

# 凯因科技 (688687.SH)

## 季度营收环比改善，在研管线有序推进

优于大市

### 核心观点

**季度营收环比改善。**2024H1，公司实现营收 5.97 亿元（同比+4.9%），归母净利润 4240 万元（同比+10.5%），扣非净利润 4466 万元（同比+6.8%），主要由于凯力唯产品销量增长及公司严格控制运营成本等因素。

分季度看，2024Q1/Q2 公司分别实现营收 2.13/3.84 亿元（分别同比+10.3%/+2.1%，Q2 单季度环比+80.5%），分别实现归母净利润 0.22/0.20 亿元（分别同比+4.8%/+17.7%）。

**毛利率企稳，销售费用率持续改善。**2024H1，公司实现销售毛利率 82.9%（同比+0.7pp），预计主要由于产品收入结构变化所致；销售/管理/研发费用率分别为 52.4%/9.4%/10.4%，分别同比-6.1pp/+1.2pp/+2.7pp，其中销售费用率改善主要由于丙肝新药销售额和销售占比均较上年同期有明显增幅，单位销售成本降低，以及复方甘草酸苷系列产品集采后整体销售投入占比较低等因素。

**加大研发投入，在研管线有序推进。**2024H1，公司研发投入累计达 7055 万元（同比+25.7%），占营收比例达到 11.8%。培集成干扰素 $\alpha$ -2 注射液治疗低复制期慢性 HBV 感染 Ph3 临床试验项目完成数据锁库，有望于 24H2 提交上市申请；针对儿童疱疹性咽峡炎的 KW-045 项目、治疗带状疱疹的 KW-051 项目和用于治疗尖锐湿疣的 KW-053 目前均处于 Ph2 临床阶段。

**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，随着各省价格落地，金舒喜销售有望恢复；派益生乙肝适应症 Ph3 临床完成数据锁库，有望年内申报 NDA。考虑到干扰素集采影响等因素，我们对公司盈利预测进行调整，预计 2024-2026 年营收分别为 16.70/21.51/26.14 亿元（前值为 17.13/22.13/26.80 亿元），净利润分别为 1.33/2.00/2.62 亿元（前值为 1.39/2.00/2.59 亿元），目前股价对应 PE 为 31/20/16x，维持“优于大市”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	1,670	2,151	2,614
(+/-)%	1.4%	21.7%	18.3%	28.8%	21.5%
归母净利润(百万元)	83	117	133	200	262
(+/-)%	-22.3%	39.7%	13.9%	50.8%	31.0%
每股收益(元)	0.49	0.68	0.78	1.17	1.53
EBIT Margin	2.5%	9.9%	9.8%	12.2%	13.3%
净资产收益率 (ROE)	5.0%	6.6%	7.2%	10.2%	12.3%
市盈率 (PE)	48.8	35.0	30.7	20.4	15.5
EV/EBITDA	70.4	26.7	26.1	17.4	13.8
市净率 (PB)	2.43	2.32	2.21	2.08	1.91

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：马千里 010-88005445 cnmaqianli@guosen.com.cn  
S0980521070001

#### 基础数据

投资评级 优于大市(维持)  
合理估值  
收盘价 23.84 元  
总市值/流通市值 4075/4075 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 59.70 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

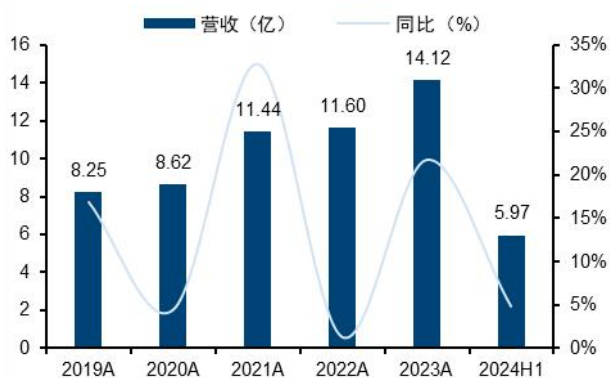
#### 相关研究报告

《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》——2024-04-25

**季度营收环比改善。**2024H1，公司实现营收 5.97 亿元（同比+4.9%），归母净利润 4240 万元（同比+10.5%），扣非净利润 4466 万元（同比+6.8%），主要由于凯力唯产品销量增长及公司严格控制运营成本等因素。

分季度看，2024Q1/Q2 公司分别实现营收 2.13/3.84 亿元（分别同比+10.3%/+2.1%，Q2 单季度环比+80.5%），分别实现归母净利润 0.22/0.20 亿元（分别同比+4.8%/+17.7%）。

图1: 凯因科技营业收入及增速（单位：亿元、%）



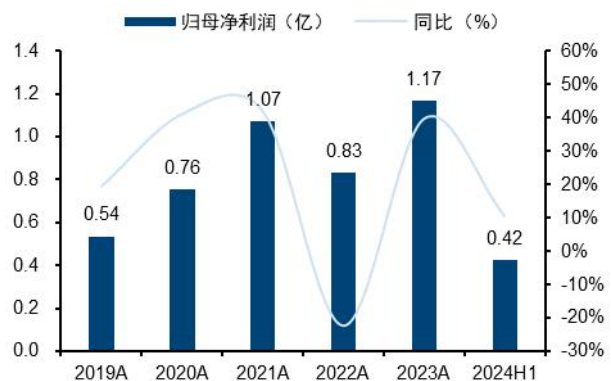
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

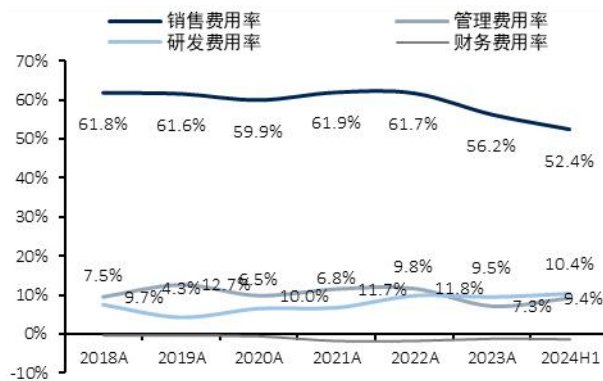
**毛利率企稳，销售费用率持续改善。**2024H1，公司实现销售毛利率 82.9%（同比+0.7pp），预计主要由于产品收入结构变化所致；销售/管理/研发费用率分别为 52.4%/9.4%/10.4%，分别同比-6.1pp/+1.2pp/+2.7pp，其中销售费用率改善主要由于丙肝新药销售额和销售占比均较上年同期有明显增幅，单位销售成本降低，以及复方甘草酸苷系列产品集采后整体销售投入占比较低等因素。

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

**加大研发投入, 在研管线有序推进。**2024H1, 公司研发投入累计达 7055 万元 (同比+25.7%), 占营收比例达到 11.8%。培集成干扰素 $\alpha$ -2 注射液治疗低复制期慢性 HBV 感染 Ph3 临床试验项目完成数据锁库, 有望于 24H2 提交上市申请; 针对儿童疱疹性咽峡炎的 KW-045 项目、治疗带状疱疹的 KW-051 项目和用于治疗尖锐湿疣的 KW-053 目前均处于 Ph2 临床阶段。

### 投资建议: 维持“优于大市”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, 随着各省价格落地, 金舒喜销售有望恢复; 派益生乙肝适应症 Ph3 临床完成数据锁库, 有望年内申报 NDA。考虑到干扰素集采影响等因素, 我们对公司盈利预测进行调整, 预计 2024-2026 年营收分别为 16.70/21.51/26.14 亿元 (前值为 17.13/22.13/26.80 亿元), 净利润分别为 1.33/2.00/2.62 亿元 (前值为 1.39/2.00/2.59 亿元), 目前股价对应 PE 为 31/20/16x, 维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司名称	股价 240812	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	53.10	216	5.55	7.63	10.43	13.81	38	28	21	16	29.6%	0.8
688513.SH	苑东生物	33.64	59	2.27	2.83	3.50	4.26	34	21	17	14	8.7%	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

### 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。

## 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	924	1008	1138	营业收入	1160	1412	1670	2151	2614
应收款项	350	425	508	650	791	营业成本	155	232	330	423	512
存货净额	149	140	296	352	398	营业税金及附加	8	10	11	15	18
其他流动资产	59	38	69	85	94	销售费用	716	793	892	1141	1382
<b>流动资产合计</b>	<b>1795</b>	<b>1822</b>	<b>2163</b>	<b>2461</b>	<b>2787</b>	管理费用	137	103	126	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
<b>资产总计</b>	<b>2210</b>	<b>2448</b>	<b>2851</b>	<b>3218</b>	<b>3615</b>	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	198	294	383
应付款项	366	465	756	951	1118	营业外净收支	(9)	(25)	(14)	(16)	(18)
其他流动负债	98	100	129	162	193	<b>利润总额</b>	<b>98</b>	<b>146</b>	<b>185</b>	<b>279</b>	<b>365</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>479</b>	<b>592</b>	<b>899</b>	<b>1132</b>	<b>1332</b>	所得税费用	17	9	26	39	51
长期借款及应付债券	0	27	27	27	27	少数股东损益	(3)	21	26	40	52
其他长期负债	49	44	36	22	13	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>83</b>	<b>117</b>	<b>133</b>	<b>200</b>	<b>262</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>49</b>	<b>71</b>	<b>63</b>	<b>49</b>	<b>40</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>528</b>	<b>663</b>	<b>962</b>	<b>1181</b>	<b>1372</b>	净利润	83	117	133	200	262
少数股东权益	6	31	48	73	107	资产减值准备	(1)	(1)	1	0	0
股东权益	1676	1754	1841	1964	2137	折旧摊销	36	38	29	39	46
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2210</b>	<b>2448</b>	<b>2851</b>	<b>3218</b>	<b>3615</b>	公允价值变动损失	0	(1)	1	(0)	(0)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(22)	(18)	(20)	(22)	(25)
每股收益	0.49	0.68	0.78	1.17	1.53	营运资本变动	(14)	(35)	42	1	(6)
每股红利	0.25	0.20	0.27	0.45	0.52	其它	(1)	16	16	24	34
每股净资产	9.80	10.26	10.77	11.49	12.50	<b>经营活动现金流</b>	<b>105</b>	<b>133</b>	<b>222</b>	<b>265</b>	<b>336</b>
ROIC	3.88%	12.22%	11%	16%	20%	资本开支	0	(163)	(92)	(108)	(119)
ROE	4.98%	6.64%	7%	10%	12%	其它投资现金流	(431)	146	0	0	0
毛利率	87%	84%	80%	80%	80%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(431)</b>	<b>(17)</b>	<b>(92)</b>	<b>(108)</b>	<b>(119)</b>
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%	18%	29%	22%	支付股利、利息	(43)	(34)	(46)	(77)	(89)
净利润增长率	-22%	40%	14%	51%	31%	其它融资现金流	(24)	16	(13)	5	1
资产负债率	24%	28%	35%	39%	41%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(106)</b>	<b>12</b>	<b>(59)</b>	<b>(72)</b>	<b>(88)</b>
股息率	1.0%	0.8%	1.1%	1.9%	2.2%	<b>现金净变动</b>	<b>(432)</b>	<b>127</b>	<b>70</b>	<b>85</b>	<b>130</b>
P/E	48.8	35.0	30.7	20.4	15.5	货币资金的期初余额	1158	726	854	924	1008
P/B	2.4	2.3	2.2	2.1	1.9	货币资金的期末余额	726	854	924	1008	1138
EV/EBITDA	70.4	26.7	26.1	17.4	13.8	企业自由现金流	0	(30)	120	158	221
						权益自由现金流	0	13	124	181	243

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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