

亚辉龙（688575）

国内业绩短期承压，海外业务维持高增

事件：

8月25日，公司发布2025年半年报。2025年H1，公司实现营业收入8.08亿元，同比下降15.79%；归母净利润2626.93万元，同比下降84.82%，扣非净利润5003.42万元，同比下降68.98%。2025年Q2，公司实现营业收入3.91亿元，同比下降26.12%；归母净利润1612.14万元，同比下降84.93%；扣非净利润1312.90万元，同比下降87.39%。

点评：

国内业绩短期承压，海外自主业务保持高增

2025年H1，受国内市场医保控费、市场竞争加剧等影响，公司自产主营业务收入6.71亿元，同比下降14.98%，其中：（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%。

自产仪器+流水线装机稳步推进，市场拓展持续发力

2025年H1，公司期间费用率为36.34%。其中：（1）销售费用率为25.15%，同比提升5.16个百分点；（2）管理费用率为10.30%，同比提升1.85个百分点。2025年H1，公司研发费用率为17.41%，同比提升1.34个百分点。市场拓展方面，公司自产化学发光仪器装机稳步推进，国内新增装机546台，海外新增装机544台；流水线新增装机57条；自研流水线iTLAMax新增签约11条。公司国内自有产品覆盖超6210家医疗机构，三级甲等医院覆盖率超70%；海外业务覆盖120个国家和地区，试剂销售收入同比增长60.82%。

数智化创新业务亮眼，AI+IVD战略加速落地

创新业务方面，公司发布糖尿病领域亚辉龙胰岛功能标化指数（PIFI）数智平台；推出全开放式流水线及智能临床实验室软件系统，支持多分析平台与仪器自由组合，自主研发的iTLAMax流水线国内备案获批，速度达1200样本管/小时，实现了关键零部件全国产化，提供全场景智慧实验室解决方案。

盈利预测：我们预计公司2025-2027年营业收入分别为21.91/25.78/30.54亿元（2025年前值为27.83亿元），归母净利润分别为5.64/5.8/5.83亿元（2025年前值为6.67亿元），下调原因系国内市场受行业政策影响，短期国内市场需求减少，维持“买入”评级。

风险提示：政策变化风险、新产品研发注册风险、经销商销售模式的风险、市场风险、技术替代风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,053.10	2,011.62	2,190.66	2,578.15	3,053.80
增长率(%)	(48.42)	(2.02)	8.90	17.69	18.45
EBITDA(百万元)	939.68	935.30	1,089.70	1,150.17	1,144.95
归属母公司净利润(百万元)	355.01	301.53	564.24	579.53	583.32
增长率(%)	(64.93)	(15.06)	87.12	2.71	0.65
EPS(元/股)	0.62	0.53	0.99	1.02	1.02
市盈率(P/E)	22.91	26.98	14.42	14.04	13.94
市净率(P/B)	3.18	2.95	2.66	2.39	2.17
市销率(P/S)	3.96	4.04	3.71	3.16	2.66
EV/EBITDA	13.39	9.42	6.57	6.72	5.77

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2025年09月28日

投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	14.3元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	570.43
流通A股股本(百万股)	570.43
A股总市值(百万元)	8,157.10
流通A股市值(百万元)	8,157.10
每股净资产(元)	4.68
资产负债率(%)	39.27
一年内最高/最低(元)	28.27/13.95

作者

杨松	分析师
SAC执业证书编号：S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
张雪	分析师
SAC执业证书编号：S1110521020004	
zhangxue@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《亚辉龙-首次覆盖报告:差异化竞争打造化学发光小巨人，未来成长可期》
2024-04-17

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	490.59	464.97	1,125.46	206.25	1,243.07
应收票据及应收账款	398.98	493.14	138.81	653.63	409.18
预付账款	31.97	33.24	35.59	62.28	60.28
存货	634.50	670.77	309.46	1,341.59	630.18
其他	294.69	349.64	251.01	299.26	303.24
流动资产合计	1,850.73	2,011.76	1,860.33	2,563.01	2,645.94
长期股权投资	140.04	143.23	143.23	143.23	143.23
固定资产	906.17	1,561.63	1,585.43	1,612.58	1,675.63
在建工程	460.54	168.82	192.93	171.61	75.30
无形资产	201.38	183.35	159.42	135.50	111.57
其他	247.22	346.31	288.07	308.68	277.65
非流动资产合计	1,955.35	2,403.33	2,369.08	2,371.60	2,283.38
资产总计	3,806.08	4,415.09	4,229.42	4,934.60	4,929.32
短期借款	171.07	292.32	281.63	270.31	206.25
应付票据及应付账款	253.30	295.35	106.78	512.28	297.61
其他	235.06	286.72	435.58	696.12	655.78
流动负债合计	659.43	874.38	823.99	1,478.71	1,159.65
长期借款	381.89	585.44	382.21	109.53	128.91
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	49.34	70.19	51.70	55.08	56.58
非流动负债合计	431.22	655.63	433.91	164.61	185.48
负债合计	1,272.51	1,713.34	1,257.89	1,643.33	1,345.13
少数股东权益	(26.27)	(55.32)	(80.96)	(117.75)	(160.91)
股本	568.13	570.27	570.43	570.43	570.43
资本公积	432.24	480.36	480.36	480.36	480.36
留存收益	1,545.94	1,692.06	1,991.28	2,345.20	2,681.47
其他	13.53	14.38	10.41	13.04	12.84
股东权益合计	2,533.58	2,701.75	2,971.52	3,291.28	3,584.19
负债和股东权益总计	3,806.08	4,415.09	4,229.42	4,934.60	4,929.32

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	279.20	272.19	564.24	579.53	583.32
折旧摊销	202.85	250.68	331.11	368.26	413.53
财务费用	7.17	12.18	29.39	22.69	15.27
投资损失	(118.08)	9.33	(95.00)	(52.28)	(64.01)
营运资金变动	(434.27)	(175.96)	562.56	(964.30)	754.18
其它	(10.07)	161.47	(45.09)	(56.23)	(83.78)
经营活动现金流	(73.19)	529.90	1,347.21	(102.33)	1,618.52
资本支出	599.70	569.71	373.59	346.79	354.84
长期投资	94.57	3.19	0.00	0.00	0.00
其他	(1,329.15)	(1,321.42)	(554.35)	(658.56)	(662.34)
投资活动现金流	(634.88)	(748.52)	(180.76)	(311.78)	(307.50)
债权融资	95.58	338.10	(259.83)	(305.58)	(58.67)
股权融资	(111.86)	(68.68)	(246.13)	(199.53)	(215.53)
其他	(2.98)	(88.72)	0.00	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	(19.26)	180.71	(505.96)	(505.11)	(274.20)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(727.32)	(37.91)	660.49	(919.21)	1,036.82

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,053.10	2,011.62	2,190.66	2,578.15	3,053.80
营业成本	886.81	698.52	787.19	1,107.70	1,284.72
营业税金及附加	13.44	15.48	16.53	19.18	22.31
销售费用	395.37	434.67	350.51	360.94	519.15
管理费用	172.25	172.24	197.16	180.47	274.84
研发费用	317.18	336.71	240.97	257.81	335.92
财务费用	(9.86)	11.27	29.39	22.69	15.27
资产/信用减值损失	(80.71)	(39.93)	(70.36)	(83.25)	(68.56)
公允价值变动收益	(25.78)	(17.10)	3.25	4.02	(8.90)
投资净收益	118.08	(9.33)	95.00	52.28	64.01
其他	(74.23)	94.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	340.55	315.09	596.80	602.42	588.14
营业外收入	7.14	4.46	3.82	4.05	4.87
营业外支出	13.57	7.85	9.86	11.83	10.78
利润总额	334.11	311.70	590.77	594.64	582.23
所得税	54.91	39.50	74.87	75.36	73.79
净利润	279.20	272.19	515.90	519.28	508.45
少数股东损益	(75.81)	(29.34)	(48.34)	(60.25)	(74.88)
归属于母公司净利润	355.01	301.53	564.24	579.53	583.32
每股收益（元）	0.62	0.53	0.99	1.02	1.02

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-48.42%	-2.02%	8.90%	17.69%	18.45%
营业利润	-71.66%	-7.48%	89.41%	0.94%	-2.37%
归属于母公司净利润	-64.93%	-15.06%	87.12%	2.71%	0.65%
获利能力					
毛利率	56.81%	65.28%	64.07%	57.04%	57.93%
净利率	17.29%	14.99%	25.76%	22.48%	19.10%
ROE	13.87%	10.94%	18.48%	17.00%	15.58%
ROIC	24.35%	13.25%	21.41%	26.33%	17.57%
偿债能力					
资产负债率	33.43%	38.81%	29.74%	33.30%	27.29%
净负债率	2.50%	16.23%	-15.23%	5.58%	-25.01%
流动比率	2.20	1.90	2.26	1.73	2.28
速动比率	1.45	1.27	1.88	0.83	1.74
营运能力					
应收账款周转率	5.67	4.51	6.93	6.51	5.75
存货周转率	3.41	3.08	4.47	3.12	3.10
总资产周转率	0.51	0.49	0.51	0.56	0.62
每股指标（元）					
每股收益	0.62	0.53	0.99	1.02	1.02
每股经营现金流	-0.13	0.93	2.36	-0.18	2.84
每股净资产	4.49	4.83	5.35	5.98	6.57
估值比率					
市盈率	22.91	26.98	14.42	14.04	13.94
市净率	3.18	2.95	2.66	2.39	2.17
EV/EBITDA	13.39	9.42	6.57	6.72	5.77
EV/EBIT	16.77	12.70	9.43	9.88	9.03

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com