

凯因科技 (688687.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

医保谈判超预期，看好疫后放量

事件

2023年1月18日，国家医保局发布《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2022年）》。公司凯力唯医保支付范围调整为基因1、2、3、6型成人慢性丙型肝炎，医保支付价格调整为113.53元/粒。

点评

凯力唯医保适应症扩大一倍，价格降幅仅5%，好于预期。公司自主研发的凯力唯是首个国产全口服、泛基因型丙肝治愈创新药。2021年3月凯力唯首次纳入国家医保目录，医保支付范围为限经HCV基因分型检测确诊为基因1b型以外的慢性丙型肝炎患者，医保支付价格为119.50元/粒。本次医保谈判凯力唯成功续约并扩大适应症，医保覆盖范围扩大为限基因1、2、3、6型成人慢性丙型肝炎。基因1b型在国内占比约为56%，基因4、5型在国内数量极少，凯力唯医保范围与之前相比扩大一倍，基本覆盖国内所有丙肝患者。续约后凯力唯医保支付价格为113.53元/粒，价格降幅仅5%，好于此前预期。看好凯力唯扩大医保适应症后加速放量，配合国家2030年消除丙肝政策，持续挖掘丙肝存量患者。

长效干扰素处于临床III期，全面布局乙肝功能性治愈。公司聚焦乙肝功能性治愈方向，长效培集成干扰素α-2注射液治疗低复制期慢性HBV感染的III期临床试验已完成全部受试者入组；针对乙肝表面抗原的KW-027、针对乙肝病毒结构蛋白的小分子药物KW-034和siRNA药物KW-040处于临床前阶段。

金舒喜持续增长，看好疫后修复加速增长。公司成熟产品金舒喜为人干扰素α-2b阴道泡腾片，独家剂型具有优势。2017年至2021年复合年增长率达到40%以上，2022年受疫情影响增速放缓，预计仍保持双位数增长，看好2023年疫情缓解后增速恢复。

盈利预测、估值与评级

我们预计2022年至2024年公司归母净利润分别为1.20/1.45/1.72亿元，分别同比增长12%/20%/19%，对应PE分别为39/32/27倍，维持“买入”评级。

风险提示

疫情影响下销售不及预期风险，丙肝市场竞争加剧风险，带量采购风险，新药研发数据和进度不及预期风险。

医药组

分析师：王班（执业S1130520110002）

wang_ban@gjzq.com.cn

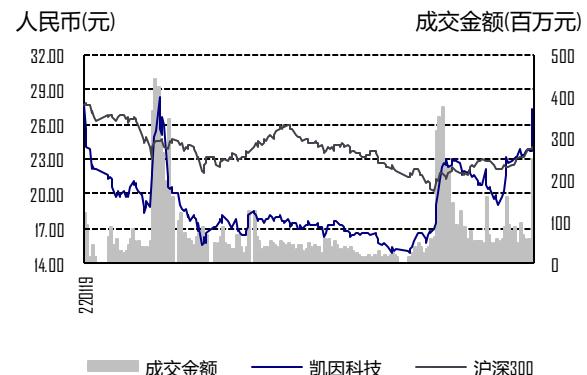
联系人：王维肖

wangweix@gjzq.com.cn

市价（人民币）：27.28元

相关报告：

- 《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
- 《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
- 《成熟产品强势增长，新产品逐渐放量-凯因科技年报点评》，2022.4.21



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	1,367	1,748	2,057
营业收入增长率	4.50%	32.75%	19.49%	27.83%	17.66%
归母净利润(百万元)	76	107	120	145	172
归母净利润增长率	41.09%	41.98%	12.04%	20.34%	19.13%
摊薄每股收益(元)	0.593	0.632	0.703	0.846	1.008
每股经营性现金流净额	1.03	0.69	0.82	0.76	0.99
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.91%	6.39%	6.81%	7.81%	8.81%
P/E	0.00	43.31	38.79	32.23	27.06
P/B	0.00	2.77	2.64	2.52	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	1,367	1,748	2,057							
增长率	4.5%	32.7%	19.5%	27.8%	17.7%		货币资金	358	420	1,158	1,133	1,161	1,218
主营业务成本	-104	-112	-141	-172	-220	-259	应收款项	302	277	384	357	456	537
%销售收入	12.6%	12.9%	12.3%	12.6%	12.6%	12.6%	存货	43	80	144	142	181	213
毛利	721	751	1,003	1,195	1,528	1,798	其他流动资产	10	16	106	111	122	132
%销售收入	87.4%	87.1%	87.7%	87.4%	87.4%	87.4%	流动资产	713	793	1,791	1,742	1,920	2,099
营业税金及附加	-9	-7	-7	-10	-12	-15	%总资产	67.7%	67.6%	82.2%	80.5%	81.7%	82.9%
%销售收入	1.0%	0.8%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	长期投资	17	52	46	54	54	54
销售费用	-508	-517	-709	-827	-1,045	-1,218	固定资产	154	167	167	177	183	186
%销售收入	61.6%	59.9%	61.9%	60.5%	59.8%	59.2%	%总资产	14.7%	14.3%	7.7%	8.2%	7.8%	7.3%
管理费用	-105	-86	-134	-157	-201	-237	无形资产	146	147	137	184	187	189
%销售收入	12.7%	10.0%	11.7%	11.5%	11.5%	11.5%	非流动资产	340	379	387	421	429	434
研发费用	-35	-56	-77	-96	-126	-154	%总资产	32.3%	32.4%	17.8%	19.5%	18.3%	17.1%
%销售收入	4.3%	6.5%	6.8%	7.0%	7.2%	7.5%	资产总计	1,053	1,172	2,178	2,163	2,349	2,533
息税前利润(EBIT)	64	84	77	105	143	175	短期借款	0	0	0	10	10	10
%销售收入	7.8%	9.8%	6.7%	7.7%	8.2%	8.5%	应付款项	157	179	331	313	400	470
财务费用	4	6	22	24	24	25	其他流动负债	77	71	81	68	87	102
%销售收入	-0.4%	-0.7%	-1.9%	-1.7%	-1.3%	-1.2%	流动负债	234	250	412	391	496	582
资产减值损失	-7	-4	-9	-3	-1	-1	长期贷款	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	12	0	0	其他长期负债	47	69	78	2	2	1
投资收益	0	-2	32	0	0	0	负债	281	319	490	394	498	584
%税前利润	0.0%	n.a.	25.9%	0.0%	0.0%	0.0%	普通股股东权益	772	848	1,679	1,765	1,852	1,955
营业利润	67	89	131	138	166	199	其中：股本	127	127	170	171	171	171
营业利润率	8.2%	10.3%	11.4%	10.1%	9.5%	9.7%	未分配利润	91	158	226	298	385	488
营业外收支	0	-1	-7	-2	-2	-2	少数股东权益	0	6	9	4	-1	-6
税前利润	67	88	123	136	164	197	负债股东权益合计	1,053	1,172	2,178	2,163	2,349	2,533
利润率	8.1%	10.2%	10.8%	9.9%	9.4%	9.6%							
所得税	-17	-17	-25	-20	-25	-30							
所得税率	25.1%	19.2%	20.2%	15.0%	15.0%	15.0%							
净利润	50	71	98	115	140	167							
少数股东损益	-3	-5	-9	-5	-5	-5							
非现金支出	31	38	47	33	35	38							
非经营收益	-1	1	-37	-2	2	2							
营运资金变动	23	22	10	-7	-46	-37							
经营活动现金净流	103	131	118	139	130	170							
资本开支	-49	-42	-42	-68	-44	-44							
投资	2	-37	-49	1	0	0							
其他	0	0	2	0	0	0							
投资活动现金净流	-48	-79	-90	-67	-44	-44							
股权募资	47	11	738	14	0	0							
债权募资	0	0	0	-62	0	0							
其他	0	-2	-32	-48	-58	-69							
筹资活动现金净流	47	8	706	-96	-58	-69							
现金净流量	103	61	734	-24	29	57							

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

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

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

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。

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