

公司研究

公司处于业绩转型调整期，25Q1 海外收入大幅增长

——键凯科技（688356.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 2.27 亿元，同比-22.26%；归母净利润 0.30 亿元，同比-74.22%；扣非归母净利润 0.19 亿元，同比-82.64%。公司同时发布 2025 年一季报，2025Q1 实现营业收入 0.69 亿元，同比+6.66%；归母净利润 0.12 亿元，同比-17.79%；扣非归母净利润 0.09 亿元，同比-19.51%。

点评：

24 年客户订单情况不及预期，公司处于业绩转型调整期。 2024 年，国内市场方面，受下游商业化产品的价格压力传导、价格竞争激烈等因素影响，公司国内订单量及对应的产品销售收入较上年同期降幅较大。国外市场方面，目前国际客户结构有明显调整，总体收入较上年同期略有减少，其中海外医疗器械端客户受库存计划调整影响，订单量较上年有一定程度的下降，海外药品端客户受新药上市销售影响，订单量较上年同期有显著增加。技术服务收入较上年同期减少 0.74%，主要系公司自 2023 年 4 月起不再向特宝生物收取派格宾产品的销售提成，导致国内技术服务收入较上年同期下降较多所致。

25 年一季度海外客户销售收入大幅增长，出口美国业务占比低，受关税政策影响较小。 2025 年一季度，产品销售收入为 6,735.13 万元，同比+5.91%。其中，国内产品销售收入为 770.46 万元，同比-68.20%，主要系大客户订单量减少所致；国外产品销售收入 5,964.67 万元，同比+51.52%，主要系海外新药研发客户产品上市后销售放量带来的公司订单增长，其中，海外药品端客户产品销售收入较上年同期增长 149.41%，海外医疗器械端客户产品销售收入较上年同期增长 15.19%。

2025 年一季度，公司直接出口至美国的产品收入占全部营业收入比例为 17.36%，预计 2025 年公司海外客户以非美国客户为主，直接出口至美国的业务占比不高。预计关税调整对公司营业收入及利润的直接影响较为有限，整体风险可控，相关政策调整未对公司现有美国客户的合作稳定性产生重大影响。

盈利预测、估值与评级：公司处于业绩转型调整期，国内下游商业化客户订单需求降低。综上，我们大幅下调 2025~2026 年归母净利润预测为 0.53/1.24 亿元（原预测为 1.66/1.98 亿元，分别下调 68%/37%），新增预测 2027 年公司归母净利润为 1.72 亿元，按最新股本测算 EPS 为 0.88/2.05/2.83 元。考虑到公司 25Q1 海外收入大幅增长，且研发布局的药物、器械项目具有丰富的应用空间，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；国际贸易冲突加剧风险。

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）	292	227	280	392	500
营业收入增长率	-28.26%	-22.26%	23.30%	40.00%	27.55%
净利润（百万元）	116	30	53	124	172
净利润增长率	-38.05%	-74.22%	78.45%	133.34%	38.10%
EPS（元）	1.91	0.49	0.88	2.05	2.83
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.04%	2.36%	4.06%	8.75%	11.04%
P/E	32	124	70	30	22

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-05-08。

买入（维持）

当前价：61.88 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)	0.61
总市值(亿元):	37.53
一年最低/最高(元):	44.27/85.90
近 3 月换手率:	77.00%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	12.28	18.15	-29.51
绝对	18.39	15.99	-25.43

资料来源：Wind

相关研报

核心产品聚乙二醇伊立替康已进入三期试验，临床应用前景可期——键凯科技（688356.SH）公告点评（2024-10-12）

疫情影响短期业绩，自研项目有序推进——键凯科技（688356.SH）2022 年年报点评（2023-04-03）

疫情影响短期业绩，持续加码创新研发——键凯科技（688356.SH）2022 年三季度业绩公告点评（2022-10-31）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	292	227	280	392	500
营业成本	55	70	84	110	130
折旧和摊销	27	42	59	60	60
税金及附加	5	5	5	7	9
销售费用	6	7	7	10	12
管理费用	40	53	64	43	50
研发费用	58	59	70	98	125
财务费用	-3	-3	-1	-2	-3
投资收益	3	8	6	7	6
营业利润	127	34	60	138	190
利润总额	126	33	59	137	189
所得税	10	3	5	12	17
净利润	116	30	53	124	172
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	116	30	53	124	172
EPS (元)	1.91	0.49	0.88	2.05	2.83

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	120	120	23	120	156
净利润	116	30	53	124	172
折旧摊销	27	42	59	60	60
净营运资金增加	-18	-103	98	82	93
其他	-4	151	-188	-146	-168
投资活动产生现金流	-271	-41	13	-2	-4
净资本支出	-84	-28	18	-4	-5
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-188	-13	-5	2	1
融资活动现金流	-42	-48	-13	-14	-34
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	5	1	-6	0	0
无息负债变化	-17	34	-29	3	2
净现金流	-192	33	22	104	118

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	81.2%	69.2%	70.0%	72.0%	74.0%
EBITDA 率	56.9%	42.1%	40.0%	48.0%	48.0%
EBIT 率	46.8%	22.7%	18.8%	32.8%	36.0%
税前净利润率	43.2%	14.4%	20.9%	34.8%	37.7%
归母净利润率	39.6%	13.1%	19.0%	31.7%	34.3%
ROA	8.6%	2.2%	3.9%	8.3%	10.6%
ROE (摊薄)	9.0%	2.4%	4.1%	8.8%	11.0%
经营性 ROIC	16.6%	7.0%	6.8%	15.9%	21.0%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	5%	7%	5%	5%	4%
流动比率	13.36	8.16	14.94	17.08	19.69
速动比率	11.71	6.94	12.09	13.82	15.80
归母权益/有息债务	168.77	149.40	464.86	503.25	550.88
有形资产/有息债务	173.15	155.04	476.84	514.97	561.75

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	1,346	1,367	1,377	1,488	1,624
货币资金	111	147	169	274	392
交易性金融资产	405	403	405	405	405
应收账款	112	46	56	78	100
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	5	3	3	4	5
存货	91	106	152	183	225
其他流动资产	7	4	4	5	7
流动资产合计	735	713	794	955	1,142
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	398	483	424	366	308
在建工程	86	0	0	0	0
无形资产	20	20	22	26	30
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	2	6	8	8	8
非流动资产合计	611	654	583	532	483
总负债	65	101	66	69	71
短期借款	5	5	0	0	0
应付账款	2	2	3	3	4
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	1	1	1	1
流动负债合计	55	87	53	56	58
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8	7	7	7	7
非流动负债合计	10	13	13	13	13
股东权益	1,280	1,267	1,311	1,419	1,553
股本	61	61	61	61	61
公积金	706	708	714	715	715
未分配利润	512	506	545	652	787
归属母公司权益	1,280	1,267	1,311	1,419	1,553
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	2.18%	3.23%	3.00%	3.00%	3.00%
管理费用率	13.60%	23.13%	23.00%	23.00%	23.00%
财务费用率	-0.87%	-1.42%	-0.47%	-0.53%	-0.66%
研发费用率	19.79%	26.04%	25.00%	25.00%	25.00%
所得税率	8%	9%	9%	9%	9%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.57	0.15	0.26	0.61	0.85
每股经营现金流	1.98	1.98	0.38	1.99	2.57
每股净资产	21.12	20.89	21.61	23.40	25.61
每股销售收入	4.82	3.74	4.62	6.46	8.24

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	32	124	70	30	22
PB	2.9	2.9	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	19.9	34.2	28.6	16.6	12.6
股息率	0.9%	0.2%	0.4%	1.0%	1.4%

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