

凯普生物 (300639.SZ) / 医疗器械

证券研究报告/公司点评

2024年5月14日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 6.27 元

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师: 谢木青

执业证书编号: S0740518010004

电话: 021-20315895

Email: xiemq@zts.com.cn

分析师: 于佳喜

执业证书编号: S0740523080002

Email: yujx03@zts.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	647
流通股本(百万股)	635
市价(元)	6.27
市值(百万元)	4,054
流通市值(百万元)	3,982

### 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

### 公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5,597	1,104	1,153	1,392	1,690
增长率 yoy%	109%	-80%	4%	21%	21%
净利润 (百万元)	1,725	140	144	175	216
增长率 yoy%	102%	-92%	2%	21%	23%
每股收益 (元)	2.67	0.22	0.22	0.27	0.33
每股现金流量	2.03	0.49	0.86	1.61	0.73
净资产收益率	33%	3%	3%	4%	4%
P/E	2	29	28	23	19
P/B	1	1	1	1	1

备注: 股价信息截止至 2024 年 5 月 13 日

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年报, 2023 年公司实现营业收入 11.04 亿元, 同比下降 80.27%; 归母净利润 1.40 亿元, 同比下降 91.86%; 扣非归母净利润 1.13 亿元, 同比下降 93.47%, 扣除应急公共卫生服务检测产品及服务后, 2023 年公司实现常规业务收入 8.89 亿元, 同比增长约 2.83%。
- **分季度来看:** 公司 2023 年单四季度实现营业收入 2.54 亿元, 同比下降 81.04%; 实现归母净利润-0.32 亿元, 同比下降 113.30%; 实现扣非归母净利润-0.39 亿元, 同比下降 115.54%。公司单季度收入增速有所下滑, 主要受到 2022Q4 同期新冠相关业务的高基数影响, 同时也与反腐等政策有关, 单季度利润出现亏损, 主要因年末费用结算以及存货等部分资产减值计提。
- **分业务来看:** 公司 2023 年实现第三方医学实验室检验服务收入 3.92 亿元, 同比下降 90.89%, 其中常规业务 2.08 亿元, 同比增长 8.82%。诊断产品实现收入 7.12 亿元, 同比下降 44.86%, 其中自产产品 6.39 亿元, 外购产品 0.74 亿元; 2023 年公司常规产品端收入 6.81 亿元, 同比增长 1.13%。
- **新冠业务需求减少影响费用摊薄, 盈利能力短期波动。** 2023 年公司销售费用率 25.27%, 同比提升 17.05pp, 管理费用率 35.28%, 同比提升 23.94 pp, 研发费用率 12.34%, 同比提升 7.92 pp, 财务费用率-1.04%, 同比下降 0.99 pp。整体期间费用率有所增大, 主要因为 2023 年新冠需求减少, 影响费用以及固定成本等摊销, 财务费用率有所下降, 主要因本期利息收入增加。2023 年公司毛利率 61.03%, 同比降低 7.66pp, 净利率 6.20%, 同比减少 31.36pp。
- **HPV 筛查快速普及, 累计人份超 6600 万人次。** 2023 年公司常规诊断产品在医疗反腐等政策影响下实现增长, 其中在 HPV 检测领域, 公司开发出行业最全面的产品组合, 取得国内首张癌筛查预期用途注册证, 实现快速推广, 截至 2023 年底累计使用量超过 6600 万人次, 结合公司历史业绩表现, 我们预计有望 HPV 产品有望实现 5-15% 左右较快增长。同时公司积极拥抱行业变化, 2023 年体外诊断联盟集采公司 HPV 产品报量 337 万人份, 占当年度各省医疗机构总需求量 24.17%, 位居第一。未来随着加速消除宫颈癌行动计划等政策的持续落实, HPV 筛查检测有望加速普及, 公司作为行业龙头或将持续保持较快增长趋势。
- **妇幼健康等传统产品表现稳健, 更多特色检验产品持续丰富。** 截至 2023 年, 公司地贫基因检测产品使用量约 350 万人次, 耳聋基因产品使用量约 260 万人次, STD 产品使用量约 350 万人次, 均有不错表现; 同时公司基于 PCR、NGS、飞行时间质谱等多个创新基础平台, 持续丰富产品管线, 在呼吸道病原体、遗传病、肿瘤早筛、个体化用药等多个细分领域均取得良好进展, 重点在研产品 60 余项, 未来有望陆续获批上市, 实现快速增长。
- **ICL 业务日益成熟, 精细化运营有望加速业务成熟。** 2023 年, 公司医学检验服务收入 3.92 亿元, 同比下降 90.89%, 其中常规业务 2.08 亿元, 同比增长 8.82%, 取得较好增速。2023 年公司持续加快加大常规业务拓展力度, 34 家实验室已经正式运行, 检验项目超过 2000 项, 但因新冠需求降低, 相关折旧摊销、租赁支出等费用较大, 医学检验业务当期亏损约 1.90 亿元。2024 年公司将持续加大市场开拓力度, 同时也将结合行业变化加强内部管理, 提高实验室整体效能, 促进医学检验业务实现健康发展。
- **盈利预测与投资建议:** 根据财报数据, 我们调整盈利预测, 预计 2024-2026 年公司收入 11.53、13.92、16.90 亿元 (调整前 24-25 年 15.75、20.74 亿元), 同比增长 4%、21%、21%, 归母净利润 1.44、1.75、2.16 亿元 (调整前 24-25 年 2.84、3.64 亿元), 同比增长 2%、21%、23%。公司当前股价对应 2024-2026 年 PE 大约 28、23、19 倍 PE, 考虑 HPV 等分子产品有望快速放量, 疫情后 ICL 业务迎来加速发展, 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。

## 内容目录

常规业务稳健恢复，新冠出清造成短期扰动 .....	- 3 -
HPV 筛查放量显著，ICL 业务有望快速成熟 .....	- 5 -
风险提示 .....	- 6 -

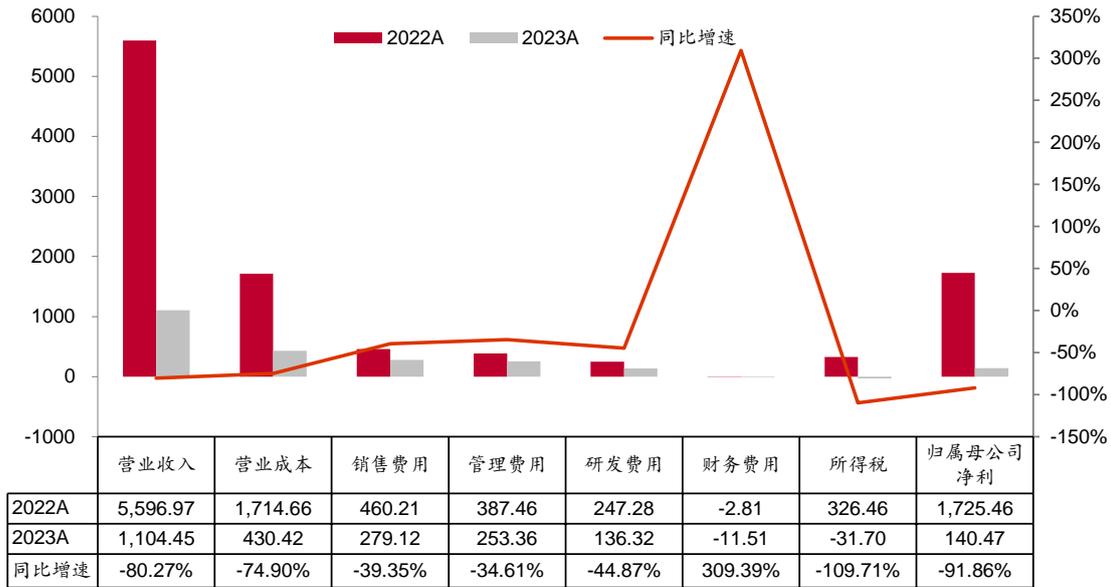
## 图表目录

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: 凯普生物分季度财务数据 (百万元) .....	- 4 -
图表 5: 凯普生物分季度营业收入变化 (百万元) .....	- 4 -
图表 6: 凯普生物分季度归母净利润变化 (百万元) .....	- 4 -
图表 7: ICL 及诊断产品收入增长情况, 百万元 .....	- 5 -
图表 8: 自产及外购产品占比 (2023 收入, 百万元) .....	- 5 -
图表 9: 凯普生物盈利能力变化情况 (%) .....	- 5 -
图表 10: 凯普生物期间费用率变化情况 (%) .....	- 5 -
图表 11: 凯普生物财务报表预测 .....	- 7 -

### 常规业务稳健恢复，新冠出清造成短期扰动

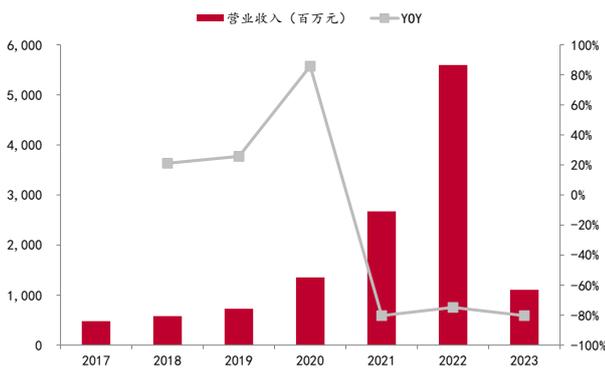
- 2023 年公司实现营业收入 11.04 亿元，同比下降 80.27%；归母净利润 1.40 亿元，同比下降 91.86%；扣非归母净利润 1.13 亿元，同比下降 93.47%，扣除应急公共卫生服务检测产品及服务后，2023 年公司实现常规业务收入 8.89 亿元，同比增长约 2.83%。

图表 1: 凯普生物主要财务指标变化 (百万元)



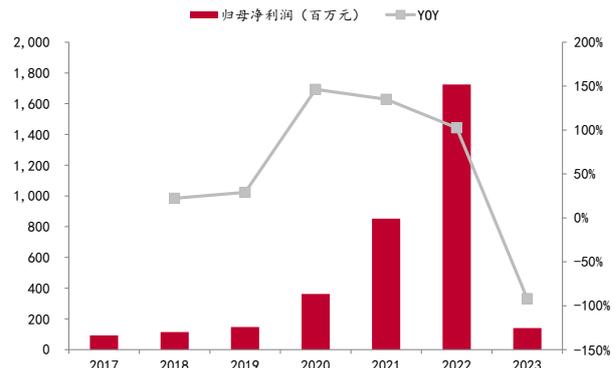
来源: wind, 中泰证券研究所

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)



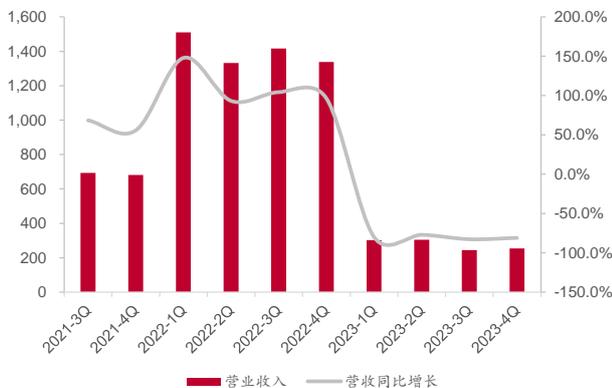
来源: wind, 中泰证券研究所

- **分季度来看：**公司 2023 年单四季度实现营业收入 2.54 亿元，同比下降 81.04%；实现归母净利润-0.32 亿元，同比下降 113.30%；实现扣非归母净利润-0.39 亿元，同比下降 115.54%。公司单季度收入增速有所下滑，主要受到 2022Q4 同期新冠相关业务的高基数影响，同时也与反腐等政策有关，单季度利润出现亏损，主要因年末费用结算以及存货等部分资产减值计提。

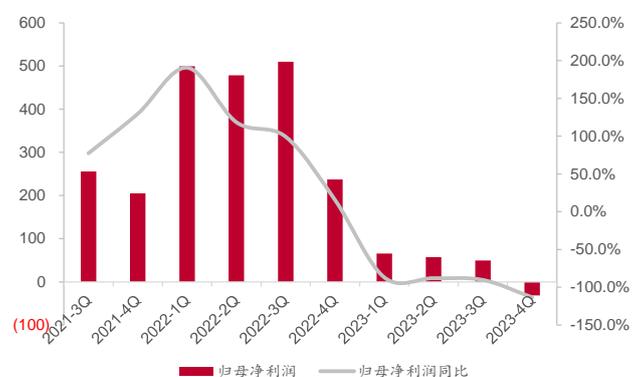
**图表 4：凯普生物分季度财务数据（百万元）**

	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q	2023-2Q	2023-3Q	2023-4Q
营业收入	693.01	681.38	1,510.72	1,331.81	1416.06	1338.39	302.11	304.52	243.99	253.82
营收同比增长	68.50%	55.68%	147.87%	93.25%	104.33%	96.42%	-80.00%	-77.13%	-82.77%	-81.04%
营收环比增长	0.56%	-1.68%	121.71%	-11.84%	6.33%	-5.48%	-77.43%	0.80%	-19.88%	4.03%
营业成本	202.33	218.09	464.20	425.69	460.32	364.45	115.86	95.60	114.72	104.24
营业费用	95.15	113.39	195.94	103.63	47.58	113.07	73.28	28.78	56.18	120.87
管理费用	49.97	37.47	104.66	83.7	100.15	98.95	58.58	65.45	59.24	70.07
财务费用	2.59	-0.60	-2.18	12.16	32.95	-45.75	-18.08	25.35	-3.45	-15.33
营业利润	317.51	265.11	672.32	637.47	658.02	225.35	60.64	64.39	2.76	-85.19
利润总额	318.52	247.69	671.00	615.93	652.05	188.88	58.97	62.15	0.11	-84.41
所得税	45.59	46.24	119.29	100.01	108.73	-1.56	12.67	19.10	-27.21	-36.25
归母净利润	255.90	205.24	499.73	478.59	509.86	237.29	65.35	57.49	49.26	-31.63
归母净利润同比	77.33%	129.65%	190.64%	118.45%	99.24%	15.62%	-86.92%	-87.99%	-90.34%	-113.30%

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）**


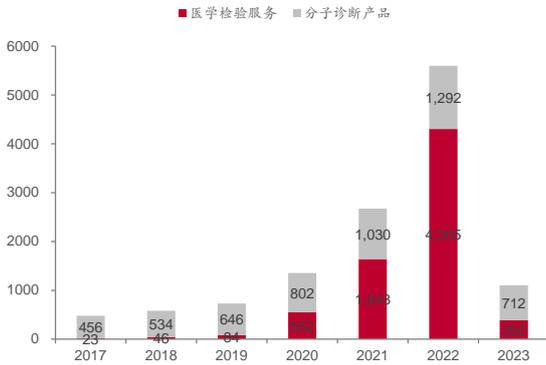
来源：wind，中泰证券研究所

**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

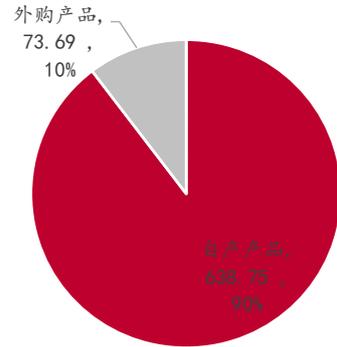
- **分业务来看：**公司 2023 年实现第三方医学实验室检验服务收入 3.92 亿元，同比下降 90.89%，其中常规业务 2.08 亿元，同比增长 8.82%。诊断产品实现收入 7.12 亿元，同比下降 44.86%，其中自产产品 6.39 亿元，外购产品 0.74 亿元；2023 年公司常规产品端收入 6.81 亿元，同比增长 1.13%

图表 7: ICL 及诊断产品收入增长情况, 百万元



来源: wind, 中泰证券研究所

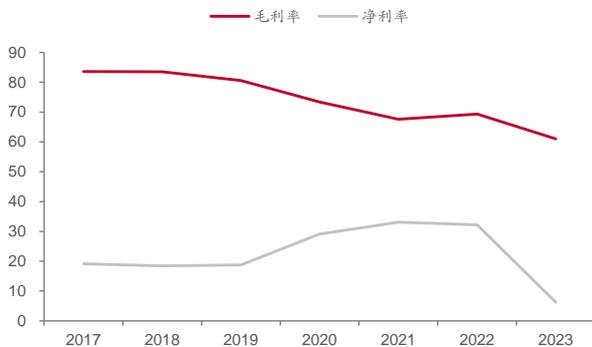
图表 8: 自产及外购产品占比 (2023 收入, 百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

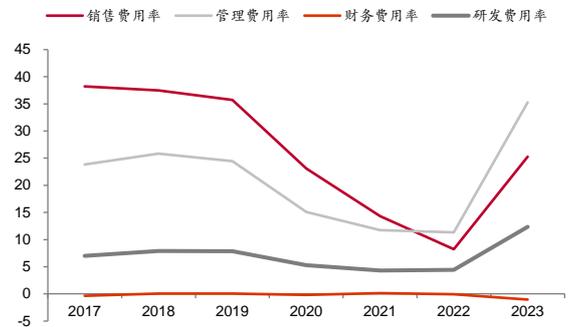
- 新冠业务需求减少影响费用摊薄, 盈利能力短期波动。2023 年公司销售费用率 25.27%, 同比提升 17.05pp, 管理费用率 35.28%, 同比提升 23.94 pp, 研发费用率 12.34%, 同比提升 7.92 pp, 财务费用率-1.04%, 同比下降 0.99 pp。整体期间费用率有所增大, 主要因为 2023 年新冠需求减少, 影响费用以及固定成本等摊销, 财务费用率有所下降, 主要因本期利息收入增加。2023 年公司毛利率 61.03%, 同比降低 7.66pp, 净利率 6.20%, 同比减少 31.36pp。

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: 凯普生物期间费用率变化情况 (%)



来源: wind, 中泰证券研究所

## HPV 筛查放量显著, ICL 业务有望快速成熟

- HPV 筛查快速普及, 累计人份超 6600 万人次。2023 年公司常规诊断产品在医疗反腐等政策影响下实现增长, 其中在 HPV 检测领域, 公司开发出行业最全面的产品组合, 取得国内首张癌筛查预期用途注册证, 实现快速推广, 截至 2023 年底累计使用量超过 6600 万人次, 结合公司历史业绩表现, 我们预计有望 HPV 产品有望实现 5-15%左右较快增长。同时公司积极拥抱行业变化, 2023 年体外诊断联盟集采中公司 HPV-DNA 分型检测产品报量达到 337 万人份, 占当年度各省医疗机构总需求量的 24.17%, 位居第一。未来随着加速消除宫颈癌全球战略、加速消除宫颈癌行动计划等政策的持续落实, HPV 筛查检测有望加速普及, 公司作为

行业龙头或将持续保持较快增长趋势。

- **妇幼健康等传统产品表现稳健，更多特色检验产品持续丰富。**截至 2023 年，公司地贫基因检测产品使用量约 350 万人次，耳聋基因产品使用量约 260 万人次，STD 产品使用量约 350 万人次，均有不错表现；同时公司基于 PCR、NGS、飞行时间质谱等多个创新基础平台，持续丰富产品管线，在呼吸道病原体、遗传病、肿瘤早筛、个体化用药等多个细分领域均取得良好进展，重点在研产品 60 余项，未来有望陆续获批上市，实现快速增长。
- **ICL 业务日益成熟，精细化运营有望加速业务成熟。**2023 年，公司医学检验服务收入 3.92 亿元，同比下降 90.89%，其中常规业务 2.08 亿元，同比增长 8.82%，取得较好增速。2023 年公司持续加快加大常规业务拓展力度，34 家实验室已经正式运行，检验项目超过 2000 项，但因新冠需求降低，相关折旧摊销、租赁支出等费用较大，医学检验业务当期亏损约 1.90 亿元。2024 年公司将持续加大市场开拓力度，同时也将结合行业变化加强内部管理，提高实验室整体效能，促进医学检验业务实现健康发展。

## 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	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	765	1,524	2,002	2,160	营业收入	1,104	1,153	1,392	1,690
应收票据	2	0	0	0	营业成本	430	396	479	589
应收账款	1,888	1,499	835	760	税金及附加	10	5	6	7
预付账款	11	6	7	9	销售费用	279	268	324	393
存货	100	97	79	111	管理费用	253	259	312	379
合同资产	0	0	0	0	研发费用	136	137	165	200
其他流动资产	410	319	321	324	财务费用	-12	-33	-30	-30
流动资产合计	3,177	3,445	3,244	3,364	信用减值损失	10	1	1	1
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-10	-10	-10	-10
长期股权投资	30	30	30	30	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	1,241	1,495	1,778	2,085	投资收益	14	5	5	5
在建工程	171	271	271	171	其他收益	15	15	15	15
无形资产	250	285	334	372	营业利润	43	132	147	162
其他非流动资产	857	577	586	588	营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	2,549	2,659	3,000	3,246	营业外支出	6	6	6	6
资产合计	5,726	6,104	6,243	6,610	利润总额	37	126	141	156
短期借款	2	100	100	100	所得税	-32	17	20	22
应付票据	0	0	0	0	净利润	69	109	121	134
应付账款	144	119	145	180	少数股东损益	-72	-35	-54	-81
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	141	144	175	216
合同负债	9	21	25	30	NOPLAT	47	80	95	109
其他应付款	169	169	169	169	EPS (按最新股本摊薄)	0.22	0.22	0.27	0.33
一年内到期的非流动负债	9	9	9	9					
其他流动负债	175	177	195	216	主要财务比率				
流动负债合计	508	595	643	705	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	28	528	628	928	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-80.3%	4.4%	20.7%	21.4%
其他非流动负债	91	91	91	91	EBIT增长率	-98.8%	269.4%	18.5%	13.9%
非流动负债合计	119	619	719	1,019	归母公司净利润增长率	-91.9%	2.5%	21.4%	23.4%
负债合计	627	1,214	1,362	1,724	获利能力				
归属母公司所有者权益	4,861	4,688	4,733	4,819	毛利率	61.0%	65.6%	65.6%	65.1%
少数股东权益	237	202	148	67	净利率	6.2%	9.4%	8.7%	7.9%
所有者权益合计	5,099	4,890	4,882	4,886	ROE	2.8%	2.9%	3.6%	4.4%
负债和股东权益	5,726	6,104	6,243	6,610	ROIC	0.8%	2.1%	2.4%	2.6%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	11.0%	19.9%	21.8%	26.1%
					债务权益比	2.6%	14.9%	17.0%	23.1%
					流动比率	6.3	5.8	5.0	4.8
					速动比率	6.1	5.6	4.9	4.6
					营运能力				
					总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3
					应收账款周转天数	751	529	302	170
					应付账款周转天数	255	119	99	99
					存货周转天数	91	89	66	58
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.22	0.22	0.27	0.33
					每股经营现金流	0.49	0.86	1.61	0.73
					每股净资产	7.52	7.25	7.32	7.45
					估值比率				
					P/E	29	28	23	19
					P/B	1	1	1	1
					EV/EBITDA	8	6	5	4

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。