

科华生物 (002022.SZ) 生物技术行业

评级：买入 维持评级

公司点评

市场价格 (人民币): 22.61 元

三季报业绩平稳增长，业态延伸迈开步伐

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	380.13
总市值(百万元)	11,589.19
年内股价最高最低(元)	32.51/16.96
沪深 300 指数	3345.70
深证成指	10788.97

公司基本情况 (人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.593	0.411	0.478	0.592	0.725
每股净资产(元)	2.55	3.27	3.54	3.94	4.46
每股经营性现金流(元)	0.51	0.44	0.61	0.65	0.81
市盈率(倍)	35.74	70.82	42.45	34.28	27.98
行业优化市盈率(倍)	75.16	127.79	113.92	113.92	113.92
净利润增长率(%)	1.26%	-27.86%	16.38%	23.82%	22.51%
净资产收益率(%)	23.23%	12.58%	13.50%	15.05%	16.26%
总股本(百万股)	492.28	512.57	512.57	512.57	512.57

来源：公司年报、国金证券研究所

相关报告

1. 《与 IVD 巨头战略合作，增强化学发光产品优势-科华生物公司点评》，2016.9.28
2. 《血筛拉动业绩超预期，重回增长轨道-科华生物公司点评》，2016.8.25
3. 《第一单并购落地，外延战略启动-科华生物公司业绩点评》，2015.11.4
4. 《业绩持续低迷，未来有望重拾增长-科华生物业绩点评》，2015.10.28

事件：

- 事件一：科华生物公布 2016 年三季报，公司 2016 年前三季度实现销售收入 10.4 亿元，同比增长 19.33%；实现扣非归属净利润 1.9 亿元，同比增长 16.65%，其中三季度收入 3.5 亿，同比增长 19.86%，扣非净利润 0.63 亿，与去年大致持平。
- 事件二：10 月 27 日上海科华全资附属企业科榕医疗和通许医院签署了《集中采购统一配送合作协议书》，协议为期八年，由科榕医疗全权负责通许医院检验部门所有相关仪器与试剂耗材的整体供应、配送物流及维护等解决方案。通许县人民医院豫东地区著名的县级综合医院，现有病床 1500 多张，大型设备 200 多台。
- 事件三：由于国内资本市场发生重大变化，公司决定注销已完成授予的 367 万份和预留的 41 万份股票期权，合计 408 万份，占公司总股本的 0.7960%，并终止公司《第一期股票期权激励计划》。

点评：

- 不利因素逐渐解除，业绩企稳回升：2015 年公司遭遇多项不利因素叠加出现负增长，2016 年前三季度经过公司积极调整，内生外延措施并举，前三季度业绩止跌回升。公司传统酶免生化业务延续复苏趋势，前三季度预计实现生化收入约 2 亿元，增速达到两位数，酶免也止跌回升；核酸血筛一季度招标取得突破放量，分子检测因此翻倍增长，三季度延续；意大利 TGS 公司收入并表，增厚公司业绩。在上述因素共同作用下，公司第三季度和 1-9 月收入 and 利润均实现增长。如公司金标试纸出口恢复和化学发光业务放量能在四季度和 2017 年逐步恢复，业绩成长将进一步提速。
- 化学发光领域多角度发力，未来成长可期：化学发光免疫是 IVD 行业的重要子领域，市场规模超百亿，其中由外资品牌占据 90% 左右份额，国产替代空间广阔。公司化学发光产品线面世稍晚，但公司已在这一领域集中了大量资源，多线同时取得进展：公司已经成功取得 33 项化学发光产品注册证书并开始自产全自动化学发光分析仪的市场导入；同时积极推进外延收购的意大利 TGS 公司相关化学发光产品的国内注册和产业化进程，并对 TGS 及其旗下奥特珍青岛和深圳奥特库贝公司进行整合和吸收合并，谋求公司研发资源的集中管理和最大利用。2016 年公司于西班牙沃芬集团子公司 Biokit S. A. 签署了《战略合作备忘录》，在国内代理其台式全自动化学发光免疫分析系统，打造主攻小型桌上系统

袁维 联系人
yuan_wei@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

的第三条化学发光产品线，进一步丰富其产品组合，适应差异化的市场需求。我们预计公司化学发光产品将凭借其在国内厂商中相对优异的性能和多样化的适应性逐步取得可观市场份额，为公司贡献重要收入和利润。

- **涉足体外诊断集采业务，公司业态延伸迈出里程碑式一步：**IVD 集成供应和综合服务是近年来涌现的 IVD 流通和服务新模式，在国内扩张迅速。公司此次与通许医院签署统一配送合作协议，开始了业务模式扩展尝试，由单纯的上游 IVD 工业延伸至流通和服务领域。

我们认为公司有能力打造这一业务模式：

- 公司深耕 IVD 工业三十年，在 IVD 仪器和 IVD 试剂方便拥有深厚技术积淀，产品线较全面，覆盖生化、酶免、分子诊断、POCT 等主要 IVD 领域，处于行业领先地位，产品力量扎实；
- 公司在多年经营中建立了遍布全国的 IVD 营销和服务网络，经销商资源丰富；
- 除自产业务外，公司还拥有多年 IVD 代理业务运营经验，和包括希森美康、梅里埃、索灵、汉密尔顿、
- 东芝、日立、Biokit 等诸多国际知名企业开展良好的代理经销等业务合作，已经建立良好的品牌影响力；
- 此外自去年以来已先后与康圣环球（北京）医学技术有限公司、上海医药分销控股有限公司签署战略合作协议，借助专业合作伙伴的平台资源，进一步提高终端市场的服务能力。综上，公司有能力进入医疗服务领域并分享 IVD 流通和医疗服务领域体制变革带来的成长机会，开辟新的市场领域。

延伸业务模式对公司业务发现有双面作用：公司拥有丰富的上游工业业务，与渠道和服务业务有机结合可能产生“1+1>2”的综合优势。一方面，全面自产 IVD 业务将降低集采供应和服务成本，提高产业中下游利润空间；另一方面，而下游供应和服务将进一步促进公司自产产品销售，二者结合形成良性循环。

- **终止股权激励实际情况：**由于公司 2015 年度净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润指标未能满足公司股权激励计划考核要求和相关监管办法要求，公司已不具备实施原有股权激励计划的条件。同时由于公司股价波动，原定期权行权价格与当前股价出现严重倒挂，也不能达到激励效果。因此公司此次终止股权激励计划符合实际情况要求，不会对业绩和经营产生重大影响，预计公司也将适时推出新的激励计划，继续提高管理层和业务骨干的积极性。

盈利预测及投资建议

- 假设今年血筛业务后续中标良好，出口年底前能通过，生化酶免等传统试剂恢复增长；明年开始考虑化学发光、出口大规模恢复的贡献；不考虑新的外延扩张和模式探索。我们预计 2016-2018 年诊断试剂业务能够恢复 15-20%的收入增长，在经营管理稳定的情况下，预计 2016-2018 年 EPS 为 0.474 元、0.569 元、0.682 元，同比增长 15%、20%、20%。扣除 2015 年股权转让的投资收益，预计 2016 年扣非后净利润增长接近 25%。维持“买入”评级

风险提示

- 化学发光市场推广及收入形成不达预期；出口恢复进程缓慢，客户流失

图表 1：三张表预测
损益表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,114	1,218	1,156	1,378	1,528	1,684
增长率		9.3%	-5.1%	19.2%	10.9%	10.2%
主营业务成本	-571	-663	-669	-807	-884	-955
% 销售收入	51.3%	54.4%	57.8%	58.6%	57.8%	56.7%
毛利	543	555	487	571	644	729
% 销售收入	48.7%	45.6%	42.2%	41.4%	42.2%	43.3%
营业税金及附加	-10	-8	-9	-11	-12	-13
% 销售收入	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-147	-141	-170	-193	-206	-219
% 销售收入	13.2%	11.6%	14.7%	14.0%	13.5%	13.0%
管理费用	-67	-80	-105	-113	-115	-118
% 销售收入	6.0%	6.6%	9.1%	8.2%	7.5%	7.0%
息税前利润（EBIT）	319	325	203	254	312	379
% 销售收入	28.7%	26.7%	17.6%	18.4%	20.4%	22.5%
财务费用	9	8	14	13	12	12
% 销售收入	-0.8%	-0.6%	-1.2%	-0.9%	-0.8%	-0.7%
资产减值损失	-3	-3	-1	-2	-2	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	3	22	3	3	3
% 税前利润	1.2%	0.9%	8.7%	1.1%	0.9%	0.7%
营业利润	329	334	238	268	325	393
营业利润率	29.5%	27.4%	20.6%	19.4%	21.3%	23.3%
营业外收支	27	19	11	18	18	18
税前利润	356	353	248	286	343	411
利润率	32.0%	29.0%	21.5%	20.7%	22.5%	24.4%
所得税	-55	-53	-38	-43	-51	-62
所得税率	15.4%	15.0%	15.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	301	300	210	243	292	349
少数股东损益	13	8	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	288	292	211	243	292	349
净利率	25.9%	24.0%	18.2%	17.6%	19.1%	20.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	301	300	210	243	292	349
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	30	36	44	52	57	62
非经营收益	-3	-3	-24	-22	-17	-19
营运资金变动	-78	-83	-6	-16	-17	-9
经营活动现金净流	250	250	224	257	314	383
资本开支	-85	-100	-85	-203	-42	-43
投资	0	-125	-82	-41	-40	-40
其他	0	0	1	3	3	3
投资活动现金净流	-85	-225	-166	-241	-79	-80
股权募资	0	0	309	0	0	0
债权募资	-43	0	0	27	-99	-29
其他	-180	-118	-101	-4	-106	-104
筹资活动现金净流	-223	-118	208	23	-205	-133
现金净流量	-58	-93	266	39	30	171

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	474	381	651	690	720	891
应收款项	152	190	245	255	263	266
存货	219	280	298	310	339	366
其他流动资产	71	65	111	123	126	126
流动资产	916	915	1,305	1,378	1,447	1,649
% 总资产	66.9%	64.1%	63.0%	58.6%	58.7%	60.9%
长期投资	47	50	50	91	130	170
固定资产	245	281	300	315	324	326
% 总资产	17.9%	19.6%	14.5%	13.4%	13.1%	12.0%
无形资产	157	178	410	565	563	560
非流动资产	454	514	767	974	1,018	1,059
% 总资产	33.1%	35.9%	37.0%	41.4%	41.3%	39.1%
资产总计	1,370	1,429	2,072	2,352	2,466	2,708
短期借款	0	0	38	129	30	0
应付款项	89	114	154	175	192	209
其他流动负债	62	37	66	168	175	182
流动负债	150	150	259	472	397	391
长期贷款	0	0	14	14	14	15
其他长期负债	12	11	72	0	0	0
负债	162	161	346	487	411	406
普通股股东权益	1,132	1,257	1,674	1,814	2,003	2,250
少数股东权益	76	11	52	52	52	52
负债股东权益合计	1,370	1,429	2,072	2,352	2,466	2,708

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.586	0.593	0.411	0.474	0.569	0.682
每股净资产	2.300	2.553	3.266	3.538	3.907	4.389
每股经营现金净流	0.508	0.507	0.438	0.502	0.613	0.748
每股股利	0.230	0.200	0.120	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	25.47%	23.23%	12.58%	13.38%	14.56%	15.53%
总资产收益率	21.04%	20.43%	10.17%	10.32%	11.83%	12.91%
投入资本收益率	22.37%	21.64%	9.62%	10.76%	12.63%	13.90%
增长率						
主营业务收入增长率	9.94%	9.28%	-5.10%	19.23%	10.89%	10.21%
EBIT 增长率	20.60%	1.90%	-37.53%	25.04%	22.60%	21.51%
净利润增长率	20.22%	1.26%	-27.86%	15.25%	20.14%	19.84%
总资产增长率	6.59%	4.30%	44.96%	13.53%	4.84%	9.82%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40.7	47.9	64.9	65.0	60.0	55.0
存货周转天数	125.3	137.4	157.7	140.0	140.0	140.0
应付账款周转天数	35.1	33.7	39.1	33.0	33.0	33.0
固定资产周转天数	72.4	76.7	94.8	82.9	76.5	69.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-39.25%	-30.05%	-34.65%	-29.32%	-32.91%	-38.03%
EBIT 利息保障倍数	-37.5	-41.4	-14.8	-19.9	-25.0	-30.3
资产负债率	11.83%	11.29%	16.70%	20.69%	16.68%	15.01%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-06-24	买入	48.10	N/A
2	2015-07-01	买入	39.92	N/A
3	2015-08-31	买入	21.50	30.00~30.00
4	2015-09-08	买入	19.35	30.00~30.00
5	2015-10-28	买入	27.62	30.00~30.00
6	2015-11-04	买入	25.10	30.00~30.00
7	2016-08-25	买入	20.93	N/A
8	2016-09-28	买入	22.78	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

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%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD