

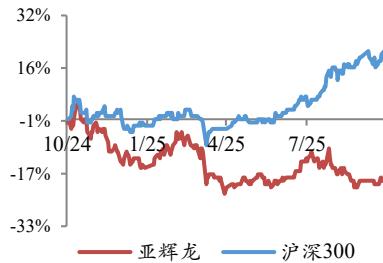
国内业务拐点已现，海外业务持续高增

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-10-30

收盘价（元）	15.04
近12个月最高/最低（元）	19.67/13.95
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）	86
流通市值（亿元）	86

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

主要观点：

● 事件：

2025年10月28日，公司发布2025年第三季度报告。2025年前三季度，公司实现营业收入12.87亿元(-7.69%)，归母净利润0.60亿元(-72.36%)，扣非净利润1.01亿元(-51.42%)。单三季度，公司实现营业收入4.78亿元(+10.25%)，归母净利润0.34亿元(-25.12%)，扣非净利润0.51亿元(+9.70%)。

● 点评：

● 国内业务拐点已现，海外业务维持高增

2025年第三季度，公司自产主营业务实现营业收入4.03亿元，同比增长14.36%，环比增长23.73%，其中自产化学发光业务收入3.64亿元，同比增长13.99%，国内业务在经历短期调整后已出现明显复苏拐点。前三季度，公司自产主营业务收入为10.74亿元(-5.93%)，其中海外自产主营业务收入2.08亿元(+39.39%)，公司海外业务持续高增长，成为业绩核心驱动力；单Q3来看，海外自产主营业务收入0.79亿元(+68.53%)，海外化学发光业务同比增长75.64%。公司前三季度归母净利润下滑主要受行业政策影响及持有的交易性金融资产公允价值变动亏损所致，但Q3扣非净利润已恢复正增长(+9.70%)，表明主营业务经营情况持续向好。

● 仪器装机稳步推进，流水线业务增长亮眼

2025年前三季度，公司自产化学发光仪器新增装机1,806台，其中国内新增装机963台(600速仪器占比为44.55%)，海外新增装机843台，同比增长15.16%。流水线业务增长亮眼，前三季度新增装机92条，同比增长50.82%。截至2025年9月30日，公司自产化学发光仪器累计装机超12,410台，流水线累计装机262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6,260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%。

● 特色管线研发进展顺利，创新成果持续落地

公司在特色诊断领域持续取得突破，创新产品管线进展顺利。(1)心血管领域：2025年8月，公司hs-cTnI成功入选IFCC官网更新的hs-cTn试剂分析性能参考表，彰显了公司产品在心血管疾病诊断领域的优异性能和技术实力。同月，公司联合新加坡国立大学心血管中心发布研究成果，全球首个基于BCAA/BCKA比值检测的射血分数保留型心力衰竭(HFpEF)诊断试剂正式进入产业化阶段，填补了该领域体外诊断产品的全球空白。(2)肾病领域：2025年10月，公司《一种抗Nephrin自身抗体测定试剂盒及其检测方法和制备方法》获得国家发明专利授权，该抗体检测对多种肾病综合征的诊断、监测及预后评估具有重要意义。

相关报告

- 【华安医药】公司点评亚辉龙(688575)：海外业务维持高增，“AI+IVD”带来新赋能 2025-08-28
- 【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
- 【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

● 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，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，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 75/29/21X。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	75.17	28.59	20.68
P/B	3.27	3.00	2.72	2.40
EV/EBITDA	15.24	17.81	11.60	8.85

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				利润表					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产					营业收入	2012	1851	2167	2542
现金	465	613	689	1008	营业成本	699	707	810	936
应收账款	493	371	464	546	营业税金及附加	15	14	16	19
其他应收款	24	21	25	29	销售费用	435	452	485	521
预付账款	33	30	35	41	管理费用	172	176	184	201
存货	671	545	668	776	财务费用	11	-1	-2	-2
其他流动资产	326	270	276	281	资产减值损失	-29	-7	-7	-7
非流动资产	2403	2594	2708	2732	公允价值变动收益	-17	0	0	0
长期投资	143	178	212	242	投资净收益	-9	-46	15	-14
固定资产	1562	1776	1956	2071	营业利润	315	116	303	422
无形资产	183	191	189	189	营业外收入	4	0	0	0
其他非流动资产	516	450	351	230	营业外支出	8	0	0	0
资产总计	4415	4444	4864	5413	利润总额	312	116	303	422
流动负债	1058	1000	1160	1345	所得税	40	16	42	58
短期借款	292	338	384	442	净利润	272	100	260	363
应付账款	261	212	256	300	少数股东损益	-29	-14	-40	-52
其他流动负债	505	450	520	604	归属母公司净利润	302	114	300	415
非流动负债	656	655	655	655	EBITDA	620	501	766	975
长期借款	585	585	585	585	EPS (元)	0.53	0.20	0.53	0.73
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	主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	530	710	608	870	成长能力				
净利润	272	100	260	363	营业收入	-2.0%	-8.0%	17.1%	17.3%
折旧摊销	256	385	465	556	营业利润	-7.5%	-63.1%	160.4%	39.2%
财务费用	12	6	7	8	归属于母公司净利	-15.1%	-62.1%	163.0%	38.2%
投资损失	9	46	-15	14	获利能力				
营运资金变动	-76	162	-117	-78	毛利率 (%)	65.3%	61.8%	62.6%	63.2%
其他经营现金流	404	-51	384	449	净利率 (%)	15.0%	6.2%	13.9%	16.3%
投资活动现金流	-749	-588	-570	-601	ROE (%)	10.9%	4.0%	9.5%	11.6%
资本支出	-593	-554	-549	-556	ROIC (%)	8.8%	2.7%	6.4%	8.1%
长期投资	-161	-38	-36	-31	偿债能力				
其他投资现金流	6	4	15	-14	资产负债率 (%)	38.8%	37.2%	37.3%	36.9%
筹资活动现金流	181	43	38	50	净负债比率 (%)	63.4%	59.3%	59.5%	58.6%
短期借款	121	46	45	58	流动比率	1.90	1.85	1.86	1.99
长期借款	204	0	0	0	速动比率	1.02	1.10	1.10	1.25
普通股增加	2	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	48	3	0	0	总资产周转率	0.49	0.42	0.47	0.49
其他筹资现金流	-194	-6	-7	-8	应收账款周转率	4.52	4.28	5.19	5.03
现金净增加额	-44	164	76	319	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	75.17	28.59	20.68
					P/B	3.27	3.00	2.72	2.40
					EV/EBITDA	15.24	17.81	11.60	8.85

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。