



买入（首次）

所属行业：医药生物/医疗器械
当前价格(元)：20.01

证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

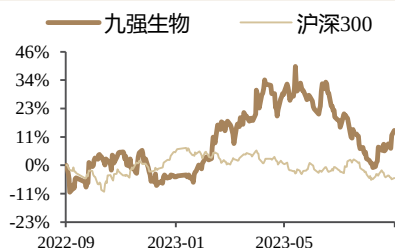
邮箱：chentl@tebon.com.cn

刘闯

资格编号：S0120522100005

邮箱：liuchuang@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	8.34	-3.61	-10.75
相对涨幅(%)	11.04	-0.01	-4.80

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

九强生物(300406.SZ)：国药赋能进行时，向平台型 IVD 公司迈进

投资要点

- 投资摘要：**1) 生化试剂业务起家，海外巨头强强联手成就稳固基石业务；2) 拓展布局病理+血凝细分高增市场，借力国药平台打造 IVD 国家队；3) 业务拓宽、产品出海、管理层持续优化，国药多维度赋能助力步入发展新篇章。
- 生化试剂业务起家，借助国药平台打造 IVD 国家队：**公司成立于 2001 年，以生化诊断业务起家，凭借自有品牌“金斯尔”多年品牌积累成就良好市场口碑与行业地位。“与巨人共行与行业内领先企业紧密合作”的发展战略指引下，公司早于 2013 年、2016 年与国际 IVD 巨头雅培、罗氏等签署战略合作协议，入局大牌厂商封闭系统体系，借力布局 IVD 全球大市场。2020 年，公司引入国资股东国药投资，大平台渠道+产业资源双重加持下业绩持续稳健增长，2021 年，生化板块收入已达 9.43 亿元，成为公司稳固基石业务。2022 年公司营业收入、归母净利润分别达 15.11 亿元、3.89 亿元，新一轮成长阶段开启。
- 拓展布局病理+血凝细分高增市场，平台型 IVD 企业成型。**1) 我国血凝检测开展率有待提高，进口占据核心高端市场份额，国产替代空间广阔。2017 年公司收购美创血凝，正式进军血凝市场，2021 年美创新跃实现营业收入 5460 万元。公司血凝产品已实现血凝关键技术的突破，2022 年 3 月新推出高速全自动血凝仪 MDC7500 打开国内高端市场；23 年 6 月安徽凝血类试剂集采凝血六项在安徽集采中全部中标，持续论证强产品力；2) 肿瘤发病率高推动病理诊断需求广阔，国产加速突破技术壁垒。2020 年公司与国药合作完成收购国内病理诊断龙头，产品实力比肩国际先进水平，拥有完全自主知识产权的全自动免疫组化染色系统 Titan 系列，一抗、二抗等免疫组化试剂产品体系丰富，质量比肩国际先进水平，逐步实现国产替代。2019 年-2021 年，迈新生物营收分别为 4.32 亿元、4.73 亿元、6.01 亿元，增速分别为 28.68%、9.35%、27.12%，提供稳定营收贡献，平台型 IVD 企业成型拓宽公司收入边界。
- 国药赋能业务拓宽+产品出海，助力步入发展新篇章。**自 2019 年 12 月公司引进国药投资作为战略投资者以来，截止 2023 年 7 月，中国医药投资持有公司 16.63% 股份，为公司第一大股东。国药集团自有渠道+销售渠道资源丰厚，在全国拥有 8 家三级医院，30 家二级医院，有望提升九强生物在二级及以上医院 IVD 仪器领域的渗透；同时借力丰富产业资源帮助公司加速布局新赛道。2023 年 9 月 6 日，公司新增迈新生物董事王小亚先生为公司董事会候选人，公司管理层构成持续优化。国药入主后多维度赋能公司，开启成长新篇章。
- 盈利预测与估值：**公司以生化起家，国药赋能下业务拓宽+产品出海打开成长天花板。我们选取体外诊断同行业公司迈瑞医疗、新产业、安图生物作为可比公司估值，考虑到国药入主后公司有望迎来加速发展阶段，具备较高的潜力空间，给予公司一定的估值溢价。我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 17.9/21.4/25.7 亿元，同比增长 18%、20%、20%；归母净利润分别为 5.2/6.6/8.1 亿元，同比增长 32.5%、27.8%、23.6%；对应 PE 为 23、18、14 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**集采中标不及预期；竞争格局恶化风险；行业整体增速不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测				
总股本(百万股):	588.45		2021	2022	2023E	2024E
流通 A 股(百万股):	425.97	营业收入(百万元)	1,599	1,511	1,787	2,144
52 周内股价区间(元):	15.64-24.55	(+/-)YOY(%)	88.6%	-5.5%	18.3%	20.0%
总市值(百万元):	11,774.79	净利润(百万元)	406	389	516	659
总资产(百万元):	4,796.85	(+/-)YOY(%)	261.3%	-4.1%	32.5%	27.8%
每股净资产(元):	5.90	全面摊薄 EPS(元)	0.69	0.66	0.88	1.12
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	72.1%	74.6%	74.5%	74.8%
		净资产收益率(%)	14.1%	11.9%	13.9%	15.3%
		资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所				
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润				

内容目录

1. 深耕 IVD 领域二十年，国药赋能开启新篇章	5
1.1. 生化诊断起家，国药赋能开启新篇章	5
1.2. 公司股权结构稳定，国药入股后引入国企高管	5
1.3. 国药赋能进入增长新阶段，病理+血凝打开收入空间	6
2. 拓展布局 IVD 新业务领域，掌握核心技术奠定强竞争力	7
2.1. 我国体外诊断市场潜力大，公司形成生化+血凝+病理多维布局	7
2.2. 生化为公司老牌业务，高端诊断试剂领先	8
2.3. 公司掌握血凝核心关键技术，持续高端突破	10
2.4. 肿瘤诊断需求快速增加，公司病理诊断试剂丰富、质量行业领先	12
3. 国药赋能业务拓宽+产品出海，助力步入发展新篇章	14
4. 盈利预测与估值	15
4.1. 盈利预测	15
4.2. 投资建议	16
5. 风险提示	16

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司股权结构	6
图 3: 九强生物 2013 年-2023H1 营业收入及增速 (亿元, %)	7
图 4: 九强生物 2013 年-2023H1 年归母净利润及增速 (亿元, %)	7
图 5: 公司主要产品营业收入情况 (亿元)	7
图 6: 公司整体毛利率及各产品毛利率 (%)	7
图 7: 2019 年全球医疗器械行业细分市场	7
图 8: 全球医疗器械巨头公司业务及收入规模情况	7
图 9: 中国 IVD 市场规模及占比情况	8
图 10: 2020 中国体外诊断细分领域市场占比统计	8
图 11: 我国生化诊断市场国产化水平	9
图 12: 我国生化检验试剂市场规模	9
图 13: 各公司生化诊断产品属性及市场竞争态势	9
图 14: 中国凝血诊断市场规模	10
图 15: 国产医院血凝仪厂家分布情况 (%)	11
图 16: 2016 年全国肿瘤发病率 (万人)	12
图 17: 2019 年至 2021 年迈新生物的营业收入及增速情况	13
图 18: 国药集团与九强生物合作进展	14
表 1: 2023 年 9 月 6 日董事会换届非独立董事候选人情况	6
表 2: 九强生物生化诊断领域产品矩阵	10
表 3: 凝血功能常规六项	10
表 4: 九强生物血凝业务产品线	12
表 5: Titan 系列全自动病理染色仪参数	13
表 6: 公司收入预测	15
表 7: 可比公司估值	16

1. 深耕 IVD 领域二十年，国药赋能开启新篇章

1.1. 生化诊断起家，国药赋能开启新篇章

生化试剂业务起家，借助国药平台打造 IVD 国家队。九强生物主要从事体外诊断产品的研发、生产和销售。后续通过外延并购扩展公司在血凝血型 and 病理诊断业务。拥有与国际同步发展的体外诊断系列产品，自成立以来建立起化学法、酶法（含循环酶法）、酶增强免疫测定技术（EMIT）等生化研发平台。2020 年，国药投资入股九强生物，协助公司收购迈新生物 95.55% 股权，拓展布局病理诊断赛道。国药赋能下，公司借力开启成长新阶段。

公司成立以来经历了以下几个阶段的发展：

1) **发展阶段（2001-2013）**：公司成立于 2001 年，主要从事体外诊断产品（“金斯尔”品牌）的研发、生产和销售。2006 年怀柔生产基地正式建成投产。九强生物以生化诊断试剂研发为核心，逐步积累起客户口碑，金斯尔校准血清和质控血清于 2010 年成为国家注册新标准实施后第一批获得注册证的企业。

2) **上市初期（2014-2017）**：公司 2014 年在创业板成功上市，此后加快产品创新和技术升级，推出了多项高端体外诊断产品。同时，公司坚持与巨人同行的发展战略，于 2013 年、2016 年与雅培中国和罗氏中国签署战略合作协议。

3) **并购扩张（2017-2020）**：公司积极布局新业务，并于 2017 年收购美创血凝，正式进军血凝市场。于 2020 年 9 月，与国药投资共同收购迈新生物 95.55% 股权，并于 2022 年实现迈新生物的 100% 控股。成功将公司业务打造成为生化试剂+病理诊断+血凝的模式。

4) **合作突破（2020-至今）**：2020 年，国药投资入股九强生物，共同布局医疗器械体外诊断领域。自国药投资入股以来，双方在渠道及产品研发方向合作。公司产品上市进程加速，陆续获得新型冠状病毒抗原自测试剂盒注册证、推出新型肿瘤标志物检测试剂盒等重大成果，持续拓宽产品组合。

图 1：公司发展历程

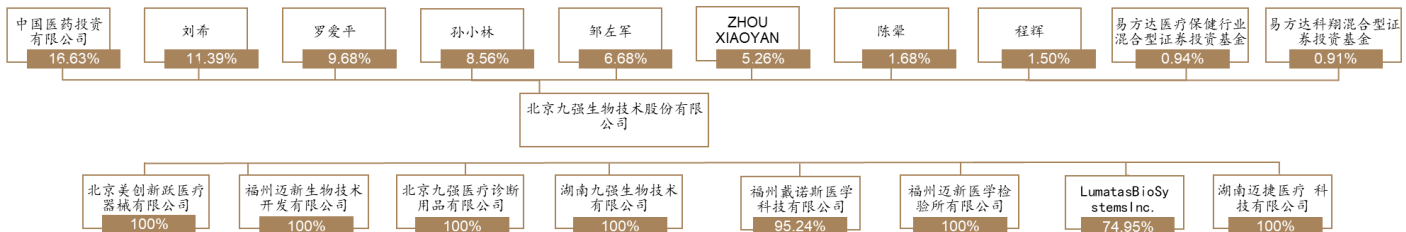


资料来源：九强生物官网，Wind，德邦研究所

1.2. 公司股权结构稳定，国药入股后引入国企高管

公司股权结构稳定，国药入股打造国家队 IVD 平台。第一大股东中国医药投资有限公司持股 16.63%。九强生物与国药投资于 2020 年共同收购迈新生物 95.55% 股权，九强生物获得 65.55% 股权。2022 年 6 月 30 日九强生物公开发行可转换公司债券用于收购迈新生物 30% 股权，截止 2022 年 12 月 31 日完成对迈新生物的 100% 控股。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，WIND，德邦研究所

备注：股东持股比例情况为截至 2023 年 7 月 10 日数据，控股、参控股子公司情况为截至 2023 年 6 月 30 日数据。

国药入股后引入国企高管，股权激励长期绑定核心员工。公司管理层深耕行业多年，产业经验丰富。2020 年国药入股后，中国医药投资有限公司董事长梁红军先生出任公司副董事长。2023 年 9 月 6 日，公司发布《关于董事会换届选举的公告》，新增迈新生物董事王小亚先生为公司董事会候选人，公司管理层构成持续优化。此外，2023 年公司发布第五期股权激励计划，向 52 名激励对象授予 414.8016 万股限制性股票（占当期总股本 0.70%），设定以 2022 年营业收入为基数，2023-2024 年营业收入增长率分别不低于 10%、20%，持续长期绑定核心员工。

表 1：2023 年 9 月 6 日董事会换届非独立董事候选人情况

姓名	公司职位	主要经历
邹左军	董事长	博士。九强生物创始人之一，现任公司董事长，中国科学院生态环境研究中心理学博士学位。荣获 2016 年度中国体外诊断领军人物，国家发改委、科技部国家重点研发计划等多项课题负责人。
梁红军	副董事长	2019 年 1 月至 2022 年 11 月任中国医药投资有限公司董事、总经理、党委书记。现任中国医药投资有限公司董事长、党委书记。
刘希	董事	中国科学院自动化所工学博士学位。2011 年 3 月至今，任本公司董事、总经理。为九强生物创始人之一，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。
罗爱平	董事	悉尼科技大学工商管理硕士学位。曾任职于太平洋世纪资源有限公司，先后担任工程师、总经理。2001 年 3 月至今任本公司董事。
孙小林	董事	首都经贸大学学士学位。2001 年 3 月至今任公司董事。
王小亚	迈新生物董事	1993 年 2 月至今担任福州迈新生物技术开发有限公司董事。

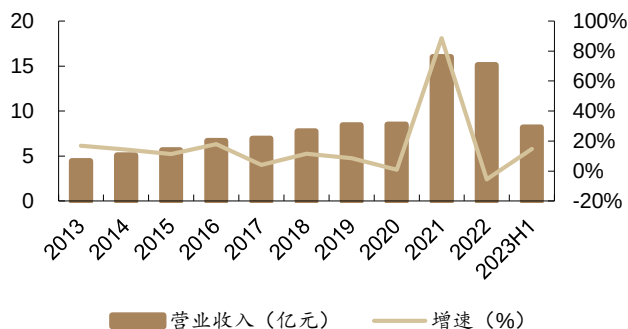
资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

1.3. 国药赋能进入增长新阶段，病理+血凝打开收入空间

国药赋能公司，营收进入增长新阶段。从 2013 年至 2022 年公司营业收入从 4.45 亿元增长至 15.11 亿元，对应 CAGR 达 14.6%；归母净利润从 1.81 亿元增长至 3.89 亿元，对应 CAGR 达 8.9%。受 2022 年疫情影响，营业收入与净利润有小幅下降。随着疫情影响逐渐减小，2023 年 H1 公司业绩恢复前期增长水平，2023H1 实现营收 8.16 亿元，同比增长 14.65%；归母净利润 2.42 亿元，同比增长 48.34%，未来公司在自主研发的基础上，利用高校、研究机构及国药平台的研发力量，缩短产品的研发周期，持续向市场提供丰富的产品。依托国药集团打造

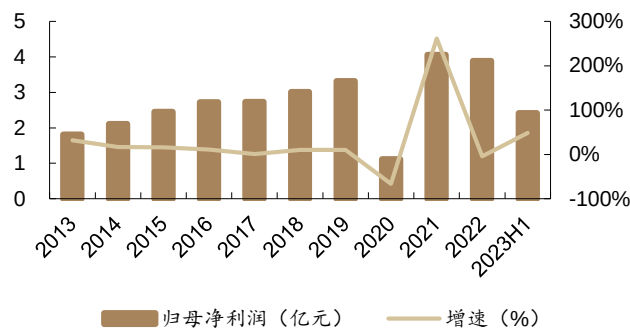
IVD 工业平台增强外延并购发展，公司未来业绩有望继续保持高增长。

图 3：九强生物 2013 年-2023H1 营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司年报，德邦研究所

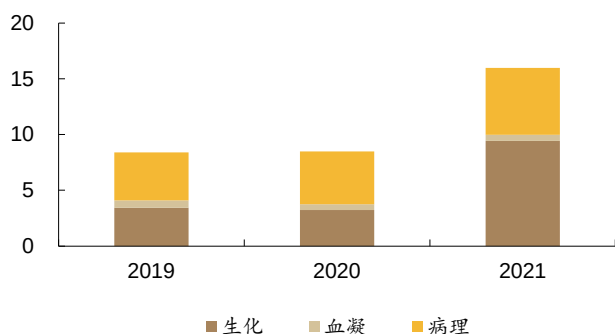
图 4：九强生物 2013 年-2023H1 年归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：公司年报，德邦研究所

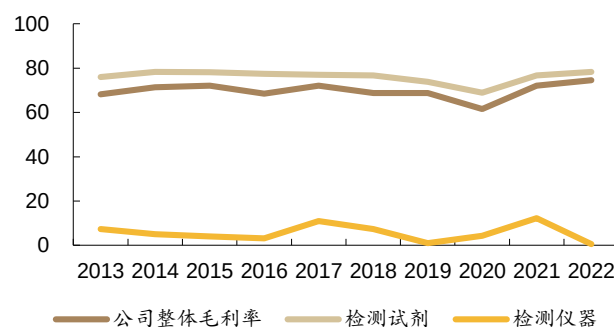
老牌生化业务稳健增长，病理+血凝打开收入空间。九强生物自成立以来深耕 IVD 行业，陆续完成在血凝血型、病理诊断领域的布局。生化试剂类业务是公司营收和利润的重要组成部分。2019 年-2021 年，凭借公司自有品牌“金斯尔”多年的品牌积累，公司生化试剂业务分别贡献营收 3.44 亿元、3.24 亿元、9.43 亿元，占公司营业收入比例 40.9%、38.2%、58.9%，提供稳定营收贡献。自公司收购迈新生物以来，病理业务为公司带来新的增长点，2019 年-2021 年，迈新生物营收分别为 4.32 亿元、4.73 亿元、6.01 亿元，增速分别为 28.68%、9.35%、27.12%。同时，公司整体毛利率与占公司营业收入 90% 以上的检测试剂毛利率均保持在 60% 以上，拥有较强盈利能力。

图 5：公司主要产品营业收入情况（亿元）



资料来源：公司年报，Wind，公司可转债发行募集说明书，德邦研究所

图 6：公司整体毛利率及各产品毛利率（%）



资料来源：公司年报，Wind，德邦研究所

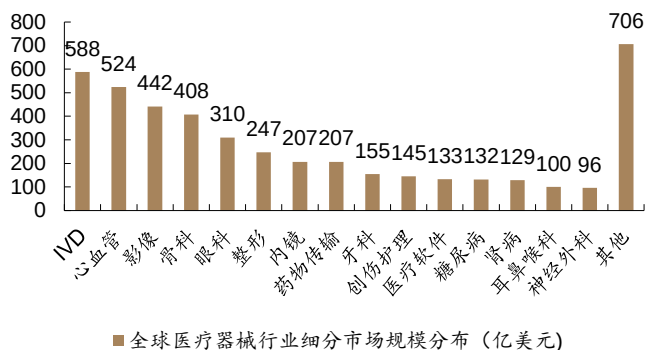
2. 拓展布局 IVD 新业务领域，掌握核心技术奠定强竞争力

2.1. 我国体外诊断市场潜力大，公司形成生化+血凝+病理多维布局

体外诊断为市场规模最大的细分器械板块，大市场规模催生系列海外巨头公司。体外诊断（IVD，In Vitro Diagnosis）是指在体外通过使用诊断试剂、仪器等对人体样本进行检测与校验，而获取临床诊断信息产品、服务的过程，体外诊断结果对临床医疗决策的影响约为 70%。需求刚性下全球体外诊断市场空间广阔，2019 年 IVD 市场规模达 588 亿美元，位列医疗器械各细分市场第一位，催生出西门子医疗、丹纳赫等国际器械巨头。

图 7：2019 年全球医疗器械行业细分市场

图 8：全球医疗器械巨头公司业务及收入规模情况



资料来源：前瞻产业研究院，德邦研究所

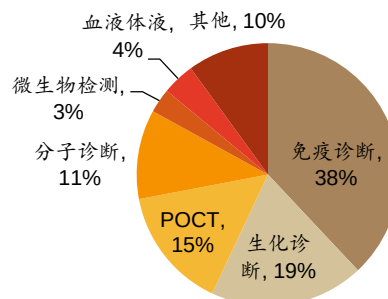
公司名	主营业务领域	2021 年营收/研发费用/员工数
美敦力	高值耗材	301.17 亿美元/24.93 亿美元/90,000
强生	医疗设备业务	229.59 亿美元/21.74 亿美元/----
西门子医疗	影像诊断及 IVD	205.17 亿美元/17.62 亿美元/66,100
飞利浦	医疗设备业务	197.37 亿美元/20.77 亿美元/77,000
丹纳赫	IVD	179.79 亿美元/----/----
麦朗	普耗	175.00 亿美元/----/28,000
GE 医疗	医疗设备业务	170.00 亿美元/8.72 亿美元/47,000
嘉德诺	医疗服务	166.87 亿美元/----/----
依视路陆逊梯卡	眼科	164.49 亿美元/3.27 亿美元/180,000
史赛克	骨科	143.51 亿美元/9.84 亿美元/43,000

资料来源：Medica IDesign&Outsourcing，中商产业研究院整理，德邦研究所

对比海外，我国体外诊断费用占比低，叠加技术成熟度差异，市场潜力巨大。根据华经产业研究院的数据，2020 年美国、日本、西欧、中国人均 IVD 支出金额分别达 62.8、38.3、30、4.6 美元/人，我国体外诊断支出仍低于全球平均水平。在需求刚性及渗透率提升背景下，我国体外诊断市场保持较高增速，根据中商情报网，2021 年我国体外诊断市场规模 1243 亿元，对应 2017-2021 年 CAGR 为 20.4%，其中免疫诊断、生化诊断占据主要市场份额。

图 9：中国 IVD 市场规模及占比情况

图 10：2020 中国体外诊断细分领域市场占比统计



资料来源：中商情报网，德邦研究所

资料来源：华经产业研究院整理，德邦研究所

公司以生化试剂领域为基础，外延持续扩展 IVD 各个领域布局。公司在体外诊断领域已经覆盖生化诊断、血凝检测、血型检测和肿瘤病理检测的研发、生产和销售。在生化领域，已建立起化学法、酶法（含循环酶法）CEDIA、EMIT 等生化研发平台；在血凝检测领域，已建立起基于底物显色法、比浊法的研发平台和其配套的仪器研发、生产平台；在肿瘤病理领域，公司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。生化+血凝+病理多维布局持续助力公司打开收入天花板。

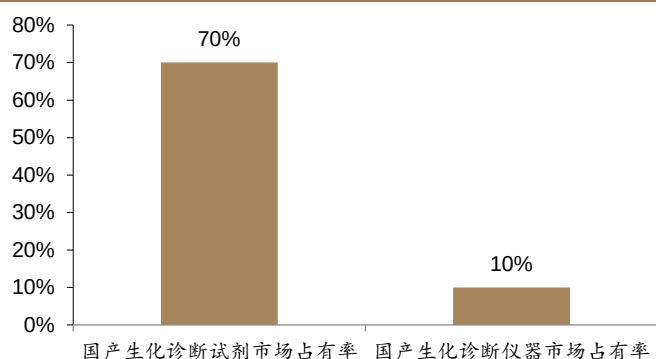
2.2. 生化为公司老牌业务，高端诊断试剂领先

生化诊断起步较早、应用广泛，在我国发展已趋于成熟。生化诊断主要用于血糖、血脂、胆固醇、酶等常规项目的检验。生化诊断是最早实现自动化、最常用的体外诊断方法之一，具有技术成熟，操作简便，分析时间短，检验成本低等特点。我国生化检验领域经过三十余年的发展，整体技术水平已与国际一流比肩。根据《中国体外诊断产业发展蓝皮书》，目前国内临床生化相关的企业已超过 200 家，覆盖百余项生化检测项目。虽然生化诊断部分项目部分被化学发光免

疫诊断替代，但受益于时间和成本优势，生化诊断长期仍有望占据一定市场份额。根据中商情报网的数据，2021 年我国生化诊断市场占据体外诊断 19% 的份额。

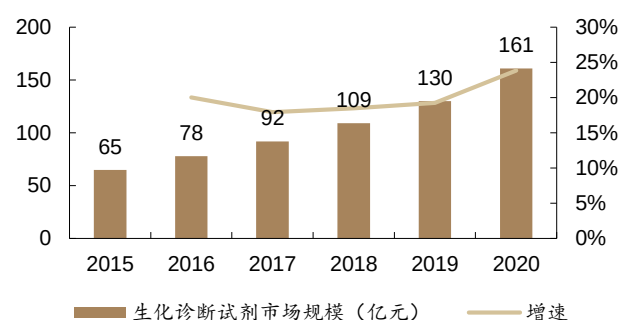
国产厂商凭成本优势抢占生化试剂主要份额，高端检验仪器仍有进口替代空间。试剂为生化诊断市场的主要构成，2020 年我国生化诊断试剂市场规模约为 161 亿元。由于部分生化诊断采用开放式系统，技术壁垒相对较低，目前国产替代水平已经较高，市场竞争激烈。国产厂商已通过成本优势推进国产替代，国产市占率达 70% 左右。在生化仪器方面，由于检验人工成本居高不下，进口品牌凭借流水线高通量、自动化、集成化等优势向三甲医院的快速渗透，占据主要高端市场，国内以迈瑞、科华、迪瑞为代表的国内公司的生化仪器，主要面对中、低端市场，2018 年国产替代率仅为 30%（不含 OEM），由低端市场逐步向高端市场渗透。

图 11：我国生化诊断市场国产化水平



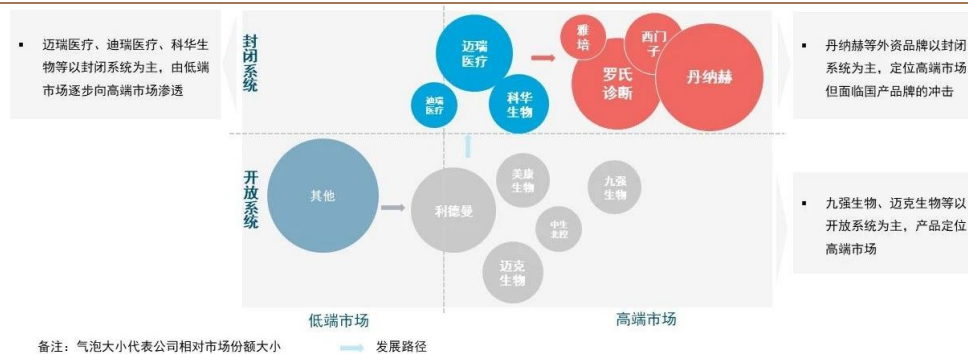
资料来源：前瞻产业研究院，德邦研究所

图 12：我国生化检验试剂市场规模



资料来源：观研天下，德邦研究所

图 13：各公司生化诊断产品属性及市场竞争态势



资料来源：MediiResearch，德邦研究所

公司生化诊断试剂品类齐全，在高级试剂领域处于领先地位，集采中标加速放量。九强生物是我国生化诊断试剂品类最全的生产商之一，高级诊断试剂如胱抑素 C、同型半胱氨酸、小而密低密度脂蛋白胆固醇产品力处于国内领先。公司目前的主要诊断试剂种类包括肝功类、肾功类、血脂类、心肌损伤、特种蛋白和糖代谢类生化指标。2023 年 6 月，由江西省医保局牵头，涵盖河北省、山西省、内蒙古自治区等共 23 省（区、市、兵团）的肝功生化类检测试剂省际联盟集中带量采购落地，九强生物参与的 25 个项目全部中选。加速推动公司产品品牌深入三甲等大型医院，借力成本优势推动产品销售放量。

表 2：九强生物生化诊断领域产品矩阵

		产品													
生化试剂	12 类共 135 个品种	 胆红素 Bilirubin Panel	 总蛋白 Total Protein Panel	 白蛋白 Albumin Panel	 心肌酶 CK-MB Panel	 糖化血红蛋白 HbA1c Panel	 尿酸 Uric Acid Panel	 肌酐 Creatinine Panel	 转氨酶全套 TGP(T) Panel	 脂酶 Lipase Panel	 淀粉酶及脂肪酶 AMY/LIP Panel	 乳酸脱氢酶 LDH Panel	 其他酶 Other Panel	 药物浓度 Drug Monitor Panel	
															
生化诊断仪器	全自动生化仪 G92000														

资料来源：公司官网，德邦研究所

与国际 IVD 公司达成长期战略合作，产品出海优势显著。公司自 2013 年起与雅培、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》，已实现中国企业在 IVD 领域的知识产权输出，国内外体外诊断企业的关系从简单的代理、竞争关系，演变为长期的战略合作伙伴关系。

2.3. 公司掌握血凝核心关键技术，持续高端突破

我国血凝检测常规四项开展率较高，二级医院及以下医疗机构 D-Dimer、FDP 开展率有待提高。凝血检测主要用于评估人体的凝血、纤溶和抗凝等系统功能。凝血检测可为心血管病抗栓用药安全提供指导，还可以进行出血性疾病的诊断。根据《中国心血管健康与疾病报告 2019》，我国心血管病的患病人数高达 3.3 亿；且心血管疾病高居疾病死亡构成的首位，占我国疾病总死亡的 44.74%。我国一级以及一级以下医院开展手术较少，故凝血检测多用于血栓疾病药物监测。据全国体外诊断协会调研结果显示，在临床上开展较为普遍的是常规六项，对于常规凝血四项检测（PT、APTT、TT、FIB）和 D-Dimer，医院的开展率大于 93.75%，部分医院在 FDP 则仅有 33.75%。

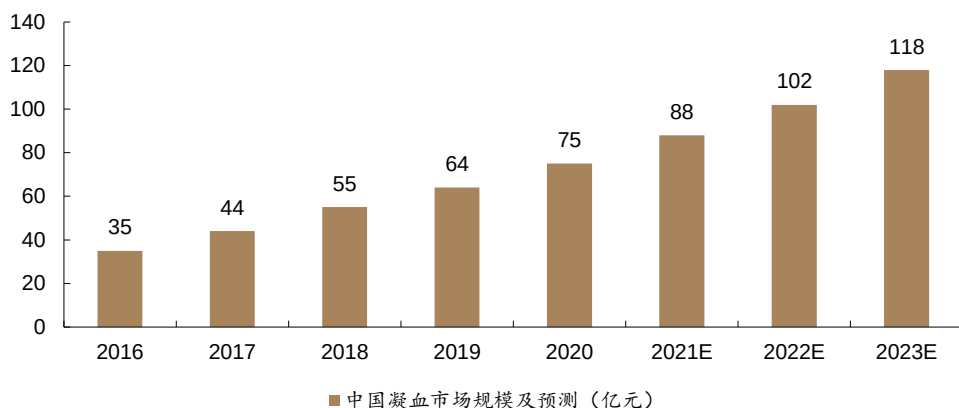
表 3：凝血功能常规六项

项目	检测目的
凝血酶原时间（PT）	测量血液从液态转化为凝固态所需的时间。主要用于评估体外凝血系统（包括凝血因子 I、II、V、VII 和 X）的功能。常用于监测抗凝治疗，如华法林治疗的效果，也用于检查肝脏疾病或维生素 K 缺乏症的患者的凝血功能。
活化部分凝血活酶时间（APTT）	评估体内凝血系统（包括凝血因子 XII、XI、IX、VIII、X、V、II 和 I）功能的检测。主要用于监测肝素类抗凝药物治疗的效果，也用于诊断和评估凝血因子缺乏。
凝血酶时间（TT）	测量血浆中纤维蛋白原转化为纤维蛋白所需的时间。通常用于评估肝素和纤溶疗法的影响，也用于评估纤维蛋白原的功能。
纤维蛋白原（FIB）	检测一种在肝脏中制造的蛋白质，用于形成血凝块。测定纤维蛋白原可以帮助诊断出血性疾病，也可以评估 DIC 和肝炎、肝硬化情况。
D-二聚体（D-Dimer）	D-二聚体是纤维蛋白降解的特异性产物。其浓度的增加通常表示有血栓形成和溶解。主要用于诊断深静脉血栓、肺栓塞，也用于评估 DIC（弥散性血管内凝血）。
纤维蛋白（原）降解产物（FDP）	FDP 是纤维蛋白原或纤维蛋白降解的产物。其浓度的增加通常反映某些恶性肿瘤、肾脏疾病、肝脏疾病存在，同时，在 DIC 诊断上，FDP 被认为是最重要的指标之一。

资料来源：全国体外诊断网，丁香园检验时间公众号，实验医学微信公众号，德邦研究所

中国凝血诊断市场正处于快速发展阶段。根据锐翎资本统计，2019 年中国凝血市场容量大约为 64 亿元，外资企业在该领域具有绝对优势。作为 IVD 行业重要的细分板块，凝血诊断市场 2020 年市场规模约为 75 亿，2016 年-2020 年复合增长率 21%，并有望继续保持 19% 的年增速。

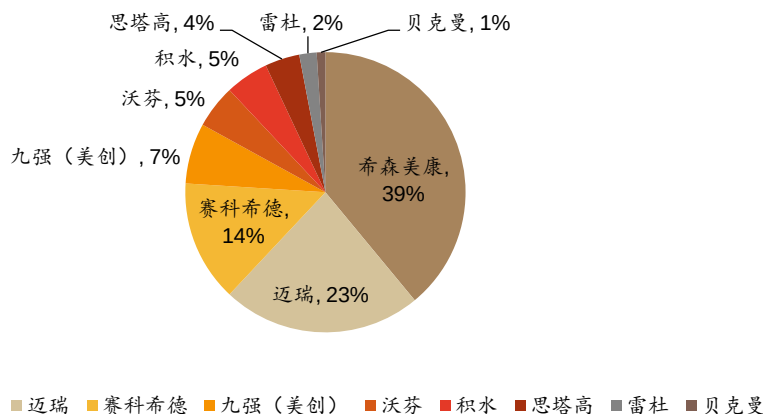
图 14：中国凝血诊断市场规模



资料来源：锐钢资本公众号，德邦研究所

海外品牌占据凝血高端市场，国产品牌凭借成本优势由基层医疗机构向三级医院突破。根据《中国体外诊断产业发展蓝皮书》，国内凝血市场中以外资企业为主，Sysmex、Stago 和 Werfen 三家厂商基本占据了整个凝血市场约 90% 的份额。国内企业市场份额较少，九强生物（美创）、赛科希德、迈瑞医疗（普利生）以及上海太阳为其中的佼佼者。国产品牌主要将二级医院作为主要目标，同时覆盖基层医疗机构、民营医院，并不断向三级医院突破。目前市场上不同类型的凝血仪采用的原理也不同，主流的检测方法包括凝固法、底物显色法、免疫法、乳胶凝集法等。根据全国体外诊断协会的调研，在血凝仪器市场中，使用希森美康仪器医院比例为 39%，使用迈瑞的比例为 23%，其次是赛科希德 14%、九强（美创）7%，凭借质量可靠及成本优势，国产仪器在一定程度上也获得了医院的认可。

图 15：国产医院血凝仪厂家分布情况 (%)



资料来源：中国体外诊断产业发展蓝皮书，德邦研究所

备注：数据加总和为 123%，是部分受访医院使用两种厂家仪器所致

公司血凝诊断试剂、仪器布局全面，加速高端突破。2017 年九强生物收购美创血凝，正式进军血凝市场，2021 年美创新跃实现营业收入 5460 万元。公司血凝产品包含基于底物显色法、比浊法、凝固法的血凝检测试剂研发平台及其配套仪器研发、生产平台，**已实现血凝关键技术的突破**。公司已开发出以 D-Dimer, FDP, AT-III 凝血检测诊断试剂及其配套全自动血凝仪 MDC3500 组成的封闭检测系统，2022 年 3 月高速全自动血凝仪 MDC7500 上市，打开国内高端市场；以 ABO 正反定型卡，抗筛卡为代表的血型检测诊断试剂进一步拓展血型市场。2023

年 6 月，安徽凝血类试剂集采结果公布，美创新跃凝血六项在安徽集采中全部中标，持续论证强产品力。

表 4：九强生物血凝业务产品线

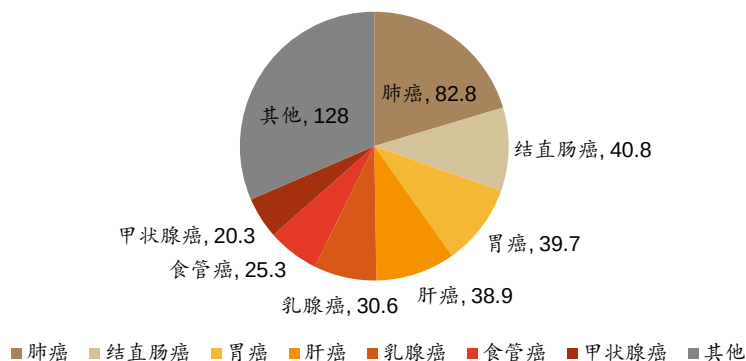
检测项目		数量
血凝试剂	PT	2
	APTT	2
	TT	1
	FIB	1
	FDP	2
	D-Dimer	2
	其他	7
仪器名称		检测项目或优势
血凝仪器	MDC3500	PT、APTT、FIB、TT、D-dimer、FDP、AT-III、PC、PS、肝素、狼疮抗凝物、VWF 因子； 性价比机型 ，80 个样本位、36 个试剂位，LED 冷光源，免维护
	Coatron 1800	PT、APTT、FIB、TT、外源凝血因子（II、V、VII、X）内源凝血因子（VIII、IX、XI、XII）、AT-III、PS、PC 和 D-二聚体、FDP；测试最大处理速度 180 测试/小时
	Coatron 3000	检测项目同上；测试最大处理速度 400 测试/小时、LED 冷光源，无损耗，免维护
	Coatron 5000	高速检测 ，从待机到最快出结果时间为 1 分 55 秒、节省试剂
	MDC7500	D-D、VWF、PIC、FDP、AT-III、抗 Xa、tPAIC、TM、PT、LA、FM、APTT、TT、PC、fPS、F1+2、FIB、PS、TAT 吸样精度：试剂针、样本针 0.5pl 步进；极限位确认：独家监测装置，保障吸样一致性；36 个全包裹保温孵育位，样本间温度偏差小；检测光路利用光纤传递，传输损耗低，有效排除光源通道差，测值稳定；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。47 试剂位，155 大容量样本管理，无限加载，可满足多模块连接，实现大样本量的快速检测。

资料来源：公司官网，体外诊断网，德邦研究所

2.4. 肿瘤诊断需求快速增加，公司病理诊断试剂丰富、质量行业领先

我国肿瘤发病形式严峻，病理诊断需求巨大。病理检查是诊断肿瘤最直观最可靠的方法，根据发展阶段的不同主要分为细胞病理、免疫组化病理和分子病理。2022 年国家癌症中心发布的全国癌症统计数据显示，2016 年全国恶性肿瘤估计新发病例数 406.4 万例（男性 223.4 万例，女性 183.0 万例）。癌症发病种类由高到低排序前五类分别为肺癌、结直肠癌、胃癌、肝癌、乳腺癌。

图 16：2016 年全国肿瘤发病率（万人）



资料来源：National Cancer Center (NCC) of China, 健康商水公众号, 德邦研究所

公司与国药合作收购国内病理诊断龙头，产品实力比肩国际先进水平。2020年九强生物与国药投资合作收购迈新生物 95.55% 股权，并于 2022 年完成对迈新生物的 100% 控股。迈新生物涵盖单克隆抗体和多克隆抗体、CFDA 免疫组化检测试剂盒 IVD、免疫组化检测系统和试剂盒、免疫组化配套试剂、全自动免疫组化染色仪、分子病理学产品共 6 大类产品；成功研发了国内具有完全自主知识产权的全自动免疫组化染色系统 Titan 系列，一抗、二抗等免疫组化试剂产品体系丰富，质量比肩国际先进水平，逐步实现国产替代。

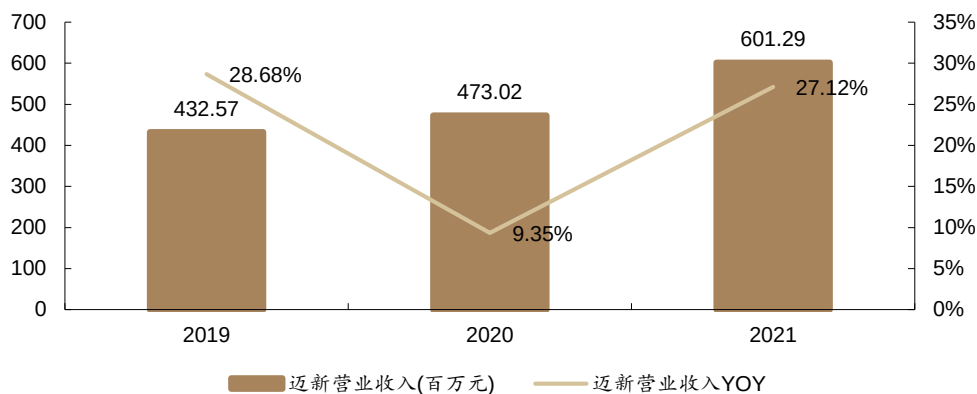
表 5: Titan 系列全自动病理染色仪参数

项目	Titan 技术规格	Titan S 技术规格
最大染色片数	72 张	36 张
最大试剂种类	70 种	42 种
应用范围	IHC、ICC、双染、多染	
工作温度	18-30℃	
运行控制温度	室温-102℃	
主机重量	400KG	200KG
电源要求	220-240V, 16A, 3300W	220-240V, 10A, 1800W
突出优势	通量大, 稳定性好, 性价比高	系统敏感度高, 效率高

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》，德邦研究所

收购后板块营收迅猛增长，积极拓展布局分子病理诊断增添成长动能。随着迈新生物的收购完成，公司实现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的产品线，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。2019 年-2021 年，迈新生物营收分别为 4.32 亿元、4.73 亿元、6.01 亿元，为公司总体收入规模持续贡献增长动力。当前，公司正积极向分子病理诊断领域拓展并探索多元化服务和技术路线、推进病理产品的海外销售，病理诊断业务有望持续成为公司强劲增长点。

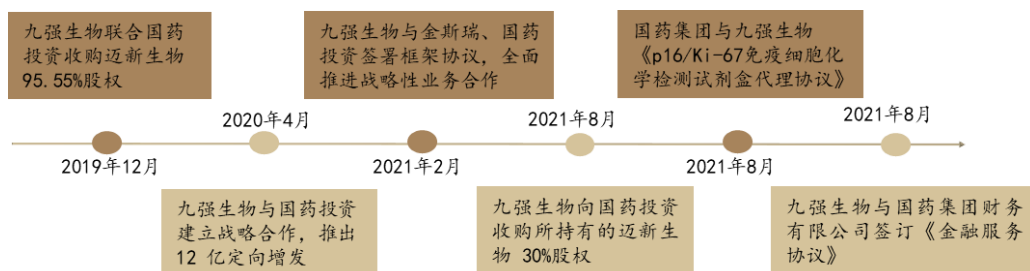
图 17: 2019 年至 2021 年迈新生物的营业收入及增速情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

3. 国药赋能业务拓宽+产品出海，助力步入发展新篇章

公司与国药投资合作始于 2019 年，携手打造国内领先的 IVD 平台。国药集团作为我国最大的医药行业集团之一，主营业务覆盖了医药产业链的各个环节，包括药品的研发、制造、销售，以及提供相关服务。从创新药物研发、生物药物、化学药物、中药，到医疗设备和仪器的生产和销售，到亚洲领先的分销配送供应链与物流服务。国药集团具有强大的科研创新能力，拥有共计 37 个国家级科技创新平台，包括国家重点实验室、国家创新型企业、国家工程技术研究中心、国家工程实验室，以及行业领先的 P3 高级别生物安全实验室和生产基地等国际级科研机构。2019 年 12 月九强生物以 13.90 元/股的价格向国药投资增发 8633 万股（占发行后总股本 14.68%），引进国药投资作为战略投资者。向国药投资发行不超过 12 亿元，主要用于补充公司流动资金，为公司收购迈新



资料来源：WIND，公司公告，金斯瑞官微，迈新生物官网，德邦研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

核心假设：

1) 仪器：公司在巩固生化产线传统优势下，拓展布局血凝、病理市场，新推出高速全自动血凝仪 MDC7500 打开国内高端市场。我们认为未来随着国药入驻管理与渠道赋能，有望将技术优势快速转化为市场优势，加速高端市场渗透，预计未来三年公司仪器类产品的

其他业务	0.9	0.9	1.0	2.9	4.0	5.6	7.9
YOY	0%	1%	14%	188%	40%	40%	40%
毛利率	0%	0%	0%	9982%	50%	50%	50%
收入占比	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所预测

4.2. 投资建议

公司以生化起家，国药赋能下业务拓宽+产品出海打开成长天花板。我们选取体外诊断同行业公司迈瑞医疗、新产业、安图生物作为可比公司估值，考虑到国药入主后公司有望迎来加速发展阶段，具备较高的潜力空间，给予公司一定的估值溢价。我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 17.9/21.4/25.7 亿元，同比增长 18%、20%、20%；归母净利润分别为 5.2/6.6/8.1 亿元，同比增长 32.5%、27.8%、23.6%；对应 PE 为 23、18、14 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值

</

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.67	0.88	1.12	1.38
每股净资产	5.56	6.29	7.31	8.56
每股经营现金流	0.67	0.56	0.71	0.91
每股股利	0.10	0.10	0.13	0.15
价值评估(倍)				
P/E	24.43	22.84	17.87	14.46
P/B	2.95	3.18	2.74	2.34
P/S	7.80	6.56	5.47	4.56
EV/EBITDA	19.05	18.52	14.62	11.50
股息率%	0.6%	0.5%	0.6%	0.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	7			

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2.
