

九强生物 (300406.SZ) / 医疗器械

证券研究报告/公司点评

2023年04月28日

**评级：买入(维持)**

市场价格：23.69

分析师：谢木青

执业证书编号：S0740518010004

电话：021-20315895

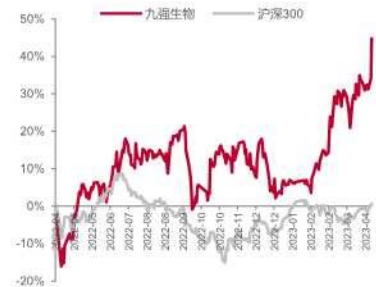
Email: xiemq@r.qlzq.com.cn

联系人：于佳喜

Email: yujx@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	589
流通股本(百万股)	338
市价(元)	23.69
市值(百万元)	13,950
流通市值(百万元)	8,001

**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

**公司盈利预测及估值**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,599	1,511	1,919	2,306	2,780
增长率 yoy%	89%	-6%	27%	20%	21%
净利润(百万元)	406	389	525	672	857
增长率 yoy%	261%	-4%	35%	28%	27%
每股收益(元)	0.69	0.66	0.89	1.14	1.45
每股现金流量	0.58	0.67	0.95	1.14	1.34
净资产收益率	14%	12%	15%	17%	18%
P/E	34.4	35.8	26.6	20.8	16.3
P/B	4.9	4.3	3.8	3.3	2.8

注：股价信息截止至 2023 年 4 月 27 日

**投资要点**

- **事件：公司发布 2023 年一季报，2023 年一季度公司实现营业收入 3.73 亿元，同比增长 0.22%，归母净利润 1.11 亿元，同比增长 13.16%，扣非净利润 1.09 亿元，同比增长 13.08%。**
- **产品结构调整、激励费用摊销减少等带动盈利能力提升。**2023 年一季度公司销售费用率 20.38%，同比提升 0.99pp，主要因疫后公司加大销售宣传推广活动力度；管理费用率为 6.84%，同比下降 1.28pp，主要因股权激励费用摊销减少，研发费用率 9.70%，同比提升 1.25pp，主要因公司加大病理、血凝系列创新产品的研发投入力度，财务费用率 3.25%，同比下降 0.13pp，基本保持稳定。2023 年一季度公司毛利率 74.61%，同比提升 3.94pp，主要得益于高毛利试剂业务占比提升，净利率 29.44%，同比提升 2.52pp。
- **生化、血凝等业务恢复良好，仪器收入波动影响表现增速。**2023 年 1 月受到新冠诊疗挤兑以及春节等因素影响，常规检验活动受损，公司仍然克服种种不利条件保持稳健的增长趋势，主要得益于试剂产品的快速放量。参考公司财务数据以及历史表现，我们预计 2023Q1 生化、血凝诊断试剂有望实现 20-30% 的快速增长，病理诊断试剂可能小幅波动。诊疗秩序的短期紊乱对公司设备进院装机造成一定阻碍，我们预计 2023Q1 设备端收入可能短期承压。而伴随公司销售规模的持续扩大以及高毛利试剂产品的占比提升，公司一季度利润端仍然实现可观的增长。我们预计随着国内医院就诊人次的逐渐回升，公司业绩有望逐季加速。
- **大股东国药持续增持，2023 年有望加速央企转型。**截至 2023 年一季度末，公司第一大股东国药投资持股比例达到 16.62%，相比 2022 年底增持比例接近 1%。公司致力于打造具有央企品质、国药品牌的综合性 IVD 龙头，在外延并购、渠道销售、公司治理等方面持续深化与国药集团战略合作，未来有望逐渐实现国药诊断平台化转型。
- **盈利预测与估值：**我们预计公司生化、病理等业务 2023 年有望逐渐迎来复苏，预计 2023-2025 年公司收入 19.19、23.06、27.80 亿元，同比增长 27%、20%、21%，预计 2023-2025 年归母净利润 5.25、6.72、8.57 亿元，同比增长 35%、28%、27%，对应 EPS 为 0.89、1.14、1.45。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



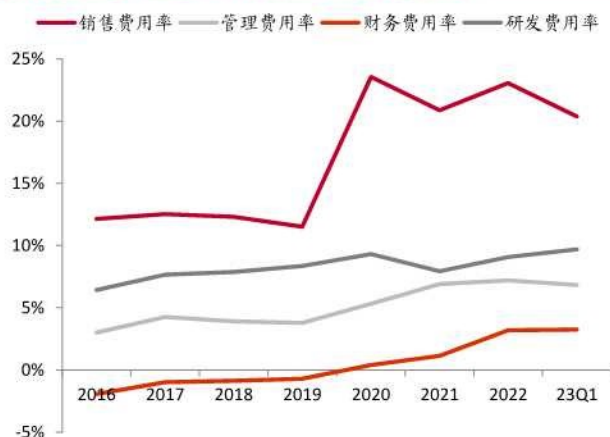
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 九强生物归母净利润情况

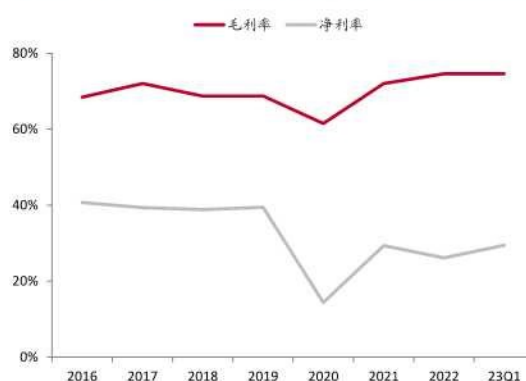


来源: wind, 中泰证券研究所



**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

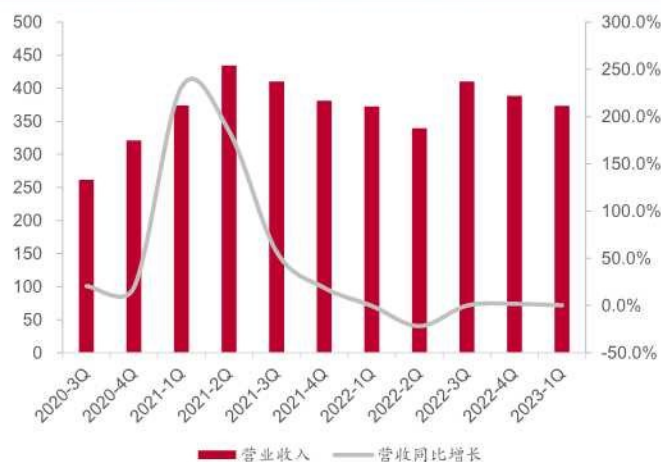
**图表 5: 九强生物盈利能力变化情况**


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)**

	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q
营业收入	261.68	321.14	373.68	434.13	410.18	381.39	372.58	339.43	410.21	388.65	373.4
营收同比增长	20.60%	19.12%	231.57%	184.47%	56.75%	18.76%	-0.29%	-21.81%	0.01%	1.90%	0.22%
营收环比增长	71.47%	22.72%	16.36%	16.18%	-5.52%	-7.02%	-2.31%	-8.90%	20.85%	-5.26%	-3.92%
营业成本	94.98	119.12	111.96	121.94	107.98	104.91	109.28	84.79	97.14	92.71	94.81
营业费用	53.30	97.05	53.48	87.60	111.53	81.23	72.24	89.96	103.33	82.86	76.1
管理费用	14.75	12.37	26.45	29.36	31.27	23.45	30.25	28.9	32.02	17.79	25.55
财务费用	-1.31	3.16	1.56	1.84	3.73	11.03	12.62	11.72	14.12	9.75	12.15
营业利润	75.42	29.99	154.32	146.28	125.81	109.46	116.95	78.2	122.06	138.27	129.41
利润总额	75.33	19.67	154.61	147.23	125.64	109.51	116.82	77.67	121.38	133.48	129.35
所得税	18.45	-10.97	20.25	19.26	18.7	9.13	16.52	11.29	13.4	13.65	19.41
归母净利润	53.49	24.64	112.16	109.02	89.55	94.92	98.11	64.74	106.44	119.84	111.02
归母净利润同比	-37.74%	-78.38%	780.38%	409.20%	67.41%	285.23%	-12.53%	-40.62%	18.86%	26.25%	13.16%

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。

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	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	341	672	1,136	1,717	营业收入	1,511	1,919	2,306	2,780
应收票据	29	36	44	53	营业成本	384	511	612	723
应收账款	1,010	1,027	1,084	1,181	税金及附加	13	16	20	24
预付账款	54	46	54	61	销售费用	348	441	484	584
存货	220	281	318	362	管理费用	109	138	168	203
合同资产	0	0	0	0	研发费用	137	159	187	222
其他流动资产	413	523	630	759	财务费用	48	26	53	30
流动资产合计	2,067	2,585	3,265	4,133	信用减值损失	-41	-37	-36	-38
其他长期投资	15	19	23	28	资产减值损失	-4	-3	-4	-3
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	360	350	347	363	投资收益	19	19	19	19
在建工程	75	88	88	68	其他收益	13	13	13	13
无形资产	66	74	82	89	营业利润	455	617	772	982
其他非流动资产	2,031	2,031	2,032	2,032	营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	2,546	2,562	2,571	2,579	营业外支出	6	6	6	6
资产合计	4,613	5,147	5,836	6,712	利润总额	449	611	766	976
短期借款	81	150	100	100	所得税	55	75	94	119
应付票据	0	0	0	0	净利润	394	536	672	857
应付账款	37	61	70	80	少数股东损益	5	11	0	0
预收款项	1	0	0	0	归属母公司净利润	389	525	672	857
合同负债	19	24	29	35	NOPLAT	437	559	719	883
其他应付款	48	48	48	48	EPS (按最新股本摊薄)	0.66	0.89	1.14	1.45
一年内到期的非流动负债	4	4	4	4					
其他流动负债	106	126	146	168	主要财务比率				
流动负债合计	298	414	398	436	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	49	249	399	499	成长能力				
应付债券	968	968	968	968	营业收入增长率	-5.5%	27.0%	20.2%	20.6%
其他非流动负债	30	30	30	30	EBIT增长率	-10.4%	27.9%	28.6%	22.9%
非流动负债合计	1,046	1,246	1,396	1,496	归母公司净利润增长率	-4.1%	35.0%	27.9%	27.5%
负债合计	1,344	1,660	1,794	1,932	获利能力				
归属母公司所有者权益	3,271	3,679	4,233	4,972	毛利率	74.6%	73.4%	73.5%	74.0%
少数股东权益	-2	-192	-192	-192	净利率	26.1%	27.9%	29.2%	30.8%
所有者权益合计	3,269	3,487	4,042	4,781	ROE	11.9%	15.1%	16.6%	17.9%
负债和股东权益	4,613	5,147	5,836	6,712	ROIC	25.5%	27.3%	28.4%	27.9%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	29.1%	32.3%	30.7%	28.8%
					债务权益比	34.6%	40.1%	37.1%	33.5%
单位:百万元					流动比率	6.9	6.2	8.2	9.5
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	速动比率	6.2	5.6	7.4	8.7
经营活动现金流	396	557	674	791	营运能力				
现金收益	497	614	777	939	总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4
存货影响	32	-61	-37	-43	应收账款周转天数	230	191	165	147
经营性应收影响	-99	-13	-68	-111	应付账款周转天数	40	35	39	37
经营性应付影响	-37	22	9	9	存货周转天数	221	176	176	169
其他影响	3	-5	-6	-3	每股指标(元)				
投资活动现金流	-441	-352	-139	-162	每股收益	0.66	0.89	1.14	1.45
资本支出	-117	-64	-56	-56	每股经营现金流	0.67	0.95	1.14	1.34
股权投资	0	0	0	0	每股净资产	5.56	6.25	7.19	8.44
其他长期资产变化	-324	-288	-83	-106	估值比率				
融资活动现金流	-11	126	-71	-48	P/E	36	27	21	16
借款增加	-22	269	100	100	P/B	4	4	3	3
股利及利息支付	-94	-193	-242	-303	EV/EBITDA	22	18	14	12
股东融资	0	20	20	20					
其他影响	105	30	51	135					

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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 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。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。