	
净负债比率 (%)	63.4%	57.5%	54.7%	51.7%	
流动比率	1.90	2.01	2.16	2.39	
速动比率	1.02	1.27	1.40	1.65	
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.50	0.52	0.53	
应收账款周转率	4.52	4.84	5.16	4.99	
应付账款周转率	2.89	3.20	3.46	3.36	
每股指标 (元)					
每股收益	0.53	0.67	0.86	1.04	
每股经营现金流薄)	0.93	1.59	1.48	1.94	
每股净资产	4.83	5.49	6.34	7.39	
估值比率					
P/E	29.81	21.26	16.71	13.75	
P/B	3.27	2.61	2.26	1.94	
EV/EBITDA	15.24	10.09	7.91	6.15	

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。

分析师：钱琨，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。