

九强生物 (300406.SZ) / 医疗器械

证券研究报告/公司点评

2022年04月27日

评级: 买入(维持)

市场价格: 13.64

分析师: 谢木青

执业证书编号: S0740518010004

电话: 021-20315895

Email: xiemq@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

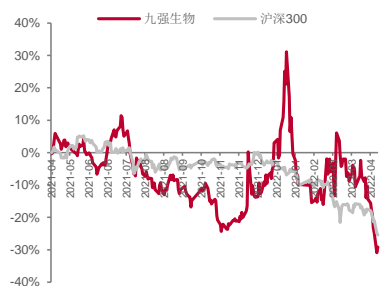
指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	848	1,599	1,877	2,331	2,835
增长率 yoy%	1%	89%	17%	24%	22%
净利润(百万元)	112	406	541	699	873
增长率 yoy%	-66%	261%	33%	29%	25%
每股收益(元)	0.19	0.69	0.92	1.19	1.48
每股现金流量	0.21	0.58	0.74	0.77	1.01
净资产收益率	3%	14%	17%	19%	19%
P/E	71.6	19.8	14.8	11.5	9.2
P/B	2.5	2.8	2.4	2.1	1.7

注: 股价信息截止至 2022 年 4 月 26 日

基本状况

总股本(百万股)	589
流通股本(百万股)	333
市价(元)	13.64
市值(百万元)	8,034
流通市值(百万元)	4,545

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 九强生物(300406.SZ): 业绩符合预期, 生化血凝持续加速, 免疫组化贡献高增长
- 2 九强生物(300406.SZ): 业绩符合预期, 生化血凝增长加速, 病理高景气持续
- 3 九强生物(300406.SZ): 短期疫情影响业绩承压, 战投+高景气病理产品带来持续成长性

投资要点

- **事件:** 公司 2021 年实现营业收入 15.99 亿元, 同比增长 88.58%, 归母净利润 4.06 亿元, 同比增长 261.29%, 扣非净利润 3.97 亿元, 同比增长 230.46%; 2022Q1 实现营业收入 3.73 亿元, 同比下降 0.29%, 归母净利润 9811 万元, 同比下降 12.53%, 扣非净利润 9656 万元, 同比下降 12.23%
- **业绩低于预期, 疫情反复影响短期业绩增长。** 2021 年公司收入利润均实现高速增长, 主要是迈新生物并表带来规模的大幅提升, 剔除迈新并表后, 我们预计公司原有生化血凝业务收入同比增长超过 40%, 较 2019 年实现近 10% 的复合增长。2021Q4 单季度公司实现营业收入 3.81 亿元, 同比增长 18.76%, 归母净利润 9492 万元, 同比增长 285.23%, 扣非净利润 9656 万元, 同比增长 202.79%, 持续高增长主要是公司于 21Q4 进一步扩大迈新持股比例带来并表范围扩大, 单季度剔除迈新并表后, 传统生化血凝业务预计同比增长近 30%, 较前三季度增速放缓, 主要是受局部地区疫情负面影响。22Q1 收入利润规模同比下降主要是由于国内疫情持续加剧进一步影响终端诊疗人次, 我们预计未来随着疫情缓和, 在高景气病理业务占比持续提升下, 公司有望加速增长。
- **国药战略合作有望持续拉动生化市占率提升, 血凝产品进入放量期。** 公司自 2020 年引入国药为公司第一大股东, 持续推进与各地与国药的合作, 强化公司营销渠道, 2021 年公司试剂业务实现收入 14.76 亿元, 同比增长 97.10%, 剔除迈新并表后, 常规业务增速较往年有显著提升, 公司生化产品市占率有望持续提升; 此外公司血凝业务已完成整合, 22Q1 在疫情严峻下, 我们预计依然实现超过 35% 的快速增长, 全年有望延续放量趋势。
- **迈新免疫组化业务在刚性需求下有望持续高景气。** 2021 年迈新生物实现收入 6.01 亿元, 净利润 2.45 亿元 (业绩承诺净利润 2 亿元), 公司已于 2021 年 10 月完成对迈新 30% 少数股权的收购, 并表范围进一步扩大。22Q1 疫情对迈新物流情况产生负面影响, 我们预计收入增速约 10+%, 考虑到免疫组化主要面向肿瘤患者, 需求刚性, 随着疫情管控调整, 未来有望加速恢复。
- **盈利预测与估值:** 根据公司年报、季报数据, 结合目前疫情进展, 我们调整盈利预测, 预计 2022-2024 年公司收入 18.77、23.31、28.35 亿元, 同比增长 17%、24%、22%, 归母净利润 5.41、6.99、8.73 亿元, 同比增长 33%、29%、25% (22-23 年调整前为 6.29、7.90 亿元), 对应 EPS 为 0.92、1.19、1.48 元。考虑到公司生化、血凝业务趋势向上, 病理赛道持续高景气, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 海外合作不达预期, 新产品市场推广不达预期。

内容目录

业绩低于预期，疫情反复影响短期业绩增长.....	- 3 -
国药合作加速生化血凝业务发展，免疫组化持续高景气.....	- 5 -
风险提示.....	- 5 -

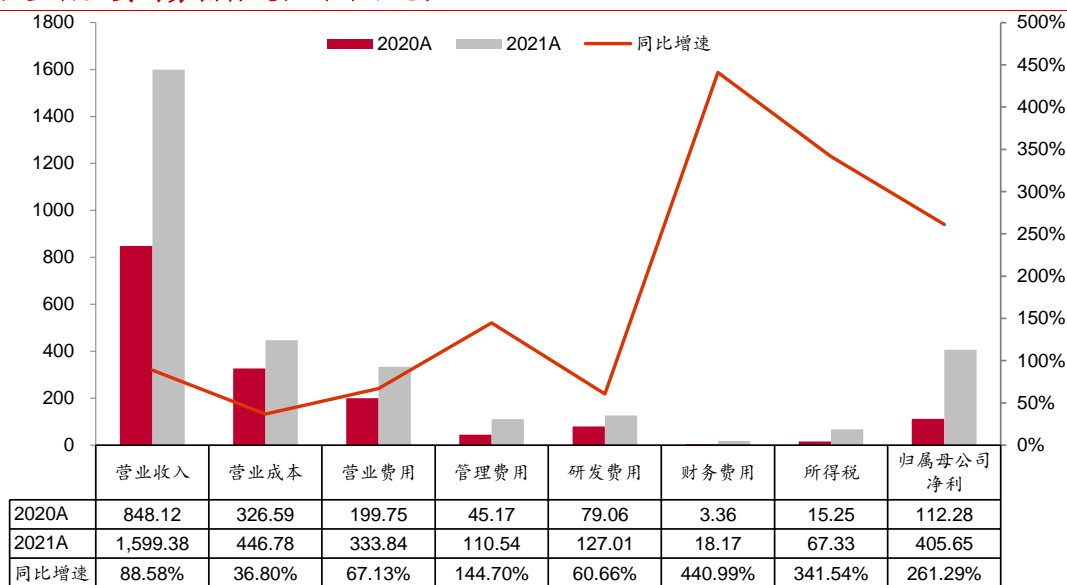
图表目录

图表 1: 九强生物主要财务指标变化 (百万元)	- 3 -
图表 2: 九强生物营业收入增长情况.....	- 3 -
图表 3: 九强生物归母净利润情况.....	- 3 -
图表 2: 期间费用率显著下降.....	- 4 -
图表 3: 综合毛利率逐步回升.....	- 4 -
图表 4: 九强生物分季度财务数据 (百万元)	- 4 -
图表 5: 九强生物分季度营业收入变化.....	- 5 -
图表 6: 九强生物分季度归母净利润变化.....	- 5 -
图表 7: 试剂收入增速变化 (百万元)	- 5 -
图表 8: 仪器收入增速变化 (百万元)	- 5 -
图表 9: 九强生物财务模型预测.....	- 7 -

业绩低于预期，疫情反复影响短期业绩增长

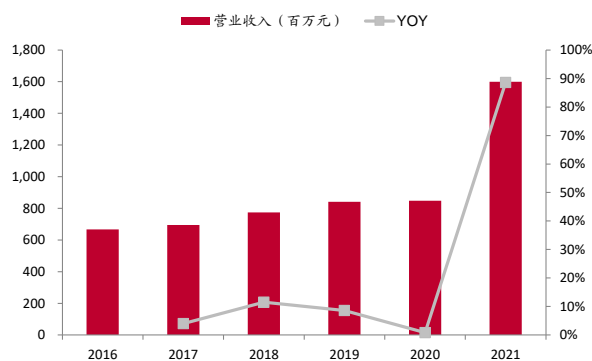
- 2021年实现营业收入15.99亿元，同比增长88.58%，归母净利润4.06亿元，同比增长261.29%，扣非净利润3.97亿元，同比增长230.46%。2021年公司收入利润均实现高速增长，主要是迈新生物并表带来规模的大幅提升，剔除迈新并表后，我们预计公司原有生化血凝业务收入同比增长超过40%，较2019年实现近10%的复合增长。
- 分业务来看，公司实现试剂收入14.76亿元，同比增长97.10%，实现仪器收1.12万元，同比增长16.10%

图表1：九强生物主要财务指标变化（百万元）



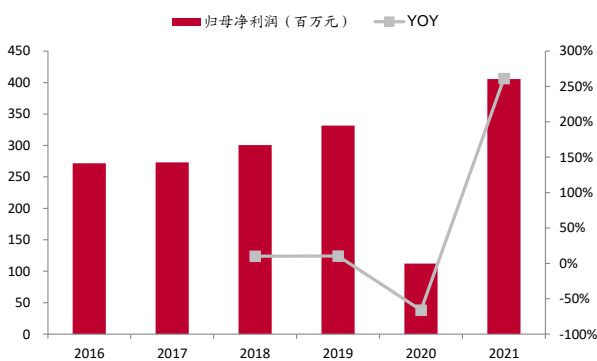
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表2：九强生物营业收入增长情况



来源：wind，中泰证券研究所

图表3：九强生物归母净利润情况

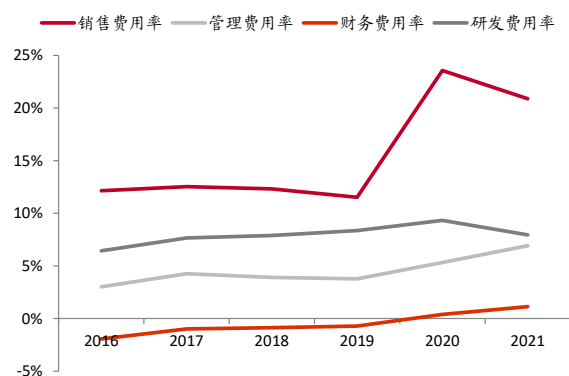


来源：wind，中泰证券研究所

- 疫情后销售规模回升+迈新并表，盈利能力逐步回升。2021年公司销售费用率为20.87%，比去年同期下降2.68pp；管理费用率为6.91%，比去年同期提升1.59pp，研发费用率7.94%，同比下降1.38pp，财务费用率1.14%，同比提升0.74pp；试剂销售回暖后带来单位成本下降，同时高毛利率的病理试剂占比提升，带来试剂毛利率76.66%，同比提升7.78pp，综合毛利率72.07%，同比提升10.57pp，公司净利率29.36%，

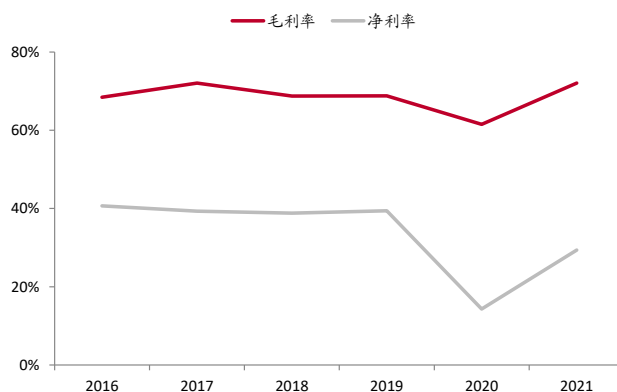
同比提升 15.02pp，逐渐向疫情前回升。

图表 4：期间费用率显著下降



来源：wind，中泰证券研究所

图表 5：综合毛利率逐步回升



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 分季度来看：2021Q4 单季度公司实现营业收入 3.81 亿元，同比增长 18.76%，归母净利润 9492 万元，同比增长 285.23%，扣非净利润 9656 万元，同比增长 202.79%，持续高增长主要是公司于 21Q4 进一步扩大迈新持股比例带来并表范围扩大，单季度剔除迈新并表后，传统生化凝血业务预计同比增长近 30%，较前三季度增速放缓，主要是受局部地区疫情负面影响。2022Q1 实现营业收入 3.73 亿元，同比下降 0.29%，归母净利润 9811 万元，同比下降 12.53%，扣非净利润 9656 万元，同比下降 12.23%。22Q1 收入利润规模同比下降主要是由于国内疫情持续加剧进一步影响终端诊疗人次，我们预计未来随着疫情缓和，在高景气病理业务占比持续提升下，公司有望加速增长。

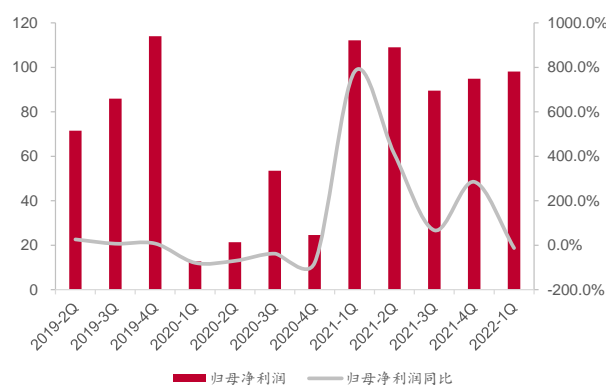
图表 6：九强生物分季度财务数据 (百万元)

	2019-2Q	2019-3Q	2019-4Q	2020-1Q	2020-2Q	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q
营业收入	182.06	216.98	269.59	112.70	152.61	261.68	321.14	373.68	434.13	410.18	381.39	372.58
营收同比增长	2.35%	13.43%	11.49%	-34.57%	-16.18%	20.60%	19.12%	231.57%	184.47%	56.75%	18.76%	-0.29%
营收环比增长		19.18%	24.25%	-58.20%	35.41%	71.47%	22.72%	16.36%	16.18%	-5.52%	-7.02%	-2.31%
营业成本	54.48	73.58	81.45	43.87	68.62	94.98	119.12	111.96	121.94	107.98	104.91	109.28
营业费用	23.50	24.97	27.66	23.19	26.20	53.30	97.05	53.48	87.60	111.53	81.23	72.24
管理费用	8.62	6.93	8.16	7.29	10.76	14.75	12.37	26.45	29.36	31.27	23.45	30.25
财务费用	16.04	14.92	21.52	16.93	18.18	20.70	23.24	25.61	30.45	31.46	39.5	31.48
营业利润	83.57	101.19	122.12	20.57	27.06	75.42	29.99	154.32	146.28	125.81	109.46	116.95
利润总额	83.58	101.10	126.31	15.35	26.58	75.33	19.67	154.61	147.23	125.64	109.51	116.82
所得税	12.05	15.18	12.34	2.61	5.16	18.45	-10.97	20.25	19.26	18.7	9.13	16.52
归母净利润	71.53	85.91	113.97	12.74	21.41	53.49	24.64	112.16	109.02	89.55	94.92	98.11
归母净利润同比	26.31%	7.01%	7.67%	-78.85%	-70.07%	-37.74%	-78.38%	780.38%	409.20%	67.41%	285.23%	-12.53%

来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 7: 九强生物分季度营业收入变化

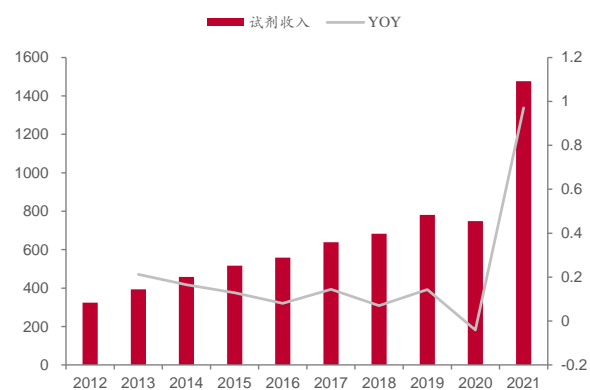

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 九强生物分季度归母净利润变化


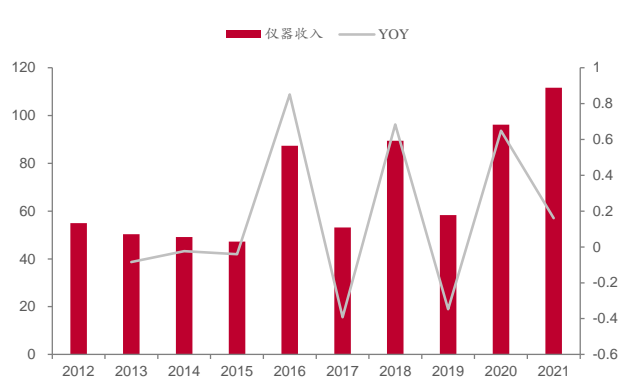
来源: wind, 中泰证券研究所

国药合作加速生化血凝业务发展, 免疫组化持续高景气

- **国药战略合作有望持续拉动生化市占率提升, 血凝产品进入放量期。**公司自 2020 年引入国药为公司第一大股东, 持续推进与各地与国药的战略合作, 强化公司营销渠道, 2021 年公司试剂业务实现收入 14.76 亿元, 同比增长 97.10%, 剔除迈新并表后, 常规业务增速较往年有显著提升, 公司生化产品市占率有望持续提升; 此外公司血凝业务已完成整合, 22Q1 在疫情严峻下, 我们预计依然实现超过 35% 的快速增长, 全年有望延续放量趋势。

图表 9: 试剂收入增速变化 (百万元)


来源: 公司年报, 中泰证券研究所

图表 10: 仪器收入增速变化 (百万元)


来源: 公司年报, 中泰证券研究所

- **迈新免疫组化业务在刚性需求下有望持续高景气。**2021 年迈新生物实现收入 6.01 亿元, 净利润 2.45 亿元 (业绩承诺净利润 2 亿元), 公司已于 2021 年 10 月完成对迈新 30% 少数股权的收购, 并表范围进一步扩大。22Q1 疫情对迈新物流情况产生负面影响, 我们预计收入增速约 10+%, 考虑到免疫组化主要面向肿瘤患者, 需求刚性, 随着疫情管控调整, 未来有望加速恢复。

风险提示

- **海外合作不达预期风险。**公司与雅培合作重点收益在于未来十年雅培在

海外市场的销售分成，鉴于雅培在生化诊断领域影响力受其他国际品牌竞争影响，可能出现销售不达预期的情况。与罗氏合作期仅为两年，两年内如果罗氏自己拿到试剂产品注册证，以罗氏在诊断原料上的技术成本优势，可能存在不续签的情况，对未来公司收益产生影响。

- **新产品市场推广不达预期风险。**公司多项新产品需要挑战现有检测习惯，对医院原来的利益链带来影响，可能存在市场推广受阻情况，很大程度影响公司未来营收水平。

图表 11: 九强生物财务模型预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	383	563	699	851	营业收入	1,599	1,877	2,331	2,835
应收票据	32	37	46	56	营业成本	447	523	660	800
应收账款	917	1,075	1,322	1,593	税金及附加	13	15	19	23
预付账款	41	47	58	68	销售费用	334	394	485	581
存货	252	288	356	424	管理费用	111	116	128	150
合同资产	0	0	0	0	研发费用	127	150	187	227
其他流动资产	117	146	176	217	财务费用	18	31	22	17
流动资产合计	1,741	2,156	2,658	3,210	信用减值损失	-33	-35	-36	-38
其他长期投资	33	19	23	28	资产减值损失	-2	-2	-2	-2
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	344	324	317	310	投资收益	12	12	12	12
在建工程	20	33	48	63	其他收益	9	9	9	9
无形资产	74	81	88	94	营业利润	536	630	814	1,017
其他非流动资产	2,108	2,108	2,109	2,110	营业外收入	2	3	2	3
非流动资产合计	2,579	2,566	2,585	2,606	营业外支出	1	1	1	1
资产合计	4,320	4,722	5,243	5,815	利润总额	537	632	815	1,019
短期借款	163	708	806	672	所得税	67	80	102	128
应付票据	0	0	0	0	净利润	470	552	713	891
应付账款	47	63	76	88	少数股东损益	64	11	14	18
预收款项	1	0	0	0	归属母公司净利润	406	541	699	873
合同负债	19	22	27	33	NOPLAT	486	580	732	906
其他应付款	76	76	76	76	EPS (按最新股本摊薄)	0.69	0.92	1.19	1.48
一年内到期的非流动负债	194	194	194	194					
其他流动负债	108	112	122	137	主要财务比率				
流动负债合计	608	1,175	1,301	1,201	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	766	366	166	66	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	88.6%	17.3%	24.2%	21.6%
其他非流动负债	32	32	32	32	EBIT增长率	295.7%	19.4%	26.4%	23.7%
非流动负债合计	799	399	199	99	归母公司净利润增长率	261.3%	33.4%	29.1%	25.0%
负债合计	1,406	1,574	1,500	1,299	盈利能力				
归属母公司所有者权益	2,874	3,298	3,879	4,634	毛利率	72.1%	72.1%	71.7%	71.8%
少数股东权益	39	-150	-136	-118	净利率	29.4%	29.4%	30.6%	31.4%
所有者权益合计	2,913	3,148	3,743	4,516	ROE	13.9%	17.2%	18.7%	19.3%
负债和股东权益	4,320	4,722	5,243	5,815	ROIC	29.7%	29.7%	31.1%	32.4%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	32.6%	33.3%	28.6%	22.3%
					债务权益比	39.7%	41.3%	32.0%	21.4%
					流动比率	2.9	1.8	2.0	2.7
					速动比率	2.5	1.6	1.8	2.3
					营运能力				
					总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
					应收账款周转天数	187	191	185	185
					应付账款周转天数	36	38	38	37
					存货周转天数	201	186	176	176
					每股指标(元)				
					每股收益	0.69	0.92	1.19	1.48
					每股经营现金流	0.58	0.74	0.77	1.01
					每股净资产	4.88	5.60	6.59	7.87
					估值比率				
					P/E	20	15	12	9
					P/B	3	2	2	2
					EV/EBITDA	20	17	14	11

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。