

公司研究

集采落地导致 24 年营收下滑，25 年期待长效干扰素获批上市

——凯因科技（688687.SH）2024 年年报及 2025 年一季报点评

要点

事件：公司发布 2024 年年报，2024 年实现营业收入 12.30 亿元，同比-12.87%；归母净利润 1.42 亿元，同比+22.18%；扣非归母净利润 1.37 亿元，同比+11.75%。公司同时发布 2025 年一季报，2025Q1 实现营业收入 2.32 亿元，同比+8.90%；归母净利润 0.26 亿元，同比+15.92%；扣非归母净利润 0.24 亿元，同比+16.08%。

点评：

集采政策落地执行导致 2024 年营收同比下滑。 2024 年公司营业收入同比下降 12.87%，主要系金舒喜®、凯因益生®集采政策在全国各省市陆续落地实施后，销售价格均有不同程度下降；同时，由于集采政策落地执行初期，集采产品覆盖终端尚处于调整阶段，对公司四季度收入造成一定影响。此外，安博司®销售模式调整，2024 年内处于交接过渡阶段，未能贡献收入。

2025 年期待核心产品培集成干扰素 α-2 注射液成功获批上市。 公司多年保持高比例研发投入，加快在研管线的研发进度。KW-001（培集成干扰素 α-2 注射液）是一种公司自主研发的新型长效干扰素，2024 年顺利完成 III 期临床试验并正式提交了药品注册上市许可申请。其他在研项目，截至 25Q1，KW-045 完成 II a 期临床试验全部受试者治疗及随访，完成全部受试者出组；KW-051 完成 II 期临床试验全部受试者治疗及随访，完成全部受试者出组；KW-053 人干扰素 α2b 阴道泡腾片辅助治疗尖锐湿疣适应症取得药物临床试验批准通知书，正在开展 II 期临床试验。

盈利预测、估值与评级：考虑到核心产品集采政策落地执行、销售价格下降，我们下调 2025~2026 年归母净利润预测分别为 1.71/ 2.21 亿元（原预测分别为 1.93/ 2.47 亿元，均下调 11%）；新增 2027 年归母净利润预测为 2.46 亿元，现价对应 PE 分别为 28/ 21/ 19 倍。公司是国内少有的专注于病毒及免疫性疾病领域的创新药企，且有多款成熟的商业化产品进入放量阶段，维持“买入”评级。

风险提示：研发进度不达预期风险；政策变化带来价格下降风险。

买入（维持）

当前价：27.64 元

作者

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

021-52523867

wangmingrui@ebsecn.com

分析师：张瀚予

执业证书编号：S0930523070010

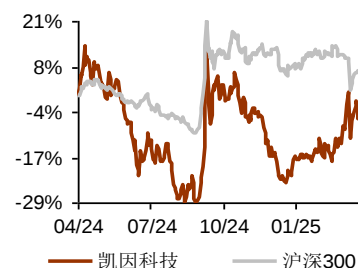
021-52523861

zhanghanyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.71
总市值(亿元):	47.25
一年最低/最高(元):	18.97/33.79
近 3 月换手率:	205.30%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.63	21.57	-14.02
绝对	7.13	20.33	-8.88

资料来源：Wind

相关研报

凯力唯市场保持稳健增长，持续加大研发投入——凯因科技（688687.SH）2024 年半年报点评（2024-08-13）

立足于抗病毒及免疫性疾病领域的创新药企——凯因科技（688687.SH）投资价值分析报告（2023-05-09）

凯力唯增长强劲，研发管线进度喜人——凯因科技（688687.SH）2023 年半年报点评（2023-08-25）

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,412	1,230	1,350	1,750	1,980
营业收入增长率	21.73%	-12.87%	9.73%	29.63%	13.14%
归母净利润（百万元）	117	142	171	221	246
归母净利润增长率	39.71%	22.18%	19.93%	29.34%	11.42%
EPS（元）	0.68	0.83	1.00	1.29	1.44
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.64%	7.72%	8.59%	10.31%	10.65%
P/E	41	33	28	21	19
P/B	2.7	2.6	2.4	2.2	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-05-08

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,412	1,230	1,350	1,750	1,980
营业成本	232	223	243	315	356
折旧和摊销	38	43	46	56	63
税金及附加	10	9	9	12	14
销售费用	793	597	648	840	950
管理费用	103	115	122	158	178
研发费用	134	138	149	193	218
财务费用	-18	-17	-7	-7	-5
投资收益	6	0	6	6	6
营业利润	171	193	205	260	288
利润总额	146	177	190	245	273
所得税	9	18	19	25	27
净利润	137	159	171	221	246
少数股东损益	21	17	0	0	0
归属母公司净利润	117	142	171	221	246
EPS (元)	0.68	0.83	1.00	1.29	1.44

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	127	104	318	288	299
净利润	117	142	171	221	246
折旧摊销	38	43	46	56	63
净营运资金增加	46	44	-36	132	89
其他	-74	-125	138	-121	-99
投资活动产生现金流	-61	-177	-225	-119	-94
净资本支出	-154	-267	-217	-120	-95
长期投资变化	4	4	0	0	0
其他资产变化	89	86	-8	1	1
融资活动现金流	9	85	-275	-37	-56
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	39	193	-244	0	0
无息负债变化	96	-120	207	82	43
净现金流	75	12	-182	132	149

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	83.5%	81.9%	82.0%	82.0%	82.0%
EBITDA 率	13.5%	16.7%	17.5%	17.1%	17.1%
EBIT 率	10.7%	13.2%	14.1%	13.9%	13.9%
税前净利润率	10.4%	14.4%	14.1%	14.0%	13.8%
归母净利润率	8.3%	11.6%	12.6%	12.6%	12.4%
ROA	5.6%	6.1%	6.3%	7.5%	7.8%
ROE (摊薄)	6.6%	7.7%	8.6%	10.3%	10.7%
经营性 ROIC	12.7%	10.9%	11.7%	13.3%	14.0%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	27%	28%	26%	26%	26%
流动比率	3.08	3.46	2.73	2.70	2.80
速动比率	2.84	3.19	2.50	2.48	2.58
归母权益/有息债务	32.26	7.47	662.34	713.77	769.96
有形资产/有息债务	41.36	9.72	832.17	908.53	978.29

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	2,448	2,616	2,719	2,957	3,168
货币资金	854	903	721	853	1,002
交易性金融资产	365	351	350	350	350
应收账款	397	300	400	410	420
应收票据	26	20	27	29	30
其他应收款 (合计)	2	2	3	4	4
存货	140	144	150	160	170
其他流动资产	25	132	136	156	168
流动资产合计	1,822	1,860	1,797	1,975	2,158
其他权益工具	63	22	22	22	22
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	191	246	377	450	499
在建工程	129	241	256	229	202
无形资产	99	100	109	117	120
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	36	19	30	30	30
非流动资产合计	627	756	922	982	1,010
总负债	663	735	698	780	822
短期借款	26	84	0	0	0
应付账款	411	248	430	460	470
应付票据	54	122	122	158	178
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	592	538	658	732	770
长期借款	27	160	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	37	32	35	43	47
非流动负债合计	71	197	40	48	52
股东权益	1,785	1,880	2,021	2,177	2,346
股本	171	171	171	171	171
公积金	1,312	1,320	1,350	1,335	1,324
未分配利润	332	423	526	696	876
归属母公司权益	1,754	1,843	1,987	2,141	2,310
少数股东权益	31	37	34	36	36

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	56.19%	48.56%	48.00%	48.00%	48.00%
管理费用率	7.29%	9.34%	9.00%	9.00%	9.00%
财务费用率	-1.29%	-1.36%	-0.52%	-0.38%	-0.28%
研发费用率	9.51%	11.23%	11.00%	11.00%	11.00%
所得税率	6%	10%	10%	10%	10%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.25	0.30	0.30	0.39	0.43
每股经营现金流	0.74	0.61	1.86	1.68	1.75
每股净资产	10.26	10.78	11.62	12.53	13.51
每股销售收入	8.26	7.20	7.90	10.24	11.58

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	41	33	28	21	19
PB	2.7	2.6	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	21.7	20.5	17.7	14.1	12.3
股息率	0.9%	1.1%	1.1%	1.4%	1.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP