

公司研究

“多元布局+国药赋能”双轮驱动，打造 IVD 平台型企业

——九强生物（300406.SZ）投资价值分析报告

要点

公司是国内 IVD 领先企业：公司自 2001 年成立以来，多年深耕生化诊断领域，拥有完善的生化诊断试剂品类，高端生化诊断试剂国内领先，是国内生化诊断的龙头企业之一，同时公司已陆续与国内外知名企业建立生化战略合作关系。近年来，公司逐步延伸到血凝、病理等领域，并引入国药投资作为第一大股东。2021 年公司实现营业收入 15.99 亿，同比增长 88.58%；归母净利润 4.06 亿，同比增长 261.29%，增长态势显现。

跨界病理和血凝，多元布局打开成长空间：公司先后通过并购美创新跃和迈新生物进入血凝检测和病理诊断赛道。2017-2019 年美创新跃营收 CAGR 为 6.21%，处于追赶者地位。2022 年公司陆续推出 MDC7500 全自动血凝分析仪和 GWseries 全自动凝血流水线，实现国产血凝诊断关键技术的重大突破，有望打开高端市场。公司通过收购迈新生物完成扩充病理诊断产品线，2017-2021 年迈新生物营收 CAGR 达 24.52%，处于行业领先地位。新产品中伴随诊断、分子病理产品有望陆续上市，产品优势显著。根据锐翎资本和中商产业研究院的数据，2016-2020 年血凝检测国内市场规模增速达 20.99%，2017-2021 年病理诊断细分领域之一的免疫组化试剂国内市场规模增速达 21.75%，新赛道市场规模增速较快、国产替代前景广阔，我们预计病理和血凝业务有望成为公司第二增长极。

国药渠道优势显现，助力公司进入加速成长阶段：国药投资借助收购迈新生物成为公司的第一大股东，并在 2022 年二季度和三季度持续增持，截至 22 年 12 月 26 日，国药投资持股比例达 15.83%。国药投资是国药集团的全资子公司，国药集团作为央企，拥有覆盖全国 31 个省、自治区、直辖市的医药流通配送网络，是中国最大的药品和医疗产品经销商和领先的供应链服务提供商，而国药投资重点关注产业并购和产业链整合。双方达成战略合作以来，公司借助国药的渠道优势陆续开展一系列战略合作，实现销售放量。我们认为国药投资未来将着力将九强打造成 IVD 平台型企业，未来公司将充分发挥与国药集团的渠道协同效应和与国药投资的并购合作优势，为公司加速成长助力。

盈利预测、估值与评级：公司是国内体外诊断行业的领先企业，业务覆盖生化诊断、血凝检测、肿瘤病理检测和血型检测等细分行业。随着创新产品的不断推出，国药入主后的持续赋能，以及借助“与巨人合作”开拓海外市场，我们预计公司将呈现快速增长的趋势。我们预测公司 2022-2024 年 EPS 为 0.67/0.89/1.15 元，现价对应 22-24 年 PE 为 25/19/15 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：集采降价超预期风险、销售模式变动风险、新产品研发上市进度不及预期风险、违规行为导致股价不稳定风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	848	1,599	1,593	1,975	2,386
营业收入增长率	0.86%	88.58%	-0.42%	24.01%	20.79%
净利润（百万元）	112	406	393	526	678
净利润增长率	-66.15%	261.29%	-3.09%	33.72%	29.01%
EPS（元）	0.19	0.69	0.67	0.89	1.15
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.51%	14.11%	12.25%	14.29%	15.82%
P/E	88	24	25	19	15
P/B	3.1	3.4	3.1	2.7	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-02-03，2020 年末总股本数为 589.00 万股、2021 年 6 月 25 日因回购并注销部分股份，总股本数变为 588.84 万股。

买入（首次）

当前价：16.74 元

作者

分析师：黎一江

执业证书编号：S0930522110001

010-57378028

liyijiang@ebsecn.com

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

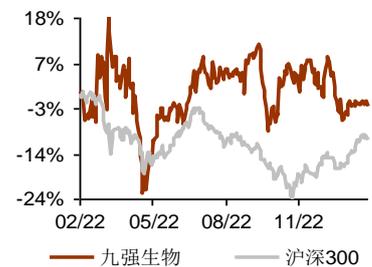
021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.89
总市值(亿元)	98.57
一年最低/最高(元)	12.42/21.27
近 3 月换手率	50.65%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.07	-20.59	7.33
绝对	1.45	-7.05	-2.70

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

体外诊断试剂：公司主要的业务范围覆盖生化诊断、病理诊断和血凝检测等细分行业。我们预计，2022 年公司生化诊断试剂、病理诊断试剂、血凝诊断试剂的营收分别约 8.0/6.3/0.6 亿元。随着国内疫情逐渐缓解，我们预计 2023-24 年公司的生化、病理、血凝业务的营收将实现快速增长。

生化试剂：我们认为虽然 2022 年受疫情影响，营收增速会有所放缓，但放眼 2023-2024 年，国药渠道优势的带动和与海外巨头罗氏、雅培关于生化的战略合作将促进公司生化业务的加速增长。预计公司的支柱型业务生化诊断板块的表现将持续强劲，2023-2024 年在生化诊断领域的营收同比增长 26%/22%。

病理试剂：未来公司将瞄准精准诊断领域，加大分子诊断的研发投入，不断开拓增长点。同时，病理诊断行业的发展受限于自动化程度较低、病理医生紧缺等因素，随着技术不断突破，未来病理诊断自动化程度提高将有利于整个行业增速提高。故假设 2023-2024 年病理诊断业务线营收同比增长 20%/18%。

血凝试剂：公司将致力于完善血凝检测的试剂菜单，依托高速仪器平台有望实现对高端客户群的突破，营收增长可期。我们预计公司在血凝领域将迎来高速增长，2023-2024 年血凝业务线营收同比变动 40%/40%。

我们预计公司 2022-2024 年的体外诊断试剂增速为 0.93%/24.03%/21.18%。

体外诊断仪器：公司不断开拓创新，仪器产品不断推陈出新，包括性能上可对标国际产品的全自动免疫组化染色仪“Titan”、以及瞄准高端市场的 GW series 全自动凝血流水线等。因此，我们预计公司的体外诊断仪器业务 2022-2024 年营收同比变动-20%/25%/15%。

我们区别于市场的观点

市场认为，由于生化诊断行业规模增长缓慢，以生化为主业的九强生物的发展天花板较低。近几年，九强生物陆续进入血凝检测、病理诊断等竞争力较强且营收增速较快的细分领域。我们预计，在原有生化诊断业务稳健增长的基础上，多元化布局保证九强生物成长的可持续性。

市场认为，长期以来九强生物股价表现较为平淡，上涨动力不足。我们认为国药持续增持将带来公司治理结构及战略发展方向的变化。国药的渠道优势和产业并购资源将利好九强生物发展，同时有望把九强生物打造成 IVD 平台型企业。

股价上涨的催化因素

短期股价催化剂：GW Series 全自动凝血流水线等血凝仪器获批上市；POCT 技术储备的逐步转化；通过伴随诊断对精准肿瘤布局。

长期股价催化剂：国药的渠道优势助力；跨赛道并购拓展产品线；“与巨人合作”开拓海外市场。

估值与投资评级

公司是国内体外诊断行业的领先企业，业务覆盖生化诊断、血凝检测、肿瘤病理检测和血型检测等细分行业。随着创新产品的不断推出，国药入主后的持续赋能，以及借助“与巨人合作”开拓海外市场，我们预计公司将呈现快速增长的趋势。我们预测公司 2022-2024 年 EPS 为 0.67/0.89/1.15 元，现价对应 22-24 年 PE 为 25/19/15 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

目 录

1、国内生化诊断领先企业，多元业务营收稳健	5
1.1、 国资注入，股权结构明晰.....	5
1.2、 领军生化诊断，跨界“凝血+病理”	6
1.2.1、 深耕生化诊断，产品体系丰富.....	6
1.2.2、 全自动流水线上市，血凝业务持续发力	7
1.2.3、 控股迈新，进入病理诊断高景气赛道.....	8
1.3、 公司经营状况良好，高研发投入维持技术先进性	9
2、国产生化竞争格局稳定，病理、血凝成为九强第二增长极	11
2.1、 国内 IVD 市场发展前景广阔.....	11
2.1.1、 国内生化诊断市场发展成熟，常规需求稳定.....	11
2.1.2、 血凝诊断市场高增速，进口替代空间广阔	12
2.1.3、 免疫组化高景气，第三方中心促扩容.....	13
2.1.4、 利好政策陆续出台，下游需求驱动扩容	15
2.2、 横向对比：细分领域产品优势显现，毛利率高于同行业水平	15
2.3、 驱动力：持续深入布局三大领域，巨头合作创造新机遇	17
2.3.1、 生化诊断：“与巨人同行”，借船出海	17
2.3.2、 病理诊断：持续深耕免疫组化，战略布局伴随诊断.....	18
2.3.3、 血凝诊断：完善产品体系，进军高端医院	19
3、 国药入主，打开成长天花板	20
3.1、 引进国资，持续增持	20
3.2、 国药赋能，活力彰显	21
3.3、 协同国药，实现共赢	21
4、 盈利预测与估值	23
4.1、 关键假设及盈利预测	23
4.2、 估值	25
4.3、 投资评级	27
4.4、 股价驱动因素.....	27
5、 风险分析	27

图目录

图 1 : 九强生物的发展历程图 (2001-2022)	5
图 2 : 2020 年九强生物联合国药投资收购迈新生物 95.55% 股权	5
图 3 : 九强生物的股权架构图 (截至 2022 年 12 月 26 日)	6
图 4 : 2017-2021 年美创新跃营业收入 (万元) 及同比增速	8
图 5 : 2017-2021 年迈新生物营业收入 (亿元) 及同比增速	9
图 6 : 2017-2021 年公司营业收入、归母净利润 (百万元) 和综合毛利率水平	10
图 7 : 公司 2017-2021 年研发费用 (百万元) 及同比增速	10
图 8 : 公司 2017-2021 年销售费用 (百万元) 及同比增速	10
图 9 : 2017-2021 年全球 IVD 市场规模 (亿美元) 及同比增速	11
图 10 : 2017-2022E 年中国 IVD 市场规模 (亿元) 及同比增速	11
图 11 : 2017-2021 年中国生化诊断市场规模 (亿元) 及同比增速	12
图 12 : 2021 年中国 IVD 市场细分	12
图 13 : 2016-2023 年中国凝血市场规模 (亿元) 及同比增速	12
图 14 : 血凝诊断产业链概览	13
图 15 : 2017-2022 年中国免疫组化试剂市场规模 (亿元) 及同比增速	14
图 16 : 2017-2022 年中国第三方病理诊断中心市场规模 (亿元) 及同比增速	14
图 17 : 病理诊断产业链概览	14
图 18 : 国药集团股权架构 (截至 2023 年 1 月 10 日)	21
图 19 : 九强生物业务条线变化历程	22

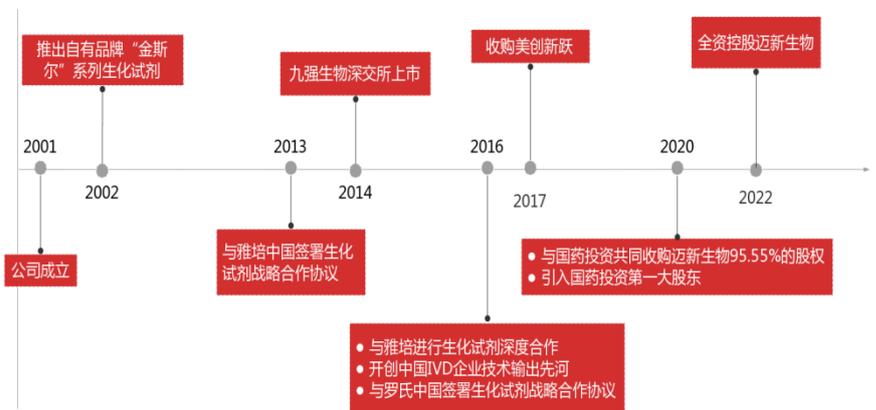
表目录

表 1 : 九强生物第四期股票激励计划公司业绩考核要求	6
表 2 : 九强生物在生化诊断领域的代表性产品	7
表 3 : 九强生物在血凝领域的代表性产品	8
表 4 : 九强生物在病理诊断领域的代表性产品	9
表 5 : 国内生化诊断产业链现状	12
表 6 : 2023 年国内凝血市场覆盖情况及规模预测	13
表 7 : 体外诊断部分政策汇总	15
表 8 : 国内生化诊断类公司的产品与 2021 年财务情况	16
表 9 : 九强生物与海内外企业建立合作关系情况	18
表 10 : 九强生物病理诊断产品研发进度 (截至 2022 半年报)	19
表 11 : 凝血诊断产品研发进度 (截至 2022 年 6 月 28 日)	20
表 12 : 国药投资持股情况	20
表 13 : 公司的收入拆分和预测 (2019-2024E)	24
表 14 : 可比公司估值比较	26
表 15 : 绝对估值核心假设表	26
表 16 : 现金流折现及估值表	26
表 17 : 敏感性分析表	27
表 18 : 各类绝对估值法结果汇总表	27

1、国内生化诊断领先企业，多元业务营收稳健

九强生物创立于 2001 年，翌年推出自有品牌“金斯尔”。自 2013 年，公司启动“与巨人同行”战略，与罗氏、雅培、迈瑞等国内外知名企业建立战略合作关系。2014 年 4 月，公司成功于创业板上市，开启发展新征程。近年来，公司通过收购方式拓展产品线。2017 年，公司收购美创新跃正式进军血凝赛道，拥有完整的凝血分析仪器及试剂产品线。2020 年国药投资协助公司收购国内病理诊断龙头企业迈新生物，并引入国药投资作为第一大股东，进一步明确 IVD 平台型企业的定位，共同布局体外诊断领域。

图 1：九强生物的发展历程图（2001-2022）

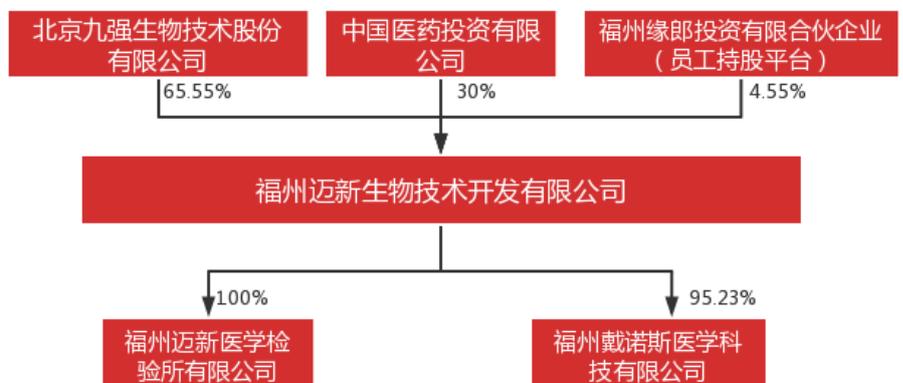


资料来源：公司官网，光大证券研究所

1.1、 国资注入，股权结构明晰

九强生物同国药投资的合作起源于对迈新生物的收购，2020 年公司会同国药投资收购迈新生物 95.55% 股权，其中公司取得 65.55% 股权。公司于 2021 年向国药投资加码收购迈新生物 30% 股权，并于 2022 年完成对迈新生物的 100% 控股。2020 年公司推出 12 亿定向增发引入重要战略股东国药投资，截至 2022 年 12 月 26 日，国药投资作为第一大股东，持股 15.83%。

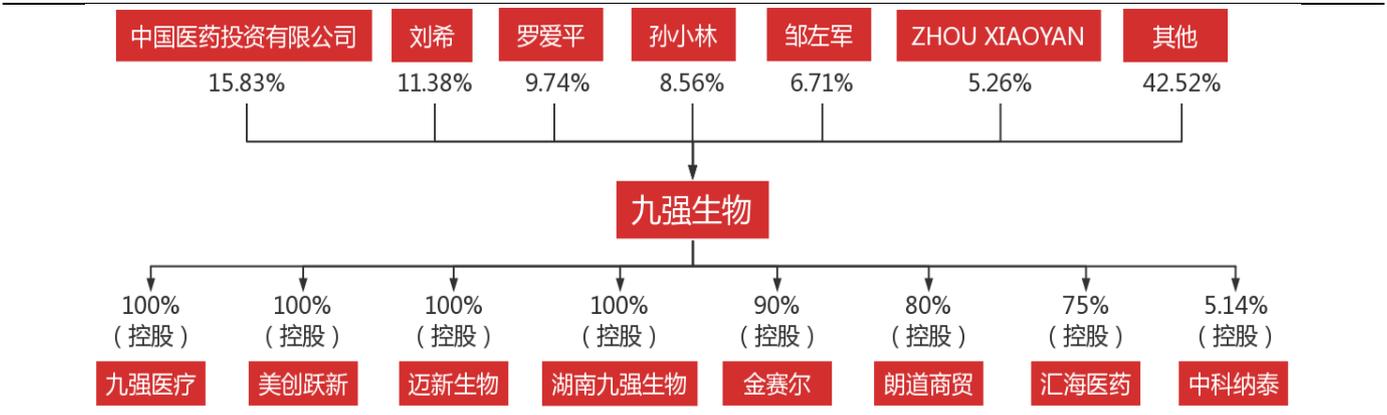
图 2：2020 年九强生物联合国药投资收购迈新生物 95.55% 股权



资料来源：同花顺，光大证券研究所

公司前五大股东依次为国药投资、刘希、罗爱平、孙小林和邹左军，共持公司 52.22% 的股权。创始人刘希和邹左军，均毕业于中国科学院自动化所，具有丰富的技术背景。邹左军为董事长，拥有约 30 年的 IVD 行业经验，分别于 2016、2017 年荣获中国体外诊断领军人物及终身成就奖，全面负责公司系统运作及发展战略，以及中国市场营销工作的组织及实施。刘希为董事兼总经理，全面负责公司发展规划的制定与组织实施，主管全球供应商及研发管理工作。

图 3：九强生物的股权结构图（截至 2022 年 12 月 26 日）



资料来源：同花顺，光大证券研究所

实施股权激励计划，绑定员工核心利益，驱动公司长期发展。2021 年 2 月 22 日，公司发布第四期限制性股票激励计划公告，拟向激励对象授予的限制性股票数量为 500 万股，占当期股本总额的比例约为 0.85%。该次授予的激励对象为 71 人，包括公司（含子公司）董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）人员。公司层面业绩考核目标为分别以 2019、2021、2022 年营业收入为基数，营业收入增速分别不低于 15%、16%、17%，考核年度为 2021-2023 年三个会计年度。这次股权激励有利于充分调动公司核心团队的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，使各方共同关注公司的长远发展，确保公司发展战略和经营目标的实现。

表 1：九强生物第四期股票激励计划公司业绩考核要求

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2019 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 15%
第二个解除限售期	以 2021 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 16%
第三个解除限售期	以 2022 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 17%

资料来源：九强生物关于第四期限制性股票激励计划首次授予登记完成的公告，光大证券研究所
注：2019 年营业收入当中不包含福州迈新生物技术开发有限公司的营业收入。

1.2、领军生化诊断，跨界“凝血+病理”

公司多年深耕生化诊断领域，是我国生化诊断试剂品种最齐全的生产厂商之一。近年来，公司通过收购、自研等形式拓展产品线。借助收购美创新跃，公司拥有了完整的血凝仪器及试剂产品线，以及高水平的全液体血凝研发技术团队。同时，因控股中国肿瘤免疫组化诊断试剂领先企业迈新生物，公司进入病理诊断赛道。

1.2.1、深耕生化诊断，产品体系丰富

自成立以来，公司始终致力于生化试剂的研发、生产和销售，在生化领域占据国产第一梯队。公司在 2021 年度业绩说明会上表示，2021 年公司生化诊断业务的国内市场占有率与疫情前的 2019 年相比基本持平略有上升。

目前，公司主要诊断试剂种类有肝功类、肾功类、血脂类、心肌损伤、特种蛋白和糖代谢类生化指标。公司率先在国内推出 HCY、胱抑素 C、生化同平台检测 PSA/fPSA、小而密低密度脂蛋白、CK-MB mass（生化平台）等检测项目。其

中，胱抑素 C、同型半胱氨酸、小而密低密度脂蛋白胆固醇等高端诊断试剂处于国内领先水平。

表 2：九强生物在生化诊断领域的代表性产品

类别	产品名称	获批时间	市场地位	图例
肾功类	胱抑素 C 测定试剂盒 (胶乳免疫比浊法)	2022 年 7 月	九强生物是国内首批获得乳胶法制备胱抑素 C 检测试剂盒发明专利的厂家；曾获得“北京市自主创新产品”荣誉称号，以及“科技创新产品奖”	
血脂类	同型半胱氨酸测定试剂盒 (酶循环法)	2022 年 7 月	获得科技部中小企业创新基金和北京市工业项目产业化扶持基金，并入选国家火炬计划的项目立项	
	小而密低密度脂蛋白胆固醇测定试剂盒 (过氧化物酶法)	2021 年 4 月	直接测定 sd LDL-C，可适用于全自动生化分析仪，处于国内领先水平	
肝功类	总胆汁酸测定试剂盒 (酶循环法)	2021 年 4 月	国内市场热门检测项目，与罗氏诊断联手推出全新二代生化试剂盒；处于国内领先水平	
心肌类	肌酸激酶同工酶测定试剂盒 (胶乳免疫比浊法)	2021 年 12 月	国内首家生化平台快速检测 CKMB-mass；获 2019 年度中国体外诊断优秀创新产品金奖	
生化仪	G92000 全自动生化仪	2016 年 9 月	与迈瑞医疗合作研发	

资料来源：公司官网，光大证券研究所

1.2.2、全自动流水线上市，血凝业务持续发力

公司于 2017 年收购美创新跃进军血凝赛道。美创新跃是集研发、生产、销售及代理为一体的专业化凝血产品制造商和供应商，并全权处理德国美创 (TECO) 凝血公司在中国的一切相关业务。美创的加入使九强具备了完整的血凝仪器及试剂产品线，以及高水平的全液体血凝研发技术团队。公司现有 3 款德国原装进口全自动凝血分析仪 Coatron 1800、Coatron 3000 和 Coatron 5000，2021 年推出两款自研产品 MDC7500 和 MDC3500 全自动凝血分析仪，MDC3500 全自动凝血分析仪的自主研发、生产及销售，是公司实现“国产高端血凝分析系统研发及产业化”的关键一步，2022 年公司推出重磅产品 GWseries 全自动凝血流水线，进一步突破国产凝血诊断的重大关键技术。

表 3: 九强生物在血凝领域的代表性产品

类别	产品名称	获批时间	临床意义	图例
试剂	D-二聚体测定试剂盒 (胶乳免疫比浊法)	2022年7月	D-二聚体主要用来检测纤维蛋白的溶解功能,在临床上主要见于患者存在高凝的状态、弥散性血管内凝血、肾脏疾病以及器官移植后的排斥反应、溶栓治疗等	
	纤维蛋白 (原) 降解产物 (FDP) 校准品	2022年1月	FDP 阳性或者增高见于原发性纤溶和继发性纤溶,比如 DIC、恶性肿瘤、急性早幼粒细胞性白血病、肺血栓栓塞、深静脉血栓形成、肾脏疾病、肝脏疾、病器官移植的排斥反应等等	
仪器	MDC3500 全自动血凝分析仪	2019年9月	MDC3500 实现所有测定项目高速的综合处理及随机组合分析,拥有更高样本处理能力。为临床实验室提供完整的出血性疾病检测向和血栓性疾病诊疗及药物监测解决方案	
	MDC7500 全自动血凝分析仪	2022年3月	对高血脂、黄疸、溶血等特殊标本有很强抗干扰,提高检测准确性;可满足多模块连接,实现大样本量的快速检测;节约试剂成本、人工成本	
	GW series 全自动凝血流水线	/	集自动化、智能化和定制化于一体,样本检测速度国内领先;功能强大,可完成自动离心、自动开盖等多项操作;可根据实验室情况提供多种流水线搭建方案	

资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

美创新跃在国内血凝诊断市场具备一定的知名度和市场占有率。公司 2017 年收购美创新跃 100% 股权,美创新跃 2017-2019 年营收的年均复合增长率为 6.21%, 2018 年上半年起公司对美创的销售体系、政策等进行调整,对营收造成了一定影响。2020 年营收因受疫情影响而出现下滑。公司已完成美创血凝业务与自身业务各环节的有机整合,同时已实现血凝关键技术的突破,未来血凝业务有望保持快速增长。

图 4: 2017-2021 年美创新跃营业收入 (万元) 及同比增速



资料来源:《九强生物创业板向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书摘要》, 光大证券研究所整理

1.2.3、控股迈新, 进入病理诊断高景气赛道

2020 年 9 月, 公司与国药投资共同收购迈新生物 95.55% 股权, 其中公司出资 18.03 亿元取得迈新生物 65.55% 股权, 并于 2022 年实现对迈新生物的 100% 控股。迈新生物是国内肿瘤病理免疫组化诊断试剂的领先者, 已入选工业和信息化部第三批专精特新“小巨人”企业名单。迈新生物自 2007 年起专注于肿瘤病理诊断与鉴别诊断抗体的研发工作, 产品基本覆盖医院病理科日常肿瘤病理诊断和鉴别诊断所需试剂和免疫组化全自动化病理染色系统, 并已建立起单克隆抗体

制备技术、全自动化病理检测系统和荧光原位杂交等分子病理检测试剂/仪器研究平台，产品优势显著。借助迈新生物，公司实现扩充病理诊断试剂和仪器产品线，进一步覆盖肿瘤细胞筛查和手术后肿瘤组织切片的临床诊断领域，巩固公司在体外诊断产业的领军地位。

表 4：九强生物在病理诊断领域的代表性产品

类别	产品名称	获批时间	市场地位	图例
CFDA 免疫组化检测试剂盒	免疫组化抗体试剂	2011 年 6 月	于 2011 年获得 CFDA 颁发的体外诊断三类免疫组化产品注册证；国内免疫组化试剂首次获得可在临床体外诊断“合法”使用的正式批号	/
单克隆抗体	百余种具有自主知识产权的免疫组化单克隆抗体	2013 年	性能指标可达到甚至超过同类抗体国际先进水平的鼠单克隆抗体，初步实现抗体国产化	/
分子病理诊断产品	RedBright™ FISH 探针	/	新研制的 FISH 探针各项性能指标均达到/甚至超越同类探针国际先进水平	/
全自动免疫组化染色仪	Titan S 全自动病理染色系统	2021 年 5 月	第一代 Titan 全自动免疫组化染色仪是我国首台具有自主知识产权的全自动免疫组化染色仪；Titan S 荣获“创之星”杯体外诊断年度优秀创新产品	

资料来源：公司官网，光大证券研究所

在仪器装机加速和新产品的带动下，迈新生物收入呈高速增长，2017-2021 年营收的复合增长率达 24.52%，保持稳步增长，整体盈利情况较好。2020 年营收增幅因受疫情影响而有所下滑，但仍保持增长。随着疫情逐步稳定，2021 年公司经营状况进一步好转，同比增速 27.06%。迈新生物超 80% 销售来自直销，可有效保持终端黏性，未来在自动化迭代的趋势下，公司病理业务有望延续近年来快速增长趋势。

图 5：2017-2021 年迈新生物营业收入（亿元）及同比增速



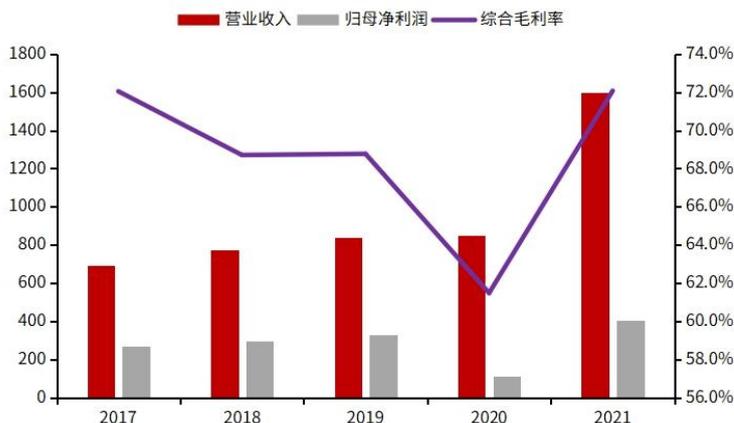
资料来源：《九强生物创业板向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书摘要》，光大证券研究所整理

1.3、 公司经营状况良好，高研发投入维持技术先进性

近年来，公司业务规模持续扩大，营业收入由 2017 年度的 6.94 亿元增长至

2021 年度的 15.99 亿元, 归母净利润从 2.73 亿元增长至 4.06 亿元, CAGR 为 10.39%。2017-2021 年, 公司毛利率虽有小波动, 但整体维持在 70% 左右的高水平, 盈利能力较强。2020 年公司毛利率较低, 主要系毛利率较低的仪器销售占比提高, 以及毛利率较低的托管承包业务收入规模增长。2021 年公司毛利率回升, 主要系收购高毛利率的迈新生物纳入合并报表。

图 6: 2017-2021 年公司营业收入、归母净利润 (百万元) 和综合毛利率水平



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

公司持续高强度研发, 创新产品持续推进。2021 年度, 公司研发投入同比增长 60.66%, 在全面的生化检测菜单基础上不断推陈出新, 持续提升自有的 G92000 和 G9800 两款生化分析封闭系统的市场占有率。血凝方面, 公司于 2021 年上市 MDC7500 和 MDC3500 两款全自动凝血分析仪, 2022 年推出 GWseries 全自动凝血流水线, 完成流水线技术的突破。2021 年, 九强生物加大了自有生化及凝血分析系统的销售力度, 进一步挖掘生化诊断市场潜力、布局抢占凝血诊断市场, 为未来市场份额的增长奠定基础。同时, 公司已于 2021 年成立 POCT 研发组, 搭建 POCT 研发、规模化生产平台, 依托募投项目研发中心及参考实验室的建设加大产品研究的投入力度、加快产品注册进度, 填补公司快速检测试剂的空白。

业务规模逐年扩大, 迈新以直销为主。2019-2021 年公司销售费用占营业收入的比例分别为 11.53%、23.55%及 20.87%。公司销售费用率整体呈上升趋势, 主要系公司为加大产品的市场覆盖率, 不断强化销售渠道的建设和推广、疫情期间技术服务费及其他费用增加、2021 年实施股权激励和收购迈新生物所致。迈新生物销售模式以直销为主, 直销模式下, 由于公司承担较多的营销活动费用, 因而销售费用较经销模式高。

图 7: 公司 2017-2021 年研发费用 (百万元) 及同比增速



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

图 8: 公司 2017-2021 年销售费用 (百万元) 及同比增速



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

2、国产生化竞争格局稳定，病理、血凝成为九强第二增长极

公司是我国体外诊断行业的领先企业，业务覆盖生化诊断、血凝诊断、病理诊断等细分行业。我们预计，2022 年公司生化诊断试剂、病理诊断试剂、血凝诊断试剂的营收分别约 8.0/6.3/0.6 亿元，三大业务在公司体外诊断试剂营收所占比重分别为 53.69%/42.28%/4.03%。

2.1、国内 IVD 市场发展前景广阔

新冠疫情期间，核酸检测产品和抗体检测产品的需求激增，带动 IVD 行业的迅猛发展。根据 Kalorama information 数据，2021 年全球 IVD 整体市场容量从 2020 年的 833 亿美元增长至 1170 亿美元。这是全球 IVD 市场首次突破千亿美元大关，预示着 IVD 正式迈入新阶段。

中国 IVD 行业增长潜力巨大。相对于发达国家，我国体外诊断产业起步相对较晚，虽然经过最近几年的快速发展，我国体外诊断市场规模有所提升，但与欧美成熟市场相比，市场规模差距依然很大。但随着我国政府对医药卫生事业的重视、医药卫生支出增加、三胎全面开放和人口结构老龄化加速所带来的医疗保健高消费人数增加以及分级诊疗制度建设的推进，对 IVD 产品和服务的需求不断增加。

根据中商产业研究院统计的数据，我国体外诊断市场从 2017 年的 510 亿元增长至 2021 年的 1023 亿元，年均复合增长率 19.01%。中商产业研究院测算，2022 年我国体外诊断市场规模达 1166 亿元。我国体外诊断行业现已具备一定的市场规模和基础，并仍处于快速成长期。我国体外诊断市场整体的快速发展，也为国内体外诊断企业，特别是已经具有一定规模和竞争优势的企业，提供了较为广阔的发展空间。

图 9：2017-2021 年全球 IVD 市场规模（亿美元）及同比增速



资料来源：Kalorama information，光大证券研究所

图 10：2017-2022E 年中国 IVD 市场规模（亿元）及同比增速



资料来源：中商产业研究院预测，光大证券研究所

2.1.1、国内生化诊断市场发展成熟，常规需求稳定

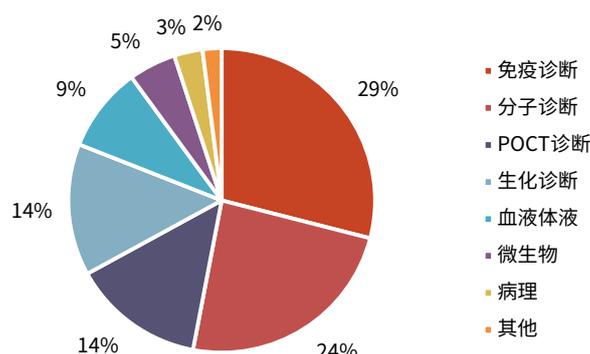
生化诊断，是指通过检测特定的生化物质含量判断人体是否处于健康状态，常用于血糖、血脂、胆固醇、肝功能、肾功能等基础检查项目。根据体外诊断网统计，生化诊断约占国内 IVD 市场规模的 14%，生化诊断试剂国产化也相对成熟，国产品牌约占 2/3 的国内市场份额。近年来，我国生化诊断市场规模持续增长，据前瞻产业研究院测算，2021 年国内生化诊断市场规模约为 193 亿元。

图 11: 2017-2021 年中国生化诊断市场规模 (亿元) 及同比增速



资料来源: 前瞻产业研究院, 光大证券研究所

图 12: 2021 年中国 IVD 市场细分



资料来源: 体外诊断网, 光大证券研究所

生化诊断行业上游市场参与者为生化诊断试剂原料及生化诊断仪器原件供应商, 中游为生化诊断产品研发、制造及销售企业, 下游为医疗机构、科研机构、疾控中心及终端用户等。上游核心原料供应能力亟待提高, 根据头豹研究院数据, 中游头部企业超 60% 的原料为进口。近年来, 健康体检、门诊与住院患者诊疗等下游需求增长明显, 推动中游市场不断扩容与创新。

表 5: 国内生化诊断产业链现状

对象	详情
上游	生化诊断试剂原料包括精细化学品、酶与辅酶类、抗原抗体等原料; 生化诊断仪器元件主要是仪器零部件等。酶与辅酶类、抗原抗体着国产替代等政策的推进, 达安基因、安图生物等国产企业发展迅速。核心零部件包括凹面平像场光栅、柱塞泵、电磁阀及加样针等, 由于生产工艺与零部件稳定性等原因, 生化诊断仪器核心零部件主要为进口供应商提供。
中游	生化诊断仪器可分为全自动化流水线 TLA、模块化流水线 MA 以及单机。TLA、MA 属于高精尖设备, 多数市场份额被跨国体外诊断巨头企业垄断, 少数本土体外诊断龙头企业迈瑞医疗、安图生物等已陆续推出自主研发、联合开发等形式的 TLA 产品。市面上 70% 以上生化诊断实际为国产产品, 作为国内同行业的领军企业, 九强生物具备生化诊断试剂全线产品。
下游	医院与科研机构, 医院是生化诊断产品的核心终端渠道。生化诊断产品的应用主要集中于居民健康体检套餐、患者门诊与住院检测套餐, 以后者居多。国产生化诊断仪器主要供应二、三级以下与基层医院, 生化诊断试剂在各级医院占比超 70%。医院分级诊疗、购销两票制及医保控费等政策将进一步提升终端对生化诊断产品需求, 性价比高的国产化产品迎接发展机遇。

资料来源: 头豹研究院, 光大证券研究所

2.1.2、血凝诊断市场高增速, 进口替代空间广阔

血凝诊断市场是近几年发展非常快的 IVD 细分领域, 据锐翎资本统计, 国内凝血市场规模 2016-2020 年的 CAGR 达 21%, 并有望在 2023 年达到 118 亿元。根据广州标点的统计数据, 2018 年国内企业市场份额较少, 约占 20%。

图 13: 2016-2023 年中国凝血市场规模 (亿元) 及同比增速



资料来源: 锐翎资本统计及预测, 光大证券研究所

近几年，国内凝血市场虽然发展迅速，但受使用习惯等限制，目前国内传统凝血市场覆盖主要集中在二、三级医院的检验科，这部分市场以进口品牌为主，锐翎资本预计 2023 年国内凝血检测的市场规模将达到 70 亿。未来进口替代程度提高的动力主要来自中低通量、服务需求差异化显著的新兴应用市场，如基层医疗机构的检验科、各级医院的临床科室/ICU、专科医疗机构的检验科等。

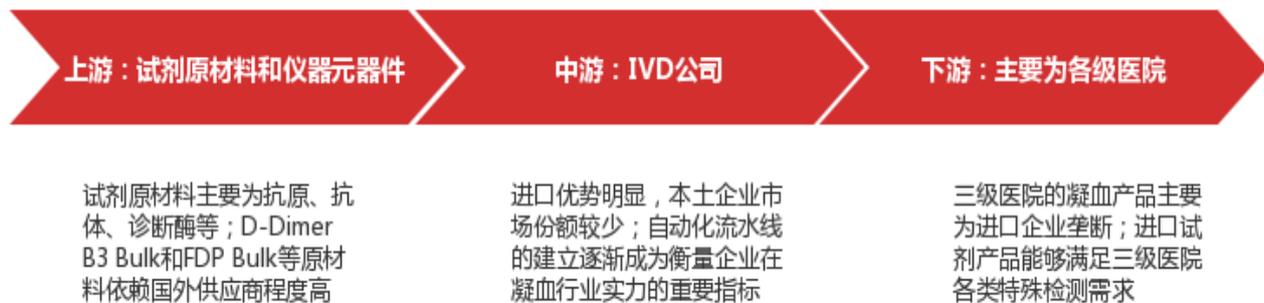
表 6：2023 年国内凝血市场覆盖情况及规模预测

医院/科室	检验科	急诊	临床科室	ICU
三级医院	充分竞争市场，进口品牌 (Sysmex、IL、stago) 为主 ~70 亿	部分竞争市场，主要有上海太阳、赛科希德、微点、万孚等 ~6 亿	竞争较少市场，主要有微点、万孚 ~6 亿	
二级医院				
一级医院/基层	相对竞争市场，国内品牌为主。如赛科希德、众驰伟业 ~20 亿			
专科医疗机构	尚未完全开发市场，缺少专用高性价比产品 ~16 亿			

资料来源：锐翎资本预测，光大证券研究所

凝血行业上游主要是抗原抗体、诊断酶等试剂原材料，以及电子元件、光学元件等仪器元部件；中游是各大体外诊断公司，进口品牌市占率较高，国产替代空间广阔；凝血下游主要是各级医院。上游原材料的质量直接影响凝血诊断试剂盒的性能指标。目前，血凝原材料依赖进口，国产替代大有可为。下游市场方面，除常规的检测项目，临床希望能够在血栓的早期检测中提供有效的诊断标志物，从而帮助临床进行诊断与干预治疗。

图 14：血凝诊断产业链概览



资料来源：健康界，光大证券研究所

2.1.3、免疫组化高景气，第三方中心促扩容

病理诊断作为诊断的“金标准”，对外科治疗和肿瘤治疗具有举足轻重的作用。长期以来，自动化程度低和病理医生紧缺两项主要因素使得行业发展受限。目前病理诊断主要分为四个大类，分别为组织病理、细胞病理、免疫组化病理和分子病理。迈新生物作为国产免疫组化龙头企业，未来将持续深耕免疫组化业务。

随着技术提升，免疫组化试剂这一细分领域进入快速发展阶段。根据共研网统计的数据，2021 年国内免疫组化试剂市场规模达 39.55 亿元，2017-2021 年 CAGR 达 21.75%，高于全球 10%左右的增速。国内外免疫组化行业技术发展同步，叠加自动化迭代带来的市场增量，未来国内免疫组化市场增速有望持续高于海外。

图 15: 2017-2022 年中国免疫组化试剂市场规模 (亿元) 及同比增速



资料来源: 共研网预测, 光大证券研究所

国家政策支持第三方检验机构发展壮大, 分流公立医院诊断压力, 提升病理资源利用效率, 将进一步推动病理诊断行业的发展。根据中商产业研究院的统计, 我国第三方病理诊断行业市场规模保持快速增长的趋势, 由 2017 年的 18 亿元增长至 2021 年的 81.4 亿元, 年均复合增长率为 45.83%。

图 16: 2017-2022 年中国第三方病理诊断中心市场规模 (亿元) 及同比增速



资料来源: 中商产业研究院, 光大证券研究所

病理诊断产业链的上游主要为仪器和试剂生产商, 中游主要为第三方医学实验室、病理诊断中心等第三方检测机构, 下游主要为各级医院。本土病理诊断公司在上游、中游、下游都有布局掌控。许多优秀的上游本土病理公司已推出各具特色的产品。同时, 相对于罗氏等海外企业, 本土病理诊断公司产品更具性价比。

图 17: 病理诊断产业链概览



资料来源: 普华有策, 光大证券研究所

2.1.4、利好政策陆续出台，下游需求驱动扩容

国家近几年连续出台一系列利好政策，推动国产 IVD 产品的创新和行业发展。从“十三五”到“十四五”，医疗器械的研发和高端化始终是国家关心的热点话题。

《“十四五”医疗设备产业发展规划》提出，“到 2035 年，医疗装备的研发、制造、应用提升至世界先进水平；我国进入医疗装备创新型国家前列，为保障人民全方位、全生命周期健康服务提供有力支撑”。这一发展规划以及贴息贷款助力新基建等政策或给整个 IVD 行业带来一定的增量市场。

表 7：体外诊断部分政策汇总

序号	名称	主要内容	生效时间
1	《关于加快医药行业结构调整的指导意见》	在医疗器械领域,针对临床需求大、应用面广的医学影像、放射治疗、微创介入、外科植入、 体外诊断试剂 等产品, 推进核心部件、关键技术的国产化 , 培育 200 个以上拥有自主知识产权、掌握核心技术、达到国际先进水平、销售收入超过 1000 万的先进医疗设备。	2010 年 10 月
2	《“十三五”生物产业发展规划》	针对急性细菌感染、病毒感染等重大传染性疾病,包括外来重大传染性疾病的检测需求, 加速现场快速检测的体外诊断仪器、试剂和试纸的研发和产业化 。针对糖尿病、高尿酸血症、高脂血症等慢性病,加快便捷和准确的家用体外诊断产品的产业化。加快特异性高的分子诊断、生物芯片等新技术发展,支撑肿瘤、遗传疾病、罕见病等疾病的体外快速准确诊断筛查。	2016 年 12 月
3	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	加速发展体外诊断仪器、设备、试剂等新产品 , 推动高特异性分子诊断、生物芯片等新技术发展,支撑肿瘤、遗传疾病及罕见病等体外快速准确诊断筛查。	2016 年 12 月
4	《关于有序推动工业通信业企业复工复产的指导意见》	加大生物医药、智能健康管理设备、 高端医疗器械 、医疗机器人、公共卫生智能监测检测系统等 大健康产业投入力度, 满足人民群众的健康需求 。	2020 年 2 月
5	《国务院关于支持浦东新区高水平改革开放打造社会主义现代化建设引领区的意见》	允许有条件的医疗机构按照相关要求开展 自行研制体外诊断试剂试点 。	2021 年 4 月
6	《“十四五”市场监管现代化规划》	完善医疗器械等快速审评审批机制 , 加快临床急需和罕见病治疗药品、医疗器械审评审批。建立国家药物医疗器械创新协作机制。	2021 年 12 月
7	《“十四五”生物经济规划》	推进创新药、 高端医疗器械 、基因检测、医药研发服务、中医药、互联网诊疗等产品和服务走出去, 鼓励生物企业通过建立海外研发中心、生产基地、销售网络和服务体系等方式 加快融入国际市场 。	2021 年 12 月
8	《“十四五”医疗装备产业发展规划》	到 2025 年, 医疗装备产业基础高级化、产业链现代化水平明显提升 , 主流医疗装备基本实现有效供给, 高端医疗装备产品性能和质量水平明显提升, 初步形成对公共卫生和医疗健康需求的全面支撑能力。 到 2035 年, 医疗装备的研发、制造、应用提升至世界先进水平 。我国进入医疗装备创新型国家前列, 为保障人民全方位、全生命周期健康服务提供有力支撑。	2021 年 12 月
9	《“十四五”国民健康规划》	加强对防控所需药品和医疗器械应急研发、检验检测、体系核查、审评审批、监测评价等工作的统一指挥与协调。建立国家参考品原料样本和病患信息应急调用机制, 完善药品紧急研发攻关机制。深化药品医疗器械审评审批制度改革, 对符合要求的创新药、临床急需的短缺药品和医疗器械、罕见病治疗药品等, 加快审评审批。	2022 年 4 月

资料来源：智研咨询，光大证券研究所

2.2、 横向对比：细分领域产品优势显现，毛利率高于同行业水平

根据公司的主营业务，我们选取以下国内生化诊断类企业进行横向对比。通过梳理各公司的主要产品情况及营业表现，可以发现九强生物在国内生化诊断领域处于领先地位，同时在血凝、病理等领域进行产品线布局，有利于形成自身的竞争优势。随着国药的入股，公司后续将会打造成 IVD 平台型企业，有望补足化学发光免疫诊断、分子诊断等条线。因此我们认为，随着国内 IVD 市场的进一步发展，公司有望持续保持行业领先地位。

相比于美康生物、迈克生物等多产线布局型企业，九强生物专注于生化诊断领域，同时在凝血、病理领域也有所拓展。九强生物营收体量小于美康生物、迈克生物，但利润率却明显优于美康生物。公司业务范围较集中，但医疗器械注册证数量相对可观，为公司未来产品线的布局与发展提供坚实的储备。

横向对比以上公司，九强生物 2021 年营收和净利润的同比增速较高，主要系销售增长及收购迈新生物所致。此外，九强生物在研发费用率相对较高，具有显著的研发驱动特征。同时，公司的毛利率水平达 70%以上，处于行业领先地位，

随着公司规模的逐渐扩大，销售、管理等方面的效率有着进一步提升空间，费用率将得到进一步优化，也将促进公司盈利水平的提高。

表 8：国内生化诊断类公司的产品与 2021 年财务情况

		九强生物	美康生物	迈克生物	利德曼	迪瑞医疗
1、主要产品情况						
生化诊断	仪器	G92000 和 G9800 全自动生化分析系统	MS-680、MS-2080、MS-L8080 全自动生化分析仪	C 800 全自动生化分析仪、G01 糖化血红蛋白分析仪、P100 全自动特定蛋白分析仪	全自动生化分析仪 BA 系列机型	CS-1600 全自动生化分析仪、CS-2000 全自动生化分析仪等 7 项
	试剂	肝功、肾功、血脂、心肌、糖代谢等 11 类产品	肾功能、肝功能、血脂、心血管、糖尿病等 218 项产品	肝功、肾功、糖代谢、脂代谢、特殊蛋白等系列检测试剂	肝脏、肾脏、心血管、糖尿病、免疫、代谢、胰腺炎等	肿瘤、内分泌、骨代谢、肝脏、特定蛋白等 102 项
免疫诊断	仪器		MS-i3080 全自动化学发光免疫分析仪	IS 1200 全自动化学发光测定仪、i 3000 全自动化学发光免疫分析仪等	全自动化学发光免疫分析仪 CI1000、CI2000S 等系列产品	CM-320 全自动化学发光免疫分析仪、CM-180 全自动化学发光免疫分析仪
	试剂		肿瘤标志物、甲功、性腺激素、高血压、糖尿病、肝纤维化等 59 项产品	传染病、生殖激素、甲功、肿瘤标志物、唐筛筛查、优生优育、糖代谢、骨代谢等系列	肿瘤标志物、性腺激素类、甲功、糖尿病、传染病等系列	传染病、肝纤维化、骨代谢、甲状腺等 81 项
分子诊断	仪器			全自动核酸提取仪（包含 N32、N96 等型号）		
	试剂			荧光 PCR 法检测试剂、细胞保存液、核酸提取或纯化试剂		
质谱	仪器		MS-S900 液相色谱串联质谱仪			
	试剂		维生素、胆汁酸谱、儿茶酚胺、免疫抑制剂等 17 项产品			
血脂产品	仪器		VAP/VLP 血脂亚组分检测仪			
	试剂		VAP/VLP 血脂亚组分检测配套试剂、校准品、质控品			
血细胞产品	仪器			5 系全自动血细胞分析仪、8 系全自动血细胞分析仪、AS15 全自动染色机、AS 120 全自动推片染色机		全自动模块式血液液体液分析流水线等 6 项
	试剂			血细胞配套检测试剂		三类血细胞分析仪配套试剂(8 项)、五类血细胞分析仪配套试剂(14 项)
凝血产品	仪器	MDC7500、MDC3500 全自动凝血分析仪，GWseries 全自动凝血流水线		H 2600 全自动凝血分析仪、H-04 半自动凝血分析仪	全自动凝血分析仪 CM4000	全自动凝血分析流水线、BCA-1000 全自动凝血分析仪
	试剂	D-Dimer, FDP, AT-III 等		血栓与止血检测试剂	凝血测定试剂盒等 6 项	凝血酶原时间 (PT)、活化部分凝血活酶时间(APTT)等 7 项
血型产品	仪器			T-02 试剂卡孵育器、T-24 医用离心机		
	试剂	以 ABO 正反定型卡，抗筛卡为代表的血型检测诊断试剂		血型测试卡		
尿液产品	仪器		MS-U530+MS-U580 全自动尿液分析流水线	U 310 半自动尿液分析仪、全自动尿液分析系统		MUS-9600 全自动尿液分析系统、FUS-2000 全自动尿液分析工作站等 9 项
	试剂		尿液分析配套试剂、校准品、质控品	缓冲液		尿液分析用层流液、尿液分析用鞘液等 9 项
妇科产品	仪器					GMD-S500 全自动妇科分泌物分析系统
	试剂					有形成分分析用层流液、GMD-9 (N) 等 9 项
快速检测平台	仪器			R 01 干式荧光免疫分析仪、血糖监测系统		
	试剂			胶体金检测试剂、干式荧光免疫检测试剂、血糖试纸及质控品		

病理产品平台	仪器 Titan S 全自动免疫组化染色仪、FISH 探针等 试剂 一抗、二抗等免疫组化试剂产品	PC 2000 液基薄层细胞制片机 染色液、分化液
实验室自动化解决方案		生化免疫实验室自动化解决方案、i3000 全自动化学发光免疫分析仪联机、LABAS F 9000 全自动血液分析流水线、LABAS F 9000 X 全自动血液分析工作站 CSM-6000 生化免疫联机组、CSM-8000 模块化生化免疫分析系统
第三方医学诊断服务	√	

2、注册认证情况

公司获证情况	2021 年公司获得及申请 64 项专利，已获得自产产品注册证书 237 项	2021 年累计已取得产品注册证书 377 项、54 项体外诊断仪器产品注册证书。	2021 年公司自研产品已经取得注册证书 463 项	2021 年公司新增产品注册证书 17 项，累计共有 370 项医疗器械注册证	2021 年公司新增授权发明专利 22 项，累计共取得注册证书 374 项
--------	--	---	----------------------------	---	---------------------------------------

3、主营业务情况 (百万元)

营业收入	1599	2252	3981	564.1	905.8
YOY	88.58%	-2.19%	6.96%	19.64%	-3.35%
归母净利润	405.7	179.5	956.6	22.42	209.9
YOY	261.29%	-40.07%	17.01%	143.98%	-21.39%

4、应收账款和存货情况 (百万元)

应收账款	917.3	810.8	1882	215.4	128.53
YOY	22.93%	-5.46%	-6.88%	-8.11%	19.33%
存货	252	211.4	1076	102.5	237.30
YOY	1.86%	-16.74%	0.09%	29.89%	8.64%

5、费用率指标

销售费用率	20.88%	13.23%	15.99%	18.17%	15.36%
管理费用率	6.91%	7.88%	4.23%	13.64%	5.88%
研发费用率	7.94%	6.69%	5.21%	5.81%	10.76%
财务费用率	1.14%	11.59%	1.45%	-1.22%	-0.01%
综合费用率	36.86%	39.39%	26.88%	36.40%	32.00%

6、盈利能力

毛利率	72.07%	40.48%	57.95%	52.47%	52.33%
净利率	29.36%	8.45%	25.18%	8.36%	23.18%
ROE	12.05%	8.36%	23.13%	1.54%	12.40%

资料来源：各公司年报，各公司官网，光大证券研究所

2.3、驱动力：持续深入布局三大领域，巨头合作创造新机遇

2.3.1、生化诊断：“与巨人同行”，借船出海

自 2013 年起，公司与雅培、罗氏、日立、迈瑞、威高等国内外知名企业陆续建立起生化战略合作关系。公司与雅培签署的《技术许可和转让合作协议》，更是开创了国内 IVD 企业技术输出的先河。公司与国内外企业的合作内容主要包括与迈瑞医疗就全自动生化分析仪 BS-2000M 开展合作、为雅培及罗氏提供 OEM 代工服务等。其中，公司与雅培的合作区域在国内市场，与罗氏的合作区域在国内和亚太地区，公司通过“借船出海”，深化了海外市场发展战略。

2022 年公司雅培（中国）的合作进展良好，雅培（中国）继续向公司采购生化产品。同时，在原有产品合作的基础上，双方同意新增 10 多个合作项目，目前已经全部拿到注册证，正在产品上市准备中。2017 年签署的补充协议里新增 13 个项目，均已完成上市，截至 2022 年上半年，雅培 ARCHITECT 平台合作项

目 42 个。2021 年新增雅培 Alinity-c 平台的合作项目 32 个,将分三批完成上市,第一批产品已于 2022 年 8 月上市。与雅培国际的合作正在按计划进行,进展顺利。

公司与罗氏的合作始于 2016 年双方签署的《战略合作协议》,同年公司推出适用于罗氏 cobas 系列全自动生化分析仪的首批产品。经过 5 年的合作,2021 年双方再次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。未来公司将与罗氏继续寻求其他诊断细分领域的深度合作,为公司开拓国际市场奠定基础。

公司与法国 ELITechGROUP 公司在 2018 年签署的《战略合作意向书》基础上,就公司的部分生化产品展开评价。由于疫情原因,原计划 2020 年的商务洽谈和公司参观现在待定,截至 2022 年 6 月,公司和 ELITech 公司高层保持良好的沟通,等疫情结束,商务可以正常往来,马上启动参观和实质合作。

在与行业内知名企业合作的过程中,公司不仅获得商业利益,同时由于国际知名企业对公司各种技术和质量控制体系的考核,公司研发、生产、质控体系的整体能力和水平得到了全方位的提升。公司将持续实施“与巨人同行”战略,不断提高公司的市场认可度,并促进公司在新产品研发方面的内生动力。

表 9: 九强生物与海内外企业建立合作关系情况

序号	主要内容	生效时间
1	与雅培中国正式签署生化试剂中国项目战略合作协议	2013 年 12 月
2	与雅培公司签署战略性的生化诊断试剂《技术许可和转让合作协议》	2016 年 2 月
3	与罗氏双方签订合作,九强生物将为罗氏诊断提供适用于 cobas c701/702、cobasc 501/502、cobasc 311、Modular P 等仪器的生化试剂在中国进行销售,首批合作项目为 21 种产品	2016 年 3 月
4	与法国 ELITechGROUP 公司就体外诊断领域合作事宜签署《战略合作意向书》。意向书有效期为 5 年	2018 年 10 月
5	与贝克曼库尔特签署战略合作协议	2021 年 4 月
6	相继与吉林国药、辽宁国药达成战略合作	2021 年 4 月
7	与雅培签署合作协议,合作生产适用于雅培自动化诊断系统的专用试剂。	2021 年 5 月
8	与罗氏签署《试剂采购协议》。罗氏诊断将向九强生物采购适用于罗氏诊断全自动凝血分析仪的试剂盒,以补充罗氏诊断凝血检测菜单。产品的经销期限自 2021 年 10 月 1 日至 2027 年 9 月 30 日	2021 年 9 月
9	与罗氏诊断中国携手亮相第四届中国国际进口博览会,宣布再续战略合作新篇章	2021 年 11 月
10	九强生物和雅培 Alinity 平台第一批合作生化试剂正式上市	2022 年 8 月

资料来源:公司官网、官方微信公众号,光大证券研究所

2.3.2、病理诊断:持续深耕免疫组化,战略布局伴随诊断

随着癌症发病率不断增长、对疾病认识增加及对病理临床要求提高、靶向治疗药物及精准医疗的发展及自动化设备的不断普及,免疫组化领域增长潜力巨大,根据《中国体外诊断产业发展蓝皮书》,2025 年全球免疫组织化学市场有望达到 31 亿美元,主要市场将集中在各大医院病理科或第三方病理实验室。因国内政策对国产医疗器械企业的支持,国产品牌在国内免疫组化市场将扮演越来越重要的角色。近年来,随着靶向治疗和免疫治疗的兴起,肿瘤治疗已经进入精准医学时代。而精准医疗需要精准诊断和精准监控,伴随诊断应运而生。目前,伴随诊断已成为用药前不可或缺的检测环节,是体外诊断的核心细分领域。根据瑞安管理咨询统计,国内伴随诊断市场规模由 2017 年 15 亿增长至 2020 年 36.8 亿,CAGR 达 34.87%,预计 2021、2022 年市场规模分别为 42.8 亿、50 亿,该细分领域将维持稳健增长。

作为国内免疫组化领先企业,公司的子公司迈新生物将在该领域持续深耕,并探索伴随诊断领域。公司在与肿瘤治疗密切相关的伴随诊断生物标记物方面已实现长足进展,成功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。目前市场上主流的除免疫组化以

外的伴随诊断技术包括荧光 PCR、荧光原位杂交 (FISH)、高通量测序 (NGS) 等分子诊断技术已在研发储备阶段。

表 10: 九强生物病理诊断产品研发进度 (截至 2022 半年报)

序号	项目名称	进度
1	CD23 抗体试剂	完成报证
2	雌激素受体抗体试剂	完成报证
3	细胞角蛋白 14 抗体试剂	完成报证
4	CD117 抗体试剂	完成报证
5	FSH 抗体试剂	完成报证
6	DAB 染色液	完成报证
7	免疫组化抗原修复缓冲液	完成报证
8	Hepatocyte 抗体试剂	完成报证
9	MART-1/melan A 抗体试剂	完成报证
...
334	TIM3 抗体试剂	完成报证
1	孕激素受体抗体试剂	正在报证
2	HER2 抗体试剂	正在报证
3	CD20 抗体试剂	正在报证

资料来源: 公司 2022 年半年报, 光大证券研究所

2.3.3、血凝诊断: 完善产品体系, 进军高端医院

在 IVD 细分领域中, 血凝诊断市场规模增速相对较快, 根据锐翎资本统计, 2016-2020 年国内血凝诊断市场规模的年均增速为 20.99%。国内血凝诊断市场进口替代率较低, 国产品牌市场份额不到 20%。国产血凝试剂起步较晚, 品牌影响力较弱, 同时血凝试剂的研发难度高于生化和发光, 近几年国内血凝诊断市场虽然发展迅速, 但受使用习惯等限制, 主要集中覆盖二、三级医院, 国产替代空间较大。2022 年公司血凝诊断业务规模不到 1 亿, 主流客户群体仍停留在低等级医院。因此, 加大产品研发力度, 完善产品体系是公司血凝诊断业务发展的必行之路。

公司将分别在血凝诊断的仪器端和试剂端发力。在仪器端, 公司将继续研发高速仪器, 目前已推出 GW series 全自动凝血流水线, 实现高端血凝诊断技术的进一步突破, 公司将借助高速仪器逐步将客户群体从低等级医院延伸至高端市场。在试剂端, 新品种基本属于进口垄断的状态, 公司将利用技术优势研发国内空白试剂产品, 并基于此与高等级医院建立合作, 抓住血凝诊断市场高增速的机遇。

表 11: 凝血诊断产品研发进度 (截至 2022 年 6 月 28 日)

序号	项目名称	进度
1	凝血酶原时间检测试剂盒 (凝固法) PT	完成报证
2	活化部分凝血活酶时间检测试剂盒 (凝固法) APTT	完成报证
3	凝血酶时间检测试剂盒 (凝固法) TT	完成报证
4	纤维蛋白原检测试剂盒 (凝固法) FIB	完成报证
5	D-二聚体检测试剂盒 (免疫比浊法) DD	完成报证
6	纤维蛋白 (原) 降解产物 (FDP) 测定试剂盒 (乳胶免疫比浊法) FDP	完成报证
7	抗凝血酶 III 测定试剂盒 (发色底物法) ATIII	完成报证
8	凝血因子 VIII 检测试剂盒 (凝固法)	完成报证
9	凝血因子 VII 检测试剂盒 (凝固法)	完成报证
10	凝血两项检测用质控品	完成报证
11	抗凝血酶 III 测定试剂盒	正在研发
12	血管性血友病因子测定试剂盒	正在研发
13	Anti-Xa 测定试剂盒	正在研发
14	纤维蛋白原测定试剂盒	正在研发
15	纤维蛋白 (原) 降解产物测定试剂盒	正在研发
16	抗凝血酶 III 测定试剂盒	正在研发

资料来源:《九强生物创业板向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书》,光大证券研究所

3、国药入主, 打开成长天花板

3.1、引进国资, 持续增持

国药投资是国药集团的全资子公司, 而国药集团是由国资委直接管理的中国规模最大、产业链最全、综合实力最强的医药健康产业集团, 在“世界 500 强”榜单中位列第 80 位。国药投资以“立足行业、服务集团, 做专业的医药大健康产业投融资公司”为战略定位, 紧紧围绕医药大健康产业相关领域开展资金融通、股权投资等金融服务, 建立具有国药特色的产融结合发展模式, 重点关注产业并购和产业链整合、科技创新和模式创新。

国药集团在医药生产、医药流通、器械销售渠道和流通、生物疫苗、国际医疗合作等领域都是中国的“国家队”。医疗器械生产板块是国药集团拟布局的领域, 与九强生物的合作是国药集团加快建设其医疗器械生产板块的重要战略举措之一。

2020 年, 九强生物引进国药投资作为第一大股东, 明确 IVD 平台型企业的战略定位。国药投资入主九强, 有望在销售渠道、产品整合等方面为九强生物提供有力支持。国药投资于 2022 年二季度增持 367 万股, 三季度增持约 202 万股, 2022 年以来 (截至 2022 年 12 月 26 日) 累计增持约 603 万股, 持续的增持行为表明国药对九强的认可度不断提升。国药投资协助九强生物成功收购迈新生物 95.55% 股权, 这次的合作经验将使得后续双方合作进行产业并购更加顺利。

表 12: 国药投资持股情况

时间	持股比例	变动方向	变动股数 (万股)
2020/8/3	14.81%	新进	8720.93
2022 中报	15.43%	增持	367.00
2022 三季报	15.78%	增持	201.56
2022/12/26	15.83%	增持	34.00

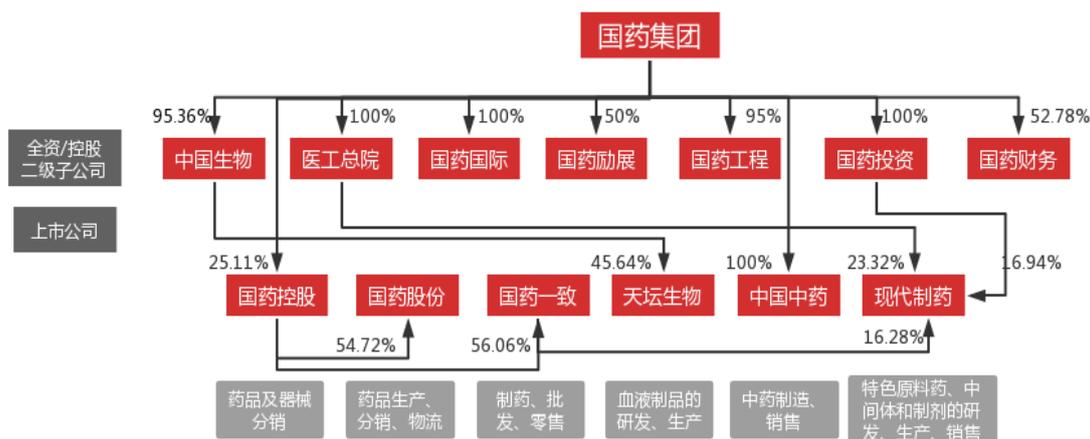
资料来源: 同花顺, 光大证券研究所

3.2、 国药赋能，活力彰显

国药集团在研发和渠道方面均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和工程设计院，2 名中国工程院院士、11 个国家级研发机构和 44 个省级企业技术中心、5000 多名科研人员的专家团队。

渠道方面，国药集团旗下有 1500 余家子公司和国药控股、国药股份、国药一致、天坛生物、现代制药、中国中药 6 家上市公司，拥有覆盖全国 31 个省、自治区、直辖市的医药流通配送网络 and 与国际水平接轨的 30 个配送中心，是国内最大的生物医药研发、生产企业，与世界 120 多个国家和地区建立贸易关系。

图 18：国药集团股权架构（截至 2023 年 1 月 10 日）



资料来源：同花顺，光大证券研究所

公司与国药投资达成战略合作以来，公司积极开拓与国药渠道合作的落地点。借助国药渠道优势，公司致力于形成多层次多渠道的业务链条网络，以提升公司抵御风险和持续盈利能力。

2021 年 2 月 10 日，公司与金斯瑞以及国药投资就中和抗体检测试剂盒在中国的商业化应用推广达成合作意向。中和抗体能够通过阻止病毒与宿主细胞的特异性受体结合，从而抑制病毒感染和传播，成为抵抗 SARS CoV-2 感染的第一道防线。借助国药的影响力，公司与国内生物行业龙头企业建立战略合作关系。

2021 年 4 月 21 日-22 日，公司相继与吉林国药、辽宁国药达成战略合作。公司持续推进与各地国药的战略合作，年采购合同金额、客户数量及产品品种出现较大幅度增长。公司通过该模式，在全国范围内拓展客户群体。

2021 年 9 月 6 日，国药集团下属单位赛诺强与九强生物旗下子公司迈新生物签订《p16/Ki-67 免疫细胞化学检测试剂盒代理协议》，该协议旨在共同推动中国宫颈癌精准筛查示范技术发展，同时加强双方上下游协同机制，就免疫组化和免疫组化周边病理产品以及第三方病理诊断，共同搭建病理产品和服务综合平台。

3.3、 协同国药，实现共赢

国药入主九强后，经过近两年的接触磨合，双方基本达成一致战略，将共同致力于将九强打造成 IVD 平台型企业。在这一过程中，国药将进一步合理化公司治理结构，并逐步落实对管理层的激励和约束。同时，公司将充分发挥与国药投资在渠道、研发以及跨赛道并购拓展产品线等方面的合作优势及协同效应。

1) 渠道方面，国药集团赋能主要围绕两方面合作展开，一方面是与国药集团商业渠道方面的合作，九强具有性价比的产品，加上国药集团广泛的配送渠道与客户资源，将推动客户范围的拓展，并为公司销售带来显著增量。

2) 研发方面，国药集团拥有国内领先的应用性医药研究机构和工程设计院，可为公司提供更为有力的研发力量补充。

3) 跨赛道并购丰富产品线方面，国药投资在帮助企业实现跨界并购方面具有丰富的资源和经验，公司有望实现对分子病理、伴随诊断等新产品线的快速布局。

公司近几年也在实施产业并购策略，并购了美创新跃、迈新生物等，成功进入血凝和病理诊断赛道，实现产品线的丰富。国药集团主要提供渠道协同便利，而国药投资的优势在于提供产业并购资源，帮助公司加快产品市场开拓。因此，公司将充分借助国药投资的资源，探索通过产业并购进入其他赛道的可能性，进而有望成为 IVD 平台型公司。

图 19：九强生物业务条线变化历程



资料来源：公司官网，光大证券研究所

4、盈利预测与估值

4.1、关键假设及盈利预测

关键假设：

业务拆分：

根据公司年报，我们将公司业务拆分为体外诊断试剂、体外诊断仪器、仪器租赁、检测服务及实验辅助业务以及非主营业务。

体外诊断试剂：公司主要的业务范围覆盖生化诊断、病理诊断和血凝检测等细分行业。经我们测算，2022 年公司生化诊断试剂、病理诊断试剂、血凝诊断试剂的营收分别约 8.0/6.3/0.6 亿元。随着国内疫情逐渐缓解，我们预计 2023-24 年公司的生化、病理、血凝业务的营收将实现加速增长。

生化业务：随着疫情影响的逐渐缓解，生化业务收入将恢复常态化增速。除此以外，国药渠道优势的带动和与海外巨头罗氏、雅培关于生化的战略合作将促进公司生化业务的加速增长。因此，我们认为虽然 2022 年受疫情影响，营收增速会有所放缓，但放眼 2023-2024 年，预计公司在支柱型业务的生化诊断板块的表现将持续强劲，2023-2024 年在生化诊断领域的营收同比增长 26%/22%。

病理业务：公司处于免疫组化病理诊断这一细分领域的龙头地位，积累了从产品到市场的竞争优势。未来公司将瞄准精准诊断领域，加大分子诊断的研发投入，不断开拓增长点。同时，病理诊断行业的发展受限于自动化程度较低、病理医生紧缺等因素，随着技术不断突破，未来病理诊断自动化程度提高将有利于整个行业增速提高。故假设 2023-2024 年病理诊断业务线营收同比增长 20%/18%。

血凝业务：公司具备完整的血凝仪器及试剂产品线，以及高水平的全液体血凝研发技术团队。公司将致力于完善血凝检测的试剂菜单，依托高速仪器平台有望实现对高端客户群的突破，盈利预期显现。我们预计公司在血凝领域将迎来高速增长，2023-2024 年血凝业务线营收同比变动 40%/40%。

根据生化诊断、病理诊断及血凝检测在体外诊断试剂中的营收占比以及三大业务增速预测情况，我们预计公司 2022-2024 年的体外诊断试剂收入增速为 0.93%/24.03%/21.18%。

体外诊断仪器：2022 年公司体外诊断仪器入院数量受到疫情的负面影响，但随着疫情缓解以及高端产品线突破，公司体外诊断仪器营收增速将保持较好势头。公司拟于 2023 年通过 OEM 方式完成对 2000 速生化分析仪的配置，并通过布局免疫诊断领域完成对生化免疫一体机的补充。子公司迈新生物自主研发出国内首台全自动免疫组化染色仪“Titan”，目前已完成第二代更新，性能上可对标国际产品。同时，公司的 MDC7500 全自动血凝分析仪已于 2022 年 3 月取得医疗器械注册证，公司于 2022 年 10 月发布 GW series 全自动凝血流水线，高速血凝分析仪的上市有利于公司打开高端市场。因此，我们预计公司的体外诊断仪器业务 2022-2024 年营收同比变动-20%/25%/15%。

仪器租赁：公司 2020-21 年仪器租赁业务收入因受到疫情的负面影响而有所减少，随着疫情逐渐缓解，公司该业务营收将高速增长。我们预计公司的仪器租赁业务 2022-2024 年营收同比变动 80%/50%/40%。

检测服务及实验辅助业务：公司 2020 年新增该项业务，根据历史数据以及 2022 年半年报该业务营收数据，我们预计该项业务将保持较为平稳的增速，2022-2024 年营收同比变动 4%/5%/6%。

其他主营业务：公司非主营业务营收的历史增速平稳，根据 2022 年半年报该业务营收数据，我们预计该项业务将保持高速增长，2022-2024 年非主营业务的营收同比变动 90%/50%/40%。

毛利率方面：

随着生化集采政策逐步实施，虽然规模效应导致生产成本降低，但面临销售收入不及预期的风险，导致毛利率下降。随着血凝诊断国产替代程度提高，血凝业务的材料成本将逐步下降，使得该业务毛利率有一定的上升空间，但血凝业务所占比重相对较低。病理业务方面，子公司迈新生物历史毛利率维持 80%以上，但考虑材料成本、人工上涨因素，22-24 年毛利率预计将有所下滑。得益于子公司迈新生物的营收占比提高，公司 2022 年毛利率将恢复 72.41%的高水平。综合来看，我们预计公司 2022-2024 年毛利率将呈现逐渐下降的趋势，预计 2022-2024 年毛利率分别为 72.41%/71.33%/70.53%。

费用预测：

公司正谋求新的盈利增长点，处于快速发展期，经营规模持续扩大。公司深知不断研发具有竞争力产品的重要性，高度重视研发团队建设并持续加大研发投入。除此以外，公司正不断拓展销售团队，利用医药集团的渠道优势，升级公司现有营销网络。我们认为公司 2022-2024 年研发费用率和销售费用率将略有下降，预计分别为 8.50%/8.00%/7.50%和 21%/20%/19%。随着规模扩张，公司需调整组织模式和管理制度，同时需要控制费用，因此我们预计 2022 年-2024 年管理费用率分别为 7.50%/7.00%/6.50%。未来随着研发效率和运营效率的提升，我们认为公司期间费用率将会持续下降至稳定水平，规模效应将逐步体现，净利润率有望进一步提升。

盈利预测：

根据以上假设，我们预测公司 2022-2024 年实现营业收入 15.92/19.75/23.86 亿元，同比增长-0.42%/24.01%/20.79%；实现归母净利润 3.93/5.26/6.78 亿元，同比增长-3.09%/33.72%/29.01%。

表 13：公司的收入拆分和预测 (2019-2024E)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	840.36	848.12	1599.38	1592.62	1975.02	2385.72
营业收入 YOY	-	0.86%	88.58%	-0.42%	24.01%	20.79%
营业成本 (百万元)	262.56	326.59	446.78	439.43	566.33	703.07
毛利率 (%)	68.76%	61.49%	72.07%	72.41%	71.33%	70.53%
主营业务收入占比 (%)	99.90%	99.90%	99.94%	99.88%	99.86%	99.83%
1、体外诊断试剂						
营业收入 (百万元)	780.71	749.01	1476.28	1490.00	1848.00	2239.44
营业收入 YOY	-	-4.06%	97.10%	0.93%	24.03%	21.18%
营业成本 (百万元)	203.90	233.10	344.61	357.50	465.36	588.08
毛利 (百万元)	576.81	515.91	1131.67	1132.50	1382.64	1651.36
毛利率 (%)	73.88%	68.88%	76.66%	76.01%	74.82%	73.74%
1.1 生化诊断试剂						
营业收入 (百万元)	-	-	-	800.00	1008.00	1229.76
营业收入 YOY	-	-	-	-	26.00%	22.00%
营业成本 (百万元)	-	-	-	272.00	352.80	442.71
毛利 (百万元)	-	-	-	528.00	655.20	787.05
毛利率 (%)	-	-	-	66.00%	65.00%	64.00%
1.2 病理诊断试剂						

营业收入 (百万元)	-	-	-	630.00	756.00	892.08
营业收入 YOY	-	-	-	-	20.00%	18.00%
营业成本 (百万元)	-	-	-	69.30	90.72	115.97
毛利 (百万元)	-	-	-	560.70	665.28	776.11
毛利率 (%)	-	-	-	89.00%	88.00%	87.00%
1.3 血凝诊断试剂						
营业收入 (百万元)	-	-	-	60.00	84.00	117.60
营业收入 YOY	-	-	-	-	40.00%	40.00%
营业成本 (百万元)	-	-	-	16.20	21.84	29.40
毛利 (百万元)	-	-	-	43.80	62.16	88.20
毛利率 (%)	-	-	-	73.00%	74.00%	75.00%
2、体外诊断仪器						
营业收入 (百万元)	58.37	96.18	111.66	89.33	111.67	128.42
营业收入 YOY	-	64.78%	16.09%	-20.00%	25.00%	15.00%
营业成本 (百万元)	57.80	92.07	97.88	77.72	96.03	109.15
毛利 (百万元)	0.57	4.11	13.78	11.61	15.63	19.26
毛利率 (%)	0.98%	4.27%	12.34%	13.00%	14.00%	15.00%
3、仪器租赁						
营业收入 (百万元)	0.91	0.71	0.68	1.22	1.83	2.56
营业收入 YOY	-	-21.98%	-4.23%	80.00%	50.00%	40.00%
营业成本 (百万元)	0.86	1.24	1.38	1.16	1.74	2.43
毛利 (百万元)	0.05	-0.53	-0.70	0.06	0.09	0.13
毛利率 (%)	5.25%	-75.03%	-103.38%	5.00%	5.00%	5.00%
4、检测服务及实验辅助业务						
营业收入 (百万元)	-	1.34	9.77	10.17	10.68	11.32
营业收入 YOY	-	-	629.10%	4.00%	5.00%	6.00%
营业成本 (百万元)	-	0.18	2.91	3.05	3.20	3.40
毛利 (百万元)	-	1.16	6.86	7.12	7.47	7.92
毛利率 (%)	-	86.40%	70.17%	70.00%	70.00%	70.00%
5、非主营业务						
营业收入 (百万元)	0.37	0.87	0.88	1.90	2.85	3.99
营业收入 YOY	-	135.14%	1.15%	90.00%	50.00%	40.00%
营业成本 (百万元)	-	-	-	-	-	-
毛利 (百万元)	-	-	-	-	-	-
毛利率 (%)	-	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

4.2、估值

九强生物主营业务为体外诊断产品的研发、生产和销售,覆盖生化诊断、血凝、血型、病理诊断等多领域。由于缺少美康生物和利德曼的 Wind 一致预期,因此我们只选择迈克生物、迪瑞医疗作为可比公司。其中,九强生物和迪瑞医疗业务更为接近,因此我们认为迪瑞医疗更为可比。

公司当前股价对应 2023 年 PE 为 19 倍,与可比公司 PE 均值基本持平,处于合理位置,与更为可比的迪瑞医疗相比,公司 2023 年 PE 相对较低,表明公司估值偏低,存在上涨空间。我们预计随着疫情状况改善,各业务条线创新突破,主要产品的持续放量,公司的未来成长可期。

表 14: 可比公司估值比较

股票代码	公司名称	收盘价 (元) (2月3日)	市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300463.SZ	迈克生物	18.77	115	1.72	1.31	1.47	1.71	11	14	13	11
300396.SZ	迪瑞医疗	28.52	78	0.76	0.95	1.20	1.55	27	30	24	18
可比公司均值								24	22	19	15
300406.SZ	九强生物	16.74	99	0.69	0.67	0.89	1.15	24	25	19	15

资料来源: wind; 其中九强生物盈利预测来自光大证券研究所, 可比公司盈利预测来自 wind 一致预期

我们采用绝对估值法对公司进行估值。根据以下假设, 采取 FCFF 估值法测算公司合理股权价值为 158.14 亿元, 对应每股价值 26.86 元; 采取 APV 估值法, 测算公司合理股权价值为 159.32 亿元, 对应每股价值 27.06 元。综合两种估值方法, 取其均值, 得公司每股价值 26.96 元。

1、长期增长率: 公司作为生化诊断、病理诊断领先企业, 加之在血凝、POCT 诊断等业务领域拓展, 多元化的布局将促使公司稳步增长。故假设长期增长率为 2%;

2、β 值选取: 采用中证指数行业类 (2021) -体外诊断行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似;

3、无风险利率 Rf 选值: 参考十年期国债收益率 (2.82%) 作为无风险收益率;

4、市场风险溢价率 Rm-Rf: 10 年沪深 300 指数平均收益率 10.04% 作为市场收益率, 两者差值为市场风险溢价率 7.22%;

5、税率: 结合公司过去几年的实际税率, 我们估计公司未来税收政策较稳定, 假设公司未来企业所得税率为 12.54%。

表 15: 绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	2.82%
β(βlevered)	0.82
Rm-Rf	7.22%
Ke(levered)	8.74%
税率	12.54%
Kd	4.29%
Ve (百万元)	6955.65
Vd (百万元)	1140.63
目标资本结构	14.09%
WACC	8.11%

资料来源: 光大证券研究所预测

表 16: 现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	1611.39	9.50%
第二阶段	4470.93	26.37%
第三阶段 (终值)	10874.94	64.13%
企业价值 AEV	16957.26	100.00%
加: 非经营性净资产价值	(8.94)	-0.05%
减: 少数股东权益 (市值)	(6.06)	0.04%

减：债务价值	1140.63	-6.73%
总股本价值	15813.76	93.26%
股本（百万股）	588.84	
每股价值（元）	26.86	
PE（隐含）-2023	30.08	
PE（动态）-2023	18.75	

资料来源：光大证券研究所预测

表 17：敏感性分析表

WACC/长期增长率	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
7.11%	29.51	31.44	33.75	36.56	40.05
7.61%	26.59	28.15	29.99	32.18	34.85
8.11%	24.10	25.38	26.86	28.60	30.69
8.61%	21.96	23.01	24.22	25.63	27.29
9.11%	20.10	20.97	21.97	23.12	24.46

资料来源：光大证券研究所预测

表 18：各类绝对估值法结果汇总表

估值方法	估值结果	估值区间（元）	敏感度分析区间
FCFF	26.86	20.10-40.05	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	27.06	20.03-40.97	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所预测

4.3、投资评级

公司是国内体外诊断行业的领先企业，业务覆盖生化诊断、血凝检测、肿瘤病理检测和血型检测等细分行业。随着创新产品的不断推出，国药入主后的持续赋能，以及借助“与巨人合作”开拓海外市场，我们预计公司将呈现加速增长的趋势。我们预测公司 2022-2024 年 EPS 为 0.67/0.89/1.15 元，现价对应 22-24 年 PE 为 25/19/15 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

4.4、股价驱动因素

短期股价催化剂：GW Series 全自动凝血流水线等血凝仪器获批上市；POCT 技术储备的逐步转化；通过伴随诊断对精准肿瘤布局。

长期股价催化剂：国药的渠道优势助力；跨赛道并购拓展产品线；“与巨人合作”开拓海外市场。

5、风险分析

集采降价超预期风险

随着国产原材料进口替代程度的提升，公司的产品成本将相应下降，但集采降价将在一定程度上压低公司的利润空间。如果集采降价超预期，会对公司业绩带来较大冲击。

销售模式变动风险

九强生物销售模式以经销为主，直销为辅，而迈新生物以直销模式为主。2019-2021 年，公司直销收入占主营业务收入比重分别为 12.09%、22.98%、39.14%。如果未来公司不能对销售模式进行恰当整合或出现销售管理不善，公司销售模式变动将可能对经营业务造成不利影响。

新产品研发上市进度不及预期风险

公司的主营业务板块受核心产品更新研发的进度影响较大,如果新产品研发上市进度不及预期,会对公司业绩增长带来较大不确定性。

违规行为导致股价不稳定风险

公司 2022 年 8 月收到深交所的监管函,称公司在未及时履行审议程序和信披义务的情况下使用募集资金 7.98 亿元置换预先投入募投项目的自筹资金。公司收到监管函将影响投资者的持股信心,可能引起股价下跌。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	848	1,599	1,593	1,975	2,386
营业成本	327	447	439	566	703
折旧和摊销	30	42	51	59	66
税金及附加	9	13	12	13	14
销售费用	200	334	334	395	453
管理费用	45	111	119	138	155
研发费用	79	127	135	158	179
财务费用	3	18	51	58	63
投资收益	1	12	13	13	14
营业利润	153	536	505	648	822
利润总额	137	537	508	651	825
所得税	15	67	64	82	103
净利润	122	470	444	569	722
少数股东损益	9	64	51	44	44
归属母公司净利润	112	406	393	526	678
EPS(元)	0.19	0.69	0.67	0.89	1.15

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	123	341	350	355	495
净利润	112	406	393	526	678
折旧摊销	30	42	51	59	66
净营运资金增加	220	348	182	426	458
其他	-239	-455	-276	-656	-707
投资活动产生现金流	-1,076	-1,312	-53	-54	-53
净资本支出	-17	-65	-65	-65	-65
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-1,059	-1,247	12	11	12
融资活动现金流	1,305	777	12	85	64
股本变化	87	0	0	0	0
债务净变化	210	823	122	200	200
无息负债变化	147	43	-33	40	43
净现金流	352	-195	309	386	506

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	61.5%	72.1%	72.4%	71.3%	70.5%
EBITDA 率	27.0%	39.0%	39.0%	39.8%	40.9%
EBIT 率	23.2%	36.2%	35.8%	36.9%	38.1%
税前净利润率	16.1%	33.6%	31.9%	33.0%	34.6%
归母净利润率	13.2%	25.4%	24.7%	26.6%	28.4%
ROA	3.1%	10.9%	9.3%	10.3%	11.2%
ROE (摊薄)	3.5%	14.1%	12.3%	14.3%	15.8%
经营性 ROIC	5.2%	12.3%	11.6%	13.4%	15.3%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	14%	33%	31%	31%	31%
流动比率	7.30	2.87	7.40	8.67	9.97
速动比率	6.29	2.45	6.57	7.73	8.93
归母权益/有息债务	10.65	2.56	2.58	2.54	2.60
有形资产/有息债务	7.31	2.26	2.42	2.61	2.84

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	3,964	4,320	4,794	5,548	6,441
货币资金	577	383	692	1,077	1,583
交易性金融资产	5	0	0	0	0
应收账款	746	917	1,061	1,315	1,589
应收票据	24	32	40	50	61
其他应收款 (合计)	15	12	12	15	18
存货	247	252	248	321	399
其他流动资产	2	3	3	3	4
流动资产合计	1,772	1,741	2,202	2,940	3,826
其他权益工具	0	30	30	30	30
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	317	344	366	380	385
在建工程	6	20	18	17	16
无形资产	72	74	68	62	57
商誉	1,673	1,673	1,673	1,673	1,673
其他非流动资产	78	368	366	366	366
非流动资产合计	2,191	2,579	2,592	2,607	2,616
总负债	540	1,406	1,495	1,736	1,979
短期借款	0	163	0	0	0
应付账款	42	47	57	74	91
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	1	8	10	12
其他流动负债	4	8	8	10	12
流动负债合计	243	608	297	339	384
长期借款	262	766	1,166	1,366	1,566
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	23	20	20	19	18
非流动负债合计	298	799	1,198	1,397	1,595
股东权益	3,423	2,913	3,299	3,812	4,463
股本	589	589	589	589	589
公积金	1,367	724	763	782	782
未分配利润	1,316	1,637	1,932	2,383	2,990
归属母公司权益	3,198	2,874	3,209	3,679	4,285
少数股东权益	226	39	90	134	177

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	23.55%	20.87%	21.00%	20.00%	19.00%
管理费用率	5.33%	6.91%	7.50%	7.00%	6.50%
财务费用率	0.40%	1.14%	3.19%	2.93%	2.64%
研发费用率	9.32%	7.94%	8.50%	8.00%	7.50%
所得税率	11%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.10	0.10	0.09	0.12	0.15
每股经营现金流	0.21	0.58	0.59	0.60	0.84
每股净资产	5.43	4.88	5.45	6.25	7.28
每股销售收入	1.44	2.72	2.70	3.35	4.05

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	88	24	25	19	15
PB	3.1	3.4	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	45.1	17.9	17.8	14.1	11.2
股息率	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE