

# 凯因科技 (688687.SH)

买入 (维持评级)

## 公司点评

证券研究报告

### 业绩符合预期，凯力唯医保范围扩展增长可期

#### 业绩简评

4月21日公司发布了22年年报，符合预期。营收11.60亿元(+1.36%)，扣非归母净利润0.55亿元(-23.65%)。收入增速受到疫情影响，原料、运输、医疗服务受影响。22年研发费用1.53亿元(+83.88%)，主要是III期临床KW-001试验入组和用药随访，研发费用率13.23%，增加5.94个百分点。导致利润率下降。

4月21日公司发布了23年一季报，符合预期。2023年Q1营收1.93亿元(+12.34%)，扣非归母净利润0.21亿元(+52.88%)。扣非归母净利润高速增长主要系营业收入增加以及股份支付费用减少所致。

#### 经营分析

**成熟生物制品市占率稳定，金舒喜仍有潜力。**2022年公司生物制品销售收入7.68亿元，包括金舒喜(人干扰素α2b阴道泡腾片)、凯因益生(人干扰素α2b注射液)等，占营收67.35%。疫情影响下，金舒喜收入略有增长，销售量1889.15万片(3.74%)，凯因益生销售量313.58万支(-20.83%)。根据2022年CPA(中国药学会)采样数据，金舒喜在人干扰素α2b外用制剂中份额位居前列，凯因益生在细分领域市场份额继续保持领先。

**凯力唯医保范围扩展，销量大幅增长。**2022年凯力唯(盐酸可洛派韦胶囊)收入增长133.02%，销售量128.96万粒(+128.61%)，经过国家医保谈判续约，凯力唯报销适应症由基因非1b型扩展为“基因1、2、3、6型”，覆盖国内主要基因型。凯力唯成为第一个纳入医保的泛基因型的国产直接抗病毒药物，医保适应症拓展带来更广阔的市场空间。

**乙肝产品管线稳步推进，功能性治愈多产品体系逐渐成型。**公司布局乙肝功能性治愈药物组合，已形成多靶点多机制系列研发管线，包括KW-001、KW-027、KW-040等。KW-001培集成干扰素α-2注射液III期临床试验完成入组和24周用药随访，将为能获得临床治愈的潜在人群提供临床循证依据。KW-045、KW-051进入临床，具有自主知识产权的1类新药KW-027进行IND；KW-020完成一致性评价试验；KW-040等项目处于临床前研究阶段。

#### 盈利预测、估值与评级

我们预计2023年至2025年公司归母净利润分别为1.23/1.53/2.05亿元，分别同比增长47.91%/23.67%/34.04%，对应PE分别为42.25/34.17/25.49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。

医药组

分析师：袁维 (执业S1130518080002)

yuan\_wei@gjzq.com.cn

市价(人民币)：30.50元

相关报告：

- 1.《凯因科技公司点评：乙肝功能性治愈多产品体系逐渐成型》，2023.3.25
- 2.《凯因科技公司点评：医保谈判超预期，看好疫后放量》，2023.1.20
- 3.《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



#### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,144	1,160	1,514	1,878	2,374
营业收入增长率	32.75%	1.36%	30.50%	24.06%	26.39%
归母净利润(百万元)	107	83	123	153	205
归母净利润增长率	41.98%	-22.26%	47.91%	23.67%	34.04%
摊薄每股收益(元)	0.632	0.488	0.722	0.893	1.197
每股经营性现金流净额	0.69	0.78	0.32	0.79	1.03
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.39%	4.98%	6.81%	8.02%	10.09%
P/E	43.31	46.62	42.25	34.17	25.49
P/B	2.77	2.32	2.88	2.74	2.57

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)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>主营业务收入</b>	<b>862</b>	<b>1,144</b>	<b>1,160</b>	<b>1,514</b>	<b>1,878</b>	<b>2,374</b>	货币资金	420	1,158	726	721	752	804	
增长率		32.7%	1.4%	30.5%	24.1%	26.4%	应收款项	277	384	396	389	483	610	
<b>主营业务成本</b>	<b>-112</b>	<b>-141</b>	<b>-155</b>	<b>-186</b>	<b>-231</b>	<b>-292</b>	存货	80	144	149	153	190	240	
%销售收入	12.9%	12.3%	13.4%	12.3%	12.3%	12.3%	其他流动资产	16	106	524	540	550	561	
<b>毛利</b>	<b>751</b>	<b>1,003</b>	<b>1,005</b>	<b>1,327</b>	<b>1,647</b>	<b>2,081</b>	流动资产	793	1,791	1,795	1,803	1,974	2,215	
%销售收入	87.1%	87.7%	86.6%	87.7%	87.7%	87.7%	%总资产	67.6%	82.2%	81.2%	81.6%	82.6%	84.1%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	<b>-9</b>	<b>-11</b>	<b>-14</b>	长期投资	52	46	51	46	46	46	
%销售收入	0.8%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	167	167	180	188	192	193	
<b>销售费用</b>	<b>-517</b>	<b>-709</b>	<b>-716</b>	<b>-916</b>	<b>-1,136</b>	<b>-1,436</b>	%总资产	14.3%	7.7%	8.1%	8.5%	8.0%	7.3%	
%销售收入	59.9%	61.9%	61.7%	60.5%	60.5%	60.5%	无形资产	147	137	161	170	174	177	
<b>管理费用</b>	<b>-86</b>	<b>-134</b>	<b>-137</b>	<b>-151</b>	<b>-178</b>	<b>-221</b>	非流动资产	379	387	415	408	415	420	
%销售收入	10.0%	11.7%	11.8%	10.0%	9.5%	9.3%	%总资产	32.4%	17.8%	18.8%	18.4%	17.4%	15.9%	
<b>研发费用</b>	<b>-56</b>	<b>-77</b>	<b>-114</b>	<b>-139</b>	<b>-165</b>	<b>-195</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,172</b>	<b>2,178</b>	<b>2,210</b>	<b>2,211</b>	<b>2,390</b>	<b>2,635</b>	
%销售收入	6.5%	6.8%	9.8%	9.2%	8.8%	8.2%	短期借款	0	0	15	10	10	10	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>84</b>	<b>77</b>	<b>29</b>	<b>112</b>	<b>156</b>	<b>216</b>	应付款项	179	331	381	316	391	494	
%销售收入	9.8%	6.7%	2.5%	7.4%	8.3%	9.1%	其他流动负债	71	81	83	72	89	113	
<b>财务费用</b>	<b>6</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>19</b>	<b>20</b>	<b>21</b>	流动负债	250	412	479	397	490	617	
%销售收入	-0.7%	-1.9%	-1.9%	-1.2%	-1.0%	-0.9%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
<b>资产减值损失</b>	<b>-4</b>	<b>-9</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	其他长期负债	69	78	49	0	0	0	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>12</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	319	490	528	397	490	617	
<b>投资收益</b>	<b>-2</b>	<b>32</b>	<b>9</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>848</b>	<b>1,679</b>	<b>1,676</b>	<b>1,812</b>	<b>1,903</b>	<b>2,026</b>	
%税前利润	n.a	25.9%	9.4%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	127	170	171	172	172	172	
<b>营业利润</b>	<b>89</b>	<b>131</b>	<b>106</b>	<b>141</b>	<b>176</b>	<b>237</b>	未分配利润	158	226	256	330	422	545	
营业利润率	10.3%	11.4%	9.2%	9.3%	9.4%	10.0%	少数股东权益	6	9	6	1	-4	-9	
<b>营业外收支</b>	<b>-1</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,172</b>	<b>2,178</b>	<b>2,210</b>	<b>2,211</b>	<b>2,390</b>	<b>2,635</b>	
<b>税前利润</b>	<b>88</b>	<b>123</b>	<b>98</b>	<b>139</b>	<b>174</b>	<b>235</b>	<b>比率分析</b>		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	10.2%	10.8%	8.4%	9.2%	9.2%	9.9%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-17</b>	<b>-25</b>	<b>-17</b>	<b>-21</b>	<b>-26</b>	<b>-35</b>	每股收益	0.593	0.632	0.488	0.722	0.893	1.197	
所得税率	19.2%	20.2%	17.5%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	6.656	9.884	9.804	10.602	11.137	11.855	
<b>净利润</b>	<b>71</b>	<b>98</b>	<b>81</b>	<b>118</b>	<b>148</b>	<b>200</b>	每股经营现金净流	1.032	0.694	0.784	0.319	0.788	1.028	
少数股东损益	-5	-9	-3	-5	-5	-5	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.287	0.355	0.476	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>76</b>	<b>107</b>	<b>83</b>	<b>123</b>	<b>153</b>	<b>205</b>	<b>回报率</b>							
净利率	8.8%	9.4%	7.2%	8.1%	8.1%	8.6%	净资产收益率	8.91%	6.39%	4.98%	6.81%	8.02%	10.09%	
							总资产收益率	6.45%	4.93%	3.77%	5.58%	6.38%	7.76%	
							投入资本收益率	7.98%	3.63%	1.40%	5.23%	6.95%	9.07%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	4.50%	32.75%	1.36%	30.50%	24.06%	26.39%	
							EBIT增长率	31.02%	-8.66%	-62.44%	288.24%	39.12%	38.56%	
							净利润增长率	41.09%	41.98%	-22.26%	47.91%	23.67%	34.04%	
							总资产增长率	11.37%	85.78%	1.47%	0.04%	8.11%	10.24%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	84.5	90.9	106.7	90.0	90.0	90.0	
							存货周转天数	200.5	289.4	343.6	300.0	300.0	300.0	
							应付账款周转天数	518.9	629.2	801.4	590.8	590.8	590.8	
							固定资产周转天数	69.3	51.7	55.7	44.4	36.4	28.8	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-49.16%	-73.37%	-72.67%	-67.59%	-66.15%	-64.84%	
							EBIT利息保障倍数	-15.0	-3.6	-1.3	-6.0	-8.0	-10.5	
							资产负债率	27.18%	22.51%	23.89%	17.98%	20.51%	23.43%	

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
6	2023-03-25	买入	26.50	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。

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