

# Q1 营收维持高速增长，扣非净利润短期承压

2022 年 04 月 28 日

## 事件概述

2022 年 4 月 27 日，键凯科技发布 2022 年一季报：实现营业收入 1.01 亿元，同比增长 44.23%；实现归母净利润为 0.52 亿元，同比增长 45.41%；实现扣非归母净利润为 0.43 亿元，同比增长 23.08%。

## 主营业务收入维持快速增长，受研发投入及股权支付影响利润端短期承压

1) 营收端：公司主营业务收入呈现较快增长趋势，其中产品销售收入 0.90 亿元，同比增长 41.63%，技术服务收入 0.11 亿元，同比增长 71.64%。产品销售收入中，内销收入 0.29 亿元，同比增长 93.80%，主要系下游主要客户产品销售持续放量带来订单量的增加；外销收入 0.62 亿元，同比增长 25.90%，增速相对较为缓和，主要系新冠疫情导致海外发货周期延长。

2) 利润端：毛利率方面，2022 年 Q1 毛利率为 86.38% (同比+1.37pct，环比+4.04pct)，主要系产品结构原因，外销产品占比较高。2022 年 Q1 净利率为 51.90% (同比+0.43pct，环比+14.50pct)，主要系公司收到的政府补助及投资收益增加，若剔除非经常性损益影响，扣非净利率为 42.83%，主要系研发费用及股权支付费用较高。

## 持续大力投入研发，三大主要在研项目有序推进

2022 年 Q1 公司研发投入 0.19 亿元，同比增长 213.46%，研发费用率为 18.97%，维持高研发投入水平，主要系公司继续加大对自主研发开发的聚乙二醇伊立替康、JK-2122H 和 JK-1119I 项目的推进，并同时积极布局其他研发管线，在研发人才、物料和设备等方面持续投入。2022 年 Q1 公司销售费用和管理费用分别为 0.05 亿元和 0.11 亿元，对用销售和管理费用率分别为 5.03% 和 10.71%，维持在正常支出水平。

## 积极拓展 PEG 及衍生物新兴应用场景，市场想象空间广阔

PEG 应用领域处于持续快速拓展阶段，已从大分子蛋白质药物修饰扩展到小分子药物、LNPs 递送系统、细胞因子、核酸药物等。公司是国际上少数能够提供高纯度、规模化 cGMP 生产医用药用 PEG 及衍生物的知名企业，且在新兴应用场景中积极与相关海内外企业进行合作，有望充分把握技术更迭带来的市场未满足需求，营收体量迈上新台阶。

**投资建议：**公司作为国内 PEG 行业龙头，随着在研管线持续推进和应用场景不断丰富，未来业绩增长具备确定性。考虑股权激励费用影响，我们预计公司 2022-2024 年营收为 4.87/6.60/8.82 亿元，归母净利润为 2.39/3.29/4.44 亿元，对应 PE 倍数 40x/29x/22x。维持“推荐”评级。

**风险提示：**全球新冠疫情反复；产品研发不及预期；集采风险。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	351	487	660	882
增长率 (%)	88.2	38.8	35.4	33.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	176	239	329	444
增长率 (%)	105.2	36.1	37.3	35.2
每股收益 (元)	2.93	3.99	5.48	7.41
PE	55	40	29	22
PB	9.2	7.5	6.0	4.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 04 月 27 日收盘价)

## 推荐

## 维持评级

## 当前价格：

## 160.86 元



**分析师：周超泽**

执业证号：S0100521110005

邮箱：zhouchaoze@mszq.com

**分析师：许睿**

执业证号：S0100521110007

邮箱：xurui@mszq.com

**研究助理：朱凤萍**

执业证号：S0100121110041

邮箱：zhufengping@mszq.com

## 相关研究

1. 键凯科技(688356.SH)2021 年度报告点评：全年维持高盈利水平，三大在研管线有序推进

2. 键凯科技 2021 年度业绩预告点评：研发等费用摊薄 Q4 利润，在研管线取得重要进展

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	351	487	660	882
营业成本	52	69	96	135
营业税金及附加	5	7	9	12
销售费用	13	15	17	22
管理费用	44	58	73	88
研发费用	54	80	96	124
EBIT	183	259	370	501
财务费用	-0	0	0	0
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	9	10	7	9
<b>营业利润</b>	<b>203</b>	<b>273</b>	<b>383</b>	<b>518</b>
营业外收支	-1	6	0	0
<b>利润总额</b>	<b>202</b>	<b>279</b>	<b>383</b>	<b>518</b>
所得税	26	40	55	74
净利润	176	239	329	444
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>176</b>	<b>239</b>	<b>329</b>	<b>444</b>
EBITDA	200	275	391	523

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	246	410	579	899
应收账款及票据	101	131	184	241
预付款项	3	5	7	10
存货	41	58	79	113
其他流动资产	381	383	386	389
<b>流动资产合计</b>	<b>773</b>	<b>986</b>	<b>1,234</b>	<b>1,652</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	129	146	168	184
无形资产	21	23	27	29
<b>非流动资产合计</b>	<b>328</b>	<b>394</b>	<b>487</b>	<b>562</b>
<b>资产合计</b>	<b>1,101</b>	<b>1,380</b>	<b>1,721</b>	<b>2,214</b>
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	4	5	7	10
其他流动负债	38	76	86	132
<b>流动负债合计</b>	<b>42</b>	<b>82</b>	<b>94</b>	<b>142</b>
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	8	8	8	8
<b>非流动负债合计</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>
<b>负债合计</b>	<b>50</b>	<b>89</b>	<b>101</b>	<b>150</b>
股本	60	60	60	60
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>1,052</b>	<b>1,291</b>	<b>1,619</b>	<b>2,064</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1,101</b>	<b>1,380</b>	<b>1,721</b>	<b>2,214</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	88.18	38.81	35.40	33.67
EBIT 增长率	81.42	40.94	43.18	35.29
净利润增长率	105.16	36.12	37.33	35.23
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	85.21	85.94	85.49	84.66
净利润率	50.05	49.08	49.78	50.36
总资产收益率 ROA	15.96	17.34	19.10	20.07
净资产收益率 ROE	16.71	18.53	20.29	21.53
<b>偿债能力</b>				
流动比率	18.46	12.08	13.19	11.59
速动比率	17.40	11.31	12.28	10.73
现金比率	5.87	5.02	6.19	6.31
资产负债率 (%)	4.50	6.47	5.88	6.78
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	105.39	97.78	101.59	99.69
存货周转天数	290.92	308.77	299.84	304.31
总资产周转率	0.32	0.35	0.38	0.40
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.93	3.99	5.48	7.41
每股净资产	17.53	21.51	26.99	34.40
每股经营现金流	1.97	3.83	4.61	6.82
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	55	40	29	22
PB	9.2	7.5	6.0	4.7
EV/EBITDA	47.06	33.69	23.22	16.74
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	176	239	329	444
折旧和摊销	17	16	21	22
营运资金变动	-55	-10	-66	-49
<b>经营活动现金流</b>	<b>118</b>	<b>230</b>	<b>277</b>	<b>409</b>
资本开支	-163	-75	-114	-98
投资	-399	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-571</b>	<b>-66</b>	<b>-107</b>	<b>-89</b>
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-1	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-29</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-482</b>	<b>164</b>	<b>169</b>	<b>320</b>

## 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个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001