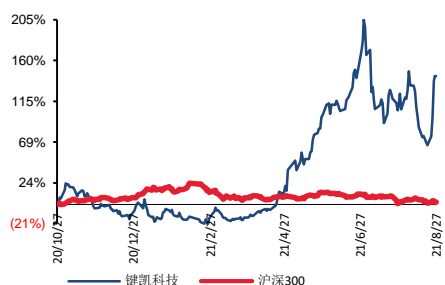


医药生物 化学制药

Q3 净利率超预期，内外销双轮驱动快速增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	60/60
总市值/流通(百万元)	17,135/17,135
12个月最高/最低(元)	328.50/84.61

相关研究报告:

键凯科技(688356)《二季度业绩再超预期，盈利能力再创新高》
--2021/08/25

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

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年三季报，前三季度实现收入2.62亿元(+108.09%)、归母净利润1.42亿元(+153.63%)、扣非后归母净利润1.30亿元(+142.98%)。单三季度实现收入1.06亿元(+76.10%)、归母净利润6172.66万元(+117.91%)、扣非后归母净利润5266.97万元(+86.61%)。三季度净利润增速超预期。

Q3 收入维持飞速增长态势，内外销构筑双轮驱动。公司前三季度实现产品销售收入2.31亿元(+106.43%)，其中内销收入9200万元，(+86.95%)、外销收入1.39亿元(+121.69%)；对应21Q3内销收入0.39亿元、外销收入0.52亿元。国内产品销售收入的增长主要是由国内核心商业化供应客户金赛、恒瑞等采购带动；国外产品销售收入的增长主要是国外老客户订单持续稳定增加、下游医药研发客户研发进度推进带来的订单增长以及新客户开发带来的新产品订单等。考虑到商业化客户需求的持续性与研发端订单的快速增长趋势，我们预计Q4仍可实现可观收入。

费用率规模效应持续体现，三季度净利率再创新高。前三季度公司毛利率为86.18%，同比基本持平，其中21Q3毛利率为88.37%(-3.18pct)，预计主要是1)股权激励摊销影响；2)季度间订单执行的正常波动。费用率方面，Q3期间费用率合计为29.58%，同比下降4.93pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为3.24%(+0.94pct)/9.74%(-4.58pct)/17.16%(-1.37pct)/-0.56%(+0.09pct)。叠加投资收益和公允价值变动净收益等非经常性收益，公司三季度净利率达到58.18%(+11.16pct)，而考虑到股权激励摊销费用，实际内生净利率预计更高。21Q3扣非后归母净利率为49.65%，同比提升2.80pct。

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

执业资格证书编码：S1190520110001

测方面考虑股权激励费用摊销与在研 PEG 伊立替康研发投入，上调 21-23 年归母净利润至 1.65/2.43/3.23 亿元，对应当前 PE 为 94/64/48 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	352	460	616
(+/-%)	39.55	88.24	30.68	33.91
净利润(百万元)	86	165	243	323
(+/-%)	39.22	92.48	47.41	32.90
摊薄每股收益(元)	1.43	2.75	4.05	5.38
市盈率(PE)	76.91	93.87	63.68	47.91

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	843	1065	1386	营业收入	134	187	352	460	616
应收和预付款项	46	49	85	107	127	营业成本	21	26	49	64	88
存货	17	23	40	44	48	营业税金及附加	2	3	5	7	9
其他流动资产	7	3	5	7	9	销售费用	5	5	10	12	15
流动资产合计	165	785	973	1221	1567	管理费用	20	25	39	46	62
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	194	286	380
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	194	286	380
资产总计	268	901	1102	1370	1735	所得税	9	15	29	43	57
短期借款	2	1	1	1	1	净利润	62	86	165	243	323
应付和预收款项	13	2	15	20	28	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	165	243	323
其他长期负债	3	3	3	3	3						
负债合计	48	44	80	104	146						
股本	45	60	60	60	60	预测指标					
资本公积	69	606	606	606	606		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	106	188	328	535	809	毛利率	84.30%	85.97%	86.19%	86.09%	85.76%
归母公司股东权益	220	856	1023	1266	1589	销售净利率	45.82%	45.91%	46.87%	52.80%	52.44%
少数股东权益	0	0	0	0	0	销售收入增长率	32.64%	38.94%	88.55%	30.85%	33.80%
股东权益合计	220	856	1023	1266	1589	EBIT 增长率	52.04%	56.11%	86.01%	48.07%	33.09%
负债和股东权益	268	901	1102	1370	1735	净利润增长率	69.68%	39.22%	92.48%	47.41%	32.90%
						ROE	27.93%	10.01%	16.13%	19.21%	20.34%
						ROA	22.93%	9.51%	14.96%	17.74%	18.63%
						ROIC	46.50%	58.97%	89.90%	119.02%	152.92%
						EPS(X)	1.03	1.43	2.75	4.05	5.38
						PE(X)	0.00	76.91	93.87	63.68	47.91
						PB(X)	0.00	7.70	15.14	12.23	9.74
						PS(X)	0.00	35.31	43.99	33.62	25.13
						EV/EBITDA(X)	(1.36)	52.60	72.99	49.26	36.47

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	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总	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	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。