

凯因科技 (688687.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

新品持续放量，盈利能力向好发展

业绩简评

2023年10月26日，公司发布2023年第三季度报告。2023年前三季度，公司实现收入10.02亿元(+19.79%，同比，下同)；实现归母净利润0.90亿元(+31.96%)；实现扣非归母净利润0.95亿元(+60.37%)。

分季度来看，2023年Q3公司实现收入4.34亿元(+26.10%)；实现归母净利润0.52亿元(+66.56%)；实现扣非归母净利润0.53亿元(+54.70%)。

经营分析

新品持续放量，产品布局合理。2023年Q3利润端表现亮眼，根据公司三季报披露，主要系公司不断拓展销售终端，新上市核心产品持续放量所致。根据公司2023年半年报披露，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，且上半年全国省级新版医保目录政策已全部落地，凯力唯产品上半年的销售收入同比增长逾2倍，我们预计凯力唯在三季度延续快速放量趋势。公司成熟产品如金舒喜和凯因益生在各自细分领域市场份额领先，新产品处于快速放量阶段，总体产品梯队建设合理。

费用端控制良好，盈利能力改善。2023年Q3，公司销售费用率为57.09%(-5.6pct)，环比-4.81pct；管理费用率为5.49%(-4.26pct)，环比-2.12pct；研发费用率为5.62%(+0.37pct)。毛利率为84.76%(-3.07pct)，环比+2.27pct。公司费用端控制良好，毛利率改善，净利率端提升明显，2023年Q3净利率为13.70%(+4.79pct)，环比+8.05pct。

盈利预测、估值与评级

公司现有产品持续彰显竞争力，在研管线中培集成干扰素 α -2注射液前景可期，未来有望贡献业绩增量。预计2023-2025年公司归母净利润分别为1.19亿元、1.48亿元、2.00亿元，同比分别增长42.96%、24.42%、35.06%，EPS分别为0.70、0.87、1.17元，现价对应PE为36、29、21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)：24.98元

相关报告：

- 《凯因科技公司点评：业绩符合预期，凯力唯医保范围扩展增长可期》，2023.4.23
- 《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
- 《凯因科技公司点评：医保谈判超预期，看好疫后放量》，2023.1.20



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	119	148	200
归母净利润增长率	41.98%	-22.26%	42.96%	24.42%	35.06%
摊薄每股收益(元)	0.632	0.488	0.698	0.868	1.172
每股经营性现金流净额	0.69	0.78	0.36	0.80	1.05
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.39%	4.98%	6.64%	7.87%	10.00%
P/E	43.31	46.62	35.80	28.78	21.31
P/B	2.77	2.32	2.38	2.27	2.13

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)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	862	1,144	1,160	1,514	1,878	2,374
增长率	32.7%	1.4%	1.4%	30.5%	24.1%	26.4%
主营业务成本	-112	-141	-155	-186	-231	-292
%销售收入	12.9%	12.3%	13.4%	12.3%	12.3%	12.3%
毛利	751	1,003	1,005	1,327	1,647	2,081
%销售收入	87.1%	87.7%	86.6%	87.7%	87.7%	87.7%
营业税金及附加	-7	-7	-8	-9	-11	-14
%销售收入	0.8%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-517	-709	-716	-916	-1,136	-1,436
%销售收入	59.9%	61.9%	61.7%	60.5%	60.5%	60.5%
管理费用	-86	-134	-137	-151	-178	-221
%销售收入	10.0%	11.7%	11.8%	10.0%	9.5%	9.3%
研发费用	-56	-77	-114	-139	-165	-195
%销售收入	6.5%	6.8%	9.8%	9.2%	8.8%	8.2%
息税前利润 (EBIT)	84	77	29	112	156	216
%销售收入	9.8%	6.7%	2.5%	7.4%	8.3%	9.1%
财务费用	6	22	22	19	19	20
%销售收入	-0.7%	-1.9%	-1.9%	-1.2%	-1.0%	-0.9%
资产减值损失	-4	-9	-2	-2	0	-1
公允价值变动收益	0	0	2	12	0	0
投资收益	-2	32	9	0	0	0
%税前利润	n.a	25.9%	9.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	89	131	106	141	175	237
营业利润率	10.3%	11.4%	9.2%	9.3%	9.3%	10.0%
营业外收支	-1	-7	-9	-2	-2	-2
税前利润	88	123	98	139	173	235
利润率	10.2%	10.8%	8.4%	9.2%	9.2%	9.9%
所得税	-17	-25	-17	-21	-26	-35
所得税率	19.2%	20.2%	17.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	71	98	81	118	147	199
少数股东损益	-5	-9	-3	-1	-1	-1
归属于母公司的净利润	76	107	83	119	148	200
净利率	8.8%	9.4%	7.2%	7.9%	7.9%	8.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	71	98	81	118	147	199
少数股东损益	-5	-9	-3	-1	-1	-1
非现金支出	38	47	42	32	35	39
非经营收益	1	-37	-7	-7	2	2
营运资金变动	22	10	19	-83	-47	-60
经营活动现金净流	131	118	134	61	137	179
资本开支	-42	-42	-74	-37	-44	-44
投资	-37	-49	-427	9	0	0
其他	0	2	7	0	0	0
投资活动现金净流	-79	-90	-494	-28	-44	-44
股权募资	11	738	15	48	0	0
债权募资	0	0	10	-49	0	0
其他	-2	-32	-101	-48	-59	-80
筹资活动现金净流	8	706	-76	-49	-59	-80
现金净流量	61	734	-433	-16	34	56

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	420	1,158	726	710	744	800
应收款项	277	384	396	396	491	621
存货	80	144	149	153	190	240
其他流动资产	16	106	524	536	545	556
流动资产	793	1,791	1,795	1,796	1,971	2,217
%总资产	67.6%	82.2%	81.2%	81.4%	82.5%	84.0%
长期投资	52	46	51	51	51	51
固定资产	167	167	180	188	192	193
%总资产	14.3%	7.7%	8.1%	8.5%	8.0%	7.3%
无形资产	147	137	161	169	173	176
非流动资产	379	387	415	412	419	423
%总资产	32.4%	17.8%	18.8%	18.6%	17.5%	16.0%
资产总计	1,172	2,178	2,210	2,207	2,390	2,640
短期借款	0	0	15	10	10	10
应付款项	179	331	381	311	386	488
其他流动负债	71	81	83	85	106	134
流动负债	250	412	479	407	502	632
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	69	78	49	-1	0	0
负债	319	490	528	407	502	632
普通股股东权益	848	1,679	1,676	1,795	1,884	2,004
其中：股本	127	170	171	171	171	171
未分配利润	158	226	256	328	417	537
少数股东权益	6	9	6	5	4	3
负债股东权益合计	1,172	2,178	2,210	2,207	2,390	2,640

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.593	0.632	0.488	0.698	0.868	1.172
每股净资产	6.656	9.884	9.804	10.502	11.023	11.727
每股经营现金净流	1.032	0.694	0.784	0.357	0.802	1.049
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.279	0.347	0.469
回报率						
净资产收益率	8.91%	6.39%	4.98%	6.64%	7.87%	10.00%
总资产收益率	6.45%	4.93%	3.77%	5.40%	6.21%	7.59%
投入资本收益率	7.98%	3.63%	1.40%	5.27%	6.99%	9.11%
增长率						
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%	42.96%	24.42%	35.06%
总资产增长率	11.37%	85.78%	1.47%	-0.11%	8.29%	10.44%
资产管理能力						
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	573.3	573.3	573.3
固定资产周转天数	69.3	51.7	55.7	44.4	36.4	28.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-49.16%	-73.37%	-72.67%	-67.47%	-66.14%	-64.98%
EBIT利息保障倍数	-15.0	-3.6	-1.3	-6.0	-8.1	-10.6
资产负债率	27.18%	22.51%	23.89%	18.44%	21.00%	23.95%

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
7	2023-04-23	买入	30.50	N/A

来源：国金证券研究所

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



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。

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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806