

凯普生物 (300639)

公司研究/点评报告

扣非业绩增速符合预期，维持推荐评级

—凯普生物 2019 年度业绩预告点评

点评报告/医药

2020 年 01 月 10 日

一、事件概述

2020 年 1 月 9 日，公司发布 2019 年度业绩预告：预计 2019 年归母净利润为 1.40 亿元-1.51 亿元，同比增长 23.00%-32.00%；扣非后归母净利润为 1.31 亿元-1.39 亿元，同比增长 32.00%-40.00%；非经常性损益对净利润的影响金额约为 935 万元。

二、分析与判断

扣非后净利润增速符合预期，香港医检所经营情况需持续跟踪

1) 扣非后净利润增速约 36%，符合预期：按照区间中值计算，公司 2019 年扣非后归母净利润为 1.35 亿元，同比增长 36.00%，延续前三季度的高增长。主要是因为公司核心产品 HPV 检测试剂稳健发展，耳聋、地贫和 STD 等二线品种高速增长。

2) 归母净利润增速约 27.5%，略低于前三季度：按照区间中值计算，公司 2019 年归母净利润为 1.45 亿元，同比增长 27.50%，略低于前三季度 33.72% 的增速，我们认为受到多因素影响：四季度引入 ERP 系统、政府补助和理财收入减少、由于香港的环境因素导致医检所亏损增加。我们认为 ERP 系统购置费用、政府补助及理财收入变动都属于偶发性费用，香港医检所的影响值得持续跟踪。

存量产品初步验证公司竞争力，关注 STD 十联检上市带来的业绩弹性

1) HPV 持续受益于渗透率提升、方法学替代，我们认为公司的产品优势和渠道资源铸就细分龙头，有望通过渠道下沉推动产品收入实现 19% 左右的超行业平均增速；2) 南方十省的地贫防控工程有望全面铺开，我们认为公司独创的“梅州模式”有望复制至其他地区、从而带动产品收入稳定提升，预计地贫产品未来三年收入增速在 30% 左右；3) 公司的耳聋检测产品耗时较短、操作简便，叠加公司联合妇幼保健协会建立 300 多家耳聋基因检测示范基地，我们认为产品+渠道的优势有望带来耳聋产品的持续放量，未来三年收入维持 60%-70% 的增长。4) 独家产品 STD 十联检上市后将全面推广 STD 系列产品，有望成为 2020 年以后的主力品种；我们预计 2020/2021 年由于十联检的上市而有望实现 STD 产品线 50% 以上的收入增速。

营销改革激发销售动力、医检实验室扩大服务对象，为产品放量蓄能

我们认为公司已经通过 HPV 产品验证过其营销实力，复制原有成功路径的重点在于激发员工工作的激情。公司启动嘉陵战役、HPV 最大化战略、营销激励加强等渠道变革，我们认为有望使老产品持续贡献业绩、新产品快速放量，从而带动公司收入的整体提升。对于缺乏先进设备/专业人员、没有基因诊断资质的医疗机构，公司通过配套 20 家特检实验室实现渗透、开拓空白市场。我们认为 ICL 空间大、增长快，公司具备 HK-MPDC 运营经验和试剂成本优势，预计医检业务未来三年收入端有望保持 60% 以上的高增长。

三、投资建议

基于公司核心业务板块分析以及四季度的影响因素，我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.67、0.88、1.17 元，按照 2020 年 1 月 9 日收盘价对应 2020 年 29.5 倍 PE。参考同为分子诊断领域或有生产销售同类产品的艾德生物/华大基因/透景生命/硕世生物 2020 年平均 33 倍的估值水平，结合公司在 HPV 检测领域的龙头地位以及营销改革所带来的产品放量，我们认为公司估值偏低，维持“推荐”评级。

推荐

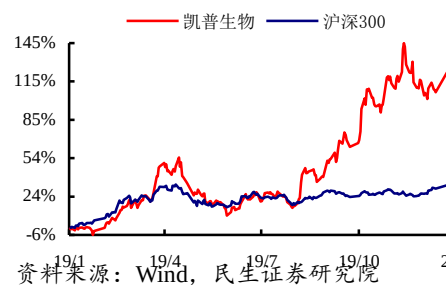
维持评级

当前价格： 25.83 元

交易数据 2020-1-9

近 12 个月最高/最低(元)	28.94/12.91
总股本(百万股)	217
流通股本(百万股)	108
流通股比例(%)	49.83
总市值(亿元)	28

该股与沪深 300 走势比较



分析师：孙建

执业证号： S0100519020002

电话： 021-60876703

邮箱： sunjian@mszq.com

研究助理：谭紫媚

执业证号： S0100119060028

电话： 021-60876703

邮箱： tanzimei@mszq.com

相关研究

1. 产品和渠道进入共振期的妇幼检验领先企业
2. 凯普生物 (300639)：二线产品系列保持高增长，检验服务孵化中

四、风险提示

新品研发风险、市场竞争日趋激烈的风险、医学实验室业务不能尽快盈利的风险、政策变化风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	580	741	975	1,278
增长率 (%)	21.1	27.8	31.5	31.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	114	145	190	253
增长率 (%)	22.4	26.9	31.6	33.0
每股收益 (元)	0.63	0.67	0.88	1.17
PE (现价)	41.0	38.8	29.5	22.2
PB	4.9	4.4	3.9	3.4

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	580	741	975	1,278
营业成本	96	139	200	282
营业税金及附加	5	5	6	7
销售费用	218	270	343	439
管理费用	104	132	166	209
研发费用	46	59	72	88
EBIT	112	137	187	253
财务费用	0	(0)	1	2
资产减值损失	5	4	6	7
投资收益	14	17	18	20
营业利润	126	157	207	275
营业外收支	(0)	0	0	0
利润总额	126	158	207	275
所得税	19	24	31	41
净利润	107	134	176	235
归属于母公司净利润	114	145	190	253
EBITDA	153	191	260	340

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	63	22	17	55
应收账款及票据	266	350	467	615
预付款项	5	7	11	15
存货	183	188	202	222
其他流动资产	330	301	271	243
流动资产合计	709	731	825	1006
长期股权投资	0	17	35	55
固定资产	321	367	381	384
无形资产	25	103	170	228
非流动资产合计	479	602	686	752
资产合计	1188	1333	1511	1758
短期借款	0	10	20	30
应付账款及票据	26	37	54	75
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	96	142	198	265
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	12	31	31	31
非流动负债合计	12	31	31	31
负债合计	108	173	229	296
股本	182	182	182	182
少数股东权益	113	102	88	69
股东权益合计	1080	1160	1282	1462
负债和股东权益合计	1188	1333	1511	1758

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	21.1%	27.8%	31.5%	31.1%
EBIT 增长率	13.1%	22.4%	36.5%	35.2%
净利润增长率	22.4%	26.9%	31.6%	33.0%
盈利能力				
毛利率	83.5%	81.3%	79.5%	77.9%
净利率	19.7%	19.5%	19.5%	19.8%
总资产收益率 ROA	9.6%	10.9%	12.6%	14.4%
净资产收益率 ROE	11.8%	13.7%	16.0%	18.2%
偿债能力				
流动比率	7.4	5.1	4.2	3.8
速动比率	6.9	4.8	3.9	3.5
现金比率	0.7	0.2	0.1	0.2
资产负债率	0.1	0.1	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	143.2	147.5	149.0	150.5
存货周转天数	687.2	481.0	351.2	270.4
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	0.6	0.7	0.9	1.2
每股净资产	5.3	5.8	6.6	7.7
每股经营现金流	0.4	0.5	0.7	0.9
每股股利	0.3	0.3	0.3	0.3
估值分析				
PE	41.0	38.8	29.5	22.2
PB	4.9	4.4	3.9	3.4
EV/EBITDA	28.0	22.5	17.0	13.1
股息收益率	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	107	134	176	235
折旧和摊销	45	58	78	94
营运资金变动	(62)	(60)	(89)	(119)
经营活动现金流	80	114	148	190
资本开支	144	158	137	132
投资	(70)	0	0	0
投资活动现金流	(200)	(129)	(107)	(105)
股权募资	119	0	0	0
债务募资	0	19	0	0
筹资活动现金流	(7)	(26)	(46)	(47)
现金净流量	(127)	(41)	(5)	39

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

孙建，博士，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学，6年医药行研从业经验，2019年1月加入民生证券。

谭紫媚，研究助理，中南大学学士，英国布里斯托大学硕士，1年医药行研从业经验，2019年5月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。