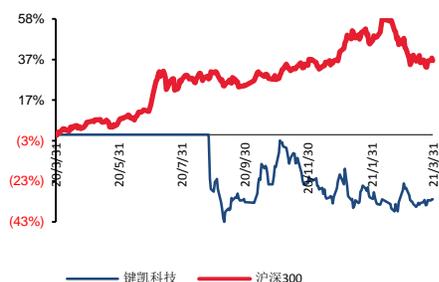


医疗保健 制药、生物科技与生命科学

## 国内客户收入快速放量，研发项目稳步推进

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	60/14
总市值/流通(百万元)	5,568/1,322
12个月最高/最低(元)	136.84/77.60

### 相关研究报告:

键凯科技(688356)《收入增长逐季加速，盈利能力持续提升》  
--2021/02/25

键凯科技(688356)《细分领域冠军之键凯科技——PEG医药应用行业龙头快速崛起》  
--2021/01/20

### 证券分析师：盛丽华

电话：021-58502206

E-MAIL: shenglh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520070003

### 证券分析师：陈灿

电话：18510640908

E-MAIL: chencan@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520110001

**事件：**公司发布年报，预计2020年全年实现收入1.87亿元(+38.94%，YoY下同)、归母净利润0.86亿元(+39.22%)、扣非后归母净利润0.83亿元(+51.73%)。整体业绩符合预期。

**国内客户收入快速放量，国外客户销售保持稳健。**按业务类型来分，20年全年PEG产品销售收入为1.64亿元(+38.65%)、技术使用费收入0.22亿元(+36.44%)，技术使用费仍主要以特宝生物派格宾销售分成为主，20年特宝生物派格宾销售收入4.58亿元(+26.20%)，据此计算公司销售分成比例提升至4.7%-4.8%。按下游客户来看，20年国内地区收入0.92亿元(+66.67%)、国外地区收入0.94亿元(+19.51%)，得益于金赛和恒瑞等客户终端产品的放量，国内客户收入增长显著提速。产销量方面，PEG衍生物全年销量668.90Kg(+5.81%)，据此计算衍生物销售均价同比提升31%至24.51万元/Kg，预计主要是由于单价更高的药品端销量增长较快。

**毛利率稳步提升，管理费用率持续改善。**20年公司整体毛利率为85.97%(+1.66pct)，拆分来看，国内地区毛利率为82.99%(-2.71pct)，毛利率有所下降，主要是公司采取阶梯定价机制，下游客户产品订购量增加通常会使得产品平均价格下降；国外地区毛利率为88.87%(+5.55pct)，预计由于国外销售的产品结构变化带来的销售单价的提高，同时生产规模效应使单位成本有所下降。费用端，全年合计期间费用率为29.98%(-3.72pct)，主要是由于收入规模快速扩张而销售、管理费用等支出增速相对较慢。20年全年公司净利率为45.91%，同比保持稳中有升态势。

**研发投入占比维持高位，新药研发与专利申请稳步推进。**公司20年研发投入0.26亿元(全部费用化)，占收入比重为14.09%，仍维持相对较高水平。20年公司重磅在研PEG-伊立替康已完成I期临床试验全部6个剂量组受试者的入组，并于网上提交了突破性治疗的资料，预计21年可进入II期；JK1214R项目已完成药效学研究，其他临床前研究预计也将于21年完成全部临床前研究；JK-2122H项目对制剂工艺进行了进一步优化；JK-12191项目已完成分离纯化工艺摸索、样品制备和药效学试验；其他研发储备项目均按计划进行，进度符合预期。专利方面公司全年提交新申请专利5件，新获得授权12件，持

续夯实 PEG 修饰领域技术护城河。

**业绩增长确定性强，维持“买入”评级。**受益于下游金赛、恒瑞、豪森等国内客户终端产品处于快速放量阶段、国外客户订单保持持续稳定增加趋势，中短期公司 PEG 衍生物销售有望实现稳定增长；授权特宝生物 Y 型专利的派格宾等蛋白质成功上市可为公司贡献丰厚销售分成；股权激励方案出台也为短期业绩增长“注入强心剂”。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。盈利预测方面考虑股权激励费用摊销，预计 21-23 年归母净利润为 0.90/1.31/1.72 亿元，对应当前 PE 为 64/44/33 倍，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：

	2020A	2021E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	187	243	330	432
(+/-%)	39.55	29.95	35.80	30.91
净利润(百万元)	86	90	131	172
(+/-%)	39.22	4.95	45.24	31.38
摊薄每股收益(元)	1.43	1.50	2.18	2.86
市盈率(PE)	76.91	63.72	43.87	33.39

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)					
	2019A	2020A	2021E	2021E	2023E		2019A	2020A	2021E	2021E	2023E
货币资金	100	710	785	894	1062	营业收入	134	187	243	330	432
应收和预付款项	46	49	59	77	89	营业成本	21	26	35	48	65
存货	17	23	28	33	35	营业税金及附加	2	3	4	5	6
其他流动资产	7	3	4	5	7	销售费用	5	5	5	6	6
流动资产合计	165	785	876	1008	1191	管理费用	20	25	56	56	65
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	0	0	-12	-14	-16
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	2	3	0	0	0
固定资产	81	89	102	119	136	投资收益	0	0	1	1	1
在建工程	0	1	1	2	2	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产	17	17	18	19	21	营业利润	71	101	106	154	202
长期待摊费用	3	2	2	2	2	其他非经营损益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1	3	3	3	3	利润总额	71	101	106	154	202
资产总计	268	901	1005	1156	1359	所得税	9	15	16	23	30
短期借款	2	1	1	1	1	净利润	62	86	90	131	172
应付和预收款项	13	2	10	15	20	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	5	归母股东净利润	62	86	90	131	172
其他长期负债	3	3	3	3	3						
负债合计	48	44	58	78	109						
股本	45	60	60	60	60	<b>预测指标</b>					
资本公积	69	606	606	606	606		2019A	2020A	2021E	2021E	2023E
留存收益	106	188	264	375	521	毛利率	84.30%	85.97%	85.73%	85.56%	85.02%
归母公司股东权益	220	856	948	1078	1250	销售净利率	45.82%	45.91%	37.02%	39.58%	39.73%
少数股东权益	0	0	0	0	0	销售收入增长率	32.64%	38.94%	30.16%	35.83%	30.90%
股东权益合计	220	856	948	1078	1250	EBIT 增长率	52.04%	56.11%	-9.07%	50.12%	33.27%
负债和股东权益	268	901	1005	1156	1359	净利润增长率	69.68%	39.22%	4.95%	45.24%	31.38%
						ROE	27.93%	10.01%	9.49%	12.11%	13.73%
						ROA	22.93%	9.51%	8.95%	11.29%	12.63%
						ROIC	46.50%	58.97%	48.48%	64.26%	81.74%
						EPS(X)	1.03	1.43	1.50	2.18	2.86
						PE(X)	0.00	76.91	63.72	43.87	33.39
						PB(X)	0.00	7.70	6.05	5.31	4.58
						PS(X)	0.00	35.31	23.59	17.37	13.27
						EV/EBITDA(X)	-1.36	52.60	47.81	32.08	23.60

现金流量表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2021E	2023E
经营性现金流	50	78	98	139	194
投资性现金流	1	-18	-24	-30	-31
融资性现金流	-13	553	1	0	5
现金增加额	39	613	75	109	168

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
华北销售副总	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@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

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

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。