

行业报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

中国医药、医疗行业

IVD化学发光行业：诊断行业的生态变革

- 医疗器械行业中的化学发光领域有望迎来业绩与估值的双重修复拐点，核心驱动力源于国内政策的边际优化与全球化出海的加速突破
- 诊断新技术的突破驱动行业朝精准化、智能化转型
- 建议关注国产替代与出海拓展两大主线，短期关注业绩改善明确的低估值标的，长期配置创新驱动的高成长赛道。行业首选：迈瑞医疗（300760 CH, 增持）、新产业（300832 CH, 增持）、亚辉龙（688575 CH, 增持）

体外诊断行业政策优化，国产替代加速，出海加速，业绩拐点渐近

中国体外诊断行业正迈入规模化与高质量协同发展的新阶段。三甲医院加快引入全自动流水线（TLA）等高通量设备，分级诊疗推进持续释放基层医疗需求，叠加家庭自检场景中POCT设备渗透率快速提升，共同推动行业规模扩大（2024年约1200亿元）。化学发光免疫诊断（CLIA）作为国产化率仍较低的细分领域，未来国产企业有望进一步扩大市场份额。目前，头部企业已完成近200项免疫检测项目布局，核心原料自给率显著提升，在降低成本的同时缩短了研发周期，全自动化学发光仪的单机检测速度也已达到国际一流水平。

行业成长呈现双轮驱动格局：国产替代与出海拓展。在国内，化学发光作为IVD领域的黄金赛道，技术迭代与分级诊疗推动的基层普及构成核心驱动力。与此同时，出海正从“可选项”升级为“必选项”。全球体外诊断市场容量约为中国的4-5倍，新兴市场如印度、土耳其等增长迅速，为企业开辟了更广阔的发展空间。

医院需求稳健：得流水线者得天下

医院端需求保持稳健，全自动流水线成为竞争焦点。自罗氏Cobas系列推出以来，多通道、多类型检测平台通过流水线系统不断升级。国产品牌正凭借设备兼容性强、操作界面友好、售后服务响应快等本土化优势加速追赶，实现差异化竞争。预计2026-2028年，国产企业将进一步依托性价比与服务能力，逐步进入中高端医院并替代部分外资品牌。

中国IVD企业产业链上游自主可控能力持续提升

未来免疫诊断行业的竞争将更多体现在核心原料研发、试剂品类拓展与产品性能上。以迈瑞为例，通过2021年收购芬兰HyTest实现核心原料自主可控，显著提升公司综合实力；公司于2023年并购德国DiaSys建立欧洲本地化供应链，助推血球、生化等产品的区域化生产与直销布局，强化全球竞争力。

投资建议：聚焦具备“Alpha能力”的平台型龙头企业

企业成长性将更依赖自身核心竞争力，如全链条研发、卓越成本管控与高效国际化运营等。迈瑞医疗依托全球化运营（海外收入占比超50%）、多元化业务结构与数智化生态，持续巩固行业领先地位并向全球医疗器械龙头阵营迈进；新产业以“海外加速拓展”与“国内高端替代”双轮驱动，平台化与国际化共筑长期发展基石；亚辉龙凭借海外业务放量、国内市场复苏以及流水线带来的客户粘性，实现业绩增长。

风险提示：政策风险、国际贸易摩擦加剧风险、研发与注册风险。

陈铸鸿, PhD
+852 3189 6354
jonahchen@cmschina.com.hk

谭震, PhD
+852 3189 6288
zhentan@cmschina.com.hk

陈泓道
+852 3189 6142
georgechen@cmschina.com.hk

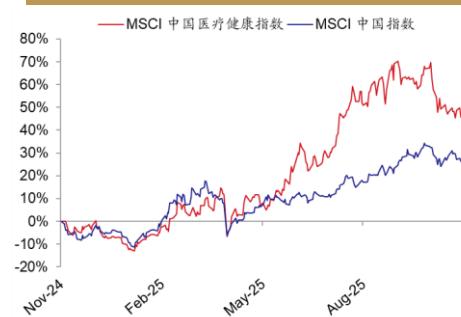
与市场的预期差

市场低估了IVD化学发光行业在政策边际优化与出海加速突破下，国产企业业绩拐点与估值修复的弹性。

推荐

前次评级	推荐
MSCI中国医疗健康指数（2025年11月6日）	205.6
MSCI中国指数（2025年11月6日）	87.67

行业表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
MSCI 中国医疗健康指数	(12.9)	37.6	47.9
MSCI 中国指数	(10.3)	17.0	18.9

资料来源：彭博

相关报告

1. 中国医药、医疗行业 - 医疗器械行业展望：业绩拐点与结构性机会并存 (推荐) (2025/9/16)
2. 全球医药、医疗行业 - 2025 WCLC 肺癌大会：市场关注 Summit 会议分析以及 BD (推荐) (2025/9/9)
3. 全球医药、医疗行业 - GenAI 前沿实践更新，Agent化落地成主线 (推荐) (2025/8/11)
4. 全球医药、医疗行业 - 全球大型药企资产收购梳理以及后续商业价值评估 (推荐) (2025/6/13)
5. 全球医药、医疗行业 - 2025 ASCO 年会：肿瘤领域核心临床突破与亮点 (推荐) (2025/6/5)
6. 全球医药、医疗行业 - 创新药融资12月与24年全年企稳，25年有望迎来复苏 (推荐) (2025/1/3)

目录

重点图表	3
全球 IVD 市场：千亿美元市场稳健增长	5
中国 IVD 市场：多赛道并存，免疫诊断领先	6
化学发光：免疫诊断的主战场与国产替代核心引擎	7
支付与控费改革重塑商业逻辑，临床价值导向愈发突出	9
集采背景下利润体系重塑，国产品牌份额有望持续提升	9
技术发展趋势：产业链整合与自动化突破	10
海外市场拓展加速：从“机遇”到“核心能力”的战略升级	14
迈瑞医疗 (300760 CH)	15
三大业务线协同发展，IVD 有望成为新的增长引擎	18
国内市场：医疗“新基建”加速释放需求	18
海外市场：差异化战略+产品线下沉策略	19
体外诊断业务：国产替代与海外扩张双驱动	21
生命信息与支持：国内龙头地位稳固，海外步入领先行列	24
医学影像：Resona 系列技术突破，驶入高端蓝海市场	28
电生理与血管介入：从设备扩展到治疗耗材的战略跃迁	30
财务分析	31
盈利预测	32
估值评级	33
财务预测表	37
新产业 (300832 CH)	38
国内市场：集采降价带来的阶段性影响正趋于见底，冲击有望逐步出清	42
海外市场：设备带动试剂销售，海外业务规模化增长	43
财务分析	45
盈利预测与估值	45
财务预测表	48
亚辉龙 (688575 CH)	49
仪器平台端：聚焦新技术与新平台，不断完善产品布局	52
试剂端：自免诊断差异化竞争优势显著，全面布局有望加速突破高等级医院	53
财务分析	55
盈利预测与估值	56
财务预测表	58
投资风险	Error! Bookmark not defined.
投资评级定义	59

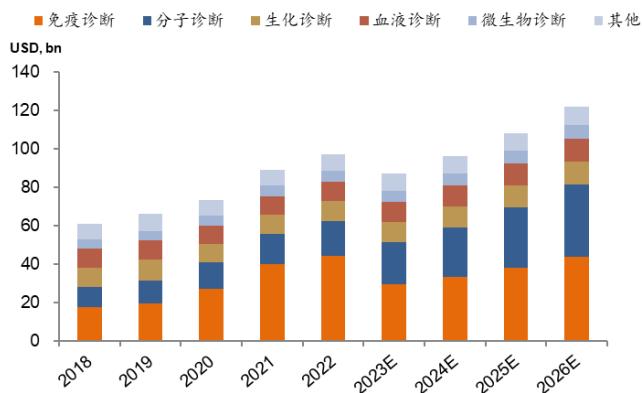
重点图表

图 1: IVD 板块重点关注公司 (按市值排序)

Company	Ticker	Rating	TP	Closing price (local currency)	MktCap (USD mn)	EPS			P/E			P/B			
						24A	25E	26E	24A	25E	26E	24A	25E	26E	
Global market															
Roche	ROG SW	NA	NA	265.20	215.89	22.75	19.74	20.66	24.59	13.44	12.84	6.40	5.51	4.72	
Danaher	DHR US	NA	NA	210.67	148.81	5.65	7.72	8.42	40.62	27.30	25.02	3.33	2.93	2.69	
Abbott	ABT US	NA	NA	124.95	217.27	6.79	5.15	5.68	16.67	24.24	22.01	4.11	4.25	4.01	
Siemens Healthineers	SHL GR	NA	NA	44.34	50.02	2.22	2.42	2.45	24.12	18.36	18.12	2.88	2.60	2.49	
BioMerieux	BIM FP	NA	NA	105.40	12.48	4.17	4.24	4.93	28.20	24.85	21.39	2.91	2.75	2.50	
Sysmex	6869 JT	NA	NA	1610.00	6.73	92.00	93.98	84.22	32.96	17.51	19.54	3.81	2.16	2.07	
Average										27.86	20.95	19.82	3.91	3.37	3.08
A-share market															
Mindray	300760 CH	BUY	292	206.35	249.42	9.50	8.60	9.75	26.48	23.92	21.10	8.62	6.08	5.32	
SNIBE	300832 CH	BUY	72	61.98	49.06	2.24	2.28	2.68	30.45	27.42	23.31	6.49	5.17	4.60	
Autobio	603658 CH	NA	NA	38.38	26.60	2.05	2.13	2.49	21.08	18.11	15.48	2.90	2.37	2.16	
YHLO	688575 CH	BUY	17	15.04	22.06	0.57	0.47	0.59	29.81	32.23	25.29	3.27	3.00	2.81	
Average										26.95	25.42	21.29	5.32	4.16	3.72

资料来源：彭博、招商证券（香港）预测

图2: 未来5-10年全球体外诊断市场规模预计保持中个位数增长，其中免疫诊断占比最大



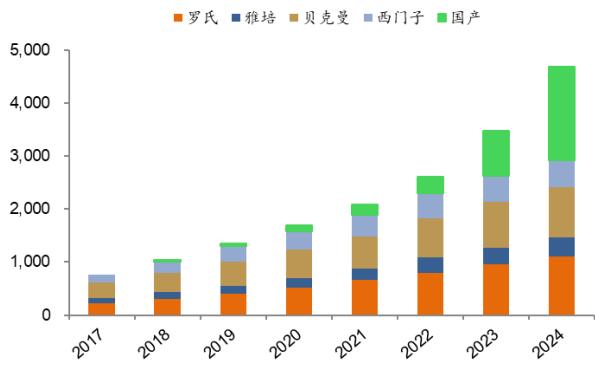
资料来源：中商情报网、招商证券（香港）

图3: 估计2025年中国化学发光市场规模约300亿元



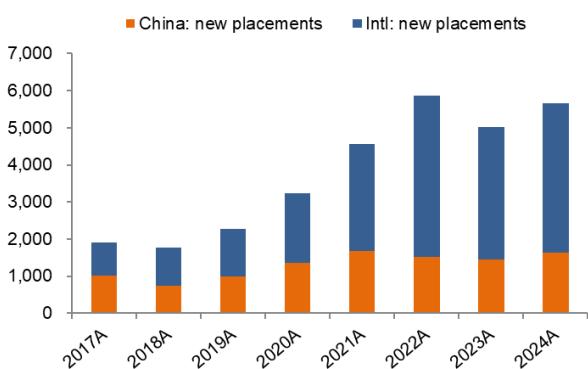
资料来源：体外诊断网、招商证券（香港）

图4: 流水线主流厂家装机数量统计: 国产品牌流水线装机2023年开始快速增长



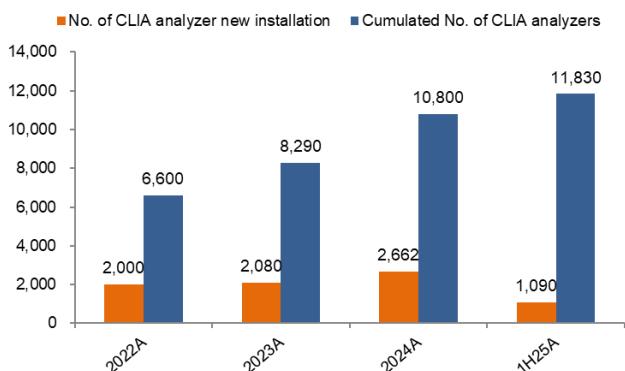
资料来源: 岭北山人公众号、招商证券(香港)

图6: 新产业海外地区新装机数量增长显著



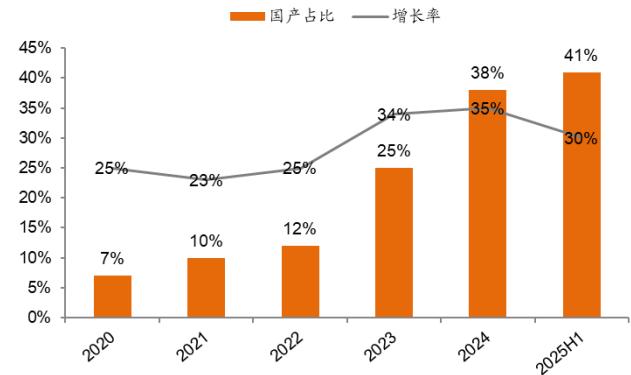
资料来源: 彭博、招商证券(香港)

图8: 亚辉龙化学发光仪器累计装机量已突破1万(包含国内和国际)



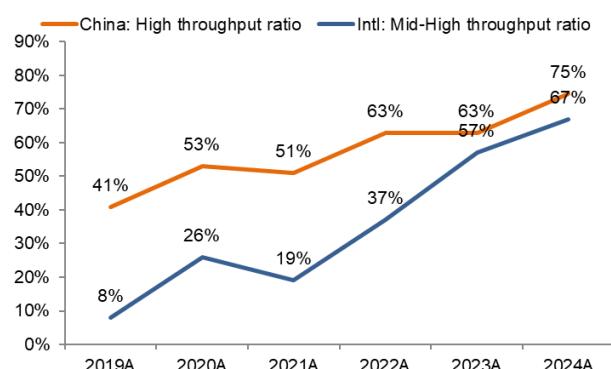
资料来源: 公司公告、招商证券(香港)

图5: 生化免疫流水线增长率及国产占比: 国产品牌占比已达到41%



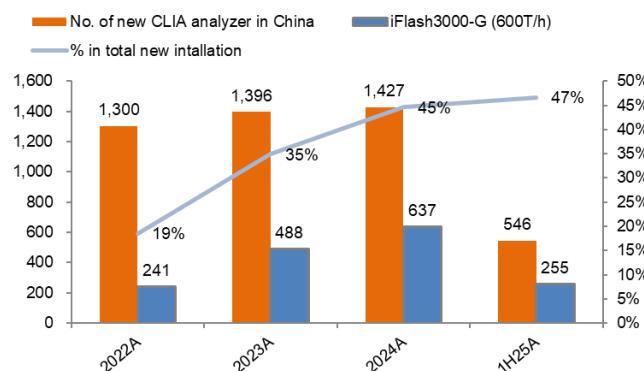
资料来源: 岭北山人公众号、招商证券(香港)

图7: 新产业国内与海外中大型机新装机占比逐年提升



资料来源: 彭博、招商证券(香港)

图9: 亚辉龙国内化学发光仪器装机中，高通量占比逐渐提升



资料来源: 公司公告、招商证券(香港)

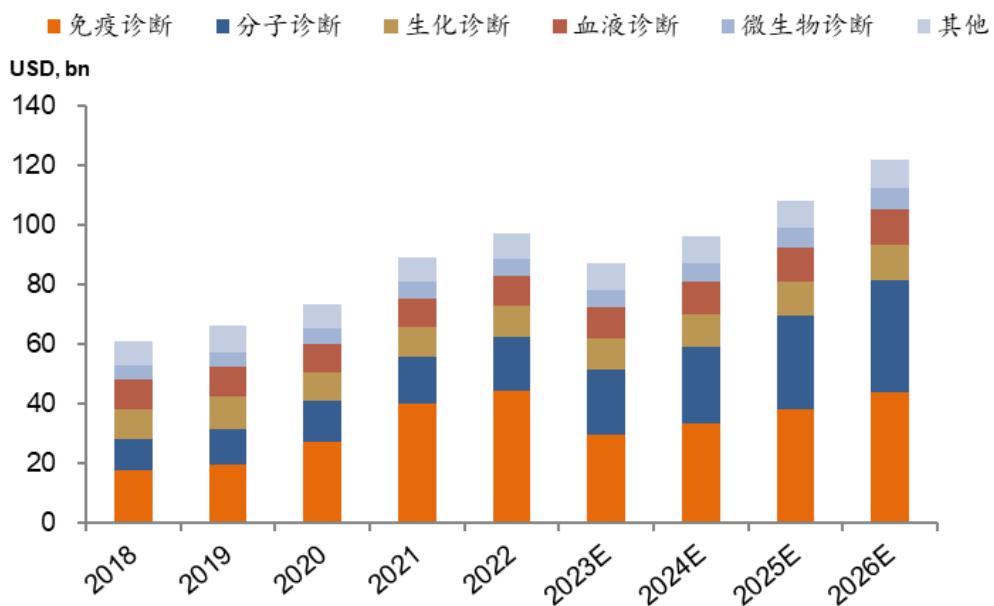
全球IVD市场：千亿美元市场稳健增长

近年来，全球IVD市场规模持续扩大并保持稳健增长态势。根据Grand View Research的估算，2024年全球IVD规模约为1,083亿美元，预计到2030年增长至大约1,500亿美元，2025–2030年间年复合增长率(CAGR)约为5.6%。驱动因素包括全球慢性病高发(如糖尿病、心血管疾病)、人口老龄化以及对早期诊断需求的持续增加。新冠疫情在2020-2022年短期拉动了市场需求，但随着疫情常态化，该部分增量已趋于平稳。目前，全球IVD市场仍由罗氏、雅培、西门子医疗、丹纳赫等跨国巨头主导，这些企业的综合收入占全球IVD的大部分份额。随着新冠检测需求下降，行业重心重新回到常规与专科诊断(如肿瘤学、基因检测等)。总体来看，未来5–10年全球IVD市场预计保持中个位数增长。

当前全球主要的IVD市场需求仍集中在北美、欧洲、日本等发达经济体国家，这些地区拥有完善的检验基础设施、成熟的医保体系、较高诊断意识和支付能力。根据kalorama的数据，2022年北美、欧洲、日本占全球IVD市场规模的44%、20%、9%。与此同时，亚太、拉美、中东/非洲等新兴市场正在成为新的增长极，其在检测能力下沉、诊断覆盖率提升、医保改革等方面存在较大空间。

技术演进是全球IVD行业转型的核心引擎。长期以来，免疫诊断、生化检测占据主导地位，而近年分子诊断(如PCR、NGS、液体活检)、多组学检测、数字化/AI辅助诊断、实验室自动化/机器人样本处理+云平台/数据能力融合等趋势正加速整合行业结构。另一方面，POCT(Point-of-Care Testing)检测因其便携、快速响应、现场适用性强等特点，正受越来越多场景青睐，尤其在基层、社区、移动医疗/家庭检测等情境中有潜在突破空间。

图10：全球IVD市场规模：预计未来5–10年保持中个位数增长，其中免疫诊断占比最大



资料来源：艾瑞咨询《体外诊断IVD行业研究报告》，招商证券（香港）

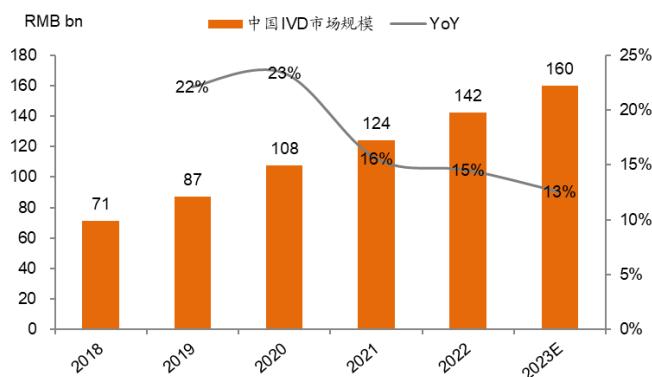
中国IVD市场：多赛道并存，免疫诊断领先

中国IVD市场在过去十年经历了高速扩张、疫情拉动与回调修复的几轮阶段变化。市场规模从2018年的约710亿元人民币增长至2022年的约1,420亿元人民币，部分得益于新冠检测需求，预计2023–2024年回落至约1200亿元人民币。尽管短期回落，中国诊断需求的长期驱动因素依然强劲。国家在医疗体系改革、健康中国战略、基层医疗能力建设、医保覆盖扩展等方面不断发力，为IVD行业发展创造体制条件。与此同时，人口老龄化加剧、慢病负担攀升。截至2024年，中国60岁及以上人口比例已超过22%，心血管疾病、癌症等慢病负担持续增加，这些因素都将持续拉动检测需求。预计中国IVD市场将恢复约5–8%的年复合增长率，到2029年有望达到约1650亿元人民币，重新回到疫情前的增长轨道。中国在全球IVD市场的份额已超过10–15%，且仍在上升。

根据中商情报网和体外诊断网的数据，2023年我国IVD市场中：

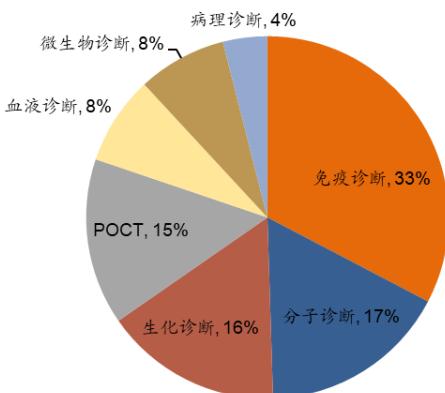
- 免疫诊断作为最大细分赛道，占据33%的市场份额，其中技术更先进、自动化程度更高的化学发光法已成为绝对主流。然而，该领域国产化率仍不足30%，巨大的国产替代空间使其成为当前行业竞争的主赛道。
- 分子诊断（17%）与POCT（15%）作为新兴领域，合计占据了约三分之一的市场。随着技术普及与应用场景拓展，它们正快速发展，预计将成为未来中国IVD市场最重要的增量来源。
- 生化诊断（16%）占据重要份额，市场相对成熟。
- 其余市场由血液诊断（8%）、微生物诊断（8%）、病理诊断（4%）等构成。

图11：中国IVD市场规模



资料来源：中商情报网、招商证券（香港）

图12：中国IVD市场细分领域格局（2023）



资料来源：体外诊断网、招商证券（香港）

图13：IVD各检测方式细分市场特点

细分领域	在IVD市场中占比（中国市场）	核心特点与趋势	市场增长驱动力
免疫诊断（化学发光）	约33%	技术成熟且自动化程度高；化学发光为主流；国产替代是当前核心逻辑。	技术替代、进口替代、检测项目拓展。
分子诊断	约17%	高技术壁垒，精准医疗的核心；应用场景持续拓展。	技术升级、早筛和伴随诊断等新应用推广。
POCT（即时诊断）	约16%	快速、便捷；受益于分级诊疗与居家检测需求。	基层医疗建设、慢性病管理、宠物医疗等新场景。
生化诊断	约16%	成熟市场，增长稳定；未来机会在于技术整合。	与免疫诊断整合形成流水线，提升实验室效率。

资料来源：百谏方略《全球与中国体外诊断(IVD)市场规模分析及行业发展趋势研究报告》，招商证券（香港）

化学发光：免疫诊断的主战场与国产替代核心引擎

IVD市场以免疫诊断、分子诊断和生化诊断为主导，其中免疫诊断是中国最大的细分领域，**2021年占比约36%，2024年已升至约38%**。在技术路径上，化学发光免疫分析（CLIA）凭借高灵敏度、宽线性范围及易自动化等优势，已成为免疫诊断主流。由于2024-25年集采相继覆盖传染病、性激素、糖代谢、甲状腺功能以及肿瘤标志物，行业内企业普遍不同程度降低出厂价，我们**估计2025年国内CLIA市场规模（出厂价口径）约为300亿元，2026年开始有望恢复高个位数至双位数增长。**

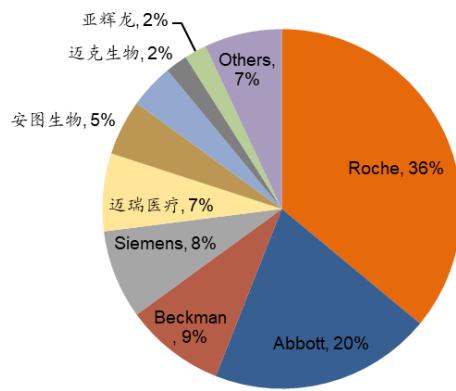
外资品牌“罗雅贝西”长期占据国内市场主要份额。但近年来，在国产产品性能持续提升与政策推动国产产品入院的共同作用下，国产替代进程显著加速。以迈瑞医疗、新产业、安图生物、亚辉龙为代表的企业已形成国产第一梯队，在收入规模、产品丰富度和装机量上均具备领先优势。

图14：估计2025年中国化学发光市场规模约300亿元



资料来源：德勤《中国免疫诊断市场现状与未来展望》，招商证券（香港）

图15：中国化学发光市场份额（2021）：外资品牌仍占据主要份额



资料来源：德勤《中国免疫诊断市场现状与未来展望》，招商证券（香港）

中国IVD行业的竞争格局正处于一个关键的“分化时刻”。国产替代的典型路径呈现出清晰的层次性：（1）从市场层级看：由二级及以下医院的“农村包围城市”，逐步向三级医院这一核心堡垒进攻；（2）从检测项目看：从传染病、甲状腺功能项目开始替代，逐步向肿瘤标志物等领域拓展，并凭借自免、生殖健康等特色项目实现差异化竞争；（3）从产品形态看：从单机设备的替代，升级到实验室自动化流水线（TLA）的整体解决方案竞争。

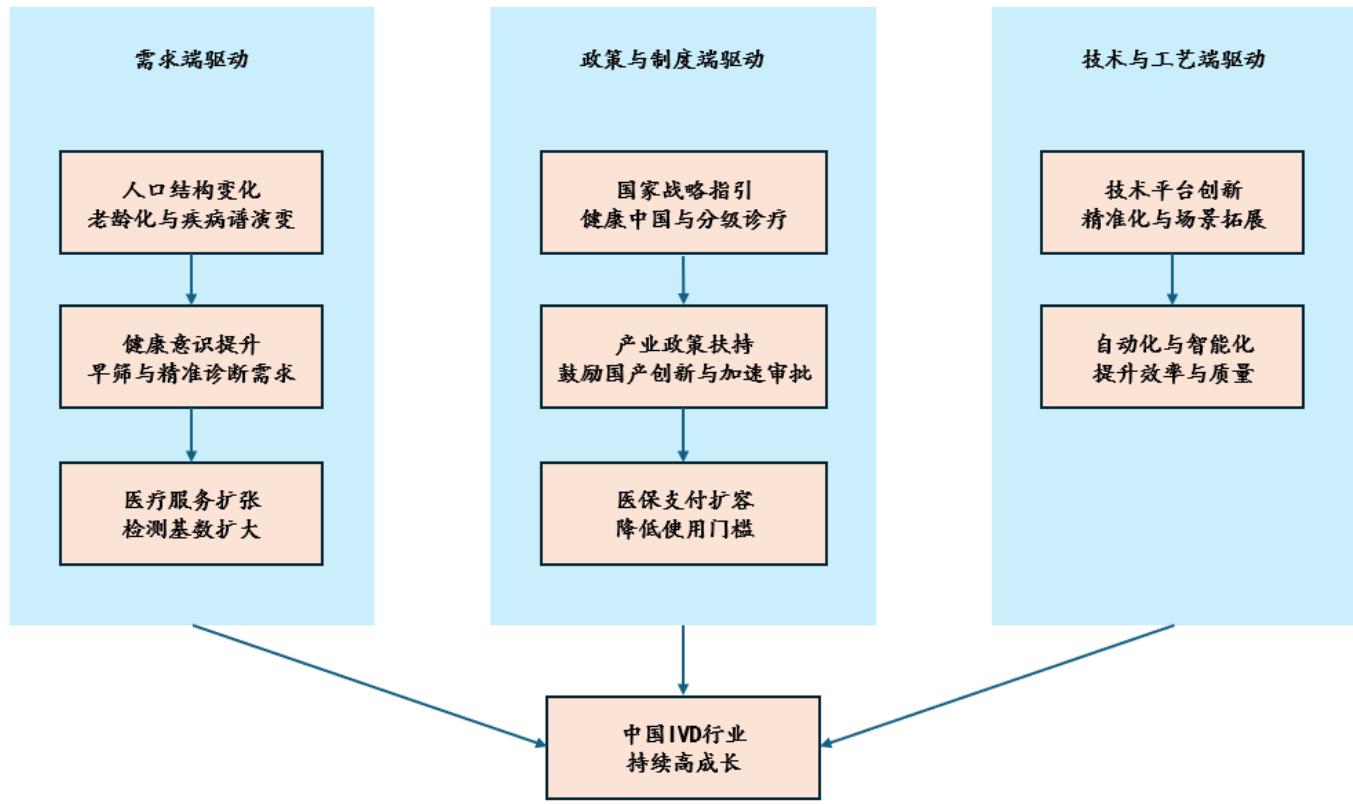
图16: 全球与中国IVD市场竞争格局对比: 中国市场结构性调整, 预计集中度将提升

对比维度	全球市场	中国市场
市场集中度	“罗雅贝西”四大巨头合计占据41%份额。	竞争激烈, 集中度低。政策正加速尾部企业出清, 资源向头部集中。
主导力量	国际巨头凭借技术、品牌和全球渠道主导。	外资品牌在高端市场仍有优势; 国产品牌在中低端市场占据主导, 并加速向高端突破。
竞争焦点	技术创新、全产业链解决方案、新兴市场开拓。	价格竞争、渠道下沉、国产替代速度、出海能力。
政策影响	欧盟《国际采购工具》(IPI)等贸易政策构成新壁垒。	集采、DRG/DIP支付改革、医疗反腐等政策是重塑格局的核心变量。
成长阶段	成熟市场, 稳定增长。	结构性调整期, 从“普涨”进入“分化”, 龙头优势凸显。

资料来源: 招商证券(香港)

新冠疫情结束后, 市场格局出现明显调整。由于疫情期间, 抗原抗体检测需求激增, 许多实验室与检测平台容量大幅扩张。2023年后, 检测需求逐步回归常规业务, 例如健康体检、筛查服务、慢病筛查、复查监测等。与此同时, 国内市场集采政策对试剂价格形成一定压力, 抑制了行业部分增速。但是从长周期看, 人口老龄化、慢病负担、健康管理意识提升、医保覆盖扩大、基层医疗能力提升等趋势依旧为IVD市场规模增长提供支撑。

图17: IVD行业发展的核心驱动因素



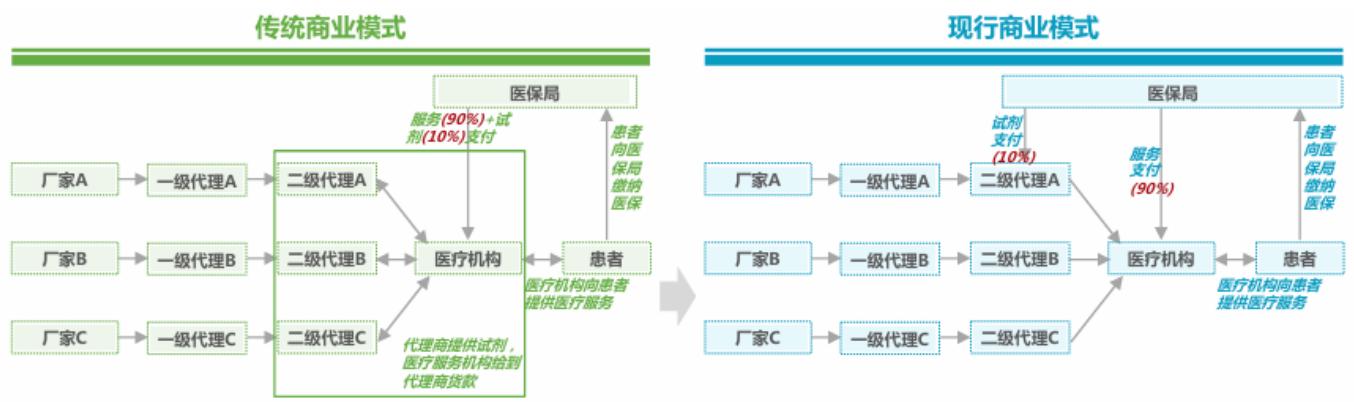
资料来源: 招商证券(香港)

支付与控费改革重塑商业逻辑，临床价值导向愈发突出

集采、DRG/DIP 等政策在短期内给行业带来了业绩阵痛，但长期看，集采与支付改革的双重驱动正在推动 IVD 行业步入“质量驱动+效率导向”的新阶段。国产厂商凭借技术成熟度、成本控制能力及全产业链布局，有望在行业重构中获得结构性成长机会，实现从“价格竞争”向“价值竞争”的跃迁。在医保支付方式改革持续推进的背景下，传统的“销售驱动+代理分销”商业模式正面临系统性变革。根据艾瑞咨询分析，在“技耗分离”政策框架下，医保局分别向医疗机构和代理商支付检测服务费与试剂费，代理商与生产企业仅能就试剂部分获取收益，原先的多层分利模式被大幅压缩。这一变化促使企业更加关注产品本身的临床价值、检验效率与成本控制，行业利润分配逻辑从“渠道导向”转向“价值导向”。

加速低效出清，优化竞争格局。国家医保局于 2021 年发布的《DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划》正加速在各省落地实施。按病种分组付费（DRG）和按病组付费（DIP）机制要求医疗机构在有限的总额预算内实现诊疗效益最优化，从而倒逼医院优先使用临床价值高、成本效益优、能改善诊疗决策的检测项目。我们判断，随着支付制度改革深化，检验科资源将进一步向高质量检测项目倾斜，具有明确循证支持、能提升诊断效率和患者结局的国产化产品将获得更高渗透率与议价空间。同时，政策带来的价格压力，使得缺乏核心技术和规模优势的中小企业难以为继，甚至面临破产清算。这加速了行业洗牌，尾部企业被迫出局，市场份额持续向头部企业集中。

图 18：政策驱动的商业模式转型：技耗分离下 IVD 行业的支付逻辑变革

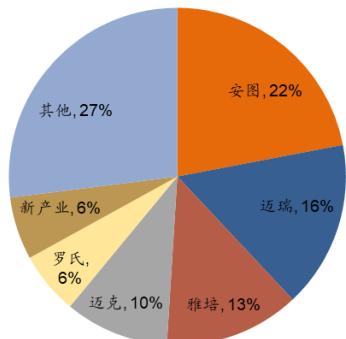


资料来源：艾瑞咨询、招商证券（香港）

集采背景下利润体系重塑，国产品牌份额有望持续提升

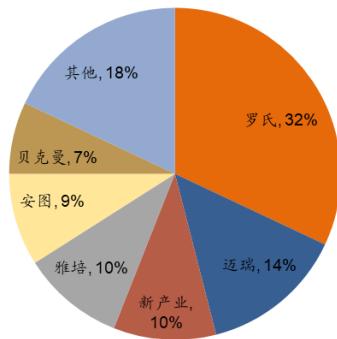
随着集采机制的深入推进，行业利润分配体系正在经历重塑。我们认为，集采的核心影响并非仅是表面上的“降价”，而是通过利润再分配与渠道模式重构，推动行业竞争格局发生转变。在集采前，外资品牌虽渠道毛利空间相对有限，但凭借其优势的产品口碑与市场地位，仍吸引大量代理商优先合作，形成了稳固的市场格局。集采后，统一限价使原本定价较高、渠道层级较多的外资品牌面临更大的价格压力，利润空间受到明显挤压。相比之下，国产品牌凭借更低的成本、高效的供应链体系以及快速响应的本地化服务，展现出更强的价格韧性与渠道适应性。在新的利润结构下，国产品牌不仅保持了价格竞争力，也逐步赢得更多渠道支持，推动其市场份额持续提升。以安徽省牵头的化学发光集采为例，我们观察到各检测项目医院端的报量份额，能够在一定程度上反映集采机制下渠道偏好与品牌竞争力的再分配趋势。

图19: 安徽省传染病八项发光试剂联盟集采需求量占比, 安图、迈瑞、雅培领先 (2023)



资料来源: 安徽省医药集中采购平台、招商证券(香港)

图20: 安徽省肿瘤标志物发光试剂联盟集采需求量占比, 罗氏、迈瑞、新产业领先 (2024)



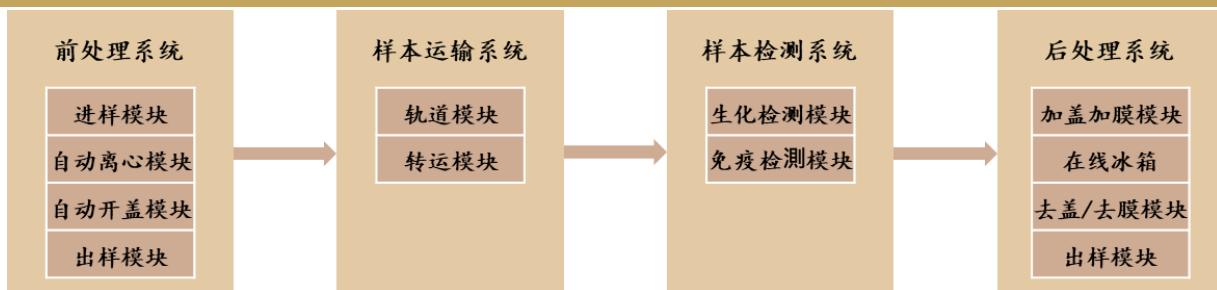
资料来源: 安徽省医药集中采购平台、招商证券(香港)

技术发展趋势: 产业链整合与自动化突破

IVD 行业的发展始终由技术革新所驱动。当前, 行业正朝着更“自动化”、“智能化”、“精准化”的方向演进, 同时, 核心技术的突破与多技术平台的融合, 正在重塑未来的竞争格局。IVD 行业的竞争已从单点突破升级为“产业链整合+商业模式创新”的系统性竞争。在上游, 核心原料的自控能力决定了企业的利润底线和技术高度; 在中游, “设备+试剂”的闭环生态仍是基石, 但需通过提供“整体解决方案”来提升价值; 在下游, 渠道关系的重塑与运营服务的深化是实现“以价换量”的关键。未来, 能够成功向上游延伸、横向平台化布局、并向下游服务化转型的企业, 将在价值链中占据更有利的位置, 赢得长期竞争优势。

集约化发展大势所趋, 实验室流水线或成未来竞争重点。在检验医学从“分散检测”向“集约化运营”转型的背景下, 实验室自动化流水线 (TLA, Total Laboratory Automation) 正成为医院提升效率与服务能级的重要抓手, 也是国产品牌进军高等级医院的关键突破口。据上游厂商 Inpeco 数据, 引入 TLA 系统可使样本收集时间减少约 46%, 人员成本降低 15%, 检测周期缩短 34%, 整体检测量提升约 10%, 显著优化实验室的运营效率与成本结构。《2022 中国卫生健康统计年鉴》显示, 2021 年我国公立医院检查收入达 4,093 亿元, 其中三级医院贡献 3,143 亿元, 占比超过 75%。随着高等级医院检验业务占比持续提升, 自动化流水线不仅成为提升检测效率的工具, 更逐渐演变为医院评价检验能力、建设智慧实验室的核心指标。TLA 系统正成为国产品牌进军高等级医院的重要竞争领域, 也是实现品牌升级与市场结构突破的关键环节。

图21: 自动化流水线模块



资料来源: 艾瑞咨询、招商证券(香港)

外资仍占主导地位，国产品牌以开放平台加速切入。中国实验室自动化市场目前仍由外资品牌主导，罗氏、雅培、贝克曼、西门子等国际企业凭借完整的产品体系与成熟的渠道布局，占据超过80%的市场份额（艾瑞咨询，2023）。然而，自2017年安图生物推出首条国产自动化流水线以来，国内企业正以“开放平台+模块兼容”为路径，凭借系统灵活性及更高性价比，逐步切入中高端医院市场。

图22：国产品牌近年来相继推出多款流水线

公司	产品名称	系统类型	上市时间	主要组成部分品牌		
				轨道	生化	免疫
安图生物	A-1	TLA	2017	IDS		
	B-1	生免一体化	2019	-	佳能	自研
	X-1	TLA	2022	自研		
迈瑞医疗	M6000	TLA	2019	IDS	自研	自研
	MT8000	TLA	2023	自研	自研	自研
新产业	TCA	TLA	2019	赛默飞	-	自研
	TS	TLA	2020	日立	日立	自研
	CX8/HX8/SIB	生免一体化	2022	-	自研/蓝怡	自研
	T8	TLA	2024	自研	自研	自研
亚辉龙	ITLA	TLA	2019	IDS	日立	自研
	IPAM	TLA	2020	-	日立	自研
	ITLA mini	生免一体化	2023	-	自研	自研
迈克生物	MACH 5000	生免一体化	2019	-	日立	自研
	LABAS MAX	TLA	2022	-	日立	自研
	LABAS S	生免一体化	2024	-	自研	自研

资料来源：各公司官网、公告、招商证券（香港）；注：截至2024年6月30日

图23：各厂家高速发光设备对比，国产设备性能媲美外资品牌

		测量原理	免疫仪器	试剂位	样品位	首诊时间	测试速度
罗氏	外资	电化学发光	Cobas e801	48	300	15min	H
雅培	外资	直接化学发光	Architect i2000	25	135	29min	200T/H
贝克曼	外资	酶促化学发光	Dx1 800	50	120	<5min	400T/H
西门子	外资	直接化学发光	Atellica IM 1600	42	440	-	440T/H
新产业	国产	直接化学发光	MAGLUMI X8	42	300	15min	600T/H
迈瑞	国产	酶促化学发光	CL-8000i	36	300	-	500T/H
亚辉龙	国产	直接化学发光	iFlash 3000-G	30	140	12min	600T/H
安图生物	国产	酶促化学发光	A6000	50	-	-	600T/H
迈克生物	国产	直接化学发光	I3000	30	200	14min	300T/H

资料来源：数据来源：各公司官网，Dongju Won et al.《Comparison of High-Throughput Fully Automated Immuno analyzers for Detecting Hepatitis B Virus Infection》、CEIVD、招商证券（香港）

图24: 国产化学发光龙头品牌各检测项目注册数量丰富

项目名称	新产业	迈瑞医疗	安图生物	亚辉龙	迈克生物
肿瘤标志物	19	25	20	19	18
传染病	13	10	19	8	13
性激素	16	12	12	15	10
甲状腺功能	12	12	10	10	10
优生优育	12	10	12	10	10
骨代谢			6	4	3
心血管及心肌标志物	17	8	11	8	11
糖代谢(糖尿病)	8	2	2	3	2
呼吸道病原体	14		15	6	
EB 病毒	7		4	6	
药物监测	3				
炎症监测	7	3		5	3
肾功能	3	3			
胃功能	4		4		
神经及脑损伤	2				
肝纤维化	6	4	5	6	
高血压	6	6	5	6	4
产前筛查	4	3	4	7	3
自免疾病	28		33	60	28
免疫球蛋白	1				
贫血	4	4	3	3	3
血栓	6		4	6	
其他	3	2	8	5	1
合计	202	110	177	187	119

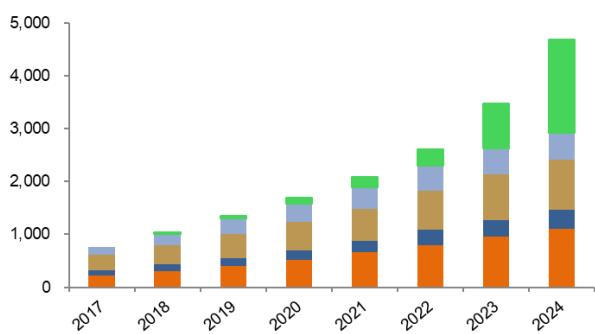
资料来源：各公司官网、招商证券（香港）；注：数据截至2025年10月

国产流水线装机加速，具备自研检测模块能力者有望突围

流水线是指将生化、免疫等多台检测设备通过机械搬运、信息系统和前处理模块整合成一体化平台，使样本从上机、分拣、转运到检测、出报告全流程实现自动运行，显著减少人工干预（参考图 25）。国产自动化流水线近年来装机量持续提升，多数企业现阶段采用“自研免疫模块+合作生化模块”的组合模式，在保障系统兼容的同时控制成本。长期来看，具备免疫、生化、前处理及信息系统全链路自研能力的企业，将在产品性能、成本与交付效率上构建持续优势。随着国产核心部件与软件算法日趋成熟，流水线产品的稳定性和自动化水平已逐步接近国际标准。未来，拥有完整自研能力、稳定供应链与规模化装机经验的国内龙头企业，有望在医疗机构提质增效与智慧化转型的浪潮中，迎来市场渗透率的快速提升，成为中国体外诊断从单机设备迈向系统集成的重要推动力量。

图25：流水线主流厂家装机数量统计：国产品牌流水线装机2023年开始快速增长

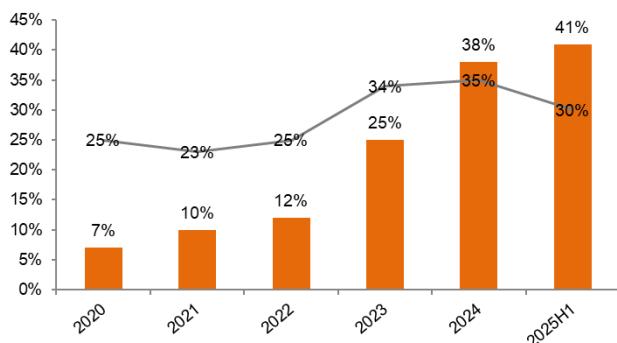
■ 罗氏 ■ 雅培 ■ 贝克曼 ■ 西门子 ■ 国产



资料来源：岭北山人公众号、招商证券（香港）

图26：生化免疫流水线增长率及国产占比：国产品牌占比已达到41%

■ 国产占比 ■ 增长率



资料来源：岭北山人公众号、招商证券（香港）

海外市场拓展加速：从“机遇”到“核心能力”的战略升级

国内企业在成熟市场以合规+连锁实验室树立标杆，在成长市场以本地化平台能力滚动复制，形成盈利飞轮。在全球IVD稳健增长与国内集采常态化的双重背景下，“出海”已从可选项上升为核心能力。以市场进入门槛将海外市场划分为高门槛成熟市场（欧/美/日等）与成长型市场（东南亚、拉美、中东等）：前者以注册合规体系、学术与连锁实验室突破为主，后者以本地化平台能力、渠道服务半径与交付效率为主。我们围绕合规准入、产品、渠道的维度，结合国产龙头迈瑞医疗与新产业在海外的进展，对两类市场进行了分析总结。

图27：迈瑞医疗国内、海外收入及占比



资料来源：彭博、招商证券（香港）

图28：新产业国内、海外收入及占比



资料来源：彭博、招商证券（香港）

图29：海外市场进入要点分析

	成熟市场（欧/美/日等）	成长型市场（东南亚、拉美、中东等）
进入市场核心能力	证据先行：IVDR、FDA、MDSAP等合规体系 + KOL、连锁实验室样板	本地化能力：注册、临床支持、售后、仓配、备件与渠道协同
产品	差异化、高端流水线与特检项目，适配中大样本量	性价比+交付速度；整机+试剂+服务成套方案
渠道	直销与区域大客户团队，聚焦连锁实验室与大型医院集团	子公司+区域中心+分销网络的“混合制”，提升服务半径

资料来源：公司公告、招商证券（香港）

图30：国内龙头企业海外市场主要成果

迈瑞医疗	<ul style="list-style-type: none"> 第三方连锁实验室突破、中大样本量客户渗透加速（法国 Unibio、欧洲 TOP2 Cerba、西班牙 Analiza 等；并在法国本土样板实验室装机） 平台化+本地化建设：在全球 13 个国家（包括成长型和成熟市场）布局本地化生产，9 国已启动；全球仓网、物流中心与渠道体系强化
	<ul style="list-style-type: none"> 14 个核心国家本地化运营（包括成长型和成熟市场，例如印尼/马来西亚/泰国/越南/韩国等）；海外收入+27.67%；2024 年海外仪器销售 4017 台，其中中大型高端机型占比 67.16%；印度市场收入突破 2 亿元 “区域化运营+本地化深耕”双轮驱动，“装机-试剂消耗”形成飞轮，海外试剂同比+26.47%，显示“仪器+试剂”协同放大 以小分子夹心法与高通量平台（Maglumi X8）切入，菜单齐全

资料来源：公司公告、招商证券（香港）

2025年11月7日(星期五)

公司報告

迈瑞医疗 (300760 CH)

平台优势深化，全球化与智能化驱动长期成长

- 公司在IVD领域国产龙头地位稳固，全平台协同构建护城河，驱动结构优化与全球化突破
- 把握IVD国产替代与出海双主线，看好公司凭借完整产品线与本地化运营在国际市场的持续突破。建议关注其“设备+试剂+智能化解决方案”平台化价值重估
- 长期盈利增长前景支撑估值合理性，首予增持评级，将目标股价定为292元

全球化运营进入收获期，已成为业绩增长的确定性引擎

公司国际化战略从市场布局阶段进入高质量的规模化发展阶段。截至2025年上半年，国际业务收入占比历史性突破50%。这一成果得益于在发展中国家建立的渠道壁垒和在欧美高端市场凭借产品力实现的持续突破。面对超过5700亿元的广阔国际可及市场空间，其当前市占率仅为低个位数。随着德国DiaSys等本地化生产的运营，海外市场将成为公司穿越国内经济周期、实现稳健增长的确定性动力。

业务结构成功切换，IVD与新兴业务构筑第二、第三增长曲线

公司已成功从过去以生命信息与支持业务为主导，切换至更具成长潜力的新业务结构。2024年，IVD业务贡献137.65亿元的收入超越传统优势业务，成为公司第一大收入支柱。同时，公司通过并购整合（控股惠泰医疗切入心血管介入领域）与内部培育，微创外科、动物医疗等种子业务正快速成长，打开了从医疗设备向高值耗材延伸的广阔空间。结合国内医疗新基建与设备更新政策带来的需求释放，以及公司在海内外高端客户群的持续突破，迈瑞医疗有望在未来数年维持稳健增长，向全球医疗器械巨头前列发起冲击。

平台化与智能化铸就核心壁垒，支撑其穿越周期的估值溢价

迈瑞的核心竞争力在于公司构建的“设备+IT解决方案+AI”平台型模式。通过“三瑞”生态系统，公司将硬件优势延伸至软件与数据分析领域，截至2024年底，“瑞智联”国内装机医院超1000家，“迈瑞智检”累计进院近590家，“瑞影云++”累计装机超1.56万套，不仅提升了客户粘性，也开辟了可持续的服务性收入。结合公司全面的产品线与卓越的并购整合能力，构成了难以复制的综合壁垒。

投资建议：预计公司2025-27年收入同比-8%/+12%/+11%，净利润同比-14%/+13%/+11%，EPS预测值8.30、9.36和10.41元，现价对应P/E 25/22/20倍。给予公司2026年28倍PE，对应目标价292元，首次覆盖，给予增持评级。

主要风险：1) 新品研发失败，2) 竞争加剧，3) 政策变化超预期，4) 降价导致毛利率不及预期，5) 海外市场拓展不及。

盈利预测及估值

人民币百万元	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
收入	34,932	36,726	33,903	38,102	42,260
同比	15%	5%	-8%	12%	11%
毛利润	23,111	23,178	20,948	23,734	26,534
净利润	11,582	11,668	10,050	11,332	12,603
同比	21%	1%	-14%	13%	11%
每股盈利(美元)	9.56	9.64	8.30	9.36	10.41
P/E(x)	22	21	25	22	20
ROE	35%	31%	24%	19%	17%

资料来源：公司资料、招商证券(香港)预测

陈铸鸿, PhD

+852 3189 6354

jonahchen@cmschina.com.hk

谭震, PhD

+852 3189 6288

zhentan@cmschina.com.hk

陈泓道

+852 3189 6142

georgechen@cmschina.com.hk

与市场的预期差

市场过度关注公司短期业绩波动，而低估了公司在全球突破与数智化转型驱动下的长期价值重估潜力。

增持

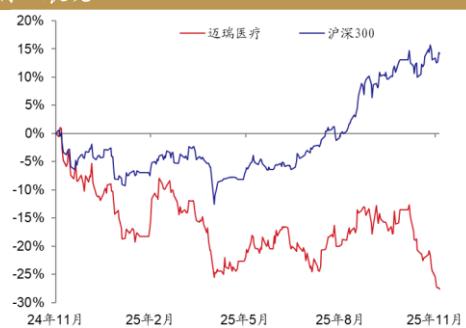
股价

206元

12个月目标价(上涨/下跌空间)

292元(+42%)

行业表现



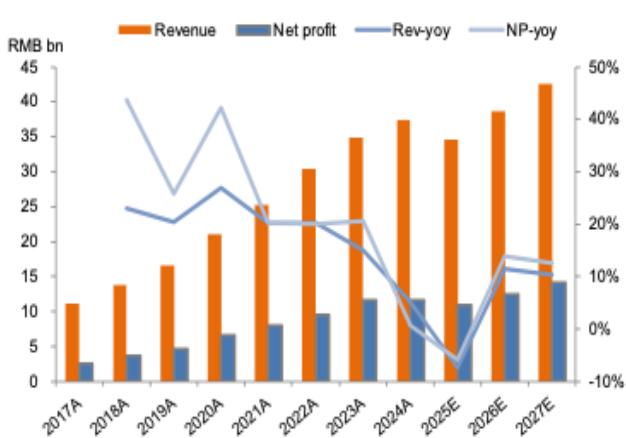
资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
300760 CH	(16.3)	(10.2)	(26.8)
沪深 300	1.1	20.6	14.4
行业：医药医疗			
沪深 300 (2025 年 10 月 28 日)			4,693.4
MSCI 中国医疗指数 (2025 年 10 月 28 日)			205.6
重要数据			
52周股价区间(元)			206.8 – 296.0
公司市值(十亿元)			272.9
日均成交额(百万元)			2,045
主要股东			
Smartco Development Limited			26.98%
Magnifice (HK) Limited			24.49%
Ever Union (H.K.) Limited			3.83%
E Fund Management Co., Ltd.			1.68%

迈瑞医疗成立于1991年，是全球领先的医疗器械与解决方案供应商，核心业务涵盖生命信息与支持、IVD和医学影像三大领域。通过“自研+并购”双轮驱动，公司产品线与国际布局持续完善。公司积极推动国际化与数智化发展，依托“三瑞”生态系统加快数字化转型，并凭借高质量产品与国际营销网络，不断突破海外高端客户群，提升全球市场份额。展望2026年，随着国内医疗新基建与设备更新需求释放，公司各项业务海内外高端客户群突破和市场份额提升，以及新业务（包括电生理、血管介入、微创外科等）方面的持续发力，迈瑞有望重回稳健增长轨道。

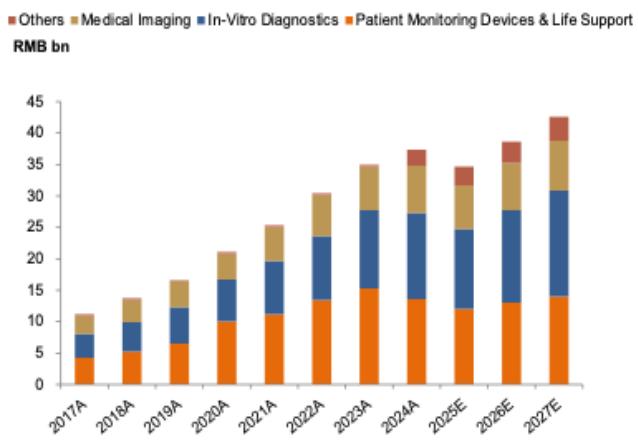
截至2024年，公司营收与归母净利润已实现连续8年双增长。2024年公司营收367.26亿元，归母净利润116.68亿元，盈利能力持续强化。业务结构上，IVD业务2024年收入同比增长10.82%，超越生命信息与支持业务，成为公司第一大收入来源，主要源于国际IVD市场的强劲增长。2025年上半年，公司国际业务收入占比已提升至50%，发展中国家市场成为关键增长引擎。展望未来，迈瑞医疗仍具备较强增长动力：国内IVD市场化发发光进口替代仍将延续，公司市占率潜力空间巨大；同时，公司正通过“三瑞”生态系统推动数智化转型，并积极培育心血管、微创外科等高值耗材业务，构建多元化的长期增长格局。

图31：预计公司营业收入与净利润2026年将恢复增长



资料来源：彭博；招商证券（香港）

图32：分产线来看，IVD已成为收入贡献最大板块



资料来源：彭博；招商证券（香港）

迈瑞医疗历经三十余年发展与二十余年的全球化布局，已建立起业内最完善的产品矩阵。目前，公司多款产品具备与国际一线医疗器械企业同台竞争的实力，其中监护仪、麻醉机、呼吸机等产品全球市场份额位居前列。在自主研发之外，迈瑞也通过一系列战略性收购，持续拓展业务边界并增强全球竞争力：2008年，收购美国Datascope生命信息监护业务，跃升为全球监护领域的重要品牌；2013年，收购美国ZONARE，切入高端超声影像领域；2021年，收购芬兰HyTest，强化IVD上游原材料核心技术能力；2023年，收购德国DiaSys Diagnostic，推动IVD业务的全面国际化；2024年，取得惠泰医疗控制权，战略布局电生理与心血管介入等高值耗材赛道。

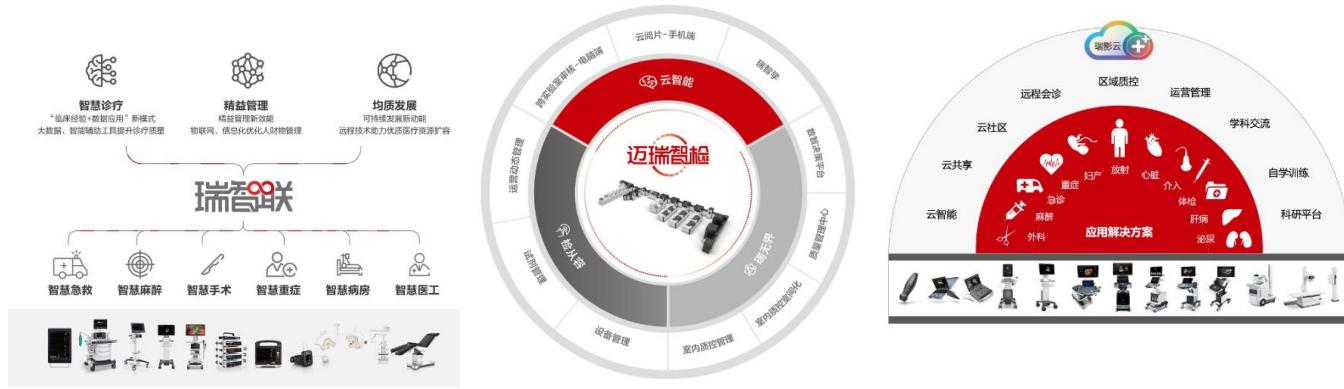
图33：迈瑞医疗并购事件汇总，公司通过并购不断拓展业务范围，并增强研发与销售能力



资料来源：公司官网，招商证券（香港）

公司推动数智化转型，依托“三瑞”生态系统与广泛的产品线覆盖，构建“设备+IT+AI”一体化的智能医疗平台，致力于辅助临床决策、优化工作流程、提升医疗资源利用效率，全面赋能医疗机构升级。“三瑞”生态已形成三大核心模块：瑞智联：基于设备互联互通，实现临床数据集成与智能应用，提升监护与诊疗质量；迈瑞智检：构建实验室精益化运营与全流程管理体系，推动检验效率提升；瑞影云++：支持跨区域影像互联与远程协作，助力分级诊疗与多中心科研。截至2024年底，“瑞智联”国内装机医院超1000家，国际签单超550项；“迈瑞智检”全国累计进院近590家；“瑞影云++”累计装机1.56万套。通过数智化能力的持续构建，迈瑞医疗正进一步强化在全球高端市场的渗透与品牌影响力，向全球医疗器械行业第一梯队稳步迈进。

图34：迈瑞医疗推动“三瑞”生态系统数智化



资料来源：公司官网，招商证券（香港）

三大业务线协同发展，IVD 有望成为新的增长引擎

迈瑞的三条主营业务线：生命信息与支持、IVD、医学影像。在这三条业务线中：

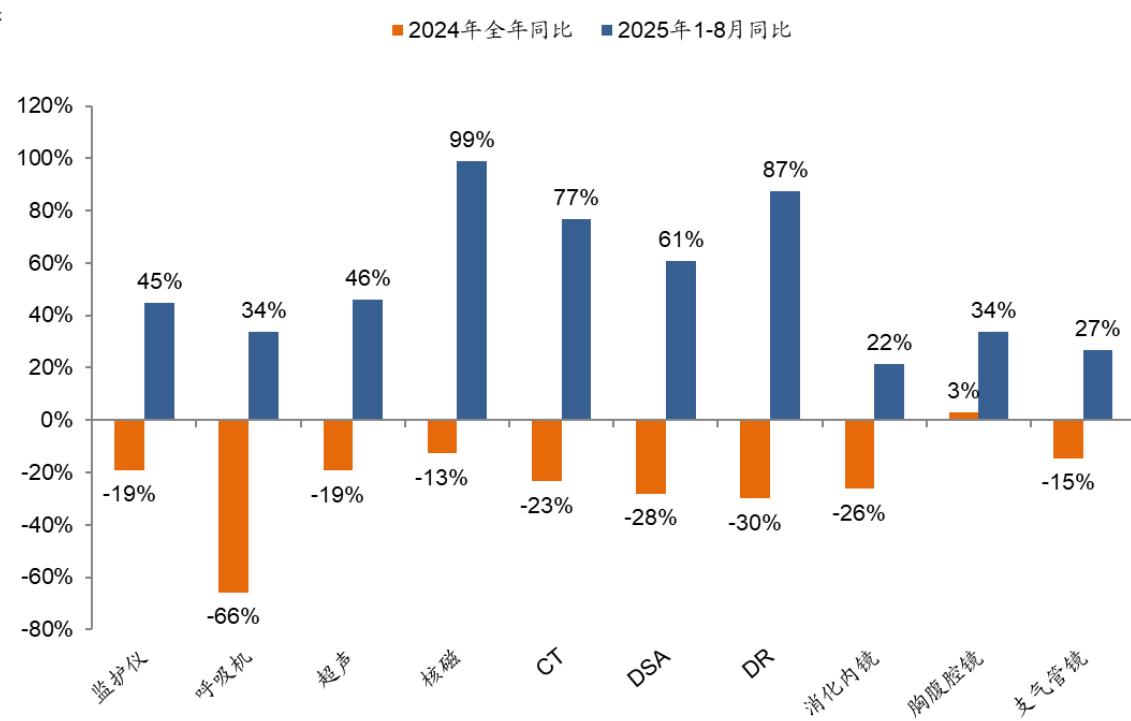
- 生命信息与支持业务（监护仪、呼吸机、麻醉设备等）长期处于领先地位，其收入占比在过去数年中稳居前三。
- 体外诊断业务（IVD）虽然起步稍晚，但其成长潜力极大。近年来，随着检验、试剂、自动化设备的需求提升，IVD 板块在国内外仍有显著的渗透空间。
- 医学影像业务则在高端设备与成像系统领域继续累积技术优势。

特别是在疫情期间，生命信息与支持类产品（例如监护仪、呼吸机）出现了爆发式需求，公司在那段期间该产线增速显著。随着疫情趋缓，生命支持类业务的超常增长回落，而 IVD 与影像业务则逐步恢复为主要增长引擎。基于全球检验标准化、自动化、精准医学的发展趋势，我们有理由判断未来 IVD 板块可能成为三条主线中增速最快的一环。

国内市场：医疗“新基建”加速释放需求

截至 25 年 5 月，国内医疗设备中标数据回暖明显，多品类累计中标金额同比快速增长，其中超声、CT、核磁等影像类产品同比增长突出，相较 2024 年相关医疗设备中标金额承压，25 年部分递延项目已顺利落地，叠加新增采购需求，全年招采有望持续向好。

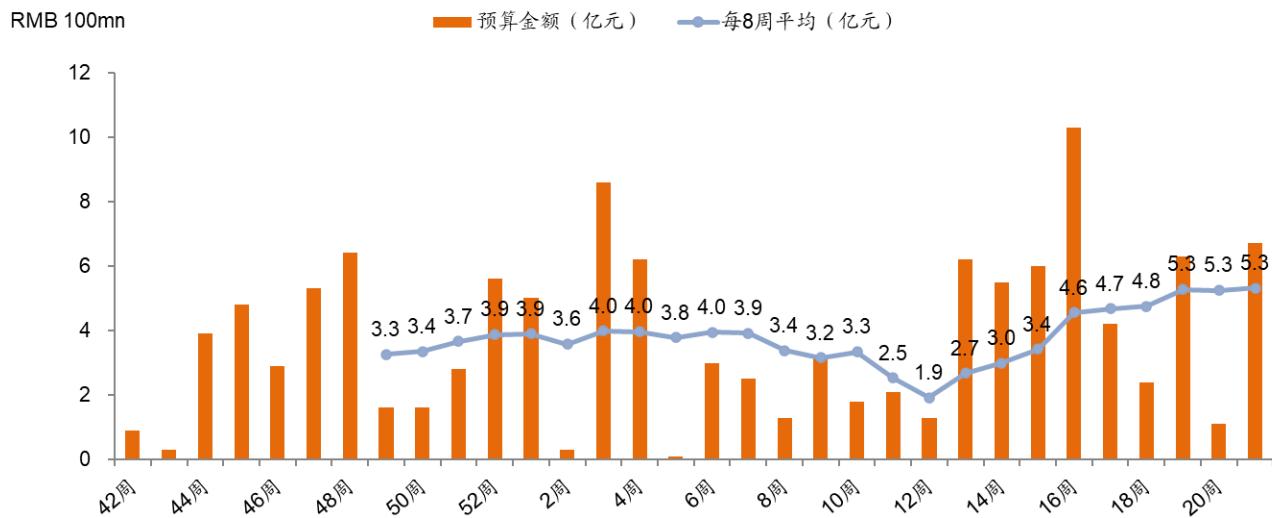
图 35：2024 年、2025 年 1-8 月部分医疗设备累计中标金额同比变化，影像类增长显著



资料来源：众成医械大数据，招商证券（香港）

受外部环境影响，2024 年更新节奏拉长，部分项目递延至 2025 年。根据众成医械大数据，截至 25 年第 21 周，设备更新采购招标项目累计金额达 84.1 亿，接近 24 年整体水平，政策有序落地，并有望在 2025 年逐步兑现利好。

图36: 2024第42周-2025第21周, 国内设备更新招标预算金额情况



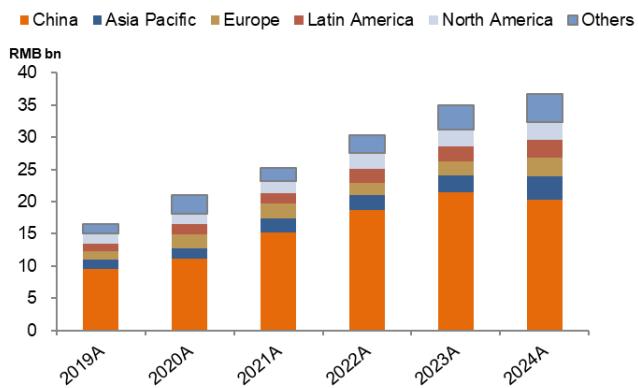
资料来源：众成医械大数据，招商证券（香港）

海外市场：差异化战略+产品线下沉策略

国际业务成为收入增长的核心引擎。公司通过提升产品性价比、加强渠道建设与深化本地化运营，持续拓展国际市场。2025年上半年，公司海外收入达83.32亿元，占总营收比例首次提升至50%，显示出强劲的国际化动能。分区域看，欧洲市场2024年营收28.87亿元，同比增长31.8%；北美市场2024年贡献26.36亿元，同比增长1.3%；拉丁美洲营收28.04亿元，同比增长15.8%。海外市场整体呈现多区域协同发展的良好态势。

为增强国际竞争力，迈瑞积极推动本地化生产与运营，例如通过控股德国DiaSys建立欧洲本地化供应链，并借助其直销平台推进血球、生化等产品的区域化生产与供应，有效应对贸易壁垒、快速响应市场需求。根据弗若斯特沙利文预测，全球医疗器械市场规模预计从2024年的6,230亿美元增长至2030年的8,697亿美元，年复合增长率达5.7%。在此广阔市场中，迈瑞当前全球市占率仍然较低，未来凭借系统化布局与本地化深耕，有望持续打开成长空间。

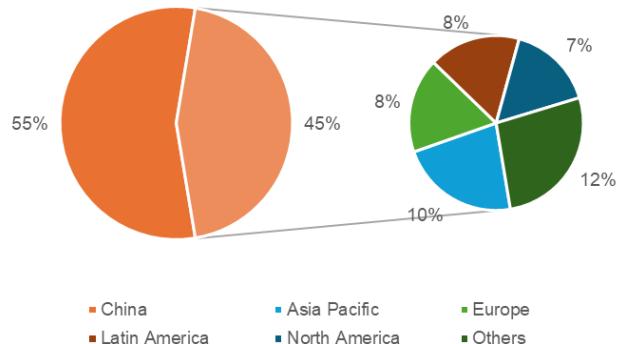
图37: 2019-24年公司各地区营业收入情况: 海外比例逐渐增大



资料来源: 彭博; 招商证券(香港)

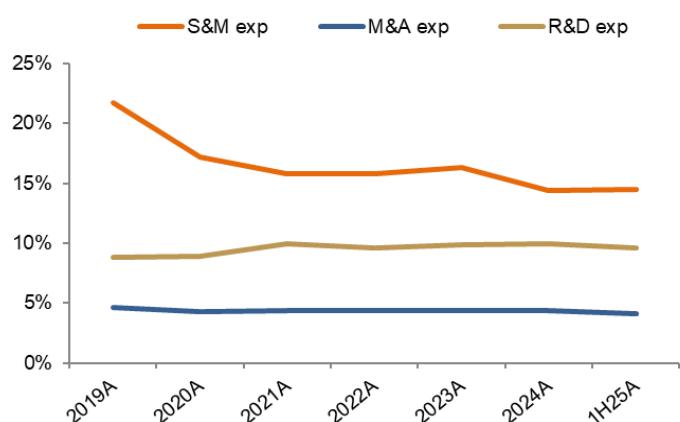
研发投入与运营效率提升双轮驱动, 实现高质量增长。公司长期保持高强度研发投入, 2024年研发支出达37亿元, 占营收比重约10%。公司运营效率显著改善。2019-24年, 公司总体费用率由35%降至29%。

图38: 2024年公司各地区营业收入占比: 海外市场已达45%



资料来源: 彭博; 招商证券(香港)

图39: 2019-24年公司各项费用率保持稳定



资料来源: 彭博; 招商证券(香港)

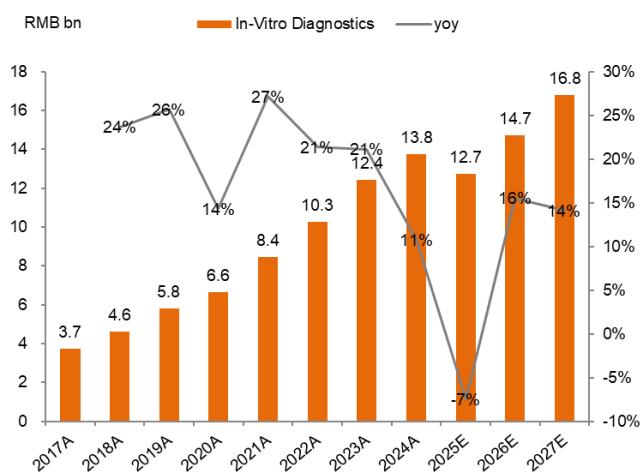
体外诊断业务：国产替代与海外扩张双驱动

迈瑞在IVD领域的业务布局涵盖广泛，为医院、诊所和实验室提供全面的体外诊断仪器、试剂及整体解决方案，通过检测血液、体液、组织等人体样本获取临床诊断信息。其产品覆盖血球、化学发光、生化、血凝、尿液、流式细胞、微生物、糖化血红蛋白八大领域。IVD业务已逐渐成为迈瑞整体增长的主引擎。在国内市场，公司推进化学发光流水线产品、赢得高端医院与区域中心实验室订单，并利用“进口替代+渠道优势”扩大市场占有率。在海外，公司加快本地化布局、强化服务网络、深化中大型样本量客户关系。随着全球IVD市场规模持续扩大，迈瑞保持技术追赶与运营效率下，在IVD领域仍具有较大成长潜力。

公司正加速向“设备+IT+AI”转型，通过自动化流水线与AI技术深度融合，推动实验室的智能化与高效化运营。例如，MT 8000全实验室智能化流水线可连接多学科设备，将实验室运营效率提升40%；AI技术也广泛应用于智能审核、质控和辅助诊断等环节。此外，公司积极拓展新领域，已正式进入分子诊断市场，推出全自动核酸检测系统；临床质谱也在研发布局中。

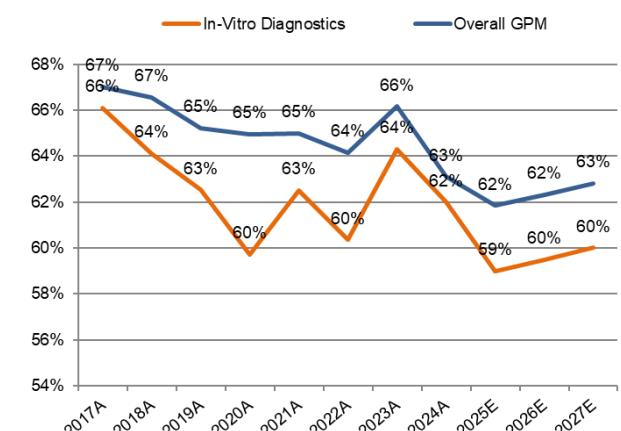
2025年IVD业务收入预计全年高个位数下滑，主要由于集采等政策导致价格承压；套餐解绑、结果互认等医改政策也导致医院部分检验项目检测量有所降低。2026-27年，国内业务随着政策变化导致的边际变化出清以及进口替代下市场份额逐步提升；海外业务通过本地化战略下，公司突破海外高端客户，预计公司IVD业务收入有望恢复增长。毛利率方面，我们估计在经历2025年价格调整导致下滑后，2026-27年由于规模化效应，以及高毛利率的试剂收入占比提升，有望企稳回升。

图40：IVD业务收入预计2026年恢复增长



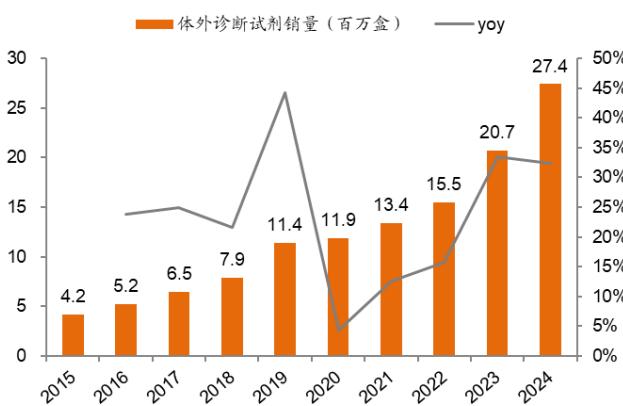
资料来源：彭博；招商证券（香港）

图41：IVD业务毛利率有望于2026年回升



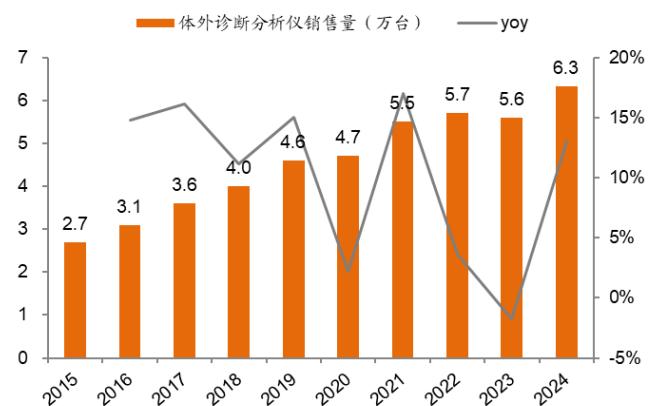
资料来源：彭博；招商证券（香港）

图42: 迈瑞医疗IVD试剂销量呈逐年增长趋势



资料来源：公司公告；招商证券（香港）

图43: 迈瑞医疗IVD分析仪销售量稳健增长



资料来源：公司公告；招商证券（香港）

化学发光免疫检测是IVD中门槛较高、附加值较高的细分领域。过去国内市场长期被罗雅贝西等海外品牌主导，国产化率仅20-30%。迈瑞通过技术迭代和规模扩张，逐步在国内市场取得突破。2024年，迈瑞IVD产线实现营收约137.6亿元，占公司全年总营收的37.5%，成为其营收占比最高的业务板块。

图44: 迈瑞化学发光板块的主要仪器



资料来源：公司官网，招商证券（香港）

图45: 迈瑞医疗MT 8000全实验室智能化流水线



资料来源：公司官网，招商证券（香港）

迈瑞医疗于2021年战略收购IVD原料供应商海肽（HyTest）。HyTest在国际原料市场具有较高声誉，在cTnI（心肌肌钙蛋白I）等标志物原料方面具有行业影响力。通过整合HyTest，迈瑞不仅补强了抗原抗体研发与生产能力，保障了试剂质量与供应链安全，更为其化学发光平台的发展与IVD业务的全球化布局奠定了坚实基础。

图46: HyTest原材料产品覆盖多项检测项目

检测项目	检测标志物
心肌标志物	cTnI、cTnT、NT-proBNP、BNP、Myo、MPO、FABP、Lp-PLA2、D-Dimer、ST2
炎症标志物	PCT、CRP、SAA、IL-6
生育与妊娠	PAPP-A、IGFBP-1、AMH、LH、FSH、PRL
代谢综合征	HbA1c 糖化血红蛋白、Adn 脂联素、TF 转铁蛋白 TFR 转铁蛋白受体、骨钙素 BGP
传染病	COVID-19、甲流、乙流腺病毒、呼吸道合包病毒、副流感、军团杆菌 LPS、柯萨奇病毒 B
肿瘤标志物	CA-125、CA15-3、CA19-9、CA72-4、PSA、HE4、S100、AFP、CEA、NSE、CYFRA21-1
甲状腺标志物	T3、T4、Tg、TgAb、TPOAb、TSH
神经生物学	S100、GFAP、AB42、FABP、NSE
肾脏标志物	胱抑素 C 人血清白蛋白、KIM-1、NGAL、RBP4
兽医标志物	CDV、CPV、CCV、犬 CRP、犬 TSH、猫 SAA、犬 NT-proBNP、犬 T4、犬 Cys C、孕酮、皮质醇、新城疫

资料来源：HyTest公司官网，招商证券（香港）

迈瑞在血球（血液细胞）检测分析业务具备显著优势。血球检测主要用于医院检验科，对血液样本中的各项细胞成分进行定量分析。据华经产业研究院统计，2024年中国血细胞分析仪行业市场规模达到65.95亿元，2018-2024年CAGR为6.9%。市场由迈瑞和希森美康主导，迈瑞市占率超50%，二者合计份额近90%。

迈瑞重点打造了“血常规+CRP（C-反应蛋白）”联检的差异化产品线。自2012年推出BC-5390 CRP实现一分钟五分类+CRP联合检测后，又陆续推出全球首台模块化高速全自动CRP分析仪CRP-M100，以及全球首台台式血细胞与CRP级联分析仪CAL3000。这一系列创新使迈瑞在CRP检测领域形成了鲜明特色，构建了区别于希森美康的独特优势。

图47: 迈瑞医疗推出多款血球检测产品, 适用不同类型医疗客户



太行血液分析流水线

五分类血液细胞分析仪

三分群血液细胞分析仪

资料来源: 公司官网, 招商证券(香港)

在海外市场, 迈瑞采用兼顾并购+本地化+渗透扩张的策略。2023年, 迈瑞收购德国IVD公司德赛诊断(DiaSys Diagnostics)约75%股权, 从而获得其在海外设立的多个生产工厂, 加速海外本地化生产能力与服务能力的提升, 有助于解决IVD试剂运输、保质期限制、关税和物流成本等痛点。公司已披露其海外IVD业务有望覆盖可及市场规模近400亿美元。在国际市场的客户拓展上, 迈瑞在IVD领域已突破约300家全新高端客户, 其中包括约70家第三方连锁实验室。我们预计, 随着德赛诊断供应链协同效应的释放以及海外高端客户渗透率的持续提升, 公司海外IVD业务的销售收入将保持强劲增长, 同时毛利率也有望在规模效应和本地化生产降本的驱动下稳步改善。

生命信息与支持: 国内龙头地位稳固, 海外步入领先行列

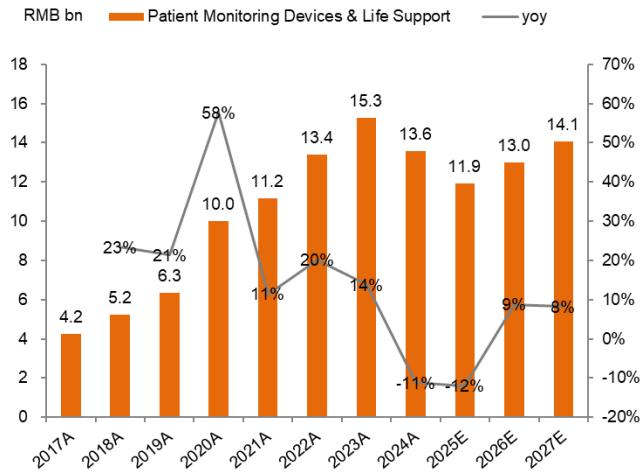
迈瑞医疗在生命信息与支持(Patient Monitoring & Life Support, PMLS)领域的產品与解决方案覆盖十分广泛, 几乎囊括了ICU/OR(手术室)环境里所有关键设备。产品体系包括监护仪、呼吸机、麻醉机、除颤仪、输注泵、手术床/灯/吊塔/吊桥、心电图机, 以及手术室/重症监护室的整体信息化与设备集成方案。凭借从监护到手术全链条的覆盖能力, 公司在PMLS业务线上建立了较为完整的“软硬件+系统+服务与平台”生态优势。2020-24年PMLS业务收入由100.06亿元增长至135.57亿元(CAGR为7.9%)。

生命信息与支持业务在2024-25年面临增长压力, 主要受三方面因素影响: 1) 地方财政预算收紧导致医疗专项债发行规模持续缩减, 直接影响了医院新改扩建项目的进度, 大量医疗新基建项目被迫延期; 2) 医疗行业规范化管理的深入推进, 使得设备采购决策流程更为审慎, 从招标到收入确认的周期延长至约6个月; 3) 疫情期间监护仪、呼吸机等设备需求被提前透支, 医院需要时间消化现有设备库存。

2026-27年, 多个积极因素将推动业务重回增长轨道。主要驱动力来自招标复苏。2024年末以来, 国内医疗设备招标数据持续改善, 这些订单将主要在2026年进入集中交付和收入确认阶段。另外, 迈瑞凭借完善的产品线和强大的渠道能力持续提升市场份额, 其监护仪、麻醉机等核心产品在国内市场的占有率已稳居行业首位。这种市场份额的集中趋势, 叠加进口替代的持续推进, 将为公司带来超越行业平均水平的增长动能。

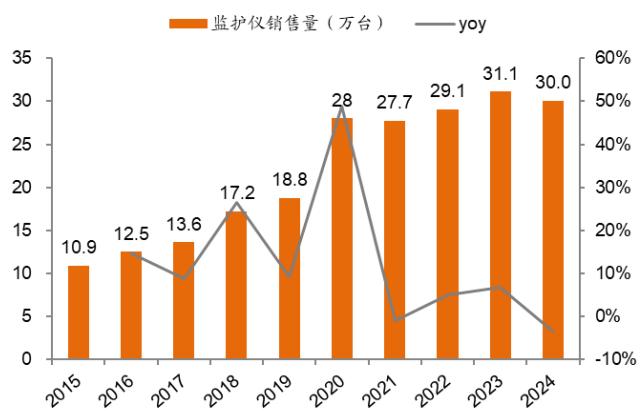
毛利率在2024-25年下滑, 主要受到国内收入承压影响。预计2026-27年, 随着公司推进智能化战略的成效显现, 毛利率有望重回稳健上行通道。

图48: 生命信息与支持业务收入2026年有望恢复增长



资料来源：彭博；招商证券（香港）

图50: 迈瑞医疗监护仪销售量水平近年保持稳定

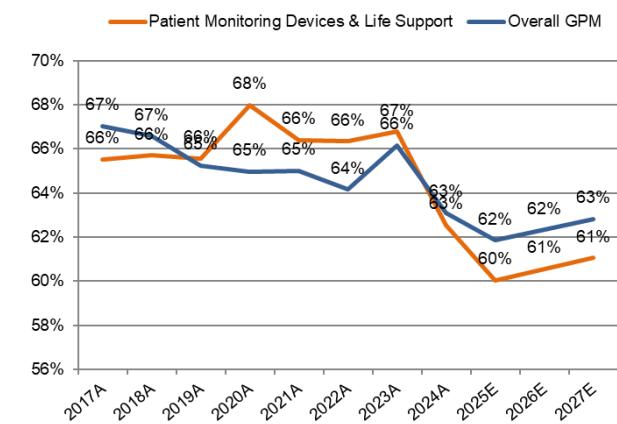


资料来源：公司公告；招商证券（香港）

在国内市场，迈瑞近年来受益于国家在医疗基础设施、重症资源建设、医院设备更新换代等方面的政策驱动。公司多款产品系列稳居国内市场份额领先地位：

- 监护仪：国内市场占有率第一，全球排名前三。技术覆盖高端重症监护到基层转运场景，产品性能对标国际品牌，价格更具性价比，是国内医疗机构首选品牌。
- 麻醉机：国内市场占有率第一，全球排名前三。高端机型如 A9、A8 进入欧美高端医院，中低端机型满足基层需求，技术实力与国际巨头竞争。
- 呼吸机：国内市场排名前三，全球市场占有率稳步提升。SV 系列高端呼吸机获 FDA 认证，进入欧美市场，TV 系列拓展急救转运细分领域，产品性能和稳定性受认可。
- 除颤仪：国内市场占有率领先，尤其在自动体外除颤器（AED）领域，2022 年以 61% 的市场份额占据国内第一，产品自动化程度高，适配不同场景需求。
- 灯床塔：国内市场占有率第一，产品通过国际认证，技术专利领先，为手术室提供一体化解决方案，助力国产替代。

图49: 生命信息与支持业务毛利率及公司整体毛利率2024-25年下滑后，预计2026-27年企稳回升



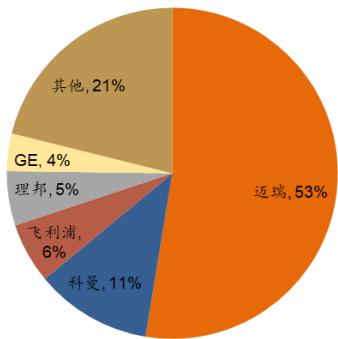
资料来源：彭博；招商证券（香港）

图51: 迈瑞医疗除颤仪销售量疫情后稳健增长



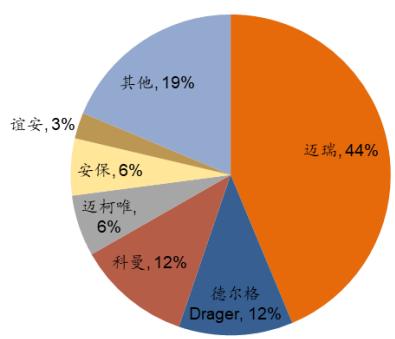
资料来源：公司公告；招商证券（香港）

图52: 1H25监护仪中标市占率, 迈瑞占53%份额



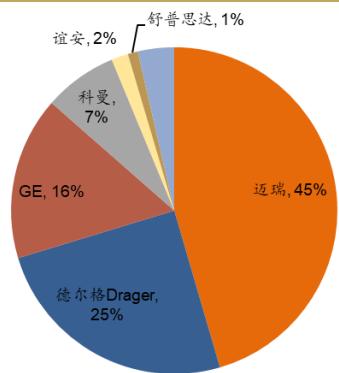
资料来源: 比地招标网; 招商证券(香港)

图54: 1H25呼吸机中标市占率, 迈瑞占44%份额



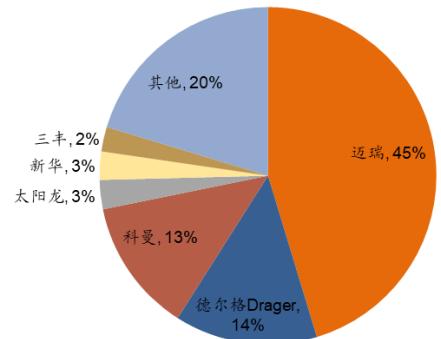
资料来源: 比地招标网; 招商证券(香港)

图53: 1H25麻醉机中标市占率, 迈瑞占45%份额



资料来源: 比地招标网; 招商证券(香港)

图55: 1H25灯床塔中标市占率, 迈瑞占45%份额



资料来源: 比地招标网; 招商证券(香港)

图56: 迈瑞、飞利浦监护仪代表产品对比: 迈瑞在智能化方面性能突出

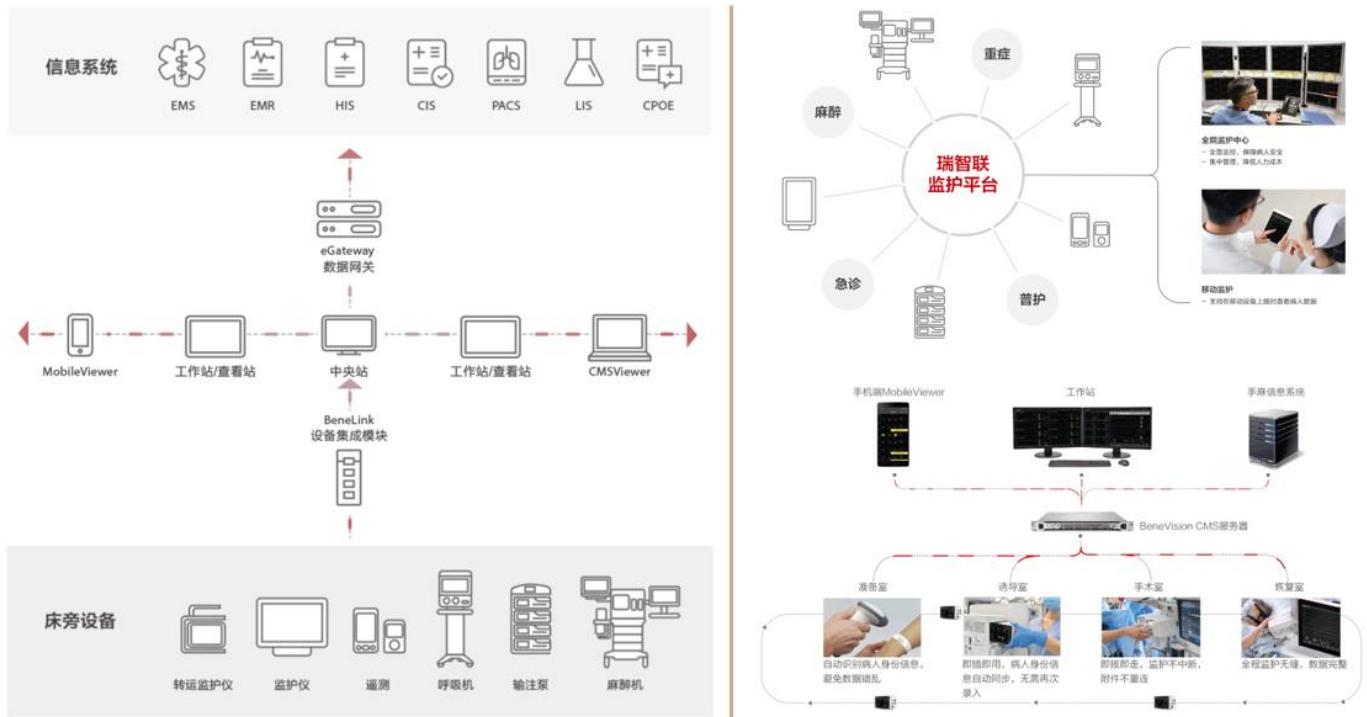
对比维度	迈瑞 BeneVision VMAX	迈瑞 BeneVision N22/N19	飞利浦 IntelliVue MX850	临床意义
产品图				
核心参数				
屏幕尺寸	22寸/19寸可选, 超薄一体化设计	22寸/19寸可选	22寸 固定	迈瑞灵活性更高, 19寸更适合空间紧凑的病房或术中监护; 22寸提供更佳视野
心电(ECG)精度	继承并优化了高端平台的测量算法, 精度与N系列相当或更高	ST段分析精度: 10% QTc准确度: 30ms	ST段分析精度: 15% QTc准确度: 30ms	迈瑞在ST段监测精度更高, 对心肌缺血监测更敏感, 对心血管科室重要
心率响应时间	<8秒	11秒	6.8秒	飞利浦响应更快, 在急救和ICU场景中重要; V MAX作为迈瑞新产品, 在此关键指标上已实现显著提升
气体监测精度				
CO ₂ 精度	<0.30% (维持或优于N系列)	0.30%	0.43%+8%REL	迈瑞精度更高, 呼末二氧化碳监测上基础误差更小
O ₂ 精度	-2%	-2%	2.5%+2.5%REL	均属高精度
Rise Time	<250ms (CO ₂ /N ₂ O)	<250ms (CO ₂ /N ₂ O)	<300ms (CO ₂ /N ₂ O)	迈瑞气体上升时间稍快, 能更快地反映患者每一次呼吸循环中气体浓度的变化
智能化与辅助诊断				
辅助诊断工具	EIA早期恶化指示 (核心) 超声影像实时同屏 (独有) 集成HemoSight等工具	HemoSight: 血流动力学分析 QTView: QT间期延长预警 ST Graphic: ST段图形化	Advanced Event Surveillance: 高级事件监测 ProtocolWatch: 预制临床工作流 ST Map: ST段图形化	侧重点不同: 迈瑞VMAX的智能预警与多模态融合, 提供更前瞻的临床决策支持; 检测血流动力学和药物浓度, 更侧重麻醉深度和循环管理; 飞利浦提供系统性的工作流和事件管理, 强调临床规程和报警管理, 适合标准化流程。
独有监测参数	支持全部N系列参数, 并可能扩展	ICG (胸阻抗) ISO ₂ (组织氧饱和度)	无	迈瑞提供更丰富的监测模块: ICG: 可进行无创心输出量监测, 对无法进行有创操作的患者是重要补充。 ISO ₂ : 用于监测局部组织氧合状态, 对判断局部灌注有意义。
生态互联				
系统生态	BeneVision Hypervisor 中央站 瑞智联生态系统 V Pod 无线监测	BeneVision Hypervisor 中央站 BeneLink (联呼吸机、麻醉机等)	PIC iX中央站 IntelliBridge EC10 (联呼吸机、麻醉机等)	VMAX代表了迈瑞最新的生态理念, 通过V Pod实现无线化、移动化监护, 极大促进患者早期康复; 飞利浦具备成熟稳定的全院级整合方案。

资料来源: 公司官网, 招商证券(香港)

在海外市场, 迈瑞在生命信息与支持业务的高端客户覆盖能力正在逐渐强化。公司已经突破超300家全新高端海外客户, 并在已有高端客户中实现横向产品渗透。高端客户突破不仅体现产品竞争力, 也反映出其配套服务、品牌信任与项目执行能力在国际市场中的认可。

迈瑞在PMLS业务线通过多维度布局未来发展: (1)继续加大微创/手术辅助设备/系统在医院端的渗透, 提升整体解决方案收入比; (2)强化“瑞智联/瑞智平台/医院生态服务”模式, 使设备+系统+应用成为客户锁定和增值服务入口; (3)推动海外本地化建设(营销/服务/维修/合作伙伴网络)以提高竞争壁垒; (4)向智能化、远程化、可穿戴、数据驱动方向演进, 提前布局未来替代路径。我们预计, PMLS业务收入将在高端产品放量、数智化解决方案渗透及海外市场扩张的驱动下实现稳健增长。得益于高附加值业务占比提升、供应链持续优化及规模效应, 毛利率有望企稳上升。

图57：“瑞智联”解决方案通过信息化手段全面升级医院管理



资料来源：公司官网，招商证券（香港）

医学影像：Resona 系列技术突破，驶入高端蓝海市场

医学影像主要通过非侵入方式获取人体内部组织影像以辅助诊断，目前临床应用较广的医学影像设备分为 X 射线成像 (DR)、计算机断层扫描 (CT)、磁共振成像 (MRI) 及超声等。由于成像原理不同，各类设备在临床应用中各有侧重。

图58：各类医学影像检测方式对比

	DR	CT	MRI	超声
影像特点	图像空间分辨率较高，密度差别小的组织分辨率低，组织结构重叠对病变影像显示有影响	密度分辨率较高，可进行密度量化分析，组织结构影像无重叠等，不能整体显示器官结构和病变	组织分辨率高，通常不能整体显示器官结构和病变，检查时间长，易发生伪影	能动态显示器官运动和血流情况；对器官结构和病变的显示没有 CT 和 MRI 清晰
应用部位	胸部、骨关节、结石、肠梗阻等	中枢神经系统、头颈部、胸部、心血管系统、腹盆部及骨骼肌肉等	中枢神经系统、头颈部、乳腺、纵膈、腹盆部、骨骼肌肉、骨髓、微小转移瘤、骨挫伤、关节软骨退变和韧带损伤等	腹部、泌尿系统、妇产科、血管、心脏、其他浅表器官、肌肉骨骼、神经、超声介入、眼部等不适合含气腔器（如肺、消化道及骨骼的检查
安全性、无创性	辐射剂量较高，可导致损伤，孕妇和幼儿慎检	辐射剂量显著高于 X 线	严禁携带任何铁磁性物体，孕妇、幽闭症及部分心脏支架术后者慎检	安全性很高，无创、无辐射，可用于产妇、胎儿等检查
实时性	不能实时动态显示器官运动和血流情况	不能实时动态显示器官运动和血流情况	不能实时动态显示器官运动和血流情况	能动态显示器官运动、胎儿活动和血流情况

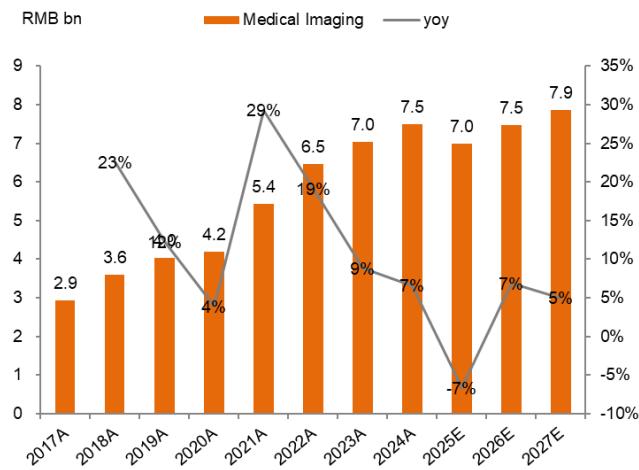
成本	设备价格适中；检查费用适中	设备价格较贵；检查费用较贵	设备价格高昂；检查费用高昂	设备价格经济；检查费用较低，普及性强
便携性	设备体积较大，一般不能移动	设备体积很大，不能移动	设备体积很大，不能移动	灵活方便，推车式可移动，便携式可携带、车载，用于床旁、术中检查等
使用环境要求及维护	需特殊的辐射屏蔽要求	需特殊的辐射屏蔽要求，要求恒温恒湿，维护成本较高	需特殊的电磁屏蔽，要求恒温恒湿，房间较大，液氮作为消耗品需定期填充，维护成本高，用电量大	无特殊的辐射屏蔽要求，占地小，维护成本极低，易推广

资料来源：祥生医疗招股书，招商证券（香港）

迈瑞的医学影像业务目前聚焦于超声与数字 X 射线成像系统（DR）两大领域，产品线覆盖台式与便携式超声、静态与移动 DR 系统。彩色超声设备已成功实现高端化突破，成为医学影像产品线的核心产品。公司医学影像业务始于 2002 年国产首台自主研发的黑白超声，2011 年推出国产中高端台式彩超 DC-8。2013 年迈瑞收购美国超声诊断企业 Zonare，获得域成像技术（ZONE-Sonography），能通过声速补正技术提高影像分辨率，提供高画质影像。通过收购，公司实现高端技术补充，并增强北美销售渠道。吸收 Zonare 技术后，迈瑞推出 Resona 系列高端产品，成为医学影像产品线的核心产品。

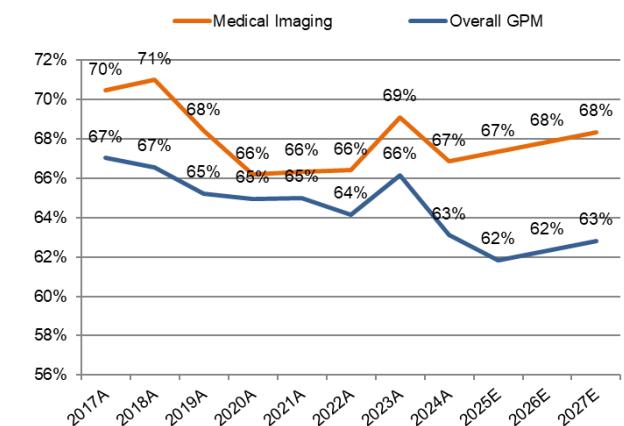
2025 年医学影像业务收入预计全年高个位数下滑，主要受医院采购决策周期延长影响。**2026-27 年**，我们预计凭借超高端产品的持续放量、国际化战略的深入推进以及数智化生态的协同赋能，医学影像业务收入将实现稳健增长。得益于产品结构向高毛利端的优化和规模效应下的成本管控，毛利率有望步入稳步上行通道。

图59: 医疗影像业务收入2026年有望恢复增长



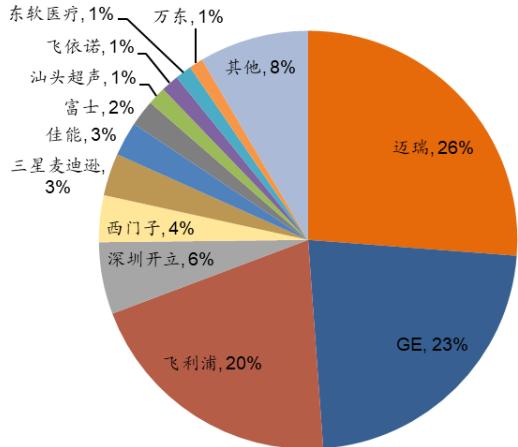
资料来源：彭博；招商证券（香港）

图60: 医疗影像业务毛利率高于公司整体毛利率2024年下滑后，预计2025-27年企稳回升



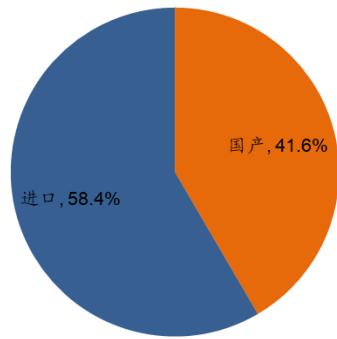
资料来源：彭博；招商证券（香港）

图61: 国内超声影像诊断设备1Q25市场份额(销售额): 迈瑞占26%



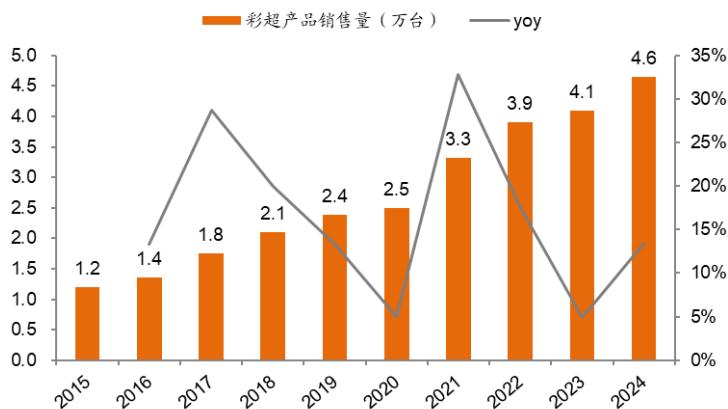
资料来源：高端医械院数据中心；招商证券（香港）

图62: 超声影像诊断设备1Q25销售额TOP15品牌中国产占比41.6%



资料来源：高端医械院数据中心；招商证券（香港）

图63: 迈瑞医疗彩超产品销售量持续增长



资料来源：公司公告，招商证券（香港）

电生理与血管介入：从设备扩展到治疗耗材的战略跃迁

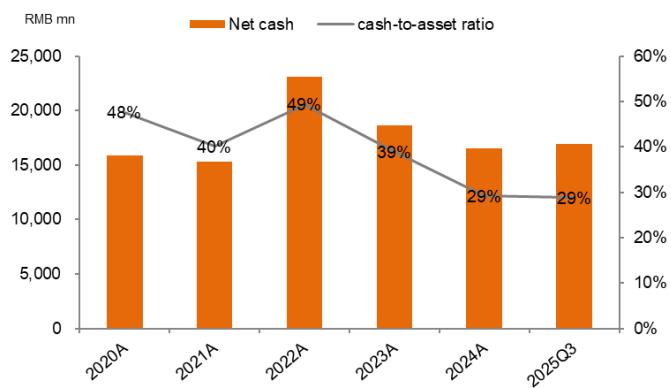
迈瑞近年来正积极推动三大主要业务之外的“第二增长曲线”培育，重点聚焦微创外科和心血管介入器械耗材两大方向。依托公司在设备制造与临床渠道上的积累，逐步向“诊治闭环解决方案提供者”转型，实现向“设备+耗材”的医疗器械领域全链条渗透。

由于注册临床验证周期长，高值耗材领域进入门槛较高。从产业角度看，介入类耗材是全球医疗器械细分领域中增长较快的板块之一。为加速进入该领域，迈瑞于2024年以66.5亿元人民币控股收购了中国电生理、血管介入耗材领域龙头公司惠泰医疗，纳入迈瑞业务体系。惠泰医疗是中国电生理、血管介入耗材领域龙头公司。2024年，惠泰营收为20.66亿元，同比+25%；公司毛利率和净利率分别为72.3%、32.6%。电生理与血管介入业务有望成为公司未来数年新的增长来源。

财务分析

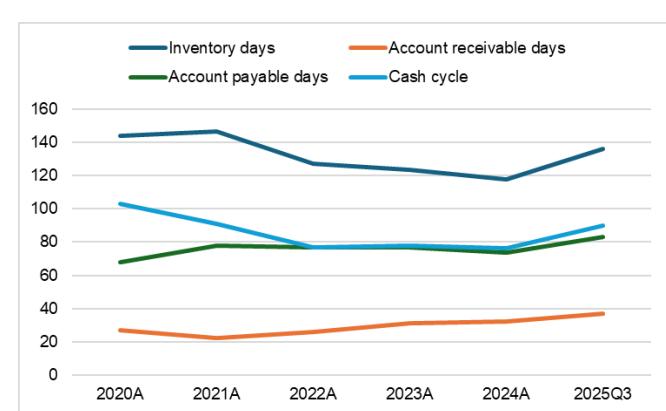
公司现金资产充裕，营运能力基本保持稳定。2020以来，公司在手现金及现金等价物基本保持在150亿元人民币以上，资产结构稳健。营运能力方面，2020-24年公司营运效率有所提升，2025年由于国内收入确认周期延长，现金周转周期相应变长。

图 64：公司现金资产充裕



资料来源：彭博、招商证券（香港）

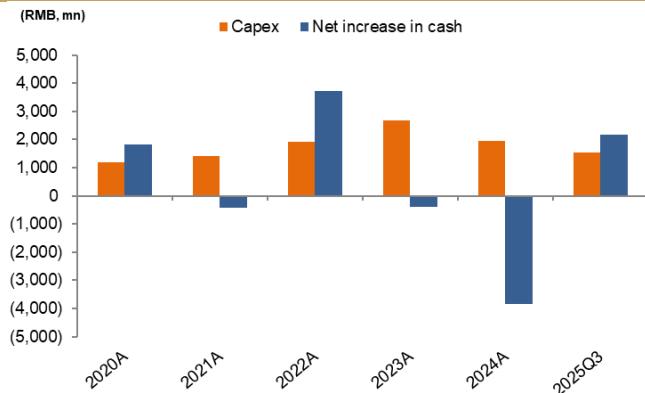
图 65：公司营运能力基本保持稳定



资料来源：彭博、招商证券（香港）

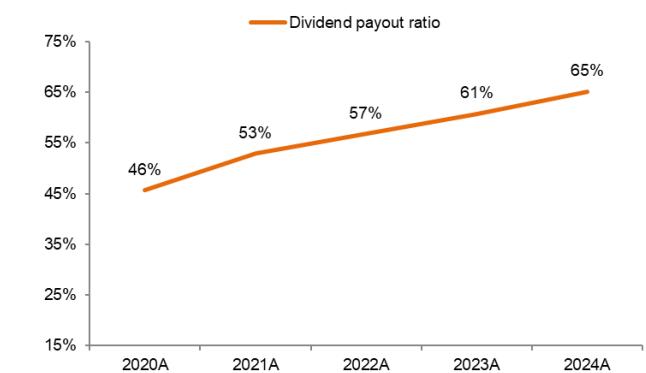
公司在2021、2023与2024年因收并购产生较大现金流出。股利支付比例逐渐上升，在2024年达到65%。

图 66：公司 Capex 保持正常水平



资料来源：彭博、招商证券（香港）

图 67：公司股利支付比例上升至65%



资料来源：彭博、招商证券（香港）

盈利预测

按公司的核心业务板块分别进行盈利预测，核心假设为：

生命信息与支持板块：公司在新冠疫情期间为国内外紧急提供了大量生命信息与支持类产品，2024年收入双位数下滑，预计2025年收入延续下降趋势，2026-27年恢复高个位数增长。毛利率预计在2025年下滑2.5pcts，2026-27年稳健上升。

体外诊断板块：国内IVD业务在2025年收到集采等政策影响，预计收入高个位数下滑，2026-27年国内收入重新恢复双位数增长；海外IVD收入预计2025-27年保持双位数增长。预计毛利率2025年因集采降价导致下滑后，2026-27年稳健上升。

医学影像板块：医学影像业务在疫情后伴随医疗新基建提振收入后~~24.02~~增长放缓，预计2025年中个位数下滑，2026-27年中个位数增长。由于高端产品系列的提升，预计毛利率水平逐渐提升。

电生理与血管介入（惠泰医疗）：随着新产品PFA放量与电生理渗透率提升，惠泰医疗公司收入预计2025-27年保持高双位数增长。预计毛利率水平逐渐提升。

费用率：随着公司销售规模的进一步显现以及降本增效水平的提升，预计2025-2027年公司销售费用率基本维持在14.5%左右，管理费用率维持在4.5%左右，研发费用率维持在10.0%左右。

图68：公司各版块收入与毛利预测（十亿元人民币）

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
Overall	Rev	34.9	36.7	33.9	38.1	42.3
	YoY	15.0%	5.1%	-7.7%	12.4%	10.9%
	GPM	66.2%	63.4%	61.8%	62.3%	62.8%
生命信息与支持	Rev	15.3	13.6	11.6	12.7	13.8
	YoY	13.8%	-11.1%	-11.5%	9.7%	8.2%
	GPM	66.8%	62.6%	60.1%	60.6%	61.1%
IVD	Rev	12.4	13.8	12.7	14.8	17.0
	YoY	21.1%	10.8%	-7.5%	16.1%	14.7%
	GPM	64.3%	62.0%	59.0%	59.5%	60.0%
医学影像	Rev	7.0	7.5	6.7	7.2	7.6
	YoY	8.8%	6.6%	-11.2%	8.0%	5.6%
	GPM	69.1%	66.9%	67.4%	67.9%	68.4%
电生理与血管介入	Rev	-	1.4	2.4	2.9	3.4
	YoY	-	-	-	19.6%	18.4%
	GPM	-	72.3%	72.8%	73.3%	73.8%
其他	Rev	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5
	YoY	-27.7%	116.9%	3.0%	3.0%	3.0%
	GPM	33.4%	42.0%	42.0%	42.0%	42.0%

资料来源：公司公告，彭博，招商证券（香港）

图69：招商国际与市场预测

百万元人民币	招证预测			市场共识			差异		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Revenue	33,956	38,051	42,076	36,432	40,975	46,550	-7%	-7%	-10%
Gross profit	20,987	23,707	26,420	22,606	25,484	29,055	-7%	-7%	-9%
Operating profit	11,682	13,279	14,888	12,105	13,769	15,809	-3%	-4%	-6%
Net profit	10,184	11,577	12,982	10,709	12,015	13,826	-5%	-4%	-6%
EPS (RMB)	8.41	9.56	10.72	9.26	10.53	11.92	-9%	-9%	-10%
GPM	61.81%	62.30%	62.79%	62.05%	62.20%	62.42%	-0.24ppt	0.11ppt	0.38ppt
OPM	34.40%	34.90%	35.38%	33.23%	33.60%	33.96%	1.18ppt	1.29ppt	1.42ppt
NPM	29.99%	30.43%	30.85%	29.39%	29.32%	29.70%	0.60ppt	1.10ppt	1.15ppt

资料来源：彭博，招商证券（香港）

估值评级

迈瑞医疗是国内少有的集多产线研发、制造、销售为一体的平台型医疗器械公司，估值方面，针对公司各业务产线采用分部估值法，通过对各业务产线的市场空间和未来公司市场份额进行预测加总得到公司整体估值。

国内市场中，根据公司各业务产线 2024 年收入情况，估计监护仪、除颤仪、麻醉机和呼吸机的公司所占市场份额分别约为 50%、20%、45% 和 30%；血球和免疫诊断的公司所占市场份额分别约为 45% 和 10%；医疗影像的公司市场份额约为 17%。根据 2024-2030 年各行业的年复合增长率假设与公司份额假设，估计 2030 年监护仪、除颤仪、麻醉机和呼吸机的公司收入分别达到约 28 亿、21 亿、17 亿和 14 亿元；血球和免疫诊断的公司收入分别达到约 46 亿和 65 亿元；医疗影像的公司收入达到约 67 亿元，三大产线收入总计约 259 亿元。

海外市场中，估计公司 2024 年生命信息与支持、体外诊断和医疗影像业务的市场份额分别约为 4%、1% 和 6%。根据 2024-2030 年各行业的年复合增长率假设与公司份额假设，估计 2030 年生命信息与支持、体外诊断和医疗影像的公司收入分别达到约 17 亿、20 亿、8 亿美元，三大产线收入总计约 45 亿美元（约合 320 亿元）。

新兴业务中，估计公司 2024 年电生理、血管介入、微创外科、兽用器械和骨科耗材业务的市场份额分别约为 5%、9%、1%、1% 和 0.5%，根据 2024-2030 年各行业的年复合增长率假设与公司份额假设，估计 2030 年电生理、血管介入、微创外科、兽用器械和骨科耗材业务的公司收入分别达到约 15 亿、25 亿、8 亿、8 亿、7 亿元，新兴业务收入总计约 63 亿元。

综上，预计 2030 年公司国内与海外收入规模合计将达到约 642 亿元。

图70：预测迈瑞医疗2030年总收入超600亿元

业务	2024年			2030年(预测)			2024-2030年CAGR	
	市场规模(亿元)	公司份额	公司收入(亿元)	市场规模(亿元)	公司份额	公司收入(亿元)	行业规模	公司收入
监护仪	40	50%	20	54	53%	28	5%	6%
除颤仪	53	20%	11	94	22%	21	10%	12%
麻醉机	24	45%	11	38	50%	19	8%	10%
呼吸机	30	30%	9	43	34%	14	6%	8%
血球	65	45%	29	92	56%	52	6%	10%
免疫诊断	330	10%	33	442	17%	76	5%	15%
医疗影像	200	17%	34	354	22%	79	10%	15%
三大产线总计	742	20%	147	1117	26%	290	7%	12%
三大产线-海外	2024年			2030年(预测)			2024-2030年CAGR	
业务	市场规模(亿元)	公司份额	公司收入(亿元)	市场规模(亿元)	公司份额	公司收入(亿元)	行业规模	公司收入
生命信息与支持	270	4%	11	322	6%	19	3%	10%
体外诊断	870	1%	9	1166	2%	20	5%	15%
医疗影像	81	6%	5	97	8%	8	3%	8%
三大产线总计	1221	2%	24	1585	7%	47	4%	12%
新业务-国内	2024年			2030年(预测)			2024-2030年CAGR	
业务	市场规模(亿元)	公司份额	公司收入(亿元)	市场规模(亿元)	公司份额	公司收入(亿元)	行业规模	公司收入
电生理(惠泰医疗)	100	5%	5.0	231	6%	15	15%	20%
血管介入(惠泰医疗)	120	9%	10.8	213	12%	25	10%	15%
微创外科	340	1%	3.4	602	1%	8	10%	15%
兽用器械	300	1%	3.0	658	1%	8	14%	18%
骨科	530	0.5%	2.7	1226	1%	7	15%	18%
新业务合计	1390	2%	24.9	2931	2%	63	13%	17%

资料来源：公司公告，招商证券（香港）预测

DCF 估值

基于 DCF 估值，公司市值 3,894 亿元，对应每股价格 322 元。

图 71：迈瑞医疗 DCF 估值

(RMB, mn)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
Operating profit	13,112	11,658	13,292	14,951	16,816	18,909	21,068	22,946	24,876	26,845	28,835	30,828
Effective tax rate	9.8%	11.8%	13.8%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
NOPAT	11,823	10,279	11,454	12,708	14,293	16,073	17,908	19,504	21,145	22,818	24,509	26,204
Less: Capex & Intangibles	1,959	1,558	1,671	1,795	1,991	2,208	2,427	2,644	2,866	3,093	3,322	3,552
As % of revenue %	5.3%	4.6%	4.4%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
Add: D&A	1,339	1,675	1,750	1,826	2,025	2,246	2,468	2,688	2,915	3,145	3,378	3,612
As % of revenue %	3.6%	4.9%	4.6%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
Less: Increase in working capital	1,167	197	638	626	694	770	847	922	1,000	1,079	1,159	1,239
As % of revenue %	3.2%	0.6%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Free cash flow	10,035	10,198	10,895	12,113	13,633	15,340	17,103	18,627	20,194	21,792	23,407	25,025
Discount year	0.33	1.33	2.33	3.33	4.33	5.33	6.33	7.33	8.33	9.33	10.33	
Discount factor	0.98	0.91	0.85	0.79	0.74	0.69	0.64	0.60	0.56	0.52	0.49	
PV of FCF	9,963	9,925	10,288	10,796	11,327	11,775	11,957	12,087	12,161	12,180	12,142	
Discount rate	7.3%											
Discount year	2025											
Terminal rate	2.0%											
Terminal value (TV)	486,207											
PV of the Terminal Value	235,893											
Enterprise value	348,352											
Cash and cash equivalents	38,318											
Equity investment	197											
Debt value	121											
Financials/non-operating items	2,687											
Equity value (RMB mn)	389,433											
Total shares outstanding (mn)	1,211											
Fair value per share (Rmb)	321.5											
Risk free rate (%)	2.5%											
Risk premium (%)	5.0%											
Equity beta (x)	1.1											
Cost of equity (%)	8.0%											
Cost of debt (%)	5.0%											
Marginal tax rate (%)	15.0%											
% of debt financing	20.0%											
WACC	7.3%											

资料来源：公司官网，招商证券（香港）预测

相对估值

根据以上假设，我们预计公司2025-2027年实现营业收入339.03/381.02/422.60亿元，同比-7.7%/+12.4%/+10.9%；归母净利润100.50/113.32/126.03亿元，同比-14%/+13%/+11%；EPS为8.30/9.36/10.41元。对应PE分别为26/23/20倍。可比公司（雅培、赛默飞、罗氏、丹纳赫、西门子医疗、碧迪、因美纳、生物梅里埃、新产业、安图生物）2025-27年EPS（市场一致预期）复合增速的平均值为10.5%。对比罗氏、雅培、丹纳赫、西门子等海外医疗器械龙头企业，由于收入主要来自相对成熟的发达国家市场，相比之下，迈瑞收入主要来自中国及ROW等高增长地区，营收与净利润有望保持快速增长趋势。我们估计迈瑞医疗2025-27年EPS复合增速平均值有望达到为12.0%，复合增速高于可比公司。给予公司**2026年28倍PE**，**对应目标价262元**。

图72：可比公司估值对比

公司	代码	市值 (百万美元)	EPS				P/E		
			2025E	2026E	2027E	CAGR 2025-27	2025E	2026E	2027E
雅培	ABT US	214,959	5.16	5.68	6.30	10.5%	23.98	21.77	19.63
赛默飞	TMO US	213,173	22.74	24.67	27.08	9.1%	24.96	23.00	20.95
罗氏	ROG SW	210,892	19.73	20.65	21.52	4.4%	13.12	12.54	12.03
丹纳赫	DHR US	152,134	7.72	8.42	9.24	9.4%	27.91	25.59	23.31
西门子医疗	SHL GR	54,561	2.42	2.52	2.83	8.2%	20.02	19.19	17.09
碧迪	BDX US	51,223	14.38	14.91	16.07	5.7%	12.43	11.99	11.12
因美纳	ILMN US	18,877	4.65	4.96	5.66	10.3%	26.54	24.89	21.83
生物梅里埃	BIM FP	13,209	4.40	4.95	5.59	12.7%	25.36	22.53	19.97
新产业	300832 CH	6,732	2.29	2.69	3.173	17.8%	26.66	22.69	19.07
安图生物	603658 CH	3,087	2.14	2.51	2.90	16.3%	17.96	15.32	13.18
		平均	4.61	4.99	5.42	10.5%	21.79	20.19	18.24
<hr/>									
迈瑞医疗			300760 CH	36,618	8.30	9.36	10.41	13.3%	24.86
								招证预测	招证预测
								22.05	19.83

资料来源：彭博，招商证券（香港）预测

综合DCF与相对估值，给予公司股价**292元**，对应市值**3,536亿元**，首次覆盖，给予增持评级。

风险提示：1) 新品研发失败风险，2) 竞争加剧风险，3) 政策变化超预期风险，4) 降价导致毛利率不及预期风险，5) 海外市场拓展不及预期。

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
非流动资产	21,065	30,997	30,880	30,800	30,770
物业、厂房及设备	5,490	7,086	7,931	8,758	9,568
土地使用权租赁预付款	-	-	-	-	-
无形资产	2,225	6,723	5,907	5,125	4,390
其他	13,350	17,188	17,042	16,918	16,812
流动资产	26,875	25,647	29,692	57,669	62,642
库存	3,979	4,757	4,887	5,420	5,932
贸易应收款项	3,295	3,219	3,471	3,901	4,327
其他应收款	2	6	6	6	6
现金及现金等价物合计	18,787	16,644	20,308	47,322	51,357
其他	813	1,020	1,020	1,020	1,019
总资产	47,940	56,644	60,572	88,469	93,412
流动负债	10,103	10,427	10,611	10,936	11,248
贸易应付款项	2,690	2,793	2,976	3,301	3,613
其他应付款项	105	115	115	115	115
合同负债	1,973	2,166	2,166	2,166	2,166
应付所得税	653	428	428	428	428
应付职工薪酬	2,267	2,447	2,447	2,447	2,447
其他	2,414	2,793	2,976	3,301	3,613
非流动负债	4,491	5,458	5,458	5,458	5,458
长期应付职工薪酬	2,943	3,298	3,298	3,298	3,298
其他	1,548	2,160	2,160	2,160	2,160
股东资金	33,346	40,758	44,503	72,076	76,706
少数股东权益	261	4,902	5,168	5,465	5,794
负债及股东权益合计	47,940	56,644	60,572	88,469	93,412

现金流量表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	11,062	12,432	11,110	11,426	12,271
税前盈利	11,578	11,740	10,204	11,372	12,618
折旧与摊销	896	1,339	1,675	1,750	1,826
财务费用	(217)	97	(572)	(1,058)	(1,547)
营运资金变化	(2,294)	(1,167)	(197)	(638)	(626)
其他	1,099	423	(0)	0	0
投资活动现金流	(693)	(7,383)	(1,558)	(1,671)	(1,795)
购买物业、厂房及设备	(2,689)	(1,959)	(1,558)	(1,671)	(1,795)
购买土地使用权	-	-	-	-	-
购买无形资产	-	-	-	-	-
购买短期投资，净额	-	-	-	-	-
收取利息	-	-	-	-	-
其他投资	1,996	(5,424)	0	0	0
筹资活动现金流	(10,776)	(8,882)	(5,888)	17,259	(6,441)
发行股票	79	79	0	23,400	0
派息	(10,670)	(8,843)	(6,460)	(7,199)	(7,988)
其他	(185)	(117)	572	1,058	1,547
期初现金	18,974	18,668	14,908	18,572	45,586
汇兑差额	101	72	0	0	0
期末现金	18,668	14,908	18,572	45,586	49,621

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

利润表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
合并收入	34,932	36,726	33,903	38,102	42,260
销售成本	(11,821)	(13,548)	(12,955)	(14,368)	(15,726)
毛利	23,111	23,178	20,948	23,734	26,534
(-) 销售及管理费用合计	(6,069)	(5,683)	(5,247)	(5,896)	(6,540)
行政开支	(366)	(401)	(370)	(416)	(461)
销售成本	(5,703)	(5,283)	(4,877)	(5,481)	(6,079)
(-) 研发费用	(3,433)	(3,666)	(3,384)	(3,803)	(4,218)
(+/-) 其他净收入	(366)	(401)	(370)	(416)	(461)
EBITDA	12,982	13,568	12,516	14,125	15,760
折旧和摊销合计	896	1,339	1,675	1,750	1,826
EBIT	12,086	12,229	10,841	12,375	13,935
(+/-) 财务开支净额	855	400	369	415	460
(+/-) 摊占合营及联营公司	(10)	69	66	74	81
利润	(11)	(17)	(49)	(37)	(59)
税前利润	13,011	13,020	11,573	13,197	14,845
(-) 税项	(1,433)	(1,280)	(1,369)	(1,825)	(2,227)
净利润	11,582	11,668	9,938	11,075	12,289
(-/+) 少数股东权益	(4)	71	266	297	329
股东应占净利润	11,582	11,668	9,938	11,075	12,289
经调整净利润	11,434	11,442	9,745	10,860	12,051
全面摊薄每股盈利(人民币元)	9.56	9.63	8.20	9.14	10.15

主要财务比率

	2023	2025E	2026E	2027E
年成长率 (%)				
合并收入	15%	5%	-8%	12%
毛利	19%	0%	-10%	13%
经调整净利润	20%	0%	-15%	11%
获利能力 (%)				
毛利率 (%)	66%	63%	62%	63%
经调整净利润率 (%)	33%	31%	29%	29%
ROE	35%	31%	23%	19%
ROA	24%	22%	17%	15%
营运能力				
库存周转天数	124	118	138	138
应收账款周转天数	31	32	37	37
应付账款周转天数	77	74	84	84
现金周转天数	78	76	91	91
偿债能力				
自由现金流(人民币百万元)	15,800	16,531	16,073	17,913
资产负债率 (%)	30%	28%	27%	19%
				18%

2025年11月7日(星期五)

公司報告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

新产业(300832 CH)

集采影响渐次出清，国产龙头乘风破浪再起航

- 增长预期：**海外市场凭借本土化网络与产品结构优化，预计未来三年收入增速将维持在20%以上；国内市场随集采等影响逐步出清及检测需求增长，收入增速有望恢复至10%-20%区间。集采冲击进入尾声，行业价格压力有望在2025Q4-2026Q1年逐步出清。
- 长期竞争格局：**集采后进口品牌渠道利润收缩，国产品牌凭借更优利润分配吸引优质经销商；同时公司依托X8、T8等高端设备提升三甲覆盖率，进一步推动三级医院市场的进口替代进程。
- 长期盈利增长前景支撑估值合理性，首予增持评级，将目标股价定为72元**

短期增长动能明确

在海外市场，公司凭借成熟的本土化网络与持续优化的产品结构，预计未来三年海外收入增速仍将维持在20%以上。国内市场随着医疗器械专项整治、集采及DRG等政策的密集影响逐步被市场消化，以及人口老龄化与检测项目扩容带来的刚性需求提升，我们预计国内收入增速有望从低位恢复至10%-20%的区间。

中期成长逻辑升级为“高端突破”驱动“进口替代”

公司战略聚焦高端市场与高端产品，以MAGLUMI X8等高速机及SATLARS T8全实验室流水线突破三级医院，截至2025年上半年，公司三甲医院覆盖率达到63.51%，为后续试剂销售奠定基础。集采拉平试剂价格后，进口品牌渠道利润收缩；而公司凭借更优利润分配形成“渠道优势逆转”，持续吸引优质经销商，加速进口替代进程。我们预期集采影响将于25Q4-26H1逐步出清，行业环境趋于明朗。

长期路径清晰，平台化与国际化并进

公司依托化学发光领域构建的研发与渠道平台，横向拓展生化、凝血等产品线，为全实验室自动化流水线放量做好准备。国际化战略已步入收获期，海外业务保持快速增长，印度子公司的成功本土化经验正逐步复制至其他区域，全球化扩张潜力可观。

投资建议：预计公司2025-27年收入同比+4%/+18%/+16%，净利润同比-10%/+23%/+20%，EPS预测值2.09、2.57和3.09元，现价对应PE29/24/20倍。给予公司2026年28倍PE，对应目标价72元，首次覆盖，给予增持评级。

主要风险因素包括：1) 新品研发失败风险，2) 竞争加剧风险，3)控费政策超预期风险，4)降价导致毛利率不及预期风险，5)海外市场拓展不及预期。

盈利预测及估值

人民币百万元	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
收入	3,930	4,535	4,724	5,551	6,430
同比	29%	15%	4%	18%	16%
毛利润	2,867	3,269	3,223	3,844	4,536
净利润	1,654	1,828	1,646	2,021	2,431
同比	25%	11%	-10%	23%	20%
每股盈利(元)	2.11	2.33	2.09	2.57	3.09
P/S(x)	12	11	10	9	7
P/E(x)	29	26	29	24	20
ROE	24%	23%	18%	20%	21%

资料来源：公司资料、招商证券(香港)预测

陈铸鸿, PhD

+852 3189 6354

jonahchen@cmschina.com.hk

谭震, PhD

+852 3189 6288

zhentan@cmschina.com.hk

陈泓道

+852 3189 6142

georgechen@cmschina.com.hk

与市场的预期差

市场过度聚焦国内集采的短期价格压力，而严重低估了公司在海外高质量本土化扩张与国内高端市场“渠道逆转”加速进口替代所带来的巨大业绩弹性。

增持

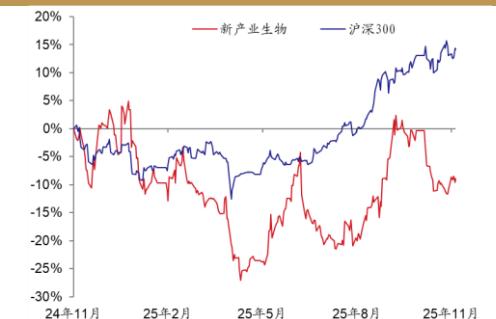
股价

61元

12个月目标价(上涨/下跌空间)

72元(+18%)

行业表现



来源：彭博

%	1m	6m	12m
300832 CH	(8.6)	17.4	(7.4)
沪深 300	1.1	20.6	14.4

行业：医药医疗

沪深 300 (2025年10月28日) 4,693.4

MSCI 中国医疗指数 (2025年10月28) 205.6

重要数据

52周股价区间(元) 205-296

公司市值(十亿元) 249

日均成交额(百万元) 2,071

主要股东 西藏新产业投资管理有限公司 26.88%

饶微 13.77%

天津红杉聚业股权投资合伙企业 10.62%

翁先定 3.18%

饶捷 3.11%

资料来源：公司、彭博

公司成立于1995年，专注于体外诊断行业30年，主要从事研发、生产及销售系列全自动化学发光免疫分析仪器及配套试剂，是国内该领域的领先者。公司于2020年在创业板上市，现已建立了纳米磁性微球研发、试剂关键原料研发、全自动诊断仪器研发及诊断试剂研发四大技术平台。新产业生物是中国第一家拥有“免疫磁性微球”专利并将其作为化学发光系统关键分离材料的公司，国内外累计装机量及试剂项目数量均处于国产领先地位。

图73: 新产业公司发展历程



资料来源：公司官网，招商证券（香港）

图74: 新产业公司深耕化学发光赛道，积极布局生化诊断、凝血检测和电解质分析



资料来源：公司官网，招商证券（香港）

设备性能持续升级，助推高端市场突破。自2019年起，公司陆续推出新一代全自动化学发光仪器X系列。其中，MAGLUMI X8凭借全球领先的检测通量，打开高端医院市场。随后，公司于2021年3月及2022年11月分别推出200速的MAGLUMI X3与450速的MAGLUMI X6，逐步完善了低、中、高速仪器产品布局，赢得了海内外用户的广泛认可。近期，公司进一步推出更高通量（1000测试/小时）的MAGLUMI X10，实现检测效率与自动化水平的再提升，持续巩固在高端市场的竞争力。

图75: 公司开发多款化学发光分析仪, 满足各类用户检测需求

型号	样本位 (个)	试剂位 (个)	单机测试速度 (测试/小时)	产品特点
MAGLUMI X10	300	50	1,000	<ul style="list-style-type: none"> X系列旗舰机型, 2025年6月获批 “千速”级分析仪, 旨在极大提升检测效率 具备MPC微量超精密控制加样技术和三零稳态清洗技术, 提升检测精准度并降低污染 支持全开放式静态试剂仓, 实验中可随时连续加载试剂
MAGLUMI X8	300	42	600	<ul style="list-style-type: none"> 全球测速率先达到600T/H的化学发光免疫仪器之一 累计装机量达4,300台(截至2025年上半年) 可接入TLA系统(全实验室自动化系统)
MAGLUMI X6	112	30	450	可与同型号、生化、电解质仪组合, 兼容全实验室自动化
MAGLUMI X3	72	20	200	可与同型号、生化仪组合, 后续可兼容实验室自动化
MAGLUMI 4000 Plus	144	25	280	支持自动化系统
MAGLUMI 2000 Plus	144	25	180	支持自动化系统
MAGLUMI 2000	144	15	180	支持自动化系统
MAGLUMI 800	40	9	180	支持自动化系统

资料来源: 公司官网, 招商证券(香港)

公司化学发光检测试剂菜单持续丰富, 检测能力不断提升。截至2024年底, 公司已在国内取得193项化学发光试剂医疗器械注册证; 在海外市场, 特别是在欧盟地区, 截至2025年8月20日, 公司已累计获得211项化学发光试剂CE认证, 国际化布局稳步推进。公司通过自建抗体研发平台, 实现了关键原料的自主供应, 并在小分子检测等高难度领域取得重要突破, 进一步巩固了试剂性能与成本优势。预计未来随着检测菜单的进一步丰富, 公司将为国内外客户提供更全面的临床解决方案。(具体各类化学发光检测项目数量, 参考报告上文行业分析部分)

图76: 新产业小分子夹心法兼具适用于小分子物质的测量、信号强度与分析物浓度成正比的优势

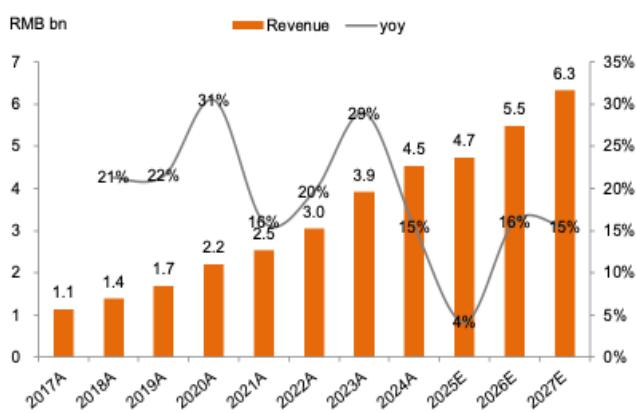


资料来源: 龙师兄实验室公众号, 招商证券(香港)

公司业绩多年来稳健增长，海外业务对业绩拉动作用明显。2019-2024年，公司营业收入及归母净利润的复合增速分别为21.94%和18.78%。2025年上半年，公司实现营业收入21.85亿元，同比下滑1.18%；归母净利润7.71亿元，同比下降14.62%。分地区来看，公司国内业务自2024年下半年开始受到集采执行、DRG、拆套餐深化等因素影响，增速放缓。公司海外业务蓬勃发展，2025年上半年海外收入体量已达到整体收入的43.6%。我们预计海外收入增速仍将高于国内业务，对整体业绩形成拉动作用。分产品来看，公司X系列化学发光仪器性能优异，拥有较高性价比优势。随着公司在国内逐步替换进口品牌存量仪器，以及在海外不断拓展新的市场和客户，近年来仪器及配套软件营业收入占比不断提升。

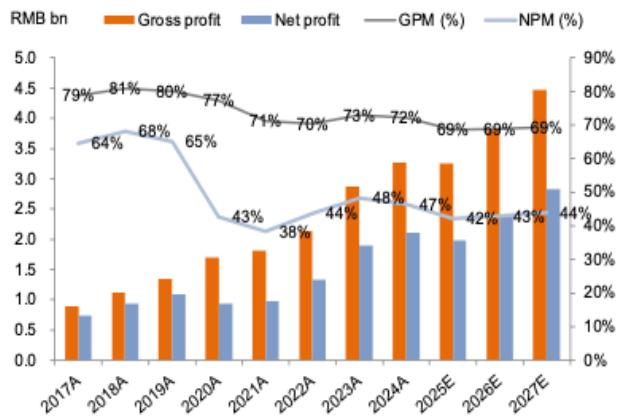
展望未来三年，我们预期海外收入仍将保持20%以上快速增长。公司在发展中国家市场深耕多年，并逐渐拓展发达国家市场份额，建立了较好的品牌认可度。预计随着国内带量采购、DRG等影响的边际效应逐渐减弱，考虑到人口老龄化、更多检测项目带动新的检测需求仍将带动检测量的提升，国内收入将重新恢复到10-20%的增速。

图77：新产业公司收入预计2026年恢复双位数增长

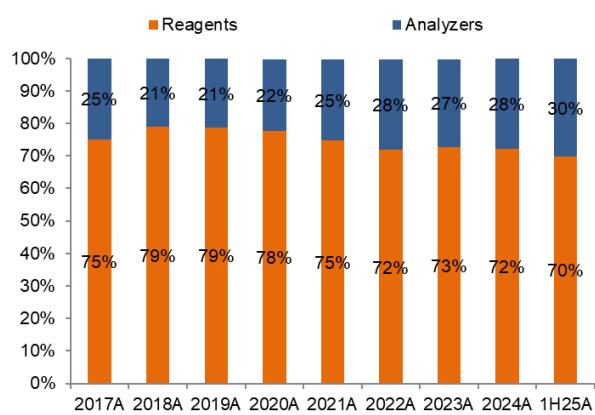


资料来源：彭博；招商证券（香港）

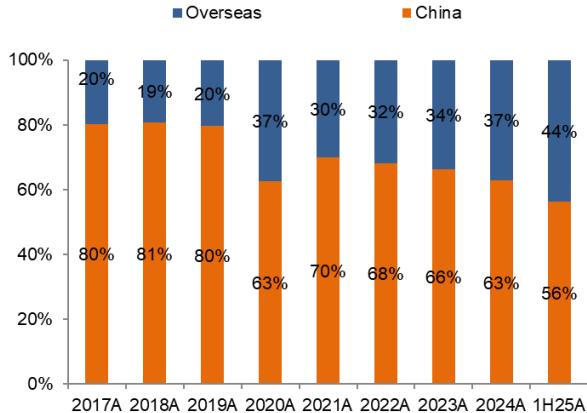
图78：新产业公司毛利率、归母净利率水平保持稳定



资料来源：彭博；招商证券（香港）



资料来源：彭博；招商证券（香港）

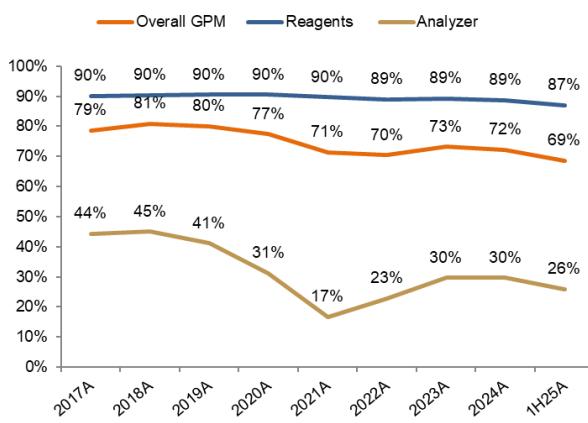


资料来源：彭博；招商证券（香港）

毛利率与费用率长期稳定在较好水平。毛利率方面，2018-24 年公司总毛利率维持在 70%-80%，其中试剂毛利率在国内降价压力下有小幅下滑，仪器毛利率在 2019-21 年有一定下降，主要由于公司积极推广 X 系列装机，对经销商给予了一定优惠后逐步回升至 30% 左右。公司试剂和仪器的毛利率都相对稳定，整体毛利率的变动主要由收入结构变化导致。此外，试剂和大型仪器的销售占比提高，推动近年来公司海外毛利率逐步上升。

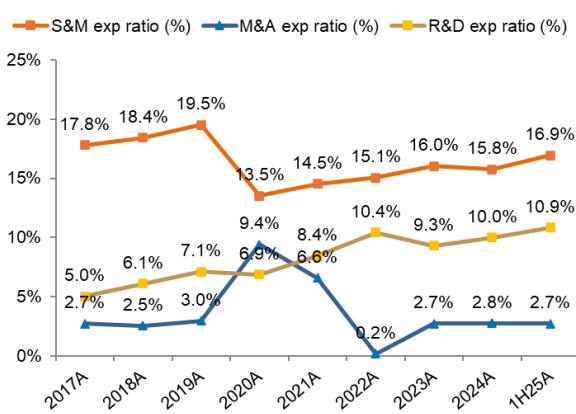
费用率方面，公司销售费用率在疫情期间变动较大，2022 年股权激励费用冲回和汇兑差异变动导致财务费用率和管理费用率大幅下降。2017 年以来，公司不断加大研发投入，扩大研发团队规模，综合构成了由仪器研发团队、试剂原料研发团队、试剂研发团队组成的研究部门，研发费用率持续提升。

图81：新产业仪器与试剂毛利率水平略有下滑



资料来源：彭博；招商证券（香港）

图82：新产业销售、研发费用率呈上升趋势



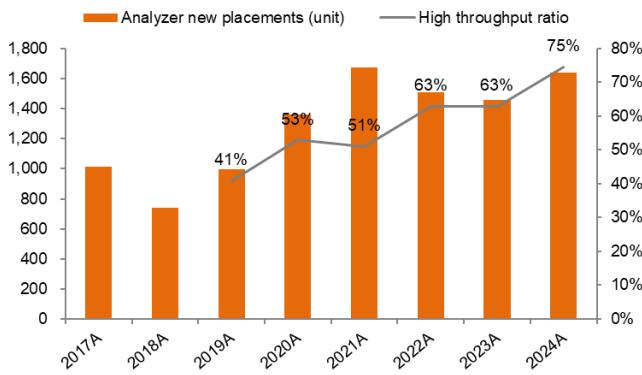
资料来源：彭博；招商证券（香港）

国内市场：集采降价带来的阶段性影响正趋于见底，冲击有望逐步出清

近年来，国内 IVD 行业政策频出，影响较大的主要包括医疗行业专项整治、集中带量采购、DRGs/拆套餐改革以及医疗服务价格调整等。其中，集采政策对行业整体规模的影响尤为显著。从执行节奏来看，传染病与性激素检测项目已于 2024 年 3 月起在全国各省市陆续落地集采；肿标与甲功类项目在 2024 年底医疗服务价格调整的引导下，部分医院及经销商已开始参照集采价格进行试剂采购，逐步推动价格体系过渡。从目前的政策动态来看，对于已经开展过集采的品种，后续的重点预计是价格的维护和采购周期的平稳衔接。综合来看，随着政策执行逐步到位、价格调整逐步消化，集采对行业带来的价格压力有望在 4Q25-1H26 间陆续出清，行业将进入新一轮稳定发展周期。

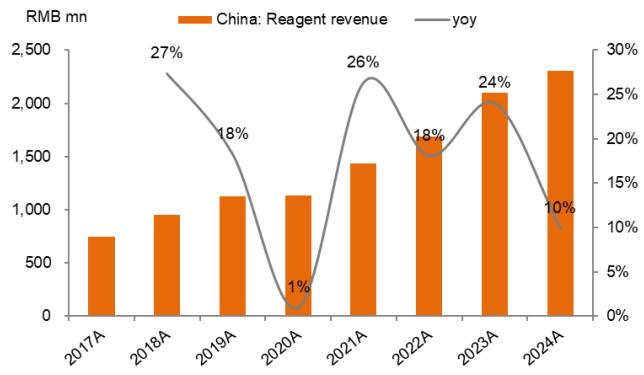
新产业正通过聚焦高端市场与产品实现突破。公司加速推广 MAGLUMI X10/X8/X6 等高速机和 SATLARS T8 流水线，推动三甲医院覆盖率提升至 63.5%，为试剂持续销售奠定基础。与此同时，集采拉平试剂入院价格后，进口品牌渠道利润空间收缩，而国产品牌凭借更优的利润分配实现“渠道优势逆转”，正加速吸引优质经销商资源，推进在三级医院的进口替代进程。

图83: 新产业国内新装机数量增长显著, 大型机新装机占比逐年提升



资料来源: 公司公告, 招商证券(香港)

图84: 新产业国内试剂销售保持较高增速

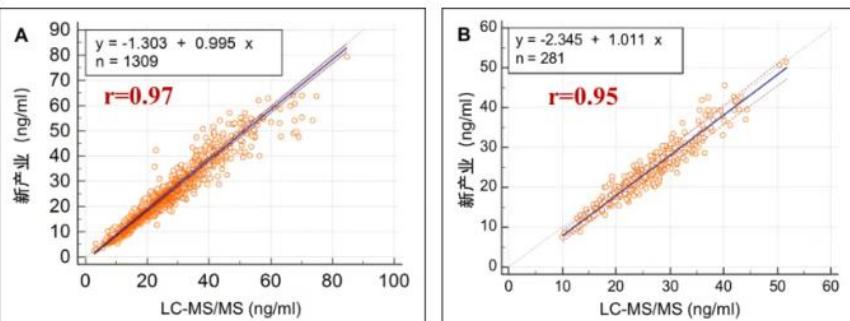


资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

公司自 2017 年开始重点布局小分子非竞争法技术, 于 2021 年成功打通了小分子复合物抗体的开发技术路线, 搭建起完善的小分子夹心法检测平台。公司通过创新的双抗夹心法技术, 有效解决了传统竞争法在检测小分子时存在的精密度不足、灵敏度低、特异性差、易受干扰及线性范围窄等固有缺陷, 其检测准确性不仅超越了传统国际一线品牌的竞争法, 更可与质谱检测 (LC-MS/MS) 金标准相媲美。在临床验证中, 公司产品对 25-羟基维生素 D 样本进行比对, 结果证实了技术的可靠性。

图85: 新产业、国际某著名化学发光品牌与质谱法进行结果比对, 新产业产品显示了优异的检出效能

LC-MS/MS (ng/ml)	17.9	13.9	35.6	22.4	27.8	28.4	22.4	26.5	15	22.4
新产业生物 (ng/ml)	17.2	14.5	34.7	20.2	30.2	29.6	20.5	29.5	15.5	23.1
国际某著名化学发光品牌 (ng/ml)	19.7	27.5	60.3	25.8	50.4	41.6	36.4	16.5	33.0	43.8



资料来源: 检验医学网, 招商证券(香港)

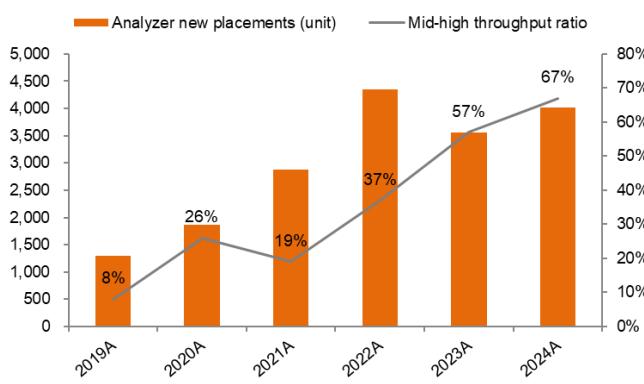
海外市场: 设备带动试剂销售, 海外业务规模化增长

新产业的海外化学发光业务正处于广阔的成长通道中, 发展潜力巨大。根据 Karorama 预测, 2025 年全球免疫诊断市场规模约为 143 亿美元, 假设其中化学发光占比 90%, 其市场空间约为国内规模的三至四倍。海外市场的护城河由技术与注册双壁垒共同构筑。技术层面, 化学发光系统研发复杂, 本土品牌短期难以突破; 注册层面, 欧盟等市场要求具备一定数量规模注册试剂的品牌才可规模销售, 进一步抬高新进入者的门槛。新产业作为国内首家取得化学发光 IVDR 认证的企业, 已凭借先发优势建立起持续的注册护城河。

公司凭借其先发优势与技术实力，成功在海外市场建立起系统性竞争力。公司是国内首家获得化学发光 IVD R 证书并拥有 FDA 认证的企业，凭借权威资质率先突破欧美规范市场准入门槛。通过在全球设立 10 余家子公司，公司构建起覆盖印度、巴西、墨西哥、沙特等核心市场的本地化运营网络，其中印度子公司年收入已突破 2 亿元，年增速超过 40%，展现出高效的区域深耕能力。2022-24 年，公司每年海外新增装机数量增长至 3500-4000 台水平，且中大型设备占比持续提升，为未来试剂消耗与业务增长奠定了扎实的根基。

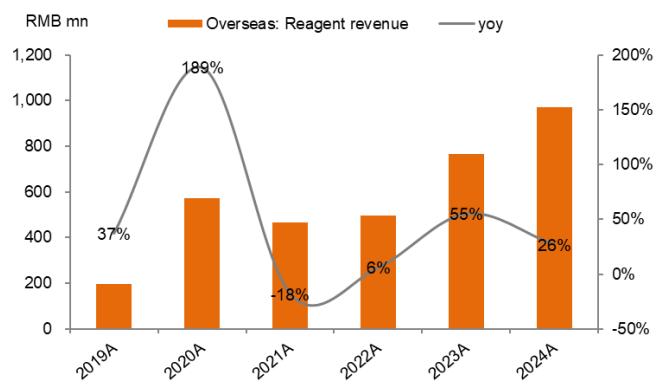
中大型机推广策略成效显著，试剂销售进入放量阶段。新产业在海外市场通过积极推进中大型化学发光仪器的销售转型，已成功构建“以设备带动试剂”的良性增长模式。公司自 2023 年起全面转向推广 X 系列中高速设备，中大型设备销售占比从 2019 年的 8% 大幅提升至 2024 年的 67%。大型设备单产显著高于中小型机型，随着仪器装机量的快速提升及试剂菜单的持续完善，海外试剂业务于 2025 年上半年实现 37% 的强劲增长。这一结构性优化也推动公司海外毛利率连续三年稳步提升，标志着业务已进入规模化、高质量增长阶段。

图86：新产业海外地区新装机数量增长显著，且中高速机型占比提升



资料来源：公司公告，招商证券（香港）

图87：新产业海外试剂销售高速增长



资料来源：彭博，招商证券（香港）

新产业通过在全球大规模设立子公司，系统复制印度市场的成功运营模式。公司海外市场分布均衡，印度与俄罗斯为前两大市场（各占约 10%），并成功在巴西、沙特等新兴市场取得突破。凭借检测菜单的完整性与仪器性价比优势开拓中低端市场，同时以特色小分子检测项目切入高端领域。随着业务结构持续优化，海外试剂毛利率已超过国内市场，实现“量利齐升”的良性发展态势。

图88：新产业海外子公司分布主要国家市场

业务分布

以客户为中心，以市场为导向

150+

公司正积极拓展海外市场，目前已在 150 多个国家和地区的医院在使用公司产品

30000+

全自动化学发光分析仪全球销售/装机超 30000 台



资料来源：公司官网，招商证券（香港）

财务分析

公司在手现金充裕，营运能力稳健。截至2025年三季度，公司净现金为22.6亿元人民币，资产结构稳健。营运能力稳健，2020-23年现金周转天数略有上升，2024年以来现金周转有所改善。

图 89：公司现金资产充裕

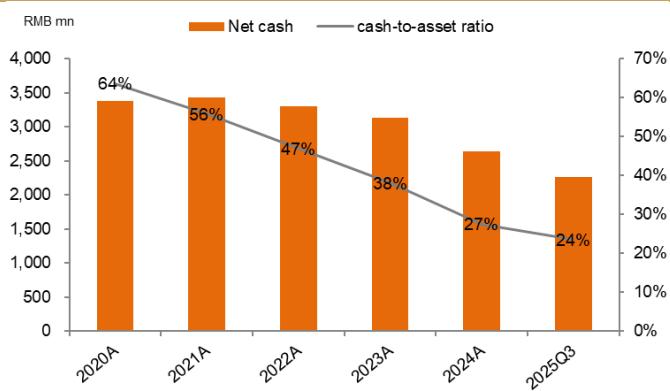
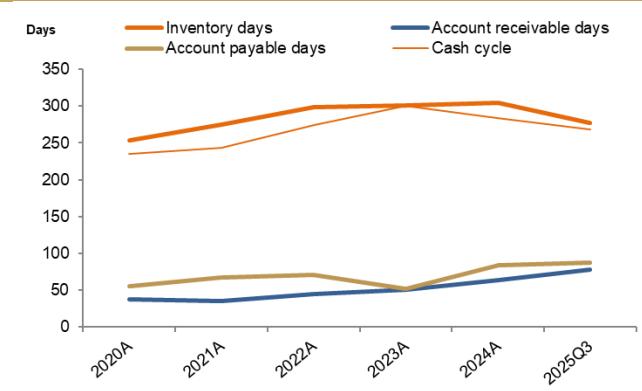


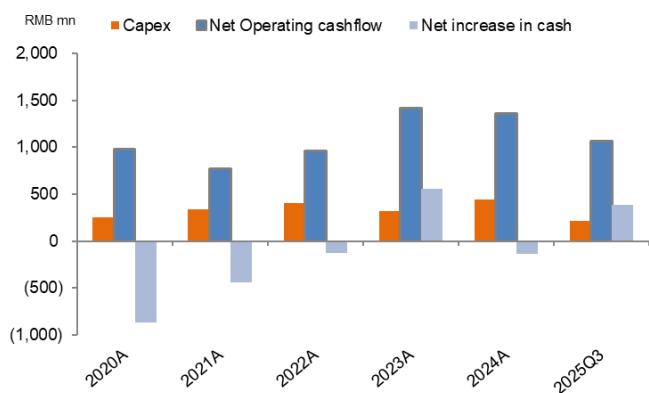
图 90：公司营运能力基本保持稳定



资料来源：彭博、招商证券（香港）

公司现金流水平保持较好水平。2020-24年公司连续五个年度股利支付率均高于40%，2024年达到43%。

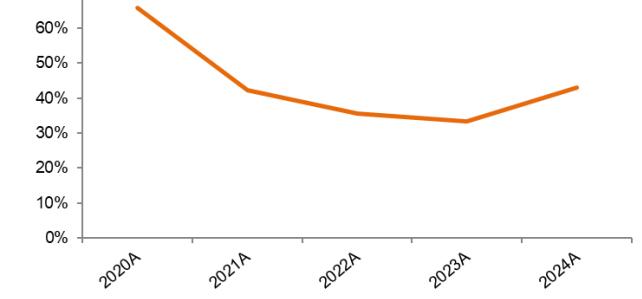
图 91：公司净经营性现金流与净现金流保持较好水平



资料来源：彭博、招商证券（香港）

公司股利支付比例上升至65%

图 92：公司股利支付比例上升至65%



资料来源：彭博、招商证券（香港）

资料来源：彭博、招商证券（香港）

盈利预测与估值

公司作为IVD化学发光领域龙头企业，其在打破外资垄断、开启国产替代以及进军全球体外诊断领域持续处于领先地位，2023年以来，公司无论仪器管线布局、高端机及高端客户占比提升，还是海外拓展节奏方面均已进入到快速发展阶段。随着2026年常规检测需求的复苏，展望2026-2027年，我们认为公司营业收入及归母净利润仍有望保持高速增长，2025-27 CAGR分别有望达到16.7%和21.6%。

国内化学发光试剂类：我们假设2025-2027年公司在国内市场新增化学发光仪器装机1700/1850/2050台。随着集采等政策导致的价格下滑逐渐企稳，我们单机试剂收入产出在2025年下滑15%。公司凭借X8与新上市的超高速机X10以及特色项目优势逐步突破大型终端客户，公司平均单机产出将提升，在2026-2027年将增长8%/8%。我们假设

2025-2027年整体存量机型的平均单产为19.3/20.9/22.6万元。此外，假设6年前装机仪器已停止运行。综上，我们预计2025-2027年国内化学发光试剂类营收同比-9%/+13%/+12%。

海外化学发光试剂类：公司于2022年底调整海外市场营销策略，划分30个重点区域，同步搭建本地化营销渠道，这将带动公司在海外市场的仪器装机。我们假设2025-2027年公司在海外市场新增化学发光仪器销售4100/4450/4800台。随着公司海外装机结构和客户类型实现优化，海外仪器单机试剂收入产出有望提升。我们假设2025-2027年整体存量机型的平均单产增长5%/8%/12%，分别达到6.3/6.8/7.6万元。此外，假设6年前装机仪器已停止运行。综上，我们预计2025-2027年海外试剂类营收同比增长23%/23%/22%。

国内仪器类：根据2025年上半年报，公司2025年上半年国内市场大型机占比达75%，相比2023年提升12个百分点，单产较高的大型机占比提升将带动公司国内市场仪器均价提升。我们假设2025年公司国内市场仪器销售平均单价同比下滑5%，2026-27年平均单价同比上升5%/5%。考虑前文所述新增装机预期，我们预计2025-2027年国内仪器营收同比-2%/+14%/+16%。

海外仪器类：根据2025年上半年报，公司2025年上半年海外市场中大型机占比达77%，相比2023年提升20个百分点，单产较高的中大型机占比提升将带动公司海外仪器均价提升。我们假设2025-27年公司在海外市场仪器销售平均单价同比+24%/+14%/+8%。考虑前文所述新增销售预期，我们预计2025-2027年海外仪器营收同比增长26%/23%/16%。

其他业务：公司其他业务营收占总收入比例较小且增速平稳，我们预计2025-2027年公司其他业务的营收同比持平。

毛利率方面：公司试剂类和仪器类营收占比基本平稳。试剂端，预计毛利率在经历2024-25年下滑之后企稳并小幅上升，预计2027年达到87%左右水平。仪器端，中大型化学发光仪器的毛利率较高，使得公司2023-24年仪器类毛利率提升，后续仪器类毛利率将维持相对稳定。综合来看，我们预计公司2025-27年整体毛利率将呈现较为平稳的趋势，预计2025-2027年毛利率分别为68.2%/69.3%/70.5%。

费用预测：公司新产品化学发光仪器X10于2025年上市，考虑上市推广费用，以及随着控费能力的提高，预计2025-2027年销售费用率分别为16.8%/16.4%/16.2%，维持高研发投入，预计2025-2027年研发费用率分别为10.8%/10.4%/10.2%。2025-2027年管理费用率预计保持稳定为2.8%/2.8%/2.8%。

图93：公司各版块收入与毛利预测（百万元人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Overall revenue	3,930	4,535	4,724	5,551	6,430
YoY	29.0%	15.4%	4.1%	17.5%	15.8%
GPM	73.0%	72.1%	68.2%	69.3%	70.5%
Reagents	2,858	3,268	3,286	3,827	4,423
YoY	30.7%	14.3%	0.6%	16.4%	15.6%
GPM	89.3%	88.6%	85.1%	87.1%	89.1%
Analyzers & others	1,061	1,259	1,437	1,724	2,008
YoY	24.3%	18.7%	14.1%	20.0%	16.4%
GPM	29.7%	29.6%	29.6%	29.6%	29.6%
China: reagents	2,098	2,305	2,090	2,359	2,632
YoY	24%	10%	-9%	13%	12%
China: analyzers & others	510	544	535	612	712
YoY	33%	7%	-2%	14%	16%
Overseas: reagents	768	971	1,197	1,468	1,790
YoY	55%	26%	23%	23%	22%
Overseas: analyzer & others	554	715	902	1,113	1,296
YoY	17%	29%	26%	23%	16%

资料来源：公司公告，彭博，招商证券（香港）

图94: 招商国际与市场预测

百万元人民币	招证预测			市场共识			差异		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Revenue	4,724	5,485	6,333	4,788	5,545	6,441	-1%	-1%	-2%
Gross profit	3,223	3,787	4,450	3,322	3,867	4,530	-3%	-2%	-2%
Operating profit	1,902	2,283	2,738	1,994	2,350	2,780	-5%	-3%	-2%
Net profit	1,646	1,964	2,345	1,740	2,041	2,447	-5%	-4%	-4%
EPS (RMB)	2.09	2.50	2.98	2.20	2.59	2.98	-5%	-3%	0%
GPM	68.2%	69.0%	70.3%	69.38%	69.74%	70.34%	-1.15ppt	-0.70ppt	-0.08ppt
OPM	40.3%	41.6%	43.2%	41.6%	42.4%	43.2%	-1.38ppt	-0.75ppt	0.06ppt
NPM	34.8%	35.8%	37.0%	36.3%	36.8%	38.0%	-1.50ppt	-1.01ppt	-0.96ppt

资料来源: 彭博, 招商证券(香港)预测

估值与投资建议

根据以上假设, 我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 47.24/55.51/64.30 亿元, 同比+4%/+18%/+16%; 归母净利润 16.46/20.21/24.31 亿元, 同比-10%/+23%/+20%; EPS 为 2.09/2.57/3.09 元。对应 PE 分别为 29/24/20 倍。考虑到公司在海外市场保持快速增长以及国内持续, 同时公司未来成长潜力更大, 可比公司(雅培、赛默飞、罗氏、丹纳赫、西门子医疗、碧迪、迈瑞医疗、因美纳、生物梅里埃、安图生物)2025-27 年 EPS(市场一致预期)复合增速的平均值为 10.1%, 我们估计新产业同期 EPS 复合增速平均值有望达到为 21.6%, 利润端增速高于可比公司。参考可比公司 2025 与 2026 年平均 PE(市场一致预期)分别为 22、20 倍, 给予新产业 2026 年 28 倍 PE, 对应目标价 72 元, 对应市值 566 亿元, 首次覆盖, 给予增持评级。

图95: 可比公司估值对比

公司	代码	市值 (百万美元)	EPS				P/E		
			2025E	2026E	2027E	CAGR 2025-27	2025E	2026E	2027E
雅培	ABT US	214,959	5.16	5.68	6.30	10.5%	23.98	21.77	19.63
赛默飞	TMO US	213,173	22.74	24.67	27.08	9.1%	24.96	23.00	20.95
罗氏	ROG SW	210,892	19.73	20.65	21.52	4.4%	13.12	12.54	12.03
丹纳赫	DHR US	152,134	7.72	8.42	9.24	9.4%	27.91	25.59	23.31
西门子医疗	SHL GR	54,561	2.42	2.52	2.83	8.2%	20.02	19.19	17.09
碧迪	BDX US	51,223	14.38	14.91	16.07	5.7%	12.43	11.99	11.12
迈瑞医疗	300760 CH	36,618	9.11	10.39	11.807	13.8%	23.60	20.71	17.964
因美纳	ILMN US	18,877	4.65	4.96	5.66	10.3%	26.54	24.89	21.83
生物梅里埃	BIM FP	13,209	4.40	4.95	5.59	12.7%	25.36	22.53	19.97
安图生物	603658 CH	3,087	2.14	2.51	2.90	16.3%	17.96	15.32	13.18
					平均	10.1%	21.59	19.75	17.71
新产业			招证预测				招证预测		
	300832 CH	6,732	2.09	2.57	3.09	21.6%	29.13	23.72	19.71

资料来源: 彭博, 招商证券(香港)预测

风险提示: 1) 新产品研发失败风险, 2) 竞争加剧风险, 3) 政策变化超预期风险, 4) 降价导致毛利率不及预期风险, 5) 海外市场拓展不及预期

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
非流动资产	3,158	4,563	4,573	4,616	4,691
物业、厂房及设备	1,266	1,274	1,210	1,169	1,150
土地使用权租赁预付款	6	0	0	0	0
无形资产	169	245	318	402	496
其他	1,716	3,044	3,044	3,044	3,044
流动资产	5,064	5,056	5,895	7,078	8,464
库存	917	1,198	1,171	1,284	1,374
贸易应收款项	620	950	883	1,113	1,378
金融资产	2,080	1,723	1,723	1,723	1,723
现金及现金等价物合计	1,048	920	1,853	2,692	3,724
其他流动资产	398	265	265	265	265
总资产	8,222	9,619	10,468	11,693	13,154
流动负债	591	909	818	892	966
贸易应付款项	127	457	366	440	514
其他应付款项	244	234	234	234	234
应付所得税	124	124	124	124	124
其他流动负债	96	94	94	94	94
非流动负债	87	134	134	134	134
递延收益	33	47	47	47	47
递延税负债	-	-	-	-	-
其他非流动负债	54	87	87	87	87
股东资金	7,544	8,577	9,515	10,667	12,054
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债及股东权益合计	8,222	9,619	10,468	11,693	13,154

现金流量表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,418	1,356	1,846	1,947	2,367
税前盈利	1,654	1,828	1,646	2,021	2,431
折旧与摊销	150	181	172	164	160
财务费用	(9)	90	24	34	55
营运资金变化	(577)	(1,057)	5	(271)	(280)
其他	202	314	0	0	0
投资活动现金流	(291)	(705)	(181)	(207)	(234)
购买物业、厂房及设备	(322)	(439)	(181)	(207)	(234)
购买土地使用权	-	-	-	-	-
购买无形资产	-	-	-	-	-
购买短期投资, 净额	-	-	-	-	-
收取利息	-	-	-	-	-
其他投资	31	(266)	0	0	0
筹资活动现金流	(569)	(790)	(731)	(902)	(1,100)
发行股票	0	0	0	0	0
派息	(548)	(786)	(707)	(868)	(1,045)
其他	(20)	(4)	(24)	(34)	(55)
期初现金	478	1,046	920	1,853	2,692
汇兑差额	9	13	0	0	0
期末现金	1,046	920	1,853	2,692	3,724

资料来源：公司资料、招商证券(香港)预测

利润表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
合并收入	3,930	4,535	4,724	5,551	6,430
销售成本	(1,062)	(1,267)	(1,501)	(1,706)	(1,894)
毛利	2,867	3,269	3,223	3,844	4,536
(-) 销售及管理费用合计	(737)	(840)	(928)	(1,068)	(1,222)
行政开支	(107)	(125)	(134)	(157)	(182)
销售成本	(630)	(715)	(795)	(911)	(1,040)
(-) 研发费用	(366)	(454)	(512)	(577)	(654)
(+/-) 其他净收入	(15)	(16)	(42)	(50)	(57)
EBITDA	1,898	2,140	1,912	2,313	2,762
折旧和摊销合计	150	181	172	164	160
EBIT	1,749	1,959	1,740	2,150	2,603
(+/-) 财务开支净额	31	35	43	50	58
(+/-) 摊占合营及联营公司利润	74	90	87	103	119
(+/-) 非营业收入/开支	(2)	(18)	(19)	(22)	(25)
税前利润	1,893	2,093	1,883	2,319	2,798
(-) 税项	(239)	(265)	(238)	(298)	(367)
净利润	1,654	1,828	1,646	2,021	2,431
(-/+) 少数股东权益	0	0	0	0	0
股东应占净利润	1,654	1,828	1,646	2,021	2,431
经调整净利润	1,547	1,720	1,548	1,901	2,288
全面摊薄每股盈利(人民币元)	2.10	2.33	2.09	2.57	3.09

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年增长率 (%)					
合并收入	29%	15%	4%	18%	16%
毛利	34%	14%	-1%	19%	18%
经调整净利润	25%	11%	-10%	23%	20%
盈利能力 (%)					
毛利率 (%)	73%	72%	68%	69%	71%
经调整净利润率 (%)	39%	38%	33%	34%	36%
ROE	24%	23%	18%	20%	21%
营运能力					
库存周转天数	302	305	285	275	265
应收账款周转天数	51	63	68	73	78
应付账款周转天数	52	84	89	94	99
现金周转天数	300	284	264	254	244
偿债能力					
自由现金流(人民币百万元)	2,705	3,522	2,010	2,681	3,127
资产负债率 (%)	8%	11%	9%	9%	8%

2025年11月7日(星期五)

公司報告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

亞輝龍(688575 CH)

创新驱动成长，化学发光特色项目国产龙头崛起

- 海外:** 海外持续装机，其中高端机型占比有望提升，将带动试剂与耗材收入增长。未来三年海外收入有望维持40%以上增速，成为核心增长引擎；**国内:** 自免、糖尿病等特色项目没有受到集采影响，产品价格体系较好
- 流水线:** 公司通过全层级的流水线产品矩阵，累计实现227条装机(截至2025年上半年)，具有较强的客户黏性与竞争壁垒
- 长期盈利增长前景支撑估值合理性，首予增持评级，将目标股价定为16.7元**

海外市场成为核心增长引擎，高端机型带动试剂放量

公司海外扩张成效显著，业务已覆盖全球120余个国家和地区。2024年海外新增化学发光仪器装机1,235台，其中300速及600速高端机型占比已提升至15%，带动试剂销售。收入方面，1Q-3Q25海外自产业务收入达2.08亿元(同比增长39%)，其中化学发光业务贡献1.90亿元(同比增长42%)。通过本地化服务与加速产品注册，预计未来三年公司海外收入有望维持40%以上高速增长，成为业绩增长核心动力。

国内特色项目优势稳固，集采影响有限且价格体系良好

公司在自身免疫诊断领域建立显著优势，截至2025年上半年已取得62项自免项目注册证，数量居国产品牌首位。生殖健康、糖尿病等特色项目未受集采影响，价格体系稳定。通过“特色项目切入+常规项目跟进”的策略，公司自有化学发光产品已覆盖国内1,700家三级医院(含1,260家三甲医院)，三甲医院渗透率超70%，为试剂持续上量奠定坚实基础。

流水线装机加速推进，客户黏性与竞争壁垒持续强化

公司在实验室自动化领域布局深化，推出的iTLA系列全开放流水线系统可满足不同规模医疗机构的需求。截至2025年，流水线累计装机达227条，较2024年新增57条，增长强劲。开放式平台有效提升了客户运营效率，显著增强了客户黏性，为长期的试剂销售构筑竞争壁垒。

投资建议: 我们看好公司特色的差异化竞争力与海外市场的成长潜力，预计2025-2027年公司收入同比-6%/+18%/+18%，归母净利润同比-51%/+51%/+49%，EPS为0.26/0.40/0.59元，对应PE分别为57/38/26倍。考虑到公司在海外市场保持快速增长以及国内恢复增长，公司未来成长潜力较强，给予2026年42倍PE，对应目标价16.7元，首次覆盖，给予增持评级。

主要风险因素包括: 1) 行业政策变化风险，2) 产品研发不及预期风险，3) 海外市场拓展不及预期风险，4) 市场竞争加剧风险。

盈利预测及估值

人民币百万元	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
收入	2,053	2,012	1,889	2,226	2,616
同比	-48%	-2%	-6%	18%	18%
毛利润	1,166	1,313	1,177	1,402	1,663
净利润	355	302	149	226	335
同比	-65%	-15%	-51%	51%	49%
每股盈利(美元)	0.63	0.53	0.26	0.40	0.59
P/S(x)	4	4	5	4	3
P/E(x)	24	28	57	38	26
ROE	14%	12%	5%	8%	12%

资料来源：公司资料、招商证券(香港)预测

陈铸鸿, PhD

+852 3189 6354

jonahchen@cmschina.com.hk

譚震, PhD

+852 3189 6288

zhentan@cmschina.com.hk

陈泓道

+852 3189 6142

georgechen@cmschina.com.hk

与市场的预期差

市场过度关注其国内业绩的短期下滑，而低估了公司在海外高质量增长与特色检测项目上所形成的强劲业绩弹性

性和长期竞争力。

增持

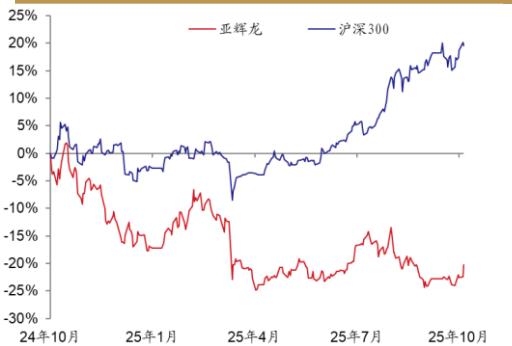
股价

15元

12个月目标价(上涨/下跌空间)

16.7元(+11%)

行业表现



来源：彭博

%	1m	6m	12m
688575 CH	3.2	2.8	(17.7)
沪深 300	1.1	20.6	14.4

行业：医药医疗

沪深 300 (2025年11月6日)	4,693.4
MSCI 中国医疗指数 (2025年11月6日)	205.6

重要数据

52周股价区间(元)	14.0 – 19.7
公司市值(十亿元)	8,556
日均成交额(百万元)	78.6

主要股东

胡鹍辉	36.95%
深圳市普惠众联实业投资有限公司	8.14%
深圳盈富江智私募基金	2.64%

资料来源：公司、彭博

公司成立于2008年，是国内为数不多实现免疫诊断技术平台全覆盖的IVD企业之一。自成立以来，公司始终坚持自主研发与创新驱动并行的战略布局，持续构建多元化技术体系。目前，公司已形成涵盖化学发光、生化检测、免疫荧光、免疫印迹、胶体金免疫层析五大核心技术平台的产品矩阵，实现了“多技术融合+全场景覆盖”的系统化布局。

截至2025年6月30日，公司共取得163项化学发光试剂国内外注册证，产品菜单覆盖传染病、性激素、甲功、自身免疫及肿瘤标志物等核心检测领域。公司技术平台已实现高通量、自动化及模块化升级，能够根据不同医疗机构需求灵活定制解决方案。凭借持续的研发投入和完善的质量体系，公司逐步成长为国产化学发光领域的领先品牌之一。

图96：亚辉龙公司发展历程



资料来源：公司官网，招商证券（香港）

公司业绩稳健增长。由于2022年疫情相关产品贡献收入较多，公司整体营业收入及归母净利润有所波动。在业务模式方面，公司在发展早期阶段，通过代理国际品牌试剂及仪器，积累渠道资源。随着自有产品的技术成熟，公司逐步缩减代理业务比例，增强自产业务占比。2024年代理业务收入仅占总收入的15%。

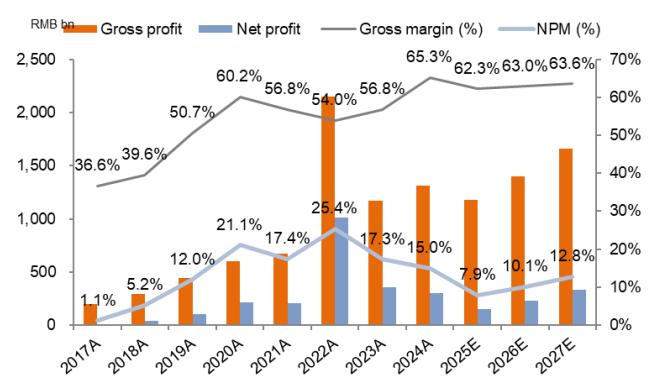
公司国内业务收入占比88%（2024年），由于集采等政策原因导致产品价格与销售量双重承压，预计2025年整体收入中高个位数下滑。2026-27年，随着政策影响边际变化出清，以及海外业务35%以上高速增长，预计公司收入有望快速增长。毛利率方面，我们估计在经历2025年价格调整导致下滑后，2026-27年由于规模化效应，以及高毛利率的试剂收入占比提升，有望企稳回升。

图97：收入预计2026年恢复双位数增长



资料来源：彭博，招商证券（香港）

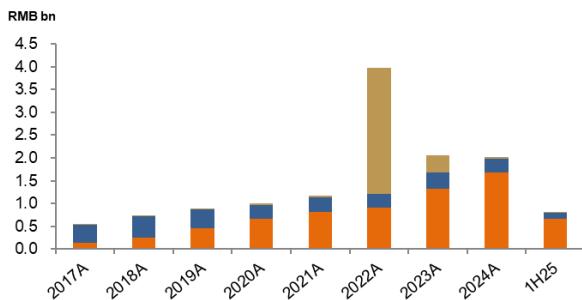
图98：毛利率、归母净利率预计企稳回升



资料来源：彭博，招商证券（香港）

图99: 公司收入拆分: 自产业务贡献收入持续增长

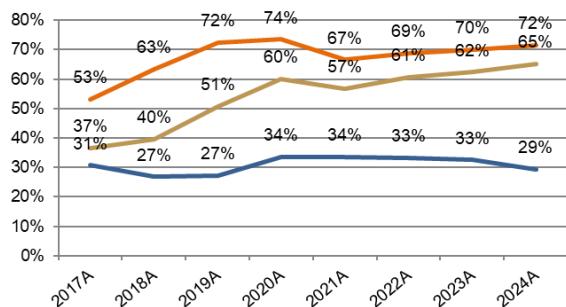
■ Others ■ Distributed products Rev ■ Self-produced products Rev (ex. Covid related)



资料来源：彭博；招商证券（香港），注：其他收入包含新冠相关业务收入

图100: 高毛利自产业务带动整体毛利率提升

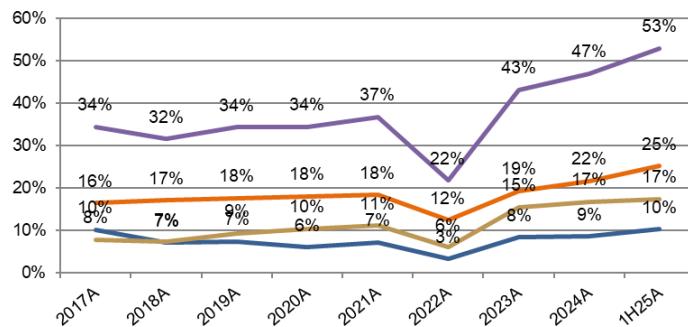
■ Self-produced products Rev (ex. Covid related)
■ Distributed products Rev
■ Overall GPM



资料来源：彭博；招商证券（香港），注：自产产品、代理产品和综合毛利率均不含新冠相关业务

图101: 公司费用率水平近三年有所升高

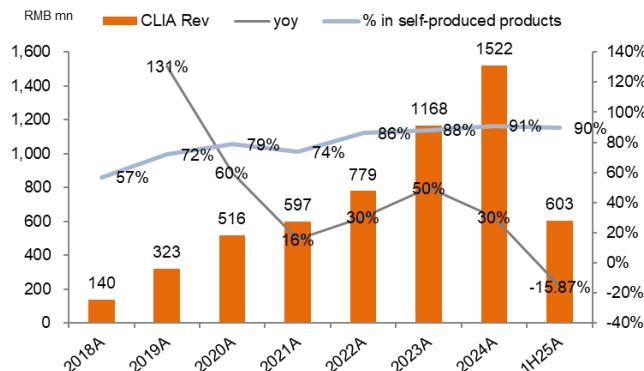
■ S&M exp ■ M&A exp ■ R&D exp ■ Total



资料来源：彭博，招商证券（香港）

研发投入驱动，业务结构持续优化。公司业务结构持续优化。化学发光业务收入在自产产品占比从2018年的57%提升至2024年的91%（CAGR 49%）。自产试剂收入在2018-2024年间从2.0亿元增至11.8亿元（CAGR 35%）。随着装机量增长与设备性能、稳定性提升，试剂产出能力显著增强。未来，依托特色项目放量、国际化开拓与自动化平台推进，公司有望在创新驱动下实现持续的结构性增长与盈利提升。

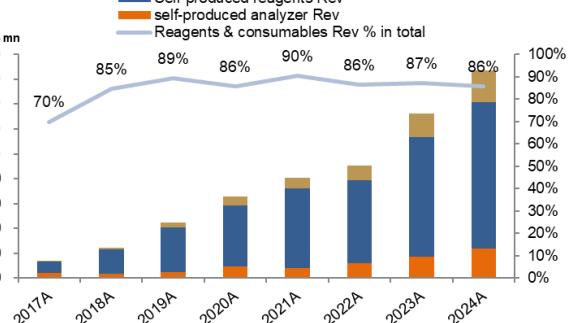
图102: 亚辉龙化学发光收入占比持续提升



资料来源：公司公告；招商证券（香港），注：此处化学发光收入包含部分新冠相关产品

图103: 亚辉龙自产试剂与耗材收入占比保持稳定水平

■ Self-produced consumables Rev
■ Self-produced reagents Rev
■ self-produced analyzer Rev
■ Reagents & consumables Rev % in total



资料来源：公司公告；招商证券（香港），注：2020-21年自产收入包含部分新冠相关产品；2022-23年自产收入已剔除新冠相关产品

仪器平台端：聚焦新技术与新平台，不断完善产品布局

化学发光产品体系完善，满足多层级客户需求

公司基于磁微粒吖啶酯直接化学发光技术平台，已形成较为完善的化学发光仪器产品矩阵，覆盖不同层级医疗机构的多样化需求。公司已推出多款自主研发的化学发光分析仪：其中，600速高速机型是公司切入高等级医院的重要抓手；180速和120速机型则以性能稳定、维护便捷为特点，成为公司在国际市场的主推机型。除化学发光外，公司持续推进新技术与新平台研发，其全自动生化分析平台iBC 900和iBC 2000已分别于2023年和2025年成功获批并实现商业化上市，进一步完善了公司在临床检验设备领域的整体布局。

平台横向拓展布局，前瞻性技术夯实未来潜力。公司积极推动体外诊断平台的横向拓展，以前瞻性技术布局夯实长期发展潜力：（1）公司于2019年成立卓润生物，切入POCT即时检测领域，覆盖基层医疗与急诊场景，实现快速诊断市场的战略延伸；（2）于2024年投资上海臻熙生物，进入具备超长读长、高灵敏度和低成本优势的纳米孔基因测序赛道，布局精准医疗与个体化诊断的前沿领域。公司从单一检测平台向综合诊断解决方案提供者转型，有效构建中长期竞争壁垒，为未来五至十年的持续成长奠定坚实基础。

图104: 公司开发较为完善的分析平台，满足各类用户检测需求

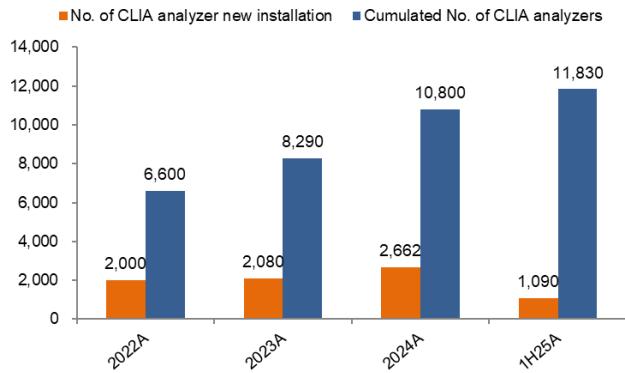
产品类型	型号	单机速度/处理能力	备注
化学发光	iFlash 3000-G	600 T/hr	头部三甲医院检验中心
	iFlash 3000-C	300 T/hr	二三级医院检验中心
	iFlash 3000-H	180 T/hr	一二级医院
	iFlash 3000-M	120 T/hr	一二级医院（主要针对海外市场）
	iStar 500 (POCT)	-	
生化	iBC 2000	2000 T/hr	
	iBC 900	900 T/hr	
流水线/级联	iTLA Max	1200 样本/h	
	iTLA mini Pro	600 样本/h	生化免疫支持1-4模块级联拓展 可多品牌仪器连接
	iTLA全开放智能化流水线		
	PAM BCIM 实验室流水线		
酶联免疫	iModules-G 免疫流水线	最高可达 2400 T/h	支持2-4台级联，最多4个模块
	iModules B900 生化流水线	最高可达 4200 T/h	支持2-4台级联，最多4个模块
	UNION 系列	同时支持30个项目	
免疫印迹	Tenfly Blot系列蛋白印迹仪	单次处理44个样本	
	Tenfly Auto	单次处理48个样本	
	Tenfly Phoenix	单次处理50个样本	
免疫荧光层析	UNICELL-S	单通道	
	UNICELL-M	12通道	
血液分析	VISION	8管/16管/32管	
	VISION Pro	8管/16管/32管	

资料来源：公司官网，招商证券（香港）

化学发光装机量稳健增长，自产仪器收入保持高增速

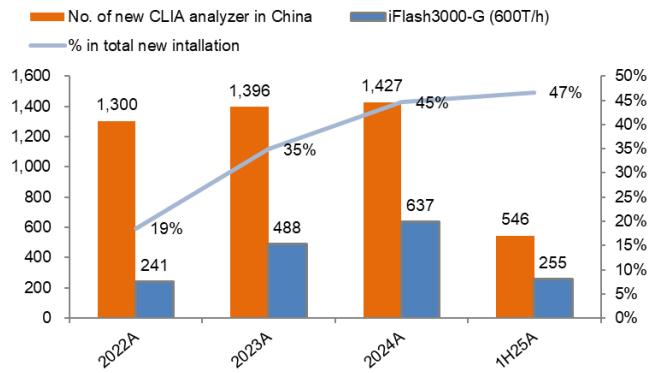
得益于产品力与渠道建设的双轮驱动，公司化学发光仪器装机量持续攀升。2022-2025年上半年公司化学发光累计装机数由6,600台增长至11,830台。在装机量持续扩张的带动下，公司自产仪器收入快速增长，2024年实现收入2.40亿元，同比增长40%，占自产产品收入约14%。我们认为，随着仪器装机规模化和存量更新需求增加，相关试剂复购与配套服务收入有望持续释放。

图105: 亚辉龙化学发光仪器累计装机量已突破1万
(包含国内和国际)



资料来源：公司公告；招商证券（香港）

图106: 亚辉龙国内化学发光仪器装机中，高通量占比逐渐提升

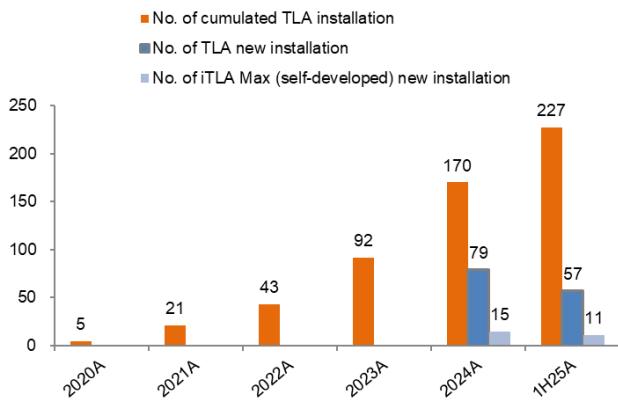


资料来源：公司公告；招商证券（香港）

开放式流水线平台提升客户黏性，构建全场景智能化解决方案

公司积极响应实验室集约化与智能化趋势，推出多款自主研发的自动化流水线系统。目前，公司拥有 iTLA Max 全场景智慧生态解决方案与 iTLA 全开放流水线系统、iPAM BCIM 实验室自动化流水线系统、iTLa mini 全自动生化免疫流水线等产品组合，覆盖“大、中、小”全层级医疗机构的差异化需求，提供从样本前处理到检测分析的全流程自动化解决方案。截至 2025 年上半年，公司流水线累计装机 227 条，较 2024 年新增 57 条，增长势头显著。开放式流水线平台不仅能提升客户运营效率和实验室自动化水平，也有助于强化公司在医院端的客户黏性与系统依赖度，构筑长期竞争壁垒。

图107: 亚辉龙流水线装机量快速增长



资料来源：公司公告，招商证券（香港）

试剂端：自免诊断差异化竞争优势显著，全面布局有望加速突破高等级医院

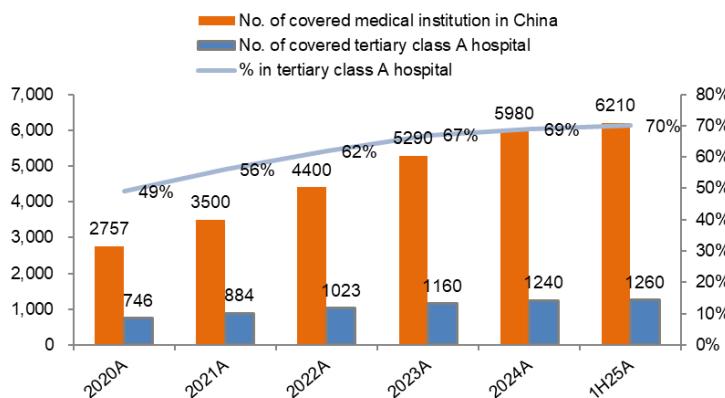
差异化特色项目驱动增长，试剂收入持续高增。公司以自身免疫类检测项目为核心切入化学发光赛道，通过差异化特色项目构建竞争壁垒，并逐步向生殖健康、糖尿病及呼吸道病原体等细分领域延伸。公司凭借在特色检测项目上的先发优势与临床价值认知，有望在高壁垒细分赛道实现持续渗透与份额提升。

特色项目延伸至常规检测领域，注册体系已基本完善。公司在自免诊断领域的领先地位不断巩固。截至 2025 年上半年，公司自免项目注册证数量达到 62 项，远超其他国产品牌，显示出公司在技术储备与产品开发方面的显著领先。公司在化学发光检测领域的项目注册数量居于国产龙头行列。截至 2025 年上半年，公司共拥有 184 项化学发光检测

项目注册证，数量仅次于新产业生物。公司在自身免疫、生殖健康、肝病、糖尿病及呼吸道病原体等细分领域具备明显领先优势，同时在常规检测项目（如肿瘤标志物、传染病、甲功及性激素等）上已实现全面注册。

三甲医院渗透率持续提升。公司通过“差异化定位+学术引领”策略，持续推动品牌在高端医疗机构的渗透。截至2025年上半年，公司自有化学发光产品已覆盖国内医疗机构超过6,210家，其中包括1,700家三级医院与1,260家三甲医院。2020–2024年，公司三甲医院渗透率由49%稳步提升至69%，实现从区域样板到全国重点医院的广泛覆盖。

图108：亚辉龙三甲医院渗透率持续提升



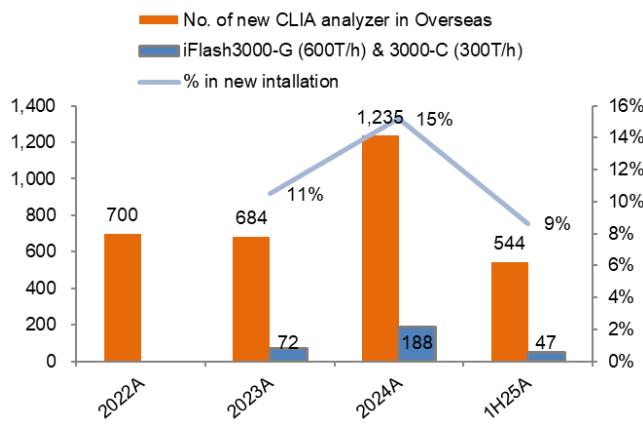
资料来源：公司公告，招商证券（香港）

全球化网络布局完善，海外装机量持续增长。公司近年来加快海外业务拓展，持续完善全球化服务网络。根据公告，截至2025年上半年，公司业务已覆盖120余个国家和地区，形成覆盖亚太、欧洲、中东、拉美及非洲的全球销售版图。2024年，公司在海外市场新增化学发光仪器装机1,235台，其中300速及600速高端机型新增装机188台。

海外收入保持高增，增长动能持续释放。得益于装机量快速增长与市场结构持续优化，公司海外业务实现高质量增长。2025Q1-Q3海外市场收入达2.08亿元（同比增长39%），其中化学发光业务贡献1.90亿元（同比增长42%）。

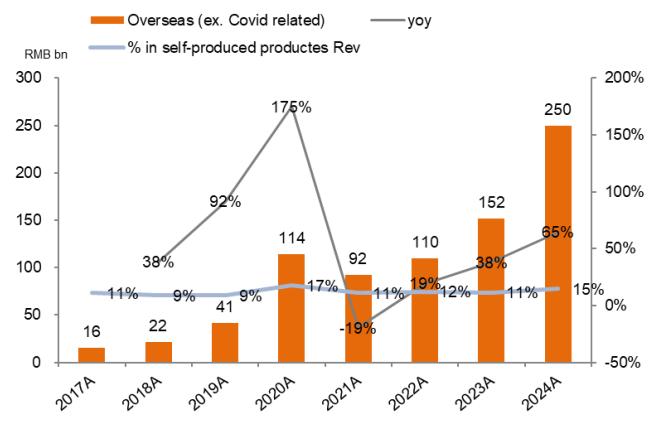
我们认为，随着海外市场装机持续推进，叠加产品注册加速与服务体系完善，公司海外收入有望在未来三年保持40%以上的高速增长，成为驱动中长期业绩的重要引擎。

图109：亚辉龙海外地区化学发光仪器新装机2024年超1千台



资料来源：公司公告；招商证券（香港）

图110：亚辉龙海外市场收入占比15%（国内代理产品除外）

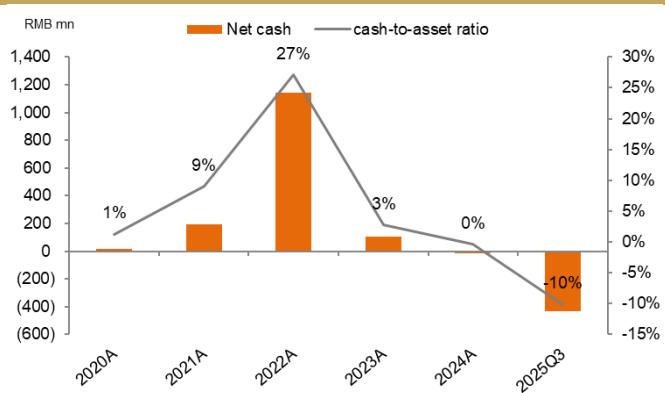


资料来源：公司公告；招商证券（香港）

财务分析

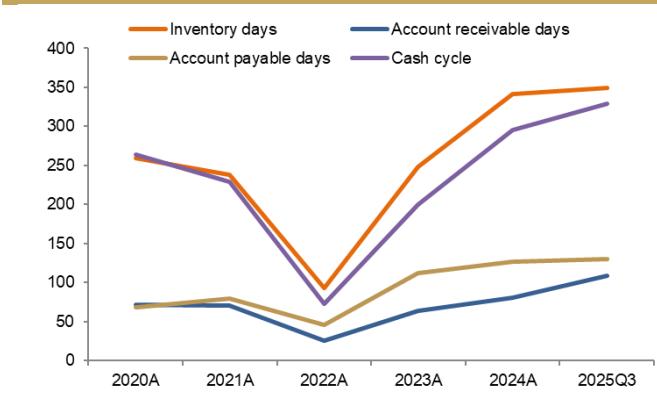
公司负债率健康，经营压力较轻。2025年三季度，公司资产负债率10%。由于2021-24年公司第二产业园启德大厦、湖南产业园、武汉试剂研发中心、长沙仪器研发中心、日本研发中心、埃及区域服务中心、沙特服务中心、埃及培训中心等项目的开展，资本开支较多。随着各项目陆续完工并投入使用，预计资本开支将下降。营运能力方面，2022年因为新冠相关产品收入比例较大，现金周转周期波动较大。2025年由于国内收入确认周期延长，现金周转周期相应变长。库存水平随着收入规模相应提高。尽管此前资本开支较高，但得益于稳健的现金流，公司的净债务预计将保持在较低水平或呈下降趋势。

图 111：公司资产负债率健康



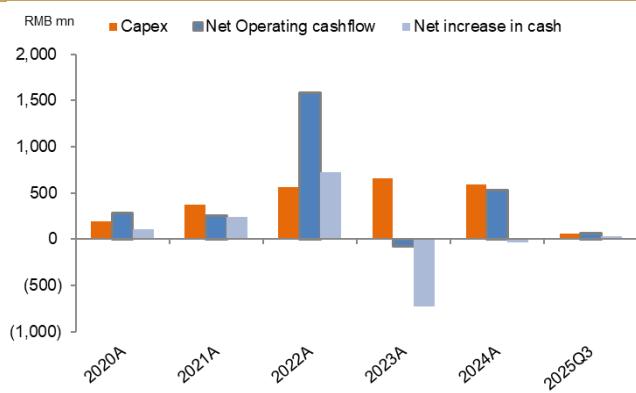
资料来源：彭博、招商证券（香港）

图 112：应收账款周期延长导致整体现金周转周期变长



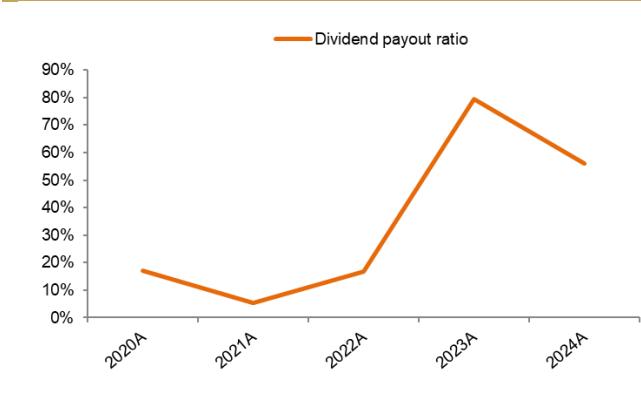
资料来源：彭博、招商证券（香港）

图 113：预计公司 Capex 2025 年显著收窄



资料来源：彭博、招商证券（香港）

图 114：2024 年公司股利支付比例 56%



资料来源：彭博、招商证券（香港）

盈利预测与估值

国内自产业务: 公司国内自产业务收入在 2024-25 年经历政策压力有所下滑，随着公司高速机持续装机入院以及高等级医院的覆盖率提升，我们预计自产业务收入有望在 2026-27 年恢复增长。预测 2025-27 年国内自产业务收入同比-15%/+18%/+16%。

海外自产业务: 随着公司持续拓展海外市场、客户认可度进一步提高，预计海外自产业务将在培育阶段过后稳步提升。预计 2025-27 年海外自产业务收入同比+35%/+35%/+35%。

代理业务: 公司代理业务 2025-2027 年预计保持稳定水平。

毛利率方面: 我们预计公司国内业务在 2025 年由于价格调整，毛利率有所下滑，2026-27 年企稳回升；海外业务预计保持稳定水平。预计 2025-27 年整体毛利率分别为 62.3%/63.0%/63.6%。

费用预测: 预计 2025-2027 年销售费用率分别为 23.1%/22.1%/21.1%。公司维持高研发投入，预计 2025-2027 年研发费用率分别为 16.7%/16.7%/16.7%。2025-2027 年管理费用率预计分别为 10.1%/9.4%/8.5%。

图115: 公司各版块收入与毛利预测 (百万元人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,053	2,012	1,889	2,226	2,616
YoY	-48.4%	-2.0%	-6.1%	17.9%	17.5%
自产-国内	1,174	1,422	1,209	1,427	1,655
YoY	47.8%	21.1%	-15.0%	18.0%	16.0%
自产-海外	152	250	337	455	615
YoY	38.0%	64.8%	35.0%	35.0%	35.0%
代理业务	351	302	302	302	302
YoY	16.9%	-14.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	377	38	40	42	44
YoY	-86%	-90%	8%	5%	5%

资料来源：公司公告，彭博，招商证券（香港）

估值与投资建议

根据以上假设，我们预计公司2025-2027年实现营业收入18.89/22.26/26.16亿元，同比-6%/+18%/+18%；归母净利润1.49/2.26/3.35亿元，同比-51%/+51%/+49%；EPS为0.26/0.40/0.59元。对应PE分别为57/38/26倍。可比公司（罗氏、雅培、丹纳赫、西门子、迈瑞医疗、新产业、安图生物、万孚生物和迈克生物）2025-27年EPS（市场一致预期）复合增速的平均值为9.2%，考虑到公司在海外市场增长速度较快以及国内恢复增长，同时公司未来成长潜力较大，我们估计亚辉龙同期EPS复合增速平均值有望达到为49.9%，利润端增速高于可比公司。给予亚辉龙2026年42倍PE，对应目标价18元，对应市值95亿元，首次覆盖，给予增持评级。

图116：可比公司估值对比

公司	代码	市值 (百万美元)	EPS				P/E		
			2025E	2026E	2027E	CAGR 2025-27	2025E	2026E	2027E
雅培	ABT US	214,959	5.16	5.68	6.30	10.5%	23.98	21.77	19.63
赛默飞	TMO US	213,173	22.74	24.67	27.08	9.1%	24.96	23.00	20.95
罗氏	ROG SW	210,892	19.73	20.65	21.52	4.4%	13.12	12.54	12.03
丹纳赫	DHR US	152,134	7.72	8.42	9.24	9.4%	27.91	25.59	23.31
西门子医疗	SHL GR	54,561	2.42	2.52	2.83	8.2%	20.02	19.19	17.09
碧迪	BDX US	51,223	14.38	14.91	16.07	5.7%	12.43	11.99	11.12
迈瑞医疗	300760 CH	36,618	9.11	10.39	11.807	13.8%	23.60	20.71	17.964
因美纳	ILMN US	18,877	4.65	4.96	5.66	10.3%	26.54	24.89	21.83
生物梅里埃	BIM FP	13,209	4.40	4.95	5.59	12.7%	25.36	22.53	19.97
新产业	300832 CH	6,732	2.29	2.69	3.17	17.8%	26.66	22.69	19.07
安图生物	603658 CH	3,087	2.14	2.51	2.90	16.3%	17.96	15.32	13.18
					平均	10.8%	22.05	20.02	17.83
亚辉龙			688575 CH	1,204	0.26	0.40	0.59	49.9%	57.34
								招证预测	招证预测
								57.34	37.89
								25.51	

资料来源：彭博，招商证券（香港）预测

风险提示：1) 新品研发失败风险，2) 竞争加剧风险，3) 政策变化超预期风险，4) 降价导致毛利率不及预期风险，5) 海外市场拓展不及预期

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E	人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
非流动资产	1,955	2,403	2,326	2,141	1,940	合并收入	2,053	4,535	4,724	5,485	6,333
物业、厂房及设备	906	1,562	1,490	1,308	1,110	销售成本	(887)	(1,267)	(1,501)	(1,698)	(1,884)
土地使用权租赁预付款	5	5	5	5	5	毛利	1,166	3,269	3,223	3,787	4,450
无形资产	189	183	177	173	171	(-) 销售及管理费用合计	(568)	(840)	(928)	(1,068)	(1,222)
其他	855	654	654	654	654	行政开支	(172)	(125)	(134)	(157)	(182)
流动资产	1,851	2,012	2,117	2,405	2,749	销售成本	(395)	(715)	(795)	(911)	(1,040)
库存	635	671	665	748	839	(-) 研发费用	(317)	(454)	(512)	(577)	(654)
贸易应收款项	397	493	392	432	472	(+/-) 其他净收入	(13)	(16)	(42)	(50)	(57)
金融资产	77	70	70	70	70	EBITDA	457	596	609	676	747
现金及现金等价物合计	491	465	676	843	1,056	折旧和摊销合计	189	242	389	364	316
其他	251	313	313	313	313	EBIT	268	354	219	311	431
总资产	3,806	4,415	4,443	4,546	4,689	(+/-) 财务开支净额	10	(11)	(16)	(19)	(12)
流动负债	841	1,058	1,034	1,060	1,088	(+/-) 摊占合营及联营公司利润	118	(9)	(9)	(10)	(12)
贸易应付款项	223	261	237	263	291	(+/-) 非营业收入/开支	(6)	(3)	(3)	(4)	(4)
其他应付款项	312	315	315	315	315	税前利润	334	312	154	235	350
应付所得税	27	48	48	48	48	(-) 税项	(55)	(40)	(20)	(31)	(48)
短期银行债务	171	292	292	292	292	净利润	279	272	135	204	303
其他	107	142	142	142	142	(-/+ 少数股东权益)	(76)	(29)	(15)	(22)	(33)
非流动负债	431	656	656	656	656	股东应占净利润	355	302	149	226	335
长期借款	382	585	585	585	585	经调整净利润	220	287	142	215	319
递延收益	37	63	63	63	63	全面摊薄每股盈利(人民币元)	0.62	0.53	0.26	0.40	0.59
其他	13	8	8	8	8						
股东资金	2,534	2,702	2,753	2,830	2,945						
少数股东权益	(26)	(55)	(70)	(92)	(124)						
负债及股东权益合计	3,806	4,415	4,443	4,546	4,689						

现金流量表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(73)	530	630	496	541
税前盈利	279	272	135	204	303
折旧与摊销	189	242	389	364	316
财务费用	7	12	24	24	25
营运资金变化	(568)	(87)	83	(96)	(102)
其他	19	91	0	0	0
投资活动现金流	(635)	(749)	(312)	(179)	(115)
购买物业、厂房及设备	(663)	(593)	(312)	(179)	(115)
购买土地使用权	-	-	-	-	-
购买无形资产	-	-	-	-	-
购买短期投资, 净额	-	-	-	-	-
收取利息	-	-	-	-	-
其他投资	28	(155)	0	0	0
筹资活动现金流	(19)	181	(107)	(151)	(213)
发行股票	58	21	0	0	0
派息	(283)	(169)	(84)	(126)	(188)
债务融资	252	344	0	0	0
财务费用	(7)	(12)	(24)	(24)	(25)
其他	(39)	(4)	0	0	0
期初现金	1,211	488	444	655	821
汇兑差额	4	(6)	0	0	0
期末现金	488	444	655	821	1,034

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率 (%)					
合并收入	-48%	-2%	-6%	18%	18%
毛利	57%	65%	62%	63%	64%
经调整净利润	-77%	31%	-51%	51%	49%
获利能力 (%)					
毛利率 (%)	57%	72%	68%	69%	70%
经调整净利润率 (%)	11%	6%	3%	4%	5%
ROE	14%	12%	5%	8%	12%
ROA	9%	7%	3%	5%	7%
营运能力					
库存周转天数	248	341	341	331	321
应收账款周转天数	64	81	76	71	66
应付账款周转天数	112	126	121	116	111
现金周转天数	200	295	295	285	275
偿债能力					
自由现金流(人民币百万元)	2,705	3,522	2,010	2,604	3,029
资产负债率 (%)	8%	11%	9%	9%	9%

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来12个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来12个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来12个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来12个月上升10%以上
中性	预期股价在未来12个月上升或下跌10%或以内
减持	预期股价在未来12个月下跌10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法; (ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼, 招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下, 您仍收到本报

告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有