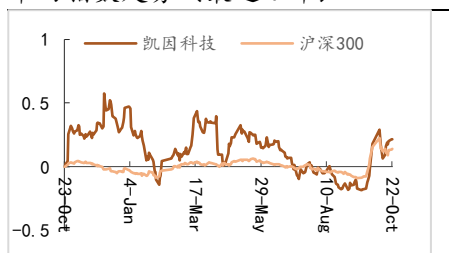


评级： 买入

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)	28.97
一年内最高/最低价 (元)	37.39/18.26
市盈率 (当前)	53.87
市净率 (当前)	2.72
总股本 (亿股)	1.71
总市值 (亿元)	49.52

资料来源: 聚源数据

#### 相关研究

- 凯力唯持续放量，创新药研发稳步推进
- 凯因科技：凯力唯实现快速增长，长效干扰素兑现在即
- 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

#### 核心观点

- 事件：**公司发布 2024 年 3 季报，2024 年前 3 季度实现营业收入 10.11 亿元 (+0.82%)，归属于上市公司股东的净利润 1.08 亿元 (+19.74%)，扣非后归母净利润 1.10 亿元 (+16.26%)。
- 收入环比改善，盈利能力有所提升。**分季度来看，公司 3 季度收入为 4.14 亿元，同比下降 4.51%，但环比增长 7.85%，我们认为主要是由于：1.目前已经有超过 90%金舒喜®集采省份已开始执行，预计 3 季度发货恢复正常；2.2024 年上半年阿伐曲泊帕获批，预计 3 季度贡献了一定的收入增量。展望全年，我们认为凯力唯®有望保持稳健增长态势，金舒喜®在消化集采降价压力后有望企稳回升。24Q3 公司销售费用率为 43.59%，环比下降 10.69pct，我们认为主要是由于：1. 金舒喜®集采执行，终端推广费用减少；2. 公司持续推进降本增效措施。24Q3 公司归母净利润/收入达到 15.86%，为近年来各季度最高水平，我们认为随着公司经营效率持续提升，利润率仍有改善空间。
- 创新药研发持续，长效干扰素兑现在即。**公司的重磅品种培集成干扰素  $\alpha$ -2 注射液增加成人慢性乙型肝炎新适应症的上市许可申请已经于近期获得国家药监局受理。培集成干扰素  $\alpha$ -2 注射液是经 PEG 修饰的重组集成干扰素，其中重组集成干扰素是通过对十余种天然  $\alpha$ -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，活性比一般  $\alpha$  型干扰素更高，半衰期长，适合一周一次给药。我们认为培集成干扰素  $\alpha$ -2 注射液该适应症获批后，将为乙肝临床治愈优势人群提供全新的临床方案选择，未来具有较大的市场潜力。
- 盈利预测和估值。**根据 2024 年 3 季报业绩情况，我们对盈利预测进行调整，预计 2024 年至 2026 年公司营业收入分别为 15.66 亿元、18.58 亿元和 22.45 亿元，同比增速分别为 10.9%、18.7%和 20.8%；归母净利润分别为 1.43 亿元、1.85 亿元和 2.44 亿元，同比增速分别为 22.7%、29.4%和 31.6%，以 10 月 23 日收盘价计算，对应 PE 分别为 32.6、25.2 和 19.2 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适应症进度低于预期；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	15.66	18.58	22.45
营收增速	21.7%	10.9%	18.7%	20.8%
归母净利润 (亿元)	1.16	1.43	1.85	2.44
归母净利润增速	39.7%	22.7%	29.4%	31.6%
EPS(元/股)	0.68	0.84	1.08	1.42
PE	40.0	32.6	25.2	19.2

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	2,092	2,475	3,000	经营活动现金流	127	183	253	279
现金	854	1,048	1,305	1,637	净利润	117	143	185	243
应收账款	397	426	490	573	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	27	35	35	投资损失	-7	-7	-7	-7
存货	140	124	130	173	营运资金变动	-40	-2	-17	-96
其他	392	429	486	542	其它	3	5	12	16
非流动资产	626	786	1,044	1,269	投资活动现金流	-61	-231	-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	-80	141
其他	203	247	256	267	筹资活动现金流	9	243	164	213
资产总计	2,448	2,878	3,519	4,269	短期借款	12	0	0	0
流动负债	592	821	1,247	1,696	长期借款	27	0	0	0
短期借款	26	26	26	26	其他	-6	314	248	336
应付账款	411	483	540	592	现金净增加额	74	194	257	332
其他	16	16	16	16					
非流动负债	71	88	109	130	<b>主要财务比率</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	27	27	27	27	成长能力				
其他	44	61	82	103	营业收入	21.7%	10.9%	18.7%	20.8%
负债合计	663	909	1,356	1,826	营业利润	60.4%	32.5%	27.0%	35.8%
少数股东权益	31	58	110	192	归属母公司净利润	39.7%	22.7%	29.4%	31.6%
归属母公司股东权益	1,754	1,911	2,053	2,251	获利能力				
负债和股东权益	2,448	2,878	3,519	4,269	毛利率	83.5%	79.4%	79.2%	79.7%
					净利率	9.7%	11.1%	12.8%	14.5%
					ROE	6.5%	7.3%	8.5%	10.0%
					ROIC	11.4%	12.4%	12.2%	13.1%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	偿债能力				
营业收入	1,412	1,566	1,858	2,245	资产负债率	27.1%	31.6%	38.5%	42.8%
营业成本	232	322	386	455	净负债比率	5.5%	5.9%	6.3%	6.4%
营业税金及附加	10	11	13	16	流动比率	3.1	2.5	2.0	1.8
营业费用	793	752	873	1,033	速动比率	2.8	2.4	1.9	1.7
研发费用	134	157	182	213	营运能力				
管理费用	103	135	154	180	总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
财务费用	-18	-23	-24	-26	应收账款周转率	3.9	3.8	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	0.8	1.1	1.4
营业利润	171	226	287	390	每股经营现金	1.1	1.1	1.5	1.6
营业外收入	0	1	1	1	每股净资产	10.3	11.2	12.0	13.2
营业外支出	25	9	9	9	估值比率				
利润总额	146	218	279	382	P/E	40.02	32.61	25.21	19.16
所得税	9	44	42	57	P/B	2.66	2.44	2.27	2.07
净利润	137	174	237	325					
少数股东损益	21	31	52	81					
归属母公司净利润	116	143	185	244					
EBITDA	167	230	307	423					
EPS (元)	0.68	0.84	1.08	1.42					

## 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

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
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