

评级：增持 下调评级

公司点评

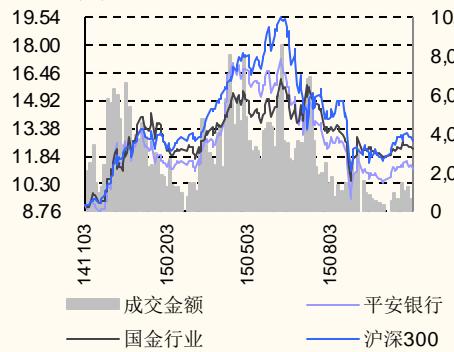
市场价格(人民币): 19.45元

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)	9,969.47
年内股价最高最低(元)	24.36/18.10
沪深300指数	3446.72
深证成指	10229.19

人民币(元) 成交金额(百万元)



## 渠道库存消化导致自产下滑 影响一季报业绩表现

## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.411	0.453	0.494	0.621	0.755
每股净资产(元)	3.27	3.60	3.96	4.43	5.03
每股经营性现金流(元)	0.44	0.55	0.48	0.53	0.86
市盈率(倍)	70.82	44.11	39.71	31.55	25.97
行业优化市盈率(倍)	34.60	34.60	34.60	34.60	34.60
净利润增长率(%)	-27.86%	10.34%	8.85%	25.88%	21.48%
净资产收益率(%)	12.58%	12.60%	12.47%	14.03%	14.99%
总股本(百万股)	512.57	512.57	512.57	512.57	512.57

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 科华生物公布2017年一季报,报告期内,公司代理业务保持较快增长;由于消化渠道库存原因,当期自产试剂销售出现一定下滑。实现营业收入36154万元,同比增长5.82%,实现归属于母公司的合并净利润4376万元,同比下降21.68%。扣非净利润4035万元,同比下滑21.36%。
- 公司预计2017年上半年净利润变动幅度为-20% - 10%,上半年净利润预计区间为11046万元至15188万元。

## 相关报告

- 《业绩不断改善 17年多重机遇值得期待-科华生物公司点评》, 2017.4.21
- 《符合预期,业务新变化带来未来增长潜力-科华生物公司点评》, 2017.2.24
- 《出口恢复进程取得突破 通过世界卫生组织资格预审-科华生物公司...》, 2017.1.16
- 《三季报业绩平稳增长,业态延伸迈开步伐-科华生物公司点评》, 2016.10.28
- 《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

## 点评

- 消化渠道库存原因带来业绩低谷,后续有望逐步恢复:**本报告期代理产品维持较快增长,净利润下降的主要原因是公司对渠道库存进行清理,导致公司自产品收入利润出现下降,扣非净利润比去年下滑1100万元左右。公司管理层完成以后,对于公司渠道和战略布局进行了调整,公司以产品为核心、以客户为导向,按照产品为核心来调整内部组织结构与人员配置,按照终端客户需求来优化整合终端渠道资源。我们认为公司此次业绩下滑是公司经营调整的阵痛和暂时代价,随着后续季度自产品的情况改善,结合公司代理业务的持续增长、出口业务的恢复,以及分子诊断、化学发光等新兴领域的放量,我们认为当前已经是公司业绩低点,未来随着公司战略调整的完成,业绩有望持续改善。
- 化学发光今年着力推向市场,有望逐步开始放量:**公司代理西班牙Biokit公司台式化学发光仪,今年正式推向市场,该产品定位于需要小型紧凑化学发光平台的客户,性能和项目特色突出,有望适应客户的差异化需求,在细分市场取得较大突破。同时公司也在积极推进意大利TGS公司的技术消化和国内市场导入,此外公司自有的卓越化学发光平台也正在积极推广之中,2017年有望成为公司化学发光市场放量元年。
- 出口业务开始恢复进程:**公司2014年人类免疫缺陷病毒检测试剂盒(胶体金法)业务实现出口达数千万人份,对整体业绩有重大贡献。由于原材料供应商违约,工艺变更需,公司出口业务陷于停滞。2017年初公司人类免疫缺陷病毒检测试剂盒(胶体金法)V2通过世界卫生组织资格预审,出口业务正在渐进恢复当中。公司充分利用产品优

袁维

联系人  
yuan\_wei@gjzq.com.cn

李敬雷

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

势和品牌影响力，积极布局渠道资源，寻找深入合作机会

- **公司管理团队趋于稳定，后续激励将适时推出：**随着新任总裁丁伟先生到任，公司管理团队已经基本稳定，着手开始经营和战略调整过程。公司前期激励计划由于二级市场变化等原因已经不能达到激励效果，故于2016年10月终止。由于股权激励已经成为公司制度化常态化的激励手段，我们预计公司根据实际情况适时推出新一期股权激励计划。

### 盈利预测

- 考虑到公司当前调整对业绩的影响，我们调整盈利预测，预测公司2017-2019年EPS为0.49、0.62、0.76元，同比增长8.9%、25.9%、21.5%。调整评级至“增持”。预计未来随着出口恢复、发光产品放量等因素落地，业绩将逐步走出低谷。

### 风险提示

- 公司化学发光恢复不达预期；出口恢复慢于预期

## 附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)					
主营业务收入	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	货币资金	2014	2015	2016	2017E	2018E
	1,218	1,156	1,397	1,600	1,950	2,250	应收款项					
增长率		-5.1%	20.8%	14.6%	21.9%	15.4%	存货					
主营业务成本	-663	-669	-814	-960	-1,130	-1,270	其他流动资产	65	111	199	193	227
%销售收入	54.4%	57.8%	58.3%	60.0%	57.9%	56.4%	流动资产	915	1,305	1,501	1,946	2,255
毛利	555	487	583	640	820	980	%总资产	64.1%	63.0%	64.6%	80.5%	82.7%
%销售收入	45.6%	42.2%	41.7%	40.0%	42.1%	43.6%	长期投资	50	50	49	49	49
营业税金及附加	-8	-9	-14	-14	-18	-20	固定资产	281	300	317	312	311
%销售收入	0.7%	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	%总资产	19.6%	14.5%	13.6%	12.9%	11.4%
营业费用	-141	-170	-218	-228	-293	-343	无形资产	178	410	447	112	112
%销售收入	11.6%	14.7%	15.6%	14.3%	15.0%	15.3%	非流动资产	514	767	822	473	472
管理费用	-80	-105	-112	-128	-171	-203	%总资产	35.9%	37.0%	35.4%	19.5%	17.3%
%销售收入	6.6%	9.1%	8.0%	8.0%	8.8%	9.0%	资产总计	1,429	2,072	2,323	2,419	2,727
息税前利润(EBIT)	325	203	239	270	339	414	短期借款	0	38	31	0	0
%销售收入	26.7%	17.6%	17.1%	16.9%	17.4%	18.4%	应付款项	114	154	233	241	289
财务费用	8	14	17	18	24	29	其他流动负债	37	66	67	86	104
%销售收入	-0.6%	-1.2%	-1.2%	-1.1%	-1.2%	-1.3%	流动负债	150	259	332	327	393
资产减值损失	-3	-1	-1	0	0	0	长期贷款	0	14	8	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	11	72	83	0	0
投资收益	3	22	1	5	5	5	负债总计	161	346	422	335	401
%销售收入	0.9%	8.7%	0.5%	1.7%	1.3%	1.1%	普通股股东权益	1,257	1,674	1,845	2,029	2,270
营业利润	334	238	256	293	368	448	少数股东权益	11	52	56	56	56
营业利润率	27.4%	20.6%	18.3%	18.3%	18.9%	19.9%	负债股东权益合计	1,429	2,072	2,323	2,419	2,727
营业外收支	19	11	16	5	7	8						
税前利润	353	248	272	298	375	455						
利润率	29.0%	21.5%	19.5%	18.6%	19.2%	20.2%						
所得税	-53	-38	-41	-45	-56	-68						
所得税率	15.0%	15.5%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%						
净利润	300	210	231	253	318	387						
少数股东损益	8	-1	-2	0	0	0						
归属于母公司的净利润	292	211	232	253	318	387						
净利率	24.0%	18.2%	16.6%	15.8%	16.3%	17.2%						
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析					
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E
净利润	300	210	231	253	318	387	<b>每股指标</b>					
少数股东损益	8	-1	-2	0	0	0	每股收益	0.593	0.411	0.453	0.494	0.621
非现金支出	35	43	64	56	61	68	每股净资产	2.553	3.266	3.599	3.958	4.429
非经营收益	-3	-24	-1	0	-11	-12	每股经营现金净流	0.506	0.436	0.548	0.476	0.532
营运资金变动	-83	-6	-13	-65	-95	-2	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.135	0.150
<b>经营活动现金净流</b>	<b>249</b>	<b>224</b>	<b>281</b>	<b>244</b>	<b>273</b>	<b>440</b>						
资本开支	-100	-85	-103	289	-53	-62	<b>回报率</b>					
投资	-125	-82	-6	-1	0	0	净资产收益率	23.23%	12.58%	12.60%	12.47%	14.03%
其他	0	1	4	5	5	5	总资产收益率	20.43%	10.17%	10.00%	10.46%	11.68%
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-225</b>	<b>-166</b>	<b>-105</b>	<b>293</b>	<b>-48</b>	<b>-57</b>	投入资本收益率	21.83%	9.67%	10.45%	10.95%	12.36%
股权筹资	0	309	0	0	0	0	<b>增长率</b>					
债权筹资	0	0	-15	-111	0	0	主营业务收入增长率	9.28%	-5.10%	20.84%	14.56%	21.88%
其他	-118	-101	-61	-70	-77	-77	EBIT增长率	1.90%	-37.53%	17.56%	12.80%	25.86%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-118</b>	<b>208</b>	<b>-77</b>	<b>-182</b>	<b>-77</b>	<b>-77</b>	净利润增长率	1.26%	-27.86%	10.34%	8.85%	25.88%
<b>现金净流量</b>	<b>-94</b>	<b>266</b>	<b>99</b>	<b>355</b>	<b>147</b>	<b>305</b>	总资产增长率	4.30%	44.96%	12.15%	4.14%	12.70%

来源：公司年报、国金证券研究所

**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	2	9
增持	0	0	0	3	11
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.60</b>	<b>1.55</b>

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	2015-10-28	买入	27.62	30.00~30.00
2	2015-11-04	买入	25.10	30.00~30.00
3	2016-08-25	买入	20.93	N/A
4	2016-09-28	买入	22.78	N/A
5	2016-10-28	买入	22.61	N/A
6	2017-01-16	买入	19.40	N/A
7	2017-02-24	买入	20.71	N/A
8	2017-04-21	买入	19.56	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靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认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