

九强生物(300406.SZ)

业绩符合预期，海外合作稳步推进

 评级：**买入**

 前次：**买入**

 目标价(元)：**26—30**

分析师

联系人

程娇翼

谢木青

S0740515030003

021-20315206

021-20312302

chengjy@r.qlzq.com.cn

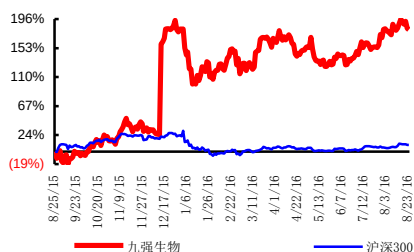
xiemq@r.qlzq.com.cn

2016年08月24日

基本状况

总股本(百万股)	500
流通股本(百万股)	206
市价(元)	23.35
市值(百万元)	11,672
流通市值(百万元)	4,804

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	508.27	566.20	650.52	797.57	932.29
营业收入增速	14.32%	11.40%	14.89%	22.61%	16.89%
净利润增长率	16.61%	16.33%	22.28%	25.50%	17.33%
摊薄每股收益(元)	1.69	0.98	0.60	0.75	0.88
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	45.46	47.80	38.72	30.85	26.30
PEG	2.74	2.93	1.74	1.21	1.52
每股净资产(元)	7.93	4.70	2.65	3.16	4.04
每股现金流量(元)	1.26	0.57	0.48	0.64	0.81
净资产收益率	21.34%	20.85%	22.58%	23.83%	21.85%
市净率	9.70	9.97	8.74	7.35	5.75
总股本(百万元)	124.43	249.84	499.89	499.89	499.89

投资要点

- **事件：2016.8.24，公司公告2016年中报，实现营业收入2.95亿元，同比增长10.76%；归属于母公司普通股股东的净利润为1.21亿元，同比增长13.49%。**
- **点评：业绩符合预期，新产品逐步放量使得收入增速(10.76%)持续超行业增速(7%)，再次验证我们关于公司具有高产品质量和持续创新能力的判断，维持“买入”。**基于海外合作、新产品放量最快要2016年下半年才能贡献业绩，公司原有业务变化不显著，因此我们维持原来的推荐逻辑，公司作为IVD行业少有的创新型企业，在生化市场监管趋严、仪器封闭化，增量市场依赖创新驱动的情况下，有望凭借高质量的产品和坚持创新不断推出新产品，率先受益于行业变革时期，同时国际化合作有望长期增厚利润，维持“买入”。
- **国际合作增厚利润+迈瑞仪器+稀缺试剂品种(sd LDL-C、25羟维生素D等)+威高医检渠道拓展，2016业绩25%高增长。**我们于2016.3.23发布九强生物深度报告《九强生物(300406.SZ)：深挖生化潜在价值，技术成熟，走向收获》，我们认为公司的核心竞争力主要体现其深耕生化领域成就的高产品质量、强大的核心原料突破能力以及对新检测项目的挖掘能力，助力公司业绩未来2-3年25%的增长。1.雅培合作产品获得FDA和CE认证周期较长，预计2016年末开始产生收益，与罗氏合作的21个项目基本完成注册，预计下半年开始贡献利润，两者2016年合计贡献1500万收入；2.迈瑞OEM仪器预计16年获注册证，前期代理迈瑞机型，仪器增速由负转正；3.2015年获批新产品逐渐上量，独家品种sd LDL-C目前已经进入一些省份，预计2016年下半年开始贡献收入；4.威高医检作为产业链上下游一体化的领先企业，在医院总包业务有较强优势，公司通过威高医检进入其下托管的医院，有望进一步提高市场占有率，目前双方合作处于初期，16年有望贡献少量业绩。

- **终端降价影响，试剂增速下滑（8.19%），毛利率微幅下降。**公司实现试剂收入 2.59 亿元，同比增长 8.19%，从 2016 年初开始，各省市调整医疗服务价格，基础检测费用降价明显，公司产品受到影响，价格下降导致毛利率由 2015 年的 78.23% 微幅下降至 77.77%，随着下半年 sd LDL-C 逐渐放量，罗氏合作顺利展开，试剂增速有望快速回升。
- **仪器增速由负转正（13.13%），有望拉动后续试剂销量。**公司新增代理迈瑞 BS2000 生化仪，上半年实现仪器收入 2837 万元，同比增长 13.13%，由于仪器均为代理，议价能力较弱，基本平进平出，重点关注量的增加，未来有望通过仪器带动试剂增长。
- **原料进口依赖度进一步降低，研发投入拉高费用。**公司进口原料占原料总采购金额比例由 2015 年的 26.29% 进一步降低至 22.88%，然而产品降价只是整体毛利率降低至 70.94%；与此同时公司增加研发投入，管理费用率上升至 9.95%，在毛利率下降、费用率上升的情况下，公司净利率微幅下降至 41.08%
- **长期来说，公司与国际巨头合作带来公司品牌价值的提升，有利于九强及九强系产品在境内的市场占有率进一步上升。**与此同时，对比药品国际化，我们认为公司有望通过国际化标准和高性价比优势打开国际市场，进一步扩大收入规模。
- **盈利预测与估值：**公司未来业绩催化主要来源于雅培罗氏合作带来的增量收入、试剂（包括生化新产品和替代化学发光项目的产品）和仪器新产品的市场推广以及国际化合作公司品牌价值提升带来市占率的增加。我们预计 2016-18 年公司收入 6.51、7.98、9.32 亿元，同比增长 14.89%、22.61%、16.89%，归属母公司净利润 3.00、3.76、4.41 亿元，同比增长 22.28%、25.50%、17.33%，对应 EPS 为 0.60、0.75、0.88 元，公司目前股价对应 2017 年 31 倍 PE，虽然生化领域增速较慢，但是公司盈利能力显著高于可比公司，考虑公司良好的技术储备和财务基础，未来存在更多国际合作预期和其他细分领域的并购预期，我们给予公司 2017 年 35-40 倍 PE，公司的估值区间为 26-30 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**与雅培合作不达预期风险，与罗氏合作不达预期风险，试剂原料研发失败风险，新产品市场推广不达预期风险

图表 1：九强生物财务报表预测
损益表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	445	508	566	651	798	932
增长率	16.96%	14.3%	11.4%	14.9%	22.6%	16.9%
营业成本	-141	-146	-158	-175	-202	-231
% 销售收入	31.8%	28.7%	27.9%	26.9%	25.4%	24.8%
毛利	303	363	408	475	595	701
% 销售收入	68.2%	71.3%	72.1%	73.1%	74.6%	75.2%
营业税金及附加	-6	-7	-8	-9	-11	-13
% 销售收入	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
营业费用	-51	-68	-73	-81	-100	-121
% 销售收入	11.5%	13.5%	12.9%	12.5%	12.5%	13.0%
管理费用	-38	-48	-45	-47	-57	-66
% 销售收入	8.5%	9.5%	7.9%	7.3%	7.2%	7.1%
息税前利润 (EBIT)	209	239	283	337	427	500
% 销售收入	47.0%	47.0%	49.9%	51.8%	53.5%	53.7%
财务费用	2	3	7	11	14	17
% 销售收入	-0.4%	-0.6%	-1.2%	-1.7%	-1.8%	-1.9%
资产减值损失	-3	-4	-7	-2	-4	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	207	238	282	347	437	514
营业利润率	46.6%	46.8%	49.8%	53.3%	54.8%	55.1%
营业外收支	4	8	5	4	3	2
税前利润	212	246	287	351	440	516
利润率	47.6%	48.5%	50.6%	53.9%	55.2%	55.4%
所得税	-31	-36	-42	-51	-64	-75
所得税率	14.6%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%
净利润	181	211	245	300	376	441
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	181	211	245	300	376	441
净利率	40.6%	41.4%	43.3%	46.1%	47.1%	47.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	181	211	245	300	376	441
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	15	16	19	21	42	52
非经营收益	0	-1	-2	-4	-3	-2
营运资金变动	-48	-68	-119	-76	-96	-86
经营活动现金净流	147	157	143	240	319	405
资本开支	10	7	53	125	99	-3
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-10	-7	-53	-125	-99	3
股权募资	0	311	27	2	0	0
债权募资	-5	0	0	0	0	0
其他	-97	-4	-63	0	-150	-125
筹资活动现金净流	-102	307	-37	2	-150	-125
现金净流量	36	457	53	117	70	283

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	188	645	697	815	885	1,167
应收款项	167	217	296	344	428	503
存货	64	83	93	105	121	139
其他流动资产	19	24	47	49	59	67
流动资产	437	968	1,134	1,313	1,493	1,877
% 总资产	83.9%	92.7%	89.9%	84.7%	83.2%	88.1%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	78	70	96	207	270	221
% 总资产	15.0%	6.7%	7.6%	13.4%	15.0%	10.4%
无形资产	4	4	4	3	5	5
非流动资产	84	76	128	238	302	253
% 总资产	16.1%	7.3%	10.1%	15.3%	16.8%	11.9%
资产总计	521	1,044	1,262	1,550	1,795	2,130
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	33	39	63	52	66	81
其他流动负债	9	10	16	165	144	23
流动负债	41	49	79	216	210	104
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	3	8	7	7	7	7
负债	45	57	87	223	217	111
普通股股东权益	476	987	1,175	1,327	1,578	2,019
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	521	1,044	1,262	1,550	1,795	2,130

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	1.806	1.693	0.981	0.599	0.752	0.883
每股净资产(元)	4.763	7.932	4.704	2.655	3.157	4.039
每股经营现金净流(元)	1.472	1.261	0.571	0.481	0.638	0.810
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.300	0.250	0.000
回报率						
净资产收益率	37.92%	21.34%	20.85%	22.58%	23.83%	21.85%
总资产收益率	34.68%	20.17%	19.42%	19.33%	20.95%	20.71%
投入资本收益率	61.77%	59.65%	50.56%	56.29%	52.61%	50.22%
增长率						
营业总收入增长率	16.96%	14.32%	11.40%	14.89%	22.61%	16.89%
EBIT增长率	28.73%	14.31%	18.33%	19.34%	26.53%	17.29%
净利润增长率	31.84%	16.61%	16.33%	22.28%	25.50%	17.33%
总资产增长率	20.44%	100.52%	20.80%	22.88%	15.78%	18.68%
资产管理能力						
应收账款周转天数	114.7	133.7	164.4	185.0	187.0	189.0
存货周转天数	151.7	183.3	203.8	218.0	219.0	220.0
应付账款周转天数	39.6	49.7	50.6	46.6	49.0	48.7
固定资产周转天数	63.2	52.4	42.7	59.0	87.2	82.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-39.39%	-65.31%	-59.35%	-61.41%	-56.07%	-57.81%
EBIT利息保障倍数	-130.4	-81.7	-40.8	-29.9	-30.4	-29.0
资产负债率	8.56%	5.50%	6.86%	14.41%	12.09%	5.21%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

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。