



2021-08-24

公司点评报告

买入/维持

键凯科技(688356)

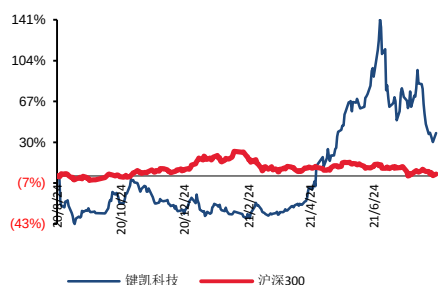
目标价:

昨收盘: 189.08

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

二季度业绩再超预期，盈利能力再创新高

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	60/35
总市值/流通(百万元)	11,345/6,663
12 个月最高/最低(元)	328.50/77.60

相关研究报告:

键凯科技(688356)《一季度业绩超预期，盈利能力进一步提升》

—2021/04/29

键凯科技(688356)《国内客户收入快速放量，研发项目稳步推进》

—2021/03/31

键凯科技(688356)《收入增长逐季加速，盈利能力持续提升》

—2021/02/25

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

事件: 公司发布 2021 年半年报, 上半年实现收入 1.56 亿元(+137.48%)、归母净利润 8063.75 万元(+190.02%)、扣非后归母净利润 7756.72 万元(+205.66%)。二季度实现收入 8581.67 万元(+122.56%)、归母净利润 4464.43 万元(+164.47%)。整体业绩超预期。

二季度业绩再超预期，海内外持续共振。公司 Q1 收入同比高速增长主要考虑到 20 年一季度存在疫情的影响，Q2 收入在 Q1 基础上环比增长 22.74%，再次实现同比快速增长。上半年来自国内客户为 0.66 亿元、国外客户 0.90 亿元，同比均实现翻倍以上增长，国外业务占比进一步提升。技术服务收入方面，上半年实现收入 1314.16 万元(+63.13%)，预计终端特宝生物派格宾收入实现稳定增长。此外公司公告期末已签订合同、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 1.18 亿元，预计于下半年确认至收入，为下半年持续增长打下坚实基础。

盈利能力再创新高，规模效应持续体现。上半年公司毛利率为 84.69% (+3.30pct)，其中 Q2 毛利率 84.43% (+3.51pct)，考虑到股权激励产生的股份支付金额（摊销在成本以及各项费用之中），上半年营业成本中约体现了 326.70 万元，实际毛利率更高，预计主要是订单量增加带来生产成本的规模效应、外销产品结构变化以及技术服务收入增加所致。

费用端，上半年销售费用率同比下降 0.25pct 至 2.60%，其中股份支付金额体现约 110.95 万元，Q2 销售费用率为 3.81%，同比略有提升。上半年管理费用率 11.69% (-2.81pct)，其中股份支付金额体现约 514.70 万元，Q2 管理费用率仅为 8.73% (-3.77pct)，实际规模效应更为显著。研发费用率上半年为 11.64% (-3.20pct)，其中股份支付金额体现约 231.15 万元，Q2 研发费用率为 14.02%，同比大体持平。上半年财务费用率为 -0.71% (+0.37pct)，绝对值上利息收入有所增加。上半年公司净利率为 51.78%，同比大增 9.38pct，若考虑股权激励摊销（合计为 1183.51 万元）的非同比因素，实际净利率接近 60%；Q2 表观净利率为 52.02%，同比提升 8.24%。

执业资格证书编码：S1190520110001

研发稳步推进，递送系统线管领域取得突破。目前公司在研 PEG 伊立替康处于临床 I 期，目前已经完成两年度的 DSUR 报告，预计将于下半年开展 II 期临床（临床中心筛选中）；JK-1214R 则完成第二轮筛选研究，体外成药性研究，临床前药效学实验和药代动力学研究。计划 2021 年下半年展开制剂研究。此外公司在坚持拓展现有 PEG 衍生物产品线的基础上积极向泛 PEG 领域拓展，在低分子量 PEG、基因递送用阳离子脂质、抗体/核酸药物用单分散 PEG 材料等方面均取得了一定突破，共完成 16 种衍生物产品的工艺优化、改进与放大，完成 48 种新结构衍生物的开发，完成 40 多种分析方法的开发。

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，上调 21-23 年归母净利润至 1.37/2.10/2.82 亿元，对应当前 PE 为 93/61/45 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	2022E	2023E
营业收入(百万元)	187	297	410	546
(+/-%)	39.55	58.82	38.05	33.17
净利润(百万元)	86	137	210	282
(+/-%)	39.22	59.74	53.25	34.21
摊薄每股收益(元)	1.43	2.28	3.50	4.69
市盈率(PE)	76.91	93.15	60.78	45.29

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	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	100	710	824	1010	1288	营业收入	134	187	297	410	546
应收和预付款项	46	49	72	96	112	营业成本	21	26	41	57	78
存货	17	23	34	39	43	营业税金及附加	2	3	4	6	8
其他流动资产	7	3	5	6	8	销售费用	5	5	8	10	14
流动资产合计	165	785	933	1150	1449	管理费用	20	25	33	45	60
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	0	0	-4	-4	-5
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	161	247	331
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	161	247	331
资产总计	268	901	1063	1298	1617	所得税	9	15	24	37	50
短期借款	2	1	1	1	1	净利润	62	86	137	210	282
应付和预收款项	13	2	12	18	25	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	137	210	282
其他长期负债	3	3	3	3	3	预测指标					
负债合计	48	44	68	94	131		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	45	60	60	60	60	毛利率	84.30%	85.97%	86.07%	85.99%	85.64%
资本公积	69	606	606	606	606	销售净利率	45.82%	45.91%	46.10%	51.10%	51.55%
留存收益	106	188	304	482	722	销售收入增长率	32.64%	38.94%	59.08%	38.25%	33.05%
归母公司股东权益	220	856	994	1204	1486	EBIT 增长率	52.04%	56.11%	53.69%	54.26%	34.51%
少数股东权益	0	0	0	0	0	净利润增长率	69.68%	39.22%	59.74%	53.25%	34.21%
股东权益合计	220	856	994	1204	1486	ROE	27.93%	10.01%	13.76%	17.42%	18.95%
负债和股东权益	268	901	1063	1298	1617	ROA	22.93%	9.51%	12.88%	16.16%	17.41%
现金流量表(百万)						ROIC	46.50%	58.97%	77.92%	105.70%	136.53%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EPS(X)	1.03	1.43	2.28	3.50	4.69
经营性现金流	50	78	137	216	305	PE(X)	0.00	76.91	93.15	60.78	45.29
投资性现金流	1	-18	-24	-30	-31	PB(X)	0.00	7.70	12.82	10.59	8.58
融资性现金流	-13	553	1	0	5	PS(X)	0.00	35.31	42.94	31.06	23.35
现金增加额	39	613	114	186	278	EV/EBITDA(X)	-1.36	52.60	71.18	46.31	33.93

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	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@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
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@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

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

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。