

利润端符合预期，疫情防控使生产节奏有所放缓

2022 年 10 月 31 日

事件概述

2022 年 10 月 30 日，键凯科技发布 2022 年三季报：实现收入 3.21 亿元（同比+23%），归母净利润 1.65 亿元（同比+16%），扣非归母净利润 1.57 亿元（同比+21%）。

公司在手订单充裕，受新冠疫情管控影响生产节奏减缓

1) 营收端：单 Q3 实现收入 1.06 亿元（同比持平，环比-7%），主要系天津新冠疫情管控影响，9 月生产节奏放缓所致，从收入分布来看，若不计入技术服务费用，海外收入略高于国内。

2) 利润端：单 Q3 毛利率为 85.01%（同比下降 3.36pct，环比持平），主要系去年 Q3 新冠 LNP 相关 PEG 原料产品收入占比较高所致，提升整体毛利率水平；归母净利润 0.54 亿元（同比-13%，环比-9%），净利率为 50.65%（同比-7.54pct，环比-1.22pct），主要系股权支付费用近千万所致，管理、销售及研发费用整体环比变动不大，受益于外汇套期保值，财务费用实现正向盈利 832 万元。

PEG 化新产品研发如火如荼，公司凭借产品及规模化生产竞争力持续提升

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：**考虑到键凯科技的行业龙头地位及充裕的在手订单，暂不考虑在研管线的里程碑收入贡献，我们预计公司 2022-2024 年营收为 4.67/6.13/7.95 亿元，归母净利润为 2.32/3.09/4.06 亿元，对应 PE 倍数 43×/32×/25×。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；下游产品集采风险。

推荐

维持评级

当前价格：

166.33 元


分析师 周超泽

执业证书：S0100521110005

邮箱：zhouchaoze@mszq.com

分析师 许睿

执业证书：S0100521110007

邮箱：xurui@mszq.com

研究助理 朱凤萍

执业证书：S0100121110041

邮箱：zhufengping@mszq.com

相关研究

1.键凯科技 (688356.SH) 2022 年中报点评：H1 业绩符合预期，收入和利润端维持稳健增长-2022/08/26

2.键凯科技 (688356.SH) 2022 年一季报点评：Q1 营收维持高速增长，扣非净利润短期承压-2022/04/28

3.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-2022/03/29

4.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-2022/01/25

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	467	613	795
增长率 (%)	88.2	32.9	31.3	29.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	176	232	309	406
增长率 (%)	105.2	31.9	33.3	31.4
每股收益 (元)	2.92	3.85	5.13	6.74
PE	57	43	32	25
PB	9.5	7.8	6.3	5.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 28 日收盘价）

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	467	613	795
营业成本	52	67	90	122
营业税金及附加	5	7	9	11
销售费用	13	14	15	20
管理费用	44	56	67	80
研发费用	54	77	89	111
EBIT	183	247	343	451
财务费用	-0	0	0	0
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	9	9	6	8
营业利润	203	261	355	467
营业外收支	-1	6	0	0
利润总额	202	267	355	467
所得税	26	35	46	61
净利润	176	232	309	406
归属于母公司净利润	176	232	309	406
EBITDA	200	264	367	477

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	246	409	570	866
应收账款及票据	101	125	171	217
预付款项	3	5	6	9
存货	41	56	74	102
其他流动资产	381	382	385	387
流动资产合计	773	978	1,205	1,581
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	129	158	195	229
无形资产	21	23	27	29
非流动资产合计	328	393	483	554
资产合计	1,101	1,371	1,688	2,135
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	4	5	7	9
其他流动负债	38	74	81	120
流动负债合计	42	79	88	129
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	8	8	8	8
非流动负债合计	8	8	8	8
负债合计	50	87	95	137
股本	60	60	60	60
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,052	1,283	1,593	1,999
负债和股东权益合计	1,101	1,371	1,688	2,135

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
成长能力 (%)				
营业收入增长率	88.18	32.93	31.27	29.75
EBIT 增长率	81.42	34.37	39.17	31.41
净利润增长率	105.16	31.90	33.32	31.36
盈利能力 (%)				
毛利率	85.21	85.70	85.38	84.60
净利率	50.05	49.66	50.44	51.07
总资产收益率 ROA	15.96	16.92	18.31	19.01
净资产收益率 ROE	16.71	18.06	19.41	20.32
偿债能力				
流动比率	18.46	12.33	13.76	12.25
速动比率	17.40	11.55	12.85	11.39
现金比率	5.87	5.15	6.51	6.71
资产负债率 (%)	4.50	6.35	5.64	6.41
经营效率				
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	0.34	0.36	0.37
每股指标 (元)				
每股收益	2.92	3.85	5.13	6.74
每股净资产	17.44	21.29	26.42	33.15
每股经营现金流	1.96	3.80	4.46	6.40
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	57	43	32	25
PB	9.5	7.8	6.3	5.0
EV/EBITDA	48.94	36.51	25.82	19.21
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	232	309	406
折旧和摊销	17	17	24	27
营运资金变动	-55	-4	-58	-39
经营活动现金流	118	229	269	386
资本开支	-163	-75	-114	-98
投资	-399	0	0	0
投资活动现金流	-571	-66	-108	-90
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-1	0	0	0
筹资活动现金流	-29	0	0	0
现金净流量	-482	163	161	296

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。本报告清晰准确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。	公司评级	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026