

**九强生物(300406)/生物制品**
**海外合作进展较慢, 研发费用显著增加**
**评级: 增持(维持)**

市场价格: 19.79

目标价格: 23

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qizq.com.cn

联系人: 谢木青

电话: 021-20312302

Email: xiemq@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	501
流通股本(百万股)	208
市价(元)	19.79
市值(百万元)	9,911
流通市值(百万元)	4,120

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 九强生物(300406.SZ): 海外合作进展较慢, 业绩低于预期
- 九强生物(300406.SZ): 低毛利仪器占比提高拉低整体利润增速, 静待海外合作增厚利润
- 九强生物(300406.SZ): 迈瑞OEM生化仪注册完成, 仪器封闭有望提高试剂销售量

**公司盈利预测及估值**

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	566.20	667.40	770.18	899.32	1035.54
增长率 yoy%	11.40%	17.87%	15.40%	16.77%	15.15%
净利润	245.04	271.65	295.70	330.19	374.68
增长率 yoy%	16.33%	10.86%	8.85%	11.67%	13.47%
每股收益(元)	0.98	0.54	0.59	0.66	0.75
每股现金流量	0.57	0.49	0.47	0.46	0.60
净资产收益率	20.85%	19.57%	19.28%	17.71%	16.74%
P/E	47.80	40.47	33.46	29.96	26.40
PEG	2.93	3.73	3.78	2.57	1.96
P/B	9.97	7.92	6.45	5.31	4.42

**投资要点**

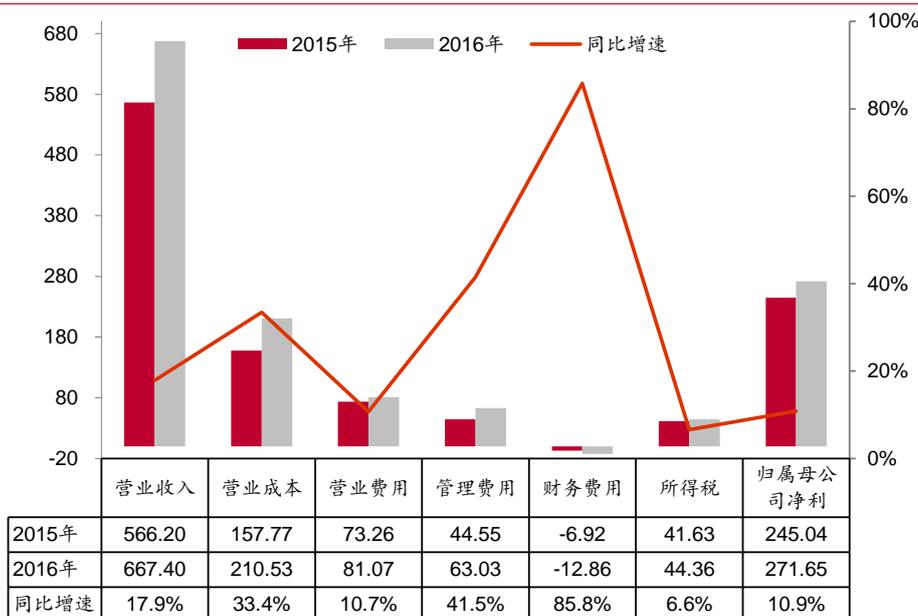
- **事件: 公司发布 2016 年年报, 实现营业收入 6.67 亿元, 同比增长 17.87%, 归母净利润 2.72 亿元, 同比增长 10.86%; 同时公告 2017 年一季报预告, 归母净利润同比增长-25-5%, 以及 2016 年利润分配预案, 拟以每 10 股派发现金人民币 3 元(含税)。**
- **检验收费下降+研发费用上升, 公司盈利能力下降。**公司收入增速(17.87%)近年来首次高于利润增速(10.86%), 一方面是低毛利仪器收入占比由 2015 年 8.34% 提高到 13.09%, 以及由于终端检验收费下降向中上游转移带来产品毛利率的大幅下降(整体毛利率由 2015 年 72.14% 下降到 68.46%), 另一方面则是由于研发费用大幅上升(增幅达 61.22%)带来管理费用率的提高(由 2015 年的 4.70% 提高到 6.43%), 公司净利率下降 2.6 个 pp。
- **仪器收入大幅上升有望带动未来试剂销量。**2016 年公司试剂收入 5.58 亿元, 同比增长 8.02%, 仪器收入 8738 万元, 同比增长 85.09%, 其中全封闭系统采取仪器微利销售加配套试剂销售模式, 有望带动后续自有试剂的增长。试剂核心产品同型半胱氨酸实现销售收入 9959 万元, 占总营收 15.43%, 同比增长 2.35%; 独家品种“小而密”低密度脂蛋白顺利进入多省份收费目录, 2017 年将继续重点推广。
- **受注册进度影响, 海外合作进展较慢。**罗氏 21 个产品已注册完毕, 由于注册时间较长, 根据年报显示, 2016 年罗氏采购额仅 2.2 万元, 预计 2017 年产品供应将正式开展; 雅培合作项目目前收到转让费用 310 万美元, 换算成人民币为 2080.66 万元, 占营业收入的 3.12%, 预计在 2017 年开始分批进行 FDA 和 CE 的认证。
- **盈利预测与估值: 我们预计 2017-19 年公司收入 7.70、8.99、10.36 亿元, 同比增长 15.40%、16.77%、15.15%, 归属母公司净利润 2.96、3.30、3.75 亿元, 同比增长 8.85%、11.67%、13.47%, 对应 EPS 为 0.59、0.66、0.75 元。公司目前股价对应 2017 年 33 倍 PE, 虽然公司盈利能力显著高于可比公司, 且未来存在更多国际合作预期和其他细分领域的并购预期, 但是考虑到增长和估值的匹配性问题, 我们给予公司 2017 年 35 倍 PE, 公司的目标价为 23 元, 维持“增持”评级。**
- **风险提示: 海外合作不达预期, 试剂原料研发失败, 新产品市场推广不达预期。**

## 检验降价影响毛利水平，研发费用显著上升

### 利润表基础数据解读

- 2016 年公司实现营业收入 6.67 亿元，同比增长 17.87%，归母净利润 2.72 亿元，同比增长 10.86%，扣非净利润 2.67 亿元，同比增长 10.83%。
- 分业务来看，试剂收入 5.58 亿元，同比增长 8.02%，仪器收入 8738 万元，同比增长 85.09%，新增雅培技术许可转让收入 2,080.66 万元，占营业收入的 3.12%，计入其他业务收入。

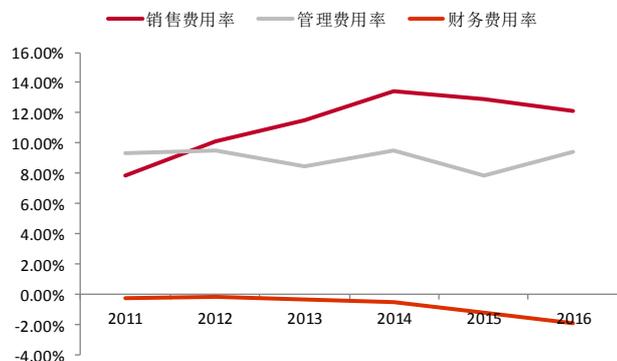
图表 1：九强生物主要财务指标变化（百万元）



来源：公司年报，中泰证券研究所

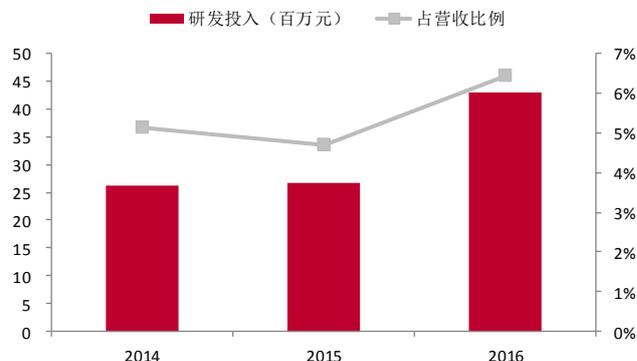
- 管理费用率上升明显，主要是研发投入增加以及对应人员扩充带来的费用增加。2016 年公司研发费用由 2015 年的 2661 万元显著提高到 4290 万元，增幅达 61.22%，占营业收入的比重由 2015 年的 4.70% 提高到 6.43%，共获得及申请了 8 项国际和国内的专利，以及 8 项新产品注册证。在原料采购中也实现了进一步的原料进口替代，未来受注册证收费影响，费用仍将继续上升。

图表 2：管理费用率显著上升

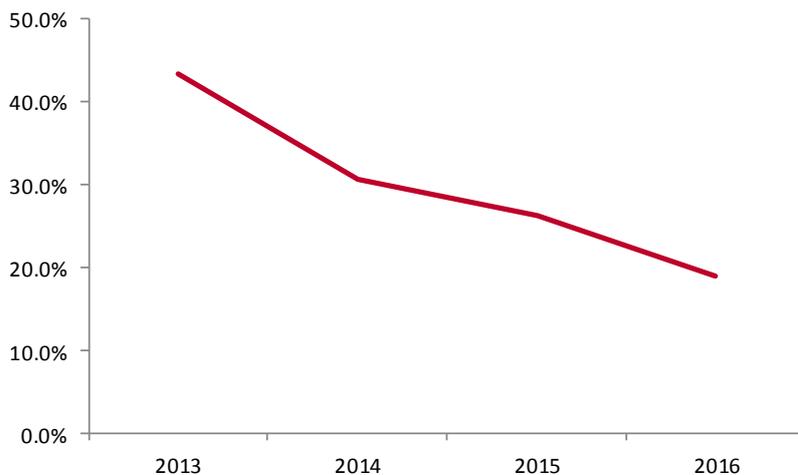


来源：wind，中泰证券研究所

图表 3：研发投入显著提高

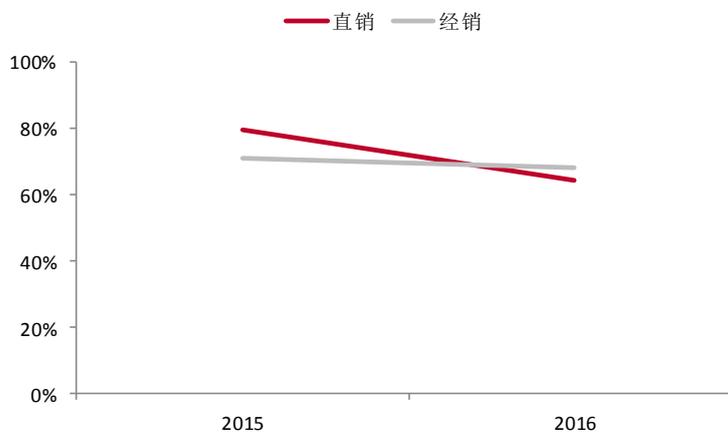


来源：公司年报，中泰证券研究所

**图表 4：进口原料占原料总采购额的比例逐渐下降**


来源：公司年报，中泰证券研究所

- 终端检验项目价格下降，压力向中上游转移，直销毛利率降幅显著高于经销毛利率。**自 2015 年底开始，江苏、内蒙古、广东等地纷纷出台政策，降低大型检查设备和检验项目的价格，终端降价转移到中上游，公司直销毛利率由 2015 年的 79.33% 下降到 64.35%，经销毛利率由 2015 年的 70.74% 下降到 68.03%。

**图表 5：直销毛利率下降幅度高于经销毛利率**


来源：公司年报，中泰证券研究所

#### 单季度销售中，收入和利润下半年整体好于上半年

- 2016 年公司四季度实现销售收入 1.84 亿元，同比增长 13.25%，环比下降 1.95%，整体来看下半年的收入和利润均明显高于上半年，主要原因在于代理产品通常在年初确定采购计划，同时上半年春节期间产品销售受到影响。**

图表 6：九强生物分季度财务数据（百万元）

	2015-1Q	2015-2Q	2015-3Q	2015-4Q	2016-1Q	2016-2Q	2016-3Q	2016-4Q
营业收入	125.34	140.91	137.10	162.85	149.45	145.45	188.08	184.42
营收同比增长	13.99%	15.95%	4.09%	12.25%	19.24%	3.22%	37.19%	13.25%
营收环比增长		12.42%	-2.70%	18.78%	-8.23%	-2.68%	29.31%	-1.95%
营业成本	34.04	43.72	35.62	44.39	44.82	40.87	75.01	49.82
营业费用	15.11	21.21	19.46	17.48	16.44	22.96	17.92	23.75
管理费用	11.22	10.86	11.69	10.79	12.69	16.65	16.97	16.73
财务费用	-0.81	-0.67	-2.28	-3.17	-0.75	-7.31	-2.09	-2.72
营业利润	64.15	60.05	70.70	87.21	74.42	66.55	78.15	91.77
利润总额	64.18	61.38	71.00	90.12	74.39	66.62	78.58	96.41
所得税	9.63	9.20	10.65	12.16	10.31	9.57	11.29	13.19
归母净利润	54.55	52.18	60.35	77.96	64.09	57.04	67.30	83.22

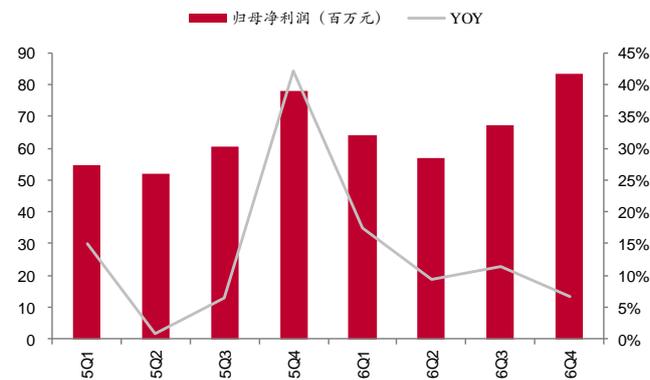
来源：公司年报，中泰证券研究所

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

## 仪器销售策略改变有望带动未来试剂增长，海外合作进展缓慢

### 仪器收入增速达 85%，微利销售替代投放式销售

- 试剂增速逐年下滑，生化试推封闭式系统，有望带动未来试剂的快速增长。**公司主要试剂产品均为生化诊断试剂，由于国内行业增速保持在 6-7% 左右，公司虽然不断推出新产品，但是试剂增速仍然逐年下降。2016 年公司通过和迈瑞、科华合作，成功注册了 G92000 和 G9800 两款生化分析系统，仪器为全封闭通道，因此采取了仪器微利销售加配套试剂销售模式，2017 年也将继续重点推广仪器销售，从而带动后续自有试剂的增长；另一方面，公司中标青海省人民医院仪器采购合同 2870 万元，并在 2016 年底前交付使用，也将为 2017 年的试剂销售奠定基础。

图表 9：试剂收入增速逐年下滑



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 10：2016 年仪器收入大幅增长



来源：公司年报，中泰证券研究所

- **核心产品继续稳定增长，“小而密”市场推广顺利。**公司核心产品同型半胱氨酸实现销售收入 9959 万元，占总营收 15.43%，同比增长 2.35%；独家品种“小而密”低密度脂蛋白顺利进入多省份收费目录，2017 年将继续重点推广，争取更多省份收费。

#### 罗氏合作即将展开，雅培海外部分仍处于产品注册阶段

- **注册进度缓慢，整体影响 2016 年海外合作进程。**罗氏 21 个产品已注册完毕，由于注册时间较长，根据年报显示，2016 年罗氏采购额仅 2.2 万元，预计 2017 年产品供应将正式开展，预计带来 1000 万左右试剂销售；雅培合作项目目前收到转让费用 310 万美元，换算成人民币为 2080.66 万元，占营业收入的 3.12%，由于本次合作是技术和工艺的授权使用，雅培需要对工艺、配方进行验证和生产线调试，预计在 2017 年开始分批进行 FDA 和 CE 的认证。

## 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。

### 试剂原料研发失败风险

- IVD 试剂核心原料研发具有较高壁垒，全球供应商非常集中，公司研发存在失败的风险。

### 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**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>508</b>	<b>566</b>	<b>667</b>	<b>770</b>	<b>899</b>	<b>1,036</b>	货币资金	645	697	792	1,034	1,120	1,422
增长率	14.32%	11.4%	17.9%	15.4%	16.8%	15.1%	应收款项	217	296	366	417	512	590
营业成本	-146	-158	-211	-269	-329	-387	存货	83	93	97	121	144	164
% 销售收入	28.7%	27.9%	31.5%	34.9%	36.6%	37.4%	其他流动资产	24	47	38	48	58	68
毛利	363	408	457	502	570	649	流动资产	968	1,134	1,293	1,620	1,834	2,244
% 销售收入	71.3%	72.1%	68.5%	65.1%	63.4%	62.6%	% 总资产	92.7%	89.9%	87.9%	90.9%	92.7%	94.6%
营业税金及附加	-7	-8	-9	-10	-12	-13	长期投资	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	固定资产	70	96	161	144	128	111
营业费用	-68	-73	-81	-93	-108	-123	% 总资产	6.7%	7.6%	10.9%	8.1%	6.4%	4.7%
% 销售收入	13.5%	12.9%	12.1%	12.1%	12.0%	11.9%	无形资产	4	4	10	10	11	11
管理费用	-48	-45	-63	-71	-83	-94	非流动资产	76	128	178	162	145	129
% 销售收入	9.5%	7.9%	9.4%	9.2%	9.2%	9.1%	% 总资产	7.3%	10.1%	12.1%	9.1%	7.3%	5.4%
息税前利润 (EBIT)	239	283	304	328	368	418	<b>资产总计</b>	<b>1,044</b>	<b>1,262</b>	<b>1,471</b>	<b>1,782</b>	<b>1,980</b>	<b>2,373</b>
% 销售收入	47.0%	49.9%	45.6%	42.5%	41.0%	40.4%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	3	7	13	14	16	19	应付款项	39	63	60	72	87	101
% 销售收入	-0.6%	-1.2%	-1.9%	-1.8%	-1.8%	-1.8%	其他流动负债	10	16	17	171	24	28
资产减值损失	-4	-7	-6	-2	-5	-6	流动负债	49	79	78	243	110	129
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	8	7	5	5	5	5
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>57</b>	<b>87</b>	<b>83</b>	<b>248</b>	<b>116</b>	<b>134</b>
营业利润	238	282	311	339	379	431	<b>普通股股东权益</b>	<b>987</b>	<b>1,175</b>	<b>1,388</b>	<b>1,534</b>	<b>1,864</b>	<b>2,239</b>
营业利润率	46.8%	49.8%	46.6%	44.0%	42.1%	41.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	8	5	5	5	5	5	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,044</b>	<b>1,262</b>	<b>1,471</b>	<b>1,782</b>	<b>1,980</b>	<b>2,373</b>
税前利润	246	287	316	344	384	436	<b>比率分析</b>						
利润率	48.5%	50.6%	47.3%	44.7%	42.7%	42.1%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-36	-42	-44	-48	-54	-61	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.5%	14.5%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	每股收益(元)	1.693	0.981	0.543	0.592	0.661	0.750
净利润	211	245	272	296	330	375	每股净资产(元)	7.932	4.704	2.777	3.068	3.729	4.478
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流(元)	1.261	0.571	0.487	0.474	0.464	0.595
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>211</b>	<b>245</b>	<b>272</b>	<b>296</b>	<b>330</b>	<b>375</b>	每股股利(元)	0.000	0.000	0.300	0.300	0.000	0.000
净利率	41.4%	43.3%	40.7%	38.4%	36.7%	36.2%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	21.34%	20.85%	19.57%	19.28%	17.71%	16.74%
净利润	211	245	272	296	330	375	总资产收益率	20.17%	19.42%	18.47%	16.60%	16.68%	15.79%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	59.65%	50.56%	43.89%	56.31%	42.54%	43.98%
非现金支出	16	19	19	20	23	23	<b>增长率</b>						
非经营收益	-1	-2	-3	-5	-5	-5	营业收入增长率	14.32%	11.40%	17.87%	15.40%	16.77%	15.15%
营运资金变动	-68	-119	-44	-73	-116	-95	EBIT增长率	14.31%	18.33%	7.67%	7.69%	12.41%	13.48%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>157</b>	<b>143</b>	<b>243</b>	<b>237</b>	<b>232</b>	<b>298</b>	净利润增长率	16.61%	16.33%	10.86%	8.85%	11.67%	13.47%
资本开支	7	53	77	-4	-4	-4	总资产增长率	101.81%	20.80%	16.59%	21.12%	11.10%	19.85%
投资	0	0	0	0	0	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	133.7	164.4	184.0	190.0	200.0	200.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-7</b>	<b>-53</b>	<b>-77</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	存货周转天数	183.3	203.8	165.4	165.0	160.0	155.0
股权募资	311	27	2	0	0	0	应付账款周转天数	49.7	50.6	38.8	35.0	35.0	35.0
债权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	52.4	42.7	61.7	72.4	55.2	42.0
其他	-4	-63	-74	0	-150	0	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>307</b>	<b>-37</b>	<b>-72</b>	<b>0</b>	<b>-150</b>	<b>0</b>	净负债/股东权益	-65.31%	-59.35%	-57.07%	-67.39%	-60.08%	-63.51%
<b>现金净流量</b>	<b>457</b>	<b>53</b>	<b>95</b>	<b>241</b>	<b>86</b>	<b>302</b>	EBIT利息保障倍数	-81.7	-40.8	-23.7	-23.9	-22.8	-22.0
							资产负债率	5.50%	6.86%	5.65%	13.92%	5.84%	5.64%

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。