

九强生物 (300406.SZ) / 医疗器械

证券研究报告/公司点评

2022年10月28日

评级：买入(维持)

市场价格：18.24

分析师：谢木青

执业证书编号：S0740518010004

电话：021-20315895

Email: xiemq@r.qlzq.com.cn

联系人：于佳喜

Email: yujx@r.qlzq.com.cn

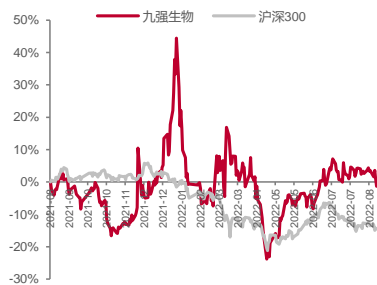
公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	848	1,599	1,626	2,042	2,458
增长率 yoy%	1%	89%	2%	26%	20%
净利润(百万元)	112	406	405	609	771
增长率 yoy%	-66%	261%	0%	50%	27%
每股收益(元)	0.19	0.69	0.69	1.03	1.31
每股现金流量	0.21	0.58	0.89	0.65	0.95
净资产收益率	3%	14%	13%	17%	19%
P/E	95.7	26.5	26.5	17.6	13.9
P/B	3.4	3.7	3.4	2.9	2.5

注：股价信息截止至 2022 年 10 月 27 日

基本状况

总股本(百万股)	589
流通股本(百万股)	334
市价(元)	18.24
市值(百万元)	10,740
流通市值(百万元)	6,101

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

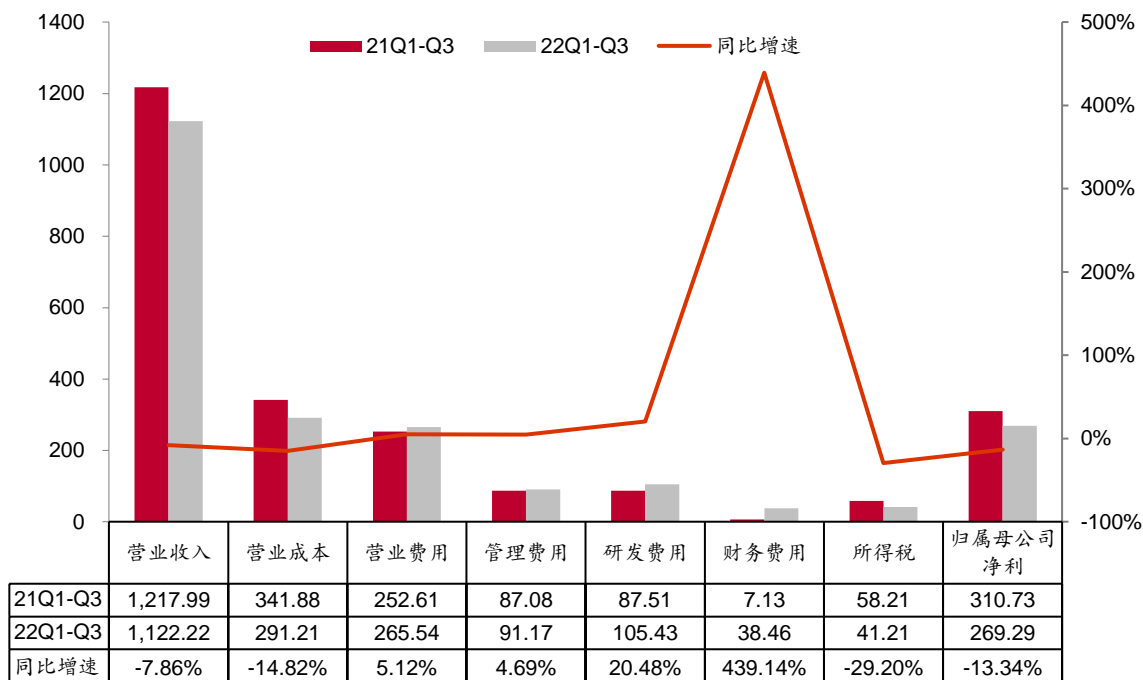
2 九强生物(300406.SZ): 业绩符合预期，生化血凝增长加速，病理高景气持续

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

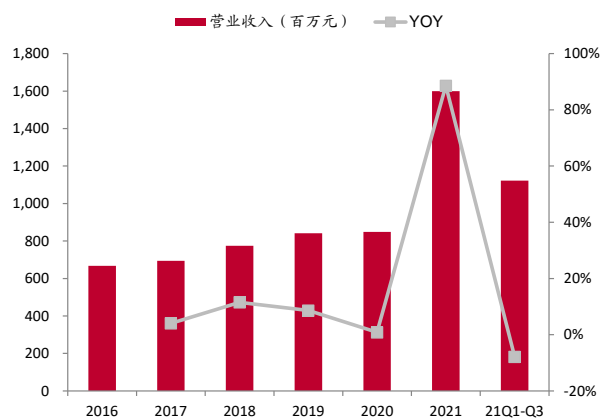
- **事件：公司发布 2022 年三季报，2022Q1-Q3 公司实现营业收入 11.22 亿元，同比下降 7.86%，归母净利润 2.69 亿元，同比下降 13.34%，扣非净利润 2.63 亿元，同比下降 12.60%。**
- **Q3 收入利润增速均已转正，业绩环比持续改善。**2022 年单三季度公司实现营业收入 4.10 亿元，同比增长 0.01%，归母净利润 1.06 亿元，同比增长 18.86%，扣非归母净利润 1.07 亿元，同比增长 26.24%。2022Q3 国内多地疫情屡有反复，公司单季度收入利润仍然实现正增长，环比呈现改善趋势，主要得益于需求相对刚性的病理业务快速放量，预计未来随着新冠形势好转，公司业绩有望迎来加速增长。
- **免疫组化等业务及试剂占比提升拉高毛利率，规模效应减弱、激励费摊销等影响短期盈利能力。**2022Q1-Q3 年公司销售费用率 23.66%，同比提升 2.92pp，管理费用率 8.02%，同比提升 0.88pp，研发费用率 9.40%，同比提升 2.21pp；财务费用率 3.42%，同比提升 2.83pp。公司销售规模有所下降，费用摊薄效应减弱，同时叠加股权激励费、可转债等摊销成本增大，导致期间费用率有所升高，短期盈利能力受到一定影响；2022Q1-Q3 年公司毛利率 74.05%，同比提升 2.12pp，主要得益于高毛利的病理业务占比提升，净利率 24.48%，同比下降 5.84pp。
- **全资控股迈新助力病理业务发展，全自动流水线上市加速血凝业务成长。**近期公司实现了对迈新生物的全资控股，预计有望在其原有业务基础上，实现市场、渠道、研发及管理等方面资源优化配置，持续加速公司病理业务发展；同时公司的 GW series 全自动凝血流水线在 10 月份正式推出，可根据医院科室需求提供个性化流水线搭建方案，未来公司血凝业务有望凭借全新的高性能设备以及丰富全面的项目菜单进入高速增长阶段。
- **盈利预测与估值：根据三季报我们调整盈利预测，预计疫情反复可能影响产品入院销售，预计 2022-2024 年公司收入 16.26、20.42、24.58 亿元，同比增长 2%、26%、20%，调整前 17.36、22.06、26.78 亿元，预计归母净利润 4.05、6.09、7.71 亿元，同比增长 0%、50%、27%，调整前 4.73、6.37、8.06 亿元，对应 EPS 为 0.69、1.03、1.31。考虑公司生化、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，研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

图表 1: 九强生物主要财务指标变化 (百万元)



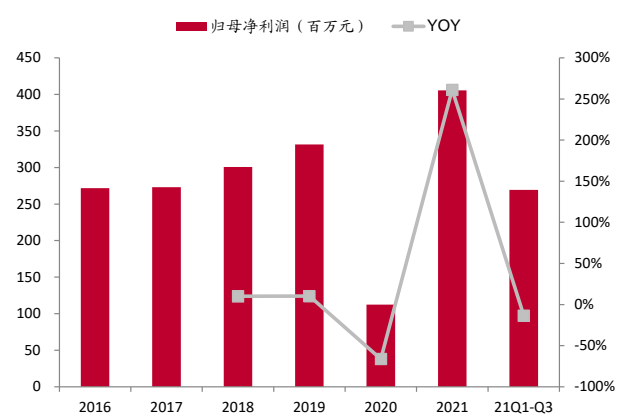
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 九强生物营业收入增长情况

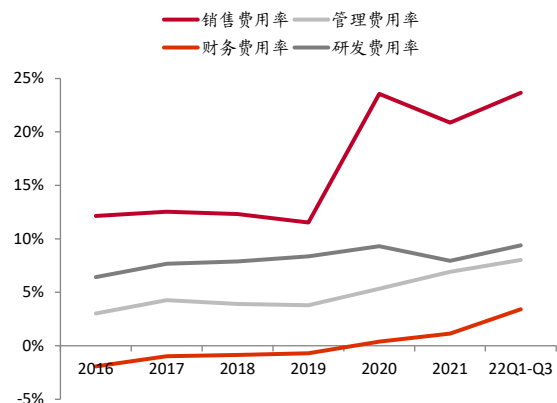


来源: wind, 中泰证券研究所

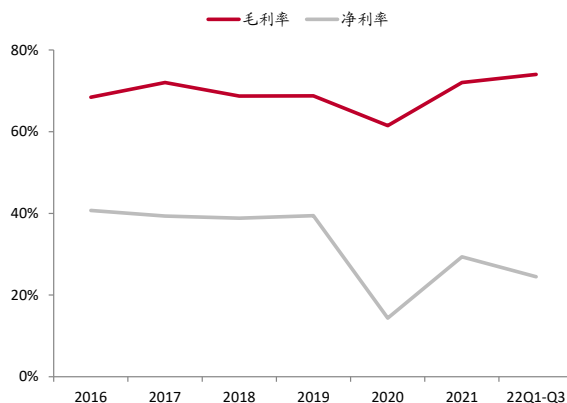
图表 3: 九强生物归母净利润情况



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 九强生物期间费用率变化情况


来源: wind, 中泰证券研究所

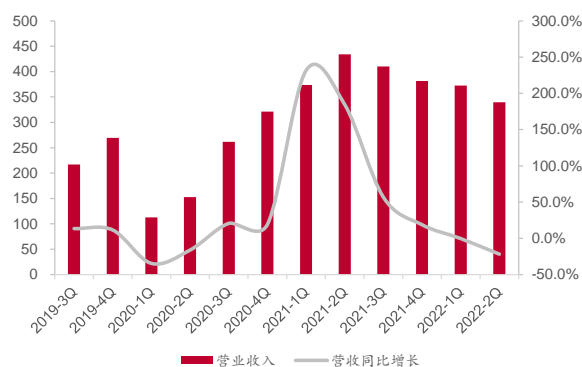
图表 5: 九强生物盈利能力变化情况


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

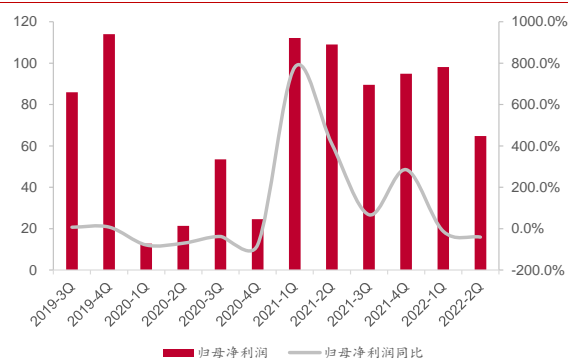
图表 6: 九强生物分季度财务数据 (百万元)

	2019-4Q	2020-1Q	2020-2Q	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q
营业收入	269.59	112.70	152.61	261.68	321.14	373.68	434.13	410.18	381.39	372.58	339.43	410.21
营收同比增长	11.49%	-34.57%	-16.18%	20.60%	19.12%	231.57%	184.47%	56.75%	18.76%	-0.29%	-21.81%	0.01%
营收环比增长	24.25%	-58.20%	35.41%	71.47%	22.72%	16.36%	16.18%	-5.52%	-7.02%	-2.31%	-8.90%	20.85%
营业成本	81.45	43.87	68.62	94.98	119.12	111.96	121.94	107.98	104.91	109.28	84.79	97.14
营业费用	27.66	23.19	26.20	53.30	97.05	53.48	87.60	111.53	81.23	72.24	89.96	103.33
管理费用	8.16	7.29	10.76	14.75	12.37	26.45	29.36	31.27	23.45	30.25	28.9	32.02
财务费用	21.52	16.93	18.18	20.70	23.24	25.61	30.45	31.46	39.5	31.48	11.72	14.12
营业利润	122.12	20.57	27.06	75.42	29.99	154.32	146.28	125.81	109.46	116.95	78.2	122.06
利润总额	126.31	15.35	26.58	75.33	19.67	154.61	147.23	125.64	109.51	116.82	77.67	121.38
所得税	12.34	2.61	5.16	18.45	-10.97	20.25	19.26	18.7	9.13	16.52	11.29	13.4
归母净利润	113.97	12.74	21.41	53.49	24.64	112.16	109.02	89.55	94.92	98.11	64.74	106.44
归母净利润同比	7.67%	-78.85%	-70.07%	-37.74%	-78.38%	780.38%	409.20%	67.41%	285.23%	-12.53%	-40.62%	18.86%

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

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。
- **公开资料信息滞后或更新不及时风险。**研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

图表 9: 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	488	613	737	营业收入	1,599	1,626	2,042	2,458
应收票据	32	32	40	49	营业成本	447	436	560	665
应收账款	917	931	1,158	1,381	税金及附加	13	13	17	20
预付账款	41	39	49	56	销售费用	334	374	429	504
存货	252	240	303	352	管理费用	111	122	123	143
合同资产	0	0	0	0	研发费用	127	135	163	197
其他流动资产	117	127	154	188	财务费用	18	58	38	31
流动资产合计	1,741	1,857	2,316	2,764	信用减值损失	-33	-35	-36	-38
其他长期投资	33	16	20	25	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	471	695	881
其他非流动资产	2,108	2,108	2,109	2,110	营业外收入	2	2	2	2
非流动资产合计	2,579	2,563	2,582	2,602	营业外支出	1	1	1	1
资产合计	4,320	4,420	4,899	5,366	利润总额	537	472	696	882
短期借款	163	557	726	612	所得税	67	59	87	111
应付票据	0	0	0	0	净利润	470	413	609	771
应付账款	47	52	64	73	少数股东损益	64	8	0	0
预收款项	1	0	0	0	归属母公司净利润	406	405	609	771
合同负债	19	19	24	29	NOPLAT	486	464	642	798
其他应付款	76	76	76	76	EPS (按最新股本摊薄)	0.69	0.69	1.03	1.31
一年内到期的非流动负债	194	194	194	194					
其他流动负债	108	114	117	130	主要财务比率				
流动负债合计	608	1,013	1,200	1,114	会计年度	2021E	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%	1.6%	25.6%	20.4%
其他非流动负债	32	32	32	32	EBIT增长率	295.7%	-4.4%	38.4%	24.2%
非流动负债合计	799	399	199	99	归母公司净利润增长率	261.3%	-0.2%	50.4%	26.7%
负债合计	1,406	1,411	1,399	1,213	获利能力				
归属母公司所有者权益	2,874	3,161	3,652	4,306	毛利率	72.1%	73.2%	72.6%	73.0%
少数股东权益	39	-153	-153	-153	净利率	29.4%	25.4%	29.8%	31.4%
所有者权益合计	2,913	3,009	3,500	4,153	ROE	13.9%	13.5%	17.4%	18.6%
负债和股东权益	4,320	4,420	4,899	5,366	ROIC	29.7%	27.2%	30.8%	32.6%
					偿债能力				
					资产负债率	32.6%	31.9%	28.6%	22.6%
					债务权益比	39.7%	38.2%	31.9%	21.8%
					流动比率	2.9	1.8	1.9	2.5
					速动比率	2.5	1.6	1.7	2.2
					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	205	184	186
					应付账款周转天数	36	41	37	37
					存货周转天数	201	203	174	177
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.69	0.69	1.03	1.31
					每股经营现金流	0.58	0.88	0.65	0.95
					每股净资产	4.88	5.37	6.20	7.31
					估值比率				
					P/E	26	27	18	14
					P/B	4	3	3	2
					EV/EBITDA	17	18	13	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。