

**键凯科技(688356)**

报告日期: 2023年04月01日

## 盼产能释放、研发合作推进

### ——键凯科技 2022 年报点评

#### 投资要点

□ 公司 2022 年生产交付受疫情扰动，但 PEG 衍生物在药物等领域精准释放、药效优化等领域应用景气持续，2023 年产能释放有望成为公司产品销售业务加速增长的起点。我们认为公司作为医药硬科技、创新供应链的典型代表，有望持续受益于医药创新周期迭代，并将 PEG 材料制造推向全球。

#### □ 财务表现：疫情扰动下，短期季度增速承压

公司公告 2022 年年报，2022 年收入 4.07 亿元，同比增长 16%；归母净利润 1.87 亿元，同比增长 6.3%；扣非归母净利润 1.78 亿元，同比增长 13.1%；归母净利率 45.9%，同比下降 4.2pct。单季度看，2022Q4 收入 0.86 亿元，同比下降 3.5%；归母净利润 0.22 亿元，同比下降 35.2%。我们认为，公司 2022 年归母净利润增速低于我们之前的预期。

#### □ 成长能力：产能释放有望成为产品销售业务加速的起点

①分业务板块看，技术服务收入大幅增长，部分对冲了发货、投产等对增长的扰动。根据公司年报，2022 年销售产品收入占比 79.7%、同比增长 6.7%，其中国内产品销售增长 14.9%，国外产品销售同比增长 1.4%，剔除 LNP 产品影响后国外产品销售同比增长 15.3%（LNP 产品同比下降 42.1%）；技术使用费收入占比 20.1%、同比增长 75.8%，“技术使用费收入的增长主要来自于来自特宝生物聚乙二醇干扰素  $\alpha$ -2b 注射液销售收入的提成”。具体看各个业务板块，我们认为 2022 年公司的收入增长主要来自于：（1）特宝生物派格宾收入持续增长带来的销售分成收入增长（根据特宝生物年报，2022 年派格宾收入 11.6 亿元，同比增长 50.7%）；（2）国内其他客户产品销售增长（根据长春高新 2023 年 3 月 30 日投资者交流记录表，“从收入上来看的话，长效产品收入增长 60%左右”，“子公司金赛药业生长激素产品整体收入增长 25%以上，其中粉针占比 10%左右，水针占比 66%左右；长效水针占比由去年的 18%提升到 23%左右”，以此估算 2022 年长春高新长效水针收入约 23.5 亿元，假设 PEG 成本占收入比例在 3-3.5%，公司来自于长春高新的收入约 7000-8300 万元，对应第二大客户收入体量）；（3）海外服务的项目临床推进带来销售量放大。

展望 2023-2025 年，我们预计增长来自于：（1）特宝生物相关：我们认为，特宝生物的销售分成合同到期后可能导致公司技术使用费收入有所下降，但派格宾销售额的持续较快速增长有望带动公司产品销售收入明显提升，部分对冲合同到期的负面影响。（2）国外项目放大：服务国外项目的正式上市和 NDA 有望带动销售量明显放大（根据公司 2023 年 2 月 27 日公告的《投资者交流记录表》，“海外目前是 3 个三期临床（2 个已经结束三期，1 个临近结束），7 个 2 期临床（赛诺菲的项目从二期临床又退回一期）。节奏上看，我们预计 3 个临床三期的项目中，1 个于 2023 年底在美国正式获批上市（可能带来 2023H2 的备货需求）、1 个长效抗癌药于 2023H1 正式 NDA 且有望于 2024H1 获批、1 个即将结束临床三期的项目有望于 2023H2 正式 NDA 且有望于 2024-2025 年获批）。（3）其他项目：国内其他客户和海外器械凝胶项目有所增长（主要来自于下游需求增速在 10%+，且逐渐消化终端发货、需求恢复等因素）。（4）LNP 相关：考虑到全球新冠疫苗需求相对较低，我们预计 2023 年 LNP 相关的收入持续下降，国内外临床相关的应用下，我们预计该产品仍会有一定的销售额，2024 年起我们假设该产品略有增长、基本稳定。（5）在研项目合作：根据公司公告，公司的聚乙二醇伊立替康小细胞肺癌适应症于 2023 年 1 月获得 CDE 同意开展临床三期试验，2022 年 11 月该产品的脑胶质瘤适应症临床二期正式入组，我们看好公司创新药、医美管线的合作进展，及其对公司 2023-2025 年收入和利润的增长能贡献。我们认

#### 投资评级：买入(维持)

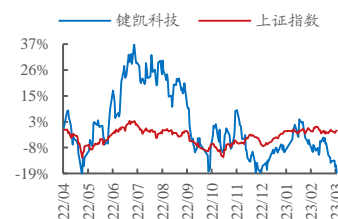
分析师：孙建  
 执业证书号：S1230520080006  
 02180105933  
 sunjian@stocke.com.cn

分析师：毛雅婷  
 执业证书号：S1230522090002  
 maoyating@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 148.00
总市值(百万元)	8,922.62
总股本(百万股)	60.29

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《键凯科技六问六答》  
2023.03.02
- 2 《键凯科技更新报告：应用突破的利基市场（PEG）龙头》  
2023.02.08
- 3 《疫情短期扰动，静待产能释放——键凯科技 2022 三季度点评报告》 2022.11.01

为，PEG 仍然是极具潜力的创新药修饰耗材，2022 年的全球新冠疫情影响了投融资和创新药的早期研发需求，我们预计 2023 年起小核酸、ADC、多肽、细胞因子等领域的 PEG 应用个数有望明显增长、临床持续推进，我们持续看好全球创新应用场景扩充下，公司 PEG 药品和器械相关的项目增长潜力。

**②产能释放有望成为公司产品销售业务加速增长的起点。**(1) 从营运效率变化看，产能利用情况是重要制约因素。2022 年为 2016 年以来首次固定资产周转率下降的年度（2022 年固定资产周转率为 2.98，2021 年为 3.23；如果仅用产品销售收入除以固定资产平均值，则 2022 年调整后固定资产周转率为 2.38，2021 年为 2.79）。分析营运效率的变化，从项目结构和项目单价看，我们根据年报披露的产品销售收入和聚乙二醇衍生物销售量计算，2022 年和 2021 年聚乙二醇衍生物的销售单价基本不变（2022 年为 23 万元/千克，2021 年为 23.2 万元/千克）。从订单情况看，根据公司 2022 年中报，“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金额为 278,498,132.97 元”，即 2022 年后半年待交付的在手订单约 2.78 亿元；根据公司 2022 年报，“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金额为 193,858,592.06 元”，即 2022 年底待交付的在手订单约 1.94 亿元；考虑到公司 2022 年后半年收入约 2.15 亿元，考虑到公司 2022 年后半年还会有新签订单且直接在后半年交付的情况，我们认为 2022 年中旬的在手订单并未完全在 2022 年底交付。综上所述，我们认为 2022 年公司固定资产营运效率下降并非来自于项目结构变化和订单下降，而可能更多来自于产能利用率制约，我们认为 2022 年该因素可能和国内特殊情况下物流、投产等因素制约有关。(2) 2023 年最大的边际变化是盘锦产能释放后，产能不再成为公司项目增长和交付的制约。根据公司年报，2022 年底在建工程 2.54 亿元，从明细项看“医用药用聚乙二醇及其衍生物产业化与应用成果转化项目”完工度 57.6%，“预灌封注射产品灌装车间工程项目”完工度 91.7%，2023 年 Q2 起盘锦产能竣工投产后有望陆续承接天津的非 GMP 和 GMP 产能项目，同时增加产能调度的灵活度。我们认为，产能释放、海外项目陆续商业化带来产品销售量放大，2023H2 有望成为公司产品销售增长的拐点，2024 年随着海外项目收入占比提升、LNP 相关的收入扰动基数下降，我们认为产品销售业务收入有望持续较快速增长。

#### □ 盈利能力：预计毛利率下降、净利润率基本稳定

2022 年公司归母净利率同比下降 4.2pct、扣非归母净利率同比下降 1.1pct，其中毛利率同比下降 0.4pct、销售费用率同比下降 0.9pct、管理费用率同比提升 0.2pct、研发费用率同比提升 3.6pct，2022 年与 2021 年非经常性损益的差异主要来自于套期保值业务外金融资产及负债等的损益差异，我们认为扣非归母净利润率更能体现出公司经营的变化。展望 2023-2025 年的盈利能力变动，我们预计：①毛利率看，国内产品销售业务毛利率稳定，国外项目随着工艺稳定、销量增长，预计国外项目毛利率有所提升，产品销售业务毛利率预计有所提升；但收入占比看，我们预计 2023-2025 年技术服务收入占比可能下降（该业务毛利率在 99-100%之间），导致 2023-2025 年毛利率有所下降。②净利率看，我们预计股权激励相关的管理费用有望逐年下降，带动管理费用率下降；我们假设研发费用率在 17-19%，带来综合利润率在 47-47.5%附近。

#### □ 现金流变化：现金流同比较高速增长，预计未来资本开支强度下降

根据公司年报，2022 年公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 33.1%、经营活动产生的现金流量净额同比增长 57.2%，增速均明显高于收入和净利润增速，从补充资料看，现金流的改善部分来自于经营性应收项目的影响。从资本开支的角度看，2022 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 2.1 亿元，同比明显增加。我们预计 2023 年随着国内下游制剂需求修复、海外项目临床进展推进等，公司现金流回款有望持续改善，带动现金流增长；随着盘锦产能释放，我们预计公司资本开支强度有望下降。

### □ 盈利预测与估值

基于公司核心业务板块的分析，我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 4.05、5.07、6.1 元/股（前值分别为 4.16、5.15 和 6.52 元/股，下调来自于年报后对国内部分客户技术服务分成收入的下降假设的调整），2022-2025 年归母净利润 CAGR 有望达到 25.3%，自有管线的合作及分成有望构成额外的利润和市值增量（2023 年有望成为自研创新管线变现的起点），维持“买入”评级。

### □ 风险提示

核心客户的原材料自给/订单转移风险；核心项目研发投入过大或临床失败风险；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)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	407	517	651	772
(+/-) (%)	15.95%	27.05%	25.88%	18.61%
归母净利润	187	244	306	368
(+/-) (%)	6.29%	30.78%	25.21%	20.14%
每股收益(元)	3.10	4.05	5.07	6.10
P/E	47.76	36.52	29.16	24.27

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)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	777	916	1177	1536
现金	310	429	633	933
交易性金融资产	242	242	242	242
应收账款	141	156	197	236
其它应收款	8	8	10	12
预付账款	3	4	5	6
存货	66	73	85	101
其他	8	4	5	6
<b>非流动资产</b>	526	634	690	714
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	144	324	422	480
无形资产	21	21	22	23
在建工程	254	182	135	103
其他	107	107	111	108
<b>资产总计</b>	1303	1550	1868	2250
<b>流动负债</b>	67	74	84	98
短期借款	0	0	0	0
应付款项	5	6	8	10
预收账款	10	13	16	19
其他	51	54	59	69
<b>非流动负债</b>	11	7	9	9
长期借款	0	0	0	0
其他	11	7	9	9
<b>负债合计</b>	78	81	93	107
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1225	1469	1775	2143
<b>负债和股东权益</b>	1303	1550	1868	2250

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	407	517	651	772
营业成本	62	81	106	127
营业税金及附加	5	5	7	8
营业费用	11	14	18	21
管理费用	53	57	72	85
研发费用	77	96	117	131
财务费用	(7)	1	1	2
资产减值损失	10	3	2	2
公允价值变动损益	3	3	3	3
投资净收益	5	5	5	5
其他经营收益	4	4	4	4
<b>营业利润</b>	209	273	342	410
营业外收支	(2)	(1)	(2)	(2)
<b>利润总额</b>	208	272	340	409
所得税	21	27	34	41
<b>净利润</b>	187	244	306	368
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	187	244	306	368
EBITDA	220	274	345	411
EPS (最新摊薄)	3.10	4.05	5.07	6.10

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	15.95%	27.05%	25.88%	18.61%
营业利润	3.06%	30.34%	25.15%	20.02%
归属母公司净利润	6.29%	30.78%	25.21%	20.14%
<b>获利能力</b>				
毛利率	84.85%	84.36%	83.72%	83.60%
净利率	45.88%	47.23%	46.98%	47.58%
ROE	16.41%	18.14%	18.86%	18.77%
ROIC	14.51%	15.91%	16.38%	16.14%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	5.97%	5.22%	4.96%	4.76%
净负债比率	3.62%	2.57%	2.82%	2.34%
流动比率	11.67	12.45	14.05	15.66
速动比率	10.68	11.46	13.03	14.62
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.34	0.36	0.38	0.38
应收账款周转率	3.36	3.50	3.72	3.62
应付账款周转率	13.88	13.88	14.18	13.61
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	3.10	4.05	5.07	6.10
每股经营现金	3.08	3.96	4.51	5.79
每股净资产	20.32	24.37	29.44	35.54
<b>估值比率</b>				
P/E	47.76	36.52	29.16	24.27
P/B	7.29	6.07	5.03	4.16
EV/EBITDA	40.46	30.11	23.35	18.88

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	186	239	272	349
净利润	187	244	306	368
折旧摊销	21	14	21	25
财务费用	(7)	1	1	2
投资损失	(5)	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	(15)	(8)	(34)	(25)
其它	5	(8)	(17)	(16)
<b>投资活动现金流</b>	(79)	(117)	(68)	(47)
资本支出	(183)	(120)	(70)	(50)
长期投资	0	0	0	0
其他	104	3	2	3
<b>筹资活动现金流</b>	(43)	(2)	(1)	(2)
短期借款	0	0	(0)	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(43)	(2)	(1)	(2)
<b>现金净增加额</b>	63	119	204	300

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>