

### 九强生物：国内生化诊断龙头，技术出海代表人

九强生物主营业务为生化诊断试剂、血凝诊断和肿瘤病理检测试剂，目前产品涵盖多个领域。公司立主生化诊断多年，产品端涵盖肝功能、肾功能、血脂类和糖代谢等类别，是生化诊断领域产品最为完善的企业之一，与国内外多家龙头企业建立了深度战略合作关系。公司业绩表现优异，自 2019-2021 年，公司营业收入从 8.41 亿元增长到 15.99 亿元，CAGR 为 38%，毛利率水平在 70% 左右，一直以来高于同行业水准。

### 生物试剂方兴未艾，公司产品和平台优势明显

公司生物试剂产品线丰富且创新能力强，覆盖 11 个领域的生化检测指标，创下多个国内第一，熟练掌握循环酶法技术、辅酶动态平衡技术、酶液态稳定技术等生化诊断试剂关键技术，此外，公司完成了“试剂+仪器”的封闭生化系统建设，推出了 G92000 和 G9800 两款生化分析系统，可能更好的满足不同客户的需求。

### 迈入蓝海，收购国产肿瘤免疫检测龙头迈新生物

病理诊断是目前诊断准确性最高的一种诊断方式，是肿瘤等疾病诊断的金标准。病理诊断在我国的发展处于滞后状态，病理医生数量不足且资源分布不均，存在巨大的需求缺口。九强生物联手国药投资收购迈新生物 95.55% 的股权，进入高景气度的病理诊断领域，迈新生物在免疫组化领域处于领先地位，抗体产品丰富，并自主研发出国内首台全自动免疫组化染色仪，性能上可对标海外企业。

### 与巨人同行，开拓广阔发展空间

2013 年起公司制定“与巨人同行”战略方针，通过和雅培、罗氏、迈瑞等多家知名企业建立战略合作关系，开展 OEM 产品和技术转移合作方式，提高公司的竞争力和拓展销售空间，并创立了中国 IVD 技术输出的先河。

**盈利预测与估值：**根据公司在生化诊断、血凝诊断和病理诊断等体外诊断领域的产品品种丰富优势，且公司所处行业成长性高，我们预计 2022-2024 年公司营收分别为 16.97 亿元、21.20 亿元和 25.86 亿元，同比增长分别为 6%、25% 和 22%；净利润分别为 4.34 亿元、6.43 亿元和 8.33 亿元，同比增速分别为 7%、48% 和 30%，2022-2024 年对应当前股价的估值为 26、17 和 13 倍，对应 EPS 为 0.74、1.09 和 1.41 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

**风险提示：**产品研发不及预期风险；集采风险；经销商管理风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,599	1,697	2,120	2,586
增长率 (%)	88.6	6.1	24.9	21.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	406	434	643	833
增长率 (%)	261.3	7.1	48.0	29.6
每股收益 (元)	0.69	0.74	1.09	1.41
PE	27	26	17	13
PB	3.9	3.5	2.9	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 9 月 2 日收盘价）

## 推荐

## 首次评级

### 当前价格：

### 18.83 元



**分析师 周超泽**

执业证书：S0100521110005

邮箱：zhouchaoze@mszq.com

**分析师 许睿**

执业证书：S0100521110007

邮箱：xurui@mszq.com

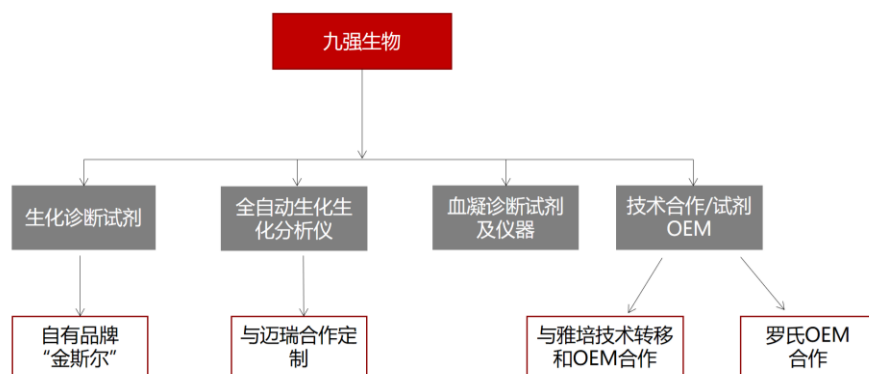
# 目录

<b>1 九强生物：国内生化诊断龙头，技术出海代表人</b>	<b>3</b>
1.1 股权结构明晰，管理层资历丰富	4
1.2 引入国药力量打造 IVD 平台	4
1.3 公司经营情况良好，研发成果丰硕	6
<b>2 生化试剂方兴未艾，公司产品和平台优势明显</b>	<b>8</b>
2.1 生化诊断市场稳定发展，国产竞争格局定格	8
2.2 扎根生化诊断，坚持自主创新道路	9
2.3 收购进入血凝诊断领域，自主研发推出产品	11
<b>3 迈入蓝海，收购国产肿瘤免疫检测龙头迈新生物</b>	<b>13</b>
3.1 病理检测准确性高，正在高速发展	13
3.2 免疫组化方兴未艾，国产品牌发展空间广阔	14
3.3 收购国产肿瘤免疫检测龙头迈新生物	16
<b>4 与巨人同行，开拓广阔发展空间</b>	<b>19</b>
<b>5 盈利预测与估值</b>	<b>20</b>
5.1 盈利预测假设与业务拆分	20
5.2 估值分析	21
5.3 投资建议	22
<b>6 风险提示</b>	<b>23</b>
<b>插图目录</b>	<b>25</b>
<b>表格目录</b>	<b>25</b>

## 1 九强生物：国内生化诊断龙头，技术出海代表人

九强生物主营业务为生化诊断试剂和肿瘤病理检测试剂，目前产品涵盖多个领域。公司主要从事于生化诊断试剂和肿瘤病理检测试剂，是国内领先的临床体外诊断产品与服务供应商之一。公司最早以进口产品代理起家，正式创立于 2001 年，随后在生化诊断领域推出“金斯尔”自主品牌，随着公司的不断发展壮大，2014 年在深交所成功上市。公司一直专注于体外诊断产品系统的研发，目前拥有生化检测系统、血凝检测系统、血型检测系统和免疫病理染色系统，产品端涵盖肝功能、肾功能、血脂类和糖代谢等类别，是生化诊断领域产品最为完善的企业之一，与国内外多家龙头企业建立了深度战略合作关系。

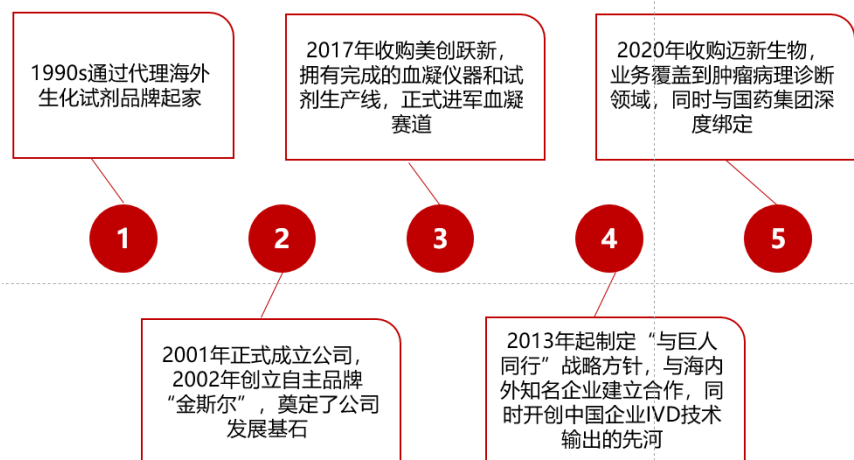
图1：公司架构



资料来源：wind，民生证券研究院

**通过收购方式拓展公司业务覆盖范围。**公司旗下拥有四家子公司，其中九强医疗和美创跃新为全资子公司。九强医疗诊断主营业务为生化诊断器械及技术服务，2015 年收购美创跃新正式进军血凝赛道，美创跃新是一家血凝试剂的研发生产销售公司，同时配套代理销售德国的血凝诊断仪器及试剂。2019 年开始收购迈新生物迈入肿瘤病理诊断领域，2021 年完成了 95.55% 的股权收购，此次收购助力公司进入新领域拓展发展空间。目前九强生物的业务覆盖肿瘤病理诊断、免疫细胞化学诊断、分子病理诊断、精准医学诊断四大领域。

图2：九强生物发展历程



资料来源：九强生物官网，民生证券研究院

## 1.1 股权结构明晰，管理层资历丰富

公司创始人科研背景出身，是行业领军人物。在上市之初，刘希、罗爱平、孙小林、邹左军四人签订协议为公司的一致行动人，2017年相关协议到期后暂无实际控制人。刘希和邹左军为公司创始人，均为我国改革开放后的第一批中科院博士。邹左军为公司董事长，直接持有股份 6.58%，是中国体外诊断领军人物，全面负责公司系统运作及发展规划，具体负责中国市场营销工作的组织和实施；刘希为公司董事兼总经理，直接持有股权 11.38%，负责发展规划的制定与组织实施。

表1：管理层核心成员资历深厚

姓名	职位	主要经历
邹左军	董事长, 董事	中国科学院生态环境研究中心理学博士，九强生物创始人之一；曾任中国科学院青年科学家重点开放实验室副主任，现为中国医疗器械行业协会理事；2016年度中国体外诊断领军人物，IVD 行业经验约 30 年；
梁红军	董事, 副董事长	曾任恒瑞医药和健民药业的董事，现任国药投资董事、总经理；财务经验近 30 年；
刘希	董事, 总经理	中国科学院自动化所工学博士，九强生物创始人之一；IVD 行业经验约 30 年；
罗爱平	董事	悉尼科技大学工商管理硕士；企业管理经验约 20 年；
盛丹	董事	美国纽约大学生物统计学博士，美国芝加哥大学工商管理硕士学位；医药行业经验约 10 年；
王建民	董事会秘书	清华大学法律硕士；投资经验约 15 年；

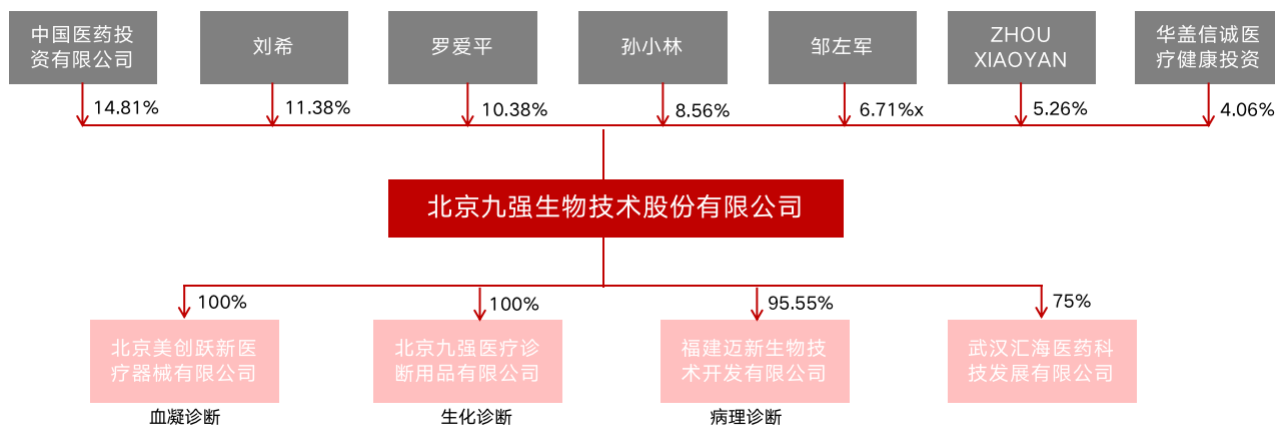
资料来源：wind，民生证券研究院

## 1.2 引入国药力量打造 IVD 平台

引入国药投资，发行可转债完成迈新生物收购。2019年九强生物联合国药投

资共同收购迈新生物 95.55% 股权，其中九强生物和国药投资分别受让迈新生物 65.55%、30% 股权。2021 年公司继续加码股权收购工作，向国药投资收购所持有的迈新生物 30% 股权，最终持有迈新生物 95.55% 的股权。2020 年九强生物与国药投资建立战略合作，推出 12 亿规模的定向增发，截止至 2021 年 12 月 31 日，国药投资持有股权 14.81%，成为公司的第一大股东。

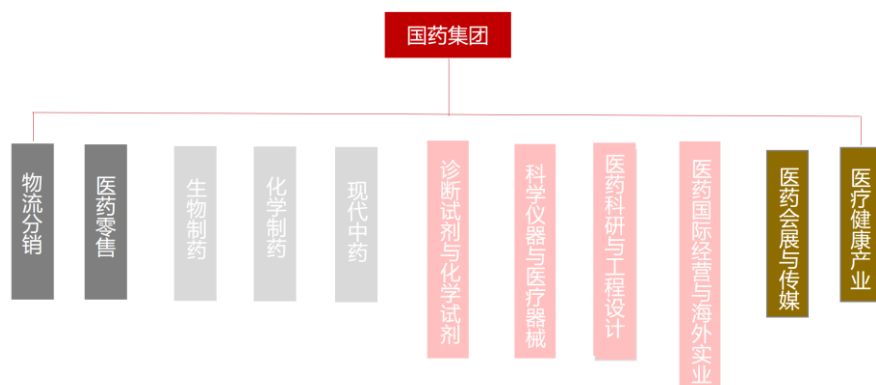
图3：公司股权结构



资料来源：wind，民生证券研究院（注：股权结构截止时间日期为 2022 年 09 月 01 日）

**国药投资的加入为公司的研发和渠道增添活力。** 国药投资是国药集团的子公司，国药集团在医药流通、制药、疫苗、血液等领域是国家队，在研发和渠道方面都具有丰富的资源优势。研发方面，国药集团拥有国内领先的应用性医药研究机构 and 工程设计院，拥有 2 名中国工程院院士、5000 多名科研人员的专家团队、11 个国家级研发机构和 44 个省级企业技术中心。渠道方面，国药集团拥有发达的药品/医疗器械流通体系及广泛的市场影响力，拥有完善的医疗服务网络，形成河南、湖北、辽宁等多个区域医疗集群，拥有包括 3 家三甲医院、1 家三级医院、14 家二级医院在内的 50 家医疗机构。通过引入国药投资作为第一大股东，既有望借助研发人才资源把九强生物打造成 IVD 国家队，同时可以利用销售渠道资源增加销售额。

图4：世界 500 强的国药集团为九强生物赋能

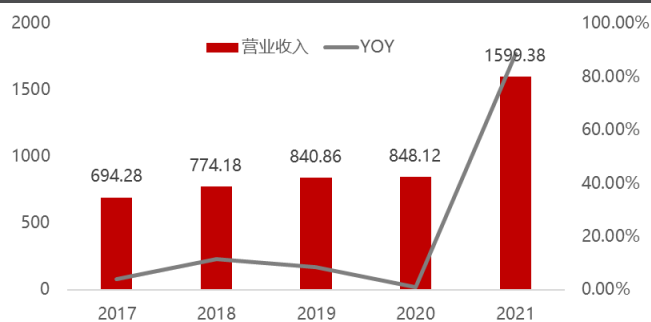


资料来源：wind，民生证券研究院

### 1.3 公司经营情况良好，研发成果丰硕

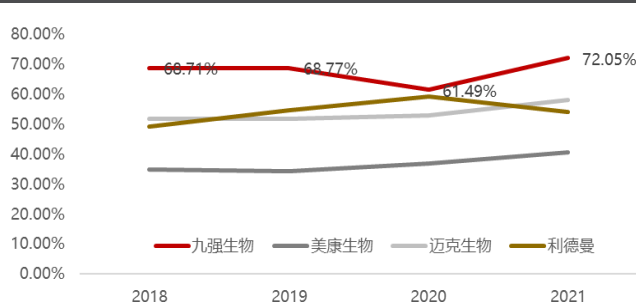
**公司营收快速增长，毛利率水平高于行业。** 1) 收入增长方面，2021 年公司营业收入为 15.99 亿元，同比增长 88.58%，净利润为 4.06 亿元，同比增长 261.29%。其中，2021 年子公司迈新生物实现收入 6.01 亿元，净利润 2.45 亿元。2021 年营收和毛利实现跳跃式增长，一方面由于疫情逐渐得到控制，常规业务销售逐步恢复，另一方面是迈新生物并表带来规模的大幅提升。2022 年 H1 公司实现营业收入 7.12 亿元，同比下降 11.86%，归母净利润 1.63 亿元，同比下降 26.37%，主要受疫情影响医院诊疗人次。2) 毛利率方面，多年来公司毛利率水平一直高于行业水平，2021 年毛利率达 72.08%，较去年增长 8 个点，系毛利率水平高的诊断试剂产品销售占比增加以及直销模式占比增加。

图5：2017-2021 公司营收稳步增长 (百万元)



资料来源：九强生物年报，民生证券研究院

图6：2018-2021 公司毛利率水平高于同行业(百万元)



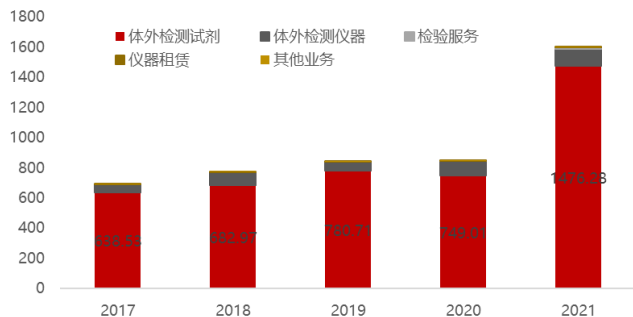
资料来源：各公司年报，民生证券研究院

**体外诊断类产品是公司营收主要来源，采用经销方式为主销售。** 1) 从产品结构看，检测试剂类业务仍然是公司主要的营收和利润来源。2021 年公司试剂业务实现收入 14.76 亿元，同比增长 97.10%。2019-2021 年公司来自体外诊断试剂的销售收入占比分别为 92.85%、88.31%和 92.25%。

2) 从销售模式看，九强生物采取以经销为主、直销为辅的经营模式，2021 年公司的直销和经销占比分别为 39.12%和 60.88%，其中直销毛利率不低于 80%，

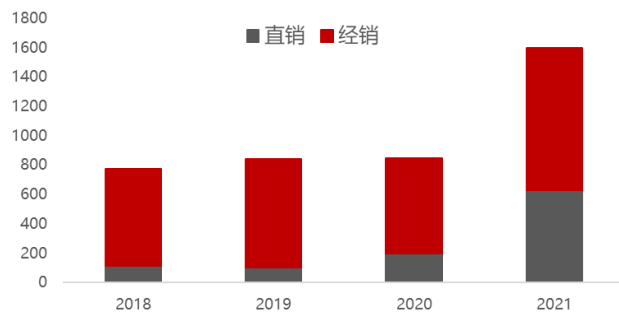
经销毛利率在 60%左右。由于新收购的子公司迈新采用以直销为主，经销为辅的营销模式，2021 年直销占比增加，且销售额较去年增长 226%。

图7：2021 年体外检测产品占比超过 92% (百万元)



资料来源：九强生物年报，民生证券研究院

图8：公司的经营模式以经销为主 (百万元)



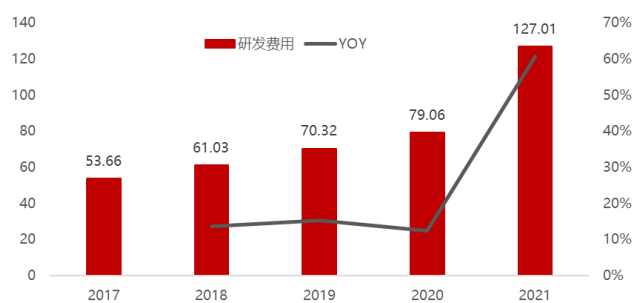
资料来源：九强生物年报，民生证券研究院

注重研发投入，打造坚实的技术创新条件，2021 再获丰硕研究成果。1) 实验室建设上，公司建有分子生物学实验室、生化/血凝实验室、免疫实验室、免疫血凝实验室。其中分子生物学实验室的主要目的是研制诊断试剂需要的特殊原料酶及抗原，为诊断试剂的研发创新提高坚实基础。

2) 研发投入，2021 年公司的研发投入 1.27 亿元,同比增加 60.66%。研发人员上，拥有多名高学历、复合型人才，2021 年研发人员达 237 人，其中 28% 为硕士及以上学历。

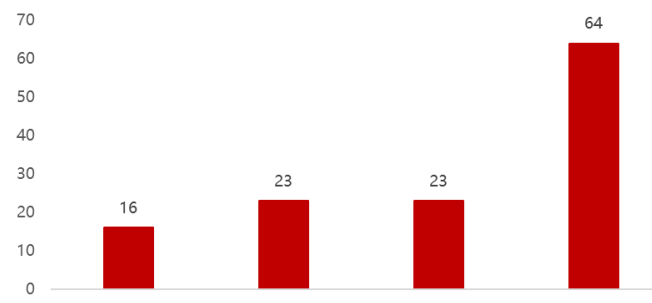
3) 专利和注册证上，2021 年公司获得及申请 64 项专利。同时九强生物已获得自产产品注册证书 237 个。其中自产体外诊断试剂注册证书 236 个，自产临床体外诊断仪器注册证书 1 个，并成功将产品推向市场。

图9：体研发费用投入逐年增加 (百万元)



资料来源：九强生物年报，民生证券研究院

图10：公司获得及申请的专利数量 (个)



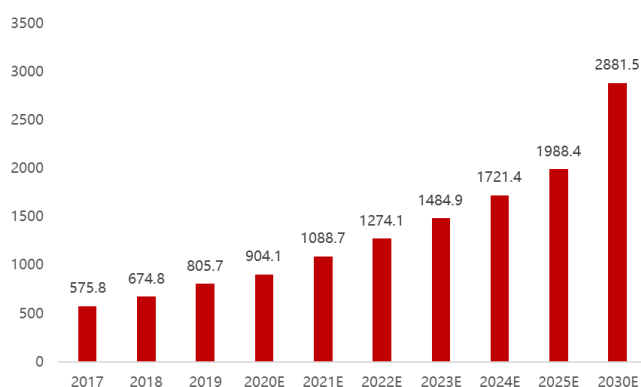
资料来源：九强生物年报，民生证券研究院

## 2 生化试剂方兴未艾，公司产品平台优势明显

### 2.1 生化诊断市场稳定发展，国产竞争格局定格

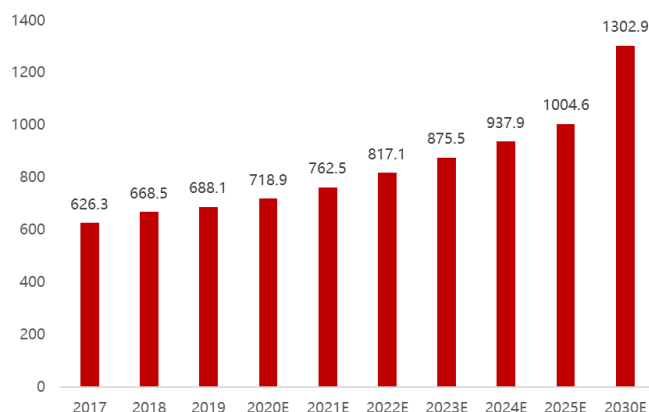
需求端和供给端双重需求助力国产 IVD 扩容。近几年中国作为新兴发达国家，IVD 行业处于处在一个大变革时代，中国的 IVD 试剂原材料行业已经进入高速发展期远高于全球增速。受益于研发技术进步、检测项目的拓展、新标志的发现等供给端利好，以及早诊早筛、老龄化加重、支付水平上升等需求端驱动，体外诊断行业将会在中国有较大增长空间。根据灼识咨询，预计至 2030 年，中国 IVD 市场规模将增长至人民币 1303 亿元，在全球市场中的占比显著提高，成为最大的 IVD 产品消费国。

图11：2017-2030 年全球 IVD 市场规模 (亿美元)



资料来源：灼识咨询，民生证券研究院

图12：2017-2030 年中国 IVD 规模 (亿元)

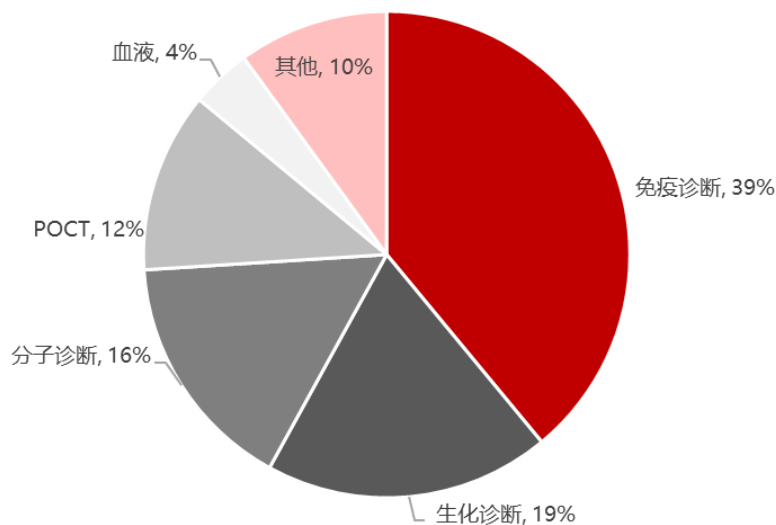


资料来源：灼识咨询，民生证券研究院

**生化诊断是最常用的检测方法，近年来在持续稳定发展。**体外诊断可分为主要的五大细分领域，分别是免疫诊断、生化诊断、分子诊断、即使诊断、组织细胞学诊断。其中生化诊断在我国发展较早，多年来一直为医院常规诊断检测项目，是我国体外诊断产业中发展最为成熟的细分领域。生化诊断，常用于肝功能、肾功能、血糖、血脂等基础检查项目，即通过测定特定生化物质的含量或活性来判断人体是否处于健康状态，并指分析病因的诊断方法。随着整体体外诊断市场的发展，细分领域的生化诊断也在蓬勃发展中。近年来，我国生化诊断试剂的市场规模逐渐增长，2020 年的市场规模约为 161 亿元。



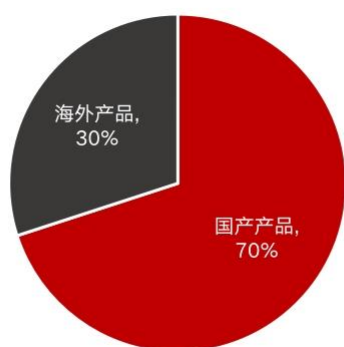
图13: 中国体外诊断细分检测方法占比



资料来源: 前瞻产业研究, 民生证券研究院

**生化诊断的国产替代之路基本完成, 九强生物占据国产第一梯队。**生化诊断领域中, 国内生化诊断试剂的整体技术水平已基本达到国际同期水平, 涌现出了一些具备与国际巨头竞争的企业。目前中国市场的国产生化试剂销量占比已超过70%左右, 并已全面进入二甲、三甲等大型医院, 其余份额被一些实力雄厚的跨国公司(如贝克曼、朗道、东亚等)占据, 可见国产企业已经打破了进口垄断的格局, 基本实现国产化。国内的竞争格局上, 主要有九强生物、美康生物、利德曼、中生北控、科华生物、四川迈克、中元生物等, 九强生物是国内试剂品类最全的企业之一。

图14: 国生化诊断市场国产替代率高



资料来源: 中国医药工业信息中心, 民生证券研究院

## 2.2 扎根生化诊断, 坚持自主创新道路

**创立自有品牌“金斯尔”, 产品品种齐全, 处于行业领先水平。**生化诊断试剂方面, 公司2002年建立了自有品牌“金斯尔”, 凭借二十年的积累成为行业内知名品牌, 处于国内第一梯队水平, 是生化诊断试剂品种最齐全的生产厂商之一。公司

产品覆盖体外生化诊断试剂的大多数项目，主要诊断试剂种类涵盖肝功类、肾功类、血脂类、心肌损伤、特种蛋白和糖代谢类等 11 类生化指标，主要产品包括胱抑素 C、同型半胱氨酸、胆汁酸 (TBA)、载脂蛋白 A1、载脂蛋白 B、小而密低密度脂蛋白胆固醇、肌酸激酶同工酶 (mass 法) 等生化诊断试剂。每年产品推陈出新，创下了诸多第一，例如为国内首家推出第五代液体胆汁酸、国内首个产品 HCY、CYSC 临检中心室间质评实验室、国内首家过氧化物酶法 sdLDL-C、国内首家推出生化同平台检测 PSA/fPSA。趋于生化诊断试剂封闭化的发展趋势，公司在 2017 年完成了“试剂+仪器”的封闭生化系统建设，推出了 G92000 和 G9800 两款生化分析系统。

图15：公司产品类别覆盖全面



资料来源：九强生物官网，民生证券研究院

**注重技术平台搭建，产品性能佳。**公司已熟练掌握循环酶法技术、辅酶动态平衡技术、酶液态稳定技术等生化诊断试剂关键技术，建立起了化学法、酶法(含循环酶法)、普通免疫比浊法、胶乳增强免疫比浊法、克隆酶供体酶免疫测定技术、酶增强免疫测定技术等生化研发平台。凭借多年领先的技术和研发经验，公司的体外诊断产品准确性好、灵敏度高、线性宽、抗干扰性好、质量稳定、绝大多数产品的有效期能够达到一年半以上。公司注重技术研发平台的建设，坚持自主创新道路，小而密低密度脂蛋白、CK-MB mass 和 fPSA 等多个代表性产品在业内享有较好口碑，也是公司未来重点推广的方向。

表2：九强生物重点推广的产品及优势

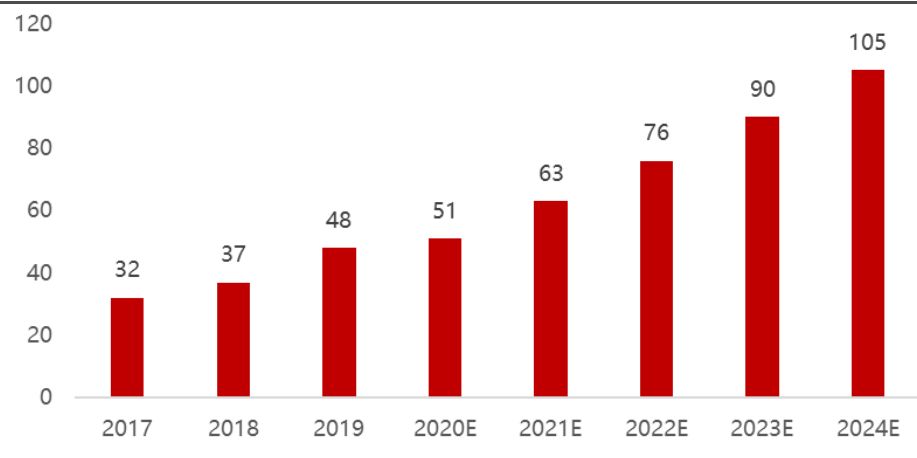
检测盒	检测标志	检测优势
小而密低密度脂蛋白胆固醇测定试剂盒	sd LDL-C 是心血管病的一个重要标志物，可以预测冠心病的风险	血浆血清样本不需要预处理；适用于全自动生化分析仪，节省劳动力，灵敏度、准确性高，适合大规模流行病学调查及工作量大的实验室使用；
肌酸激酶同工酶 (CK-MB mass) 测定试剂盒	CK-MB 其浓度与梗死面积有一定相关，可大致判断梗死范围，另外，助于判断心肌损伤的时间和诊断早期再梗死。是当今应用最广的心肌损伤标志物	对微小心肌梗死的诊断价值明显优于传统的活性检测；不受 CK-BB、巨 CK 以及腺苷酸激酶的干扰，特异性大大提高；
游离前列腺特异性抗原 (fPSA) 试剂盒	fPSA 是临床诊断和治疗前列腺癌的敏感性指标	检测灵敏度达到化学发光水平 (LOB-0.02)；与主流进口化学发光相关性均良好；适用于全自动生化分析仪，快速批量检测，有效降低用户成本；

资料来源：九强生物官网，民生证券研究院

## 2.3 收购进入血凝诊断领域，自主研发推出产品

**血凝诊断行业具有巨大的市场机遇。**过去血凝检测主要用于手术前血凝四项检查，随着国内医疗水平的进步，以及国民对于健康意识的加强，血凝检测不仅仅局限于为了止血，还可以通过对患者血浆中相应指标的检测，实现对特定疾病的早期诊断。中国血凝检测市场具有广阔的下沉市场、整体空间大、增速高，进口替代机遇大的特点。2021 年我国血凝体外诊断的市场规模在 60 亿元左右，据观研天下预计，未来将保持复合增速 19% 的高增速发展。

**图16：2017-2024 年中国凝血体外诊断市场规模（亿元）**



资料来源：观研天下，民生证券研究院

**收购美创跃新进入血凝诊断领域。**公司于 2017 年通过收购美创跃新进军血凝领域，美创跃新是凝血产品的专业供应商，自行研发和销售凝血试剂，同时代理德国德高 (TECO) 在中国地区的仪器和试剂销售。公司具备高水平的全液体凝血研发技术团队，搭建了基于底物显色法、比浊法、凝固法的凝血检测试剂研发平台，推出了 D-Dimer, FDP, AT-III 为代表的凝血检测诊断试剂。公司高质量的凝血产品遍布全国 31 省市医院、药厂、科研等机构, 凭借高质的产品性价比和良好的技术支持服务广受好评。

**表3：公司凝血诊断主要试剂产品**

产品	检测用途
纤维蛋白原检测试剂盒	检测血浆中的纤维蛋白前体，用于血栓形成、心血管疾病和出血性疾病的辅助诊断。
D-二聚体测试试剂盒	检测血浆中的血浆 D- 二聚体，用于静脉血栓和肺栓塞的辅助诊断。
纤维蛋白（原）降解产物测定试剂盒	检测血清中的纤维蛋白降解产物，用于弥漫性血管内凝血的辅助诊断。
抗凝血酶Ⅲ测定试剂盒	检测血浆中的抗凝血酶Ⅲ，用于血栓性疾病的辅助诊断。

资料来源：公司官网，民生证券研究院

**推出自有品牌生化分析系统及凝血分析系统，完善产品线布局。**公司目前在凝血分析仪上共推出 5 款产品，其中三款德国原装进口的全自动凝血分析仪 Coatron 1800、Coatron 3000 和 Coatron 5000，以及自主研发的 MDC7500、

MDC3500 两款全自动凝血分析仪，分别满足高中低端客户的需求。新一代自主研发的全自动凝血分析仪 MDC3500 可实现血凝项目的高速测定及随机组合分析，拥有更高样本处理能力，能提供最佳的检测结果。2021 年公司加大凝血分析系统的销售力度，布局抢占凝血诊断市场，为未来的市场份额增长奠定基础。

**图17：自主研发推出两款优质的全自动凝血分析**



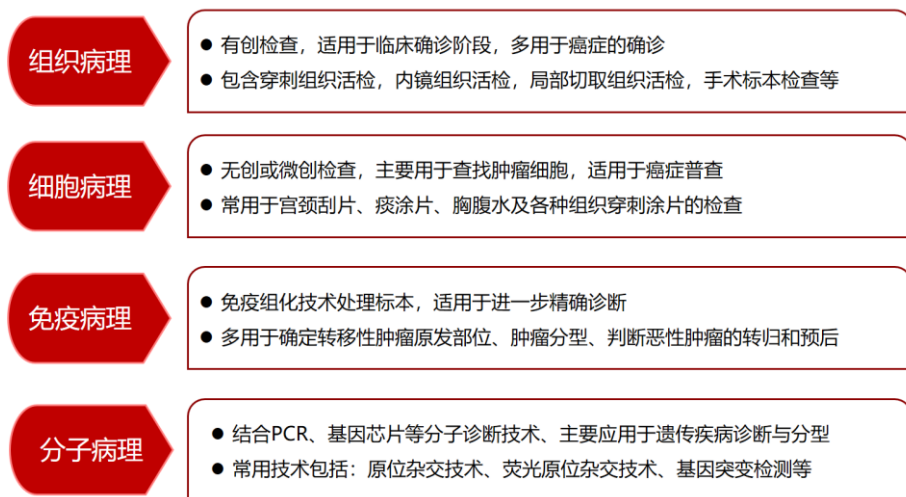
资料来源：公司官网，民生证券研究院

## 3 迈入蓝海，收购国产肿瘤免疫检测龙头迈新生物

### 3.1 病理检测准确性高，正在高速发展

**病理诊断准确性高，是疾病诊断的金标准。**病理诊断是一种由病理医生通过观察临床样本的组织结构、细胞形态、颜色反应等情况作出诊断的方法，通常作为绝大部分疾病，尤其是癌症的最终诊断，除了用于诊断疾病外，还能指导临床的治疗，判断疾病的预后疗效等。尽管各种影像学技术飞速发展，病理诊断是目前诊断准确性最高的一种诊断方式，是肿瘤等疾病诊断的金标准。根据发展阶段的不同主要分为传统病理技术（组织病理、细胞病理）、免疫组化病理和分子病理。传统的组织病理建立在组织、细胞的水平上，可以通过病理医师的显微镜诊断来判断疾病的性质，免疫组化病理建立在蛋白质水平上，可以进一步判断肿瘤的组织来源、原发部位、病理分型、残留边缘癌细胞等。

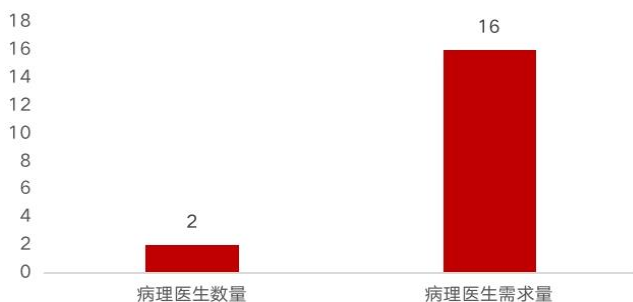
图18：病理诊断项目类型



资料来源：头豹研究所，民生证券研究院整理

全球病理诊断市场稳步发展中，而我国病理诊断发展需求未得到满足。与发达国家和地区相比，我国病理诊断发展相对滞后，长期以来处于相对边缘化的地位，与其临床重要性不相匹配。主要由于我国病理诊断存在自动化程度低，病理医生严重不足且培养周期长、资源分布不均等问题造成。约六成的医院未设置病理科或未开展病理业务，近七成的病理医生集中在三级医院。同时，中国的病理科医生数量远少于其他国家和培养一个病理医生需要的时间长，因此大部分基层医院病理检测主要为外送模式。2019年至2024年全球病理行业保持6.1%年复合增速发展，预计到2024年增长到444亿美元。

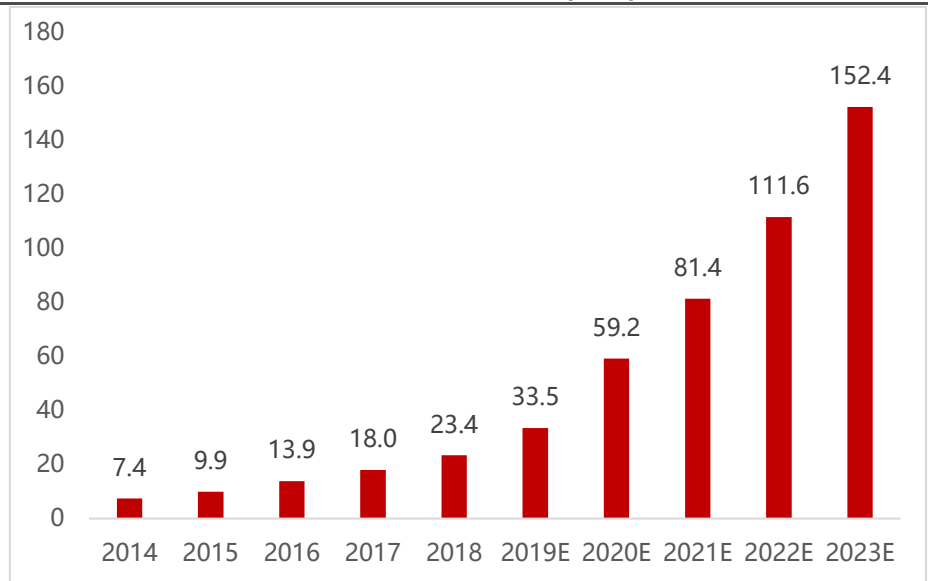
图19: 中国病理医生数量短缺 (万人)



资料来源: 头豹研究所, 民生证券研究院

**第三方病理诊断中心发展为病理诊断上游企业发展带来活力。**病理诊断产业链的上游主要为仪器和试剂生产商, 下游主要为各级医院。第三方医学实验室、病理诊断中心等第三方检测机构位于产业链的中游, 为下游医院提供病理诊断服务。第三方病理诊断中心在病理诊断设备和医师资源方面具备明显的成本优势和专业化优势, 在集约化经营下可以最大程度提高病理诊断设备和医师资源利用率, 有效提升基层医疗机构病理诊断能力, 充分优化医疗资源配置。因此, 近年来我国密集出台了一系列支持病理诊断行业发展的产业政策, 其中 2009 年印发《医学检验所基本标准》明确规定医学检验所可同时开展病理学检查。中国的第三方病理诊断中心行业市场规模保持快速增长的趋势。2019-2023 复合增速为 45.5%, 预计 2023 年市场规模将达 152.4 亿元。未来随着国内庞大的潜在市场需求的释放, 叠加产业政策助力国产化和国内企业的技术突破, 未来我国病理诊断企业将迎来发展的黄金期。

图20: 中国第三方病理诊断中心行业迅速发展 (亿元)



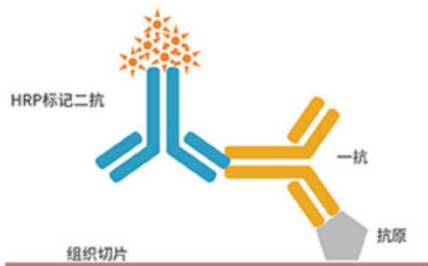
资料来源: 头豹研究所, 民生证券研究院

### 3.2 免疫组化方兴未艾, 国产品牌发展空间广阔

免疫组化作为病理诊断方式的一类, 应用抗原与抗体特异性结合的原理, 通

过化学反应使标记抗体的显色剂显色来确定组织细胞内抗原，对其进行定位、定性及相对定量的方法。免疫组化的主要流程包含取样，制片，染色，诊断，取片 5 个步骤，其中染色中使用的抗体主要分为一抗、二抗。一抗与抗原特异性结合的抗体，用于识别出试验所需检测的物质；二抗可与一抗特异性结合，通常标记酶、荧光基团等物质用于后续显色或发光，用于检测一抗的存在、放大一抗的信号。

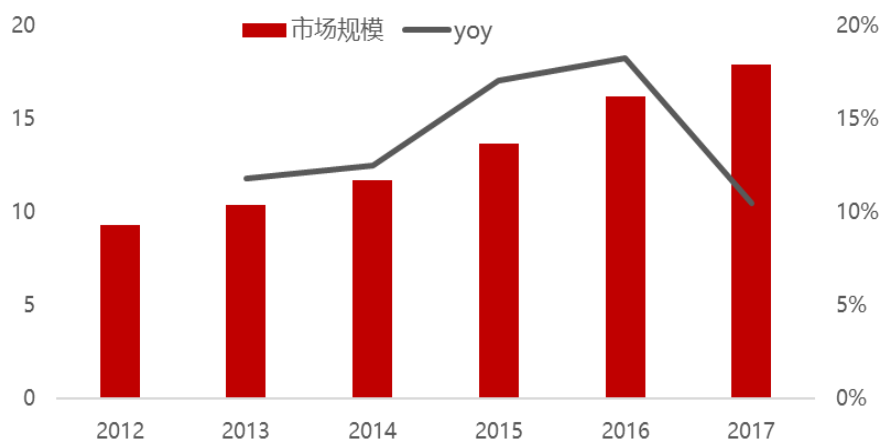
图21：免疫组化过程中的一抗和二抗



资料来源：MERRYBIO 官网，民生证券研究院

**免疫组化应用广泛、实用价值得到认可，正处于快速发展阶段。**免疫组化在病理诊断工作中应用广泛，可用以确认肿瘤良恶性、确定肿瘤细胞来源、鉴别诊断肿瘤类型或亚型、肿瘤分化方向、肿瘤分级、预后判断、靶向治疗、微小转移灶的发现和确定等方向。此外，免疫组化的实用价值高，在低分化或未分化肿瘤的鉴别诊断中准确率可达到 50%-75%，具有特异性强、敏感性高、定位准确、形态与功能相结合的特点，使许多疑难肿瘤得到了明确诊断，逐渐成为病理学中不可或缺且占比最大的重要分支。根据智研咨询数据，2012-2017 年我国免疫组化市场规模从 9.2 亿元增长至 18 亿元，复合年增长率为 14.27%，显著高于全球 6.6% 的增速。

图22：我国免疫组化市场规模增速高于全球 (亿元)

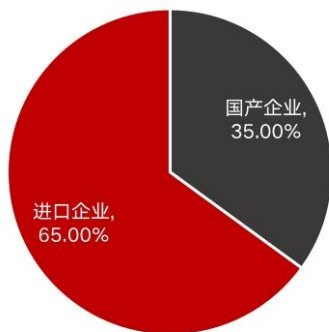


资料来源：智研咨询，民生证券研究院

**免疫组化市场被国外企业主导。**竞争格局上，国内免疫组化产品市场主要由国外企业主导，65%-70%的免疫组化病理市场市场份额被罗氏、丹科、徕卡等外资企业占据，剩余 30%-35%市场份额被国内企业占有，尤其是在核心的一抗领

域，几乎完全依赖进口产品。我国企业起步较晚，国内主要是迈新生物、百凌生物、安必平等企业并肩发展。国产替代仍处于早期阶段，但随着国产病理品牌技术的进步和国产替代政策的引导，有望加速扩大市场占比。

**图23：2019 年免疫组化市场被进口企业主导**



资料来源：安必平招股说明书，民生证券研究院

### 3.3 收购国产肿瘤免疫检测龙头迈新生物

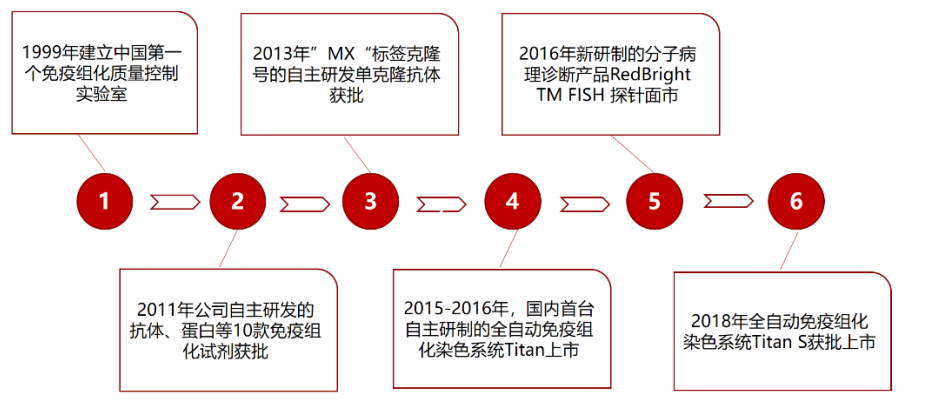
**迈新生物是国内较早一批集病理诊断试剂和自动化染色仪器的研发销售及临床病理检测服务为一体的生物医药高新技术企业，是中国肿瘤病理免疫组化诊断试剂的领先者。**迈新生物成立于 1993 年，早在 1999 年建立了中国第一个免疫组化质量控制实验室，在全国率先推出免疫组化标准化理念，建立了一套比较完善的质量控制方法和程序，使免疫组化技术更具标准化，免疫组化结果更具可靠性和重复性。此外，是国内第一家取得 NMPA(原 CFDA)三类医疗器械生产许可证的免疫组化产品生产企业。凭借 28 年在免疫组化领域的领先性及专业性，入选国家工业和信息化部第三批专精特新“小巨人”企业名单。九强生物与迈新生物均属于体外诊断行业，收购后进一步推动双方充分发挥各自比较优势，发挥协同效应，对提升公司检测业务的服务水平和竞争实力具有重要意义。

**产品种类丰富，抗体水平奠定公司地位。**迈新生物的主要产品包括第一抗体、检测放大系统、肿瘤诊断与鉴别诊断试剂盒、配套试剂/耗材、Titan 系列全自动病理染色仪等，主要用于术后肿瘤组织切片的临床诊断和肿瘤细胞筛查。1) 一抗产品方面，目前生产的一抗产品 300 多种，其中包括 80 多种自主研发的鼠/兔免疫组化单克隆抗体，能基本满足病理科常规诊断需求。多年来鼠/兔单克隆抗体的生产技术和工艺主要由少数几个欧美发达国家掌握，我国仅有几家生物公司可生产仅用于蛋白质研究的鼠/兔多克隆抗体，迈新突破抗体生产瓶颈，研发出多种产品奠定了行业地位；2) 分子病理学方面，公司从 2015 年就开始对外开展 FISH 检测实验，新研制的 FISH 探针各项性能指标甚至超越同类探针国际先进水平；3) 公司在与肿瘤治疗密切相关的伴随诊断生物标记物方面也有布局，自主研发了适用于乳腺癌 HER-2 靶向治疗药物的诊断标记物 C-erbB-2 以及肿瘤免疫治疗标记物 PD-L1 等；4) 实验室拥有显微图像分析系统，全自动染色仪系统，高清图



像扫描仪等先进的科研仪器，可以为科研院所、各级医疗单位提供 IHC 量身定做的个性化科研服务。

图24：迈新生物发展历程



资料来源：九强生物官网，民生证券研究院

**钻研技术打造核心竞争力。**迈新生物一直注重核心技术的自主研发，积累了多项成熟的抗体生产相关技术，涉及免疫组化抗体的研发、质量控制以及全自动免疫组化染色仪器开发多个方面，技术包括重组蛋白表达技术、鼠杂交瘤抗体开发技术、重组抗体表达技术、免疫组化抗体高通量验证和鉴定方法、病理诊断免疫组化试剂盒生产工艺、全自动化免疫组化病理染色仪的开发技术等。因此，公司技术水平多年来处于第一梯队，是国内首个获得 CFDA 颁发的体外诊断 III 类免疫组化产品注册证的企业。公司注重知识产权的优势积累，21 年取得 12 项新产品备案凭证，获得专利数量 19 个。

表4：生物试剂产品系列及用途

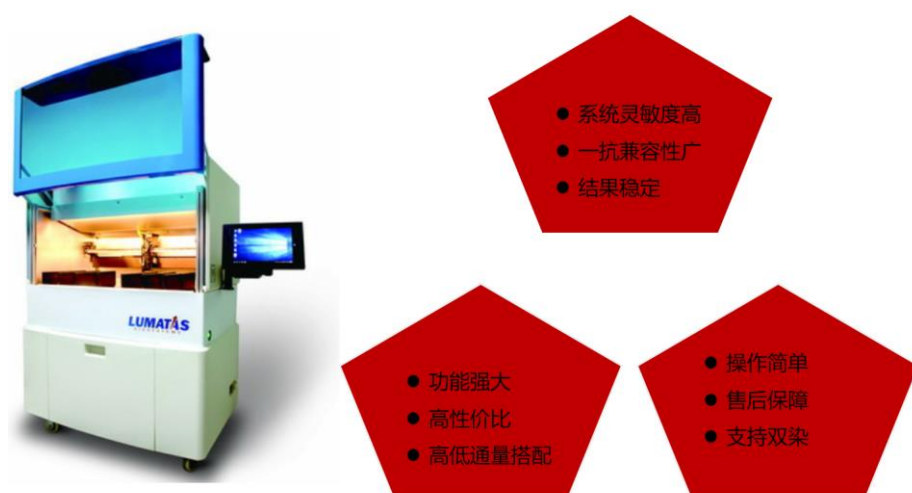
核心技术名称	主要优势	应用领域
重组蛋白表达技术	拥有重组蛋白表达；多种蛋白纯化手段。	重组蛋白
鼠杂交瘤抗体开发技术	专业高效的鼠克隆抗体研发及生产平台；高效的动物免疫策略和亚克隆化技术、完善的抗体筛选及验证平台、优化的体外杂交瘤培养系统和纯化工艺。	鼠单克隆抗体
重组抗体表达技术	兔重组单克隆抗体研发平台；优化的真核表达系统及配套表达载体，能够对免疫组化抗体进行高通量、全方位的验证和鉴定。	兔单克隆抗体
免疫组化抗体高通量验证和鉴定方法	采用免疫组化组织芯片等技术手段，快速高效筛选出高性能的免疫组化抗体，能够对免疫组化抗体进行高通量、全方位的验证和鉴定。	免疫组化抗体
病理诊断免疫组化试剂盒生产工艺	拥有严格、完善、全面的质控体系和操作标准程序，可对试剂盒的每一组分进行快速检测、评估，有效控制原材料、半成品及成品的质量，并优化最佳组合生产病理诊断试剂盒。	病理诊断免疫组化试剂盒
全自动化免疫组化病理染色仪的开发技术	采用高度模拟手工免疫组化的染色程序，仪器全程自动化，操作便捷，高通量，高重现率，染色结果稳定可靠，采用全新专利的“模块”设计。	全自动免疫组化病理染色仪

资料来源：九强生物官网，民生证券研究院

**推出国内首台全自动染色仪，成功进入市场。**迈新生物在美国硅谷投资建立了全自动免疫组化染色系统开发实验室，积极打造本土品牌病理设备，2016 年推

出 Titan 全自动免疫组化染色仪，是我国首台自主研发的全自动免疫组化染色仪，随后更新迭代推出第二代 Titan S 全自动免疫组化染色仪。全自动免疫组化染色仪可以完成更大量的免疫组化标本检测工作，缩短检测时间。此外，全自动平台在高度模拟手工免疫组化染色程序中可以有效避免了人为误差，保证保证实验结果稳定可靠。凭借高性价比、高通量和高效率等优点，公司的全自动免疫组化染色仪顺利进入市场，在国内各大医药病理科均有铺设。

**图25：迈新自主研发推出首台国产全自动染色仪**



资料来源：公司官网，民生证券研究院

**全自动染色仪性能对标海外水平，高通量特点提高行业检测水平。**迈新生物的全自动免疫组化染色仪在国产品牌中表现出色，仪器参数上已经与罗氏、徕卡、DAKO 等进口主流品牌相当，在部分参数如切片容量、试剂种类数量上已经超过进口品牌，达到行业领先水平。全自动免疫组化染色仪具有一抗兼容性强，适合各种品牌的一抗、结果稳定假阴性率小于万分之一、IHC 全步骤全自动、操作页面简单等优点。此外，Titan 型号拥有全球通量最大的全自动免疫组化染色系统，一次可同时检测 72 张玻片，国外同类设备一次最多只能检测 30 张，提高了肿瘤病理免疫组化的检测效率。

**表5：生物试剂产品系列及用途**

公司	型号	设计原理	切片容量 (张/批)	染色速度	试剂种类(种)	IHC	ISH
罗氏	BenchMark Ultra	液盖膜	30	8h/90 片	35	√	√
	BenchMark GX	液盖膜	20	-	25	√	√
安捷伦	Link48	通用系统	48	<3h/48 片	42	√	√
	Omnis	毛细管虹吸	60	2.5h/60 片	60	√	√
迈新生物	Titan	通用系统	72	<5h/72 片	70	√	√
	Titan S	通用系统	36	-	40	√	√

资料来源：罗氏官网、安捷伦官网，迈新生物官网，民生证券研究院整理

## 4 与巨人同行，开拓广阔发展空间




走“国际化”道路，开创技术输出先河。自 2013 年起，公司积极与国内外知名企业陆续建立起生化战略合作关系。合作有有与迈瑞开展仪器合作、与雅培开展技术合作、与罗氏开展代工合作等，通过合作多种方式助力提高公司竞争力，一方面增加产品的品牌附加值和市场认可度，另一方面通过合作获得优质产品、学习借鉴相关技术以及积累经验突破自身瓶颈。

1) 与迈瑞的合作为购销迈瑞的生化分析仪 BS-2000M，同时从迈瑞采购 OEM 产品进行销售，通过仪器与试剂的封闭式联动销售，最终带动生化试剂的销售。

2) 与雅培的合作一直以来合作进展良好。目前合作的主要为同型半胱氨酸、胱抑素 C 等生化产品。最早在 2013 年开始生化试剂与雅培的生化仪进行联动销售，借此机会九强生物的生化诊断产品进入全球市场，参与国际化竞争。随后 2016 年开展 OEM 产品合作，2021 年雅培继续向公司采购生化产品新增合作项目，未来分批完成上市。此外，公司还与雅培签署《技术许可和转让合作协议》，开创中国 IVD 企业技术输出的先河；

3) 与罗氏的合作包括生化检测和凝血检测两大领域，先于 2016 年推出适用于罗氏 cobas 系列全自动生化分析仪的首批产品，随后共同携手打造二代生化产品，合作推出 8 个中国市场热门项目的生化检测试剂盒。生化产品可在罗氏的 cobas c 701/ c 702 平台上直接上机，且同时上机的数量不受开放通道技术限制，避免了频繁补充试剂的麻烦。在原先合作基础上 2021 年罗氏新增凝血检测项目的合作，向公司新增采购适用于罗氏诊断全自动凝血分析仪的试剂盒，以补充罗氏诊断的凝血检测菜单；

**表6：九强生物主要的对外合作企业**

合作公司	合作内容
	2013 年雅培在中国销售九强生物试剂，2016 年起以技术许可方式向雅培提供生化诊断试剂的生产配方及工艺控制流程合作
	2015 年开始与迈瑞合作，生物分析仪器购销和 OEM 产品合作
	2016 年起罗氏向九强生物采购产品销售

资料来源：九强生物官网，民生证券研究院

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测假设与业务拆分

核心假设：

1) 体外诊断试剂。2021 年公司体外诊断试剂同比增长近 100%，主要系 2020 年新冠疫情影响销售带来的营收基数低、和收购迈新生物拓展肿瘤免疫领域。因 2022 年疫情反复影响，体外诊断试剂的营收增长将较缓慢，预计 2023 年恢复正常销售，且得益于体外诊断的市场迅速扩容、公司种类愈发完善以及引入国药投资共同打造 IVD 平台等多方面驱动力，2023 年和 2024 年将保持高速增长。预计未来三年体外诊断试剂的增速分别为约 7%、25%和 22%，对应收入将分别在 16 亿元、20 亿元、24 亿元。

2) 体外诊断仪器。2020 年受新冠疫情影响该业务同比下降，随着疫情影响逐渐减少，2021 年公司体外诊断仪器同比增长 16%。2022 年多地反复出现疫情，影响了体外诊断的销售，预计 2022 年的增速较慢。基于 2022 年营收基数相对较低，及鉴于体外检测领域试剂和仪器多为共同发展的特点，随着公司仪器产品性能提高和销售渠道的拓展，预计 22-24 年增速分别为约 7%、25%和 25%，对应的收入将分别在 1 亿元、1 亿元、2 亿元。

**表7: 九强生物收入拆分与预测**

人民币百万	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>体外诊断试剂收入</b>	682.97	780.71	749.01	1,476.28	1,572.23	1,965.29	2,397.66
YoY	-	14.31%	-4.06%	97.10%	6.50%	25.00%	22.00%
成本	158.56	203.90	233.09	344.61	345.89	432.36	527.48
毛利	524.42	576.81	515.91	1,131.67	1,226.34	1,532.93	1,870.17
毛利率	76.78%	73.88%	68.88%	76.66%	78.00%	78.00%	78.00%
<b>体外检测仪器收入</b>	89.47	58.37	96.18	111.66	119.48	149.35	182.20
YoY	-	-34.76%	64.77%	16.10%	7.00%	25.00%	22.00%
成本	82.93	57.80	92.07	97.88	107.53	134.41	163.98
毛利	6.54	0.57	4.11	13.78	11.95	14.93	18.22
毛利率	7.31%	0.98%	4.27%	12.34%	10.00%	10.00%	10.00%
<b>仪器租赁收入</b>	1.36	0.91	0.71	0.68	0.76	0.84	0.92
YoY	-	-33.59%	-21.67%	-4.56%	12.85%	10.00%	10.00%
<b>检测服务收入</b>	-	-	1.34	9.77	5.00	5.00	5.00
YoY	-	-	-	628.63%	-59.06%	0.00%	0.00%
<b>其它收入</b>	0.37	0.87	0.88	1.00	1.00	1.00	1.00
YoY	-	132.81%	0.76%	13.72%	0.10%	0.00%	0.00%
<b>总营业收入</b>	774.18	840.86	848.12	1,599.38	1,697.48	2,120.48	2,585.79
YoY	-	8.61%	0.86%	88.58%	6.13%	24.92%	21.94%

资料来源: wind, 民生证券研究院测算

## 5.2 估值分析

九强生物的主营业务主要为生化检测和肿瘤免疫检测的试剂及仪器, 因此分别选用生化检测业务为主的迪瑞生物和迈克生物、免疫检测相关标的安图生物进行对比, 以 2022 年 9 月 2 日的收盘价计算, 同行业 3 家公司的 2021/2022/2023 年的 PE 均值为 21/17/14 倍。2021 年九强生物的 EPS 为 0.69 元/股, 我们预计公司 2022/2023 年的 EPS 分别为 0.74/1.09 元/股, 以 2022 年 9 月 2 日的收盘价计算, 公司 2022/2023 年的 PE 为 26/17 倍, 九强生物的估值略高于可比公司平均值, 主要是由于公司在全资并购迈新生物后, 借助国药优势资源平台, 实现快速放量, 相对同业可比公司来说, 公司股东层面资源优势丰富, 肿瘤免疫诊断壁垒高, 稀缺性强, 疫情恢复以后有望显著贡献业绩, 因此溢价合理。

**表8: 可比公司 PE 数据对比**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				2021-2024E 归母净利润 CAGR
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
300396.SZ	迪瑞医疗	18.12	0.76	0.94	1.14	1.38	24	19	16	13	21.75%
603658.SH	安图生物	47.30	1.66	2.15	2.75	3.49	28	22	17	14	28.07%
300463.SZ	迈克生物	17.72	1.73	1.66	1.92	2.26	11	11	9	8	13.09%
	平均	-	-	-	-	-	21	17	14	12	20.97%
300406.SZ	九强生物	18.83	0.69	0.74	1.09	1.41	27	26	17	13	27.07%

资料来源: wind, 民生证券研究院测算;

注: 可比公司数据采用 Wind 一致预期, 股价时间为 2022 年 9 月 2 日

### 5.3 投资建议

根据公司在生化诊断、血凝诊断和病理诊断等体外诊断领域的产品品种丰富优势，同时具备较强的产品研发创新能力及粘性较高的海内外客户群体，且公司所处行业成长性高，作为国内细分领域龙头，具有先发优势。考虑到收购迈新生物后并表后的收入增长以及国药投资加入后的销售渠道拓展，我们预计2022-2024年公司营收分别为16.97亿元、21.20亿元和25.86亿元，同比增长分别为6%、25%和22%；净利润分别为4.34亿元、6.43亿元和8.33亿元，同比增速分别为7%、48%和30%，2022-2024年对应当前股价的估值为26、17和13倍，对应EPS为0.74、1.09和1.41元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 6 风险提示

**1) 产品研发不及预期风险。**在后续新产品研发过程中，可能由于体外诊断试剂及仪器的技术壁垒较高，出现研发进程缓慢而导致产品研发失败的风险，无法及时研发出满足市场需求的新产品，错失市场机会；

**2) 集采风险。**若带量采购措施在生化诊断领域大规模开展，存在利润率被压缩的可能，将对公司生化诊断类产品的推广、财务状况等产生影响，可能会导致经营业绩下滑；

**3) 经销商管理风险。**公司一直采用以经销为主，直销为辅的经营模式，一旦经销商出现自身管理混乱、违法违规等行为，将对公司经营业绩不利。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,599	1,697	2,120	2,586
营业成本	447	451	563	687
营业税金及附加	13	19	21	26
销售费用	334	339	413	491
管理费用	111	170	148	168
研发费用	127	153	180	207
EBIT	542	595	823	1,036
财务费用	18	41	44	49
资产减值损失	-2	-5	-2	-2
投资收益	12	8	11	13
营业利润	536	499	729	940
营业外收支	1	2	1	1
利润总额	537	501	730	941
所得税	67	63	88	108
净利润	470	439	643	833
归属于母公司净利润	406	434	643	833
EBITDA	588	646	881	1,099

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	383	1,448	1,693	2,285
应收账款及票据	949	1,276	1,516	1,668
预付款项	41	68	84	103
存货	252	249	377	386
其他流动资产	117	151	134	168
流动资产合计	1,741	3,191	3,805	4,610
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	344	367	385	397
无形资产	74	86	98	110
非流动资产合计	2,579	2,600	2,625	2,645
资产合计	4,320	5,791	6,430	7,256
短期借款	163	163	163	163
应付账款及票据	47	46	70	72
其他流动负债	397	390	419	468
流动负债合计	608	600	653	703
长期借款	766	766	766	766
其他长期负债	32	1,171	1,171	1,171
非流动负债合计	799	1,938	1,938	1,938
负债合计	1,406	2,537	2,591	2,641
股本	589	589	589	589
少数股东权益	39	43	43	43
股东权益合计	2,913	3,254	3,839	4,615
负债和股东权益合计	4,320	5,791	6,430	7,256

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	88.58	6.13	24.92	21.94
EBIT 增长率	247.14	9.70	38.30	25.87
净利润增长率	261.29	7.08	47.99	29.58
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	72.07	73.44	73.44	73.43
净利率	25.36	25.59	30.31	32.21
总资产收益率 ROA	9.39	7.50	10.00	11.48
净资产收益率 ROE	14.11	13.53	16.93	18.22
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.87	5.32	5.83	6.56
速动比率	2.21	4.62	4.96	5.71
现金比率	0.63	2.41	2.59	3.25
资产负债率 (%)	32.56	43.81	40.29	36.40
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	187.22	225.54	229.44	214.07
存货周转天数	201.22	200.00	200.00	200.00
总资产周转率	0.39	0.34	0.35	0.38
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.69	0.74	1.09	1.41
每股净资产	4.88	5.45	6.45	7.76
每股经营现金流	0.58	0.26	0.75	1.35
每股股利	0.10	0.10	0.10	0.10
<b>估值分析</b>				
PE	27	26	17	13
PB	3.9	3.5	2.9	2.4
EV/EBITDA	20.12	18.43	13.24	10.07
股息收益率 (%)	0.53	0.53	0.53	0.53

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	470	439	643	833
折旧和摊销	45	51	58	63
营运资金变动	-207	-402	-324	-173
经营活动现金流	341	155	442	792
资本开支	-65	-102	-82	-83
投资	-1,256	11	-20	-20
投资活动现金流	-1,312	-82	-91	-90
股权募资	1	-15	0	0
债务募资	821	1,139	0	0
筹资活动现金流	777	993	-106	-111
现金净流量	-195	1,065	246	591

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测



## 插图目录

图 1: 公司架构 .....	3
图 2: 九强生物发展历程 .....	4
图 3: 公司股权结构 .....	5
图 4: 世界 500 强的国药集团为九强生物赋能 .....	6
图 5: 2017-2021 公司营收稳步增长 (百万元) .....	6
图 6: 2018-2021 公司毛利率水平高于同行业 (百万元) .....	6
图 7: 2021 年体外检测产品占比超过 92% (百万元) .....	7
图 8: 公司的经营模式以经销为主 (百万元) .....	7
图 9: 研发费用投入逐年增加 (百万元) .....	7
图 10: 公司获得及申请的专利数量 (个) .....	7
图 11: 2017-2030 年全球 IVD 市场规模 (亿美元) .....	8
图 12: 2017-2030 年中国 IVD 规模 (亿元) .....	8
图 13: 中国体外诊断细分检测方法占比 .....	9
图 14: 国生化诊断市场国产替代率高 .....	9
图 15: 公司产品类别覆盖全面 .....	10
图 16: 2017-2024 年中国凝血体外诊断市场规模 (亿元) .....	11
图 17: 自主研发推出两款优质的全自动凝血分析 .....	12
图 18: 病理诊断项目类型 .....	13
图 19: 中国病理医生数量短缺 (万人) .....	14
图 20: 中国第三方病理诊断中心行业迅速发展 (亿元) .....	14
图 21: 免疫组化过程中的一抗和二抗 .....	15
图 22: 我国免疫组化市场规模增速高于全球 (亿元) .....	15
图 23: 2019 年免疫组化市场被进口企业主导 .....	16
图 24: 迈新生物发展历程 .....	17
图 25: 迈新自主研发推出首台国产全自动染色仪 .....	18

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 管理层核心成员资历深厚 .....	4
表 2: 九强生物重点推广的产品及优势 .....	10
表 3: 公司血凝诊断主要试剂产品 .....	11
表 4: 生物试剂产品系列及用途 .....	17
表 5: 生物试剂产品系列及用途 .....	18
表 6: 九强生物主要的对外合作企业 .....	19
表 7: 九强生物收入拆分与预测 .....	21
表 8: 可比公司 PE 数据对比 .....	21
公司财务报表数据预测汇总 .....	24

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026