

凯普生物 (300639)

公司研究/点评报告

产品端协同效应体现，盈利能力提升超预期

—凯普生物 2019 年年度报告点评

点评报告/医药

2020 年 04 月 16 日

一、事件概述

2020 年 4 月 1 日，公司发布 2019 年年度报告：全年实现营业收入、归母净利润、扣非净利润分别为 7.29 亿、1.47 亿、1.35 亿元，同比增长 25.68%、29.11%、36.03%。经营活动产生的现金流量净额为 1.13 亿元，同比增长 40.36%。拟向全体股东每 10 股派发现金股利 2 元（含税），共计 4249 万元。

二、分析与判断

➤ 业务分析：HPV 外增量产品及服务业务高速增长，产品规模效应体现

①HPV 业务收入稳定增长。国家持续加强农村“两癌”筛查，公司提出“HPV 市场最大化”经营策略。HPV 检测试剂销售收入保持稳定增长，全年实现收入 5.13 亿元，同比增长 16.61%；收入占比为 70.36%，同比下降 5.48pct。②耳聋、STD 实现收入快速增长。联合中国妇幼保健协会探索地贫防控新模式、引导医疗机构加入“耳聋基因检测实验基地”、开发包括 STD 十联检在内的 STD 多层次产品矩阵。地贫、耳聋、STD 等其他检测试剂全年实现收入 1.13 亿元，同比增长 39.06%；收入占比为 15.48%，同比提升 1.49pct；③检测服务业务增收不增利，处于快速拓展期。累计 18 家（含香港）医学实验室取得医疗机构执业许可证，并与 EMQN 签订战略合作协议。医学检验服务全年实现收入 0.84 亿元，同比增长 81.87%；收入占比为 11.47%，同比提升 3.54pct。其中，凯普医学检验实现收入 0.73 亿元，亏损 0.30 亿元（亏损较去年同期扩大，我们估计主要是受到香港检验中心的影响）。随着检验收入规模扩大、各地实验室有望逐步进入扭亏阶段；从整体来看，我们认为受益于新冠病毒检测样本的增量，今年有望实现整体扭亏。

➤ 盈利能力：产品端净利率提升，服务业务暂未进入盈利周期

①毛利率分析：HPV 处于盈利能力下降通道，新品毛利率略有波动。2019 年 HPV 的毛利率持续下降，同时由于低毛利率检测服务收入占比明显提升，导致公司整体毛利率下降 2.91pct 至 80.59%。我们认为公司新品放量过程有望逐步对冲 HPV 毛利率下降的趋势。②净利率分析显示，产品端盈利能力明显提升，超预期，销售费用率、管理费用率分别下降 1.78pct、1.37pct 至 35.71%、16.56%；公司持续推行 M-IPD 集成化产品开发，推动核酸 99 战略实施，研发费用率与去年基本持平，为 7.88%。公司净利率同比提升 0.38pct 至 18.78%。考虑检测服务亏损对净利率分析的干扰，我们基于子公司的分析，扣除检验服务后，我们发现产品业务（凯普化学）的净利率大幅提升 3 个百分点到 28%。我们认为这可能体现了渠道协同、管理成本良好的控制能力，随着新品的放量，我们认为这有望极大放大渠道和管理优势，边际利润率有望大幅提升。

➤ 营运能力：边际改善，营运资本周转率同比提升 0.30

公司加强存货管理，全年存货周转率为 3.39，较去年同期提升 0.76；应收账款周转率为 2.45，较去年同期下降 0.06，我们预计是受到两癌筛查业务回款周期的影响；营运资本周转率为 1.25，较去年同期提升 0.30，营运能力有边际改善。

三、投资建议

基于公司核心业务板块分析，我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.90、1.18、1.56 元，按照 2020 年 4 月 15 日收盘价对应 2020 年 37.2 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 52.6 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

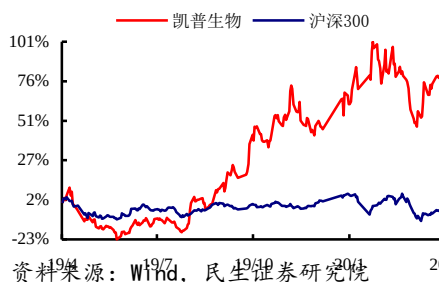
维持评级

当前价格： 33.36 元

交易数据 2020-4-15

近 12 个月最高/最低(元)	33.5/12.91
总股本(百万股)	212
流通股本(百万股)	160
流通股比例(%)	75.21
总市值(亿元)	71
流通市值(亿元)	53

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.凯普生物 (300639) 点评报告：产品服务一体化，新冠检测带来明显增量
- 2.凯普生物 (300639)：国内首家 STD 十联检上市，畅享蓝海市场

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	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	729	962	1,262	1,661
增长率（%）	25.7	31.8	31.3	31.6
归属母公司股东净利润（百万元）	147	195	257	339
增长率（%）	29.1	32.2	32.0	32.0
每股收益（元）	0.70	0.90	1.18	1.56
PE（现价）	47.7	37.2	28.2	21.4
PB	6.7	5.9	5.0	4.2

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)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	729	962	1,262	1,661
营业成本	142	203	284	387
营业税金及附加	5	6	6	7
销售费用	260	335	428	538
管理费用	121	158	199	251
研发费用	57	76	106	147
EBIT	144	184	239	330
财务费用	0	(4)	(4)	(3)
资产减值损失	(0)	6	(3)	5
投资收益	11	13	15	16
营业利润	156	202	267	352
营业外收支	(2)	0	0	0
利润总额	155	202	267	352
所得税	18	23	30	39
净利润	137	179	237	313
归属于母公司净利润	147	195	257	339
EBITDA	197	233	294	390
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	257	289	323	372
应收账款及票据	338	458	596	805
预付款项	4	6	8	11
存货	186	192	194	210
其他流动资产	10	0	0	0
流动资产合计	665	813	995	1271
长期股权投资	0	13	28	45
固定资产	360	392	402	404
无形资产	95	159	223	286
非流动资产合计	632	669	740	805
资产合计	1297	1482	1734	2075
短期借款	0	10	20	30
应付账款及票据	36	54	73	99
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	106	162	220	292
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	6	0	0	0
非流动负债合计	6	0	0	0
负债合计	112	162	220	292
股本	217	217	217	217
少数股东权益	103	88	68	41
股东权益合计	1185	1321	1514	1784
负债和股东权益合计	1297	1482	1734	2075

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	25.7	31.8	31.3	31.6
EBIT 增长率	28.4	28.0	29.6	38.2
净利润增长率	29.1	32.2	32.0	32.0
盈利能力				
毛利率	80.6	78.8	77.5	76.7
净利润率	20.2	20.3	20.4	20.4
总资产收益率 ROA	11.4	13.1	14.8	16.4
净资产收益率 ROE	13.6	15.8	17.8	19.5
偿债能力				
流动比率	6.3	5.0	4.5	4.4
速动比率	5.8	4.7	4.3	4.1
现金比率	2.5	1.8	1.5	1.3
资产负债率	0.1	0.1	0.1	0.1
经营效率				
应收账款周转天数	146.8	147.0	148.5	149.9
存货周转天数	478.7	335.1	244.6	188.4
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	0.7	0.9	1.2	1.6
每股净资产	5.0	5.7	6.7	8.0
每股经营现金流	0.5	0.8	0.8	0.9
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	47.7	37.2	28.2	21.4
PB	6.7	5.9	5.0	4.2
EV/EBITDA	26.8	22.0	17.0	12.6
股息收益率	0.6	0.6	0.6	0.6

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	137	179	237	313
折旧和摊销	54	55	52	64
营运资金变动	(62)	(88)	(95)	(170)
经营活动现金流	108	163	180	192
资本开支	193	103	110	108
投资	314	0	0	0
投资活动现金流	132	(93)	(110)	(108)
股权募资	1	0	0	0
债务募资	0	(5)	0	0
筹资活动现金流	(44)	(39)	(34)	(35)
现金净流量	196	31	35	49

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，研究院院长助理，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学专业，7年医药行行业研究从业经验，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。