

## 股权激励方案发布，注入长期增长动力 买入（首次）

2021年02月06日

证券分析师 朱国广

执业证号：S0600520070004  
021-60199793

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 刘闯

执业证书：S0600520070003  
021-60199793

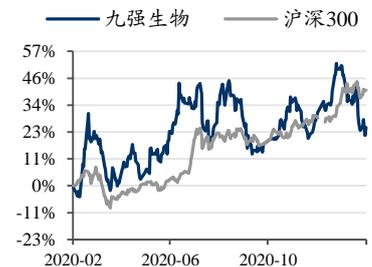
liuchuang@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值    | 2019A | 2020E  | 2021E  | 2022E |
|------------|-------|--------|--------|-------|
| 营业收入（百万元）  | 841   | 932    | 1,633  | 2,003 |
| 同比（%）      | 8.6%  | 10.9%  | 75.2%  | 22.6% |
| 归母净利润（百万元） | 332   | 178    | 525    | 652   |
| 同比（%）      | 10.3% | -46.2% | 194.5% | 24.1% |
| 每股收益（元/股）  | 0.56  | 0.30   | 0.89   | 1.11  |
| P/E（倍）     | 37.05 | 68.92  | 23.40  | 18.85 |

### 投资要点

- **事件：**公司发布第四期限制性股票激励计划，拟向激励对象授予 500 万股限制性股票，占总股本的 0.85%，其中首次授予 402.9 万股，预留 97.1 万股，授予价格为 7.73 元/股，首次授予对象 73 人。
- **股权激励注入增长动力，长期业绩确定性强：**本次激励计划对应考核年度为 2021-2023 三个会计年度，公司层面业绩考核目标分别以 2019 年、2021 年、2022 年营业收入为基数，2021-2023 年营业收入增长率分别不低于 15%、16%、17%，充分彰显了公司对未来业绩的信心。本次激励计划有望充分调动激励对象的积极性和创造性，促进公司核心队伍的建设；同时激励对象起到良好的约束作用，为公司未来经营战略和目标的实现提供了坚实保障。
- **收购迈新生物，拓展病理诊断：**2020 年 9 月公司以 18 亿元的价格收购迈新生物 65.55% 的股权，成为迈新生物控股股东。迈新生物是我国免疫组化细分领域的领先企业，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，产品主要用于术后肿瘤组织切片的临床诊断和肿瘤细胞筛查。2019 年迈新生物实现收入 4.3 亿元，同比增长 28.7%；实现归母净利润 1.2 亿元，同比增长 77.2%。本次收购中，迈新生物承诺 2020 年净利润不低于 1.4 亿元、2021 年净利润不低于 2 亿元，且在业绩承诺期合计实现的净利润不低于 3.4 亿元。通过收购迈新生物，公司业务将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，扩充病理诊断试剂和仪器产品线，提升技术研发能力和营销网络布局，巩固上市公司在病理诊断产业的领先地位。
- **“与巨人同行”，生化试剂持续增长确定性高：**公司作为国内生化试剂领域的领先企业，具备生化诊断试剂全线产品，业绩持续增长能力较强，且盈利能力突出。自 2013 年起，九强生物与雅培、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。2020 年 4 月，公司引入战略投资者国药投资。本次合作有望促进公司生化体外诊断试剂的销售研发，从而巩固并提高在生化体外诊断试剂的市场地位，预计未来公司生化试剂增长有望进一步加速。
- **盈利预测与投资评级：**暂不考虑股权激励摊销费用的影响，我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 1.78 亿、5.25 亿和 6.52 亿元，当前股价对应估值分别为 69 倍、23 倍、19 倍。考虑到公司收购迈新生物后，产品线进一步扩充，盈利能力显著提升，2、公司持续与国内外知名企业建立合作关系，生化试剂业务增长确定性高，参考可比公司估值和增速，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**并购整合不及预期的风险；产品大幅降价风险；新产品放量不及预期的风险等

### 股价走势



### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 20.86       |
| 一年最低/最高价      | 15.78/25.73 |
| 市净率(倍)        | 3.88        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 6881.21     |

### 基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元)    | 5.38   |
| 资产负债率(%)    | 13.79  |
| 总股本(百万股)    | 589.00 |
| 流通 A 股(百万股) | 329.88 |

### 相关研究

九强生物三大财务预测表

| 资产负债表 (百万<br>元)         |              |              |              |              | 利润表 (百万元)        |              |              |              |              |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                         | 2019A        | 2020E        | 2021E        | 2022E        |                  | 2019A        | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
| <b>流动资产</b>             | <b>1,060</b> | <b>1,336</b> | <b>1,720</b> | <b>2,384</b> | <b>营业收入</b>      | <b>841</b>   | <b>932</b>   | <b>1,633</b> | <b>2,003</b> |
| 现金                      | 226          | 393          | 629          | 1,021        | 减:营业成本           | 263          | 382          | 430          | 513          |
| 应收账款                    | 576          | 614          | 716          | 915          | 营业税金及附加          | 10           | 11           | 19           | 23           |
| 存货                      | 150          | 234          | 197          | 317          | 营业费用             | 97           | 182          | 318          | 391          |
| 其他流动资产                  | 109          | 95           | 178          | 131          | 管理费用             | 102          | 158          | 278          | 350          |
| <b>非流动资产</b>            | <b>1,094</b> | <b>1,076</b> | <b>1,076</b> | <b>1,064</b> | 财务费用             | -6           | 5            | 1            | -10          |
| 长期股权投资                  | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产减值损失           | -1           | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产                    | 264          | 247          | 244          | 233          | 加:投资净收益          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 在建工程                    | 9            | 8            | 12           | 13           | 其他收益             | 16           | 18           | 13           | 10           |
| 无形资产                    | 7            | 6            | 6            | 6            | <b>营业利润</b>      | <b>378</b>   | <b>212</b>   | <b>600</b>   | <b>746</b>   |
| 其他非流动资产                 | 815          | 814          | 814          | 813          | 加:营业外净收支         | 4            | -7           | 3            | 3            |
| <b>资产总计</b>             | <b>2,154</b> | <b>2,412</b> | <b>2,796</b> | <b>3,448</b> | <b>利润总额</b>      | <b>382</b>   | <b>205</b>   | <b>603</b>   | <b>749</b>   |
| <b>流动负债</b>             | <b>156</b>   | <b>223</b>   | <b>171</b>   | <b>260</b>   | 减:所得税费用          | 50           | 27           | 78           | 97           |
| 短期借款                    | 84           | 84           | 84           | 84           | 少数股东损益           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应付账款                    | 24           | 61           | 35           | 79           | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>332</b>   | <b>178</b>   | <b>525</b>   | <b>652</b>   |
| 其他流动负债                  | 48           | 78           | 53           | 96           | EBIT             | 380          | 201          | 593          | 729          |
| <b>非流动负债</b>            | <b>27</b>    | <b>27</b>    | <b>27</b>    | <b>27</b>    | EBITDA           | 402          | 222          | 615          | 753          |
| 长期借款                    | 0            | 0            | 0            | 0            |                  |              |              |              |              |
| 其他非流动负债                 | 27           | 27           | 27           | 27           | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2019A</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> |
| <b>负债合计</b>             | <b>183</b>   | <b>251</b>   | <b>198</b>   | <b>287</b>   | 每股收益(元)          | 0.56         | 0.30         | 0.89         | 1.11         |
| 少数股东权益                  | 0            | 0            | 0            | 0            | 每股净资产(元)         | 3.35         | 3.52         | 4.26         | 5.22         |
|                         | 1,971        | 2,161        | 2,598        | 3,161        | 发行在外股份(百万<br>股)  | 502          | 589          | 589          | 589          |
| 归属母公司股东权益               |              |              |              |              | ROIC(%)          | 24.3%        | 13.6%        | 34.7%        | 38.2%        |
| <b>负债和股东权益</b>          | <b>2,154</b> | <b>2,412</b> | <b>2,796</b> | <b>3,448</b> | ROE(%)           | 16.8%        | 8.6%         | 20.9%        | 21.2%        |
|                         |              |              |              |              |                  | 68.8%        | 59.0%        | 73.7%        | 74.4%        |
|                         |              |              |              |              | 毛利率(%)           |              |              |              |              |
| <b>现金流量表 (百万<br/>元)</b> | <b>2019A</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | 销售净利率(%)         | 39.4%        | 19.1%        | 32.1%        | 32.5%        |
| 经营活动现金流                 | 189          | 169          | 347          | 482          | 资产负债率(%)         | 8.5%         | 10.4%        | 7.1%         | 8.3%         |
| 投资活动现金流                 | -387         | -3           | -22          | -11          | 收入增长率(%)         | 8.6%         | 10.9%        | 75.2%        | 22.6%        |
| 筹资活动现金流                 | -56          | 1            | -90          | -79          | 净利润增长率(%)        | 10.3%        | -46.2%       | 194.5%       | 24.1%        |
| 现金净增加额                  | -254         | 168          | 235          | 392          | P/E              | 37.05        | 68.92        | 23.40        | 18.85        |
| 折旧和摊销                   | 22           | 21           | 22           | 23           | P/B              | 6.23         | 5.92         | 4.89         | 4.00         |
| 资本开支                    | 61           | -18          | 0            | -12          | EV/EBITDA        | 30.28        | 54.06        | 19.12        | 15.11        |
| 营运资本变动                  | -172         | -35          | -201         | -183         |                  |              |              |              |              |

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>