

2020年05月14日

科华生物 (002022.SZ)

## 常规业务短期承压，疫情后有望恢复增长

■事件：公司发布 2019 年报及 2020 年一季报。2019 年度，公司实现营业收入 24.1 亿元，同比增长 21.32%，其中公司自产产品销售收入实现 10.9 亿元，同比增长 30%+；实现归母净利润 2.02 亿元，同比下降 2.55%；实现扣非归母净利润 1.8 亿元，同比增长 4.47%；经营活动现金流量净额 2.5 亿元，同比增长 96.29%。经营性净现金流大幅增加主要系公司高度重视新并购企业增量业务的现金流管理，持续加强信用政策管控。报告期内，公司实现毛利率 44%，同比提升 3 pct；销售费用率 16.7%，同比提升 1.5 pct；管理费用率 9.9%，同比提升 0.6 pct；财务费用率 0.97%，同比提升 0.73 pct，其中利息费用支出有较大上升，系收购整合核心分子诊断业务及优质渠道商所致。

■受疫情影响，公司 Q1 业绩短期承压，同时产品为抗疫做出了突出贡献。报告期内，公司实现销售收入 5.37 亿元，同比增长 6.13%；归母净利润 5000 万元，同比增长 0.84%；扣非归母净利润 4625 万元，同比下降-3.85%。报告期内，受到新冠疫情影响，国内医院的常规门急诊就诊人数明显下降，公司传统生化免疫业务受疫情影响收入下降；另一方面分子业务销售收入在疫情中则有所提振。公司积极开拓全自动生化仪的市场销售，根据公司公告，公司成功竞得 100 台卓越全自动生化分析仪的销售订单，并已完成向武汉医疗机构供货，助力武汉疫情防控和复工复产。面对国内新型冠状病毒肺炎疫情爆发，公司充分发挥在分子诊断领域已有的研发优势和产品线优势，成功自主开发新冠检测试剂，公司上下加班加点保障全自动核酸检测工作站、核酸提取设备以及相关提取、检测试剂的生产供应，为疾控医疗机构提供技术支持和服务保障，为国内较短时间内取得阶段性抗疫胜利作出贡献。全自动核酸检测工作站、核酸提取扩增设备以及相关提取、检测试剂等相关产品实现销售收入超过 1 亿元。公司参股的分子诊断企业奥然生物研发成功全自动全封闭荧光 PCR 一体机，被上海市应急征用紧急投入疫情防控。根据国务院新闻发布会数据，3 月末我国医院服务量已经恢复至往年 60%。随着后续医疗秩序一步步恢复，公司业绩增长有望回暖。

■公司重视产品研发与迭代，为长期发展奠定良好基础。截至 20 年 Q1，公司在研新项目共计 80 个，其中注册申请中的项目共计 17 个。根据公司公告，2019 年公司自主研发的全新一代 Polaris 系列全自动生化分析仪 Polaris C1000、Polaris C2000 和全自动化学发光免疫分析仪

公司快报

证券研究报告

生物医药

投资评级 买入-A  
首次评级

6 个月目标价： 20.25 元  
股价 (2020-05-14) 16.66 元

### 交易数据

总市值 (百万元)	8,572.01
流通市值 (百万元)	8,546.58
总股本 (百万股)	514.53
流通股本 (百万股)	513.00
12 个月价格区间	9.05/18.33 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.58	10.98	38.67
绝对收益	6.11	12.19	67.86

马帅

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001  
mashuai@essence.com.cn

相关报告

Polaris i2400 已获得注册证，该系列产品经过多年自主研发，技术参数对标行业领先水平，取得了多项发明专利和实用新型专利授权。Polaris C2000 全自动生化分析系统单机检测速度达到 2000 测试/小时，可模块化组合，轨道式批量进样；Polaris i2400 化学发光免疫分析系统最高测速达到 240 测试/小时，可扩展支持多台生化、免疫联机。全自动化学发光免疫分析仪 AL1200 通过审批获得 CE 认证，进一步丰富了公司产品线。截至 20Q1，公司已成功上市 Polaris 系列全自动生化分析仪，并已在上海、甘肃、安徽、山东、辽宁等省市生物制品企业和三级/二级医院终端实现装机。此外，Polaris i2400、Polaris i1800、Polaris 全自动模块化生化免疫分析系统有望在 2020 年下半年成功上市，进一步丰富公司产品线。

■**公司持续推进渠道协同，加强终端资源共享，进一步完善销售体系建设。**通过整合优势渠道资源，公司将进一步推动自产产品的销售，继续巩固生化产品线、酶免产品线的市场竞争优势，发挥自身产品的核心竞争优势。2019 年，公司旗下各渠道公司实现科华自产试剂销售同比增长达到 40% 以上。公司营销中心携手区域核心经销商，推动科华产品进入终端并利用各产品线的独特及整体优势建立统一的拓展市场的解决方案。根据公司公告，2019 年公司成功中标湖南省人民医院日立最高端 SSSSS 生化流水线项目，与武汉润达达成 008AS 战略合作项目、中标贵州省中央补助地方艾滋病综合防治项目。此外，公司与千麦医疗达成战略合作协议，以促进双方在生化、免疫、分子诊断领域的产品和合作，在集采打包和区域检验中心建设等领域展开全方位的合作。

■**投资建议：**我们预计公司 2020 年-2022 年的收入增速分别为 15.0%、25.0%、20.0%，净利润增速分别为 14.4%、21.9%、19.3%，成长性突出；首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 20.25 元，相当于 2020 年 45 倍的动态市盈率。

■**风险提示：**疫情尚存在不确定性；新产品研发及推广不及预期。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	1,990.2	2,414.5	2,776.6	3,470.8	4,165.0
净利润	207.8	202.5	231.6	282.2	336.6
每股收益(元)	0.40	0.39	0.45	0.55	0.65
每股净资产(元)	4.23	4.58	4.98	5.49	6.10

  

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	41.3	42.3	37.0	30.4	25.5
市净率(倍)	3.9	3.6	3.3	3.0	2.7
净利润率	10.4%	8.4%	8.3%	8.1%	8.1%
净资产收益率	9.5%	8.6%	9.0%	10.0%	10.7%
股息收益率	0.4%	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%
ROIC	17.9%	13.1%	13.7%	15.7%	15.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,990.2	2,414.5	2,776.6	3,470.8	4,165.0	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,177.0	1,352.8	1,527.2	1,915.9	2,374.0	营业收入增长率	24.8%	21.3%	15.0%	25.0%	20.0%
营业税费	12.3	12.5	19.2	21.5	25.4	营业利润增长率	13.9%	11.6%	22.7%	23.7%	19.5%
销售费用	303.1	403.7	444.3	538.0	616.4	净利润增长率	-4.6%	-2.6%	14.4%	21.9%	19.3%
管理费用	186.0	239.1	374.8	485.9	541.4	EBITDA 增长率	23.6%	2.7%	45.3%	22.8%	19.5%
财务费用	4.7	23.3	25.0	23.0	21.0	EBIT 增长率	23.2%	-7.8%	44.8%	23.5%	19.5%
资产减值损失	10.5	-7.6	9.5	13.5	15.0	NOPLAT 增长率	17.8%	18.4%	21.8%	20.5%	18.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	61.4%	17.0%	4.9%	18.8%	11.5%
投资和汇兑收益	0.0	0.7	0.3	0.3	0.4	净资产增长率	16.9%	10.7%	11.7%	13.1%	13.9%
<b>营业利润</b>	<b>297.6</b>	<b>332.3</b>	<b>407.5</b>	<b>503.9</b>	<b>602.2</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	1.1	-3.5	1.3	-0.4	-0.9	毛利率	40.9%	44.0%	45.0%	44.8%	43.0%
<b>利润总额</b>	<b>298.7</b>	<b>328.8</b>	<b>408.8</b>	<b>503.6</b>	<b>601.3</b>	营业利润率	15.0%	13.8%	14.7%	14.5%	14.5%
减:所得税	51.9	55.4	68.3	88.6	104.0	净利润率	10.4%	8.4%	8.3%	8.1%	8.1%
<b>净利润</b>	<b>207.8</b>	<b>202.5</b>	<b>231.6</b>	<b>282.2</b>	<b>336.6</b>	EBITDA/营业收入	19.5%	16.5%	20.8%	20.5%	20.4%
						EBIT/营业收入	15.1%	11.5%	14.5%	14.3%	14.2%
						<b>运营效率</b>					
						固定资产周转天数	67	60	55	46	38
						流动资产周转天数	106	117	131	143	162
						流动资产周转天数	313	267	257	249	270
						应收帐款周转天数	82	92	100	110	130
						存货周转天数	81	79	76	76	79
						总资产周转天数	562	537	501	439	423
						投资资本周转天数	330	365	350	314	301
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	9.5%	8.6%	9.0%	10.0%	10.7%
						ROA	7.0%	7.4%	8.5%	9.3%	9.3%
						ROIC	17.9%	13.1%	13.7%	15.7%	15.7%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	15.2%	16.7%	16.0%	15.5%	14.8%
						管理费用率	9.3%	9.9%	13.5%	14.0%	13.0%
						财务费用率	0.2%	1.0%	0.9%	0.7%	0.5%
						三费/营业收入	24.8%	27.6%	30.4%	30.2%	28.3%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	30.6%	27.4%	25.2%	23.6%	27.5%
						负债权益比	44.2%	37.7%	33.8%	30.9%	38.0%
						流动比率	2.34	2.80	2.31	3.09	2.67
						速动比率	1.66	1.96	1.64	2.11	1.94
						利息保障倍数	63.48	11.90	16.08	21.58	28.24
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.07	-	0.05	0.05	0.04
						分红比率	16.1%	0.0%	10.5%	8.9%	6.4%
						股息收益率	0.4%	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%

## 资产负债表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	489.9	442.3	222.1	277.7	333.2
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	547.8	688.7	853.9	1,267.1	1,740.9
应收票据	2.3	-	4.0	1.0	4.9
预付帐款	169.0	104.5	410.8	235.7	492.5
存货	510.9	544.1	627.9	842.5	985.8
其他流动资产	37.8	40.0	33.3	33.3	36.1
可供出售金融资产	31.5	-	16.1	19.7	16.8
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	30.0	60.0	110.0
投资性房地产	8.1	7.7	57.7	27.7	47.7
固定资产	402.7	408.6	435.8	445.2	432.3
在建工程	4.1	63.3	63.3	63.3	63.3
无形资产	433.5	457.3	403.5	349.7	295.9
其他非流动资产	866.1	948.3	862.1	826.8	782.2
<b>资产总额</b>	<b>3,503.8</b>	<b>3,704.8</b>	<b>4,020.5</b>	<b>4,449.6</b>	<b>5,341.6</b>
短期债务	85.2	107.7	58.1	96.6	132.2
应付帐款	435.9	284.3	558.2	498.8	852.6
应付票据	4.1	-	3.3	0.8	5.5
其他流动负债	224.7	258.1	312.1	264.0	354.7
长期借款	239.8	294.2	-	107.1	44.6
其他非流动负债	84.0	70.0	82.9	82.9	80.0
<b>负债总额</b>	<b>1,073.8</b>	<b>1,014.3</b>	<b>1,014.7</b>	<b>1,050.3</b>	<b>1,469.6</b>
少数股东权益	252.8	333.4	442.4	575.1	735.8
股本	515.2	514.5	514.5	514.5	514.5
留存收益	1,673.3	1,825.5	2,048.9	2,309.7	2,621.7
<b>股东权益</b>	<b>2,430.0</b>	<b>2,690.5</b>	<b>3,005.8</b>	<b>3,399.3</b>	<b>3,872.0</b>

## 现金流量表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	246.8	273.4	231.6	282.2	336.6
加:折旧和摊销	87.9	125.4	176.6	214.4	256.6
资产减值准备	10.5	7.6	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	12.6	27.3	25.0	23.0	21.0
投资损失	-0.0	-0.7	-0.3	-0.3	-0.4
少数股东损益	39.0	70.9	109.0	132.8	160.6
营运资金的变动	-211.1	-288.5	-98.8	-560.3	-449.7
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>126.8</b>	<b>248.9</b>	<b>443.1</b>	<b>91.7</b>	<b>324.8</b>
投资活动产生现金流量	-578.4	-311.7	-215.9	-143.3	-206.7
融资活动产生现金流量	253.9	16.6	-447.4	107.1	-62.6

## 业绩和估值指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	0.40	0.39	0.45	0.55	0.65
BVPS(元)	4.23	4.58	4.98	5.49	6.10
PE(X)	41.3	42.3	37.0	30.4	25.5
PB(X)	3.9	3.6	3.3	3.0	2.7
P/FCF	-25.5	-157.1	-29.2	-97.9	-148.0
P/S	4.3	3.6	3.1	2.5	2.1
EV/EBITDA	12.7	15.8	15.2	12.7	10.7
CAGR(%)	18.9%	22.1%	15.4%	18.9%	22.1%
PEG	2.2	1.9	2.4	1.6	1.2
ROIC/WACC	1.7	1.3	1.3	1.5	1.5
REP	1.3	1.9	2.4	1.8	1.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测



## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

马帅声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司(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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信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。

## ■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzhi1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034