



凯力唯实现强势增长，长效干扰素报产在即

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报, 公司 2023 年实现营业收入 14.1 亿元, 同比增长 21.7%; 实现归母净利润 1.2 亿元, 同比增长 39.7%; 实现归母扣非净利润 1.2 亿元, 同比增长 124.6%。公司 2024Q1 实现营业收入 2.1 亿元, 同比增长 10.3%; 实现归母净利润 0.2 亿元, 同比增长 4.8%; 实现归母扣非净利润 0.2 亿元, 同比下滑 4.2%。
- **凯力唯医保报销扩围加速放量, 金舒喜集采执行节奏影响有待修复。** 2023 年公司实现营业收入 14.1 亿元 (+21.7%), 23Q1-4 季度间收入、利润同比加速增长, 24Q1 同比增速有所放缓, 我们认为主要由于凯力唯基层直销项目周期特点叠加金舒喜集采执行节奏滞后等因素所致, 24Q2-3 凯力唯基层推广逐步转化为销售、干扰素集采风险逐步出清, 预计后续公司产品仍有望加速放量。从盈利能力来看, 2023 年公司整体毛利率为 83.6% (-3.1pp), 主要由于毛利率较低的化药收入占比持续提升所致; 净利率为 9.7% (+2.8pp), 主要由于销售费用率、管理费用率等明显下降。
- **派益生 III 期数据读出在即, 丰富产品矩阵以期提升乙肝治愈率。** 公司长效干扰素产品派益生治疗低复制慢性 HBV 感染 III 期临床于 23H1 完成 48 周给药, 已按计划完成全部受试随访、出组, 预计 24Q2-3 申报 NDA; 此外公司储备 KW-027 (乙肝单抗)、KW-040 (小核酸 siRNA) 等多条慢乙在研管线, 打造乙肝功能性治愈产品矩阵。
- **产品梯队布局合理, 成熟品种构筑稳健基本盘。** 除丙肝、乙肝治疗药物外, 公司还拥有多款商业化大单品, 包括金舒喜 (人干扰素 α 2b 阴道泡腾片)、凯因益生 (人干扰素 α 2b 注射液)、安博司 (吡非尼酮片)、凯因甘乐 (复方甘草酸苷胶囊) 和甘毓 (复方甘草酸苷片/注射液) 等, 成熟产品金舒喜、凯因益生市场份额领先; 金舒喜江西干扰素集采温和落地, 有望保持现有份额; 安博司竞争格局良好, 处于快速放量阶段。公司产品梯队布局合理, 持续贡献稳健现金流。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 17.2/22.5/28.3 亿元, 归母净利润分别为 1.6/2.2/2.7 亿元, 对应 EPS 分别为 0.92/1.28/1.57 元。考虑到公司丙肝产品快速放量、乙肝产品即将读出数据、成熟品种构筑稳健基本盘, 预计后续将带来较大业绩弹性, 建议积极关注。
- **风险提示:** 产品研发不及预期风险, 市场竞争加剧风险, 产品商业化不及预期风险, 集采降价风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1412.01	1719.35	2245.51	2832.20
增长率	21.73%	21.77%	30.60%	26.13%
归属母公司净利润 (百万元)	116.52	156.45	219.08	268.56
增长率	39.71%	34.27%	40.03%	22.58%
每股收益 EPS (元)	0.68	0.92	1.28	1.57
净资产收益率 ROE	7.69%	9.47%	11.87%	12.93%
PE	38	28	20	17
PB	2.54	2.36	2.15	1.94

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

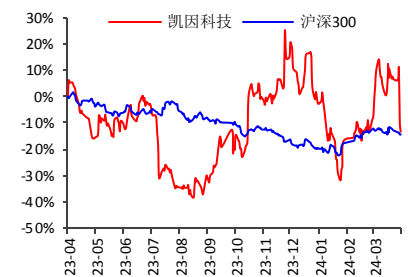
分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.71
流通 A 股(亿股)	1.71
52 周内股价区间(元)	18.50-37.63
总市值(亿元)	44.58
总资产(亿元)	24.23
每股净资产(元)	10.39

相关研究

1. 凯因科技 (688687): 掘金肝炎大市场, 多品种构筑护城河 (2024-03-18)

盈利预测与估值

关键假设：

1) 抗病毒领域：主要产品包括金舒喜、凯力唯、凯因益生及未来可能上市的派益生，2023 年凯力唯医保报销范围扩大有望实现快速放量，预计 2024-2026 年产品销量增速分别为 60%/50%/30%；金舒喜集采落地阶段性略有波动，后续或将稳健放量，预计 2024-2026 年产品销量增速分别为 -3%/10%/20%；凯因益生规模较小，集采影响有限，预计 2024-2026 年产品销量增速分别为 5%/2%/1%；毛利率方面，随着凯力唯放量，抗病毒领域化药占比提升，抗病毒产品毛利率预计略有下降，随着凯力唯加速放量，2025-2026 年毛利率预计在规模效应下逐渐稳定，预计 2024-2026 年毛利率分别为 86.2%/86.2%/86.1%；

2) 抗炎领域：主要产品复方甘草酸苷系列产品甘毓、凯因甘乐均已纳入多省集采，预计集采影响边际减弱，收入规模、毛利率基本稳定，预计 2024-2026 年收入规模基本在 1.4-1.6 亿元，毛利率分别为 53%/53%/53%；

3) 抗肺纤维化领域：主要产品为安博司，该品种短期竞争格局良好且有望维持高毛利率水平，预计 2024-2026 年销量增速分别为 50%/20%/10%，毛利率为 87%/87.5%/88%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
抗病毒领域	收入	1086.2	1323.6	1813.1	2384.4
	增速	21.2%	21.9%	37.0%	31.5%
	毛利率	88.0%	86.2%	86.2%	86.1%
抗炎领域	收入	158.3	155.1	147.4	135.6
	增速	-0.1%	-2.0%	-5.0%	-8.0%
	毛利率	55.5%	53.0%	53.0%	53.0%
抗肺纤维化领域	收入	144.0	215.9	259.1	285.0
	增速	70.9%	50.0%	20.0%	10.0%
	毛利率	88.6%	87.0%	87.5%	88.0%
其他产品	收入	23.5	24.7	25.9	27.2
	增速	22.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	36.7%	32.0%	32.0%	32.0%
合计	收入	1412.0	1719.3	2245.5	2832.2
	增速	21.7%	21.8%	30.6%	26.1%
	毛利率	83.6%	83.3%	84.4%	85.2%

数据来源：Wind，西南证券

综上，我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 17.2/22.5/28.3 亿元，归母净利润分别为 1.6/2.2/2.7 亿元，对应 EPS 分别为 0.92/1.28/1.57 元。

我们选取主营业务相似的特宝生物、众生药业、贝达药业作为可比公司，可比公司 2024 年平均 PE 为 33X。考虑到公司丙肝产品进入快速放量阶段、乙肝产品即将读出数据、成熟品种构筑稳健基本盘，预计后续将带来较大业绩弹性，建议积极关注。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
688278.SH	特宝生物	62.22	1.37	1.85	2.53	45	34	25
002317.SZ	众生药业	15.12	0.44	0.51	0.59	34	30	26
300558.SZ	贝达药业	38.97	0.83	1.14	1.49	47	34	26
平均值						42	33	26

数据来源：Wind，西南证券整理，注：三家公司盈利预测来自 wind 一致预期，股价截至 2024 年 4 月 11 日

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1412.01	1719.35	2245.51	2832.20	净利润	137.28	184.33	258.11	316.40
营业成本	232.29	286.57	350.91	419.93	折旧与摊销	38.64	65.10	80.02	89.87
营业税金及附加	9.81	12.38	15.27	18.41	财务费用	-18.17	-1.72	-2.25	-2.83
销售费用	793.42	1014.41	1336.08	1727.64	资产减值损失	-0.91	-1.50	-1.50	-1.50
管理费用	102.90	206.32	264.97	325.70	经营营运资本变动	54.88	1.55	-92.27	-46.64
财务费用	-18.17	-1.72	-2.25	-2.83	其他	-85.13	-1.59	-0.39	0.02
资产减值损失	-0.91	-1.50	-1.50	-1.50	经营活动现金流净额	126.60	246.17	241.73	355.32
投资收益	5.64	8.67	9.11	9.07	资本支出	-178.72	-130.00	-100.00	-70.00
公允价值变动损益	2.03	1.28	1.70	1.67	其他	117.69	-38.65	27.02	5.34
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-61.03	-168.65	-72.98	-64.66
营业利润	170.83	212.82	292.85	355.59	短期借款	11.88	-11.88	0.00	0.00
其他非经营损益	-24.58	-16.47	-17.89	-18.53	长期借款	26.99	0.00	0.00	0.00
利润总额	146.24	196.36	274.95	337.05	股权融资	5.70	0.00	0.00	0.00
所得税	8.96	12.03	16.85	20.65	支付股利	-82.90	-23.30	-31.29	-43.82
净利润	137.28	184.33	258.11	316.40	其他	47.25	0.94	2.25	2.83
少数股东损益	20.76	27.87	39.03	47.85	筹资活动现金流净额	8.92	-34.25	-29.05	-40.98
归属母公司股东净利润	116.52	156.45	219.08	268.56	现金流量净额	75.38	43.27	139.70	249.68
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	853.63	896.90	1036.60	1286.28	成长能力				
应收和预付款项	438.54	533.16	694.04	876.02	销售收入增长率	21.73%	21.77%	30.60%	26.13%
存货	139.54	206.49	238.22	291.77	营业利润增长率	60.43%	24.58%	37.60%	21.42%
其他流动资产	389.99	422.11	409.05	418.22	净利润增长率	70.36%	34.27%	40.03%	22.58%
长期股权投资	4.29	4.29	4.29	4.29	EBITDA 增长率	56.93%	44.38%	34.19%	19.43%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	319.78	396.92	429.14	421.52	毛利率	83.55%	83.33%	84.37%	85.17%
无形资产和开发支出	182.77	170.84	158.90	146.97	三费率	62.19%	70.90%	71.20%	72.40%
其他非流动资产	119.68	119.37	119.05	118.74	净利率	9.72%	10.72%	11.49%	11.17%
资产总计	2448.21	2750.07	3089.30	3563.81	ROE	7.69%	9.47%	11.87%	12.93%
短期借款	25.87	13.99	13.99	13.99	ROA	5.61%	6.70%	8.35%	8.88%
应付和预收款项	513.51	693.44	801.22	997.85	ROIC	25.09%	28.94%	33.82%	35.88%
长期借款	26.99	26.99	26.99	26.99	EBITDA/销售收入	13.55%	16.06%	16.51%	15.63%
其他负债	96.64	68.71	73.34	78.63	营运能力				
负债合计	663.01	803.13	915.54	1117.46	总资产周转率	0.61	0.66	0.77	0.85
股本	170.94	170.94	170.94	170.94	固定资产周转率	7.67	6.62	6.30	7.31
资本公积	1249.97	1249.97	1249.97	1249.97	应收账款周转率	3.67	3.69	3.80	3.75
留存收益	393.81	526.96	714.75	939.49	存货周转率	1.59	1.65	1.57	1.57
归属母公司股东权益	1753.88	1887.76	2075.55	2300.29	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.83%	—	—	—
少数股东权益	31.31	59.18	98.21	146.06	资本结构				
股东权益合计	1785.19	1946.95	2173.76	2446.35	资产负债率	27.08%	29.20%	29.64%	31.36%
负债和股东权益合计	2448.21	2750.07	3089.30	3563.81	带息债务/总负债	7.97%	5.10%	4.48%	3.67%
					流动比率	3.08	2.81	2.82	2.75
					速动比率	2.84	2.53	2.53	2.47
					股利支付率	71.14%	14.90%	14.28%	16.32%
					每股指标				
					每股收益	0.68	0.92	1.28	1.57
					每股净资产	10.26	11.04	12.14	13.46
					每股经营现金	0.74	1.44	1.41	2.08
					每股股利	0.48	0.14	0.18	0.26
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	191.30	276.20	370.63	442.62					
PE	38.26	28.50	20.35	16.60					
PB	2.54	2.36	2.15	1.94					
PS	3.16	2.59	1.99	1.57					
EV/EBITDA	16.61	11.12	7.95	6.08					
股息率	1.86%	0.52%	0.70%	0.98%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
