



逐步走出业绩低谷，产业升级有望加速

2017.3.13

强烈推荐(维持)

分析师：唐爱金

研究助理：陈家华

电话：020-88836115

020-88836115

邮箱：tangaij@gzgzhs.com.cn

chenjiahua@gzgzhs.com.cn

执业编号：A1310516100001

2016 年经营情况：

公司实现营收 14.00 亿，+21.12%，净利润 2.33 亿，+10.39%，扣非后（15 年科华检验转让收益）增长 20.46%。其中试剂和仪器收入各占一半，自产仪器 1 亿，代理仪器 6 亿；生化试剂接近 3 亿，增速+10%以上；血筛完成全国招标，收入 8000 万，增速+100%以上，市占率 20%。我们认为，公司已逐步走出业绩低谷。

投资观点：

● 内生增长 10%，高于行业整体水平，龙头地位稳固

生化试剂增长 10%以上，略高于行业水平（8-10%），主要增长点：1）仪器试剂捆绑销售，销售策略灵活；2）基层市场增量，由于推行分级诊疗，某些地区新农合可以报销部分刚需诊断项目；3）推广集采模式提高市场覆盖率：如通许县人民医院集采合同；4）开发更多生化检测项目，目前 109 个注册产品。其他业务酶免、血筛等均有有望保持 8-10%的稳定增长。

● HIV 检测试剂盒出口业务即将恢复，逐步增厚公司业绩

HIV 抗体检测试剂盒（胶体金法）是公司出口业务核心产品，主要出口非洲国家，净利率与毛利率接近（约 50%），因为该产品系由 WHO 组织发展中国家集中采购，不产生额外的销售费用。2015 年由于个别原材料供应商违约导致公司出口产品生产工艺面临变更，出口业务暂停。2017 年初通过 WHO 资格预审，意味着出口业务有望年内恢复，我们预计一季度可实现销售。假设 2017 年该产品能达到 2014 年的收入水平的 80%，按照 20%的收入增速测算，该产品未来三年分别能为公司贡献收入 6880 万、8256 万、9907 万元，净利润 3440 万、4128 万、4954 万元，有望逐步增厚公司业绩。

● 化学发光再添新品，代理西班牙 BioFlash 系列有望年内上市

代理西班牙沃芬集团 BioFlash 台式全自动化学发光仪器设计精密小巧，使用方便，可提供 TORCH（该检测领域国际化学发光巨头暂未布局）和多种传染病检测有效满足客户个性化需求，售价 20 多万/台，目前已完成国内注册。假设销售 500 台，按 10%净利率计算，17 年有望贡献利润 1000 万。

● 公司管理层优秀，持续推进外延并购和产业升级

新任总裁丁伟先生具有国际化的学历和工作背景，获得美国南伊利诺伊大学生物学硕士和犹他大学 MBA，先后任职于 Myriad Genetics、礼来、梅里埃等国际巨头，其国际化工作背景有助于公司嫁接全球项目资源，其他高管也多有业内大型企业的工作经验，优秀管理层有望持续推进外延并购和产业升级。方源资本为公司嫁接全球资源，着眼公司长远发展，外延值得期待。

盈利预测与估值：我们预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.45/0.59/0.69 元，对应 PE 分别为 46/35/28 倍。考虑到公司业绩逐步恢复，化学发光产品线逐渐丰富，且外延预期强烈，17 年给与 41 倍 PE，目标价 25 元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：营销与产品推广不达预期，产品研发不达预期。

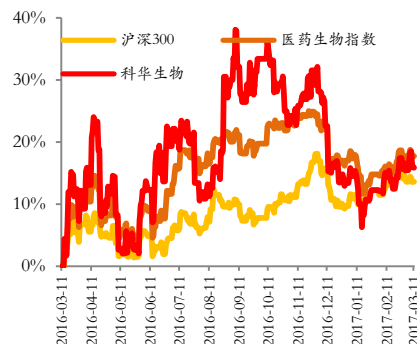
主要财务指标	2015	2016	2017E	2018E
营业收入	1155.8	1399.9	1708.8	2050.6
同比(%)	-5.10%	21.12%	22.07%	20.00%
归属母公司净利润	210.62	232.51	300.30	375.37
同比(%)	-27.86%	10.39%	29.16%	25.00%
每股收益(元)	0.41	0.45	0.59	0.73
P/E	76.33	46.11	35.17	28.42
EV/EBITDA	53.56	24.01	21.29	18.52

现价：20.75

目标价：25

股价空间：20%

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
科华生物	1.74	-5.46	-15.99
医药生物	1.76	-3.55	-3.49
沪深 300	1.32	-1.88	2.64

基本资料

总市值(亿元)	105
总股本(亿股)	5.13
流通股比例	74.16%
资产负债率	15.09%
大股东	League Agent(HK) Limited
大股东持股比例	18.70%

相关报告

广证恒生-科华生物(002022)-点评报告-出口业务正恢复，有望增厚公司业绩超 10%-2017.1.15

广证恒生-科华生物(002022)-三季度业绩受费用拖累，涉足医疗集成供应业务-2016.10.28

广证恒生-科华生物(002022)-战略携手沃芬集团，引入高质量化学发光免疫分析产品-2016.9.27

广证恒生-科华生物(002022)-业绩同比增 32%超预期，新品研发和技术引进加快-2016.8.25

附录：公司财务预测表

资产负债表	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1304.59	1480.52	1754.83	1964.73
现金	650.58	827.31	897.51	1008.84
应收账款	230.80	234.77	285.80	344.54
其它应收款	13.42	5.14	16.86	9.99
预付账款	106.99	61.94	138.52	104.52
存货	297.86	342.62	406.98	487.55
其他	4.94	8.75	9.16	9.28
非流动资产	767.00	711.86	748.30	805.54
长期投资	49.36	52.73	55.35	57.74
固定资产	300.24	296.09	297.14	316.20
无形资产	198.11	216.88	238.00	268.05
其他	219.30	146.16	157.81	163.54
资产总计	2071.59	2192.39	2503.13	2770.27
流动负债	259.37	206.66	292.95	283.94
短期借款	28.28	14.14	16.50	17.68
应付账款	68.36	91.84	97.86	130.76
其他	162.72	100.68	178.59	135.50
非流动负债	86.60	44.33	46.08	46.49
长期借款	14.26	10.83	8.29	5.91
其他	72.34	33.50	37.79	40.59
负债合计	345.97	250.99	339.03	330.43
少数股东权益	51.57	56.10	59.46	62.52
归属母公司股东权益	1674.05	1876.10	2095.42	2368.11
负债和股东权益	2071.59	2183.18	2493.92	2761.06

利润表	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1155.78	1399.90	1708.80	2050.60
营业成本	668.59	801.49	940.70	1125.83
营业税金及附加	8.97	10.54	12.22	14.72
营业费用	170.23	185.59	219.98	265.41
管理费用	104.68	106.55	129.29	156.10
财务费用	-13.74	-12.93	-16.57	-20.30
资产减值损失	0.97	2.25	2.38	2.74
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	21.59	12.56	13.99	14.78
营业利润	237.68	300.23	347.89	405.37
营业外收入	11.08	16.75	15.33	15.09
营业外支出	0.53	0.51	0.47	0.49
利润总额	248.23	316.47	362.76	419.97
所得税	38.38	48.39	55.49	64.35
净利润	209.86	268.08	307.26	355.62
少数股东损益	-0.77	4.52	3.36	3.06
归属母公司净利润	210.62	232.51	300.30	375.37
EBITDA	291.12	385.59	431.87	490.90
EPS (摊薄)	0.41	0.45	0.59	0.73

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生

现金流量表	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	224.30	282.93	227.36	284.76
净利润	209.86	268.08	307.26	355.62
折旧摊销	43.23	70.17	71.00	73.18
财务费用	-13.74	-12.93	-16.57	-20.30
投资损失	-21.59	-12.56	-13.99	-14.78
营运资金变动	-49.17	-30.43	-120.24	-108.91
其它	55.70	0.61	-0.09	-0.05
投资活动现金流	-165.91	-3.09	-93.35	-115.58
资本支出	190.75	-19.07	29.43	52.00
长期投资	-0.15	3.38	2.62	2.39
其他	24.69	-18.78	-61.30	-61.19
筹资活动现金流	206.06	-103.12	-63.81	-57.85
短期借款	28.28	-14.14	2.36	1.18
长期借款	14.26	-3.43	-2.54	-2.38
其他	163.52	-85.54	-63.63	-56.65
现金净增加额	264.45	176.73	70.21	111.33

主要财务比率	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	-0.05	0.21	0.22	0.20
营业利润增长率	-0.29	0.26	0.16	0.17
归属于母公司净利润增	-0.28	0.10	0.29	0.25
获利能力	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率	0.42	0.42	0.42	0.42
净利率	0.18	0.19	0.19	0.18
ROE	0.14	0.13	0.15	0.16
ROIC	0.12	0.14	0.14	0.15
偿债能力				
资产负债率	0.17	0.11	0.14	0.12
净负债比率	0.03	0.01	0.01	0.01
流动比率	5.03	7.16	5.99	6.92
速动比率	3.88	5.51	4.60	5.20
营运能力	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	0.66	0.65	0.69	0.73
应收账款周转率	0.20	0.17	0.18	0.18
应付账款周转率	9.33	10.01	9.92	9.85
每股指标 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.51	0.59	0.69
每股经营现金流(最新)	0.44	0.55	0.44	0.56
每股净资产(最新摊薄)	3.37	3.77	4.20	4.74
估值比率	0.00	0.00	0.00	0.00
P/E	76.33	45.42	34.65	28.00
P/B	9.60	5.31	4.76	4.21
EV/EBITDA	53.56	24.01	21.29	18.52

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，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“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。