

九强生物(300406.SZ)/医疗器械

证券研究报告/公司点评

2024年05月3日

评级: 买入(维持)

市场价格: 18.53元

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师: 谢木青

执业证书编号: S0740518010004

电话: 021-20315895

Email: xiemoq@zts.com.cn

分析师: 于佳喜

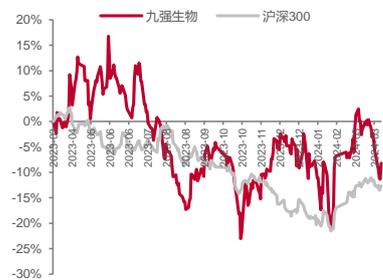
执业证书编号: S0740523080002

Email: yujx03@zts.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股) | 588 |
| 流通股本(百万股) | 422 |
| 市价(元) | 18.53 |
| 市值(百万元) | 10,904 |
| 流通市值(百万元) | 7,826 |

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

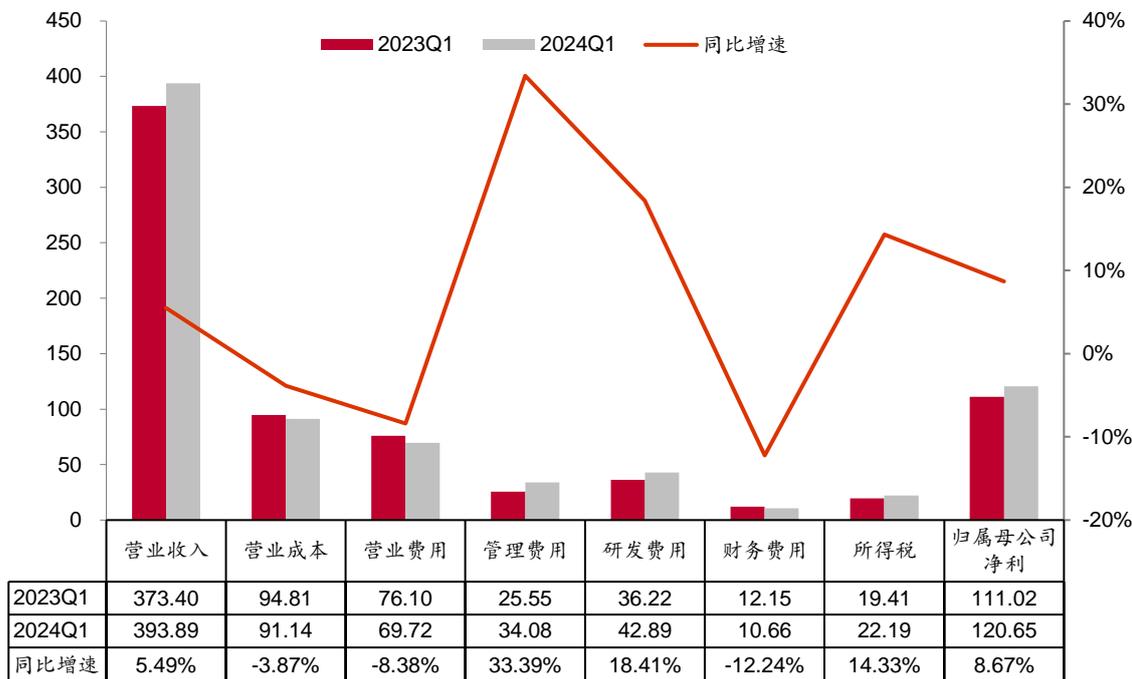
| 指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,511 | 1,742 | 2,013 | 2,415 | 2,895 |
| 增长率 yoy% | -6% | 15% | 16% | 20% | 20% |
| 净利润(百万元) | 389 | 524 | 601 | 751 | 948 |
| 增长率 yoy% | -4% | 35% | 15% | 25% | 26% |
| 每股收益(元) | 0.66 | 0.89 | 1.02 | 1.28 | 1.61 |
| 每股现金流量 | 0.67 | 0.99 | 0.94 | 1.36 | 1.47 |
| 净资产收益率 | 12% | 14% | 14% | 15% | 17% |
| P/E | 28 | 21 | 18 | 15 | 11 |
| P/B | 3 | 3 | 3 | 2 | 2 |

注: 股价信息截止至 2024 年 5 月 3 日

投资要点

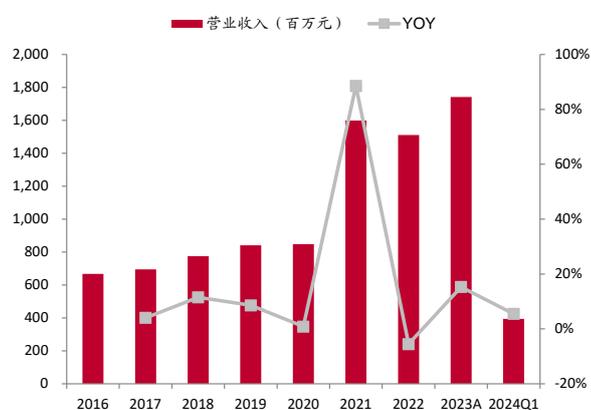
- 事件: 公司发布 2024 年一季报, 2024 年一季度, 公司实现营业收入 3.93 亿元, 同比增长 5.49%, 实现归母净利润 1.21 亿元, 同比增长 8.67%, 实现扣非净利润 1.21 亿元, 同比增长 10.91%。
- 病理业务持续高景气, 生化业务表现稳健。2024 年一季度季度公司收入实现稳健增长, 其中病理业务需求相对刚需, 预计保持较快增长; 生化业务因 2023 年一季度疫情放开后相关诊疗检验需求激增形成高基数, 预计 2024Q1 板块业绩可能短期承压; 凝血业务伴随公司试剂、设备产品的持续丰富完善, 预计维持较好增长趋势; 化学发光板块公司围绕高中低通量设备持续丰富试剂菜单, 预计未来有望逐渐起量。
- 毛利水平稳步提升, 政策驱动下销售投入优化明显。2024 年一季度公司销售费用率为 17.70%, 同比下降 2.68pp, 主要因医疗监管政策趋严, 相关活动投入减少, 管理费用率为 8.65%, 同比提升 1.81 pp, 主要受本期计提股权激励费用影响, 财务费用率 2.71%, 同比下降 0.55pp, 研发费用率 10.89%, 同比提升 1.19pp, 主要因公司持续加大研发投入力度。2024 年一季度公司毛利率 76.86%, 同比提升 2.25pp, 主要因高毛利业务占比扩大, 净利率 30.52%, 同比提升 1.08 pp。
- 2024 年国药正式掌舵领航, 更多国改举措有望落地。公司作为国药器械旗下的诊断平台, 2023Q4 完成董事会换届后, 2024 年将开启国药系高管统筹管理公司发展的元年, 年初迄今先后推进事业部改制、参股龙进生物等多项举措, 3 月已实现对龙进生物 3200 万元增资并完成工商变更。我们预计未来更多国改措施有望落地生效, 在研发创新、渠道销售、新业务布局等方面持续赋能九强, 不断提升公司综合竞争力, 加快平台型诊断企业铸就。
- 盈利预测与估值: 根据财报数据, 我们预计下游诊断需求持续复苏有望带动公司生化、病理等业务保持快速增长趋势, 监管政策变化可能造成一定不确定性, 预计 2024-2026 年公司收入 20.13、24.15、28.95 亿元, 同比增长 16%、20%、20% (调整前 20.92、25.12、30.18 亿元); 预计 2024-2026 年归母净利润 6.01、7.51、9.48 亿元, 同比增长 15%、25%、26% (调整前 6.06、7.76、9.56 亿元)。公司当前股价对应 2024-2026 年约 18、15、11 倍 PE, 考虑公司生化、凝血业务趋势向上, 病理赛道持续高景气, 化学发光等新产品有望快速放量, 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: 九强生物分季度财务数据 (百万元)

| | 2021-3Q | 2021-4Q | 2022-1Q | 2022-2Q | 2022-3Q | 2022-4Q | 2023-1Q | 2023-2Q | 2023-3Q | 2023-4Q | 2024-1Q |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 410.18 | 381.39 | 372.58 | 339.43 | 410.21 | 388.65 | 373.4 | 442.93 | 417.36 | 507.94 | 393.89 |
| 营收同比增长 | 56.75% | 18.76% | -0.29% | -21.81% | 0.01% | 1.90% | 0.22% | 30.49% | 1.74% | 30.69% | 5.49% |
| 营收环比增长 | -5.52% | -7.02% | -2.31% | -8.90% | 20.85% | -5.26% | -3.92% | 18.62% | -5.77% | 21.70% | -22.45% |
| 营业成本 | 107.98 | 104.91 | 109.28 | 84.79 | 97.14 | 92.71 | 94.81 | 112.71 | 93.46 | 140.28 | 91.14 |
| 营业费用 | 111.53 | 81.23 | 72.24 | 89.96 | 103.33 | 82.86 | 76.1 | 98.15 | 96.28 | 93.52 | 69.72 |
| 管理费用 | 31.27 | 23.45 | 30.25 | 28.9 | 32.02 | 17.79 | 25.55 | 28.56 | 27.39 | 45.5 | 34.08 |
| 财务费用 | 3.73 | 11.03 | 12.62 | 11.72 | 14.12 | 9.75 | 12.15 | 11.20 | 11.65 | 7.2 | 10.66 |
| 营业利润 | 125.81 | 109.46 | 116.95 | 78.2 | 122.06 | 138.27 | 129.41 | 142.36 | 149.97 | 172.13 | 144.38 |
| 利润总额 | 125.64 | 109.51 | 116.82 | 77.67 | 121.38 | 133.48 | 129.35 | 142.33 | 149.98 | 171.89 | 142.41 |
| 所得税 | 18.7 | 9.13 | 16.52 | 11.29 | 13.4 | 13.65 | 19.41 | 12.94 | 21.21 | 17.93 | 22.19 |
| 归母净利润 | 89.55 | 94.92 | 98.11 | 64.74 | 106.44 | 119.84 | 111.02 | 130.55 | 129.75 | 152.43 | 120.65 |
| 归母净利润同比 | 67.41% | 285.23% | -12.53% | -40.62% | 18.86% | 26.25% | 13.16% | 101.65% | 21.90% | 27.19% | 8.67% |

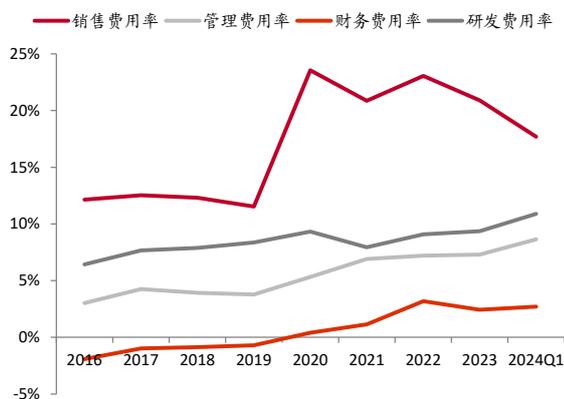
来源: 公司年报, 中泰证券研究所

图表 5: 九强生物分季度营业收入变化/百万元

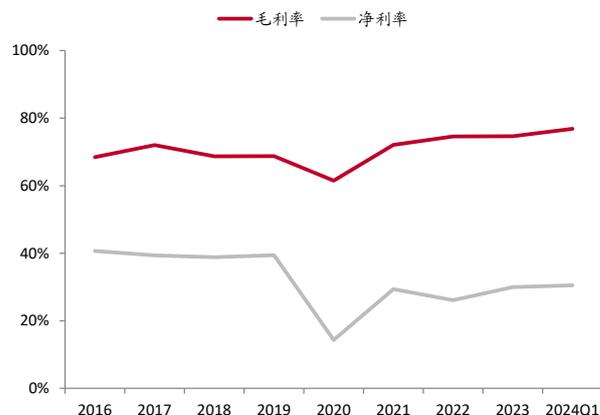

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 6: 九强生物分季度归母净利润变化/百万元


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 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 8: 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 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 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 货币资金 | 724 | 1,970 | 2,680 | 3,418 | 营业收入 | 1,742 | 2,013 | 2,415 | 2,895 |
| 应收票据 | 44 | 50 | 60 | 72 | 营业成本 | 441 | 513 | 611 | 714 |
| 应收账款 | 1,101 | 1,135 | 1,131 | 1,230 | 税金及附加 | 15 | 17 | 21 | 25 |
| 预付账款 | 20 | 46 | 54 | 61 | 销售费用 | 364 | 431 | 507 | 608 |
| 存货 | 230 | 282 | 318 | 357 | 管理费用 | 127 | 149 | 179 | 211 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 研发费用 | 163 | 163 | 193 | 232 |
| 其他流动资产 | 216 | 254 | 302 | 364 | 财务费用 | 42 | 38 | 42 | 17 |
| 流动资产合计 | 2,334 | 3,738 | 4,546 | 5,502 | 信用减值损失 | -27 | -34 | -36 | -38 |
| 其他长期投资 | 26 | 20 | 24 | 29 | 资产减值损失 | -4 | -6 | -7 | -6 |
| 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 | 337 | 329 | 326 | 344 | 投资收益 | 21 | 21 | 21 | 21 |
| 在建工程 | 211 | 224 | 224 | 204 | 其他收益 | 18 | 18 | 18 | 18 |
| 无形资产 | 60 | 69 | 77 | 85 | 营业利润 | 594 | 697 | 855 | 1,078 |
| 其他非流动资产 | 2,206 | 504 | 504 | 505 | 营业外收入 | 0 | 0 | -1 | 0 |
| 非流动资产合计 | 2,841 | 1,146 | 1,156 | 1,166 | 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产合计 | 5,176 | 4,885 | 5,702 | 6,669 | 利润总额 | 594 | 697 | 854 | 1,078 |
| 短期借款 | 0 | 10 | 10 | 10 | 所得税 | 72 | 84 | 103 | 130 |
| 应付票据 | 8 | 3 | 4 | 5 | 净利润 | 522 | 613 | 751 | 948 |
| 应付账款 | 73 | 62 | 70 | 79 | 少数股东损益 | -2 | 12 | 0 | 0 |
| 预收款项 | 4 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司净利润 | 524 | 601 | 751 | 948 |
| 合同负债 | 15 | 18 | 21 | 26 | NOPLAT | 559 | 646 | 788 | 963 |
| 其他应付款 | 69 | 69 | 69 | 69 | EPS (按最新股本摊薄) | 0.89 | 1.02 | 1.28 | 1.61 |
| 一年内到期的非流动负债 | 4 | 4 | 4 | 4 | | | | | |
| 其他流动负债 | 123 | 138 | 158 | 180 | 主要财务比率 | | | | |
| 流动负债合计 | 297 | 303 | 337 | 373 | 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 长期借款 | 135 | 335 | 485 | 585 | 成长能力 | | | | |
| 应付债券 | 992 | 0 | 0 | 0 | 营业收入增长率 | 15.3% | 15.6% | 20.0% | 19.9% |
| 其他非流动负债 | 30 | 30 | 30 | 30 | EBIT增长率 | 27.8% | 15.6% | 22.0% | 22.2% |
| 非流动负债合计 | 1,157 | 365 | 515 | 615 | 归母公司净利润增长率 | 34.6% | 14.7% | 25.1% | 26.2% |
| 负债合计 | 1,454 | 668 | 852 | 988 | 获利能力 | | | | |
| 归属母公司所有者权益 | 3,725 | 4,207 | 4,841 | 5,671 | 毛利率 | 74.7% | 74.5% | 74.7% | 75.3% |
| 少数股东权益 | -3 | 9 | 9 | 9 | 净利率 | 30.0% | 30.4% | 31.1% | 32.7% |
| 所有者权益合计 | 3,722 | 4,216 | 4,850 | 5,681 | ROE | 14.1% | 14.2% | 15.5% | 16.7% |
| 负债和股东权益 | 5,176 | 4,885 | 5,702 | 6,669 | ROIC | 25.7% | 19.1% | 19.5% | 20.0% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| 现金流量表 | 单位:百万元 | | | | 资产负债率 | 28.1% | 13.7% | 14.9% | 14.8% |
| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 债务权益比 | 31.2% | 9.0% | 10.9% | 11.1% |
| 经营活动现金流 | 585 | 557 | 803 | 865 | 流动比率 | 7.9 | 12.3 | 13.5 | 14.8 |
| 现金收益 | 619 | 701 | 844 | 1,016 | 速动比率 | 7.1 | 11.4 | 12.6 | 13.8 |
| 存货影响 | -10 | -52 | -35 | -40 | 营运能力 | | | | |
| 经营性应收影响 | -67 | -62 | -7 | -111 | 总资产周转率 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 经营性应付影响 | 67 | -21 | 10 | 10 | 应收账款周转天数 | 218 | 200 | 169 | 147 |
| 其他影响 | -24 | -9 | -8 | -10 | 应付账款周转天数 | 45 | 47 | 39 | 37 |
| 投资活动现金流 | -127 | 1,627 | -83 | -92 | 存货周转天数 | 183 | 180 | 177 | 170 |
| 资本支出 | -163 | -64 | -56 | -56 | 每股指标(元) | | | | |
| 股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 | 0.89 | 1.02 | 1.28 | 1.61 |
| 其他长期资产变化 | 36 | 1,691 | -27 | -36 | 每股经营现金流 | 0.99 | 0.95 | 1.36 | 1.47 |
| 融资活动现金流 | -75 | -938 | -10 | -35 | 每股净资产 | 6.33 | 7.15 | 8.23 | 9.64 |
| 借款增加 | 29 | -782 | 150 | 100 | 估值比率 | | | | |
| 股利及利息支付 | -68 | -175 | -208 | -264 | P/E | 21 | 18 | 15 | 11 |
| 股东融资 | 1 | 1 | 1 | 1 | P/B | 3 | 3 | 2 | 2 |
| 其他影响 | -37 | 18 | 47 | 128 | EV/EBITDA | 4 | 3 | 3 | 2 |

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。