

凯因科技 (688687.SH)

凯力唯销售收入同比增长超过 200%，派益生乙肝适应症有序推进

增持

核心观点

核心品种凯力唯销售收入同比增长超过200%。2023年,公司实现营收14.12亿元(同比+21.7%),归母净利润1.17亿元(同比+39.7%),扣非归母净利润1.23亿元(同比+124.6%)。2024Q1公司实现营收2.13亿元(同比+10.3%),归母净利润0.22亿元(同比+4.8%),预计主要由于干扰素产品集采降价过渡期以及凯力唯基层市场项目周期等影响。

分产品看,公司抗病毒类产品实现营收10.86亿元(同比+21.2%),其中核心产品凯力唯2023年医保续约适应症扩大至全部国内主要基因型,销售收入同比增长超过200%;抗炎类产品实现营收1.58亿元(同比持平),复方甘草酸苷产品集采降价影响逐步出清;抗肺纤维化类产品实现营收1.44亿元(同比+70.9%)。

公司专注于病毒及免疫性疾病领域。凯因科技成立于2008年,总部位于北京经济技术开发区。公司专注于病毒及免疫性疾病领域,现有多款商业化品种,包括国内首款直接抗病毒丙肝特效药凯力唯(盐酸可洛派韦胶囊)、国内唯一一款干扰素泡腾片剂型的金舒喜(人干扰素α2b阴道泡腾片)、凯因益生(人干扰素α2b注射液)、凯因甘乐/甘毓(复方甘草酸苷系列产品)等。

围绕乙肝功能性治愈,布局多技术路径药物组合。公司长效干扰素产品派益生乙肝适应症Ph3临床进行中,预计年内提交NDA申请;除长效干扰素外,公司围绕乙肝功能性治愈还布局了小核酸(KW-040,基于GalNAc递送的siRNA药物,目前处于临床前阶段)、抗体(HBsAg单抗,目前处于Ph1b临床阶段)等药物组合。

投资建议:公司核心品种凯力唯23年医保续约适应症扩大至全部国内主要基因型,国内丙肝患者基数较大,渗透率仍有较大提升空间;金舒喜是国内唯一干扰素泡腾片剂型,23年省际干扰素集采降价温和;派益生乙肝适应症Ph3临床有序推进中,有望年内申报NDA。预计2024-2026年,公司营收分别为17.13/22.13/26.80亿元,归母净利润分别为1.39/2.00/2.59亿元。综合相对估值法和绝对估值法,得出公司价格区间为29.85~31.34元,较目前股价有8%~13%上涨空间。首次覆盖,给予“增持”评级。

风险提示:估值的风险、盈利预测的风险、在研产品研发失败的风险、产品商业化不达预期的风险等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,160	1,412	1,713	2,213	2,680
(+/-)%	1.4%	21.7%	21.3%	29.2%	21.1%
归母净利润(百万元)	83	117	139	200	259
(+/-)%	-22.3%	39.7%	19.1%	44.1%	29.7%
每股收益(元)	0.49	0.68	0.81	1.17	1.52
EBIT Margin	2.5%	9.9%	10.0%	11.8%	12.8%
净资产收益率(ROE)	5.0%	6.6%	7.5%	10.2%	12.1%
市盈率(PE)	56.8	40.6	34.1	23.7	18.3
EV/EBITDA	80.5	30.4	28.4	19.7	15.7
市净率(PB)	2.83	2.70	2.57	2.41	2.21

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

注:摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·生物制品

证券分析师:张佳博 021-60375487 zhangjiabo@guosen.com.cn
S0980523050001

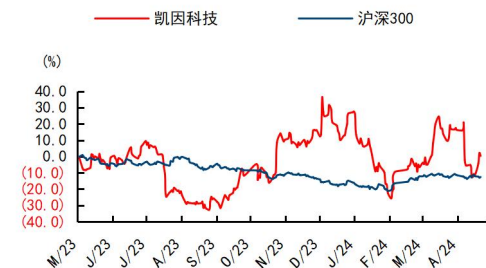
证券分析师:陈益凌 021-60933167 chenchenyiling@guosen.com.cn
S0980519010002

证券分析师:马千里 010-88005445 maqianli@guosen.com.cn
S0980521070001

基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	29.85 - 31.34元
收盘价	27.70元
总市值/流通市值	4735/4735百万元
52周最高价/最低价	37.63/18.50元
近3个月日均成交额	172.53百万元

市场走势



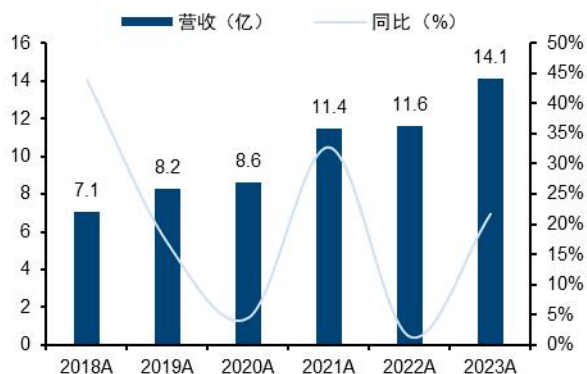
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

核心品种凯力唯销售收入同比增长超过 200%。2023 年，公司实现营收 14.12 亿元（同比+21.7%），归母净利润 1.17 亿元（同比+39.7%），扣非净利润 1.23 亿元（同比+124.6%）。2024Q1 公司实现营收 2.13 亿元（同比+10.3%），归母净利润 0.22 亿元（同比+4.8%），预计主要由于干扰素产品集采降价过渡期以及凯力唯基层市场项目周期等影响。

分产品看，公司抗病毒类产品实现营收 10.86 亿元（同比+21.2%），其中核心产品凯力唯 2023 年医保续约适应症扩大至全部国内主要基因型，销售收入同比增长超过 200%；抗炎类产品实现营收 1.58 亿元（同比持平），复方甘草酸苷产品集采降价影响逐步出清；抗肺纤维化类产品实现营收 1.44 亿元（同比+70.9%）。

图1: 凯因科技营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 凯因科技单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 凯因科技归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 凯因科技单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

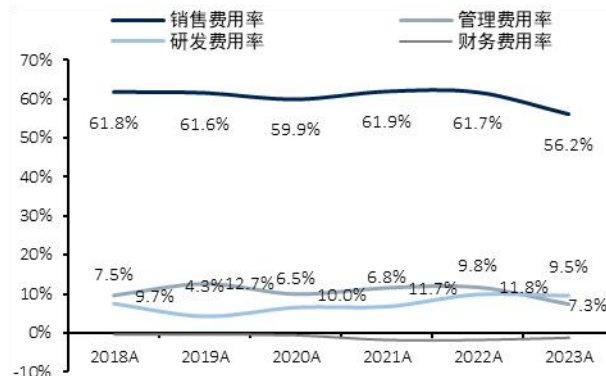
毛利率略有下降，期间费用率持续改善。2023 年，公司实现销售毛利率 83.6%（同比-3.1pp），预计主要由于低毛利率的化学药品营收占比提升；销售/管理/研发费用率分别为 56.2%/7.3%/9.5%，分别同比-5.6pp/-4.5pp/-0.3pp，随着营收增长带来的规模效应，公司费用率持续改善。

图5: 凯因科技毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 凯因科技期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司概况

凯因科技成立于 2008 年，总部位于北京经济技术开发区，公司专注于病毒及免疫性疾病领域，现有多款商业化品种，包括国内首款直接抗病毒丙肝特效药凯力唯（盐酸可洛派韦胶囊）、国内唯一一款干扰素泡腾片剂型的金舒喜（人干扰素α2b 阴道泡腾片）、凯因益生（人干扰素α2b 注射液）、凯因甘乐/甘毓（复方甘草酸苷系列产品）等。

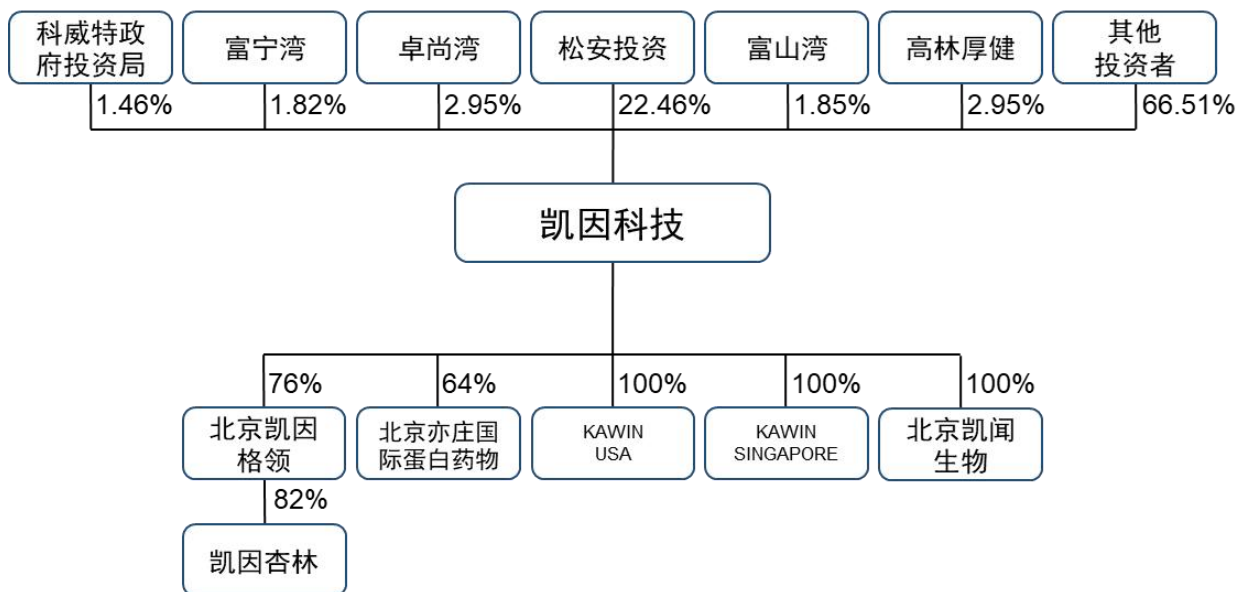
表1: 凯因科技发展历程

时间	事件
2008	公司成立
2011	认定为“北京市重组蛋白药物工程技术研究中心”，周德胜博士入选中关村高端领军人才
2013	人干扰素α2b 阴道泡腾片上市
2018	1 类新药培集成干扰素α-2 注射液获注册批件和新药证书
2019	罕见病特发性肺间质纤维化治疗药物吡非尼酮片获注册批件
2020	国内首家丙肝泛基因型全口服系列药物上市
2021	首次公开发行股票并在科创板上市

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司实控人为周德胜。通过间接控制大股东北京松安投资以及富山湾、富宁湾、卓尚石、卓尚湾，直接持股及一致行动关系可实际支配公司股份权益比例为 30.20%。

图7: 凯因科技股权结构及主要子公司



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

管理团队产业经验丰富。公司董事长、总经理周德胜博士拥有 20 年以上医药行业经验，曾先后入选“中关村高端领军人才”、科技部“创新人才推进计划”、国家“万人计划”等。

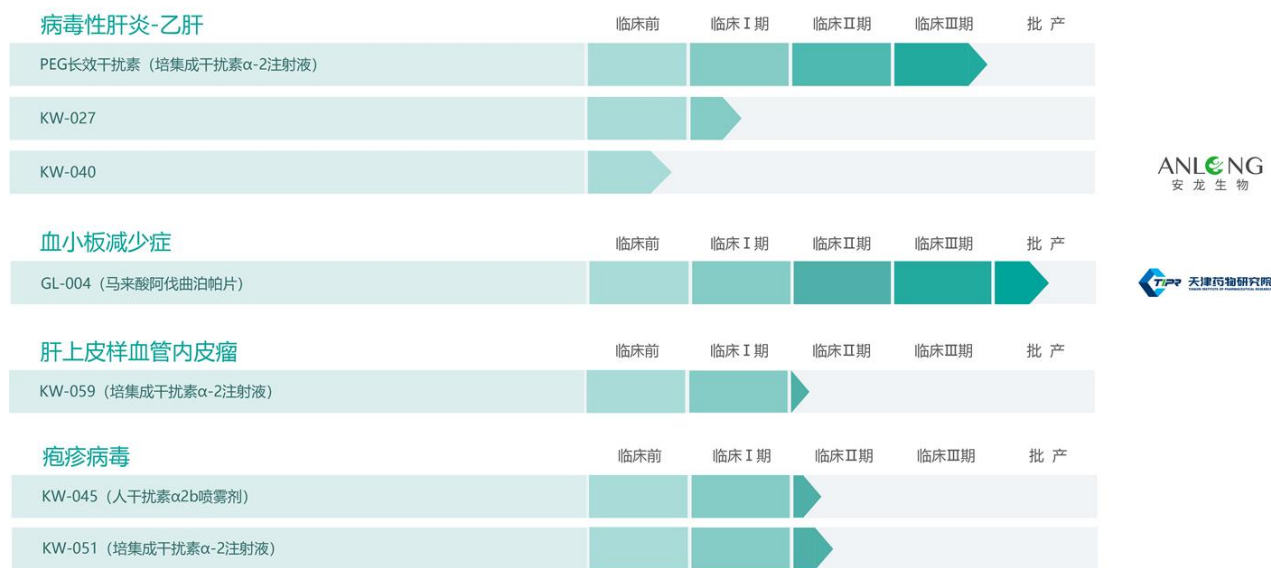
表2: 凯因科技核心团队职责与履历

姓名	职务	个人经历
周德胜	董事长、总经理	1971年出生,博士研究生学历,中国国籍,无境外永久居留权。2011年被评为“中关村高端领军人才”,2015年入选科技部“创新人才推进计划”,2016年入选国家“万人计划”国家高层次人才特殊支持计划。1997年5月至1998年9月就职于大连市对外经济贸易委员会外资管理处;1998年10月至1999年11月就职于大连国际合作(集团)股份有限公司企划部,担任投资主管;1999年12月至2008年8月就职于凯因生物,历任经理,副总经理,总经理等职务;2008年8月起至今,任北京凯因科技股份有限公司董事长兼总经理
赫崇飞	副总经理、董事会秘书	1969年出生,大学本科学历,高级会计师,中国国籍,无境外永久居留权。1994年8月至1999年3月就职于辽宁省食品进出口公司;1999年4月至2001年5月就职于中辽国际大连分公司,担任财务部经理;2001年6月至2004年4月就职于新型房地产开发有限公司,担任财务部主管会计;2004年4月至2006年4月就职于大连国际国合嘉汇房地产开发有限公司,负责预算管理,会计审核;2006年4月至2008年8月就职于凯因生物,担任财务总监;2008年8月至今,任北京凯因科技股份有限公司董事,副总经理,首席财务官,董事会秘书
王欢	副总经理	1979年出生,大学本科学历,硕士学位,中国国籍,无境外永久居留权。2001年12月至2008年8月就职于凯因生物,担任总经理工作部经理;2008年8月加入公司,现任发行人副总经理
许晓	副总经理	1974年出生,大学本科学历,高级工程师,中国国籍,无境外永久居留权,1995年8月至2001年3月就职于河北三九济世药业有限公司,担任部长助理;2001年3月至2008年8月就职于凯因生物,担任质量部经理;2008年8月加入公司,现任发行人副总经理
史继峰	副总经理	1974年出生,中国药科大学药剂学博士,中国国籍,无境外永久居留权。2019年因参与“病毒性肝炎治疗新靶点,新策略”项目获得教育部颁发的科学技术进步奖一等奖。1998年7月至2000年7月就职于华东医药,担任助理研究员;2003年7月至2015年2月就职于国家药品审评中心;2015年2月至2017年1月就职于复星医药,担任资深研究员;2017年1月起至今,任北京凯因科技股份有限公司董事,副总经理
汤健	副总经理	1978年出生,大学本科学历,中国国籍,无境外永久居留权。2000年9月至2003年4月就职于国家劳动保障部劳科所;2003年4月至2005年5月就职于北京韩美开发部任政府事务主管,2005年6月至2009年10月就职于协和发酵株式会社任商政部经理;2011年12月至2015年11月广东天普药业政务负责人;2015年12月就职于上海复星医药产业有限公司,担任国内营销总部副总经理,市场准入部总经理,江苏万邦医药营销高级副总裁,江苏复星医药销售有限公司高级副总裁。2020年6月至今,任北京凯因科技股份有限公司市场准入部负责人
杜振强	副总经理	1976年出生,大学本科学历,工程师,中国国籍,无境外永久居留权,2001年7月至2003年7月就职于北京市第三机床厂,任电气工程师;2003年8月至2008年8月就职于北京凯因生物技术有限公司,历任自动控制工程师,工程设备部经理;2008年8月至2019年10月,历任工程设备部经理,工程设备总监,生产副总监;2019年11月至今,任北京凯因科技股份有限公司生产总监
汪涛	首席研发官	北京大学学士,纽约大学博士。1996年至1998年,在哥伦比亚大学的格尔伯特·斯多克(Gilbert Stork)教授的实验室做博士后研究员;1998年5月至2021年8月,就职于百时美施贵宝公司(Bristol-Myers Squibb),担任项目经理和资深首席科学家

资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

围绕乙肝功能性治愈药物组合,公司布局了重组蛋白、单克隆抗体、siRNA等多个技术平台及在研管线。

图8: 凯因科技在研管线



资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

主要产品介绍

◆ 凯力唯（盐酸可洛派韦胶囊）

2020 年上市，与赛波唯（索磷布韦）联用治疗初治或干扰素经治的基因 1 型、2 型、3 型、6 型成人慢性丙型肝炎病毒（HCV）感染，覆盖中国所有主要基因型，可合并或不合并代偿性肝硬化。

国内 HCV 感染者数量预计接近千万，年新发患者超过 20 万例。中华医学会肝病学会和中华医学会感染病学分会发布的《丙型肝炎防治指南（2022 年版）》数据显示，国内 1-59 岁人群抗 HCV 阳性率为 0.43%，由此推算，国内一般人群 HCV 感染者约 560 万例，如加上高危人群和高发地区的 HCV 感染者，合计约有 1000 万例。中疾控数据显示，国内近年新发报告丙肝患者超过 20 万例/年。

HCV 主流治疗方法经过多次升级迭代。直接抗病毒药物在国内上市前，国内慢性丙型肝炎主流治疗方法为普通干扰素和利巴韦林联合疗法，后发展为聚乙二醇干扰素和利巴韦林联合疗法即“PR 疗法”。该疗法主要问题在于需要频繁前往专业医院接受注射治疗，完整疗程长达 24-48 周，治疗过程中伴随较为严重的副作用，且临床治愈率并不理想，因此患者人群难以具备诊疗条件，同时也缺乏诊疗的主动性。

近年来，丙肝的直接抗病毒药物（主要包括 NS3/4A 蛋白酶抑制剂、NS5A 抑制剂、NS5B 聚合酶抑制剂）已陆续在国内上市，主流丙肝治疗方法已经从“PR 疗法”逐步转为口服辅以注射的“PR+DAAs 疗法”以及“DAAs 口服疗法”。新疗法较原疗法进行了多项改进，口服治疗更为便捷，副作用大幅降低，疗程显著缩短，治愈率大幅提升。

表3: HCV 主流治疗方法对比

治疗方案	第一代疗法	第二代疗法	第三代疗法	第四代疗法
药物组合	普通干扰素（注射） 利巴韦林（口服）	长效干扰素（注射） 利巴韦林（口服）	长效干扰素（注射） 利巴韦林（口服） 直接抗病毒药物（口服）	直接抗病毒药物（口服）
治疗方案简称	-	PR 疗法	PR+DAAs 疗法	DAAs 口服疗法
目前使用情况	淘汰	逐步淘汰	逐步过渡	主流疗法
疗程	24-48 周	24-48 周	12 周	8-12 周
持续病毒学应答率	44-47%	54-82%	78-92%注	90-100%
副作用	使用长效干扰素及利巴韦林导致嗜中性粒细胞降低、白细胞计数降低、发热、乏力、头痛等副作用		使用长效干扰素及利巴韦林时间大幅缩短，副作用降低	副作用轻微
指南依据	《病毒性肝炎防治指南（2001 年版）》、《丙型肝炎防治指南（2004 年版）》、《丙型肝炎防治指南（2015 年版）》		《丙型肝炎防治指南（2004 年版）》、《丙型肝炎防治指南（2015 年版）》	《丙型肝炎防治指南（2022 年版）》

资料来源：凯因科技招股说明书，国信证券经济研究所整理 注：DAAs，丙肝直接抗病毒药物

2017 年以来，多款 DAAs 口服治疗方案在国内上市，其中泛基因型方案具有无需基因检测、无需联用其他药品、疗程普遍较短等优点，国内丙肝患者多分布于基层，相比于基因特异性或多基因型药物，泛基因型方案更适合无条件进行基因分型检测的广大基层患者。

表4: 部分在国内上市的丙肝治疗药物

分类	厂家	商品名/商标	药品	适用基因型人群	方案特点			疗程	
					是否需要联用其他药物	是否含蛋白酶抑制剂	是否需基因分型或耐药监测		
基因特异性/ 多基因型	施贵宝	百立泽/速维普	达拉他韦/阿舒瑞韦	1b	否	是	是	24周	
	艾伯维	维建乐/易奇瑞	奥比帕利/达塞布韦	1b	利托那韦	是	是	12周	
	默沙东	择必达	艾尔巴韦/格拉瑞韦	1、4	否	是	是	12周-16周	
	歌礼制药	戈诺卫	达诺瑞韦	1b	利托那韦+聚乙二醇干扰素α+利巴韦林	是	是	12周	
	索华迪	索磷布韦	索磷布韦	1、2、4、5、6等	利巴韦林/聚乙二醇干扰素α/其他DAA药物	-	是	12周-24周	
	吉利德	夏帆宁	来迪派韦/索磷布韦		合并代偿期肝硬化需要加利巴韦林	否	是	12周-24周	
	泛基因型	吉利德	丙通沙	索磷布韦/维帕他韦	国内主要基因型	/	否	否	12周
		艾伯维	沃士韦	索磷布韦/维帕他韦/伏西瑞韦	国内主要基因型	/	是	否	12周
		艾伯维	艾诺全	格卡瑞韦/派仑他韦	国内主要基因型	/	是	否	8周-12周
		凯因科技	凯力唯/赛波唯	盐酸可洛派韦/索磷布韦	国内主要基因型	/	否	否	12周

资料来源: 凯因科技招股说明书, 国信证券经济研究所整理

◆ 人干扰素α2b (短效干扰素)

金舒喜: 干扰素外用制剂 (人干扰素α2b 阴道泡腾片), 于 2013 年获批上市, 用于治疗病毒感染引起的妇科疾病。除金舒喜外, 国内上市的人干扰素α2b 外用制剂还包括上海华新生物的辛复宁 (人干扰素α2b 阴道泡腾胶囊)、兆科药业的尤靖安 (人干扰素α2b 凝胶)、长春生物制品研究所的爽因洁 (人干扰素α2b 栓)、安科生物的安达芬 (人干扰素α2b 栓) 等。

凯因益生: 人干扰素α2b 注射液, 为普通干扰素, 是一种广谱抗病毒药物, 具有抗病毒及免疫调节双重作用, 已获批适应症有 14 种, 其中主要适用的疾病为慢性病毒性肝炎 (丙型肝炎, 慢性乙型肝炎)、带状疱疹、尖锐湿疣等病毒性疾病。除凯因益生外, 国内市场上市的人干扰素α2b 注射液产品还包括安科生物的安达芬、未名生物的安福隆、哈药集团的利芬能、上海华新生物的辛化诺等。

干扰素省际联盟集采落地, 金舒喜降价有限。 2024 年 3 月, 由江西省牵头 29 省干扰素联盟 (广东、江苏、云南等省未参与) 集采正式公布中选结果。本次集采周期为 4 年, 共涉及 8 个剂型、15 个品种、43 个规格, 报量 3044 万片/万粒/万支/万瓶, 采购额 13.09 亿元 (按首年约定采购量计算基数*最高有效申报价格)。

中选规则: 1) 申报企业≥3 家的, 按价格从低到高排名, 前 70% 拟中选; 2) 申报企业 1~2 家的, 报价不高于同产品省级集采最低价, 并符合降价幅度不低于第一类企业幅度的一半, 或以降价幅度由高至低排名前 60% 的企业。最终, 12 个品种共产生 18 个中选产品。

人干扰素α2b 注射液: 共有安科生物、凯因科技和长春海伯儿三个厂家共 11 个品规中选, 公司凯因益生 (0.3ml:300 万 IU 规格) 中选价格为 16.45 元/支 (较最高有效申报价格降幅~47%), 主供北京、陕西、天津、浙江等地区, 备供甘肃、贵州、江西、辽宁、内蒙古等地区。

人干扰素α2b 外用制剂: 凯因科技 (泡腾片, 首年报量 506 万片)、上海华新生物 (泡腾胶囊, 首年报量 515 万粒)、长春生物制品研究所 (栓剂, 首年报量 63 万支)、兆科药业 (凝胶, 首年报量 296 万支) 等 4 家企业入选, 公司金舒喜中选价 33.29 元/支 (较最高有效申报价格降幅~24%), 带量部分合计 1.68 亿元, 主供全部联盟地区。

◆ 复方甘草酸苷（凯因甘乐/甘毓）

公司复方甘草酸苷产品包括凯因甘乐（复方甘草酸苷胶囊）、甘毓（复方甘草酸苷片/复方甘草酸苷注射液），主要用于治疗慢性肝病，改善肝功能异常以及湿疹、皮肤炎、斑秃或荨麻疹，具有抗炎、免疫调节等多种药理作用。

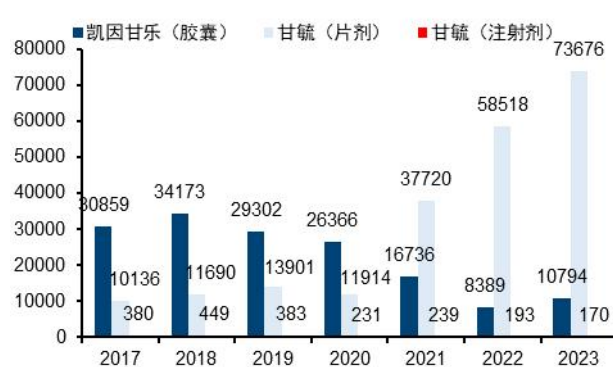
2021年以来复方甘草酸片陆续被各地区纳入集采，目前已纳入超过25省，降价影响逐步出清；2022~2023年，公司以复方甘草酸片为主的抗炎类产品销售额企稳，维持在~1.6亿元。

图9：公司抗炎类产品销售数据（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：公司复方甘草酸苷类产品销售量（单位：万粒/片/支）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

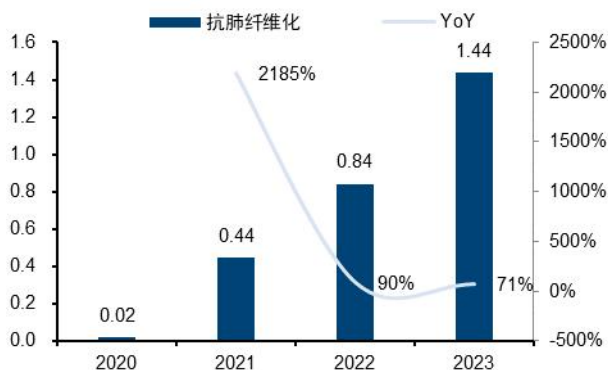
◆ 安博司（吡非尼酮片）

2019年获批上市，用于治疗罕见病特发性肺间质纤维化（IPF）。IPF是一种慢性、进行性、纤维化性、间质性肺部疾病，患病人群的中位生存期为3~5年，患者有强烈的治疗需求。

安博司可延长IPF患者的无疾病进展时间，减缓肺功能的下降，改善患者的生活质量。吡非尼酮于2017年进入了国家医保目录，《罕见病诊疗指南》（2019年版）建议对IPF患者给予包括抗肺纤维化药物在内的个体化、综合治疗。吡非尼酮是指南中建议使用的抗纤维化药物之一。

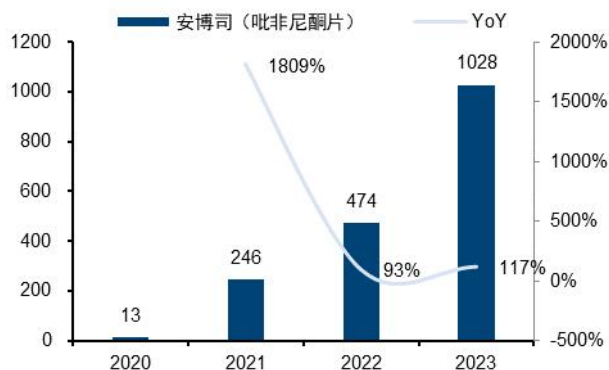
2023年，公司抗肺纤维化药物实现营收1.44亿元（同比+70.9%），毛利率88.64%（同比-1.08pp），预计主要为安博司贡献。

图11: 公司抗肺纤维化类产品销售数据 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司安博司销售量 (单位: 万片)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 派益生 (培集成干扰素 α -2 注射液, 长效干扰素)

派益生是聚乙二醇集成干扰素, 于 2018 年通过优先审评审批程序获得注册批件。派益生是重组集成干扰素在其 N 端经由 20KD 分子量的聚乙二醇修饰而成的长效基因工程重组蛋白质药物, 通过对 14 种天然 α -干扰素亚型进行序列同源性比对, 遵循同源序列最高原则分析集成获得的一种重组集成干扰素, 由 171 个氨基酸组成, 具有活性高、结构均一、适合一周一次给药的特点。

KW-001 (派益生/长效干扰素): 乙肝适应症 Ph3 临床于 2021 年 12 月 28 日完成首例受试者入组, 主要终点为第 72 周血清 HBsAg 消失率 (HBsAg 低于定量检测下限 LLOQ 0.05 IU/mL), 预计年内提交 NDA 申请。

除长效干扰素外, 公司围绕乙肝功能性治愈还布局了小核酸、抗体等药物组合。

KW-040 (siRNA): 基于 GalNAc 肝靶向递送平台技术的 siRNA 药物, 通过对乙肝病毒生命周期的阻断, 高效且持久地清除 HBsAg、HBeAg 及其他病毒相关蛋白, 解除病毒对机体免疫系统的抑制, 目前处于临床前研究阶段。

KW-027 (抗体): HBsAg 单抗, 通过有效降低血液中 HBsAg 抗原水平, 从而解除 HBsAg 对人体免疫系统的抑制和耗竭作用, 目前处于 Ph1b 临床阶段。

盈利预测

假设条件

- **抗病毒类：**1) 凯力唯：23 年医保续约适应症扩大至全部国内主要基因型，销量同比增长 244%，国内丙肝患者基数较大，渗透率仍有较大提升空间；2) 金舒喜：国内唯一干扰素泡腾片剂型，干扰素省级集采降价幅度温和，预计价格过渡期对销售有所影响；3) 凯因益生：干扰素省际集采价格较最高有效申报价降幅~47%，预计带量部分对冲降价影响；4) 派益生：乙肝适应症 Ph3 临床进行中，预计 24 年内提交 NDA，25~26 年有望贡献业绩增量。
- **抗肺纤维化类：**特发性肺纤维化治疗药物主要为吡非尼酮（国内 2 款上市产品）和尼达尼布（国内 3 款上市产品），其中安博司是国内吡非尼酮首仿，22-23 年销量分别同比增长 96%/117%，考虑到 2024~25 年新厂家获批进入市场，假设公司抗肺纤维化类产品未来 3 年销售分别增长 24%/14%/4%；
- **抗炎类：**复方甘草酸苷类药物为主，集采影响逐步减弱，假设 24-26 年销售增长 5%/5%/5%；
- **毛利率&费用率：**受到干扰素集采降价影响，预计 2024 年毛利率有所降低，未来随着降价影响逐步消除及凯力唯等创新药品种收入占比提升，整体毛利率稳中有升；随着公司营收增长带来的规模效应，费用率逐步改善。

表5: 凯因科技盈利预测（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收	4.91	7.06	8.25	8.62	11.44	11.60	14.12	17.13	22.13	26.80
YoY		44%	17%	4%	33%	1%	22%	21%	29%	21%
成本	0.77	0.97	1.04	1.12	1.41	1.55	2.32	3.35	4.31	5.21
毛利率	84.3%	86.3%	87.4%	87.0%	87.7%	86.6%	83.6%	80.4%	80.5%	80.6%
抗病毒	2.50	3.46	4.57	6.01	8.32	8.96	10.86	13.44	18.09	22.58
YoY		38%	32%	32%	38%	8%	21%	24%	35%	25%
成本	0.28	0.34	0.41	0.47	0.67	0.78	1.31	2.19	3.04	3.85
毛利率	89%	90%	91%	92%	92%	91%	88%	84%	83%	83%
抗炎	2.18	3.26	1.78	2.66	2.32	1.59	1.58	1.66	1.75	1.83
YoY		50%	-45%	50%	-13%	-32%	0%	5%	5%	5%
成本	0.39	0.45	0.24	0.41	0.51	0.57	0.71	0.76	0.82	0.88
毛利率	82%	86%	87%	84%	78%	64%	55%	54%	53%	52%
抗肺纤维化				0.02	0.44	0.84	1.44	1.78	2.03	2.12
YoY					2185%	90%	71%	24%	14%	4%
成本				0.002	0.04	0.09	0.16	0.24	0.29	0.32
毛利率				88%	90%	90%	89%	86%	86%	85%
其他	0.23	0.34	1.90	-0.07	0.36	0.21	0.24	0.25	0.26	0.27
YoY		48%	460%	-104%	-634%	-40%	10%	5%	5%	5%
成本	0.10	0.18	0.39	0.24	0.19	0.11	0.15	0.15	0.16	0.17
毛利率	58%	47%	79%	454%	48%	49%	38%	38%	38%	38%
销售费用率	60.1%	61.8%	61.6%	60.0%	62.0%	61.7%	56.2%	54.4%	54.0%	53.8%
管理费用率	11.8%	9.6%	12.7%	10.0%	11.7%	11.8%	7.3%	6.5%	6.5%	6.6%
研发费用率	8.8%	7.5%	4.2%	6.5%	6.7%	9.8%	9.5%	8.6%	7.3%	6.5%
财务费用率	-0.2%	-0.4%	-0.5%	-0.7%	-1.9%	-1.9%	-1.3%	-1.2%	-1.0%	-0.9%
净利润	0.27	0.45	0.54	0.76	1.07	0.83	1.17	1.39	2.00	2.59
YOY		67%	20%	41%	41%	-22%	41%	19%	44%	30%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理、预测

绝对估值：30.24~31.68 元

表6: 绝对估值法假设条件

无杠杆 Beta	1.10	T	14.00%
无风险利率	2.30%	Ka	9.45%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.11
公司股价	27.7	Ke	9.50%
发行在外股数	171	E/(D+E)	99.14%
股票市值(E)	4735	D/(D+E)	0.86%
债务总额(D)	41	WACC	9.46%
Kd	5.00%	永续增长率(10年后)	2.00%

资料来源：国信证券经济研究所预测

根据以上主要假设条件,采用 FCFF 估值方法,得出公司价格区间为 30.24~31.68 元。

表7: FCFF 估值表 (单位:百万元)

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	TV
EBIT	172.1	262.0	344.1	398.5	420.8	478.9	541.3	605.7	666.7	704.0	
所得税税率	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	148.0	225.3	295.9	342.7	361.8	411.9	465.5	520.9	573.4	605.5	
折旧与摊销	29.4	39.1	46.3	53.8	61.1	68.5	75.9	83.3	90.6	98.0	
营运资金的净变动	38.2	1.7	(5.0)	(10.8)	24.7	(14.0)	(26.0)	(34.6)	(48.6)	(44.5)	
资本性投资	(92.2)	(108.0)	(118.6)	(106.3)	(111.0)	(112.0)	(109.7)	(110.9)	(110.9)	(110.5)	
FCFF	123.4	158.2	218.6	279.5	336.7	354.4	405.7	458.6	504.5	548.5	7,500.7
PV(FCFF)	112.7	132.0	166.7	194.7	214.3	206.0	215.5	222.6	223.7	222.2	3,038.1
核心企业价值	4,948.4										
减: 净债务	(340.8)										
股票价值	5,289.2										
每股价值	30.94										

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感,下表为敏感性分析。

表8: 绝对估值对折现率和永续增长率的敏感性分析 (横/纵轴: 折现率/永续增长率)

	9.3%	9.4%	9.46%	9.6%	9.7%
2.3%	32.75	32.24	31.74	31.26	30.79
2.2%	32.46	31.95	31.47	30.99	30.53
2.1%	32.17	31.68	31.20	30.74	30.28
2.0%	31.89	31.41	30.94	30.49	30.04
1.9%	31.62	31.15	30.69	30.24	29.81
1.8%	31.36	30.89	30.44	30.00	29.58
1.7%	31.10	30.65	30.20	29.77	29.35

资料来源：国信证券经济研究所预测

相对估值：29.85~31.34 元

考虑到公司产品结构以抗病毒药物为主，其中核心产品凯力唯、在研长效干扰素派益生等主要布局肝炎领域，我们选取特宝生物（核心品种派格宾是国内市场唯一在售长效干扰素产品，专注于乙肝治疗市场）、苑东生物（布局抗炎类等仿制药）作为可比公司，采用 PEG 估值，给予凯因科技 2024 年 1.00x~1.05x PEG，对应 PE 为 37~39x，合理股价区间为 29.85~31.34 元。

表9: 可比公司估值表

代码	公司名称	股价 240424	总市值 (亿元)	净利润(亿元)				PE				ROE	PEG
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	23A	24E
688278.SH	特宝生物	59.85	243	5.55	7.63	10.45	13.80	38	32	23	18	29.6%	0.9
688513.SH	苑东生物	59.35	71	2.27	2.91	3.61	4.30	34	24	20	17	8.7%	1.1
平均													1.0
688687.SH	凯因科技	27.70	47	1.17	1.39	2.00	2.60	51	34	24	18	6.6%	0.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理、预测 注：苑东生物盈利预测来自于 Wind 一致预期，计算 PEG 时使用 2024~2026 年复合增速

投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级

公司核心品种凯力唯 23 年医保续约适应症扩大至全部国内主要基因型，国内丙肝患者基数较大，渗透率仍有较大提升空间；金舒喜是国内唯一干扰素泡腾片剂型，23 年省际干扰素集采降价温和；派益生乙肝适应症 Ph3 临床有序推进中，有望年内申报 NDA。预计 2024-2026 年，公司营收分别为 17.13/22.13/26.80 亿元，归母净利润分别为 1.39/2.00/2.59 亿元。综合相对估值法和绝对估值法，得出公司价格区间为 29.85~31.34 元，较目前股价有 8%~13% 上涨空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值 FCFF 计算得出公司的合理估值，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：1）可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；2）加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.30%（根据 10 年期国债收益率）、风险溢价 6.5%（参考沪深 300 指数过去 5 年的年化收益率与无风险利率差值），可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；3）我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险。

盈利预测的风险

可能对公司未来收入和利润增长偏乐观，考虑到未来市场格局有不确定性，行业竞争可能加剧，产品价格的下滑如果超过预期，将对收入增长带来较大的不利变化。

在研产品研发失败的风险

处于临床试验中的产品，因临床试验结果受多种因素的影响，包括临床试验方案的调整、受试者对临床方案的接受程度等，因此公司临床试验结果可能无法达到临床方案的研究终点，面临临床试验失败的风险。

产品商业化不达预期的风险

创新药获批上市后仍需要进行商业渠道的建设、对医生的学术推广和患者的教育，才能取得理想的销售额，可能存在新药商业化不达预期的风险。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	726	854	925	1010	1139	营业收入	1160	1412	1713	2213	2680
应收款项	350	425	521	669	811	营业成本	155	232	335	431	521
存货净额	149	140	301	359	406	营业税金及附加	8	10	11	15	18
其他流动资产	59	38	71	88	97	销售费用	716	793	931	1195	1442
流动资产合计	1795	1822	2184	2491	2818	管理费用	137	103	116	149	182
固定资产	180	320	384	456	531	研发费用	114	134	148	161	173
无形资产及其他	112	99	96	93	90	财务费用	(22)	(18)	(20)	(22)	(25)
投资性房地产	119	203	203	203	203	投资收益	9	6	16	10	10
长期股权投资	4	4	4	4	4	资产减值及公允价值变动	(0)	1	(1)	0	0
资产总计	2210	2448	2872	3248	3646	其他收入	(67)	(128)	(148)	(161)	(173)
短期借款及交易性金融负债	15	27	14	19	20	营业利润	106	171	207	294	379
应付款项	366	465	769	971	1140	营业外净收支	(9)	(25)	(14)	(16)	(18)
其他流动负债	98	100	132	168	200	利润总额	98	146	193	279	361
流动负债合计	479	592	915	1158	1360	所得税费用	17	9	27	39	51
长期借款及应付债券	0	27	27	27	27	少数股东损益	(3)	21	27	40	51
其他长期负债	49	44	36	22	13	归属于母公司净利润	83	117	139	200	259
长期负债合计	49	71	63	49	40	现金流量表 (百万元)					
负债合计	528	663	978	1207	1400	净利润	83	117	139	200	259
少数股东权益	6	31	49	74	107	资产减值准备	(1)	(1)	1	0	0
股东权益	1676	1754	1844	1968	2139	折旧摊销	36	38	29	39	46
负债和股东权益总计	2210	2448	2872	3248	3646	公允价值变动损失	0	(1)	1	(0)	(0)
关键财务与估值指标						财务费用	(22)	(18)	(20)	(22)	(25)
每股收益	0.49	0.68	0.81	1.17	1.52	营运资本变动	(14)	(35)	38	2	(5)
每股红利	0.25	0.20	0.28	0.45	0.52	其它	(1)	16	17	24	33
每股净资产	9.80	10.26	10.79	11.51	12.51	经营活动现金流	105	133	225	265	334
ROIC	3.88%	12.22%	11%	16%	20%	资本开支	0	(163)	(92)	(108)	(119)
ROE	4.98%	6.64%	8%	10%	12%	其它投资现金流	(431)	146	0	0	0
毛利率	87%	84%	80%	81%	81%	投资活动现金流	(431)	(17)	(92)	(108)	(119)
EBIT Margin	2%	10%	10%	12%	13%	权益性融资	3	10	0	0	0
EBITDA Margin	6%	13%	12%	14%	15%	负债净变化	0	27	0	0	0
收入增长	1%	22%	21%	29%	21%	支付股利、利息	(43)	(34)	(48)	(77)	(88)
净利润增长率	-22%	40%	19%	44%	30%	其它融资现金流	(24)	16	(13)	5	1
资产负债率	24%	28%	36%	39%	41%	融资活动现金流	(106)	12	(61)	(72)	(87)
股息率	0.9%	0.7%	1.0%	1.6%	1.9%	现金净变动	(432)	127	71	85	128
P/E	56.8	40.6	34.1	23.7	18.3	货币资金的期初余额	1158	726	854	925	1010
P/B	2.8	2.7	2.6	2.4	2.2	货币资金的期末余额	726	854	925	1010	1139
EV/EBITDA	80.5	30.4	28.4	19.7	15.7	企业自由现金流	0	(30)	123	158	219
						权益自由现金流	0	13	127	182	241

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032