

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

键凯科技(688356)

投资评级 无评级

上次评级

周平 医药行业首席分析师  
执业编号: S1500521040001  
联系电话: 15310622991  
邮箱: zhouping@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 业绩高增长，赋能 PEG “聚” 出个未来

2022年03月29日

**事件：**键凯科技发布 2021 年年报，全年实现总营收 3.51 亿元，同比增长 88.18%；归母净利润达 1.76 亿元，同比增速为 105.16%；扣非归母净利润 1.57 亿元，较上年同期增长 89.74%；归母净利率 50.05%，同比提升 4.14 pct；扣非净利率为 47.75%，同比上升 0.36 pct。分季度来看，2020Q4 营业收入为 0.89 亿元，同比增长 46.98%；受研发费用、股权激励费用、销售奖金计提等项目影响，归母净利润为 0.33 亿元，对应净利率为 37.39%。全年整体来看，公司收入端与利润端维持快速增长，内生盈利能力仍处于较高水平。

### 点评：

- **下游客户需求带动公司营收快速增长。**国内客户中，聚乙二醇修饰药物艾多（恒瑞医药）、金赛增（长春金赛）、派宾格（特宝生物）以及孚来美（江苏豪森）使用了公司提供的 PEG 原料。2021 年相关产品销售额均有明显提升，随着下游客户商业化制剂产品的持续放量，带动公司相关产品及技术服务收入稳健增加。海外客户中，已有合作研发项目进入临床三期，对 PEG 需求有望继续加码；与知名医疗器械企业保持良好的 PEG 供应关系，继续稳定贡献收入。受新冠疫苗研发需求驱动，LNPs 中的 PEG 脂质需求明显上升，相关收入持续增加，有望成为公司新的营收突破点。2021 年国际收入远超预期，新公斤级订单和新客户数量明显增加，国际认可度不断提升。
- **不断开拓 PEG 在医药领域应用范围。**公司重点自研药物 PEG-伊立替康（JK-1201I）具有显著、广谱的抗肿瘤活性，药效优于同样给药方案的盐酸伊立替康，已进入 II 期临床阶段，目前尚无此类国产药物上市，未来有望通过技术转让等模式开拓新的盈利增长点。公司在前沿药物领域积极探索，布局核酸药物递送系统，拓展 PEG 在 ADC 和 PROTACs 的应用，持续强化技术护城河。
- **ODM 模式拓展科研用户。**在国内市场与国际市场，公司分别选择与泰坦科技和 Sigma-Aldrich 合作，为其旗下 PEG 类产品系列提供 OEM 生产服务，共同开拓 PEG 衍生物产品在科研市场的应用，提升新用户拓展效率，增强用户粘性。
- **高研发投入稳定业内龙头地位。**报告期内，公司继续加大研发投入，研发费用达 0.54 亿元，同比增长高达 105.21%，并新设医美器械部与注册部，用以支撑公司 PEG 医疗器械产业化以及 PEG 药品注册申报工作。公司持续的高研发投入，将进一步巩固公司在高纯度和低分散度医用药用聚乙二醇领域的龙头地位。
- **产能有望持续扩增。**公司现有产能仅为 2 吨，难以满足销售需求。盘锦键凯目前已完成主体建设，公司预计于 2022 年三季度试车进行生产，其产能约为 12-20 吨，有望缓解目前公司产能紧张的局面，为公司提供长期支持。天津键凯仍有 12-20 吨在建产能，工厂预计于 2022 年完工。

- **盈利预测：**预计 2022-2024 年公司收入分别为 4.93/6.37/8.06 亿元，同比增长 40.3%/29.2%/26.6%。归母净利润分别为 2.49/3.26/4.13 亿元，同比增长 41.8%/30.7%/26.7%，对应 2022-2024 年 EPS 分别为 4.16/5.43/6.88 元，PE 为 49/37/29 倍。
- **风险因素：**产品研发进度不及预期；产能扩建不及预期；客户拓展不及预期，新增订单量不及预期。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	187	351	493	637	806
增长率 YoY %	38.9%	88.2%	40.3%	29.2%	26.6%
归属母公司净利润 (百万元)	86	176	249	326	413
增长率 YoY%	39.2%	105.2%	41.8%	30.7%	26.7%
毛利率%	86.0%	85.2%	85.7%	85.6%	85.0%
净资产收益率ROE%	10.0%	16.7%	19.2%	20.0%	20.2%
EPS(摊薄)(元)	1.71	2.93	4.16	5.43	6.88
市盈率 P/E(倍)	64.22	115.06	48.69	37.27	29.41
市净率 P/B(倍)	7.70	19.23	9.33	7.46	5.95

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 03 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	785	773	989	1,299	1,704	
货币资金	710	246	476	744	1,096	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	46	101	68	87	110	
预付账款	3	3	7	7	11	
存货	23	41	62	83	109	
其他	3	381	377	377	378	
<b>非流动资产</b>	116	328	365	395	418	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	89	129	183	221	248	
无形资产	17	21	21	21	21	
其他	9	179	161	153	149	
<b>资产总计</b>	901	1,101	1,354	1,694	2,122	
<b>流动负债</b>	41	42	45	60	75	
短期借款	1	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	2	4	5	8	9	
其他	39	38	41	52	66	
<b>非流动负债</b>	3	8	8	8	8	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	3	8	8	8	8	
<b>负债合计</b>	44	50	53	67	83	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	856	1,052	1,301	1,627	2,040	
<b>负债和股东权益</b>	901	1,101	1,354	1,694	2,122	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	187	351	493	637	806	
同比	38.9%	88.2%	40.3%	29.2%	26.6%	
归属母公司净利润	86	176	249	326	413	
同比	39.2%	105.2%	41.8%	30.7%	26.7%	
毛利率(%)	86.0%	85.2%	85.7%	85.6%	85.0%	
ROE%	10.0%	16.7%	19.2%	20.0%	20.2%	
EPS(摊薄)(元)	1.71	2.93	4.16	5.43	6.88	
P/E	64.22	115.06	48.69	37.27	29.41	
P/B	7.70	19.23	9.33	7.46	5.95	
EV/EBITDA	53.08	99.94	39.18	29.74	23.06	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业总收入</b>	187	351	493	637	806	
营业成本	26	52	70	92	121	
营业税金及	3	5	7	9	11	
销售费用	5	13	20	25	32	
管理费用	25	44	49	57	64	
研发费用	26	54	74	102	137	
财务费用	0	0	-9	-15	-23	
减值损失合	-3	-2	-10	-10	-10	
投资净收益	0	9	0	0	0	
其他	2	13	8	10	10	
<b>营业利润</b>	101	203	280	366	464	
营业外收支	0	-1	0	0	0	
<b>利润总额</b>	101	202	280	366	464	
所得税	15	26	31	40	51	
<b>净利润</b>	86	176	249	326	413	
少数股东损	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司</b>	86	176	249	326	413	
EBITDA	111	200	298	383	479	
EPS(当	1.71	2.93	4.16	5.43	6.88	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	78	118	297	334	416	
净利润	86	176	249	326	413	
折旧摊销	10	17	25	32	39	
财务费用	1	2	0	0	0	
投资损失	0	-9	0	0	0	
营运资金变	-21	-55	17	-27	-38	
其它	3	-12	5	4	2	
<b>投资活动现金流</b>	-18	-571	-67	-66	-64	
资本支出	-19	-163	-67	-66	-64	
长期投资	0	-399	0	0	0	
其他	0	-9	0	0	0	
<b>筹资活动现金流</b>	553	-29	0	0	0	
吸收投资	565	0	0	0	0	
借款	1	0	0	0	0	
支付利息或	0	-26	0	0	0	
<b>现金流净增加额</b>	610	-482	230	269	352	

## 研究团队简介

**周平**，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021年4月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得2015/2016/2017年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

**李雨辰**，团队成员，北京协和医学院医学博士。具有5年医药行业实业工作经验。曾就职于生物梅里埃、贝克曼库尔特(丹纳赫集团)，具有丰富的实业经验。2021年7月加入信达证券，负责医疗器械板块研究工作。

**史慧颖**，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

**史玉琢**，团队成员，香港理工大学生物医学工程硕士，曾在万联证券研究所医药团队工作，2021年加入信达证券，负责疫苗、血制品、医药消费行业研究。

**王桥天**，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sunrong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致