

九强生物 (300406.SZ) / 医疗器械

证券研究报告/公司点评

2022年08月26日

评级: 买入(维持)

市场价格: 17.24

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	1,736	2,206	2,678
增长率 yoy%	1%	89%	9%	27%	21%
净利润(百万元)	112	406	473	637	806
增长率 yoy%	-66%	261%	17%	35%	27%
每股收益(元)	0.19	0.69	0.80	1.08	1.37
每股现金流量	0.21	0.58	0.85	0.68	0.97
净资产收益率	3%	14%	15%	18%	19%
P/E	90.4	25.0	21.5	15.9	12.6
P/B	3.2	3.5	3.1	2.7	2.3

注: 股价信息截止至 2022 年 8 月 26 日

基本状况

总股本(百万股)	589
流通股本(百万股)	334
市价(元)	17.24
市值(百万元)	10,152
流通市值(百万元)	5,766

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:** 8月26日, 公司发布2022年半年报, 2022年上半年公司实现营业收入7.12亿元, 同比下降11.86%, 归母净利润1.63亿元, 同比下降26.37%, 扣非净利润1.56亿元, 同比下降27.86%。
- **分季度来看:** 2022年单二季度公司实现营业收入3.39亿元, 同比下降21.81%, 归母净利润0.65亿元, 同比下降40.62%, 扣非归母净利润0.59亿元, 同比下降44.08%, 22Q2收入利润规模同比下降主要由于国内奥密克戎毒株疫情影响医院诊疗人次, 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, 公司业务有望加速增长。
- **规模效应减弱+股权激励摊销增大影响短期盈利能力。** 2021年公司销售费用率22.78%, 同比提升5.32pp; 管理费用率为8.30%, 同比提升1.40pp, 研发费用率9.12%, 同比提升2.18pp, 财务费用率3.42%, 同比提升3.00pp, 公司期间费用率显著提升, 主要因收入减少规模效应减弱以及上半年股权激励摊销成本增加所致; 22H1公司毛利率72.07%, 同比提升1.70pp, 主要得益于高毛利病理业务占比提升, 净利率23.41%, 同比下降9.06pp。
- **疫情反复造成业绩增速短期下滑, 国药战略合作有望拉动业绩提升。** 2022年上半年公司试剂业务实现收入6.69亿元, 同比下降8.94%, 仪器类收入大约0.43亿元, 与21年同期相比亦有下降, 上半年业绩增速下滑主要受国内部分区域疫情影响。公司自2020年引入国药为第一大股东, 持续推进与各地与国药的战略合作, 拓宽销售网络, 同时借助国药集团积极打造IVD工业平台, 在分子病理、伴随诊断等领域通过投资并购不断引进新产品线, 产生良好的协同效应, 为公司业绩未来快速增长塑造坚实基础。
- **加深与雅培生化战略合作关系, 首批新产品有望22Q3上市。** 公司自2013年起便与雅培、罗氏等IVD国际巨头建立战略合作关系, 持续引入体外诊断前沿创新技术, 22H1公司进一步拓宽与雅培的业务合作, 目前在雅培ARCHITECT平台合作项目已达42个, 2021年新增的雅培Alinity c平台项目预计首批产品将于2022年9月上市, 进一步丰富公司在生化诊断领域的产品组合, 不断提升公司市场竞争力。
- **盈利预测与估值:** 根据半年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17.36、22.06、26.78亿元, 同比增长9%、27%、21%, 调整前18.77、23.31、28.35亿元, 预计归母净利润4.73、6.37、8.06亿元, 同比增长17%、35%、27%, 调整前5.41、6.99、8.73亿元, 对应EPS0.82、1.08、1.37。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。

内容目录

疫情反复造成增速下滑，激励成本摊销影响短期利润率.....	- 3 -
持续深化国药战略合作，雅培平台持续引进创新项目	- 5 -
风险提示	- 5 -

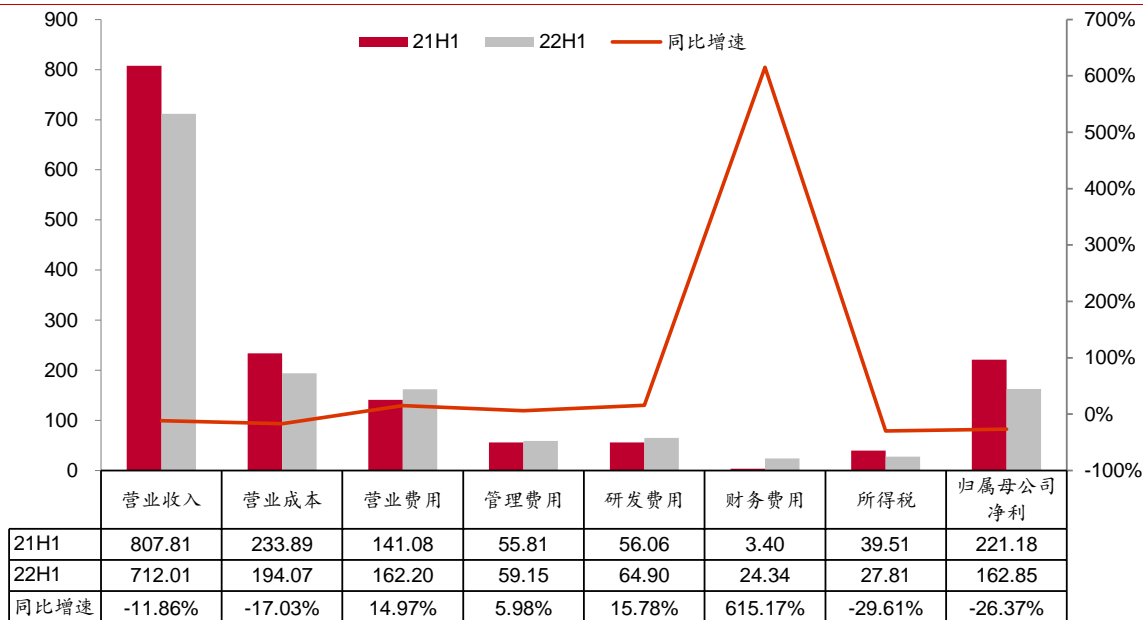
图表目录

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 4: 九强生物期间费用率变化情况.....	- 4 -
图表 5: 九强生物盈利能力变化情况.....	- 4 -
图表 6: 九强生物分季度财务数据 (百万元)	- 4 -
图表 7: 九强生物分季度营业收入变化.....	- 5 -
图表 8: 九强生物分季度归母净利润变化.....	- 5 -
图表 9: 试剂收入增速变化 (百万元)	- 5 -
图表 10: 仪器收入增速变化 (百万元)	- 5 -
图表 11: 九强生物财务模型预测.....	- 7 -

疫情反复造成增速下滑，激励成本摊销影响短期利润率

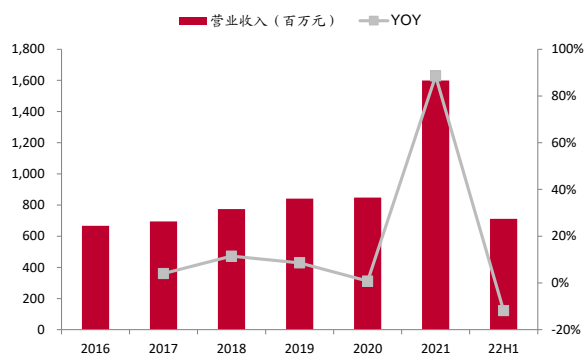
- 2022年上半年公司实现营业收入7.12亿元，同比下降11.86%，归母净利润1.63亿元，同比下降26.37%，扣非净利润1.56亿元，同比下降27.86%。

图表 1: 九强生物主要财务指标变化 (百万元)



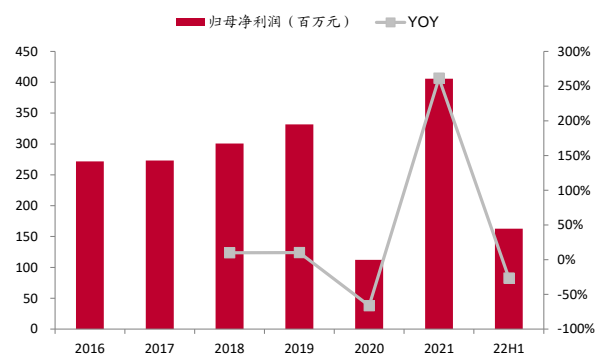
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 九强生物营业收入增长情况



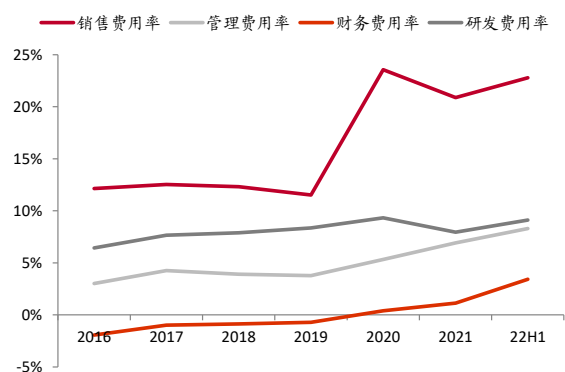
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 九强生物归母净利润情况

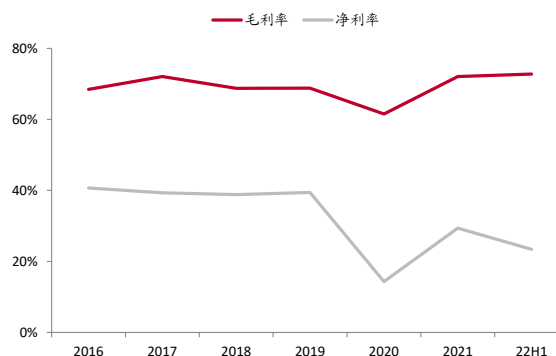


来源: wind, 中泰证券研究所

- 规模效应减弱+股权激励摊销增大影响短期盈利能力。2021年公司销售费用率22.78%，同比提升5.32pp；管理费用率为8.30%，同比提升1.40pp，研发费用率9.12%，同比提升2.18pp，财务费用率3.42%，同比提升3.00pp，公司期间费用率显著提升，主要因收入减少规模效应减弱以及上半年股权激励摊销成本增加所致；22H1公司毛利率72.07%，同比提升1.70pp，主要得益于高毛利病理业务占比提升，净利率23.41%，同比下降9.06pp。

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

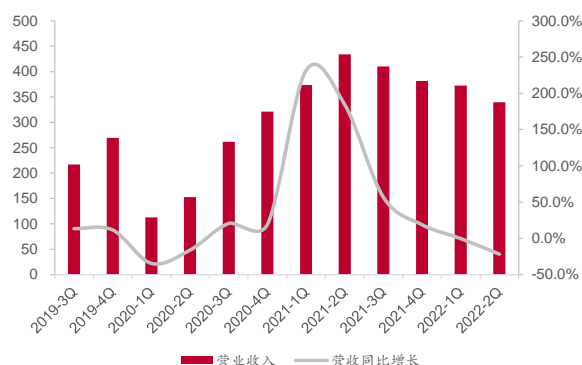
- 分季度来看: 2022 年单二季度公司实现营业收入 3.39 亿元, 同比下降 21.81%, 归母净利润 0.65 亿元, 同比下降 40.62%, 扣非归母净利润 0.59 亿元, 同比下降 44.08%, 22Q2 收入利润规模同比下降主要是由于国内奥密克戎毒株引发疫情反复, 医院终端诊疗人次下降, 我们预计未来随着疫情缓和, 在高景气病理业务占比持续提升下, 公司业务有望迎来加速增长。

图表 6: 九强生物分季度财务数据 (百万元)

	2019-3Q	2019-4Q	2020-1Q	2020-2Q	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q
营业收入	216.98	269.59	112.70	152.61	261.68	321.14	373.68	434.13	410.18	381.39	372.58	339.43
营收同比增长	13.43%	11.49%	-34.57%	-16.18%	20.60%	19.12%	231.57%	184.47%	56.75%	18.76%	-0.29%	-21.81%
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%	-8.90%
营业成本	73.58	81.45	43.87	68.62	94.98	119.12	111.96	121.94	107.98	104.91	109.28	84.79
营业费用	24.97	27.66	23.19	26.20	53.30	97.05	53.48	87.60	111.53	81.23	72.24	89.96
管理费用	6.93	8.16	7.29	10.76	14.75	12.37	26.45	29.36	31.27	23.45	30.25	28.9
财务费用	14.92	21.52	16.93	18.18	20.70	23.24	25.61	30.45	31.46	39.5	31.48	11.72
营业利润	101.19	122.12	20.57	27.06	75.42	29.99	154.32	146.28	125.81	109.46	116.95	78.2
利润总额	101.10	126.31	15.35	26.58	75.33	19.67	154.61	147.23	125.64	109.51	116.82	77.67
所得税	15.18	12.34	2.61	5.16	18.45	-10.97	20.25	19.26	18.7	9.13	16.52	11.29
归母净利润	85.91	113.97	12.74	21.41	53.49	24.64	112.16	109.02	89.55	94.92	98.11	64.74
归母净利润同比	7.01%	7.67%	-78.85%	-70.07%	-37.74%	-78.38%	780.38%	409.20%	67.41%	285.23%	-12.53%	-40.62%

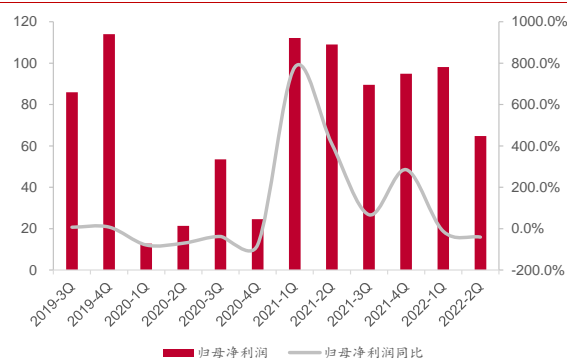
来源: 公司年报, 中泰证券研究所

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

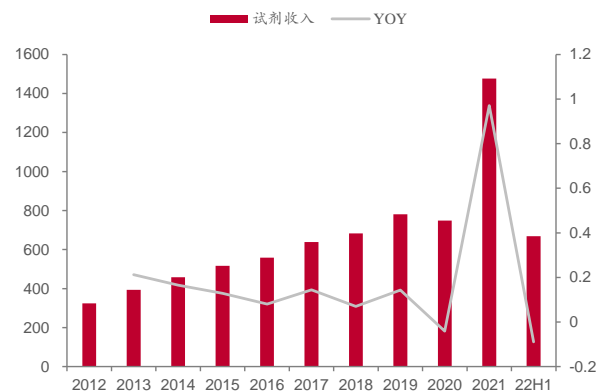


来源: wind, 中泰证券研究所

持续深化国药战略合作, 雅培平台持续引进创新项目

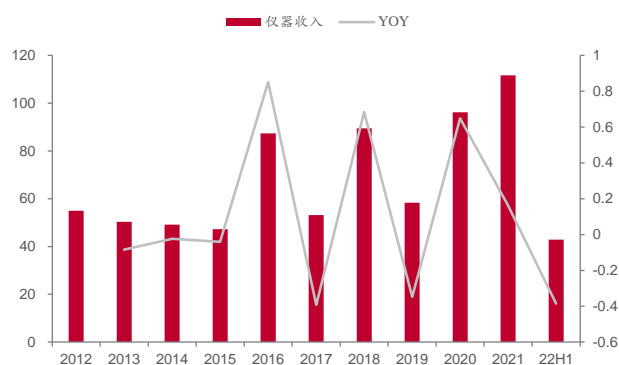
- 疫情反复造成业绩增速短期下滑, 国药战略合作有望拉动业绩提升。** 2022 年上半年公司试剂业务实现收入 6.69 亿元, 同比下降 8.94%, 仪器类收入大约 0.43 亿元, 与 21 年同期相比亦有下降, 上半年业绩增速下滑主要受国内部分区域疫情影响。公司自 2020 年引入国药为公司第一大股东, 持续推进与各地与国药的战略合作, 拓宽销售网络, 同时借助国药集团积极打造 IVD 工业平台, 在分子病理、伴随诊断等领域通过投资并购不断引进新产品线, 产生良好的协同效应, 为公司业绩未来快速增长塑造坚实基础。

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

- 加深与雅培生化战略合作关系, 首批新产品有望 22Q3 上市。** 公司自 2013 年起便与雅培、罗氏等 IVD 国际巨头建立战略合作关系, 持续引入体外诊断前沿创新技术, 22H1 公司进一步拓展与雅培的业务合作, 目前在雅培 ARCHITECT 平台合作项目已达 42 个, 2021 年新增的雅培 Alinity c 平台项目预计首批产品将于 2022 年 9 月上市, 进一步丰富公司在生化诊断领域的产品组合, 不断提升公司市场竞争力。

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	521	662	803	营业收入	1,599	1,736	2,206	2,678
应收票据	32	34	44	53	营业成本	447	475	621	746
应收账款	917	995	1,251	1,505	税金及附加	13	14	18	22
预付账款	41	43	55	63	销售费用	334	365	459	549
存货	252	261	335	396	管理费用	111	111	132	155
合同资产	0	0	0	0	研发费用	127	144	176	214
其他流动资产	117	135	166	205	财务费用	18	60	41	33
流动资产合计	1,741	1,989	2,513	3,025	信用减值损失	-33	-35	-36	-38
其他长期投资	33	17	22	27	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	551	741	939
其他非流动资产	2,108	2,108	2,109	2,110	营业外收入	2	2	3	2
非流动资产合计	2,579	2,564	2,584	2,604	营业外支出	1	1	1	1
资产合计	4,320	4,554	5,097	5,629	利润总额	537	552	743	940
短期借款	163	621	798	694	所得税	67	69	94	117
应付票据	0	0	0	0	净利润	470	483	649	823
应付账款	47	57	71	82	少数股东损益	64	10	13	16
预收款项	1	0	0	0	归属母公司净利润	406	473	636	807
合同负债	19	20	26	31	NOPLAT	486	535	685	851
其他应付款	76	76	76	76	EPS (按最新股本摊薄)	0.69	0.80	1.08	1.37
一年内到期的非流动负债	194	194	194	194					
其他流动负债	108	108	123	139	主要财务比率				
流动负债合计	608	1,077	1,288	1,216	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%	8.5%	27.1%	21.4%
其他非流动负债	32	32	32	32	EBIT增长率	295.7%	10.1%	28.1%	24.3%
非流动负债合计	799	399	199	99	归母公司净利润增长率	261.3%	16.6%	34.5%	26.6%
负债合计	1,406	1,475	1,487	1,315	获利能力				
归属母公司所有者权益	2,874	3,230	3,748	4,437	毛利率	72.1%	72.6%	71.8%	72.1%
少数股东权益	39	-151	-138	-122	净利率	29.4%	27.8%	29.4%	30.7%
所有者权益合计	2,913	3,078	3,610	4,315	ROE	13.9%	15.4%	17.6%	18.7%
负债和股东权益	4,320	4,554	5,097	5,629	ROIC	29.7%	29.4%	30.6%	32.1%
					偿债能力				
					资产负债率	32.6%	32.4%	29.2%	23.4%
					债务权益比	39.7%	39.4%	33.0%	22.9%
					流动比率	2.9	1.8	2.0	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	198	183	185
					应付账款周转天数	36	39	37	37
					存货周转天数	201	194	173	176
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.69	0.80	1.08	1.37
					每股经营现金流	0.58	0.85	0.68	0.97
					每股净资产	4.88	5.48	6.36	7.53
					估值比率				
					P/E	25	21	16	13
					P/B	4	3	3	2
					EV/EBITDA	19	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。