

键凯科技 (688356.SH)

业绩负面影响逐步出清，客户新药陆续上市放量在即

事件：公司近日发布 2023 年业绩快报，1) 2023 年：营业收入 2.99 亿元（同比-26.55%），归母净利润 1.23 亿元（同比-34.32%），扣非后归母净利润 1.18 亿元（-33.61%），归母净利率为 41.03%，扣非净利率为 39.46%；2) 2023Q4：营业收入 0.55 亿元（同比-36.11%），归母净利润 0.23 亿元（同比+4.03%），扣非后归母净利润 0.22 亿元（同比+5.97%），归母净利率 41.24%，扣非净利率 39.99%；3) 股权激励支付回冲 0.13 亿元。

受销售提成合同到期与客户结构调整的影响，业绩短期承压。

- **产品销售：**2023 年键凯产品销售总计 281.32 百万元（同比-13.44%）。1) 国内：产品销售收入略有下降，为 134.89 百万元（同比-2.79%），主要因客户金赛自建产能进行替代；2) 海外：产品销售收入 146.43 百万元（同比-21.38%）。(i) 海外医疗器械端稳健成长，2023 年该板块同比增长 18.52%；(ii) 由于上游原料采购具有一定周期性，受海外主要药品客户订单节奏影响，叠加 LNP 相关产品收入锐减的因素，2023 年海外药品端收入下滑明显，同比下滑 72.56%。
- **技术服务：**因特宝的派格宾干扰素产品的销售提成于 2023 年 4 月到期，且特宝新上市产品仍处于早期放量阶段、提成收入较少，2023 年公司技术服务收入仅为 17.02 百万元（同比-79.22%）。

国内外客户在研药品进入收获期，未来两年有望迎来增量收入&营收结构优化。

- **海外市场：**药品端客户的 10 亿美金级重磅产品已获批上市，用于治疗重症肌无力，另有 2 款产品接近申报阶段。
- **国内市场：**特宝的 G-CSF 项目已经获批，安科生物的生长激素药品正在申报，特宝生物的生长激素药物、晟斯生物超长效重组八因子产品及凯因科技干扰素处于 3 期临床。特宝的 G-CSF 和生长激素两个药品将为键凯带来技术服务收入增量，有望带动综合毛利率提升。

公司持续开发下游创新应用场景，创新平台实力检验在即。2023 年键凯研发投入 0.58 亿元（同比-25.34%），研发费用率为 19.34%（+0.32pct）。在研项目中聚乙二醇伊立替康的小细胞肺癌适应症 2 期临床试验总结报告完成，3 期临床试验实施在准备中；脑胶质瘤适应症 2 期临床正在进行中。聚乙二醇交联透明质酸钠（JK-2122H）增加降解时间、减少毒副作用；目前已完成临床研究，处于数据整理阶段。透明质酸钠复合溶液（JK-1136H）已完成全部受试者的临床入组工作。以上三个项目预计将于 2024、2025 年陆续实现上市放量产生收入。

盈利预测与估值：根据 2023 年业绩快报，我们下调盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.23、1.84、2.42 亿元，分别同比增长-34.0%、49.5%、31.1%，当前股价对应 PE 分别为 39X、26X、20X，维持“买入”评级。

风险提示：核心技术迭代风险；产品降价风险；产品研发不及预期风险。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	351	407	299	413	532
增长率 yoy (%)	88.2	15.9	-26.6	38.0	29.0
归母净利润（百万元）	176	187	123	184	242
增长率 yoy (%)	105.2	6.3	-34.0	49.5	31.1
EPS 最新摊薄（元/股）	2.90	3.08	2.04	3.04	3.99
净资产收益率 (%)	16.7	15.3	9.5	12.8	14.7
P/E (倍)	27.4	25.7	39.0	26.1	19.9
P/B (倍)	4.6	3.9	3.7	3.3	2.9

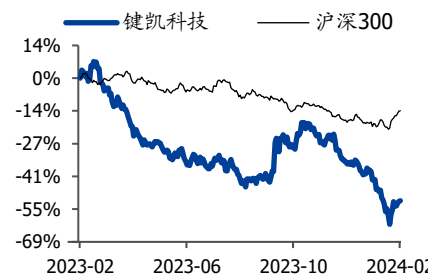
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 2 月 23 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
2月23日收盘价(元)	79.35
总市值(百万元)	4,809.78
总股本(百万股)	60.61
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	0.57

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 胡佑碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

相关研究

- 1、《键凯科技（688356.SH）：优质聚乙二醇 CXO 稀缺标的，“材料+创新”键凯科技稳健前行》2023-12-08



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	773	777	905	1033	1152
现金	246	310	581	459	717
应收票据及应收账款	101	141	37	208	108
其他应收款	6	8	2	12	6
预付账款	3	3	2	4	3
存货	41	66	33	99	67
其他流动资产	376	250	250	250	250
非流动资产	328	526	441	501	560
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	129	144	126	205	274
无形资产	21	21	21	21	21
其他非流动资产	179	361	294	275	264
资产总计	1101	1303	1345	1534	1711
流动负债	42	67	42	79	58
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	4	5	3	8	6
其他流动负债	38	61	39	71	52
非流动负债	8	11	11	11	11
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8	11	11	11	11
负债合计	50	78	53	91	69
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	60	60	61	61	61
资本公积	652	688	688	688	688
留存收益	341	475	571	703	878
归属母公司股东权益	1052	1225	1292	1443	1642
负债和股东权益	1101	1303	1345	1534	1711

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	118	186	245	-28	364
净利润	176	187	123	184	242
折旧摊销	14	21	13	17	25
财务费用	0	-7	-6	-8	-9
投资损失	-9	-5	-4	-4	-5
营运资金变动	-79	-56	122	-213	118
其他经营现金流	17	46	-4	-5	-6
投资活动现金流	-571	-79	79	-68	-72
资本支出	165	213	-85	60	59
长期投资	-399	131	0	0	0
其他投资现金流	-805	264	-6	-8	-13
筹资活动现金流	-29	-43	-52	-26	-33
短期借款	-1	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	46	35	0	0	0
其他筹资现金流	-75	-79	-53	-26	-33
现金净增加额	-482	73	271	-122	259

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	351	407	299	413	532
营业成本	52	62	57	76	96
营业税金及附加	5	5	4	5	7
营业费用	13	11	8	11	14
管理费用	44	53	43	54	69
研发费用	54	77	58	71	91
财务费用	0	-7	-6	-8	-9
资产减值损失	-2	-10	0	0	0
其他收益	3	4	0	0	0
公允价值变动收益	11	3	4	5	6
投资净收益	9	5	4	4	5
资产处置收益	-1	0	0	0	0
营业利润	203	209	142	212	276
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	202	208	141	211	275
所得税	26	21	18	27	33
净利润	176	187	123	184	242
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	176	187	123	184	242
EBITDA	209	220	141	213	282
EPS (元)	2.90	3.08	2.04	3.04	3.99

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	88.2	15.9	-26.6	38.0	29.0
营业利润(%)	101.1	3.1	-32.1	49.3	30.2
归属于母公司净利润(%)	105.2	6.3	-34.0	49.5	31.1
获利能力					
毛利率(%)	85.2	84.8	81.0	81.5	82.0
净利率(%)	50.1	45.9	41.2	44.7	45.4
ROE(%)	16.7	15.3	9.5	12.8	14.7
ROIC(%)	16.0	14.4	8.6	11.8	13.7
偿债能力					
资产负债率(%)	4.5	6.0	3.9	5.9	4.0
净负债比率(%)	-22.4	-24.2	-44.2	-31.1	-43.0
流动比率	18.5	11.7	21.6	13.0	20.0
速动比率	17.3	10.5	20.6	11.6	18.7
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	4.8	3.4	3.4	3.4	3.4
应付账款周转率	17.6	13.9	13.9	13.9	13.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.90	3.08	2.04	3.04	3.99
每股经营现金流(最新摊薄)	1.95	3.07	4.04	-0.47	6.00
每股净资产(最新摊薄)	17.35	20.21	21.32	23.80	27.09
估值比率					
P/E	27.4	25.7	39.0	26.1	19.9
P/B	4.6	3.9	3.7	3.3	2.9
EV/EBITDA	20.1	19.4	28.3	19.4	13.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 2 月 23 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com