

凯普生物 (300639.SZ) / 医疗器械

证券研究报告/公司点评

2023年4月16日

评级：买入（维持）

市场价格：17.59

分析师：谢木青

执业证书编号：S0740518010004

电话：021-20315895

Email: xiemq@r.qizq.com.cn

联系人：于佳喜

Email: yujx@r.qizq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,673	5,597	1,612	2,012	2,460
增长率 yoy%	97%	109%	-71%	25%	22%
净利润(百万元)	852	1,725	347	433	526
增长率 yoy%	135%	102%	-80%	25%	21%
每股收益(元)	1.94	3.93	0.79	0.99	1.20
每股现金流量	1.44	2.98	4.75	1.04	1.23
净资产收益率	25%	33%	7%	8%	9%
P/E	9.1	4.5	22.3	17.8	14.7
P/B	2.4	1.6	1.6	1.5	1.3

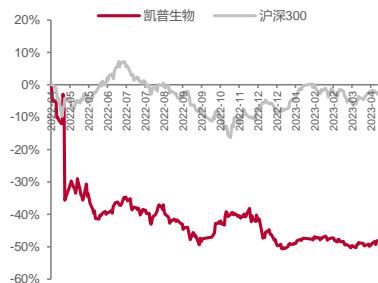
备注：股价信息截止至 2023 年 4 月 14 日

投资要点

- 事件：2023 年 4 月 14 日，公司发布 2022 年年度报告，2022 年公司实现营业收入 55.97 亿元，同比增长 109.39%；归母净利润 17.25 亿元，同比增长 102.48%；扣非归母净利润 17.34 亿元，同比增长 106.22%，实现爆发式增长。**
- 分季度来看：公司 2022 年四季度实现营业收入 13.38 亿元，同比增长 96.42%；实现归母净利润 2.37 亿元，同比增长 15.62%；实现扣非归母净利润 2.54 亿元，同比增长 20.27%。公司单四季度收入延续 22Q3 高增趋势，主要得益于新冠核酸检测业务的持续增长以及诊断产品系列的有序恢复，单季度利润增速有所放缓，主要因公司当期计提资产减值损失。**
- 规模效应下毛利率稳步提升，资产减值影响短期净利率。2022 年公司毛利率 69.36%，同比提升 1.73pp，主要得益于医学检验服务收入增长带来的规模效应，2022 年公司医学检验服务毛利率 68.49%，同比提升 5.74pp。2022 年公司净利率 32.19%，同比下降 0.92pp，主要因公司对应收账款、其他应收款、存货、固定资产、其他非流动资产等各类资产进行损失计提。期间费用率方面，2022 年公司销售费用率 8.22%，同比下降 6.09pp，管理费用率 11.34%，同比下降 0.42pp，财务费用率 -0.05%，同比下降 0.19pp；研发费用率 4.42%，同比提升 0.10pp。**
- 医学检验服务能力进一步提升，2023 年常规 ICL 业务有望加速。2022 年公司实现医学检验服务收入 43.05 亿元，同比增长 161.57%，其中常规收入 1.92 亿元，新冠相关检测收入 41.13 亿元（其中中国香港地区 16.38 亿，大陆约 27.49 亿）。公司持续打造“核酸检测产品+医学检验服务”，不断加快医学实验室建设，并对现有实验室进行升级，增加检验专业，丰富检测种类。截止 2022 年底，公司的医学实验室总面积已经超过 10 万 m²，其中超 7 万 m² 为自有场地，可开展检验 2000+ 项目，为未来的长期发展和降本增效奠定良好基础。目前公司医学检验及检验检测实验室已达 52 家，我们预计 2023 年公司常规检验活动有望受益于院内诊疗恢复实现加速恢复。**
- 政策驱动下持续扩大妇幼健康分子产品领先优势，B53 核酸远程战略稳步推进。2022 年公司分子诊断产品实现营业收入 25.72 亿元，剔除内部抵消项目后实现销售收入 12.92 亿元，同比增长 25.43%，其中自产产品 10.63 亿元，同比增长 23.73%，外购产品收入 2.29 亿元，同比增长 34.00%，在疫情负面影响下仍然实现了良好增速。公司作为国内宫颈癌 HPV 筛查的先行者，持续保持和强化 HPV 检测试剂市场龙头地位，以国家“两癌”筛查为契机，持续做大做强宫颈癌 HPV 检测，并紧抓优生优育行业机遇，积极推进相关产品拓展。同时公司把握疫后院内实验室检测需求，推出 B53 方案，为不同层级医院提供感染、遗传、个体化用药等差异化的分子检测服务方案，未来有望带动分子诊断产品业务持续快速增长。**
- 盈利预测与投资建议：根据年报数据，我们调整盈利预测，预计常规业务持续恢复，新冠检测需求可能显著下降，2023-2025 年公司收入 16.12、20.12、24.60 元（调整前 23-24 年 33.86、32.09 亿元），同比增长 -71%、25%、22%，归母净利润 3.47、4.33、5.26 亿元（调整前 23-24 年 11.17、10.40 亿元），同比增长 -87%、25%、21%。考虑新冠疫情对公司核酸检测产品和服务均带来较大发展机遇，非新冠业务有望持续快速增长，长期市场影响力有望持续提升，维持“买入”评级。**
- 风险提示事件：新产品研发风险，政策变化风险，市场竞争加剧风险，研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

基本状况

总股本(百万股)	440
流通股本(百万股)	432
市价(元)	17.59
市值(百万元)	7,731
流通市值(百万元)	7,597

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 凯普生物 (300639.SZ)：国内疫情反复驱动公司核酸检测服务业务持续高速增长
- 凯普生物 (300639.SZ)：业绩符合预期，新冠核酸检测持续实现高增长

内容目录

业绩贴近预告中值，资产减值影响短期利润率	- 3 -
常规 ICL 恢复良好，分子诊断产品业务快速发展	- 5 -
风险提示	- 6 -

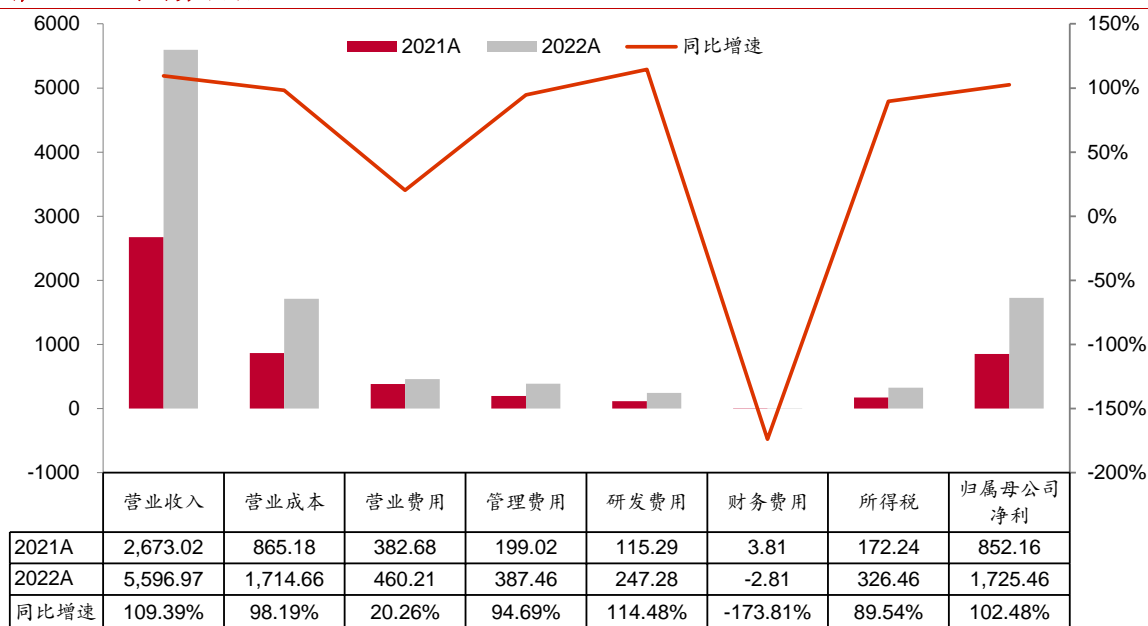
图表目录

图表 1: 凯普生物主要财务指标变化 (百万元)	- 3 -
图表 2: 凯普生物主营业务收入情况 (百万元)	- 3 -
图表 3: 凯普生物归母净利润情况 (百万元)	- 3 -
图表 4: ICL 及诊断产品持续高增在 (收入, 百万元)	- 4 -
图表 5: 自产产品占比达到 82% (收入, 百万元)	- 4 -
图表 6: 凯普生物分季度财务数据 (百万元)	- 4 -
图表 7: 凯普生物分季度营业收入变化 (百万元)	- 5 -
图表 8: 凯普生物分季度归母净利润变化 (百万元)	- 5 -
图表 9: 凯普生物盈利能力变化情况 (%)	- 5 -
图表 10: 凯普生物三项费用率变化情况 (%)	- 5 -
图表 11: 凯普生物财务报表预测	- 7 -

业绩贴近预告中值，资产减值影响短期利润率

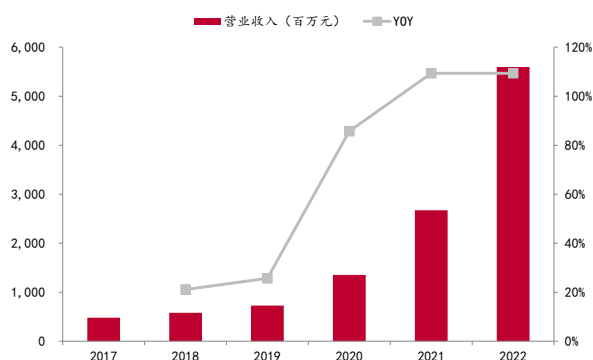
- 2022 年公司实现营业收入 55.97 亿元，同比增长 109.39%；归母净利润 17.25 亿元，同比增长 102.48%；扣非归母净利润 17.34 亿元，同比增长 106.22%，实现爆发式增长。

图表 1: 凯普生物主要财务指标变化 (百万元)



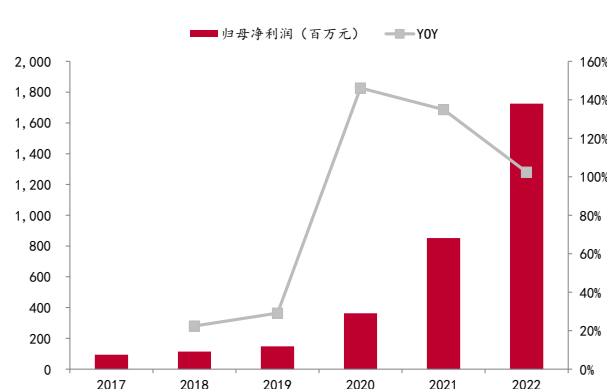
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 凯普生物主营业务收入情况 (百万元)



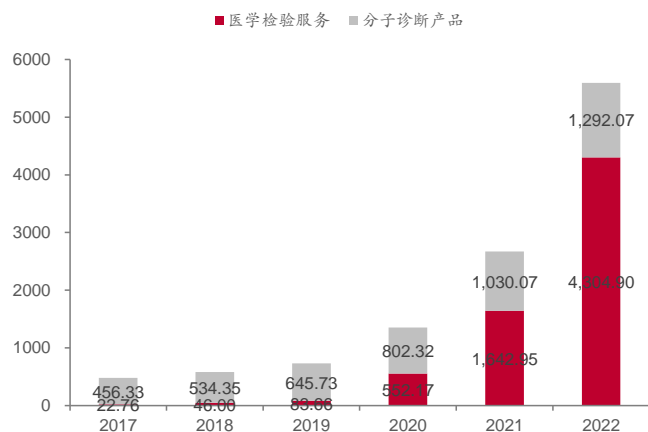
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 凯普生物归母净利润情况 (百万元)

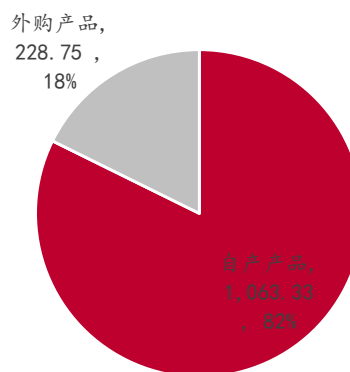


来源: wind, 中泰证券研究所

- **分业务来看：**公司 2022 年实现第三方医学实验室检验服务收入 43.05 亿元，同比增长 162.02%；分子诊断产品实现收入 12.92 亿元，同比增长 25.43%，其中自产产品实现销售收入 10.63 亿元，同比增长 23.73%，外购产品实现收入 2.29 亿元，同比增长 34.00%

图表 4：ICL 及诊断产品持续高增在（收入，百万元）


来源：wind，中泰证券研究所

图表 5：自产产品占比达到 82%（收入，百万元）


来源：wind，中泰证券研究所

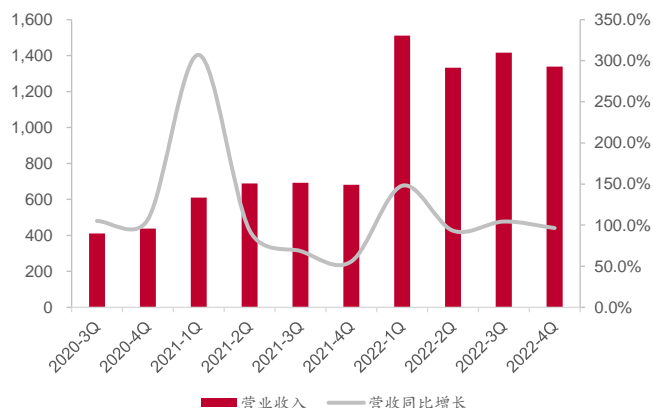
- **分季度来看：**公司 2022 年四季度实现营业收入 13.38 亿元，同比增长 96.42%；实现归母净利润 2.37 亿元，同比增长 15.62%；实现扣非归母净利润 2.54 亿元，同比增长 20.27%。公司单四季度收入延续 22Q3 高增趋势，主要得益于新冠核酸检测业务的持续增长以及诊断产品系列的有序恢复，单季度利润增速有所放缓，主要因公司当期计提资产减值损失。

图表 6：凯普生物分季度财务数据（百万元）

	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q
营业收入	411.28	437.68	609.47	689.16	693.01	681.38	1,510.72	1,331.81	1,416.06	1,338.39
营收同比增长	105.01%	106.73%	307.10%	93.68%	68.50%	55.68%	147.87%	93.25%	104.33%	96.42%
营收环比增长	15.59%	6.42%	39.25%	13.08%	0.56%	-1.68%	121.71%	-11.84%	6.33%	-5.48%
营业成本	98.28	144.40	207.53	237.22	202.33	218.09	464.20	425.69	460.32	364.45
营业费用	81.44	107.79	87.26	86.88	95.15	113.39	195.94	103.63	47.58	113.07
管理费用	32.72	43.54	54.55	57.02	49.97	37.47	104.66	83.7	100.15	98.95
财务费用	-1.14	-2.31	0.58	1.24	2.59	-0.60	-2.18	12.16	32.95	-45.75
营业利润	179.05	114.68	226.84	264.32	317.51	265.11	672.32	637.47	658.02	225.35
利润总额	178.31	111.91	226.80	264.16	318.52	247.69	671.00	615.93	652.05	188.88
所得税	27.00	16.67	38.61	41.80	45.59	46.24	119.29	100.01	108.73	-1.56
归母净利润	144.31	89.37	171.94	219.08	255.90	205.24	499.73	478.59	509.86	237.29
归母净利润同比	219.81%	111.30%	771.05%	100.54%	77.33%	129.65%	190.64%	118.45%	99.24%	15.62%

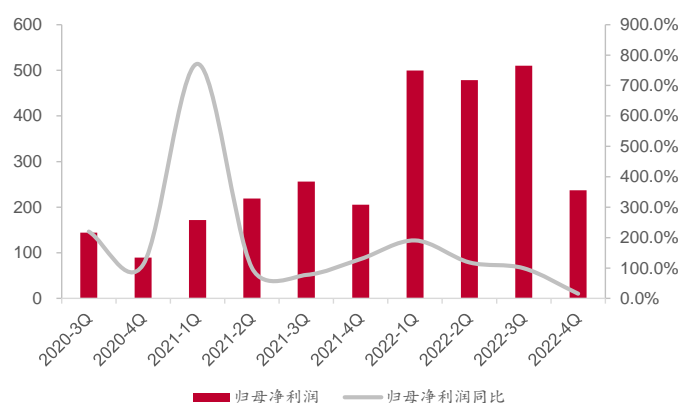
来源：wind，中泰证券研究所

图表 7: 凯普生物分季度营业收入变化 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

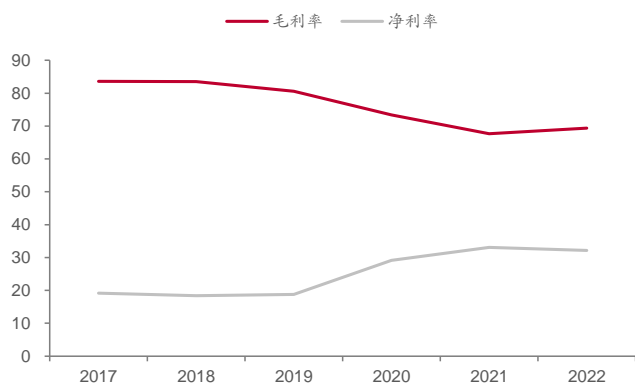
图表 8: 凯普生物分季度归母净利润变化 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

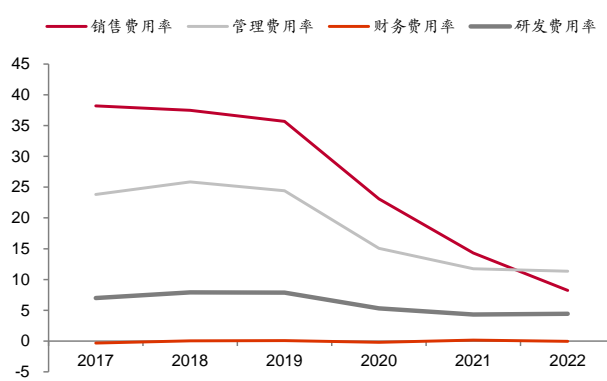
- 规模效应下毛利率稳步提升, 资产减值影响短期净利率。**2022 年公司毛利率 69.36%, 同比提升 1.73pp, 主要得益于医学检验服务收入增长带来的规模效应, 2022 年公司医学检验服务毛利率 68.49%, 同比提升 5.74pp。2022 年公司净利率 32.19%, 同比下降 0.92pp, 主要因公司对应收账款、其他应收款、存货、固定资产、其他非流动资产等各类资产进行损失计提。期间费用率方面, 2022 年公司销售费用率 8.22%, 同比下降 6.09pp, 管理费用率 11.34%, 同比下降 0.42pp, 财务费用率 -0.05%, 同比下降 0.19pp; 研发费用率 4.42%, 同比提升 0.10pp。

图表 9: 凯普生物盈利能力变化情况 (%)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 10: 凯普生物三项费用率变化情况 (%)



来源: wind, 中泰证券研究所

常规 ICL 恢复良好, 分子诊断产品业务快速发展

- 医学检验服务能力进一步提升, 2023 年常规 ICL 业务有望加速。**2022 年公司实现医学检验服务收入 43.05 亿元, 同比增长 161.57%, 其中常规收入 1.92 亿元, 新冠相关检测收入 41.13 亿元 (其中中国香港地区 16.38 亿, 大陆约 27.49 亿)。公司持续打造“核酸检测产品+医学检验服务”, 不断加快医学实验室建设, 并对现有实验室进行升级, 增加检验专业, 丰富检测种类。截止 2022 年底, 公司的医学实验室总面积已经超过 10 万 m², 其中超 7 万 m²为自有场地, 可开展检验 2000+项目, 为

未来的长期发展和降本增效奠定良好基础。目前公司医学检验及检验检测实验室已达 52 家，我们预计 2023 年公司常规检验活动有望受益于院内诊疗恢复实现加速恢复。

- **政策驱动下持续扩大妇幼健康分子产品领先优势，B53 核酸远程战略稳步推进。**2022 年公司分子诊断产品实现营业收入 25.72 亿元，剔除内部抵消项目后实现销售收入 12.92 万元，同比增长 25.43%，其中自产产品 10.63 亿元，同比增长 23.73%，外购产品收入 2.29 亿元，同比增长 34.00%，在疫情负面影响下仍然实现了良好增速。公司作为国内宫颈癌 HPV 筛查的先行者，持续保持和强化 HPV 检测试剂市场龙头地位，以国家“两癌”筛查为契机，持续做大做强宫颈癌 HPV 检测，并紧抓优生优育行业机遇，积极推进相关产品拓展。同时公司把握疫后院内实验室检测需求，推出 B53 方案，为不同层级医院提供感染、遗传、个体化用药等差异化的分子检测服务方案，未来有望带动分子诊断产品业务持续快速增长。

风险提示

- **新产品研发风险：**分子诊断行业是技术密集型行业，产品开发周期长，产品获准上市面临的环节较多，风险较大。如公司不能不断开发出符合市场需求的新产品并快速获得上市许可，将降低公司的竞争能力。
- **政策变化风险：**体外诊断行业受国家的严格管控，在持续深入的医改背景下，两票制、集中采购、检验收费降价等政策变化可能对行业和公司带来负面影响，从而产生业绩波动。
- **市场竞争加剧风险：**公司主要产品均基于成熟的 PCR 检测方法学，国内外多家企业陆续进入，行业市场竞争将进一步加剧，公司如不能尽快在规模效应、产业链延伸、新产品研发和技术创新等方面取得突破，继续强化和提升自身的竞争优势，将可能导致公司在未来的市场竞争中处于不利地位。
- 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

图表 11: 凯普生物财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,025	2,827	2,959	3,205	营业收入	5,597	1,612	2,012	2,460
应收票据	4	1	1	2	营业成本	1,715	431	533	656
应收账款	2,722	615	789	980	税金及附加	22	8	9	11
预付账款	19	5	6	8	销售费用	460	548	684	834
存货	119	73	91	112	管理费用	387	112	139	168
合同资产	0	0	0	0	研发费用	247	121	151	182
其他流动资产	512	425	433	444	财务费用	-3	-20	-35	-36
流动资产合计	4,400	3,947	4,279	4,750	信用减值损失	-251	-15	-15	-15
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-359	0	0	0
长期股权投资	31	31	31	31	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	1,220	1,336	1,377	1,362	投资收益	21	21	10	10
在建工程	59	79	109	139	其他收益	9	9	9	9
无形资产	185	177	169	182	营业利润	2,193	433	539	653
其他非流动资产	836	856	865	874	营业外收入	1	0	0	0
非流动资产合计	2,331	2,479	2,550	2,588	营业外支出	66	5	5	5
资产合计	6,731	6,426	6,830	7,338	利润总额	2,128	428	534	648
短期借款	98	200	200	200	所得税	327	66	82	99
应付票据	0	0	0	0	净利润	1,801	362	452	549
应付账款	467	111	136	168	少数股东损益	76	15	19	23
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,725	347	433	526
合同负债	22	6	8	10	NOPLAT	1,799	345	423	518
其他应付款	211	211	211	211	EPS (按最新股本摊薄)	3.93	0.79	0.99	1.20
一年内到期的非流动负债	10	10	10	10					
其他流动负债	554	424	437	451	主要财务比率				
流动负债合计	1,363	963	1,002	1,049	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	109.4%	-71.2%	24.8%	22.3%
其他非流动负债	141	141	141	141	EBIT增长率	100.3%	-80.8%	22.3%	22.7%
非流动负债合计	141	141	141	141	归母公司净利润增长率	102.5%	-79.9%	24.8%	21.3%
负债合计	1,504	1,104	1,144	1,191	获利能力				
归属母公司所有者权益	4,907	4,986	5,332	5,769	毛利率	69.4%	73.3%	73.5%	73.3%
少数股东权益	320	336	355	378	净利率	32.2%	22.5%	22.5%	22.3%
所有者权益合计	5,227	5,322	5,686	6,147	ROE	33.0%	6.5%	7.6%	8.6%
负债和股东权益	6,731	6,426	6,830	7,338	ROIC	51.3%	9.2%	10.4%	11.7%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	22.3%	17.2%	16.7%	16.2%
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	债务权益比	4.8%	6.6%	6.2%	5.7%
经营活动现金流	1,309	2,087	458	543	流动比率	3.2	4.1	4.3	4.5
现金收益	1,980	534	628	730	速动比率	3.1	4.0	4.2	4.4
存货影响	28	46	-17	-21	营运能力				
经营性应收影响	-1,259	2,123	-175	-193	总资产周转率	0.8	0.3	0.3	0.3
经营性应付影响	349	-356	25	32	应收账款周转天数	123	372	126	129
其他影响	211	-261	-3	-5	应付账款周转天数	72	241	84	83
投资活动现金流	-605	-319	-273	-245	存货周转天数	28	80	55	55
资本支出	-411	-320	-274	-245	每股指标(元)				
股权投资	1	0	0	0	每股收益	3.93	0.79	0.99	1.20
其他长期资产变化	-195	1	1	0	每股经营现金流	2.98	4.75	1.04	1.24
融资活动现金流	-219	34	-53	-52	每股净资产	11.16	11.34	12.13	13.13
借款增加	-49	102	0	0	估值比率				
股利及利息支付	-114	-79	-99	-118	P/E	4	22	18	15
股东融资	10	50	150	150	P/B	2	2	1	1
其他影响	-66	-39	-104	-84	EV/EBITDA	4	14	12	10

来源: 中泰证券研究所

■ 投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。