

**证券研究报告—动态报告**

医药保健

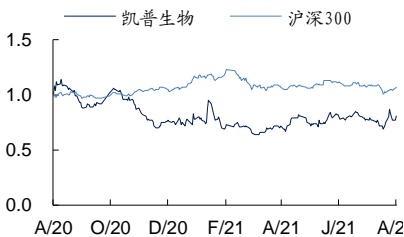
医疗器械与服务

**凯普生物(300639)**
**买入**

2021 年半年报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 11 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)	294/289
总市值/流通(百万元)	9,258/9,093
上证综指/深圳成指	3,530/15,058
12 个月最高/最低(元)	56.00/25.97

**相关研究报告:**

《凯普生物-300639-2020 年年报点评: 实验室快速发展, 新冠检测持续》——2021-04-14  
 《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: 业绩超出预期, 期待新品上市》——2019-10-25  
 《凯普生物-300639-深度报告: 高速增长的核酸分子诊断龙头》——2019-09-19

**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**

## 业绩超预期, 新冠检测持续

**● 受益新冠检测, 业绩高速增长, 超出预期**

2021H1 营收 12.99 亿元 (+156.88%), 归母净利润 3.91 亿元 (+203.15%), 扣非归母净利润 3.82 亿元 (+205.94%), 业绩高速增长, 超过业绩预告上限, 主要由于新冠核酸检测业务。Q1、Q2 归母净利润及增速分别为 1.72 亿元 (+771%)、2.19 亿元 (+100.5%)。

**● 常规业务恢复增长, 实验室检测服务高速增长**

去年同期因疫情常规业务收入低基数, 目前已恢复, HPV 产品同比增长 46.56%; STD 产品同比增长 88.26%; 耳聋和地贫检测产品同比增长 11.99%; 自产仪器耗材同比增长 434.98%。医学检验服务 2020H1 实现收入 8.53 亿元 (+251.98%), 毛利率 61.25% (-13.67pp), 公司旗下医学实验室积极参与辽宁、黑龙江、云南、广东、香港等地新冠核酸筛查, 上半年完成新冠检测超 1500 万人次。公司已有 22 家(含香港)第三方医学实验室执业, 另有 9 家以上正在规划和建设。预计今年内将有 30 多家运营, 加大全国覆盖, 并布局司法鉴定业务。

**● 毛利率下滑, 费用率下降, 研发投入加大**

2020H1 销售毛利率 65.75% (-10.89pp) 下滑, 由于实验室检测业务规模迅速增长, 其毛利率 61.25% 低于分子诊断产品毛利率 74.39%。销售费用率 13.41% (-11.10pp), 管理费用率 8.59% (-2.56pp) 由于规模效应均降低。财务费用率 0.14% (+0.01pp), 研发费用率 3.88% (-1.24pp), 新增研发立项 30 余项, 围绕妇幼健康领域为开发主线。期间费用率合计 26.04% (-14.88pp), 大幅下降。

**● 风险提示: 新冠检测大幅下滑风险, 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 HPV、耳聋、地贫等借助妇幼医院、耳聋中心、地贫筛查项目以及重点医院学术合作, 恢复快速增长, 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 21-23 年盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润 7.64/6.14/6.29 亿元(原 4.37/5.24/6.58 亿元), 增速 111%/ -20%/2%, 当前股价对应 PE 为 12/15/15X, 维持合理估值 44.60-55.75 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	2,270	2,049	2,099
(+/-%)	25.7%	85.7%	67.6%	-9.7%	2.4%
净利润(百万元)	147	363	764	614	629
(+/-%)	29.1%	146.2%	110.8%	-19.7%	2.4%
摊薄每股收益(元)	0.68	1.54	2.60	2.08	2.13
EBIT Margin	19.7%	34.6%	41.8%	36.7%	36.1%
净资产收益率(ROE)	13.6%	15.2%	25.9%	18.1%	16.3%
市盈率(PE)	46.5	20.4	12.1	15.1	14.8
EV/EBITDA	37.6	14.9	9.6	11.7	11.5
市净率(PB)	6.33	3.10	3.15	2.74	2.41

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

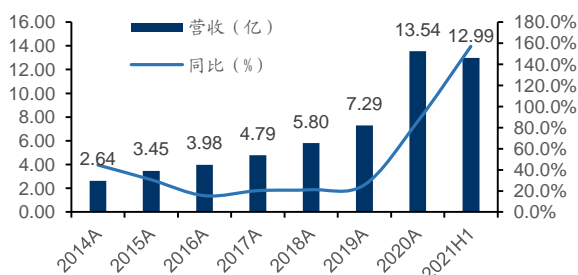
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

**2021 上半年业绩超预期，新冠检测贡献大。**2021H1 实现营收 12.99 亿元 (+156.88%)，归母净利润 3.91 亿元 (+203.15%)，扣非归母净利润 3.82 亿元 (+205.94%)，业绩高速增长，超过业绩预告上限。Q1、Q2 归母净利润及增速分别为 1.72 亿元 (+771%)、2.19 亿元 (+100.5%)，上半年公司自产产品实现销售收入 3.64 亿元 (+64.28%)，外购产品实现收入 8156 万元 (+95.64%)，医学检验服务实现收入 8.53 亿元 (+251.98%)，其中新冠检测贡献绝大部分。

**常规业务恢复。**去年同期因疫情影响医院门诊量，HPV、地贫、耳聋、STD 等检测试剂收入同比下滑，目前已恢复常态。其中 HPV 系列产品同比增长 46.56%；STD 系列产品同比增长 88.26%；耳聋和地贫检测产品同比增长 11.99%；公司自产仪器耗材同比增长 434.98%。2021 年 7 月 6 日，WHO 发布了最新《子宫颈癌前病变筛查和治疗指南》推荐 HPV DNA 检测作为首选方法，方法学的替代将进一步提高 HPV 检测的渗透率，为 HPV 检测领域带来巨大的市场空间，公司作为国内 HPV 检测市占率第一的龙头，将继续保持快速发展。STD 产品系列拥有独家的十联检产品，继续推广，提高渗透率。地贫、耳聋等检测符合出生缺陷防控政策大势所趋，借助相应医学中心，估计下半年将快速增长。

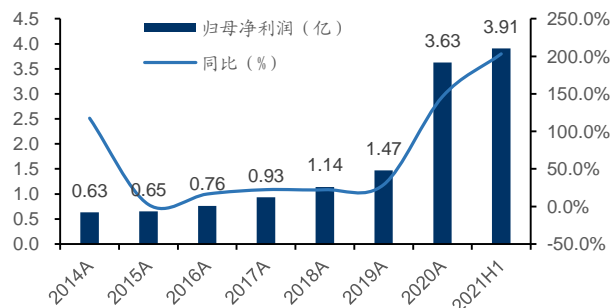
**公司第三方医学检验实验室积极承担疫情防控任务，快速发展。**医学检验服务 2020H1 实现收入 8.53 亿元 (+251.98%)，毛利率 61.25% (-13.67pp)，公司旗下医学实验室积极参与辽宁、黑龙江、云南、广东、香港等地的新冠核酸大筛查任务，2020 年公司总计完成新冠核酸检测超 500 万人次，贡献收入超过 4 亿元。截止 3 月底超过 1000 万人次新冠核酸检测。2021 年上半年，公司医学实验室完成新冠检测超 1500 万人次。公司医学检验业务以分子诊断为核心应用技术，以肿瘤基因检测、串联质谱、高密度基因芯片等高端特检为重点发展方向，目前可开展检验项目覆盖遗传代谢病、感染性疾病、分子病理检测、遗传与染色体分子病理检查、肿瘤检查、个体化用药代谢基因检测、内分泌检查、妇科检查等。目前已有 22 家医学检验实验室正式运营，石家庄、杭州、南宁、银川、青岛、大连、深圳、海口、长春等 9 家医学实验室已完成注册登记，开展实验室筹建工作。公司拟在哈尔滨、瑞丽、湛江等地新设第三方医学实验室，年内超过 30 家，并对北京、西安、长沙、贵阳、成都、杭州、武汉、南昌、重庆等医学实验室进行升级建设，加大第三方医学检验业务在全国范围的覆盖。公司拟依托在全国的第三方医学实验室网络，加大司法鉴定业务的布局，以太原司法鉴定所为模板，在全国发展其他检验检测业务。

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、%）

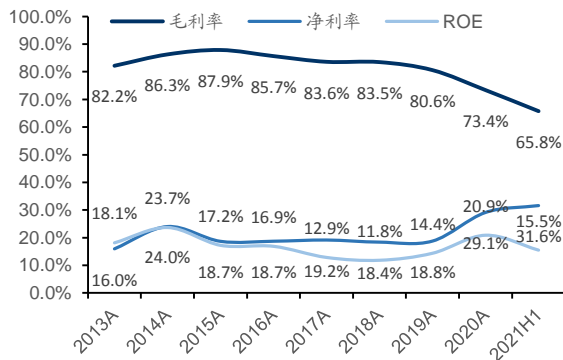


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**毛利率下滑，费用率下降。**2020H1 销售毛利率 65.75% (-10.89pp)，毛利率下滑，由于检验实验室业务收入规模扩大，其毛利率 61.25% 低于分子诊断产品

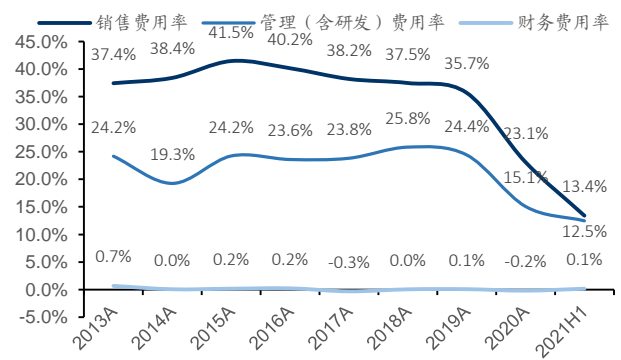
毛利率 74.39%。销售费用率 13.41%(-11.10pp),管理费用率 8.59%(-2.56pp),均受规模效应降低。财务费用率 0.14%(+0.01pp);研发费用率 3.88%(-1.24pp)。期间费用率合计 26.04%(-14.88pp),大幅下降。2020H1 研发投入加大,新增研发立项 30 余项,围绕妇幼健康领域为开发主线。相关产品开发以获取临床注册为主,同时基于各种创新基础平台,独立自主开发和联合开发相结合,快速推出新的检测技术,以 LDT 形式在凯普医学实验室或者临床单位进行推广。

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

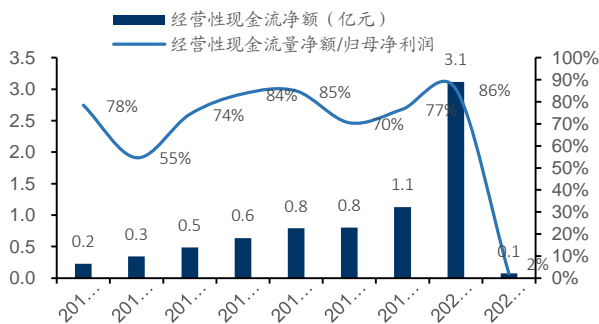
图 4: 凯普生物三项费用率变化情况



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

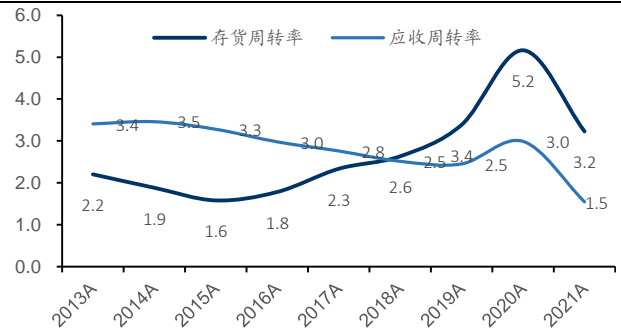
公司周转率加快,经营性现金流下降主要是购买商品和为职工支付的部分增加。

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



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**股权激励绑定核心骨干。**2021年5月10日公司发布2021年股票期权激励计划,向包括总经理管乔中、副总经理王建瑜、副总经理管秩生、副总经理谢龙旭、董秘陈毅等在内的179名核心骨干授予330万份股权激励,行权价格为36.63元/份。其中首次授予314.00万份,占本次拟授出权益总数的95.15%,预留16.00万份,占4.85%。业绩考核目标为:以2019年归母净利润为基准,2021-2023分别增长不低于172%、240%、300%。首次授予的股票期权自首次授予日起满12个月后,激励对象应在未来36个月内分三期行权,分别授予40%、30%、30%。预留的部分可以在2021分三期授予或2022年分两期授予。

**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	2295	2072	2122	
YOY	21.14%	25.68%	87.77%	67.59%	-9.74%	2.44%	
毛利率	83.50%	80.59%	73.37%	69.48%	71.14%	75.02%	
一、HPV 试剂盒	440	513	419	598	676	785	预计 HPV 恢复增长, 毛利率稳基本稳定
YOY	12.76%	16.63%	-18.36%	42.63%	13.13%	16.08%	
毛利率	88.49%	87.18%	87.24%	87.22%	87.21%	87.20%	
二、地贫试剂盒	45	58	40	61	81	103	预计地贫收入恢复增长, 毛利率基本稳定
YOY	42.50%	30.15%	-31.60%	52.00%	33.00%	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	399	439	483	耳聋、STD 随着新产品上市, 收入维持快速增长, 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增长, 毛利较低
YOY	68.30%	50.04%	519.51%	18.00%	10.00%	10.00%	
毛利率	88.49%	85%	66.00%	68.00%	71.00%	85.00%	
四、检测收入	46	84	552	1214	850	723	伴随新冠检测, 检验实验室收入高速增长
YOY	102.11%	81.87%	559.81%	120.00%	-30.00%	-15.00%	
毛利率	25.06%	43.37%	67.78%	61.00%	58.00%	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%	14.00%	18.00%	22.00%	
管理费用率	17.93%	15.90%	9.79%	8.80%	9.50%	9.00%	
研发费用率	7.92%	7.80%	5.29%	4.00%	6.00%	7.00%	
财务费用率	0.04%	0.10%	-0.21%	0.14%	0.12%	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, 维持“买入”评级。公司是核酸分子诊断龙头, 预计 HPV、耳聋、地贫等借助妇幼医院、耳聋中心、地贫筛查项目以及重点医院学术合作, 恢复快速增长, 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, 上调盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润 7.64/6.14/6.29 亿元 (原 4.37/5.24/6.58 亿元), 增速 111%/-20%/2%, 当前股价对应 PE 为 12/15/15X, 维持合理估值 44.60-55.75 元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 新冠检测大幅下滑风险, 技术研发风险, 新产品推广风险、市场竞争风险等。

**表 2: 可比公司估值**

代码	公司简称	总市值 亿元	股价 (元)		EPS					PE			扣非 ROE (20A)	PEG (21E)	投资 评级
			2021-8-10	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E				
300639	凯普生物	93	31.50	1.23	2.60	2.09	2.14	25.5	12.1	15.1	14.7	20%	0.7	买入	
688298	东方生物	244	202.92	13.98	40.83	26.53	19.78	14.5	5.0	7.7	10.3	123%	0.1	买入	
300685	艾德生物	192	86.76	0.81	1.15	1.54	2.01	106.7	75.4	56.3	43.2	14%	1.6	无	
300676	华大基因	450	108.60	5.05	3.76	2.39	2.87	21.5	28.9	45.5	37.9	5%	-2.6	买入	
000710	贝瑞基因	96	27.19	0.59	0.29	0.46	0.61	45.8	94.5	59.5	44.4	14%	60.0	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。

## 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	1031	1524	营业收入	1354	2270	2049	2099
应收款项	586	1039	931	941	营业成本	361	693	591	524
存货净额	96	265	196	165	营业税金及附加	7	16	14	15
其他流动资产	28	45	41	42	销售费用	313	318	369	462
<b>流动资产合计</b>	<b>1962</b>	<b>2717</b>	<b>3059</b>	<b>3532</b>	管理费用	204	295	322	340
固定资产	598	635	665	689	财务费用	(3)	(8)	(17)	(31)
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>3645</b>	<b>4012</b>	<b>4506</b>	营业利润	469	967	777	797
短期借款及交易性金融负债	75	86	25	33	营业外净收支	(5)	(2)	(3)	(3)
应付款项	86	202	161	135	<b>利润总额</b>	<b>464</b>	<b>965</b>	<b>774</b>	<b>793</b>
其他流动负债	142	201	187	203	所得税费用	69	134	107	110
<b>流动负债合计</b>	<b>303</b>	<b>489</b>	<b>373</b>	<b>372</b>	少数股东损益	32	67	53	55
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>764</b>	<b>614</b>	<b>629</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>508</b>	<b>393</b>	<b>391</b>	净利润	363	764	614	629
少数股东权益	144	190	228	266	资产减值准备	14	2	1	1
股东权益	2391	2946	3392	3849	折旧摊销	50	65	73	79
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2857</b>	<b>3645</b>	<b>4012</b>	<b>4506</b>	公允价值变动损失	(0)	0	0	0
					财务费用	(3)	(8)	(17)	(31)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(231)	(461)	128	11
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	14	44	37	37
每股收益	1.54	2.60	2.08	2.13	<b>经营活动现金流</b>	<b>209</b>	<b>415</b>	<b>851</b>	<b>757</b>
每股红利	0.19	0.71	0.57	0.58	资本开支	(242)	(100)	(100)	(100)
每股净资产	10.16	10.00	11.52	13.07	其它投资现金流	(855)	0	0	0
ROIC	28%	40%	27%	26%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1097)</b>	<b>(100)</b>	<b>(100)</b>	<b>(100)</b>
ROE	15%	26%	18%	16%	权益性融资	1037	0	0	0
毛利率	73%	69%	71%	75%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	35%	42%	37%	36%	支付股利、利息	(44)	(209)	(168)	(172)
EBITDA Margin	38%	45%	40%	40%	其它融资现金流	72	11	(61)	8
收入增长	86%	68%	-10%	2%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1021</b>	<b>(198)</b>	<b>(229)</b>	<b>(163)</b>
净利润增长率	146%	111%	-20%	2%	<b>现金净变动</b>	<b>134</b>	<b>117</b>	<b>522</b>	<b>493</b>
资产负债率	16%	19%	15%	15%	货币资金的期初余额	257	391	508	1031
息率	0.6%	2.8%	2.3%	2.3%	货币资金的期末余额	391	508	1031	1524
P/E	20.4	12.1	15.1	14.8	企业自由现金流	(24)	322	749	643
P/B	3.1	3.1	2.7	2.4	权益自由现金流	47	339	702	678
EV/EBITDA	14.9	9.6	11.7	11.5					

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。

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