

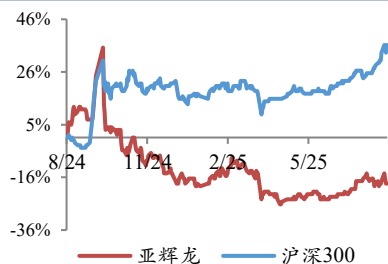
海外业务维持高增, “AI+IVD” 带来新赋能

投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2025-08-28

收盘价 (元)	15.42
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)	88
流通市值 (亿元)	88

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): 发光业务增速亮眼, 特色项目和国际化驱动增长 2025-05-03
2. 【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
3. 【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 8 月 25 日, 公司发布 2025 年半年度报告。2025 年上半年, 公司实现营业收入 8.08 亿元 (同比-15.79%), 归母净利润 0.26 亿元 (同比-84.82%), 扣非净利润 0.50 亿元 (同比-68.98%)。单二季度, 公司实现营业收入 3.91 亿元 (同比-26.12%), 归母净利润 0.16 亿元 (同比-84.93%), 扣非净利润 0.13 亿元 (同比-87.39%)。

● 点评:

● 国内业务短期承压, 海外业务维持高增

2025 年上半年公司营业收入同比下滑, 主要系国内市场受医保控费相关政策影响, 短期市场需求下滑及市场竞争进一步加剧所致。分业务看, 自产主营业务收入 6.71 亿元, 同比下降 14.98%。分地区看: (1) 国内自产主营业务收入 5.42 亿元, 同比下降 21.08%; (2) 海外自产主营业务收入 1.29 亿元, 同比增长 26.00%, 海外业务成为增长亮点。公司代理业务收入 1.18 亿元, 同比下降 22.42%。另外, 公司自产化学发光业务实现营业收入 6.03 亿元, 同比下降 15.87%。公司主营业务毛利率为 61.58% (同比-0.36pct), 化学发光试剂业务毛利率 80.15% (同比-0.85pct)。

● 仪器装机稳步推进, 流水线业务增长亮眼

2025 年上半年, 公司自产化学发光仪器新增装机 1,090 台, 其中国内新增装机 546 台 (600 速仪器占比为 46.70%), 海外新增装机 544 台。流水线业务增长亮眼, 上半年新增装机 57 条, 同比增长 54.05%, 其中公司自研自产的 iTLAMax 流水线新增签约 11 条。截至 2025 年 6 月 30 日, 公司自产化学发光仪器累计装机超 11,830 台, 流水线累计装机 227 条。公司终端客户覆盖持续深化, 主要自有产品覆盖境内终端医疗机构客户超过 6,210 家, 其中三级医院超 1,700 家, 三甲医院超 1,260 家, 全国三甲医院覆盖率超 70%。

● “AI+IVD” 战略持续落地, 赋能特色产品管线

公司持续推进 “AI+IVD” 战略, 结合临床需求进行产品转化与升级。(1) 糖尿病领域: 公司联合江苏省人民医院等机构, 正式发布胰岛功能标化指数 (PIFI) 数智平台。该平台基于大规模临床数据和机器学习算法, 对胰岛功能进行多维度、标尺化的量化评估, 解决临床诊断痛点。(2) 自免领域: 公司研发的基于 Transformer 架构的间接免疫荧光 ANA 智能判读系统, 将识别准确率提升至 91.3%, 假阴性率控制在 0.3% 以下, 有效解决人工判读效率低、依赖医生经验等问题, 已在国内 30 余家三甲医院部署, 累计处理样本超 200 万例。(3) 智慧实验室: 自研 iTLA Max 流水线融合 AI 技术, 通过多模态视觉识别与深度学习算法, 可精准识别血清质量, 大幅降低报告错误率。同时, 公司积极探索与 Deepseek

等大语言模型的结合，打造智能化的实验室 AI 智能体，提升实验室自动化与智能化水平。

● 投资建议：维持“买入”评级

我们预计公司 2025-2027 年营业收入有望实现 18.51/21.67/25.42 亿元(前值 23.15/26.84/30.91 亿元)，同比增长-8.0%/17.1%/17.3%；归母净利润实现 1.14/3.00/4.15 亿元（前值 3.85/4.90/5.95 亿元），同比增长-62.1%/163.0%/38.2%；对应 EPS 为 0.20/0.53/0.73 元，对应 PE 倍数 77/29/21x。维持“买入”评级。

● 风险提示

集采政策/医保控费/医疗反腐持续风险、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	1851	2167	2542
收入同比 (%)	-2.0%	-8.0%	17.1%	17.3%
归属母公司净利润	302	114	300	415
净利润同比 (%)	-15.1%	-62.1%	163.0%	38.2%
毛利率 (%)	65.3%	61.8%	62.6%	63.2%
ROE (%)	10.9%	4.0%	9.5%	11.6%
每股收益 (元)	0.53	0.20	0.53	0.73
P/E	29.81	77.07	29.31	21.20
P/B	3.27	3.08	2.78	2.46
EV/EBITDA	15.24	18.24	11.89	9.07

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	1850	2156	2681	
现金	465	613	689	1008	
应收账款	493	371	464	546	
其他应收款	24	21	25	29	
预付账款	33	30	35	41	
存货	671	545	668	776	
其他流动资产	326	270	276	281	
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	4444	4864	5413	
流动负债	1058	1000	1160	1345	
短期借款	292	338	384	442	
应付账款	261	212	256	300	
其他流动负债	505	450	520	604	
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	1655	1814	2000	
少数股东权益	-55	-70	-109	-161	
股本	570	570	570	570	
资本公积	480	483	483	483	
留存收益	1706	1805	2105	2520	
归属母公司股东权	2757	2859	3159	3574	
负债和股东权益	4415	4444	4864	5413	

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	710	608	870	
净利润	272	100	260	363	
折旧摊销	256	385	465	556	
财务费用	12	6	7	8	
投资损失	9	46	-15	14	
营运资金变动	-76	162	-117	-78	
其他经营现金流	404	-51	384	449	
投资活动现金流	-749	-588	-570	-601	
资本支出	-593	-554	-549	-556	
长期投资	-161	-38	-36	-31	
其他投资现金流	6	4	15	-14	
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	164	76	319	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	2012	1851	2167	2542	
营业成本	699	707	810	936	
营业税金及附加	15	14	16	19	
销售费用	435	452	485	521	
管理费用	172	176	184	201	
财务费用	11	-1	-2	-2	
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	-46	15	-14	
营业利润	315	116	303	422	
营业外收入	4	0	0	0	
营业外支出	8	0	0	0	
利润总额	312	116	303	422	
所得税	40	16	42	58	
净利润	272	100	260	363	
少数股东损益	-29	-14	-40	-52	
归属母公司净利润	302	114	300	415	
EBITDA	620	501	766	975	
EPS (元)	0.53	0.20	0.53	0.73	

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
成长能力					
营业收入	-2.0%	-8.0%	17.1%	17.3%	
营业利润	-7.5%	-63.1%	160.4%	39.2%	
归属于母公司净利	-15.1%	-62.1%	163.0%	38.2%	
获利能力					
毛利率 (%)	65.3%	61.8%	62.6%	63.2%	
净利率 (%)	15.0%	6.2%	13.9%	16.3%	
ROE (%)	10.9%	4.0%	9.5%	11.6%	
ROIC (%)	8.8%	2.7%	6.4%	8.1%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	38.8%	37.2%	37.3%	36.9%	
净负债比率 (%)	63.4%	59.3%	59.5%	58.6%	
流动比率	1.90	1.85	1.86	1.99	
速动比率	1.02	1.10	1.10	1.25	
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.42	0.47	0.49	
应收账款周转率	4.52	4.28	5.19	5.03	
应付账款周转率	2.89	2.99	3.46	3.37	
每股指标 (元)					
每股收益	0.53	0.20	0.53	0.73	
每股经营现金流薄)	0.93	1.25	1.07	1.53	
每股净资产	4.83	5.01	5.54	6.27	
估值比率					
P/E	29.81	77.07	29.31	21.20	
P/B	3.27	3.08	2.78	2.46	
EV/EBITDA	15.24	18.24	11.89	9.07	

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。