

**300406.SZ**

# 增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 18.8

板块评级: 强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(24.9)	(10.0)	(16.5)	0.8
相对深证成指	(20.1)	(13.8)	(10.6)	(33.3)

发行股数(百万)	589
流通股(%)	56
总市值(人民币 百万)	11,073
3个月日均交易额(人民币 百万)	114
净负债比率(%) (2021E)	0
主要股东(%)	
中国医药投资有限公司	15

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
 以 2021 年 4 月 19 日收市价为标准

**相关研究报告**

《九强生物: 业绩符合预期, 布局病理诊断赛道, 成长可期》20200326

《九强生物: 巨人同行内生提速, 布局病理诊断加速成长》20191030

《xxx》20171222

 中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 医疗器械

证券分析师: 邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

## 九强生物

### 积极开展外延式并购, 扩大体外检测业务范围

2020 年九强生物全年实现营业收入 8.48 亿元 (+ 0.86%), 实现归母净利润 1.12 亿元 (-66.15%)。公司上半年业务收到疫情冲击, 下半年公司业绩出现明显回升, 三季度实现营业收入 2.62 亿元 (+20.6%), 四季度实现营业收入 3.21 亿元 (+19.12%)。公司积极布局生化检测外其他体外检测领域, 公司收购迈新资产过户等相关事项已于 2020 年完成。

**支撑评级的要点**

- 公司 2020 年全年营业收入在受到疫情影响的情况下仍与上年相比略有增长, 2020 年下半年公司业绩出现明显回升。2020 年九强生物全年实现营业收入 8.48 亿元, 同比增长 0.86%, 实现归母净利润 1.12 亿元, 同比减少 66.15%。公司体外检测仪器业务 2020 年实现营业收入 0.96 亿元, 与 2019 年相比增长 64.77%。公司为应对生化诊断系统封闭化趋势, 推出自有品牌生化系统 G92000 和 G9800, 分别满足高中低端客户的需求。
- 目标成为体外诊断全产品线供应商, 积极进行外延式并购。公司收购迈新资产过户等相关事项已于 2020 年完成。迈新是中国肿瘤病理免疫组化诊断试剂的领先者, 主导产品为免疫组化检测仪器和系列试剂。公司在迈新原有业务良好发展的基础上进行资源优化配置, 实现协同发展。公司立足核心技术平台, 投资高端血凝分析系统项目。公司投资高端血凝分析系统研发及产业化项目, 通过对凝固法、免疫法、发色底物法等关键技术的突破, 在血凝分析检测领域开展创新能力建设。
- 坚持品牌建设, 与巨人合作提升竞争力。2020 年度公司与雅培(中国)的合作进展良好, 与雅培国际的合作正在按计划进行。雅培(中国)继续向九强生物采购生化产品, 同时在原有产品合作的基础上, 双方同意新增 10 多个合作项目公司与法国 ELITechGROUP 公司在签署的《战略合作意向书》基础上正在评价公司的一些生化产品。

**估值**

- 我们预期公司 2021, 2022, 2023 年归母净利润分别为 5.30 亿, 6.38 亿和 7.50 亿元, EPS 分别为 0.90 元, 1.08 元, 1.27 元。

**评级面临的主要风险**

- 新产品推进不达预期; 海外战略合作不达预期等。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	841	848	1,651	1,983	2,386
变动(%)	9	1	95	20	20
净利润(人民币 百万)	332	112	530	638	751
全面摊薄每股收益(人民币)	0.563	0.191	0.901	1.083	1.275
变动(%)	10.3	(66.1)	372.5	20.2	17.7
全面摊薄市盈率(倍)	28.4	98.6	20.9	17.4	14.7
价格/每股现金流量(倍)	50.0	90.0	(38.0)	18.8	85.3
每股现金流量(人民币)	0.38	0.21	(0.49)	1.00	0.22
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.7	35.9	17.4	14.0	11.9
每股股息(人民币)	0.149	0.000	0.210	0.247	0.292
股息率(%)	0.8	n.a.	1.1	1.3	1.6

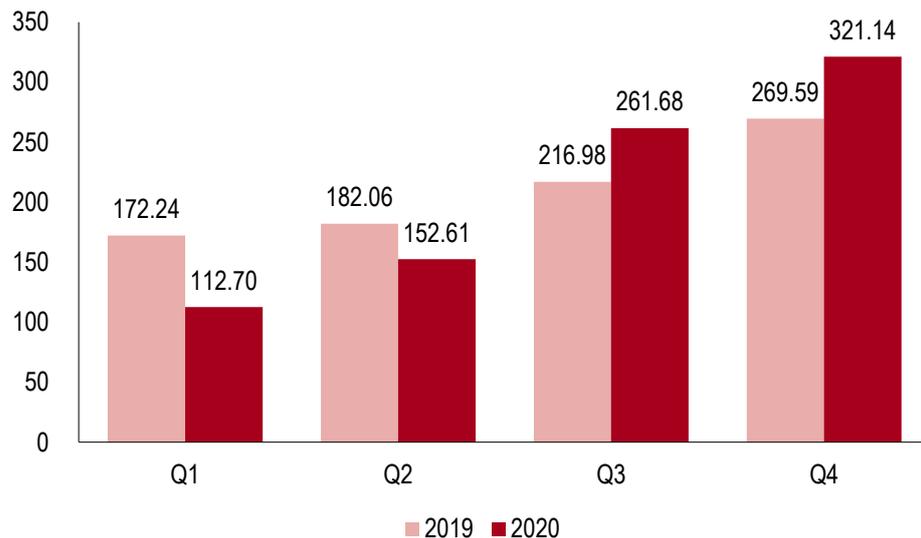
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

全年营业收入与上年相比略有增长，下半年业绩有较快回升

## 2020 年下半年公司业绩出现明显回升

公司 2020 年全年营业收入在受到疫情影响的情况下仍与上年相比略有增长，2020 年下半年公司业绩出现明显回升。2020 年九强生物全年实现营业收入 8.48 亿元，同比增长 0.86%，实现归母净利润 1.12 亿元，同比减少 66.15%。公司体外检测试剂业务 2020 年全年实现营业收入 7.49 亿元，同比降低 4.06%。上半年由于疫情原因大量门诊关停，公司体外检测试剂业务受到较大负面影响。公司在 2020 年下半年公司业绩出现明显回升，三季度实现营业收入 2.62 亿元，同比增长 20.6%；四季度实现营业收入 3.21 亿元，同比增长 19.12%。

图表 1.公司 2019-2020 各季度业务情况 (单位: 百万)



资料来源: 万得, 中银证券

## 体外检测仪器业务实现较快增长

公司体外检测仪器业务 2020 年实现营业收入 0.96 亿元，与 2019 年相比增长 64.77%。其中部分增长由于收购迈新生物所致，若和 2019 年数据口径保持一致则体外检测仪器业务收入达到 0.92 亿元，同比增 58.08%。

公司为应对生化诊断系统封闭化趋势，推出自有品牌生化系统。市场上主流品牌为了提高生化诊断结果的准确性、及易用性从而提高诊断效率并降低成本，逐步开始了生化诊断系统的封闭化战略。为了应对这一新的趋势，公司推出了自有品牌的 G92000 和 G9800 两款生化分析系统，分别满足高中低端客户的需求。2020 年公司将加大自有生化分析系统的销售力度，抢占生化诊断的市场，为未来市场份额的维护和增长奠定基础。

## 布局生化诊断外新领域，目标成为体外诊断全产品线供应商

### 积极进行外延式并购

公司收购迈新资产过户等相关事项已经于 2020 年完成。公司联合中国医药投资有限公司（以下简称“国药投资”）通过支付现金的方式购买各转让方合计持有的福州迈新生物技术开发有限公司 95.55% 的股权。迈新是中国肿瘤病理免疫组化诊断试剂的领先者，主导产品为免疫组化检测仪器和系列试剂，营销网络遍布全国。目前，公司在迈新原有业务良好发展的基础上，对其市场、渠道、研发及管理等方面进行资源优化配置，实现互利共赢协同发展。基于迈新在免疫组化领域的领先性及专业性，本次整合可以推动双方充分发挥各自比较优势。公司将在资金和市场资源方面为迈新提供支持，同时拓宽业务范围。迈新可利用公司现有的客户资源基础拓展更多的业务，从而双方实现优势互补，发挥协同效应。

### 积极布局生化诊断以外的细分检验领域

公司立足核心技术平台，投资高端血凝分析系统项目。公司投资高端血凝分析系统研发及产业化项目，包括前期厂房建设资金在内项目总投资 20929 万元，资金均公司自有资金。项目通过对凝固法、免疫法、发色底物法等关键技术的突破，在血凝分析检测领域开展创新能力建设，加快中国制造替代进口产品的速度。该项目的实施能提升公司血凝仪器产品线的研发能力，同时扩大公司血凝仪器的生产规模，增强公司盈利能力和抗风险能力，提升公司综合竞争力。

## 加强品牌建设，向产品国际化迈进

### 坚持与巨人合作提升竞争力

2020 年度公司与雅培（中国）的合作进展良好，与雅培国际的合作正在按计划进行。雅培（中国）继续向九强生物采购生化产品，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。

公司与法国 ELITechGROUP 公司在签署的《战略合作意向书》基础上正在评价公司的一些生化产品。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，但公司目前和 Elitech 公司高层保持良好的沟通。公司可利用 ELITech 既有的销售渠道及新开拓的客户渠道促进对生化诊断产品加速进入全球市场。

### 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	841	848	1,651	1,983	2,386
销售成本	(272)	(336)	(445)	(534)	(656)
经营费用	(107)	(213)	(568)	(684)	(826)
息税折旧前利润	462	299	638	765	904
折旧及摊销	(21)	(30)	(34)	(37)	(41)
经营利润(息税前利润)	441	269	604	727	862
净利息收入/(费用)	6	(3)	6	6	6
其他收益/(损失)	5	(15)	0	(0)	(5)
税前利润	452	251	610	733	863
所得税	(50)	(15)	(79)	(95)	(112)
少数股东权益	0	9	0	0	0
净利润	332	112	530	638	751
核心净利润	402	225	531	638	750
每股收益(人民币)	0.563	0.191	0.901	1.083	1.275
核心每股收益(人民币)	0.801	0.382	0.901	1.083	1.273
每股股息(人民币)	0.149	0.000	0.210	0.247	0.292
收入增长(%)	9	1	95	20	20
息税前利润增长(%)	14	(39)	124	21	19
息税折旧前利润增长(%)	14	(35)	113	20	18
每股收益增长(%)	10	(71)	372	20	18
核心每股收益增长(%)	15	(52)	136	20	18

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	452	251	610	733	863
折旧与摊销	21	30	34	37	41
净利息费用	(6)	3	(6)	(6)	(6)
运营资本变动	(136)	(18)	(660)	86	(748)
税金	(120)	(120)	(79)	(95)	(112)
其他经营现金流	(22)	(24)	(190)	(165)	92
经营活动产生的现金流	189	123	(291)	590	130
购买固定资产净值	1	65	40	40	40
投资减少/增加	0	(1,390)	0	0	0
其他投资现金流	(388)	249	(36)	(91)	(85)
投资活动产生的现金流	(387)	(1,076)	4	(51)	(45)
净增权益	(75)	0	(124)	(146)	(172)
净增债务	26	210	0	38	7
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(7)	1,068	28	(97)	(215)
融资活动产生的现金流	(56)	1,305	(42)	(101)	(159)
现金变动	(255)	352	(330)	438	(75)
期初现金	480	226	577	248	685
公司自由现金流	(199)	(953)	(287)	539	85
权益自由现金流	(179)	(739)	(293)	571	86

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	226	577	248	685	611
应收帐款	590	785	1,508	1,349	2,192
库存	150	247	204	355	352
其他流动资产	94	163	130	182	162
流动资产总计	1,060	1,772	2,090	2,571	3,316
固定资产	273	324	337	348	354
无形资产	7	72	64	56	48
其他长期资产	530	120	239	296	218
长期资产总计	810	515	640	700	621
总资产	2,154	3,964	4,405	4,944	5,609
应付帐款	24	42	54	56	79
短期债务	84	0	2	50	50
其他流动负债	48	200	157	149	212
流动负债总计	156	243	213	255	341
长期借款	0	262	262	262	262
其他长期负债	27	36	24	29	30
股本	502	589	589	589	589
储备	1,552	2,684	3,091	3,583	4,161
股东权益	2,054	3,273	3,680	4,172	4,750
少数股东权益	0	226	226	226	226
总负债及权益	2,154	3,964	4,405	4,944	5,609
每股帐面价值(人民币)	4.09	5.56	6.25	7.08	8.07
每股有形资产(人民币)	4.08	5.43	6.14	6.99	7.98
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.28)	(0.53)	0.03	(0.63)	(0.51)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	54.9	35.3	38.6	38.6	37.9
息税前利润率(%)	52.5	31.7	36.6	36.7	36.1
税前利润率(%)	53.7	29.6	36.9	37.0	36.2
净利率(%)	39.4	13.2	32.1	32.2	31.5
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	6.8	7.3	9.8	10.1	9.7
利息覆盖率(倍)	n.a.	80.1	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	0.4	净现金	净现金
速动比率(倍)	5.8	6.3	8.9	8.7	8.7
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	28.4	98.6	20.9	17.4	14.7
核心业务市盈率(倍)	23.5	49.2	20.9	17.4	14.8
市净率(倍)	4.6	3.4	3.0	2.7	2.3
价格/现金流(倍)	50.0	90.0	(38.0)	18.8	85.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.7	35.9	17.4	14.0	11.9
<b>周转率</b>					
存货周转天数	176.5	215.7	185.3	190.9	196.4
应收帐款周转天数	239.4	296.0	253.6	263.0	270.9
应付帐款周转天数	12.4	14.3	10.6	10.1	10.3
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	22.5	0.0	23.3	22.8	22.9
净资产收益率(%)	17.2	4.2	15.3	16.2	16.8
资产收益率(%)	19.5	8.3	12.6	13.5	14.2
已运用资本收益率(%)	4.2	1.0	3.3	3.6	3.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371