

2017年04月20日

公司研究•证券研究报告

科华生物 (002022.SZ)

血筛持续放量，业绩加速恢复

投资要点

- ◆ **事件：**公司发布 2016 年年报，公司 2016 年全年实现营业收入 13.97 亿元，同比上升 20.84%，实现归母净利润 2.32 亿元，同比上升 10.34%，EPS 为 0.45 元。同时，公司发布利润分配预案，每 10 股派发现金红利 1.35 元（含税）。
- ◆ **业绩加速恢复，费用控制良好：**若扣除 2015 年度出售上海科华检验医学产品有限公司股权产生的股权转让收益 2,072 万元及所得税影响，2016 年公司归母净利润同比上升 22.38%。分产品看，2016 年公司医疗器械实现营业收入 7.06 亿元，同比上升 10.12%，营收占比达 50.55%；诊断试剂实现营业收入 6.91 亿元，同比上升 35.99%，营收占比达 49.45%，增速迅猛。期间费用方面，公司 2016 年销售费用 2.18 亿元，同比上升 28.27%，主要由于 TGS 并表所致；管理费用 1.12 亿元，同比上升 6.53%；财务费用 -1,660.80 万元，同比下降 20.85%，主要由于购买结构性存款增加的利息收入。对应的销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 15.63% (+0.90PCT)、7.98% (-1.08PCT) 和 -1.19% (+0PCT)，公司总体费用情况控制良好。
- ◆ **血筛业务增速迅速，有望做出持续性营收贡献：**公司试剂业务实现高增长的一大重要原因是公司血筛业务的快速增长。公司 2015 底在全国核酸血筛业务招标中取得领先优势，公司血筛业务目前已覆盖 17 个省市 70 余家终端客户，其中包含 11 家省市级血液中心。受益于 2015 年底血筛的大规模中标，2016 年公司血筛业务增长迅猛，分子诊断试剂销售同比增长 82.29%。我们认为市场对血筛的需求是持续性的；在招标过程中的仪器装机量对后期试剂销售会产生持续性影响，因此公司血筛业务的增长是具有稳定性和可持续性的，预计后续这块业务会有持续性的营收保障。
- ◆ **自产+并购并进，化学发光实现多角度齐布局：**化学发光领域，公司通过自产发光设备+TGS 大型发光设备+Bio-Flash 小型化学发光系统三者相结合的模式进行布局。公司自产的卓越系列产品主要定位在二级市场，而意大利 TGS 的国产化产品未来将定位于中高端细分市场，主要与进口化学发光仪器竞争市场，西班牙公司 Biokit 旗下的 Bio-Flash 台式全自动化学发光免疫分析仪设计精密小巧，使用方便，加上其配套的多项高质量免疫检测试剂，可为国内各类医疗机构提供灵活高效的解决方案。公司在收购与自研并进的情况下，逐步完善化学发光体外，未来有望实现“弯道超车”，成为公司一大业绩增长点。
- ◆ **消极因素消除，海外出口有望持续恢复：**2017 年 1 月，公司收到信函，确认公司产品人类免疫缺陷病毒抗体检测试剂盒（胶体金法）V2 已经通过世卫组织体外诊断产品资格预审。因 2015 年个别原料供应商的违约事件导致的出口停滞的影响已经消除，公司未来出口业务有望持续好转。同时，随着公司对 TGS 的整合，公司将充分利用意大利 TGS 业已具备的欧盟主要国家成熟的销售网络和客户资源，进一步发展公司的出口业务。

动态分析

医药 | 生物医药 III

投资评级

买入-A(维持)

6 个月目标价

25 元

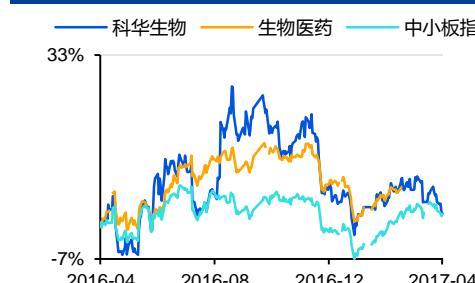
股价(2017-04-20)

19.56 元

交易数据

总市值 (百万元)	10,025.85
流通市值 (百万元)	7,435.48
总股本 (百万股)	512.57
流通股本 (百万股)	380.14
12 个月价格区间	17.50/24.86 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.99	-8.67	-3.98
绝对收益	-4.45	0.1	-6.37

分析师

徐曼
 SAC 执业证书编号：S0910516020001
 xuman@huajinsc.cn
 021-20655643

报告联系人

郑巧
 zhengqiao@huajinsc.cn
 021-20655738

相关报告

科华生物：血筛业务增量迅猛，海外销售有望持续好转 2017-02-23

科华生物：海外销售有望持续好转，看好化学发光产品 2016-10-28

- ◆ **投资建议**：我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.58、0.67 和 0.79 元。维持买入-A 建议，6 个月目标价为 25 元，相当于 2017 年 43 倍的市盈率。
- ◆ **风险提示**：合作不达预期，研发不达预期，整合不达预期，竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1,155.8	1,396.7	1,665.4	1,981.5	2,338.0
同比增长(%)	-5.1%	20.8%	19.2%	19.0%	18.0%
营业利润(百万元)	237.7	256.1	339.8	391.6	462.2
同比增长(%)	-28.8%	7.8%	32.7%	15.2%	18.0%
净利润(百万元)	210.6	232.4	299.4	344.1	405.0
同比增长(%)	-27.9%	10.3%	28.8%	14.9%	17.7%
每股收益(元)	0.41	0.45	0.58	0.67	0.79
PE	47.6	43.1	33.5	29.1	24.8
PB	6.0	5.4	4.9	4.4	3.9

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、业绩加速恢复，费用控制良好.....	4
二、血筛业务增速迅速，有望做出持续性营收贡献.....	6
三、自产+并购并进，化学发光实现多角度齐布局	6
四、消极因素消除，海外出口有望持续恢复	6
五、盈利预测.....	7
六、风险提示.....	7

图表目录

图 1：公司历年营业收入情况（单位：百万元，%）.....	4
图 2：公司历年净利润情况（单位：百万元，%）.....	4
图 3：公司营业收入分季度情况（单位：百万元，%）.....	4
图 4：公司净利润分季度情况（单位：百万元，%）.....	4
图 5：公司营业收入分产品情况（单位：百万元，%）.....	5
图 6：2016 年公司营业收入分产品情况（单位：%）.....	5
图 7：公司历年毛利率分产品情况（单位：%）.....	5
图 8：公司历年毛利率与净利率情况（单位：%）.....	5
图 9：公司历年期间费用情况（单位：百万元，%）.....	6
图 10：公司历年期间费用率情况（单位：%）.....	6

事件 公司发布 2016 年年报 ,公司 2016 年全年实现营业收入 13.97 亿元 , 同比上升 20.84% , 实现归母净利润 2.32 亿元 , 同比上升 10.34% , EPS 为 0.45 元。同时 , 公司发布利润分配预案 , 每 10 股派发现金红利 1.35 元 (含税) 。

一、业绩加速恢复，费用控制良好

公司 2016 年全年实现营业收入 13.97 亿元 , 同比上升 20.84% 实现归母净利润 2.32 亿元 , 同比上升 10.34% 。扣除 2015 年度出售上海科华检验医学产品有限公司股权产生的股权转让收益 2,072 万元及所得税影响 , 2016 年公司归母净利润同比上升 22.38% 。

图 1 : 公司历年营业收入情况 (单位 : 百万元 , %)

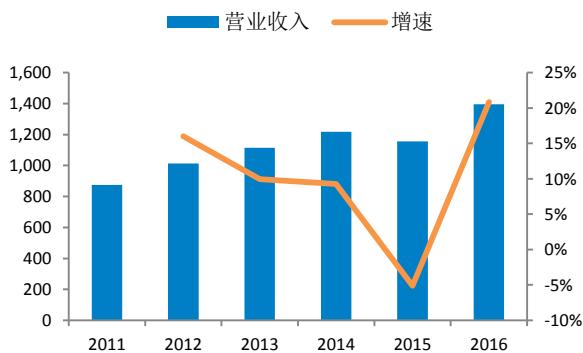
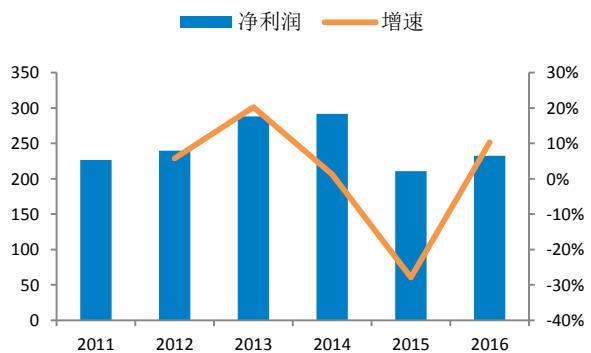


图 2 : 公司历年净利润情况 (单位 : 百万元 , %)



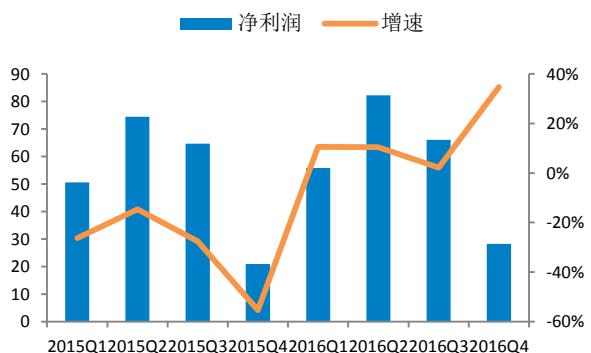
资料来源 : wind , 华金证券研究所

资料来源 : wind , 华金证券研究所

图 3 : 公司营业收入分季度情况 (单位 : 百万元 , %)



图 4 : 公司净利润分季度情况 (单位 : 百万元 , %)



资料来源 : wind , 华金证券研究所

资料来源 : wind , 华金证券研究所

分产品看 , 2016 年公司医疗器械实现营业收入 7.06 亿元 , 同比上升 10.12% , 营收占比达 50.55% ; 诊断试剂实现营业收入 6.91 亿元 , 同比上升 35.99% , 营收占比达 49.45% , 增速迅猛。

图 5 : 公司营业收入分产品情况 (单位 : 百万元 , %)

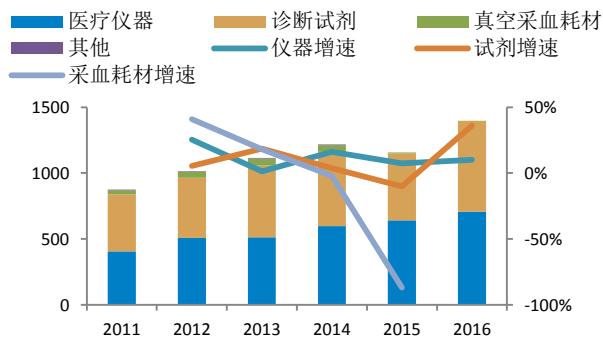
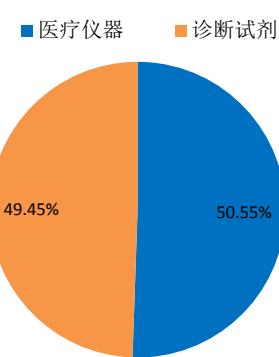


图 6 : 2016 年公司营业收入分产品情况 (单位 : %)



资料来源 : wind , 华金证券研究所

资料来源 : wind , 华金证券研究所

毛利率方面，公司 2016 年毛利率 41.71%，同比下降 0.44PCT。其中医疗仪器和诊断试剂毛利率分别为 18.92% (-1.96PCT) 和 64.99% (-4.45PCT)，公司诊断试剂毛利率出现了加大幅度的下滑，主要由于 TGS 并表，海外的毛利率低于国内。

图 7 : 公司历年毛利率分产品情况 (单位 : %)

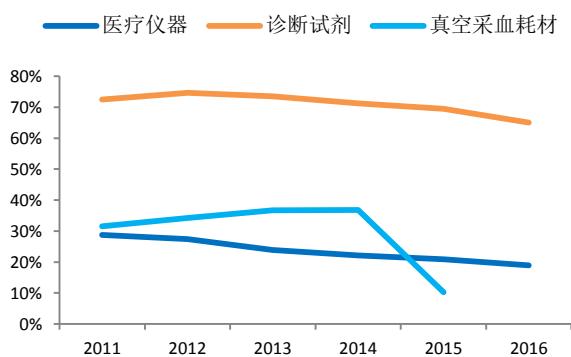
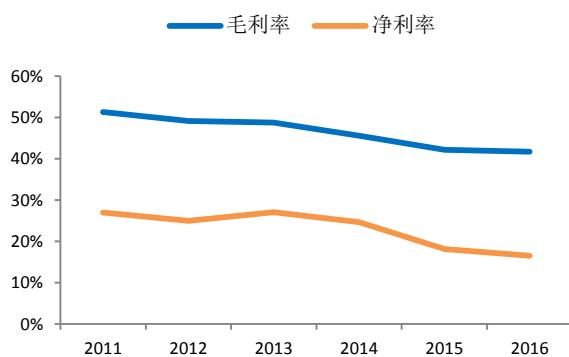


图 8 : 公司历年毛利率与净利率情况 (单位 : %)



资料来源 : wind , 华金证券研究所

资料来源 : wind , 华金证券研究所

期间费用方面，公司 2016 年销售费用 2.18 亿元，同比上升 28.27%，主要由于 TGS 并表所致；管理费用 1.12 亿元，同比上升 6.53%；财务费用 -1,660.80 万元，同比下降 20.85%，主要由于购买结构性存款增加的利息收入。对应的销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 15.63% (+0.90PCT)、7.98% (-1.08PCT) 和 -1.19% (+0PCT)，公司总体费用情况控制良好。

图 9：公司历年期间费用情况（单位：百万元，%）

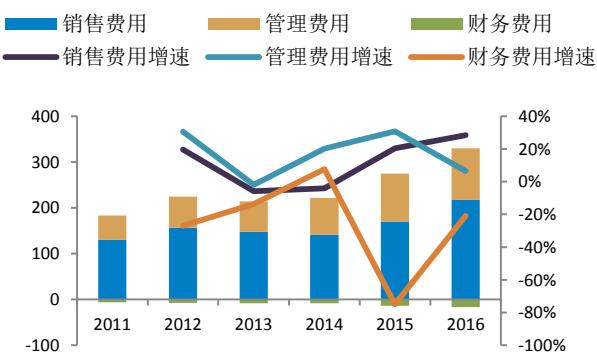
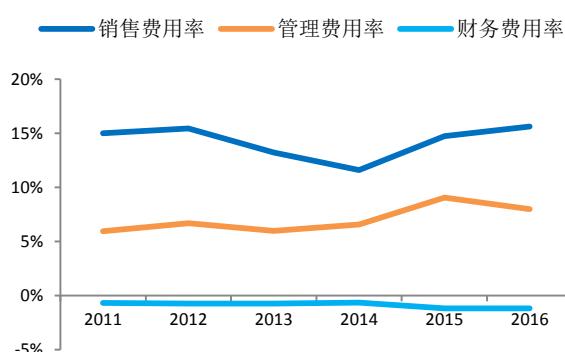


图 10：公司历年期间费用率情况（单位：%）



资料来源：wind，华金证券研究所

资料来源：wind，华金证券研究所

二、血筛业务增速迅速，有望做出持续性营收贡献

公司试剂业务实现高增长的一大重要原因是公司血筛业务的快速增长。公司2015年底在全国核酸血筛业务招标中取得领先优势，公司血筛业务目前已覆盖17个省市70余家终端客户，其中包括11家省市级血液中心。受益于2015年底血筛的大规模中标，2016年公司血筛业务增长迅猛，分子诊断试剂销售同比增长82.29%。我们认为市场对血筛的需求是持续性的；在招标过程中的仪器装机量对后期试剂销售会产生持续性影响，因此公司血筛业务的增长是具有稳定性和可持续性的，预计后续这块业务会有持续性的营收保障。

三、自产+并购并进，化学发光实现多角度齐布局

化学发光仪器方面，公司自主研发的化学发光仪器2015年5月份正式上市，预期是用2年时间实现产品的市场布局导入，2017年有望放量。同时，公司2015年成功收购意大利诊断试剂企业TGS100%股权，目前正在加快推进TGS相关体外诊断试剂及全自动化学发光仪器的技术转移及国内注册工作。另一方面，公司已同西班牙沃芬集团(Werfen Group.)子公司Biokit S.A.公司已签订了《战略联盟和分销协议》，确定了公司在国内全面代理Biokit旗下BioFlash台式全自动化学发光免疫分析系统及其传染病试剂相关事项的商业条款和分销政策。总结来看，公司自产的卓越系列产品主要定位在二级市场，而意大利TGS的国产化产品未来将定位于中高端细分市场，主要与进口化学发光仪器竞争市场，西班牙公司Biokit旗下的Bio-Flash台式全自动化学发光免疫分析仪设计精密小巧，使用方便，加上其配套的多项高质量免疫检测试剂，可为国内各类医疗机构提供灵活高效的解决方案。公司在收购与自研并进的情况下，逐步完善化学发光体外，未来有望实现“弯道超车”，成为公司一大业绩增长点。

四、消极因素消除，海外出口有望持续恢复

2017年1月，公司收到信函，确认公司产品人类免疫缺陷病毒检测试剂盒(胶体金法)V2已经通过世卫组织体外诊断产品资格预审。因2015年个别原料供应商的违约事件导致的出

口停滞的影响已经消除，公司未来出口业务有望持续好转。同时，随着公司对 TGS 的整合，公司将充分利用意大利 TGS 业已具备的欧盟主要国家成熟的销售网络和客户资源，进一步发展公司的出口业务。

五、盈利预测

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.58、0.67 和 0.79 元。维持买入-A 建议，6 个月目标价为 25 元，相当于 2017 年 43 倍的市盈率。

六、风险提示

合作不达预期，研发不达预期，整合不达预期，竞争加剧。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,155.8	1,396.7	1,665.4	1,981.5	2,338.0	年增长率	-5.1%	20.8%	19.2%	19.0%	18.0%
减: 营业成本	668.6	814.2	965.9	1,139.4	1,344.3	营业收入增长率	-28.8%	7.8%	32.7%	15.2%	18.0%
营业税费	9.0	13.6	13.5	16.9	20.6	净利润增长率	-27.9%	10.3%	28.8%	14.9%	17.7%
销售费用	170.2	218.4	233.0	293.0	346.1	EBITDA 增长率	-25.7%	13.5%	30.0%	12.2%	15.2%
管理费用	104.7	111.5	131.1	164.5	188.3	EBIT 增长率	-31.3%	7.0%	37.4%	14.6%	17.8%
财务费用	-13.7	-16.6	-10.8	-14.4	-17.8	NOPLAT 增长率	-31.7%	7.3%	37.3%	14.5%	17.9%
资产减值损失	1.0	0.8	1.5	1.1	1.2	投资资本增长率	20.9%	5.6%	14.0%	-0.1%	6.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	36.1%	10.1%	10.7%	11.4%	12.0%
投资和汇兑收益	21.6	1.4	8.7	10.5	6.9	盈利能力					
营业利润	237.7	256.1	339.8	391.6	462.2	毛利率	42.2%	41.7%	42.0%	42.5%	42.5%
加: 营业外净收支	10.6	16.1	15.3	14.0	15.1	营业利润率	20.6%	18.3%	20.4%	19.8%	19.8%
利润总额	248.2	272.2	355.2	405.6	477.4	净利润率	18.2%	16.6%	18.0%	17.4%	17.3%
减: 所得税	38.4	41.4	54.0	62.0	72.7	EBITDA/营业收入	23.1%	21.7%	23.6%	22.3%	21.8%
净利润	210.6	232.4	299.4	344.1	405.0	EBIT/营业收入	19.4%	17.1%	19.8%	19.0%	19.0%
资产负债表											
	2015	2016	2017E	2018E	2019E						
货币资金	650.6	747.5	800.1	1,029.0	1,232.4	偿债能力					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	资产负债率	16.7%	18.2%	11.2%	17.0%	12.8%
应收帐款	244.2	236.0	312.7	377.5	418.6	负债权益比	20.0%	22.2%	12.7%	20.5%	14.7%
应收票据	1.2	0.9	7.2	0.3	7.6	流动比率	5.03	4.52	7.77	5.22	7.57
预付帐款	107.0	187.9	67.5	262.3	148.1	速动比率	3.88	3.56	5.66	4.07	5.73
存货	297.9	318.0	446.2	469.7	584.0	利息保障倍数	-16.30	-14.42	-30.54	-26.13	-24.90
其他流动资产	3.7	10.7	8.1	7.5	8.8	营运能力					
可供出售金融资产	0.1	1.7	0.6	0.8	1.0	固定资产周转天数	87	78	62	43	30
持有至到期投资	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	127	114	118	123	121
长期股权投资	49.4	46.7	46.7	46.7	46.7	流动资产周转天数	346	362	340	344	350
投资性房地产	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	应收帐款周转天数	67	62	59	63	61
固定资产	300.2	308.5	262.4	216.3	170.2	存货周转天数	90	79	83	83	81
在建工程	0.2	8.3	8.3	8.3	8.3	总资产周转天数	545	566	507	472	450
无形资产	87.1	111.6	93.5	75.4	57.3	投资资本周转天数	287	267	246	220	193
其他非流动资产	329.3	344.7	317.2	332.4	330.5	费用率					
资产总额	2,071.6	2,323.2	2,371.2	2,827.0	3,014.4	销售费用率	14.7%	15.6%	14.0%	14.8%	14.8%
短期债务	28.3	18.3	-	-	-	管理费用率	9.1%	8.0%	7.9%	8.3%	8.1%
应付帐款	100.5	131.8	134.2	191.0	188.2	财务费用率	-1.2%	-1.2%	-0.6%	-0.7%	-0.8%
应付票据	-	-	-	-	-	三费/营业收入	22.6%	22.4%	21.2%	22.4%	22.1%
其他流动负债	130.6	181.8	77.0	220.5	128.8	投资回报率					
长期借款	14.3	7.7	-	-	-	ROE	12.6%	12.6%	14.6%	15.0%	15.8%
其他非流动负债	72.3	82.9	55.4	70.2	69.5	ROA	10.1%	9.9%	12.7%	12.2%	13.4%
负债总额	346.0	422.5	266.5	481.6	386.5	ROIC	22.7%	20.2%	26.2%	26.3%	31.1%
少数股东权益	51.6	55.9	57.6	57.0	56.6	分红指标					
股本	512.6	512.6	512.6	512.6	512.6	DPS(元)	0.12	0.14	0.18	0.20	0.24
留存收益	1,160.9	1,328.7	1,534.6	1,775.8	2,058.7	分红比率	29.2%	29.8%	30.9%	30.0%	30.2%
股东权益	1,725.6	1,900.7	2,104.7	2,345.3	2,627.8	股息收益率	0.6%	0.7%	0.9%	1.0%	1.2%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	209.9	230.8	299.4	344.1	405.0
加: 折旧和摊销	43.2	63.5	64.2	64.2	64.2
资产减值准备	1.0	0.8	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	-1.4	3.4	-10.8	-14.4	-17.8
投资损失	-21.6	-1.4	-8.7	-10.5	-6.9
少数股东损益	-0.8	-1.6	1.7	-0.6	-0.4
营运资金的变动	24.1	-15.2	-185.6	-78.3	-143.1
经营活动产生现金流量	224.3	281.3	160.3	304.5	301.1
投资活动产生现金流量	-165.9	-104.6	9.8	10.4	6.6
融资活动产生现金流量	206.1	-78.9	-117.5	-85.9	-104.3

资料来源：贝格数据华金证券研究所

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.41	0.45	0.58	0.67	0.79
BVPS(元)	3.27	3.60	3.99	4.46	5.02
PE(X)	47.6	43.1	33.5	29.1	24.8
PB(X)	6.0	5.4	4.9	4.4	3.9
P/FCF	112.8	61.8	84.0	28.8	30.9
P/S	8.7	7.2	6.0	5.1	4.3
EV/EBITDA	35.1	30.6	23.4	20.3	17.2
CAGR(%)	17.9%	20.6%	0.1%	17.9%	20.6%
PEG	2.7	2.1	307.3	1.6	1.2
ROIC/WACC	2.2	1.9	2.5	2.5	3.0

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会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，也可能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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应用认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn