

研究所

证券分析师：
021-60338177
联系人：

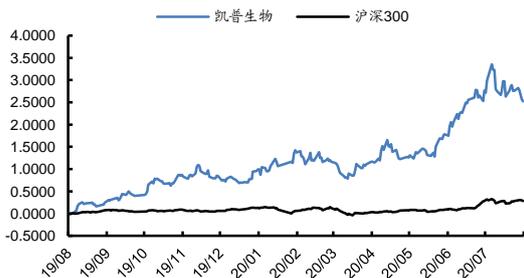
周超泽 S0350519100004
zhoucz@ghzq.com.cn
徐晓欣 S0350120030025
xuxx@ghzq.com.cn

半年报业绩超预期，凯普检测服务一体化全产业

链布局价值凸显

——凯普生物（300639）2020年半年报业绩点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
凯普生物	-6.4	55.8	256.7
沪深300	-1.4	18.8	28.3

市场数据 2020-08-07

当前价格（元）	48.40
52周价格区间（元）	13.63 - 60.55
总市值（百万）	10282.79
流通市值（百万）	10241.01
总股本（万股）	21245.43
流通股（万股）	21159.11
日均成交额（百万）	173.51
近一月换手（%）	49.01

相关报告

《凯普生物（300639）深度报告：妇幼健康检测千亿蓝海市场，凯普龙头优势凸显》——
2020-05-28

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

凯普生物发布2020年半年报业绩：2020年上半年公司实现营业收入5.06亿元，同比增长59.44%；归母净利润为1.29亿元，同比增长115.43%；归母扣非净利润为1.25亿元，同比增长122.97%。

投资要点：

■ 上半年业绩超预期，疫情常态化下试剂+检测服务双轮驱动保证业绩可持续性。2020年上半年公司主营业务妇幼基因检测受疫情影响销售有所下滑，但是公司积极参与新冠抗疫中，实现营业收入5.06亿元，同比增长59.44%；归母净利润为1.29亿元，同比增长115.43%；归母扣非净利润为1.25亿元，同比增长122.97%，业绩大幅度超预期。其中医学检验服务收入2.42亿元，同比增长596.89%；检测试剂实现销售收入2.06亿元，相关配套仪器及耗材实现其他业务收入5,670.73万元；同比下降约4%。

1) 严控疫情反弹+核酸检测范围从人扩大到环境、食物，常态化下新冠检测需求量不减。6月北京、7月新疆和大连出现疫情小范围的反弹之后均进行全范围的核酸筛查，我们可以发现一旦出现小范围的扩散病例，国家层面的防控是全面进行大范围核酸筛查。叠加新冠核酸检测范围从人扩大到环境、食物等：7月30日国务院规定对重点大型集贸市场按照1次/周，对其余需要监测的集贸市场按照1次/月的频次进行病毒监测，目前我国有1.8万家农贸市场，下半年农贸市场的检测量超过40万次。因此我们认为下半年核酸检测量相比上半年不会快速下降有望持平。

2) 海外疫情仍在蔓延下半年新冠检测试剂盒出口需求量仍存，凯普试剂盒独家获得南美认证有望持续贡献收入。上半年公司的新冠检测试剂盒由于没有赶上绿色通道拿到国内注册证销售量有限，但由于拿到了巴西、阿根廷、欧盟和进入世界卫生组织应急清单有一定的出口量，公司主要出口南美和中欧，我们预计上半年的销售量为80-100万支，利润贡献相对较少。目前由于全球疫情仍处于高峰期，南美几个国家疫情仍在加速进展我们预计下半年南美订单有望增加，因此我们看好凯普下半年试剂盒和检测服务双轮驱动保证全年业绩高速增长可持续性。

■ 新冠后核酸检测行业迎来黄金发展期，凯普作为妇幼基因检测服务

一体化龙头有望率先受益。国家从 5 月开始连发三文对国内公立医院核酸检测实验室新基建进行了顶层设计，提出除了三级医院、传染病专科医院之外县区级医院需要进行实验室的建设，同时还需加强二级以上医院、专科医院、妇幼保健院等基层医院医学实验室的建设，我们认为未来 1-2 年基层医院实验室将迎来集中建设时期，目前我国包括基层医院一共 44792 家，假设中性渗透率在 20%，实验室潜在建设增量约 8958 家。目前凯普已经拥有自己体系内的 21 家第三方医学实验室，其中 18 家已取得医疗机构执业许可辐射全国重点城市。公司可以协助建设 PCR 实验室将带来新增量：短期实验室设计与仪器收入，通过销售提取仪、扩增仪、杂交导流仪和荧光 PCR 等仪器获得收入，假设一个实验室的打包收费约 50 万元，假设 2020 年协助构建 100 家，预计将为公司带来 5000 万元弹性收入。长期打包销售试剂盒和高端业务送检医学实验室，保守预计一个实验室每年带来 50 万元的试剂收入，协助构建的 100 家实验室每年将为公司带来 5000 万元新增收入，**每协助构建一个基层医院的 PCR 实验室就是为公司自身试剂盒、仪器和医学实验室的高端检验服务带来一个新的长期收入引入口。**

- **主营业务逐步恢复，STD 十联检加速进院带来强劲的内生增长动力。**凯普妇幼基因全产业链梯度布局，2020 年上半年受到疫情影响医院门诊量下降，公司 HPV、地贫、耳聋、STD 检测等产品销售受到一定影响，二季度相关产品销售随医院门诊恢复逐步恢复，预计上半年一线产品 HPV 检测同比减少 5-10%，二线产品地贫和耳聋基因产品同比增长 0%-5%，下半年疫情过后业绩有望逐步恢复。2020 年 2 月公司首创的 STD 十联检试剂盒获批上市，十联检可一次取样、同步检测 6 种性传播疾病 10 种亚型，应用场景主要在妇产科、男科、皮肤性病科、不孕不育科等，相比于传统的单检和三联检可以筛查出无症状感染正，同时将解脲脲原体分型指导医生用药。目前公司 STD 核酸检测系列产品已形成单检、二联检、三联检、十联检的目前国内最齐全的多层次产品矩阵。下半年为公司十联检进院招商的关键时期，6 月份进行了首次线上招商会，由于 STD 十联检相比于单检和三联检优势明显，我们看好十联检进院之后快速放量：假设 STD 十联检的销售价格为 200 元，预计推广的第一年有 100 万检测人次，则每年最少为公司带来 2 亿元的收入增量。
- **盈利预测和投资评级：**2020 年为核酸检测发展的元年，凯普为妇幼基因检测的龙头率先受益，考虑到新冠疫情影响检测服务加速放量，我们上调盈利预测，预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.22、1.41 和 1.95 元/股，对应 PE 为 39.57、34.38 和 24.87，维持买入评级。
- **风险提示：**HPV 检测渗透不及预期；PCR 实验室构建不及预期；分子诊断上游原材料价格波动风险；公司未来业绩的不确定性。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	729	1037	1169	1619

增长率(%)	26%	42%	13%	38%
归母净利润(百万元)	147	260	299	413
增长率(%)	29%	76%	15%	38%
摊薄每股收益(元)	0.68	1.22	1.41	1.95
ROE(%)	12.43%	19.27%	19.46%	23.00%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

事件:

凯普生物发布2020年半年报业绩:2020年上半年公司实现营业收入5.06亿元,同比增长59.44%;归母净利润为1.29亿元,同比增长115.43%;归母扣非净利润为1.25亿元,同比增长122.97%。

评论:

1、上半年业绩超预期,疫情常态化下试剂+检测服务双轮驱动保证业绩可持续性

受益于新冠疫情检测需求激增,凯普上半年业绩超预期。2020上半年实现营业收入5.06亿元,同比增长59.44%,实现归母净利润1.29亿元,同比增长115.43%,实现归母扣非净利润为1.25亿元,同比增长122.97%。其中医学检验服务收入2.42亿元,同比增长596.89%;检测试剂实现销售收入2.06亿元,相关配套仪器及耗材实现其他业务收入5,670.73万元,同比下降约4%。2020年上半年公司主营业务妇幼基因检测试剂与仪器受疫情影响销售有所下滑,但是公司积极参与新冠抗疫中,成功研发新冠核酸检测试剂盒获得欧盟CE认证、ANVISA(巴西国家卫生监督局)、DIGEMID(秘鲁医疗用品和药品管理局)以及COFEPRIS(墨西哥卫生部)的登记认证,并被列入世界卫生组织(WHO)应急使用清单(EUL),产品出口巴西、匈牙利、南非等国家和地区;再者上半年公司18家(建成21家,18家在运行)第三方医学检验实验室参与疫情防控,承接核酸检测任务,累计完成175万人次的检测,检测服务收入大幅提升,带动公司业绩超预期。

图 1: 2016 年 H1-2020 年 H1 公司收入情况

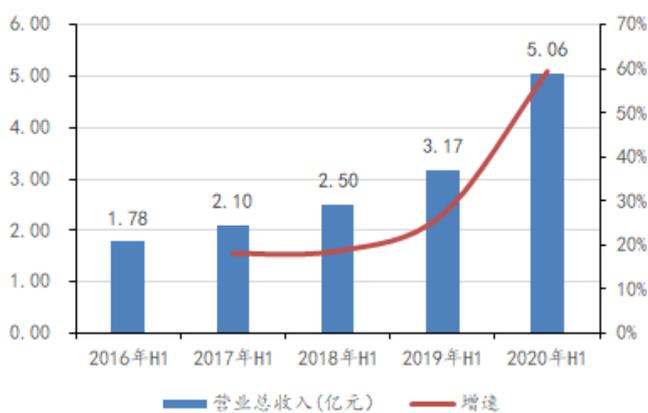
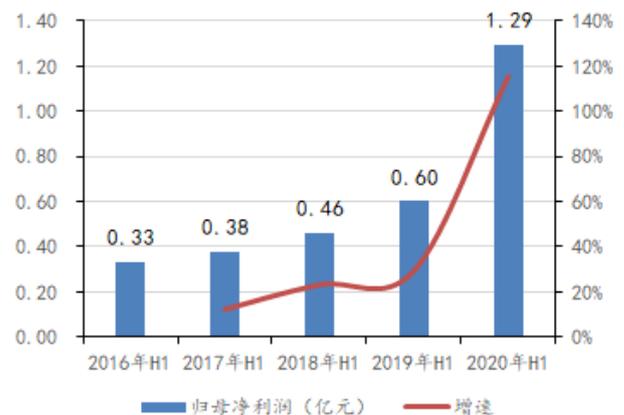


图 2: 2016 年 H1-2020 年 H1 公司净利润情况



资料来源: wind、国海证券研究所

资料来源: wind、国海证券研究所

严控疫情反弹+核酸检测范围从人扩大到环境、食物,常态化下新冠检测需求量不减。6月北京、7月新疆和大连出现疫情小范围的反弹之后均进行全范围的核酸筛查,我们可以发现一旦出现小范围的扩散病例,国家层面的防控是全面进行大范围核酸筛查。6月8日国家卫生健康委发布《关于加快推进新冠病毒核酸检测的实施意见》,中央要求扩大核酸检测范围实现重点人群的应检尽检,除了常

规的密切接触者、境外入境人员、发热门诊患者外，新住院患者及陪护人员、医疗机构/口岸检疫/边防检查/监所/社会福利养老机构工作人员均明确需要检查。从临床端住院病人检测需求测算来看，2018年全国病床数接近652万张，平均月周转率为2，总的检测空间仅考虑病人还未考虑陪护的检测需求在每年1.56亿人次。由于目前海外疫情仍在持续扩散，我国疫情防控将继续面临6-7月小范围反弹的风险，新冠检测筛查需求量仍存。叠加新冠核酸检测范围从人扩大到环境、食物等：7月23日卫健委发文《关于印发肉类加工企业新冠肺炎疫情防控指南的通知》进口畜禽肉类食品应当具备《核酸检测阴性合格证明》方可入厂生产；7月30日国务院规定对重点大型集贸市场（特别是销售生鲜类产品的市场）按照1次/周，对其余需要监测的集贸市场按照1次/月的频次进行病毒监测，目前我国有1.8万家农贸市场，下半年农贸市场的检测量超过40万次。因此我们认为下半年核酸检测量相比上半年不会快速下降有望持平。

海外疫情仍在蔓延下半年新冠检测试剂盒出口需求量仍存，凯普试剂盒率先获得南美认证有望进一步贡献收入。上半年公司的新冠检测试剂盒由于没有赶上绿色通道时间拿到国内注册证，因此出口量非常有限，截止目前公司已拿到了巴西、阿根廷、欧盟认证并进入世界卫生组织应急清单，公司主要出口南美和中欧，我们预计上半年的销售量为80-100万支，利润贡献相对较少。目前由于全球疫情仍处于高峰期，南美几个国家疫情仍在加速进展，我们预计下半年南美订单有望显著增加，因此我们看好凯普下半年试剂盒和检测服务双轮驱动保证全年业绩高速增长可持续性。

表 1：新冠常态化下检测数需求量弹性测算

2018年病床数	6519700
平均月周转率	2
年检测需求市场空间（万次）	15647
检测渗透率	年检测数（万次）
90%	14083
80%	12518
70%	10953
60%	9388

资料来源：wind、国海证券研究所

表 2：国家加大核酸检测力度，检测范围包括人、食物和环境

时间	政策/会议	具体内容
2020.05.07	《国务院应对新冠肺炎疫情联防联控机制关于做好新冠肺炎常态化防控工作的指导意见》	对密切接触者、境外入境人员、发热门诊患者、新住院患者及陪护人员、医疗机构工作人员、口岸检疫和边防检查人员、监所工作人员、社会福利养老机构工作人员等重点人群“应检尽检”；对其他人群实施“愿检尽检”；人群相对密集、流动性较大地区和边境口岸等重点地区县市区及以上疾控机构、二级及以上医院要着力加强核酸检测能力建设；鼓励有资质的社会检测机构提供检测服务，扩大商业化应用。
2020.06.11	《关于发挥医疗机构哨点作用做好常态化疫情防控工作的通知》	对于所有到发热门诊就诊的患者，必须进行核酸检测。
2020.07.16	《深化医药卫生体制改革 2020 年下半年重点工作任务》	提升核酸检测能力，加大疫苗、药物和快速检测技术研发投入。

2020.07.23	《关于印发肉类加工企业新冠肺炎疫情防控指南的通知》	进口畜禽肉类食品应当具备《核酸检测阴性合格证明》方可入厂生产。
2020.7.30	《农贸（集贸）市场新型冠状病毒环境检测技术规范》	对重点大型集贸市场（特别是销售生鲜类产品的市场）按照1次/周，对其余需要监测的集贸市场按照1次/月的频次进行病毒监测。

资料来源：卫健委、国海证券研究所

2、新冠后核酸检测行业迎来黄金发展期，凯普作为 妇幼基因检测、服务一体化龙头有望率先受益

国家扶持核酸检测行业，基层PCR实验室的建设迎浪潮预计下半年将逐步落地。国家从5月开始连发三文对提出除了三级医院、传染病专科医院之外县区级医院需要进行实验室的建设，同时还需加强二级以上医院、专科医院、妇幼保健院等基层医院医学实验室的建设，我们认为未来1-2年基层医院实验室将迎来集中建设时期，实验室建设需求激增：目前我国包括基层医院一共44792家，中性渗透率在20%，实验室潜在建设的量在8958家的增量。各地政府积极相应，湖南省要求2020市每个县(市)至少要有2家核酸检测实验室。浙江省要求开设发热门诊的二级以上医疗机构必须在6月底前全部具备检测能力，鼓励有资质的社会检测机构提供检测服务。基层医院PCR实验室目前已开始陆续建设，我们预计下半年将大量建成落地。

表3：实验室构建数量弹性测算

三级医院数量	5096
二级医院数量	18034
一级医院数量	21662
总计	44792
渗透率	实验室构建的数量
5%	2240
10%	4479
20%	8958
30%	13438
50%	22396

资料来源：wind、国海证券研究所

表4：政府推动PCR实验室建设政策梳理

时间	政策/会议	具体内容
2020.05.07	中央应对新冠肺炎疫情工作领导小组会议	进一步集中力量重点攻关，加快提高核酸检测能力，尤其是推进检测时间短、且无需实验室的核酸快速检测设备生产扩能。
2020.05.22	《关于印发公共卫生防控救治能力建设方案的通知》	要求实现每省至少有一个达到生物安全三级（P3）水平的实验室，每个地级市至少有一个达到生物安全二级（P2）水平的实验室；重点完善县级医院感

		染性疾病科和相对独立的传染病病区检验检测仪器设备配置
2020.06.08	《关于加快推进新冠病毒核酸检测的实施意见》	重点人群“应检尽检”,其他人群“愿检尽检”;加强其他二级以上医院、专科医院、妇幼保健院实验室建设,使其逐步达到新冠病毒核酸检测条件;核酸快速检测设备的生产扩能,扩大商业化应用;各级政府加强资金统筹安排,对疾控机构、医疗机构、海关实验室建设和检测设备的配备予以经费支持。
2020.06.30	《关于进一步加快提高医疗机构新冠病毒核酸检测能力的通知》	掌握本地区核酸检测资源和能力现状;做好核酸检测能力储备并制订应急预案;全面加强医疗机构实验室能力建设。
2020.07.06	国家发改委下达 456.6 亿元卫生领域中央预算内投资	国家发改委共安排了 456.6 亿元财政资金支持全国公共卫生防控救治能力建设
2020.07.29	国务院常务会议	加快检测时间短、灵敏度高、操作简便的产品研发上市,加紧培训检测人员,合理布局 and 增加机动检测力量,在加强生物安全风险防范前提下,确保秋冬季前实现全国三级综合医院、传染病医院、各级疾控机构及县域内 1 家县级医院具备核酸检测能力。

资料来源:卫健委、国海证券研究所整理

表 5: 各地政府 2020 年 PCR 实验室建设目标梳理

时间	政策/会议	具体内容
2020.04.20	《辽宁省新冠肺炎疫情防控指挥部令 11 号》	加强核酸及血清抗体检测能力建设,扩大检测范围,提高检测准确率,做到应检尽检、愿检尽检。
2020.05.21	《浙江省卫生健康委关于进一步做好新冠肺炎疫情常态化防控工作的通知》	加强医务人员防护和院内全员检测;加强实验室检测能力建设。各地要不断提升疾控机构、医疗机构实验室检测能力,全面适应常态化防控下的检验检测需要,开设发热门诊的二级以上医疗机构必须在 6 月底前全部具备检测能力,鼓励有资质的社会检测机构提供检测服务。
2020.05.24	湖北省印发《关于进一步做好新冠肺炎疫情常态化科学精准防控工作的实施意见》	扩大核酸筛查范围;提升核酸检测能力,2020 年,每个县(市)至少要有 2 家核酸检测实验室。
2020.07.03	《北京市发热门诊设置指南》(2020 版)	实验室建设应至少符合医学生物安全二级(BSL-2)实验室标准;如开展微生物或核酸检测,应在实验室内部再设置独立的控制区域;应具备开展特定流行性传染病病原体核酸检测项目能力。

资料来源:各地政府网站、国海证券研究所整理

协助构建 PCR 实验室为公司带来新的收入引入口,凯普检测服务一体化布局价值凸显。基层医院医学实验室的设计建设、仪器、试剂盒需求主要是一体化打包模式外包出去,相关医院供应链服务商是首要受益方向,短期将迎来设计建设服务订单量激增,以及 PCR 仪等实验室基础医疗设备需求激增,长期来看,相关检测试剂的销售和高端检测服务导流将是长期的新增量,其中检测服务一体化(试剂盒、仪器、医学实验室一体化)的医院供应链服务商优势最显著。目前凯普已经建立 21 家第三方医学实验室,其中 18 家已取得医疗机构执业许可辐射全国重点城市。公司可以协助建设 PCR 实验室将带来新增量:短期实验室设计与仪器收入,通过销售提取仪、扩增仪、杂交流仪和荧光 PCR 等仪器获得收入,假设一个实验室的打包收费约 50 万元,假设 2020 年协助构建 100 家,预计将为公司带来 5000 万元弹性收入。长期打包销售试剂盒和高端业务送检医学实验室,保守预计一个实验室每年带来 50 万元的试剂收入,协助构建的 100 家实验室每年将为公司带来 5000 万元新增收入,每协助构建一个基层医院的 PCR 实验室就是为公司自身试剂盒、仪器和医学实验室的高端检验服务带来一个新

的长期收入引流入口。

表 6: PCR 实验室构建为凯普带来短期和长期的增量

一个实验室的费用 (万元)	50				
实验室的数量	100	200	300	400	500
短期实验室设计与仪器收费 (万元)	5000	10000	15000	20000	25000
实验室数量/一个实验室每年带来试剂的收入 (万元)	50	100	200	300	400
100	5000	10000	20000	30000	40000
200	10000	20000	40000	60000	80000
300	15000	30000	60000	90000	120000
400	20000	40000	80000	120000	160000
500	25000	50000	100000	150000	200000

资料来源: 公司半年报、国海证券研究所

3、主营业务逐步恢复, STD 十联检加速进院带来强劲内生增长动力

凯普妇幼基因全产业链梯度布局, 下半年疫情过后业绩有望逐步恢复。2020 年上半年受到疫情影响医院门诊量下降, 公司 HPV、地贫、耳聋、STD 检测等产品销售受到一定影响, 二季度相关产品销售随医院门诊恢复逐步恢复, 预计上半年一线产品 HPV 检测同比减少 5-10%, 二线产品地贫和耳聋基因同比增长 0%-5%, 下半年疫情过后我们预计销售有望逐步恢复。

一线产品: HPV 检测, 随着进口四价、九价和国产二价 HPV 疫苗的陆续上市, 女性对宫颈癌预防意识增强, 叠加国家力推两癌筛查, 百亿市场规模的 HPV 检测有望迎来渗透率提升黄金期, 凯普生物作为具有良好口碑和渠道资源的行业龙头有望率先受益继续领跑 HPV 检测市场。2020 年上半年公司持续推进宫颈癌 HPV 检测业务, 持续保持和强化 HPV 检测试剂最大生产商和市场领导者的地位, 大力推进农村妇女两癌筛查工程, 中标湖南等省份, 我们预计下半年随着疫情恢复 HPV 检测有望实现正增长。

二线产品: 1) 地贫基因, 国家财政拨款开展南方 10 省地贫防控项目加速地贫基因三级预防筛查渗透, 凯普有望凭借独创的联合检测 α 地贫和 β 地贫基因产品引领地贫基因检测市场放量。2) **耳聋基因**, 筛查不可或缺未来将全覆盖婚孕检和新生儿筛查, 凯普坐拥“出生缺陷耳聋基因筛查示范基地”先发优势。2020 年上半年新生儿出生缺陷防控业务持续开展, 地贫、耳聋基因检测等产品受门诊下降影响较小, 我们预计下半年有望实现小幅增长。

重磅 STD 十联检产品明年开始有望贡献至少 2 亿元收入。2020 年 2 月公司首创的 STD 十联检试剂盒获批上市, 十联检可一次取样、同步检测 6 种性传播疾病 10 种亚型, 应用场景主要在妇产科、男科、皮肤性病科、不孕不育科等, 相比于传统的单检和三联检可以筛查出无症状感染正, 同时将解脲原体分型指导

医生用药。目前公司 STD 核酸检测系列产品已形成单检、二联检、三联检、十联检的目前国内最齐全的多层次产品矩阵。下半年为公司十联检进院招商的关键时期，6 月开始首次线上招商会，由于 STD 十联检相比于单检和三联检优势明显，我们看好十联检进院之后快速放量：假设 STD 十联检的进院价格为 200 元，预计开始推广第一年有 100 万检测人次，则第一年最少为公司带来 2 亿元的收入增量，STD 未来的逐渐推广为公司提供了强劲的内生增长动力。

表 7: STD 十联检收入弹性测算

STD 年销售收入 (亿元)		STD 销售价格 (元)				
		80	100	120	150	200
销售人次 (万)	50	0.4	0.5	0.6	0.75	1
	100	0.8	1	1.2	1.5	2
	200	1.6	2	2.4	3	4
	300	2.4	3	3.6	4.5	6
	500	4	5	6	7.5	10
	1000	8	10	12	15	20
	2000	16	20	24	30	40
	3000	24	30	36	45	60

资料来源：公司半年报、国海证券研究所

4、盈利预测与评级

2020 年为核酸检测发展的元年，凯普为妇幼基因检测的龙头率先受益，考虑到新冠疫情影响检测服务加速放量，我们上调盈利预测，预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.22、1.41 和 1.95 元/股，对应 PE 为 39.57、34.38 和 24.87，维持买入评级。

图 3: 凯普生物盈利预测表

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入 (百万元)	729	1037	1169	1619
增长率 (%)	26%	42%	13%	38%
归母净利润 (百万元)	147	260	299	413
增长率 (%)	29%	76%	15%	38%
摊薄每股收益 (元)	0.68	1.22	1.41	1.95
ROE (%)	12.43%	19.27%	19.46%	23.00%

资料来源：wind、国海证券研究所

5、风险提示

- 1) HPV 检测渗透不及预期;
- 2) PCR 实验室构建不及预期;
- 3) 分子诊断上游原材料价格波动风险;
- 4) 公司未来业绩的不确定性。

附表：凯普生物盈利预测表

2020-08-0									
证券代码:	300639.SZ		股价:	48.40	投资评级:	买入	日期:	7	
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					每股指标				
ROE	12%	19%	19%	23%	EPS	0.68	1.22	1.41	1.95
毛利率	81%	74%	77%	80%	BVPS	4.98	5.95	6.93	8.30
期间费率	53%	47%	50%	53%	估值				
销售净利率	20%	25%	26%	26%	P/E	71.43	39.57	34.38	24.87
成长能力					P/B	9.73	8.14	6.98	5.83
收入增长率	26%	42%	13%	38%	P/S	14.42	9.91	8.79	6.35
利润增长率	29%	76%	15%	38%					
营运能力					利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
总资产周转率	0.56	0.69	0.69	0.82	营业收入	729	1037	1169	1619
应收账款周转率	2.12	2.15	2.15	2.15	营业成本	142	269	265	328
存货周转率	3.26	3.65	3.65	3.65	营业税金及附加	5	7	8	11
偿债能力					销售费用	260	314	386	534
资产负债率	9%	10%	9%	9%	管理费用	121	172	194	308
流动比	6.26	6.28	7.69	8.57	财务费用	0	(1)	(1)	(1)
速动比	5.85	5.75	7.16	7.99	其他费用/(-收入)	12	(3)	(4)	(5)
					营业利润	156	273	314	434
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	营业外净收支	(2)	0	0	0
现金及现金等价物	257	300	434	484	利润总额	155	273	314	434
应收款项	345	483	545	754	所得税费用	18	31	36	49
存货净额	43	76	75	93	净利润	137	242	278	384
其他流动资产	19	36	40	54	少数股东损益	(10)	(18)	(21)	(29)
流动资产合计	665	890	1089	1380	归属于母公司净利润	147	260	299	413
固定资产	360	361	367	371					
在建工程	53	32	19	9	现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
无形资产及其他	95	90	85	81	经营活动现金流	113	112	233	175
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	137	242	278	384
资产总计	1297	1496	1684	1964	少数股东权益	(10)	(18)	(21)	(29)
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	41	41	41	41
应付款项	36	70	69	86	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	4	6	6	9	营运资金变动	(55)	(223)	(65)	(260)
其他流动负债	66	66	66	66	投资活动现金流	132	21	6	7
流动负债合计	106	142	142	161	资本支出	(67)	21	6	7
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	6	6	6	6	其他	199	0	0	0
长期负债合计	6	6	6	6	筹资活动现金流	(202)	(78)	(90)	(124)
负债合计	112	148	148	167	债务融资	0	0	0	0
股本	217	212	212	212	权益融资	1	0	0	0
股东权益	1185	1348	1537	1797	其它	(203)	(78)	(90)	(124)
负债和股东权益总计	1297	1496	1684	1964	现金净增加额	43	55	149	57

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【医药组介绍】

周超泽，哥伦比亚大学化学工程/罗格斯大学金融工程双硕士，浙江大学工学学士，生物工程和金融复合背景，2017年加入国海证券医药组，医药组组长，主要覆盖创新药、生物制品、原料药+制剂出口一体化、CRO/CMO 板块。
徐晓欣，南洋理工大学应用经济学硕士，华南理工大学理学学士，2020 年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械、生物创新药、疫苗血制品板块。

【分析师承诺】

周超泽，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。