

## 25Q3 国内业务增速环比改善， 海外市场加速增长

### 核心观点

2025Q3 公司业绩符合预期，公司仍受检验套餐解绑、集采、医疗服务价格调整等因素影响，但由于去年 Q3 公司主动调整渠道库存导致基数较低，收入增速环比改善，海外业务 Q3 加速增长。去年 Q4 公司基数偏高，预计 Q4 收入增速同比承压，2026 年在集采、检验套餐解绑等行业政策影响逐步出清的情况下，公司收入增速有望改善，收入及利润有望恢复较高增长。长期来看，公司也持续加大降本增效力度，随着试剂上量带来规模效应的提升，未来利润增速有望高于收入增速。此外，公司海外市场业务逐步进入收获期，试剂放量明显，有望成为公司未来新的增长引擎。

### 事件

#### 公司发布 2025 年三季度

2025 年前三季度公司实现营业收入 12.87 亿元，同比下降 7.69%，归母净利润 0.60 亿元，同比下降 72.36%，扣非归母净利润 1.01 亿元，同比下降 51.42%，基本每股收益为 0.11 元/股。

2025Q3 公司实现营业收入 4.78 亿元，同比增长 10.25%，归母净利润 0.34 亿元，同比下滑 25.12%，扣非归母净利润 0.51 亿元，同比增长 9.70%，基本每股收益为 0.06 元/股。

### 简评

#### 25Q3 业绩符合预期，国内业务增速环比改善，海外业务加速增长

2025 年前三季度公司实现营业收入 12.87 亿元，同比下降 7.69%，归母净利润 0.60 亿元，同比下降 72.36%，扣非归母净利润 1.01 亿元，同比下降 51.42%。2025Q3 公司实现营业收入 4.78 亿元，同比增长 10.25%，归母净利润 0.34 亿元，同比下滑 25.12%，扣非归母净利润 0.51 亿元，同比增长 9.70%。25Q3 业绩符合预期，25Q3 归母净利润下滑较多，主要由于公司持有的交易性金融资产云康集团的股票公允价值变动亏损所致。

## 亚辉龙 (688575. SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

王在存

wangzaicun@csc.com.cn

010-56135310

SAC 编号:S1440521070003

SFC 编号:BVA292

喻胜锋

yushengfeng@csc.com.cn

010-56135314

SAC 编号:S1440524110002

发布日期：2025 年 11 月 17 日

当前股价：15.72 元

#### 主要数据

##### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
8.64/7.21	1.35/-6.09	-14.00/-33.26
12 月最高/最低价 (元)		18.35/14.15
总股本 (万股)		57,042.68
流通 A 股 (万股)		57,042.68
总市值 (亿元)		89.67
流通市值 (亿元)		89.67
近 3 月日均成交量 (万)		525.05
主要股东		
胡鹄辉		36.95%

#### 股价表现



25Q3 公司自主产品实现营业收入 4.03 亿元，同比增长 14.36%，其中 1) 国内自主产品收入 3.24 亿元，同比增长 6.02%，公司仍受检验套餐解绑、集采、医疗服务价格调整等因素影响，但由于去年 Q3 公司主动调整渠道库存导致基数较低，收入增速环比改善，明年相关影响有望逐步减弱；2) 海外自产产品实现收入 7917 万元，同比增长 68.53%，其中海外发光试剂收入同比提升 50.62%。随着公司海外品牌认可度的提高，公司海外装机量稳步增长，带动试剂销量提升，公司海外业务进入快速发展阶段。

### 大型机+流水线装机表现亮眼，有望推动公司市场份额稳步提升

2025 年前三季度，公司自产化学发光仪器新增装机 1806 台，其中国内新增 963 台（高速的 600 速仪器占比达 44.55%），海外新增 843 台（同比增长 15.16%）。截至报告期末，化学发光仪器累计装机已超 12410 台。流水线装机表现亮眼，前三季度新增装机 92 条，同比增长 50.82%，累计装机达 262 条。截至三季度末，公司产品已覆盖国内三级甲等医院超 1260 家，覆盖率超 70%。随着公司大型机及流水线的快速装机，有望进一步加速三级医院客户的渗透，带动公司市占率持续提升。

### 2025Q1-3 公司毛利率受试剂价格调整等影响略有下滑，费用率由于收入下滑较多而有所提升

2025 年前三季度公司销售毛利率为 61.20%，同比下降 2.49 个百分点，预计主要系受高毛利的感染项目销售额减少，以及部分集采项目主动调价所致。销售费用率 23.19% (+1.69pp)，管理费用率 10.04% (+1.02pp)，研发费用率 16.23% (-0.34pp)，财务费用率 1.07% (+0.62pp)，销售及管理费用率提升主要系收入端承压而相关费用较为刚性，其中管理费用增加主要源于新园区启德大厦投入使用，房屋折旧摊销费增加所致，研发费用率略有下降主要系公司研发端持续提质增效所致，各项费用率基本在合理范围内。2025 年前三季度公司经营性现金流净额为 6498.56 万元，同比下降 79.56%，主要系销售商品收到的现金及政府补助减少，同时购买商品支付的现金增加所致。公司 2025 年三季度末应收账款余额为 5.48 亿元，较年初增长 11.16%，预计主要系公司对部分经销商延长信用期或增加信用额度所致。其余财务指标基本稳健。

### 展望 Q4 及明年，Q4 预计仍有所承压，明年业绩有望改善

展望 Q4 及明年，去年 Q4 公司基数偏高，预计 Q4 收入增速同比承压，国内业务收入仍受集采降价及检验套餐解绑的影响，海外业务收入有望保持较高增长。2026 年在集采、检验套餐解绑等行业政策影响逐步出清的情况下，公司收入增速有望改善，收入及利润有望恢复较高增长。

### 盈利预测与估值

公司是国内自身免疫诊断试剂的龙头企业，短期来看，国内业务受集采降价及检验套餐解绑等因素影响预计有所承压，但随着国内外装机量的快速提升，市场份额有望持续提升。利润端今年由于公司持有的交易性金融资产（云康集团有限公司的股票）公允价值变动亏损，短期影响归母净利润增速，但长期来看，公司也持续加大降本增效力度，随着试剂上量带来规模效应的提升，未来利润增速有望高于收入增速。此外，公司海外市场业务逐步进入收获期，试剂放量明显，有望成为公司未来新的增长引擎。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 18.22、21.30、24.66 亿元，同比增速分别为-9.45%、16.94%、15.77%，归母净利润分别为 1.16、2.84、3.46 亿元，同比增速分别为-61.50%、144.53%和 21.84%。以 2025 年 11 月 16 日收盘价计算，2025-2027 年 PE 分别为 78、32、26 倍，维持“买入”评级。

表 1:预测及比例

单位:百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2011.62	1821.60	2130.18	2466.12
增长率(%)	-2.02%	-9.45%	16.94%	15.77%
归属母公司股东净利润	301.53	116.11	283.91	345.92
增长率(%)	-15.06%	-61.50%	144.53%	21.84%
每股收益 EPS(元)	0.53	0.20	0.50	0.61
市盈率(P/E)	30.17	78.36	32.05	26.30

资料来源: Wind, 中信建投证券, 注: 收盘日期截至 2025 年 11 月 16 日

## 风险分析

1) 集采政策风险: 2023 年及 2024 年安徽省牵头开展了化学发光试剂的集中带量采购, 目前正逐步落地执行, 可能对公司产品的出厂价形成冲击, 影响公司产品的收入及利润率水平。2) 市场竞争加剧风险: IVD 行业内厂家较多, 行业竞争正逐步加剧, 不排除部分厂家为扩大市场份额出现降价行为, 影响公司的市场份额, 导致行业竞争进一步加剧。3) 研发及注册进展不达预期的风险: 公司的分子诊断、凝血试剂等产品线仪器仍需要持续更新迭代, 化学发光试剂项目仍在持续拓展, 公司仪器及试剂的研发进展存在不确定性, 可能会对公司业绩造成一定影响。4) 医疗合规要求提升影响: 医疗行业合规要求提升等政策可能导致招投标进度延后, 导致仪器装机数量减少, 进而影响试剂产出。5) 地缘政治风险: 地缘政治及贸易战可能影响公司海外业务收入、利润率, 汇率波动可能对公司业绩产生影响。6) 以上部分风险具有不可预测性, 我们给的业绩预测可能存在达不到的风险。

**表 2:财务预测**

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>利润表（百万元）</b>						
营业收入	3,980.76	2,053.10	2,011.62	1,821.60	2,130.18	2,466.12
减:营业成本	1,832.54	886.81	698.52	642.20	724.78	829.38
税金及附加	31.72	13.44	15.48	13.49	15.77	18.26
主营业务利润	2,116.50	1,152.85	1,297.62	1,165.91	1,389.62	1,618.48
减:销售费用	493.03	395.37	434.67	455.40	511.24	591.87
管理费用	130.94	172.25	172.24	182.16	213.02	246.61
研发费用	240.31	317.18	336.71	309.67	340.83	394.58
财务费用	-9.24	-9.86	11.27	27.57	10.30	0.23
经营性利润	1,261.47	277.91	342.73	191.11	314.24	385.19
加:资产减值损失	-129.97	-72.87	-29.35	-14.57	-17.04	-19.73
信用减值损失	-12.03	-7.84	-10.58	-10.93	-14.91	-19.73
其他经营损益	-0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	5.39	118.08	-9.33	-5.00	-5.00	-5.00
公允价值变动损益	55.71	-25.78	-17.10	-65.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.00	2.79	1.82	1.54	1.54	1.54
其他收益	21.16	48.26	36.88	30.00	20.00	20.00
营业利润	1,201.72	340.55	315.09	127.14	298.83	362.27
加:其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	0.80	7.14	4.46	4.13	4.13	4.13
减:营业外支出	16.03	13.57	7.85	12.49	12.49	12.49
利润总额	1,186.49	334.11	311.70	118.79	290.47	353.92
减:所得税	164.97	54.91	39.50	15.44	37.76	46.01
净利润	1,021.52	279.20	272.19	103.35	252.71	307.91
减:少数股东损益	9.13	-75.81	-29.34	-12.76	-31.20	-38.02
归属母公司股东净利润	1,012.39	355.01	301.53	116.11	283.91	345.92
<b>资产负债表（百万元）</b>						
货币资金	1,250.56	490.59	464.97	805.96	1,144.67	1,521.89
交易性金融资产	114.16	76.66	69.59	69.59	69.59	69.59
应收票据	2.78	1.49	0.00	0.86	1.01	1.17
应收账款	343.60	412.70	523.85	332.59	388.93	450.26
预付账款	67.72	31.97	33.24	29.82	34.87	40.37
其他应收款	23.49	25.99	24.08	18.54	21.68	25.10
存货	569.54	634.50	670.77	425.26	479.94	549.20
其他流动资产	123.28	176.82	225.25	139.09	162.65	188.30
长期股权投资	45.47	140.04	143.23	128.23	113.23	98.23
金融资产投资	257.35	120.87	214.94	214.94	214.94	214.94
投资性房地产	16.01	16.23	15.92	13.70	11.49	9.27
固定资产和在建工程	1,043.74	1,371.48	1,735.02	1,371.90	1,004.37	632.44

**A 股公司简评报告**

无形资产和开发支出	222.26	206.67	188.64	144.94	101.23	57.50
其他非流动资产	131.55	100.06	105.59	92.34	79.09	79.09
资产总计	4,211.52	3,806.08	4,415.09	3,787.76	3,827.68	3,937.36
短期借款	279.36	171.07	292.32	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	17.23	29.85	34.72	19.86	22.41	25.65
应付账款	320.52	223.45	260.63	171.25	193.27	221.17
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	526.35	181.86	183.32	189.40	221.49	256.42
其他应付款	321.21	211.24	240.95	162.36	183.23	209.68
长期借款	189.14	385.46	587.83	378.59	186.72	15.31
其他负债	113.04	69.58	113.57	103.28	107.76	113.84
负债合计	1,766.85	1,272.51	1,713.34	1,024.75	914.89	842.06
股本	567.00	568.13	570.27	570.27	570.27	570.27
资本公积	389.51	432.24	480.36	480.36	480.36	480.36
留存收益	1,460.03	1,559.47	1,706.45	1,780.46	1,961.45	2,181.97
归属母公司股东权益	2,416.54	2,559.84	2,757.08	2,831.09	3,012.08	3,232.60
少数股东权益	28.13	-26.27	-55.32	-68.08	-99.28	-137.30
股东权益合计	2,444.67	2,533.58	2,701.75	2,763.01	2,912.80	3,095.30
负债和股东权益合计	4,211.52	3,806.08	4,415.09	3,787.76	3,827.68	3,937.36
投入资本(IC)	1,689.16	2,607.29	3,033.56	2,233.27	1,883.34	1,550.80

**现金流量表 (百万元)**

资本支出	554.79	660.80	571.27	0.00	0.00	0.00
自由现金流	727.24	-837.02	-139.81	984.43	603.42	632.46
短期借款增加	128.54	-108.29	121.25	-292.32	0.00	0.00
长期带息债务增加	110.99	196.32	202.37	-209.24	-191.87	-171.41
股权筹资额				0.00	0.00	0.00
支付普通股股利	255.66	155.41	119.79	42.09	102.92	125.40
长期投资	-304.49	27.77	-155.24	-48.91	8.94	8.94
经营性现金净流量	1,583.03	-73.19	529.90	959.58	633.33	663.80
投资性现金净流量	-869.83	-634.88	-748.52	-47.38	10.47	10.47
筹资性现金净流量	13.47	-19.26	180.71	-571.22	-305.09	-297.05
现金流量净额	736.92	-723.34	-43.92	340.98	338.71	377.22
货币资金的期初余额	473.86	1,210.91	487.57	443.65	784.63	1,123.34
货币资金的期末余额	1,210.91	487.57	443.65	784.63	1,123.34	1,500.56
企业自由现金流	727.24	-837.02	-139.81	984.43	603.42	632.46
权益自由现金流	974.73	-740.75	173.98	458.89	402.59	460.85

资料来源: Ifind, 中信建投证券

## 分析师介绍

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

### 王在存

医疗器械及服务首席分析师，北京大学生物医学工程博士，《医疗器械行业蓝皮书》编委。团队负责研究医疗器械与医疗服务各细分赛道的发展趋势和投资机遇。

### 喻胜锋

北京大学药学硕士，2022 年加入中信建投医药团队



## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
电话：（8610）56135088  
联系人：李祉瑶  
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
电话：（8621）6882-1600  
联系人：翁起帆  
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区福中三路与鹏程一路交汇  
处广电金融中心 35 楼  
电话：（86755）8252-1369  
联系人：曹莹  
邮箱：caoying@csc.com.cn

### 中信建投（国际）

香港  
中环交易广场 2 期 18 楼  
电话：（852）3465-5600  
联系人：刘泓麟  
邮箱：charleneliu@csci.hk