

## 深化布局乙肝治疗领域，降本增效提升利润率

2025 年 08 月 15 日

➤ **2025 上半年公司利润保持高速增长。**8 月 14 日，凯因科技发布 2025 年半年报。2025 年上半年，公司实现营业收入 5.66 亿元，同比下降 5.05%；实现归属于上市公司股东的净利润为 0.47 亿元，同比增长 11.75%。

➤ **保持高比例研发投入，深化乙肝领域布局。**2025 年上半年，公司研发项目稳步推进，研发投入 7,141.13 万元，同比增长 1.22%，占营业收入比例 12.61%。除培集成干扰素  $\alpha$ -2 注射液治疗低复制期慢性 HBV 感染 III 期临床试验项目已申报注册上市外，另一款用于治疗病毒性乙型肝炎的 siRNA 药物 KW-040 项目已提交临床试验注册申请并获受理。同时，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 项目、用于治疗肝上皮样血管内皮瘤的 KW-059 目前均处于临床 II 期阶段。此外，用于治疗骨髓增殖性肿瘤的 KW-063 项目已提交临床试验注册申请并获受理。

➤ **重点品种销售稳健。**围绕病毒性丙型肝炎市场，基于凯力唯医保报销适应症覆盖国内主要基因型的较好的准入条件，公司坚持优化、执行更符合疾病特点的市场策略，一方面与肝病领域专家展开深度学术合作，同时下沉至县域市场，使凯力唯展现出较强韧性。上半年，金舒喜已在全国有近 30 个省（含新疆兵团）联盟开展带量采购，并已开始执行，推动销量进一步增长。根据 2025 年 Q1 PDB 采样数据，金舒喜在人干扰素  $\alpha$ 2b 外用制剂中市场份额依然位居前列，凯因益生（人干扰素  $\alpha$ 2b 注射液）在细分领域市场份额继续保持领先。

➤ **降本增效提升利润率。**上半年金舒喜、凯因益生等产品集采政策继续落地实施，公司销售费用为 2.75 亿元，同比下降 11.68%；销售费用率为 48.70%，比去年同期下降 3.65pp。在降本增效措施下，公司 2025 年上半年归母净利率为 8.36%，比去年同期提升 1.25pp；扣非归母净利率为 8.19%，比去年同期提升 0.70pp。

➤ **投资建议：**公司金舒喜和凯因益生集采落地业绩影响逐渐出清，凯力唯销售保持稳健强韧，培集成干扰素  $\alpha$ -2 注射液已申报上市，获批后有望快速推动公司业绩增长。我们预计公司 2025/2026/2027 年的营收分别为 13.59 亿元/16.06 亿元/19.49 亿元，归母净利润分别为 1.64 亿元/1.94 亿元/2.37 亿元；对应 PE 分别为 38 倍/32 倍/26 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**干扰素集采执行不及预期风险，销售不及预期风险，研发数据及申报上市进度不及预期风险，丙肝药物市场竞争加剧风险，医保及政策风险等。

**推荐**

维持评级

当前价格：

36.43 元

**分析师 王维肖**

执业证书：S0100523100004

邮箱：wangweixiao@mszq.com

**相关研究**

- 1.凯因科技 (688687.SH) 2024 年三季度报点评：派益生乙肝适应症获受理，经营效率持续提升-2024/10/22
- 2.凯因科技 (688687.SH) 2024 年中报点评：凯力唯稳健增长，关注集采落地及研发进展-2024/08/11
- 3.凯因科技 (688687.SH) 2023 年年报&2024 年一季报点评：凯力唯销售大幅增长，后续产品管线充足-2024/04/10
- 4.凯因科技 (688687.SH) 2023 年三季度报点评：三季度业绩超预期，关注集采及研发进展-2023/10/27
- 5.凯因科技 (688687.SH) 2023 年中报点评：研发持续推进，凯力唯强势增长，经营效率提升-2023/09/02

**盈利预测与财务指标**

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,230	1,359	1,606	1,949
增长率 (%)	-12.9	10.4	18.2	21.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	142	164	194	237
增长率 (%)	22.2	15.1	18.6	22.1
每股收益 (元)	0.83	0.96	1.14	1.39
PE	44	38	32	26
PB	3.4	3.2	3.0	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 14 日收盘价）

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,230	1,359	1,606	1,949
营业成本	223	242	286	347
营业税金及附加	9	10	12	14
销售费用	597	652	771	935
管理费用	115	127	150	182
研发费用	138	149	177	214
EBIT	168	201	238	289
财务费用	-17	-13	-15	-17
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	1
营业利润	193	220	258	311
营业外收支	-16	-17	-17	-17
利润总额	177	204	241	295
所得税	18	20	24	29
净利润	159	183	217	265
归属于母公司净利润	142	164	194	237
EBITDA	216	258	311	371

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	903	906	1,005	1,081
应收账款及票据	319	360	426	517
预付款项	9	10	12	15
存货	144	156	185	224
其他流动资产	484	506	533	565
流动资产合计	1,860	1,939	2,161	2,402
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	246	417	507	572
无形资产	100	105	108	108
非流动资产合计	756	801	832	866
资产合计	2,616	2,740	2,993	3,268
短期借款	84	18	18	18
应付账款及票据	370	401	474	576
其他流动负债	84	104	124	102
流动负债合计	538	524	617	695
长期借款	160	168	168	168
其他长期负债	37	33	33	33
非流动负债合计	197	202	202	202
负债合计	735	725	819	897
股本	171	171	171	171
少数股东权益	37	56	79	107
股东权益合计	1,880	2,015	2,174	2,371
负债和股东权益合计	2,616	2,740	2,993	3,268

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-12.87	10.43	18.22	21.32
EBIT 增长率	15.76	19.75	18.22	21.32
净利润增长率	22.18	15.13	18.62	22.07
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	81.88	82.20	82.20	82.20
净利润率	11.57	12.06	12.11	12.18
总资产收益率 ROA	5.44	5.98	6.50	7.26
净资产收益率 ROE	7.72	8.37	9.28	10.48
<b>偿债能力</b>				
流动比率	3.46	3.70	3.50	3.46
速动比率	2.93	3.11	2.91	2.83
现金比率	1.68	1.73	1.63	1.56
资产负债率 (%)	28.11	26.47	27.35	27.44
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	101.95	84.56	82.79	81.82
存货周转天数	229.08	223.68	214.72	212.20
总资产周转率	0.49	0.51	0.56	0.62
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.83	0.96	1.14	1.39
每股净资产	10.78	11.46	12.26	13.24
每股经营现金流	0.61	1.42	1.66	1.67
每股股利	0.30	0.34	0.40	0.49
<b>估值分析</b>				
PE	44	38	32	26
PB	3.4	3.2	3.0	2.8
EV/EBITDA	25.27	21.07	17.54	14.66
股息收益率 (%)	0.82	0.93	1.10	1.34

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	159	183	217	265
折旧和摊销	47	57	72	83
营运资金变动	-89	-11	-17	-71
经营活动现金流	104	243	283	285
资本开支	-267	-126	-115	-129
投资	44	3	0	0
投资活动现金流	-177	-117	-115	-129
股权募资	0	0	0	0
债务募资	276	-58	0	0
筹资活动现金流	85	-123	-70	-81
现金净流量	12	4	99	76

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048