

键凯科技(688356)

报告日期: 2022年10月31日

疫情短期扰动, 静待产能释放

——键凯科技 2022 三季度点评报告

投资要点

□ 业绩表现: 剔除国外 LNP 商业化产品订单影响利润稳健增长

2022Q1-Q3: 公司实现营业收入 3.2 亿元, 同比增长 22.6%; 归母净利润 1.7 亿元, 同比增长 16.0%; 扣非归母净利润 1.6 亿元, 同比增长 20.7%。

若剔除国外 LNP 商业化产品订单影响: 2022Q1-Q3 公司净利润同比增长 30.0%; 扣非归母净利润同比增长 37.8%。

2022Q3: 公司实现营业收入 1.1 亿元, 基本持平; 归母净利润 0.5 亿元, 同比减少 12.9%; 扣非归母净利润 0.6 亿元, 同比增长 16.0%。

□ 成长性分析: 服务项目持续扩容, 期待新产能释放

公司基于 PEG 修饰技术的积累, 有望持续受益于中国市场红利+海外品种上市, 自有创新药研发和 PEG 修饰行业扩容有望提供额外增量和催化剂:

①**服务项目持续扩容:** 根据公司中报“公司已支持 4 个聚乙二醇修饰药物在国内上市, 共有 30 余家客户的聚乙二醇修饰药物或聚乙二醇医疗器械在国内申报临床试验, 占国内全部已申报临床试验聚乙二醇修饰药物研发企业的约三分之二; 在国际聚乙二醇衍生物医药应用领域, 公司已作为主要新兴参与者深度参与国际主流市场竞争。公司支持 3 款在境外市场已上市的医疗器械产品, 1 款境外的商业化产品, 并支持 30 余个境外创新药公司与生物技术公司在临床阶段或接近临床阶段的新药品种及 10 余个临床阶段的医疗器械类品种”, 我们认为, 公司国内合作项目占比相对较高且项目数量快速增长, 可以从侧面验证公司的技术能力和比较优势。

②**静待盘锦产能释放:** 此外我们认为天津疫情、产能制约等因素可能对季度利润增速有影响, 但不影响公司 2022 年整体订单景气度及公司在 PEG 领域的竞争力 (根据公司 2022 年中报, 截至 2022 年中旬已签订合同但尚未履行的金额为 2.78 亿元), 且若盘锦产能顺利投产, 将转移一部分非 GMP 级别的临床前研究产品需求, 缓解产能制约。

□ 盈利能力分析: 产品结构变动导致毛利率下降

2022Q1-Q3 毛利率为 85.1%, 同比下降 1.0pct, 主要系“公司国内外销售占比变动, 以及国外销售收入产品结构变动所致”; 其中 2022Q3 毛利率为 85.0%, 同比下降 3.4pct, 期间费用率分析显示, 2022Q3 研发费用率 17.4%, 同比上升 0.2pct; 销售费用率 1.0%, 同比下降 2.2pct; 财务费用率-7.8%, 同比下降 7.3pct, 主要系汇兑收益影响; 管理费用率 11.0%, 同比升 1.3pct; 以上因素影响下, 公司 2022Q3 净利率同比下降 7.5pct, 综合考虑新产能释放下折旧摊销费用增加、外销产品结构变化、技术服务收入增加以及公司研发支出, 我们预计 2022-2023 年公司整体净利率进本维持。

□ 经营质量分析: 现金回款改善, 看好经营质量持续提升

2022Q1-Q3 公司经营活动现金流流入 3.8 亿元, 同比增长 45.8%, 高于同期收入增速; 经营活动现金流出 1.8 亿元, 同比增长 28.4%, 导致公司经营活动产生的现金流量净额同比增加 65.8%, 此外相比于中报, 公司存货周转率以及应收账款周转率均有所加速, 看好经营质量持续提升。

□ 盈利预测与估值

根据公司三季报, 综合考虑公司产品结构调整、疫情影响等因素, 我们调整公司 2022-2024 年 EPS 分别为 3.69、4.81 及 6.22 元/股 (前值分别为 4.00、5.33 及 7.05 元/股), 2022 年 10 月 31 日收盘价对应 2022 年 44 倍 PE。我们持续看好公司基于技术优势, 拓展 PEG 新应用场景下的业绩弹性, 综合考虑到公司的竞争优势、发展阶段和估值水平, 维持“增持”评级。

投资评级: 增持(维持)

分析师: 孙建

执业证书号: S1230520080006
02180105933
sunjian@stocke.com.cn

分析师: 毛雅婷

执业证书号: S1230522090002
maoyating@stocke.com.cn

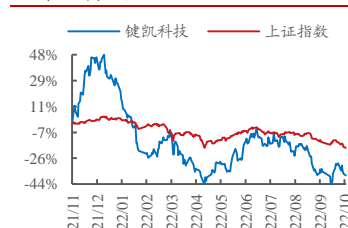
研究助理: 盖文化

gaiwenhua@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 163.80
总市值(百万元)	9,875.17
总股本(百万股)	60.29

股票走势图



相关报告

- 《双轮驱动, 期待研发进展——键凯科技 2022 年中报点评》
2022.08.27
- 《键凯科技 2021 年报点评: 产能逐步释放, 服务项目扩容》
2022.03.31
- 《键凯科技 2021 年快报点评: 看好增长弹性和持续性》
2022.02.26

□ 风险提示

核心项目研发投入过大或临床失败风险；核心项目终止合作风险；订单交付波动性风险；生产安全事故及质量风险；汇率波动风险

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	351	430	565	755
(+/-) (%)	88.18%	22.41%	31.33%	33.80%
归母净利润	176	222	289	373
(+/-) (%)	105.16%	26.04%	30.23%	29.28%
每股收益(元)	2.93	3.69	4.81	6.22
P/E	55.91	44.36	34.06	26.35

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	773	954	1197	1545
现金	246	405	593	869
交易性金融资产	372	372	372	372
应收账款	101	118	162	220
其它应收款	6	5	7	9
预付账款	3	4	5	6
存货	41	48	56	65
其他	4	2	2	3
非流动资产	328	369	421	455
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	129	249	307	336
无形资产	21	22	23	25
在建工程	86	61	44	33
其他	92	37	47	61
资产总计	1101	1323	1618	1999
流动负债	42	45	51	59
短期借款	0	1	0	0
应付款项	4	5	6	9
预收账款	3	4	6	8
其他	35	35	39	42
非流动负债	8	5	5	6
长期借款	0	0	0	0
其他	8	5	5	6
负债合计	50	50	56	65
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1052	1273	1562	1935
负债和股东权益	1101	1323	1618	1999

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	118	261	239	309
净利润	176	222	289	373
折旧摊销	14	11	16	18
财务费用	(0)	2	2	3
投资损失	(9)	(9)	(9)	(9)
营运资金变动	(64)	(0)	(31)	(45)
其它	1	35	(28)	(32)
投资活动现金流	(571)	(99)	(49)	(30)
资本支出	(125)	(105)	(55)	(35)
长期投资	0	0	0	0
其他	(447)	6	6	5
筹资活动现金流	(29)	(4)	(2)	(3)
短期借款	(1)	1	(0)	(0)
长期借款	0	0	0	0
其他	(29)	(4)	(2)	(3)
现金净增加额	(482)	159	188	277

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	351	430	565	755
营业成本	52	60	80	108
营业税金及附加	5	6	8	10
营业费用	13	13	15	19
管理费用	44	52	64	83
研发费用	54	64	85	125
财务费用	(0)	2	2	3
资产减值损失	3	1	1	1
公允价值变动损益	11	11	11	11
投资净收益	9	9	9	9
其他经营收益	3	3	3	3
营业利润	203	255	333	430
营业外收支	(1)	(1)	(1)	(1)
利润总额	202	255	332	429
所得税	26	33	43	56
净利润	176	222	289	373
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	176	222	289	373
EBITDA	209	256	333	426
EPS (最新摊薄)	2.93	3.69	4.81	6.22

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	88.18%	22.41%	31.33%	33.80%
营业利润	101.10%	25.65%	30.26%	29.17%
归属母公司净利润	105.16%	26.04%	30.23%	29.28%
获利能力				
毛利率	85.21%	86.05%	85.88%	85.75%
净利率	50.05%	51.53%	51.10%	49.37%
ROE	18.43%	19.06%	20.35%	21.34%
ROIC	15.99%	16.70%	17.60%	18.25%
偿债能力				
资产负债率	4.50%	3.77%	3.48%	3.23%
净负债比率	5.90%	3.50%	3.06%	3.30%
流动比率	18.46	21.14	23.40	26.32
速动比率	17.47	20.08	22.31	25.22
营运能力				
总资产周转率	0.35	0.35	0.38	0.42
应收账款周转率	4.76	4.12	4.54	4.58
应付账款周转率	17.60	14.11	14.27	14.37
每股指标(元)				
每股收益	2.93	3.69	4.81	6.22
每股经营现金	1.97	4.35	3.99	5.15
每股净资产	17.53	21.22	26.03	32.24
估值比率				
P/E	55.91	44.36	34.06	26.35
P/B	9.35	7.72	6.29	5.08
EV/EBITDA	94.00	35.34	26.65	20.19

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>