

凯普生物 (300639.SZ) / 医疗器械

证券研究报告/公司点评

2023 年 4 月 25 日

评级：买入（维持）

市场价格：16.50

分析师：谢木青

执业证书编号：S0740518010004

电话：021-20315895

Email: xiemq@r.qlzq.com.cn

联系人：于佳喜

Email: yujx@r.qlzq.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	8.5	4.2	20.9	16.7	13.8
P/B	2.3	1.5	1.5	1.4	1.3

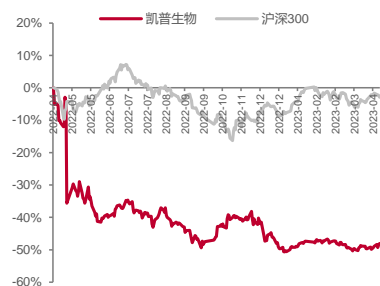
备注：股价信息截止至 2023 年 4 月 24 日

投资要点

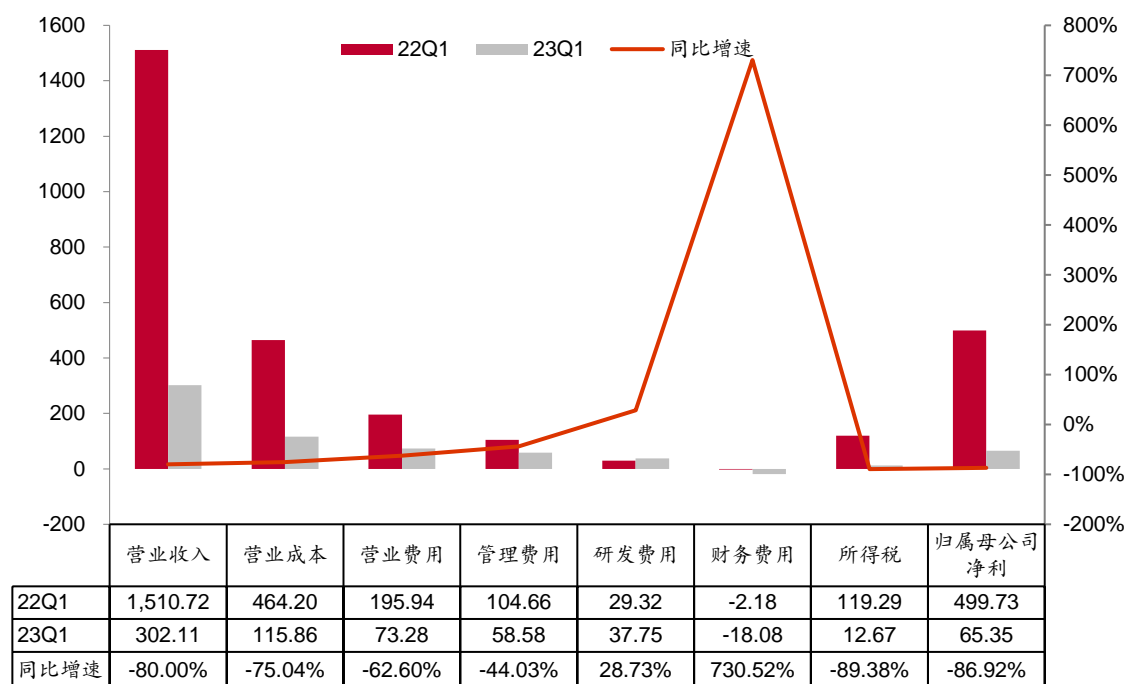
- **事件：2023 年 4 月 24 日，公司发布 2023 年一季度报告，2023 年一季度公司实现营业收入 3.02 亿元，同比下降 80%；归母净利润 6535 万元，同比下降 86.92%；扣非归母净利润 5994 万元，同比下降 87.81%。**
- **应收账款迎来改善，经营性现金流表现健康。**截至 2023 年一季度末，公司应收账款余额约 24.37 亿元，相比 2022 年末的 27.22 亿元实现改善，2023 年一季度公司经营性现金流净额为 6917.81 万元，同样表现优异。公司高度重视并不断强化应收账款的管理，集团高管主持成立应收账款小组，定期跟进应收账款的回收情况，并与各级政府、医疗机构保持良好沟通，确保应收账款逐步回收，我们预计 2023 年公司大部分新冠检测业务应收款有望如期收回，坏账风险较小。
- **新冠收入减少、规模效应减弱，导致短期利润率波动。**2023 年一季度公司销售费用率 24.26%，同比提升 11.29pp，管理费用率 31.89%，同比提升 23.02pp，研发费用率 12.49%，同比提升 10.55pp，财务费用率 -5.99%，同比下降 5.84pp。公司整体期间费用率有所增高，主要因为新冠核酸检测收入减少、费用摊薄效应减弱，财务费用率下降主要因利息收入增加。我们预计未来随着公司常规收入规模的持续增长，公司盈利水平有望逐渐回升。
- **持续贯彻核酸 99、B53 战略规划，2023 年有望回归可持续增长模式。**2023 年公司持续聚焦妇幼健康、出生缺陷、肿瘤早筛等赛道的分子诊断业务，持续加快核酸产品创新研发和市场引流，2023Q1 公司研发投入 4075.64 万元，同比增长 27.11%；同时在医学检验业务方面，公司建立起的 36 家医学实验室+16 家理化实验室全国医学检验网络有序恢复，检验量呈现出良好的复苏趋势，助力公司业务快速且有序回归常态化发展。参考公司 23Q1 财务数据以及历史业绩表现，我们预计 2023 年一季度公司常规收入可能实现约 20% 的快速增长，未来随着国内诊疗需求的持续好转，公司业务有望迎来环比加速。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计 2023-2025 年公司收入 16.12、20.12、24.60 元，同比增长 -71%、25%、22%，归母净利润 3.47、4.33、5.26 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

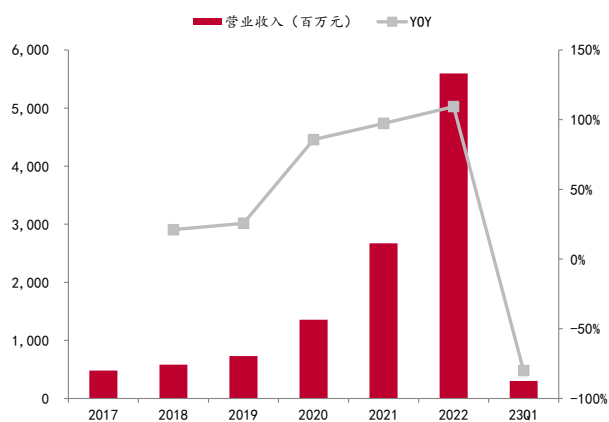
总股本(百万股)	440
流通股本(百万股)	432
市价(元)	16.50
市值(百万元)	7,252
流通市值(百万元)	7,127

股价与行业-市场走势对比

相关报告

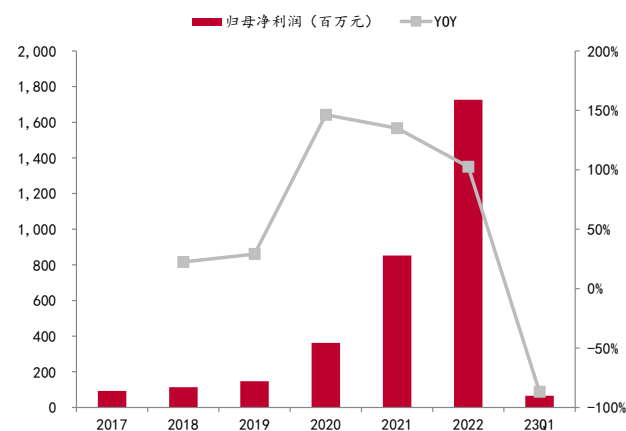
- 1 凯普生物 (300639.SZ)：国内疫情反复驱动公司核酸检测服务业务持续高速增长
- 2 凯普生物 (300639.SZ)：业绩符合预期，新冠核酸检测持续实现高增长

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

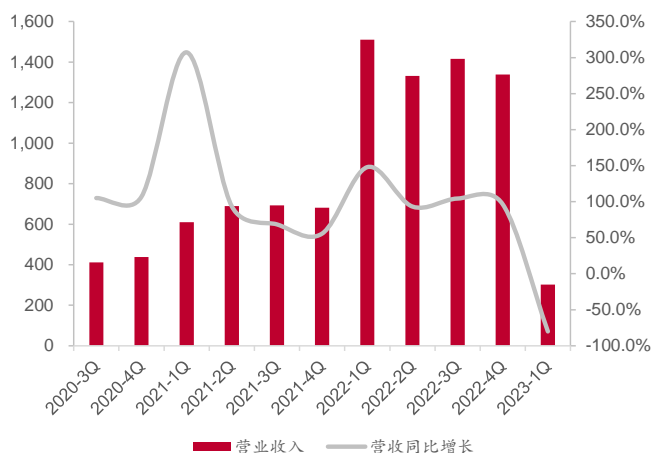
图表 3: 凯普生物归母净利润情况 (百万元)


来源: wind, 中泰证券研究所

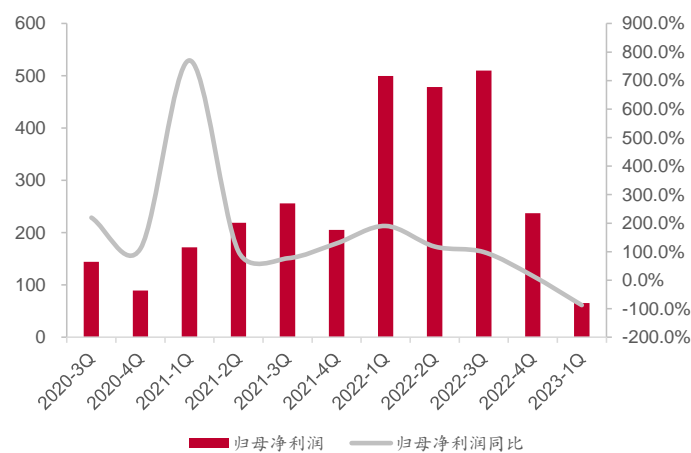
图表 4: 凯普生物分季度财务数据 (百万元)

	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q
营业收入	437.68	609.47	689.16	693.01	681.38	1,510.72	1,331.81	1416.06	1338.39	302.11
营收同比增长	106.73%	307.10%	93.68%	68.50%	55.68%	147.87%	93.25%	104.33%	96.42%	-80.00%
营收环比增长	6.42%	39.25%	13.08%	0.56%	-1.68%	121.71%	-11.84%	6.33%	-5.48%	-77.43%
营业成本	144.40	207.53	237.22	202.33	218.09	464.20	425.69	460.32	364.45	115.86
营业费用	107.79	87.26	86.88	95.15	113.39	195.94	103.63	47.58	113.07	73.28
管理费用	43.54	54.55	57.02	49.97	37.47	104.66	83.7	100.15	98.95	58.58
财务费用	-2.31	0.58	1.24	2.59	-0.60	-2.18	12.16	32.95	-45.75	-18.08
营业利润	114.68	226.84	264.32	317.51	265.11	672.32	637.47	658.02	225.35	60.64
利润总额	111.91	226.80	264.16	318.52	247.69	671.00	615.93	652.05	188.88	58.97
所得税	16.67	38.61	41.80	45.59	46.24	119.29	100.01	108.73	-1.56	12.67
归母净利润	89.37	171.94	219.08	255.90	205.24	499.73	478.59	509.86	237.29	65.35
归母净利润同比	111.30%	771.05%	100.54%	77.33%	129.65%	190.64%	118.45%	99.24%	15.62%	-86.92%

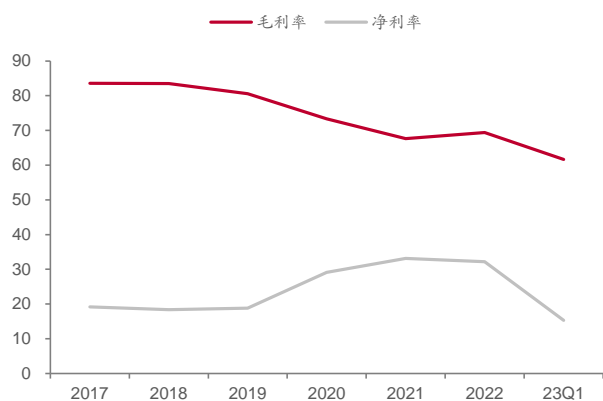
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 凯普生物分季度营业收入变化 (百万元)


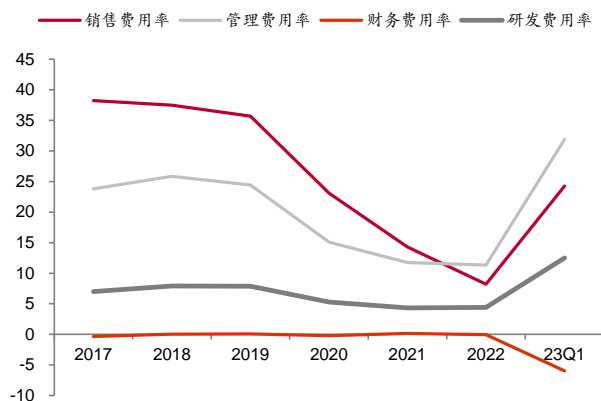
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 6: 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

图表 7: 凯普生物盈利能力变化情况 (%)


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 凯普生物三项费用率变化情况 (%)


来源: wind, 中泰证券研究所

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 9: 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				
					资产负债率	22.3%	17.2%	16.7%	16.2%
					债务权益比	4.8%	6.6%	6.2%	5.7%
					流动比率	3.2	4.1	4.3	4.5
					速动比率	3.1	4.0	4.2	4.4
					营运能力				
					总资产周转率	0.8	0.3	0.3	0.3
					应收账款周转天数	123	372	126	129
					应付账款周转天数	72	241	84	83
					存货周转天数	28	80	55	55
					每股指标 (元)				
					每股收益	3.93	0.79	0.99	1.20
					每股经营现金流	2.98	4.75	1.04	1.24
					每股净资产	11.16	11.34	12.13	13.13
					估值比率				
					P/E	4	21	17	14
					P/B	1	1	1	1
					EV/EBITDA				

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。