

凯因科技 (688687.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

乙肝功能性治愈多产品体系逐渐成型

事件简报

3月25日,公司收到国家药品监督管理局核准签发的《药物临床试验批准通知书》,KW-027注射液的临床试验申请获得批准。

事件点评

乙肝药物 HBsAg 单抗获批 IND, 功能性治愈临床管线再添一员。
KW-027注射液是一种全人源单克隆抗体,本产品为全球首创,为境内外均未上市的治疗用生物制品。注册分类为治疗用生物制品1类产品。KW-027注射液用于慢性乙型肝炎的治疗,能够特异地与乙型肝炎病毒表面抗原(HBsAg)结合,降低乙肝患者体内的HBsAg水平,打破免疫耐受,给乙肝患者的功能性治愈带来希望。**全面布局乙肝功能性治愈,多产品体系逐渐成型。**目前海内外企业正在积极探索多药物多疗法联用,多管齐下挑战乙肝功能性治愈难题。公司围绕抗病毒、免疫重建、乙肝表面抗原抑制等多种机制,布局乙肝功能性治愈疗法管线,有望形成多产品乙肝治疗联合疗法。管线包括长效培集成干扰素(III期)、HBsAg单抗KW-027(IND获批)、结构蛋白抑制剂KW-034(临床前)、RNA干扰KW-040(临床前)、治疗性疫苗KW-037(临床前)。

政策催化凯力唯加速放量,看好金舒喜疫后修复增长。2023年初医保谈判凯力唯成功续约并扩大适应症,看好医保执行后凯力唯加速放量。配合国家2030年消除丙肝政策,持续挖掘丙肝存量患者。成熟产品金舒喜具有剂型优势,22年受疫情影响增速下滑,看好23年疫后修复增长。

盈利预测、估值与评级

结合公司业绩快报,及考虑到未来研发投入持续增长,我们下调2022-2024年公司归母净利润为0.84/1.18/1.54亿元,同比增长-22%/40%/31%,对应PE分别为54/38/29倍,维持“买入”评级。

风险提示

销售不及预期风险,带量采购风险,政策风险,新药研发数据和进度不及预期风险,核心技术人员流失风险,限售股解禁风险。

医疗组

分析师:袁维(执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价(人民币):26.50元

相关报告:

- 1.《凯因科技公司点评:医保谈判超预期,看好疫后放量》,2023.1.20
- 2.《研发投入持续加码,聚焦创新药加速放量-凯因科技三季报点评》,2022.10.28
- 3.《研发投入持续加码,聚焦创新药商业化放量-凯因科技半年报点评》,2022.8.25



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	862	1,144	1,160	1,514	1,878
营业收入增长率	4.50%	32.75%	1.36%	30.50%	24.06%
归母净利润(百万元)	76	107	84	118	154
归母净利润增长率	41.09%	41.98%	-21.87%	40.43%	30.90%
摊薄每股收益(元)	0.593	0.632	0.490	0.689	0.902
每股经营性现金流净额	1.03	0.69	0.70	0.62	0.85
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.91%	6.39%	4.81%	6.49%	8.08%
P/E	0.00	43.31	54.03	38.48	29.39
P/B	0.00	2.77	2.60	2.50	2.38

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	825	862	1,144	1,160	1,514	1,878	货币资金	358	420	1,158	1,128	1,142	1,181
增长率	4.5%	32.7%	1.4%	30.5%	24.1%		应收款项	302	277	384	304	397	492
主营业务成本	-104	-112	-141	-143	-186	-231	存货	43	80	144	117	153	190
%销售收入	12.6%	12.9%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	其他流动资产	10	16	106	107	118	129
毛利	721	751	1,003	1,017	1,327	1,647	流动资产	713	793	1,791	1,657	1,810	1,992
%销售收入	87.4%	87.1%	87.7%	87.7%	87.7%	87.7%	%总资产	67.7%	67.6%	82.2%	79.8%	80.8%	82.1%
营业税金及附加	-9	-7	-7	-7	-9	-11	长期投资	17	52	46	54	54	54
%销售收入	1.0%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	154	167	167	177	183	186
销售费用	-508	-517	-709	-708	-923	-1,146	%总资产	14.7%	14.3%	7.7%	8.5%	8.2%	7.7%
%销售收入	61.6%	59.9%	61.9%	61.0%	61.0%	61.0%	无形资产	146	147	137	184	187	189
管理费用	-105	-86	-134	-135	-151	-178	非流动资产	340	379	387	421	429	434
%销售收入	12.7%	10.0%	11.7%	11.7%	10.0%	9.5%	%总资产	32.3%	32.4%	17.8%	20.2%	19.2%	17.9%
研发费用	-35	-56	-77	-114	-139	-165	资产总计	1,053	1,172	2,178	2,077	2,239	2,426
%销售收入	4.3%	6.5%	6.8%	9.8%	9.2%	8.8%	短期借款	0	0	0	10	10	10
息税前利润 (EBIT)	64	84	77	54	105	147	应付款项	157	179	331	260	339	421
%销售收入	7.8%	9.8%	6.7%	4.6%	6.9%	7.8%	其他流动负债	77	71	81	57	75	93
财务费用	4	6	22	30	30	31	流动负债	234	250	412	328	424	524
%销售收入	-0.4%	-0.7%	-1.9%	-2.6%	-2.0%	-1.6%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-7	-4	-9	-1	0	0	其他长期负债	47	69	78	2	2	1
公允价值变动收益	0	0	0	12	0	0	其他	281	319	490	330	426	525
投资收益	0	-2	32	0	0	0	普通股股东权益	772	848	1,679	1,743	1,814	1,906
%税前利润	0.0%	n.a	25.9%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	127	127	170	171	171	171
营业利润	67	89	131	95	135	177	未分配利润	91	158	226	276	347	439
营业利润率	8.2%	10.3%	11.4%	8.2%	8.9%	9.4%	少数股东权益	0	6	9	4	-1	-6
营业外收支	0	-1	-7	-2	-2	-2	负债股东权益合计	1,053	1,172	2,178	2,077	2,239	2,426
税前利润	67	88	123	93	133	175	比率分析						
利润率	8.1%	10.2%	10.8%	8.0%	8.8%	9.3%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-17	-17	-25	-14	-20	-26	每股指标						
所得税率	25.1%	19.2%	20.2%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.420	0.593	0.632	0.490	0.689	0.902
净利润	50	71	98	79	113	149	每股净资产	6.062	6.656	9.884	10.201	10.614	11.155
少数股东损益	-3	-5	-9	-5	-5	-5	每股经营现金净流	0.808	1.032	0.694	0.703	0.615	0.846
归属于母公司的净利润	54	76	107	84	118	154	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.196	0.275	0.361
净利率	6.5%	8.8%	9.4%	7.2%	7.8%	8.2%	回报率						
							净资产收益率	6.94%	8.91%	6.39%	4.81%	6.49%	8.08%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.09%	6.45%	4.93%	4.03%	5.26%	6.35%
							投入资本收益率	6.24%	7.98%	3.63%	2.60%	4.88%	6.53%
							增长率						
净利润	50	71	98	79	113	149	主营业务收入增长率	16.87%	4.50%	32.75%	1.36%	30.50%	24.06%
少数股东损益	-3	-5	-9	-5	-5	-5	EBIT增长率	54.06%	31.02%	-8.66%	-30.03%	94.35%	40.21%
非现金支出	31	38	47	31	34	38	净利润增长率	19.41%	41.09%	41.98%	-21.87%	40.43%	30.90%
非经营收益	-1	1	-37	-2	2	2	总资产增长率	29.21%	11.37%	85.78%	-4.61%	7.77%	8.34%
营运资金变动	23	22	10	12	-43	-44	资产管理能力						
经营活动现金净流	103	131	118	120	105	145	应收账款周转天数	69.3	84.5	90.9	90.0	90.0	90.0
资本开支	-49	-42	-42	-68	-44	-44	存货周转天数	127.0	200.5	289.4	300.0	300.0	300.0
投资	2	-37	-49	1	0	0	应付账款周转天数	411.8	518.9	629.2	621.2	621.2	621.2
其他	0	0	2	0	0	0	固定资产周转天数	68.2	69.3	51.7	53.7	42.4	34.5
投资活动现金净流	-48	-79	-90	-67	-44	-44	偿债能力						
股权募资	47	11	738	14	0	0	净负债/股东权益	-46.41%	-49.16%	-73.37%	-68.78%	-67.05%	-66.00%
债权募资	0	0	0	-62	0	0	EBIT利息保障倍数	-17.7	-15.0	-3.6	-1.8	-3.5	-4.8
其他	0	-2	-32	-34	-47	-62	资产负债率	26.67%	27.18%	22.51%	15.89%	19.03%	21.65%
筹资活动现金净流	47	8	706	-82	-47	-62							
现金净流量	103	61	734	-29	14	39							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-01-11	买入	27.58	39.23~39.23
2	2022-04-21	买入	18.03	N/A
3	2022-08-25	买入	16.34	N/A
4	2022-10-28	买入	16.72	N/A
5	2023-01-20	买入	27.28	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402