

## 证券研究报告—动态报告

医药保健

医疗器械与服务

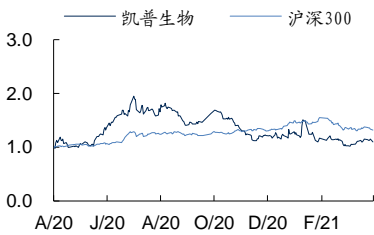
**凯普生物(300639)**
**买入**

2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 14 日

## 一年该股与沪深 300 走势比较



## 股票数据

总股本/流通(百万股)	235/231
总市值/流通(百万元)	7,968/7,827
上证综指/深圳成指	3,413/13,496
12 个月最高/最低(元)	60.55/29.18

## 相关研究报告:

《凯普生物-300639-2020 年半年报点评: 业绩超预期, 新冠检测预计持续》——2020-08-10  
 《凯普生物-300639-2019 年年报暨 2020 一季报预告点评: 核酸分子检测龙头, 业绩稳健》——2020-04-16  
 《凯普生物-300639-2019 年三季报点评: 业绩超预期, 期待新品上市》——2019-10-25  
 《凯普生物-300639-深度报告: 高速增长核酸分子诊断龙头》——2019-09-19  
 《凯普生物-300639-2019 年半年报点评: 核酸分子诊断龙头, 业绩提速》——2019-08-15

**证券分析师: 朱寒青**

电话: 0755-81981837  
 E-MAIL: zhuhanqing@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519070002

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

## 财报点评

## 实验室快速发展, 新冠检测持续

**● 业绩高速增长, 超出预期**

2020 年营收 13.54 亿元 (+85.70%), 归母净利润 3.63 亿元 (+146.22%), 扣非归母净利润 3.53 亿元 (+160.87%)。

**● 常规业务下半年恢复增长, 实验室检测服务高速增长**

常规业务上半年受疫情影响, 但下半年逐渐恢复, 自产产品实现销售收入 6.74 亿元 (+6.45%); 医学检验服务实现收入 5.52 亿元 (+560.00%), 毛利率 67.78% (+24.41pp) 大幅提升。新冠检测试剂获得欧盟和各国认证, 预计将继续贡献一定收入。销售毛利率 73.37% (-7.22pp) 下滑, 由于产品结构中其他试剂增速较快, 且检验实验室业务收入占比提升。销售费用率 23.12% (-12.59pp), 管理费用率 9.79% (-6.77pp), 财务费用率 -0.21% (-0.27pp); 研发费用率 5.79% (-2.59pp)。期间费用率合计 37.99% (-22.21pp)。

**● 研发投入加大, 在研管线丰富**

公司以妇幼健康领域为主轴, 围绕核酸病原体检测、遗传病检测、肿瘤及个体化用药指导检测, 开发相关产品。除了公司核心专利导流杂交技术和荧光 PCR 技术, 还新增质谱检测、数字 PCR 检测、高通量测序等技术, 不断推出新的产品。累计取得 29 个国内医疗器械注册证 (其中三类 22 个)、46 个国内医疗器械备案证, 专利证书 44 项。

**● 风险提示: 技术研发风险, 新产品推广风险、市场竞争风险等。**
**● 投资建议: 上调盈利预测, 维持“买入”评级。**

预计常规检测试剂耳聋、地贫、STD 等分别借助 300 家耳聋中心、地贫筛查项目以及重点医院学术合作, 恢复高速增长, 第三方检验服务继续高速增长, 新冠核酸检测持续贡献收入, 上调 21-22 年、新增 23 年预测, 预计 2021-2023 年归母净利润 4.37/5.24/6.58 亿元 (原 2.49/3.33 亿元), 增速 20%/20%/25%, 当前股价对应 PE 为 18/15/12X, 按照 2022 年 20-25X, 上调一年期合理估值至 44.60-55.75 元 (原 34.50~40.25 元), 维持“买入”评级。

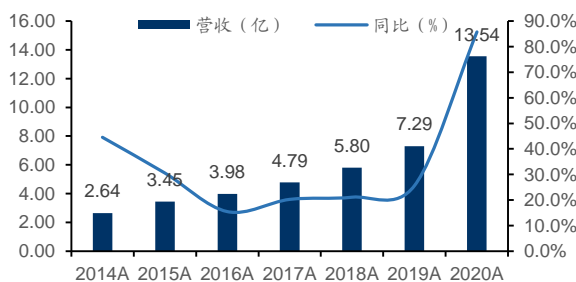
**盈利预测和财务指标**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	729	1,354	1,661	2,074	2,598
(+/-%)	25.7%	85.7%	22.7%	24.9%	25.2%
净利润(百万元)	147	363	437	524	658
(+/-%)	29.1%	146.2%	20.4%	20.1%	25.4%
摊薄每股收益(元)	0.68	1.54	1.85	2.23	2.79
EBIT Margin	19.7%	34.6%	32.1%	30.9%	30.9%
净资产收益率(ROE)	13.6%	15.2%	16.1%	17.0%	18.4%
市盈率(PE)	50.1	22.1	18.3	15.3	12.2
EV/EBITDA	40.5	16.0	13.9	11.9	9.8
市净率(PB)	6.83	3.35	2.95	2.59	2.24

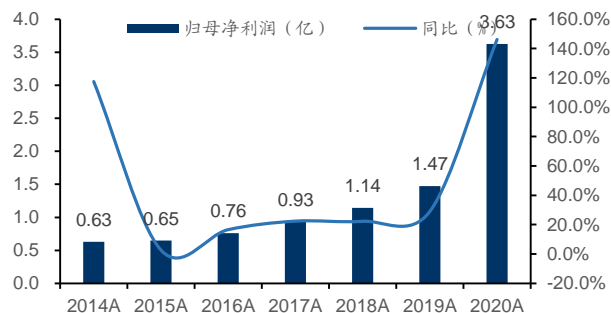
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

受益于核酸检测，全年业绩快速增长。全年实现营业收入 13.54 亿元，同比增长 85.70%；归母净利润 3.63 亿元，同比增长 146.22%；扣非净利润 3.53 亿元，同比增长 160.87%。利润分配：以 2.34 亿股（已扣除公司从二级市场上回购的股份 133.42 万股）为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 2.5 元（含税），送红股 0 股（含税），以资本公积金向全体股东每 10 股转增 2.5 股。

**图 1：凯普生物营业收入及增速（单位：亿元、%）**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图 2：凯普生物利润及增速（单位：亿元、%）**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

下半年疫情影响逐渐恢复，新冠核酸检测贡献增量。分业务来看，受疫情影响，公司自产产品实现销售收入 6.74 亿元，同比增长 6.45%，毛利率 84.17% (-1.96pp)，其中 HPV 检测试剂、耳聋检测试剂、地贫检测试剂收入略下滑，其他还有新冠核酸检测试剂以及自产仪器销售收入。新冠检测试剂获得欧盟 CE 认证、巴西 ANVISA 认证、澳大利亚 TGA 认证、进入世界卫生组织（WHO）应急使用清单（EUL），获得多个国家和地区的产品准入资格，出口巴西、匈牙利、意大利、南非等国家，可以向南美等地区销售。外购仪器、试剂、耗材，实现其他业务收入 1.28 亿元，同比增长 943.32%，主要是公司支持医疗机构开展核酸检测实验室过程中采购的相关设备试剂。

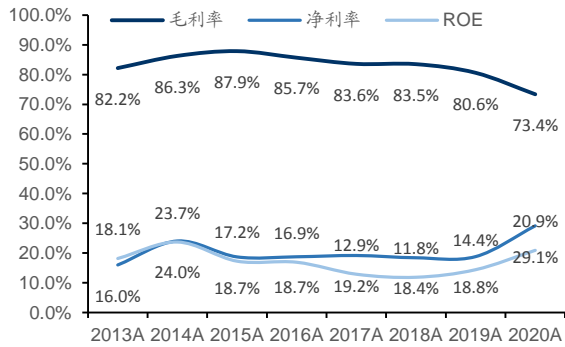
第三方医学检测服务快速增长。公司医学检验服务实现收入 5.52 亿元，同比增长 560.00%。毛利率 67.78% (+24.41pp) 大幅提升，此前运营中实验室均扭亏。2020 年公司旗下 18 家医学实验室医学实验室总计完成新冠核酸检测超 500 万人次，贡献收入超过 4 亿元。截止 3 月底超过 1000 万人次新冠核酸检测。公司已有 19 家（含香港）第三方医学实验室执业，另有 20 家以上正在规划和建设。预计今年内将有 30 多家运营，未来将达到全国 50 家。

研发持续性投入，推动检测试剂业务高速发展。公司引入 M-IPD 研发管理体系，立足核酸“99”，核酸“999”战略布局，以妇幼健康领域为主轴，围绕核酸病原体检测、遗传病检测、肿瘤及个体化用药指导检测，开发相关系列产品。与以往不同的是，除了以公司核心专利导流杂交技术和荧光 PCR 技术为基础平台外，还建立和引进质谱检测（串联质谱、飞行时间质谱）、数字 PCR 检测、NGS（高通量测序）等新的检测技术平台。2020 年内获得四个医疗器械产品注册证，其中三类医疗器械产品 3 个，二类医疗器械产品 1 个，累计 29 项国内医疗器械产品注册证（其中三类注册证 22 项、二类注册证 7 项）、46 项医疗器械备案证。公司累计取得专利证书共 44 项（其中发明专利 25 项，实用新型 8 项，外观专利 10 项，香港短期专利 1 项）。

毛利率下滑，费用率下降。2020 年销售毛利率 73.37% (-7.22pp)，毛利率有所下滑，由于产品结构中其他试剂增速较快，但毛利率低于 HPV、地贫和耳聋产品，此外检验实验室业务收入规模也扩大，检测服务毛利率 67.78% 也低于试

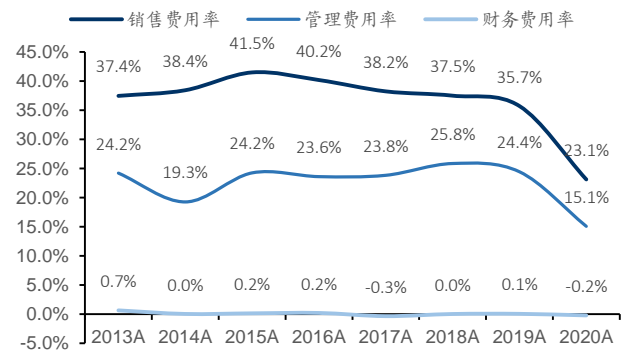
剂毛利。销售费用率 23.12% (-12.59pp)，管理费用率 9.79% (-6.77pp)，财务费用率-0.21% (-0.27pp)；研发费用率 5.79% (-2.59pp)。期间费用率合计 37.99% (-22.21pp)，销售净利率 29.14% (+10.36pp)。

图 3: 凯普生物毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

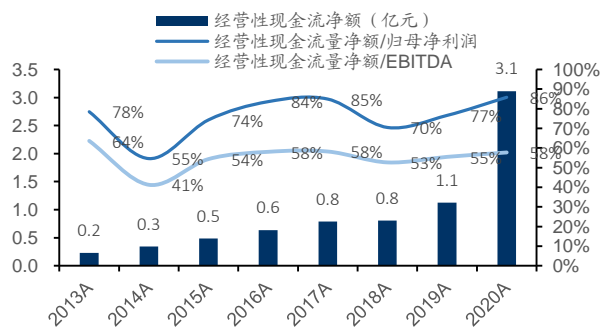
图 4: 凯普生物三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

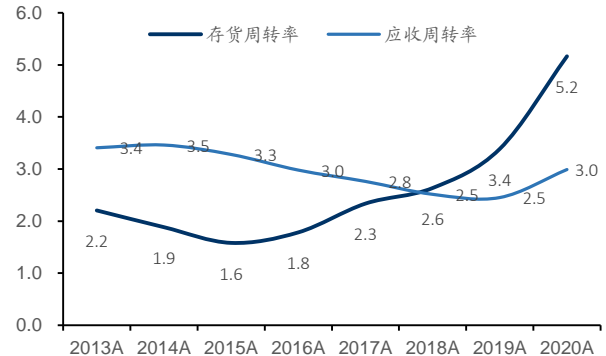
公司经营性现金流质量佳。与净利润比值达 86%。周转率一直稳定，2020 年存货周转加快。

图 5: 凯普经营性现金流 (单位: 亿元、%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 凯普生物周转率 (单位: 亿元、%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**表 1: 凯普生物盈利预测模型**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	备注
营业总收入 (百万元)	580	729	1370	1680	2097	2626	
YOY	21.14%	25.68%	87.77%	22.65%	24.86%	25.23%	
毛利率	83.50%	80.59%	73.37%	73.58%	71.01%	69.73%	
一、HPV 试剂盒	440	513	513	419	577	670	预计 HPV 恢复增长, 毛利率稳中有降
YOY	12.76%	16.63%	16.63%	-18.36%	37.71%	16.08%	
毛利率	88.49%	87.18%	87.18%	87.24%	87.22%	87.21%	
二、地贫试剂盒	45	58	40	76	97	125	预计地贫收入恢复高速增长, 毛利率基本稳定
YOY	42.50%	30.15%	-31.60%	90.00%	28.25%	28.25%	
毛利率	85.00%	85.00%	85.00%	85.00%	85.00%	85.00%	
三、其他试剂盒	36	55	338	203	264	343	耳聋、STD 随着新产品上市, 收入维持高速增长, 毛利率随着新品上市而有所提升。其他试剂如外购试剂等也维持高速增长, 毛利较低
YOY	68.30%	50.04%	519.51%	-40.00%	30.00%	30.00%	
毛利率	88.49%	85%	84.98%	66.00%	68.00%	71.00%	
四、检测收入	46	84	552	800	1041	1353	伴随新冠检测, 检验实验室收入高速增长
YOY	102.11%	81.87%	559.81%	45.00%	30.00%	30.00%	
毛利率	25.06%	43.37%	67.78%	65.00%	60.00%	55.00%	
五、其他业务	13	20	22	24	26	26	
YOY	135.09%	50.35%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	
毛利率	40.46%	40.00%	42.00%	42.00%	42.00%	42.00%	
销售费用率	37.49%	34.80%	23.12%	23.00%	22.50%	22.00%	
管理费用率	17.93%	15.90%	9.79%	10.00%	9.50%	9.00%	
研发费用率	7.92%	7.80%	5.29%	7.50%	7.20%	7.00%	
财务费用率	0.04%	0.10%	-0.21%	-0.10%	0.00%	0.10%	

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理预测

**投资建议: 核酸分子检测龙头, 上调盈利预测和合理估值, 维持“买入”评级。**

公司是核酸分子诊断龙头, 预计常规检测试剂耳聋、地贫、STD 等分别借助 300 家耳聋中心、地贫筛查项目以及重点医院学术合作, 恢复高速增长, 第三方检验服务继续高速增长, 新冠核酸检测持续贡献收入, 上调 21-22 年、新增 23 年预测, 预计 2021-2023 年归母净利润 4.37/5.24/6.58 亿元 (原 2.49/3.33 亿元), 增速 20%/20%/25%, 当前股价对应 PE 为 18/15/12X, 按照 2022 年 20-25X, 上调一年期合理估值至 44.60-55.75 元 (原 34.50~40.25 元), 维持“买入”评级。

**表 2: 可比公司估值**

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE			扣非 ROE (20A)	PEG (21E)	投资评级	
		2021-4-13		19A	20	21E	22E	19A	20	21E				22E
300639	凯普生物	33.98	80	0.63	1.54	1.85	2.23	54.3	22.0	18.3	15.3	20%	0.8	买入
300685	艾德生物	76.11	169	0.61	0.81	1.16	1.56	124.6	93.6	65.6	48.9	14%	1.8	无评级
300676	华大基因	123.60	512	0.67	5.03	3.76	2.39	185.1	24.6	32.9	51.7	*5%	*0.6	买入
000710	贝瑞基因	32.41	115	1.10	0.52	0.72	0.86	29.4	61.8	45.2	37.6	*14%	-	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理预测 注: 艾德生物为 wind 一致预测。 注: 华大基因和贝瑞基因 ROE 为 19A, PEG 为 20A

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	391	508	799	1169	营业收入	1354	1661	2074	2598
应收款项	586	760	943	1165	营业成本	361	439	601	786
存货净额	96	160	201	263	营业税金及附加	7	12	15	18
其他流动资产	28	33	41	52	销售费用	313	382	467	571
<b>流动资产合计</b>	<b>1962</b>	<b>2322</b>	<b>2845</b>	<b>3509</b>	管理费用	204	295	350	420
固定资产	598	588	574	556	财务费用	(3)	(9)	(15)	(23)
无形资产及其他	101	97	93	89	投资收益	5	10	8	8
投资性房地产	196	196	196	196	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(9)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2857</b>	<b>3202</b>	<b>3707</b>	<b>4349</b>	营业利润	469	553	664	833
短期借款及交易性金融负债	75	19	25	33	营业外净收支	(5)	(2)	(3)	(3)
应付款项	86	122	165	215	<b>利润总额</b>	<b>464</b>	<b>551</b>	<b>661</b>	<b>830</b>
其他流动负债	142	163	206	272	所得税费用	69	76	92	115
<b>流动负债合计</b>	<b>303</b>	<b>304</b>	<b>396</b>	<b>521</b>	少数股东损益	32	38	46	57
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>363</b>	<b>437</b>	<b>524</b>	<b>658</b>
其他长期负债	20	20	20	20					
<b>长期负债合计</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>323</b>	<b>324</b>	<b>416</b>	<b>540</b>	净利润	363	437	524	658
少数股东权益	144	170	202	242	资产减值准备	14	1	(0)	(1)
股东权益	2391	2708	3089	3567	折旧摊销	50	64	69	72
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2857</b>	<b>3202</b>	<b>3707</b>	<b>4349</b>	公允价值变动损失	(0)	0	0	0
					财务费用	(3)	(9)	(15)	(23)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(231)	(184)	(146)	(178)
每股收益	1.54	1.85	2.23	2.79	其它	14	26	32	41
每股红利	0.19	0.51	0.61	0.76	<b>经营活动现金流</b>	<b>209</b>	<b>343</b>	<b>478</b>	<b>591</b>
每股净资产	10.16	11.50	13.12	15.15	资本开支	(242)	(50)	(50)	(50)
ROIC	28%	24%	25%	28%	其它投资现金流	(855)	0	0	0
ROE	15%	16%	17%	18%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1097)</b>	<b>(50)</b>	<b>(50)</b>	<b>(50)</b>
毛利率	73%	74%	71%	70%	权益性融资	1037	0	0	0
EBIT Margin	35%	32%	31%	31%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	38%	36%	34%	34%	支付股利、利息	(44)	(119)	(143)	(180)
收入增长	86%	23%	25%	25%	其它融资现金流	72	(56)	6	8
净利润增长率	146%	20%	20%	25%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1021</b>	<b>(176)</b>	<b>(137)</b>	<b>(171)</b>
资产负债率	16%	15%	17%	18%	<b>现金净变动</b>	<b>134</b>	<b>117</b>	<b>291</b>	<b>370</b>
息率	0.5%	1.5%	1.8%	2.2%	货币资金的期初余额	257	391	508	799
P/E	22.1	18.3	15.3	12.2	货币资金的期末余额	391	508	799	1169
P/B	3.3	3.0	2.6	2.2	企业自由现金流	(24)	290	425	535
EV/EBITDA	16.0	13.9	11.9	9.8	权益自由现金流	47	241	444	563

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032