



2023-04-03

公司点评报告

买入/维持

键凯科技(688356)

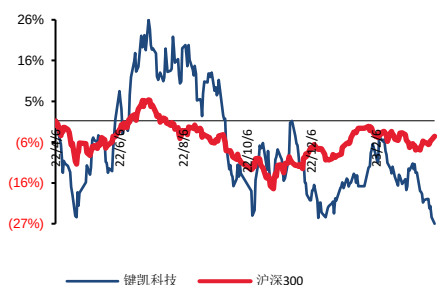
目标价: 175

昨收盘: 144.71

医药生物 化学制药

受外部环境的影响业绩增速放缓，海外业务+创新平台即将绽放

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	60/36
总市值/流通(百万元)	8,724/5,249
12 个月最高/最低(元)	249.70/144.71

相关研究报告:

键凯科技(688356)《自研品种伊立替康获准进入 III 期临床，顺利向产业链下游延伸》--2023/01/30

键凯科技(688356)《盘锦工厂有望即将助力订单消化，重量级自研产品授权在望》--2022/10/30

键凯科技(688356)《业绩符合预期，Q3 新产能有望投入使用》--2022/08/25

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520090001

事件：2022 年公司实现收入 4.07 亿元 (+15.95%)；归母净利润 1.82 亿元 (+3.36%)；扣非净利润 1.73 亿元 (+10.34%)。

季度财务指标及在手订单情况显示 22 年业绩增速放缓系 Q4 外部环境的影响所致。22 年 Q1-4 实现收入 1.01 亿 (+44.23%)、1.14 亿 (+32.75%)、1.06 亿 (+0.09%)、0.86 亿 (-3.49%)，归母净利润 0.52 亿 (+45.41%)、0.59 亿 (+32.30%)、0.54 亿 (-12.86%)、0.22 亿 (-35.23%)，22 年上半年末在手订单 2.78 亿，由此可见公司 22 年收入和业绩增速放缓主要系 Q3 基数较高和 Q4 疫情管控政策变化拖慢下游客户排产节奏所致。展望未来，国内外下游客户的生产及国内外贸易将在疫情缓和后快速恢复，将加快公司的订单消化能力此外盘锦产能已在近期竣工，设计产能为天津产能的 6 倍以上，有望进一步增强公司的接单能力，为公司业绩持续快速稳健增长打下坚实基础。

国外重磅项目商业化在即。公司支持的境外在研创新药中已有三个完成 3 期临床试验，有望于 23 年起陆续上市，使海外业务迈向依托商业化新药快速增长的新纪元：其中一个于 2022 年提交 NDA，预计今年 Q4 可以商业化，一个预计今年年底提交 NDA，一个预计 2024 年上半年提交 NDA。我们认为海外的新药项目销售额较高，所用的 PEG 原料亦是价格较高的类型，可为公司带来明显的业绩增量，例如：根据公司投资者关系活动记录表 0929，正在 NDA 的项目适应症是重症肌无力，客户预期销售峰值可达到 10 亿美金，根据美国重症肌无力基金会，美国重症肌无力患者约有 3.6~6 万例，但有效且可及性高的治疗手段仍有限，主要有胸腺切除术、利妥昔单抗（在难治性 AChR-Ab+ 重症肌无力中的疗效尚不确定）、甲氨蝶呤（缺乏 RCT 的证据）、依库单抗（年治疗费用高达 40 万美元以上）等，公司支持的新药获批上市后有望快速获得青睐。

聚乙二醇伊立替康（JK-1201I）若成功上市有望成为脑胶质瘤等瘤种的主流用药，玻尿酸技术路线新颖可对标高端进口产品。基于聚乙二醇技术的创新产品研发在 22 年快速推进，JK-1201I 目前小细胞肺癌临床试验已获批进入临床 III 期，脑胶质瘤临床试验处在 II 期，JK-1201I 相对传统伊立替康和伊立替康脂质体理论上具有较理想的有效性及安全性，而伊立替康已被纳入多种癌症的治疗指南，且针对脑胶

质瘤目前靶向药和免疫疗法仍处在研发阶段，可见 JK-1201I 销售额远期有望达到较高水平。玻尿酸医美产品（JK-2122H）预计在 2023 年 11 月临床试验结束，该款产品的交联技术基于 peg，相对 bdde 安全性更高，有望对标乔雅登、瑞蓝等进口产品。

维持“买入”评级。长期来看公司为全球 PEG 衍生物行业引领企业，掌握衍生物生产全产业链核心技术，产品质量与客户资源优势明显，有望分享 PEG 修饰应用市场扩容红利。预计 23-25 年净利润为 2.60/3.45/4.19 亿元，维持“买入”评级。

风险提示。产品订单量不及预期；客户合作进展不及预期；新品研发不及预期；竞争压力大于预期。

■ 盈利预测和财务指标:

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	407	586	713	815
(+/-%)	15.95	43.98	21.67	14.31
净利润(百万元)	187	260	345	419
(+/-%)	2.71	43.86	32.91	21.33
摊薄每股收益(元)	3.11	4.31	5.73	6.95
市盈率(PE)	50.34	33.57	25.26	20.82

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	246	310	611	887	1276	营业收入	351	407	586	713	815
应收和预付款项	107	149	152	225	229	营业成本	52	62	105	124	139
存货	41	66	93	92	127	营业税金及附加	5	5	6	7	8
其他流动资产	379	253	257	257	258	销售费用	13	11	21	25	29
流动资产合计	773	777	1114	1461	1890	管理费用	44	53	70	78	82
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	0	(7)	(6)	(12)	(18)
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	(2)	(10)	0	0	0
固定资产	129	144	244	305	352	投资收益	9	5	15	20	35
在建工程	86	254	127	63	32	公允价值变动	11	3	0	0	0
无形资产	21	21	21	21	21	营业利润	203	209	300	397	482
商誉	0	0	0	0	0	其他非经营损益	(1)	(2)	(1)	0	0
其他非流动资产	92	107	107	108	108	利润总额	202	208	299	397	482
资产总计	1101	1303	1613	1958	2402	所得税	26	21	39	52	63
短期借款	0	0	0	(1)	(1)	净利润	176	187	260	345	419
应付和预收款项	16	34	60	56	73	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	176	187	260	345	419
其他长期负债	8	11	11	11	11						
负债合计	50	78	128	128	153						
股本	60	60	60	60	60	预测指标					
资本公积	652	688	688	688	688		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
留存收益	(2)	1	1	1	1	毛利率	85.21%	84.85%	82.01%	82.63%	83.01%
归母公司股东权益	1052	1225	1485	1830	2249	销售净利率	50.05%	45.88%	44.33%	48.46%	51.40%
少数股东权益	0	0	0	0	0	销售收入增长率	88.18%	15.95%	43.97%	21.58%	14.40%
股东权益合计	1052	1225	1485	1830	2249	EBIT 增长率	81.42%	5.64%	43.77%	30.96%	17.59%
负债和股东权益	1101	1303	1613	1958	2402	净利润增长率	100.11%	2.71%	43.86%	32.91%	21.33%
						ROE	16.71%	15.25%	17.51%	18.88%	18.63%
						ROA	15.96%	14.34%	16.11%	17.64%	17.45%
						ROIC	15.06%	14.18%	16.28%	17.31%	16.57%
现金流量表(百万)						EPS (X)	2.93	3.11	4.31	5.73	6.95
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	PE (X)	115.06	50.34	33.57	25.26	20.82
经营性现金流	118	186	295	299	423	PB (X)	19.23	7.71	5.88	4.77	3.88
投资性现金流	(571)	(79)	7	(23)	(34)	PS (X)	57.60	23.18	14.88	12.24	10.70
融资性现金流	(29)	(43)	0	0	0	EV/EBITDA (X)	99.94	41.84	25.98	19.15	15.41
现金增加额	(482)	73	302	276	388						

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。