

键凯科技(688356)

报告日期: 2022年08月25日

双轮驱动, 期待研发进展

——键凯科技 2022 年中报点评

投资要点

□ 业绩表现: 利润较快速增长

2022H1: 公司实现营业收入 2.2 亿元, 同比增长 37.9%; 归母净利润 1.1 亿元, 同比增长 38.2%; 扣非归母净利润 1.0 亿元, 同比增长 24.0%。

2022Q2: 公司实现营业收入 1.1 亿元, 同比增长 32.8%; 归母净利润 0.6 亿元, 同比增长 32.3%; 扣非归母净利润 0.5 亿元, 同比增长 24.7%。我们认为公司 2022H1 和 Q2 的收入和利润增速符合我们的预期。

□ 成长性分析: 国内收入占比提升、项目持续扩容

分板块看: 销售产品业务 2022H1 收入 1.9 亿元、同比增长 33.3%, 收入占比 87%; 技术服务业务随下游客户特宝生物聚乙二醇干扰素 α -2b 注射液商业化放量实现快速增长, 收入 0.3 亿元、同比增长 109.7%, 收入占比提升至 12.8%; **分区域看:** 2022H1 公司国内销售收入 1.0 亿元、同比增长 57.8%; 主要系国内下游客户产品上市持续放量带来订单量增加所致; 国外销售收入 1.1 亿元、同比增长 23.4%, 主要系国外医疗器械端产品订单的稳定增长, 以及海外客户临床推进带来的订单量增加所致。此外, 公司中报显示“本报告期末已签订合同, 但尚未履行或尚未履行完毕的履约义务”所对应的收入约 2.8 亿元, 假设 2022H2 该订单顺利确认收入, 则对应 2022 年总收入约 5 亿元, 我们认为该项目体现出公司较好的项目积累和客户拓展情况。

市占率领先、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。

□ 盈利能力分析: 研发投入增加, 关注自研项目推进

规模效应初显、研发费用率提升。2022H1 毛利率为 85.2%, 同比上升 0.5pct; 期间费用率分析显示, 2022H1 研发费用率 20.0%, 同比上升 8.3pct, 主要系研发项目推进导致委外研发费用和材料耗用等研发投入增加, 我们建议关注公司医美项目、PEG 化伊立替康等项目的推进情况; 销售费用率 3.6%, 同比上升 1.0pct, 主要系对市场开拓力度加大所致; 财务费用率 -2.4%, 同比下降 1.7pct, 主要系汇兑收益影响; 管理费用率 11.2%, 同比下降 0.5pct, 以上因素影响下, 公司 2022H1 净利率同比基本持平, 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 2022-2024 年, 公司整体净利率基本稳定、略有下降。

□ 经营质量分析: 经营性现金流回款整体改善

2022H1 公司经营产生现金流 1.5 亿元, 同比增长 173.1%, 从收入和利润的现金流转化看, 公司“销售商品提供劳务收到的现金/营业收入”从 2021H1 的 82.1% 提升至 2022H1 的 111.1%, “经营活动产生的现金流量净额/经营活动净收益”从 2022H1 的 62.3% 提升至 2022H1 的 138%, 我们认为这可以体现出公司经营回款相对改善; 从现金流量表补充资料看, 我们认为这可能和经营性应收和经

投资评级: 增持(维持)

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

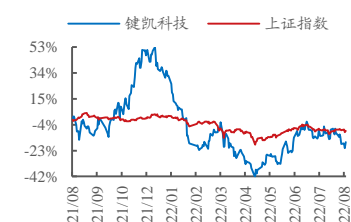
研究助理: 毛雅婷
 maoyating@stocke.com.cn

研究助理: 盖文化
 gaiwenhua@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 211.60
总市值(百万元)	12,756.94
总股本(百万股)	60.29

股票走势图



相关报告

- 《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
- 《键凯科技 2021 年三季报点评: 新项目、新应用带动高速增长》2021.10.30

营性应付的现金流正贡献有关（2022H1 经营性应收的现金流相对正贡献约 4400 万，经营性应付的现金流相对正贡献约 400 万）。

□ 观点：期待在研管线突破、服务项目持续扩容

我们认为，PEG 修饰的核心是利基定制加工赛道，具有创新药研发特征；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；公司正处于收入结构和商业模式调整窗口期，我们看好公司收入增长的持续性。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 4.00、5.33 及 7.05 元/股，2022 年 8 月 25 日收盘价对应 2022 年 53 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。

□ 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	489	673	912
(+/-) (%)	88.18%	39.35%	37.50%	35.54%
归母净利润	176	240	320	423
(+/-) (%)	105.16%	36.49%	33.33%	32.26%
每股收益(元)	2.90	4.00	5.33	7.05
P/E	72.23	52.92	39.69	30.01

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	976	1252	1652
现金	246	400	603	915
交易性金融资产	372	372	372	372
应收账款	101	134	191	262
其它应收款	6	6	8	11
预付账款	3	4	6	8
存货	41	58	70	81
其他	4	2	2	3
非流动资产	328	370	423	456
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	49	62
资产总计	1101	1346	1675	2109
流动负债	42	49	58	69
短期借款	0	1	0	0
应付款项	4	6	8	11
预收账款	3	5	7	9
其他	35	38	43	48
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	54	63	74
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1052	1292	1611	2035
负债和股东权益	1101	1346	1675	2109

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	118	262	257	344
净利润	176	240	320	423
折旧摊销	14	11	16	18
财务费用	(0)	8	5	2
投资损失	(9)	(9)	(9)	(9)
营运资金变动	(64)	(12)	(41)	(55)
其它	1	24	(34)	(36)
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)	(10)	(5)	(2)
短期借款	(1)	1	(0)	(0)
长期借款	0	0	0	0
其他	(29)	(10)	(5)	(2)
现金净增加额	(482)	154	203	312

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	351	489	673	912
营业成本	52	72	100	135
营业税金及附加	5	7	10	14
营业费用	13	12	17	23
管理费用	44	62	87	119
研发费用	54	73	108	155
财务费用	(0)	8	5	2
资产减值损失	3	0	0	0
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	276	369	487
营业外收支	(1)	(1)	(1)	(1)
利润总额	202	276	368	487
所得税	26	36	48	64
净利润	176	240	320	423
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	176	240	320	423
EBITDA	209	277	369	482
EPS (最新摊薄)	2.90	4.00	5.33	7.05

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	88.18%	39.35%	37.50%	35.54%
营业利润	101.10%	36.05%	33.36%	32.16%
归属母公司净利润	105.16%	36.49%	33.33%	32.26%
获利能力				
毛利率	85.21%	85.22%	85.16%	85.17%
净利率	50.05%	49.02%	47.54%	46.39%
ROE	18.43%	20.48%	22.04%	23.21%
ROIC	15.99%	17.88%	19.00%	19.78%
偿债能力				
资产负债率	4.50%	4.02%	3.79%	3.53%
净负债比率	5.90%	3.22%	2.72%	2.86%
流动比率	18.46	19.74	21.49	24.12
速动比率	17.47	18.57	20.29	22.94
营运能力				
总资产周转率	0.35	0.40	0.45	0.48
应收账款周转率	4.76	4.37	4.63	4.60
应付账款周转率	17.60	15.24	14.50	14.38
每股指标(元)				
每股收益	2.90	4.00	5.33	7.05
每股经营现金	1.97	4.37	4.29	5.73
每股净资产	17.53	21.53	26.86	33.91
估值比率				
P/E	72.23	52.92	39.69	30.01
P/B	12.07	9.83	7.88	6.24
EV/EBITDA	94.00	42.99	31.80	23.66

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>