

科华生物 (002022)

增持 (维持)

销售平稳增长, 研发及战投引入顺利推进

市场数据

| 报告日期 | 2014-10-28 |
|-----------|------------|
| 收盘价(元) | 25.92 |
| 总股本(百万股) | 492.28 |
| 流通股本(百万股) | 380.12 |
| 总市值(百万元) | 12759.83 |
| 流通市值(百万元) | 9852.73 |
| 净资产(百万元) | 1210.05 |
| 总资产(百万元) | 1358.39 |
| 每股净资产 | 2.46 |

相关报告

《业绩平稳增长, 股权转让完毕长期逻辑向好》2014-08-22
《业绩平稳增长, 新品获批提速》2014-07-28
《增长阶段性减速, 长期逻辑依旧》2014-04-20

分析师:

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn
S0190513080003

项军

xiangjun@xyzq.com.cn
S0190512040001

主要财务指标

| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1114 | 1247 | 1491 | 1797 |
| 同比增长(%) | 10.0% | 11.9% | 19.6% | 20.5% |
| 净利润(百万元) | 288 | 310 | 375 | 452 |
| 同比增长(%) | 20.2% | 7.5% | 21.0% | 20.7% |
| 毛利率(%) | 48.7% | 48.4% | 48.5% | 48.6% |
| 净利润率(%) | 25.9% | 24.9% | 25.1% | 25.2% |
| 净资产收益率(%) | 25.5% | 23.3% | 22.0% | 21.0% |
| 每股收益(元) | 0.59 | 0.63 | 0.76 | 0.92 |
| 每股经营现金流(元) | 0.51 | 0.62 | 0.59 | 0.77 |

投资要点

事件:

近日, 科华生物发布了其 2014 年三季报, 报告期内公司实现销售收入 9.22 亿元, 同比增长 12.09%, 实现归属上市公司股东净利润 2.45 亿元, 同比增长 1.20% (扣非后增长 3.58%), EPS0.50 元。同时公司公告年报净利润同比增长 0-15%。

点评:

公司扣非业绩符合我们此前的三季报预览范围 (3-8%)

- **收入增速稳定, 仪器及试剂均有所增长:** 报告期内公司收入同比增长 12.09%, 与中报相比差别不大。我们预计当期公司仪器及试剂取得了较为均衡的增长。在试剂方面, 我们估计公司前三季度国外销酶免产品 (主要是 HIV 金标试剂盒) 销售依然保持了很快的放量 (增速预计在 50% 以上, 估计 Q3 由于 WHO 认证等因素可能出现阶段性停产, 但同比仍有增长), 在临床核酸平稳发展和血筛逐步推广的情况下, 预计其核酸业务也保持 20-30% 的较快发展。在仪器方面, 代理仪器业务预计在代理品种不断丰富情况下依然维持了略快于行业整体的增速 (预计在 15% 左右)。我们推测公司当期增速较慢的是内销酶免、生化及自产仪器业务。其中内销酶免主要还是受到普通酶免细分行业整体增速缓慢的影响。而生化试剂和自产仪器 (主要为卓越系列全自动生化仪) 增速较慢的原因则较为复杂, 我们推测一是由于过去几年中国内主流生化试剂企业纷纷采取了投放仪器拉动试剂增长策略, 可能导致了部分医院终端出现了试剂库存增加的情况, 影响了生化和仪器的后续销售, 导致生化试剂这一细分领域出现了行

请阅读最后一页信息披露和重要声明

业性的“小年”；二是近期生化市场竞争较为激烈，部分市场后进入者采取低价策略抢占市场份额所致。目前公司已经进一步加大了仪器-试剂一体化营销的力度，我们预计随着公司生化产品数量的不断拓展和仪器的不断投放，2015年公司生化业务有望迎来加速增长。

- **产品线日益丰富，战投入主顺利推进：**报告稿期内公司获批产品数量明显增加，在化学发光领域，2014年4月16日，公司收到了首个化学发光试剂产品批件（铁蛋白定量测定试剂盒），之后有获得了癌胚抗原（CEA）定量测定试剂盒（化学发光法）的批件，2014年7月23日，公司卓越C1800、卓越C1820全自动化学发光仪又获得批件，显示其前期布局的化学发光产品线正在逐步进入产品获批的“丰收期”。在其他产品险领域，公司今年分别公告了获得DNA提取试剂盒、乙型肝炎病毒核酸定量检测试剂盒、4个规格全自动生化仪、3项干化学产品。我们预计从**2015年开始公司将有约20个化学发光试剂投入市场，与其仪器逐步实现规模化销售，并在2016-2017年为公司贡献可观利润。而在POCT领域公司也有望在干化学、金标试剂等领域实现放量。POCT+化学发光将成为驱动公司下一轮内生性增长的重要引擎。**在战投入方面，前期公司公告方源资本受让公司15.35%股份全部完成过户，自此公司创始人徐显德、沙立武先生的股权已全部转让完毕，方源资本成为了公司第一大股东，目前公司定向增发事宜也在顺利推进。我们认为，随着方源资本的入主，公司有望在内部管理考核机制和外延式并购方面取得新的进展。作为国内诊断试剂的龙头企业，科华生物在行业地位，研发能力等方面均有良好的基础，在定增完成之后，如果能够积极推动外延式并购且与科华现有产品形成良性互补，其后续有望呈现1+1>2的整合效果。
- **财务指标保持稳定，非经常损益减少拖累当期表观业绩：**期末应收账款为2.07亿元，同比增长49.81%，增速略快于收入增速但依然在合理区间，预计可能与公司积极拓展业务及仪器投放有关，受此影响当期经营性净现金流为1.35亿元，比去年同期有所下滑；在费用率方面，公司当期发生销售费用9134万元，同比减少4.13%，对应费用率9.91%，同比下降1.7个百分点；发生管理费用5832万元，同比增长28.98%，对应费用率同比上升0.8个百分点，预计主要与研发投入增加有关。总体而言，公司两项费用率保持稳中略降的态势，费用控制良好。此外，我们注意到公司当期营业外收入共计1290万元，较去年同期减少约1/3，政府补贴的减少也成为拖累当期表观业绩的原因之一。总体而言，公司财务状况依然稳健，财务风险不大。
- **盈利预测：**整体上，我们依然维持在深度报告《综合性IVD龙头再起航》中对公司的观点，我们认为，公司作为国内IVD行业的龙头企业，行业地位稳定，未来如果引入战略投资者的增发事项能够顺利完成，则公司股权结构将更加稳定，股东利益高度一致，未来在新产品研发、外延式扩张、管理改善方面趋势将长期向好。不考虑可能的增发摊薄及外延式收购影响，我们预计公司2014-2016年EPS分别为0.63、0.76、0.92元，对应估值分别为40、33、27倍，继续维持对公司的“增持”评级，建议关注公司外延式并购及新产品

销售进展。

- **风险提示：**业绩不达预期，外延并购低于市场预期

表 1、公司分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

| 报告期 | 13-3Q | 13-4Q | 14-1Q | 14-2Q | QOQ | 2012 | 2013 | YOY |
|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|--------|
| 营业收入 | 292 | 292 | 292 | 310 | 6.3% | 1014 | 1114 | 9.9% |
| 营业成本 | 139 | 161 | 167 | 154 | -8.0% | 515 | 571 | 10.9% |
| 毛利 | 153 | 131 | 124 | 156 | 25.6% | 498 | 543 | 9.0% |
| 销售费用 | 34 | 52 | 30 | 31 | 2.5% | 157 | 147 | -5.9% |
| 管理费用 | 15 | 21 | 18 | 19 | 8.2% | 68 | 67 | -1.9% |
| 财务费用 | -1 | -4 | -3 | -2 | -21.3% | -7 | -9 | 13.6% |
| 资产减值 | -1 | 2 | 0 | 2 | 1676.9% | -0 | 3 | ##### |
| 公允价值 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 0 | 0 | |
| 投资收益 | 1 | 2 | 1 | 1 | -13.0% | 8 | 4 | -41.4% |
| 营业利润 | 104 | 57 | 78 | 104 | 33.1% | 280 | 329 | 17.5% |
| 利润总额 | 114 | 65 | 84 | 107 | 26.9% | 298 | 356 | 19.5% |
| 净利润 | 94 | 46 | 69 | 87 | 27.3% | 240 | 288 | 20.2% |
| EPS | 0.191 | 0.094 | 0.139 | 0.177 | 27.3% | 0.487 | 0.586 | 20.2% |
| 销售费用率 | 11.8% | 17.8% | 10.4% | 10.0% | -0.4% | 15.4% | 13.2% | -2.2% |
| 管理费用率 | 5.1% | 7.3% | 6.1% | 6.2% | 0.1% | 6.7% | 6.0% | -0.7% |
| 财务费用率 | -0.5% | -1.3% | -1.0% | -0.7% | 0.3% | -0.7% | -0.8% | 0.0% |
| 所得税率 | 14.0% | 24.6% | 13.9% | 15.4% | 1.4% | 15.0% | 15.4% | 0.4% |
| 毛利率 | 52.5% | 44.8% | 42.6% | 50.4% | 7.7% | 49.2% | 48.7% | -0.4% |
| 净利润率 | 32.2% | 15.8% | 23.5% | 28.1% | 4.6% | 23.7% | 25.9% | 2.2% |

资料来源: 天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元

| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 916 | 1226 | 1609 | 2103 |
| 货币资金 | 474 | 726 | 1002 | 1377 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 139 | 175 | 209 | 252 |
| 其他应收款 | 8 | 9 | 11 | 13 |
| 存货 | 219 | 231 | 286 | 338 |
| 非流动资产 | 454 | 427 | 421 | 424 |
| 可供出售金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 46 | 47 | 47 | 47 |
| 投资性房地产 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 固定资产 | 221 | 246 | 262 | 274 |
| 在建工程 | 24 | 12 | 6 | 3 |
| 油气资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 18 | 10 | 2 | -6 |
| 资产总计 | 1370 | 1654 | 2030 | 2527 |
| 流动负债 | 150 | 223 | 208 | 231 |
| 短期借款 | 0 | 25 | 20 | 20 |
| 应付票据 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 47 | 53 | 64 | 77 |
| 其他 | 103 | 145 | 124 | 135 |
| 非流动负债 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 负债合计 | 162 | 235 | 219 | 243 |
| 股本 | 492 | 492 | 492 | 492 |
| 资本公积 | 19 | 19 | 19 | 19 |
| 未分配利润 | 458 | 624 | 961 | 1368 |
| 少数股东权益 | 76 | 90 | 107 | 127 |
| 股东权益合计 | 1208 | 1419 | 1811 | 2284 |
| 负债及权益合计 | 1370 | 1654 | 2030 | 2527 |

现金流量表

单位: 百万元

| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 288 | 310 | 375 | 452 |
| 折旧和摊销 | 27 | 17 | 19 | 21 |
| 资产减值准备 | 2 | 3 | 3 | 3 |
| 无形资产摊销 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 公允价值变动损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | -9 | -5 | -7 | -11 |
| 投资损失 | -4 | -6 | -6 | -6 |
| 少数股东损益 | 13 | 14 | 17 | 21 |
| 营运资金的变动 | 77 | 13 | 120 | 98 |
| 经营活动产生现金流量 | 234 | 306 | 289 | 381 |
| 投资活动产生现金流量 | -58 | 29 | -16 | -16 |
| 融资活动产生现金流量 | -210 | -83 | 2 | 11 |
| 现金净变动 | -33 | 252 | 276 | 376 |
| 现金的期初余额 | 532 | 474 | 726 | 1002 |
| 现金的期末余额 | 499 | 726 | 1002 | 1377 |

利润表

| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1114 | 1247 | 1491 | 1797 |
| 营业成本 | 571 | 643 | 768 | 924 |
| 营业税金及附加 | 10 | 12 | 15 | 18 |
| 销售费用 | 147 | 163 | 194 | 234 |
| 管理费用 | 67 | 77 | 89 | 108 |
| 财务费用 | -9 | -5 | -7 | -11 |
| 资产减值损失 | 3 | 1 | 1 | 1 |
| 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 4 | 6 | 6 | 6 |
| 营业利润 | 329 | 361 | 437 | 529 |
| 营业外收入 | 28 | 20 | 25 | 28 |
| 营业外支出 | 1 | 0 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 356 | 381 | 461 | 556 |
| 所得税 | 55 | 57 | 69 | 83 |
| 净利润 | 301 | 324 | 392 | 473 |
| 少数股东损益 | 13 | 14 | 17 | 21 |
| 归属母公司净利润 | 288 | 310 | 375 | 452 |
| EPS(元) | 0.59 | 0.63 | 0.76 | 0.92 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长性(%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 10.0% | 11.9% | 19.6% | 20.5% |
| 营业利润增长率 | 17.5% | 9.7% | 21.0% | 21.1% |
| 净利润增长率 | 20.2% | 7.5% | 21.0% | 20.7% |
| 盈利能力(%) | | | | |
| 毛利率 | 48.7% | 48.4% | 48.5% | 48.6% |
| 净利率 | 25.9% | 24.9% | 25.1% | 25.2% |
| ROE | 25.5% | 23.3% | 22.0% | 21.0% |
| 偿债能力(%) | | | | |
| 资产负债率 | 11.8% | 14.2% | 10.8% | 9.6% |
| 流动比率 | 6.09 | 5.49 | 7.74 | 9.09 |
| 速动比率 | 4.63 | 4.45 | 6.37 | 7.63 |
| 营运能力(次) | | | | |
| 资产周转率 | 0.84 | 0.82 | 0.81 | 0.79 |
| 应收帐款周转率 | 8.38 | 7.42 | 7.26 | 7.29 |
| 每股资料(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.59 | 0.63 | 0.76 | 0.92 |
| 每股经营现金 | 0.51 | 0.62 | 0.59 | 0.77 |
| 每股净资产 | 2.30 | 2.70 | 3.46 | 4.38 |
| 估值比率(倍) | | | | |
| PE | 42.85 | 39.88 | 32.95 | 27.31 |
| PB | 10.91 | 9.30 | 7.25 | 5.73 |

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

| 机构销售经理联系方式 | | | | | |
|--|---------------|--------------------------|--------------|--------------------|---------------------------|
| 机构销售负责人 | | 邓亚萍 | 021-38565916 | dengyp@xyzq.com.cn | |
| 上海地区销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮 箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮 箱 |
| 罗龙飞 | 021-38565795 | luolf@xyzq.com.cn | 盛英君 | 021-38565938 | shengyj@xyzq.com.cn |
| 杨 忱 | 021-38565915 | yangchen@xyzq.com.cn | 王 政 | 021-38565966 | wangz@xyzq.com.cn |
| 冯 诚 | 021-38565411 | fengcheng@xyzq.com.cn | 王 溪 | 021-20370618 | wangxi@xyzq.com.cn |
| 顾 超 | 021-20370627 | guchao@xyzq.com.cn | 李远帆 | 021-20370716 | liyuanfan@xyzq.com.cn |
| 地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955 | | | | | |
| 北京地区销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮 箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮 箱 |
| 朱圣诞 | 010-66290197 | zhusd@xyzq.com.cn | 李 丹 | 010-66290223 | lidan@xyzq.com.cn |
| 肖 霞 | 010-66290195 | xiaoxia@xyzq.com.cn | 郑小平 | 010-66290223 | zhengxiaoping@xyzq.com.cn |
| 刘晓浏 | 010-66290220 | liuxiaoliu@xyzq.com.cn | 吴 磊 | 010-66290190 | wulei@xyzq.com.cn |
| 何嘉 | 010-66290195 | hejia@xyzq.com.cn | | | |
| 地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200 | | | | | |
| 深圳地区销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮 箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮 箱 |
| 朱元贱 | 0755-82796036 | zhuyy@xyzq.com.cn | 李 昇 | 0755-82790526 | lisheng@xyzq.com.cn |
| 杨 剑 | 0755-82797217 | yangjian@xyzq.com.cn | 邵景丽 | 0755-23836027 | shaojingli@xyzq.com.cn |
| 王维宇 | 0755-23826029 | wangweiyu@xyzq.com.cn | | | |
| 地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017 | | | | | |
| 海外销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮 箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮 箱 |
| 刘易容 | 021-38565452 | liuyirong@xyzq.com.cn | 徐 皓 | 021-38565450 | xuhao@xyzq.com.cn |
| 张珍岚 | 021-20370633 | zhangzhenlan@xyzq.com.cn | 陈志云 | 021-38565439 | chanchiwan@xyzq.com.cn |
| 地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955 | | | | | |
| 私募销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮 箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮 箱 |
| 徐 瑞 | 021-38565811 | xur@xyzq.com.cn | 杨雪婷 | 021-38565470 | yangxueting@xyzq.com.cn |
| 地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955 | | | | | |

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。