

公司研究

25年计提减值业绩筑底，26Q1经营拐点已现

——九强生物（300406.SZ）2025年年报及2026年一季度报点评

要点

事件：公司发布2025年年度报告及2026年第一季度报告。2025年公司实现营业收入13.56亿元，同比减少18.29%；实现归母净利润1.90亿元，同比大幅减少64.73%；扣非归母净利润1.86亿元，同比减少64.64%。2026年第一季度，公司实现营业收入3.35亿元，同比增长4.69%；归母净利润1.06亿元，同比增长26.84%；扣非归母净利润1.03亿元，同比增长25.12%。

点评：

25年计提大额商誉减值，业绩短期见底：2025年公司业绩大幅下滑，主要受两方面因素影响：1) 行业政策冲击：体外诊断行业受集采、DRG/DIP支付改革及检验结果互认等政策影响，“量价齐跌”，公司营业收入同比下降18.29%。2) 大额商誉减值：出于谨慎性原则，公司对子公司美创公司计提商誉减值准备1.75亿元，对归母净利润影响巨大。若剔除该影响，2025年归母净利润约为3.65亿元，较上年同期下降32.26%。2026年第一季度，公司营收重回增长通道（+4.69%），归母净利润更是实现了26.84%的高速增长。利润增速显著高于收入增速，盈利能力明显修复。

病理业务稳健，国际化与AI布局打开成长空间：核心子公司迈新生物作为公司主要的利润来源，2025年实现营业收入7.60亿元，净利润3.60亿元，展现了病理诊断业务的强韧性与高盈利能力。国际化方面，迈新生物深入实施国际化战略，Titan系列全自动免疫组化染色仪已在欧美市场实现装机，海外业务取得实质性进展。AI布局方面，公司研发的“前列腺癌智能病理辅助诊断软件”入围工信部和国家药监局的“揭榜挂帅”项目，病理AI与现有产品的融合应用有望构筑公司新的护城河。

产品管线持续丰富，研发投入维持高位：2025年公司研发投入1.82亿元，占营业收入比例达13.41%。高研发投入下，公司产品注册证数量从2024年末的379个增长至2025年末的425个，新增凝血、发光、病理等多款仪器与试剂产品，产品矩阵持续完善。

盈利预测、估值与评级：考虑到生化集采全面推进对公司的生化业务带来的业绩压力，我们下调公司2026-2027年归母净利润至4.01/5.10亿元（原预测为6.25/7.42亿元），并引入28年归母净利润预测值6.09亿元，现价对应PE为19/15/12倍。虽然公司短期业绩承压，但长期看好公司病理+AI以及病理国际化战略，维持公司“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。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,659	1,356	1,456	1,626	1,849
营业收入增长率	-4.75%	-18.29%	7.41%	11.65%	13.75%
净利润(百万元)	533	190	401	510	609
净利润增长率	1.70%	-64.35%	111.07%	27.27%	19.30%
EPS(元)	0.91	0.32	0.68	0.87	1.04
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.87%	5.01%	11.50%	14.19%	16.48%
P/E	14	39	19	15	12
P/B	1.8	2.0	2.1	2.1	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2026-04-27。公司24年末股本数分别为5.88亿股，2025年7月因回购注销，总股本变为5.86亿股，假设26-28年股本数为5.86亿股

买入（维持）

当前价：12.68元

作者

分析师：黎一江

执业证书编号：S0930522110001

010-57378028

liyijiang@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.86
总市值(亿元)	74.34
一年最低/最高(元)	11.34/16.05
近3月换手率	61.02%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.31	-12.23	-30.87
绝对	3.62	-11.38	-5.05

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,659	1,356	1,456	1,626	1,849
营业成本	357	280	314	354	375
折旧和摊销	69	70	76	86	99
税金及附加	15	19	12	13	15
销售费用	314	271	291	309	333
管理费用	144	138	131	130	148
研发费用	189	182	189	179	203
财务费用	38	41	35	45	50
投资收益	10	12	13	14	15
营业利润	624	236	498	634	756
利润总额	621	236	498	633	755
所得税	90	46	96	122	146
净利润	531	191	401	511	609
少数股东损益	-1	1	1	0	0
归属母公司净利润	533	190	401	510	609
EPS(元)	0.91	0.32	0.68	0.87	1.04

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	614	565	453	473	570
净利润	533	190	401	510	609
折旧摊销	69	70	76	86	99
净营运资金增加	-42	108	75	204	240
其他	54	197	-98	-327	-377
投资活动产生现金流	-19	-475	-112	-95	-125
净资本支出	-67	-39	-79	-107	-137
长期投资变化	29	61	0	0	0
其他资产变化	19	-497	-33	12	12
融资活动现金流	-176	-681	-444	-326	-378
股本变化	0	-2	0	0	0
债务净变化	32	-89	294	121	185
无息负债变化	-44	-83	14	15	12
净现金流	419	-591	-103	51	67

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	78.5%	79.3%	78.4%	78.2%	79.7%
EBITDA 率	44.4%	53.6%	41.9%	45.7%	48.3%
EBIT 率	40.1%	48.4%	36.6%	40.4%	42.9%
税前净利润率	37.4%	17.4%	34.2%	38.9%	40.8%
归母净利润率	32.1%	14.0%	27.5%	31.4%	32.9%
ROA	9.5%	3.8%	7.9%	9.6%	10.9%
ROE (摊薄)	12.9%	5.0%	11.5%	14.2%	16.5%
经营性 ROIC	12.2%	11.5%	9.1%	10.7%	12.2%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	26%	25%	31%	32%	34%
流动比率	9.28	12.84	4.49	3.85	1.40
速动比率	8.49	11.75	4.09	3.50	1.28
归母权益/有息债务	3.56	3.53	2.55	2.41	2.21
有形资产/有息债务	3.26	3.22	2.53	2.49	2.39

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	5,575	5,052	5,057	5,302	5,597
货币资金	1,043	540	437	488	555
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,077	1,010	1,067	1,203	1,368
应收票据	35	22	30	34	38
其他应收款 (合计)	14	10	11	12	14
存货	221	187	188	213	225
其他流动资产	9	56	40	40	40
流动资产合计	2,581	2,200	2,158	2,378	2,631
其他权益工具	30	30	30	30	30
长期股权投资	29	61	61	61	61
固定资产	575	540	538	555	589
在建工程	0	0	4	8	13
无形资产	57	56	59	59	59
商誉	1,673	1,498	1,498	1,498	1,498
其他非流动资产	542	590	630	630	630
非流动资产合计	2,994	2,853	2,899	2,924	2,966
总负债	1,442	1,270	1,577	1,712	1,909
短期借款	0	0	286	407	1,655
应付账款	68	52	41	46	49
应付票据	1	0	0	0	0
预收账款	7	4	7	8	9
其他流动负债	8	10	10	11	12
流动负债合计	278	171	481	618	1,880
长期借款	94	0	0	0	0
应付债券	1,030	1,064	1,064	1,064	0
其他非流动负债	28	24	25	24	23
非流动负债合计	1,164	1,098	1,096	1,094	29
股东权益	4,133	3,783	3,481	3,590	3,688
股本	588	586	586	586	586
公积金	677	642	642	642	642
未分配利润	2,790	2,468	2,165	2,274	2,372
归属母公司权益	4,138	3,788	3,485	3,594	3,692
少数股东权益	-6	-5	-5	-4	-4

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	18.94%	20.02%	20.00%	19.00%	18.00%
管理费用率	8.65%	10.15%	9.00%	8.00%	8.00%
财务费用率	2.28%	3.00%	2.42%	2.77%	2.73%
研发费用率	11.36%	13.41%	13.00%	11.00%	11.00%
所得税率	14%	19%	19%	19%	19%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.40	1.20	0.68	0.87	1.04
每股经营现金流	1.04	0.96	0.77	0.81	0.97
每股净资产	7.03	6.46	5.94	6.13	6.30
每股销售收入	2.82	2.31	2.48	2.77	3.15

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	14	39	19	15	12
PB	1.8	2.0	2.1	2.1	2.0
EV/EBITDA	10.9	11.4	14.3	11.9	10.1
股息率	3.2%	9.5%	5.4%	6.9%	8.2%

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 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 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曾与，不与，也将不会与本报告中的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”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。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

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 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
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼