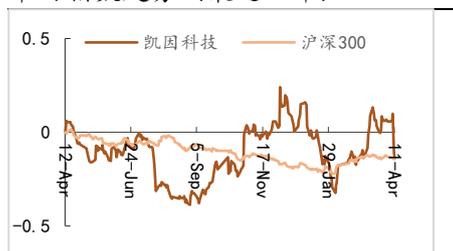


评级： 买入

王斌
首席分析师
SAC 执证编号: S0110522030002
wangbin3@sczq.com.cn
电话: 86-10-81152644

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| 最新收盘价 (元) | 26.08 |
| 一年内最高/最低价 (元) | 37.63/18.50 |
| 市盈率 (当前) | 37.93 |
| 市净率 (当前) | 2.51 |
| 总股本 (亿股) | 1.71 |
| 总市值 (亿元) | 44.58 |

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 凯因科技 (688687.SH): 可洛派韦持续放量, 创新药销售进入正向循环
- 凯因科技 (688687.SH): 可洛派韦快速放量, 研发管线稳步推进
- 凯因科技 (688687.SH): 可洛派韦快速放量, 研发管线稳步推进

核心观点

- 事件:** 公司发布 2023 年年报, 2023 年实现营业收入 14.12 亿元 (+21.73%), 归属于上市公司股东的净利润 1.17 亿元 (+39.71%), 扣非后归母净利润 1.23 亿元 (+124.62%)。公司同时发布 2024 年 1 季报, 实现营业收入 2.13 亿元 (+10.34%), 归属于上市公司股东的净利润 2214 万元 (+4.75%), 扣非后归属于上市公司股东的净利润为 2028 万元 (-4.21%)。
- 凯力唯®收入和盈利能力持续提升, 金舒喜®长期仍有增长空间。** 受益于医保报销适应症范围扩大, 2023 年凯力唯®收入同比增长超过 200%。子公司凯因格领 (丙肝药物推广平台公司) 2023 年实现营业收入 4.21 亿元 (+221.99%), 利润 9187 万元, 同比增长 1.35 亿元, 凯力唯®收入体量增长带来的规模效应带动创新药销售利润率显著提升。考虑到我国仍有较多存量和新发现丙肝患者, 我们认为未来凯力唯®仍有较大增长潜力。其他产品方面, 2023 年金舒喜®销售量同比下滑-14.91%, 预计受行业升级整顿政策和渠道库存调整影响。2023 年金舒喜®在集采中获得中选, 我们认为通过以价换量以及渠道库存调整结束, 长期看金舒喜®仍有一定增长空间。2023 年抗肺纤维化药品 (安博司®) 收入 1.44 亿 (+70.92%), 我们认为凭借良好的竞争格局和需求, 未来仍有望保持较好增长。
- 创新药研发稳步推进, 长效干扰素兑现在即。** 截至 2023 年报告期, 培集成干扰素 α -2 注射液治疗低复制期慢性 HBV 感染 III 期临床试验项目完成全部受试随访、出组, 预计即将迎来 NDA 申报。KW-045 (人干扰素 α 2b 喷雾剂用于治疗由病毒感染引起的儿童疱疹性咽峡炎) 和 KW-051 (培集成干扰素 α -2 注射液用于治疗带状疱疹) 两个项目均已进入临床 II 研究。
- 盈利预测和估值。** 我们预计 2024 年至 2026 年公司营业收入分别为 17.22 亿元、21.21 亿元和 25.12 亿元, 同比增速分别为 22.09%、23.2%和 18.4%; 归母净利润分别为 1.49 亿元、1.96 亿元和 2.38 亿元, 同比增速分别为 27.9%、31.6%和 21.3%, 以 4 月 11 日收盘价计算, 对应 PE 分别为 29.9、22.7 和 18.7 倍, 维持 “买入” 评级。
- 风险提示:** 可洛派韦后续医保续约谈判降价幅度超预期; 长效干扰素治疗乙肝临床研究失败或进度低于预期; 行业反腐影响推广和销售活动开展, 导致产品销售额低于预期; 产品被纳入集采后价格下降幅度超预期。

盈利预测

| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营收(亿元) | 14.12 | 17.22 | 21.21 | 25.12 |
| 营收增速 | 21.7% | 22.0% | 23.2% | 18.4% |
| 归母净利润(亿元) | 1.16 | 1.49 | 1.96 | 2.38 |
| 归母净利润增速 | 39.7% | 27.9% | 31.6% | 21.3% |
| EPS(元/股) | 0.68 | 0.87 | 1.15 | 1.39 |
| PE | 38.3 | 29.9 | 22.7 | 18.7 |

资料来源: Wind, 首创证券

财务报表和主要财务比率

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 1,822 | 2,045 | 2,399 | 2,862 | 经营活动现金流 | 127 | 120 | 235 | 262 |
| 现金 | 854 | 961 | 1,160 | 1,437 | 净利润 | 117 | 149 | 196 | 238 |
| 应收账款 | 397 | 468 | 559 | 641 | 折旧摊销 | 39 | 34 | 52 | 67 |
| 其它应收款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 财务费用 | -6 | -23 | -24 | -26 |
| 预付账款 | 13 | 25 | 33 | 32 | 投资损失 | -7 | -7 | -7 | -7 |
| 存货 | 140 | 116 | 123 | 160 | 营运资金变动 | -40 | -79 | -48 | -104 |
| 其他 | 392 | 433 | 491 | 548 | 其它 | 3 | 12 | 17 | 16 |
| 非流动资产 | 626 | 766 | 1,024 | 1,249 | 投资活动现金流 | -61 | -211 | -160 | -160 |
| 长期投资 | 4 | 4 | 4 | 4 | 资本支出 | -162 | -151 | -301 | -280 |
| 固定资产 | 191 | 337 | 465 | 607 | 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 99 | 89 | 80 | 72 | 其他 | -462 | 101 | -60 | 141 |
| 其他 | 203 | 227 | 236 | 247 | 筹资活动现金流 | 9 | 198 | 125 | 174 |
| 资产总计 | 2,448 | 2,811 | 3,423 | 4,111 | 短期借款 | 12 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债 | 592 | 673 | 769 | 838 | 长期借款 | 27 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 26 | 26 | 26 | 26 | 其他 | -6 | 322 | 104 | 338 |
| 应付账款 | 411 | 453 | 510 | 547 | 现金净增加额 | 74 | 107 | 200 | 276 |
| 其他 | 16 | 16 | 16 | 16 | | | | | |
| 非流动负债 | 71 | 88 | 109 | 130 | 主要财务比率 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 长期借款 | 27 | 27 | 27 | 27 | 成长能力 | | | | |
| 其他 | 44 | 61 | 82 | 103 | 营业收入 | 21.7% | 22.0% | 23.2% | 18.4% |
| 负债合计 | 663 | 761 | 878 | 968 | 营业利润 | 60.4% | 37.8% | 26.0% | 28.6% |
| 少数股东权益 | 31 | 60 | 109 | 188 | 归属母公司净利润 | 39.7% | 27.9% | 31.6% | 21.3% |
| 归属母公司股东权益 | 1,754 | 1,990 | 2,436 | 2,955 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 2,448 | 2,811 | 3,423 | 4,111 | 毛利率 | 83.5% | 82.5% | 82.8% | 83.2% |
| | | | | | 净利率 | 9.7% | 10.6% | 11.6% | 12.6% |
| | | | | | ROE | 6.5% | 7.3% | 7.7% | 7.6% |
| | | | | | ROIC | 11.4% | 13.1% | 12.9% | 13.2% |
| 利润表 (百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 偿债能力 | | | | |
| 营业收入 | 1,412 | 1,722 | 2,121 | 2,512 | 资产负债率 | 27.1% | 27.1% | 25.7% | 23.5% |
| 营业成本 | 232 | 302 | 364 | 421 | 净负债比率 | 5.5% | 5.6% | 5.4% | 5.0% |
| 营业税金及附加 | 10 | 12 | 15 | 18 | 流动比率 | 3.1 | 3.0 | 3.1 | 3.4 |
| 营业费用 | 793 | 913 | 1,124 | 1,319 | 速动比率 | 2.8 | 2.9 | 3.0 | 3.2 |
| 研发费用 | 134 | 172 | 208 | 239 | 营运能力 | | | | |
| 管理费用 | 103 | 124 | 151 | 176 | 总资产周转率 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 财务费用 | -18 | -23 | -24 | -26 | 应收账款周转率 | 3.9 | 4.0 | 4.1 | 4.2 |
| 资产减值损失 | -1 | -1 | -1 | 1 | 应付账款周转率 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 0.8 |
| 公允价值变动收益 | 2 | 2 | 2 | 2 | 每股指标(元) | | | | |
| 投资净收益 | 6 | 5 | 5 | 5 | 每股收益 | 0.7 | 0.9 | 1.1 | 1.4 |
| 营业利润 | 171 | 235 | 297 | 382 | 每股经营现金 | 1.1 | 0.7 | 1.4 | 1.5 |
| 营业外收入 | 0 | 1 | 0 | 0 | 每股净资产 | 10.3 | 11.6 | 14.3 | 17.3 |
| 营业外支出 | 25 | 9 | 9 | 9 | 估值比率 | | | | |
| 利润总额 | 146 | 227 | 288 | 373 | P/E | 38.26 | 29.92 | 22.73 | 18.73 |
| 所得税 | 9 | 45 | 43 | 56 | P/B | 2.54 | 2.24 | 1.83 | 1.51 |
| 净利润 | 137 | 182 | 245 | 317 | | | | | |
| 少数股东损益 | 21 | 33 | 49 | 79 | | | | | |
| 归属母公司净利润 | 116 | 149 | 196 | 238 | | | | | |
| EBITDA | 167 | 239 | 316 | 414 | | | | | |
| EPS (元) | 0.68 | 0.87 | 1.15 | 1.39 | | | | | |

分析师简介

王斌，医药行业首席分析师，北京大学药物化学专业博士，曾就职于太平洋证券研究院、开源证券研究所等，具有多年卖方从业经历，对医药行业多个细分领域有跟踪和研究经验。作为团队核心成员，于 2019 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 5 名，公募榜单第 4 名；于 2020 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 3 名，公募榜单第 2 名。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

| | 评级 | 说明 |
|--|--------|---|
| 1. 投资建议的比较标准 | | |
| 投资评级分为股票评级和行业评级 | | |
| 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准 | 股票投资评级 | 买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上 增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间 中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间 减持 相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上 |
| 2. 投资建议的评级标准 | | |
| 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准 | 行业投资评级 | 看好 行业超越整体市场表现 中性 行业与整体市场表现基本持平 看淡 行业弱于整体市场表现 |