太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

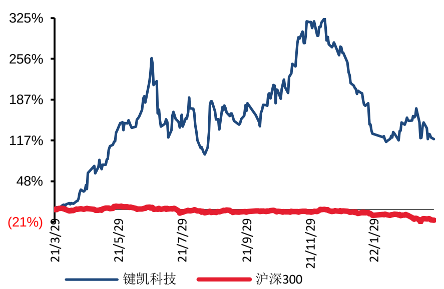
2022-03-29
公司点评报告
买入/维持

键凯科技(688356)
目标价：
昨收盘：202.35

医药生物 化学制药

国内外业务“两开花”，静待新产能释放

■ 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)	12,141/7,130
12 个月最高/最低(元)	391.10/92.02

相关研究报告：

键凯科技（688356)《内生盈利能力持续提升，在研项目稳步推进》--2022/02/27

键凯科技(688356)《业绩符合预期，收入端维持快速增长》--2022/01/24

键凯科技（688356)《Q3 净利率超预期，内外销双轮驱动快速增长》--2021/10/27

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：021-58502206
E-MAIL：chencan@tpyzq.com

事件:公司发布 2021 年年报,全年实现营收 3.51 亿元(+88.18%)、归母净利润为 1.76 亿元（+105.16%）、扣非后归母净利润 1.57 亿元（+89.74%）。四季度实现营收 0.89 亿元（+46.98%）、归母净利润为 0.33 亿元（+13.09%）、扣非后归母净利润 0.27 亿元（-7.86%）。公司拟每 10 股派发现金红利 8.79 元（含税）。整体业绩符合预期。

国内外收入均实现快速增长，核心大客户采购额迅速提升。拆分来看，国内收入 1.65 亿元(+79.44%)、国外收入 1.86 亿元(+96.73%)，根据披露前五大客户推算公司重点国内客户如金赛、特宝和恒瑞等均实现采购额的快速增长，国外则受益于国外下游医疗器械端客户相关产品订单量持续稳定增加、下游医药研发客户临床研发进度推进带来的产品用量增加以及海外新客户开发。此外公司 21 年主要来自于特宝生物派格宾销售分成的技术使用费收入 4657.33 万元（+112.45%）。

研发费用、股权激励费用等影响表观增速，实际内生盈利能力持续提升。公司全年毛利率为 85.21%（-0.76pct），若剔除股份支付的影响国内业务毛利率为 79.77%(+1.72pct)、国外业务毛利率为 89.50%（基本持平）。费用端，全年销售/管理/研发/财富费用率分别为 3.68%/12.66%/15.37%/-0.08%，同比变化 1.12/-0.49/1.28/-0.26 个 pct，除各项业务受股权激励费用影响外，研发费用还由于自研 PEG 伊立替康进入 II 期，全年同比+105.22%。整体全年扣非后归母净利率为 44.75%，同比基本持平。

在手订单表现良好，在研项目持续推进。公司 21 年销量为 1311.17Kg（+96.02%），据此计算平均单价相对稳定。此外公司披露报告期末已签订合同、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 1.75 亿元，预计可保证公司 22Q1-Q2 的收入基础。在研项目中 PEG-伊立替康项目顺利进入临床 II 期，病例入组工作按计划进行，第二个临床适应症已提交 IND；JK-1119I 项目已完成中试车间建设，预计 2022 年下半年进入临床；JK-2122H 项目已生产出合格的注册样品并完成注册检验，预计 2022 年进入临床；其他研发储备项目均按计划进行，进度符合预期。

PEG 应用场景不断丰富，中长期业绩仍有持续快速增长驱动力。

执业资格证书编码：S1190520110001

21年公司业绩持续向好，除国内商业化客户金赛、恒瑞等贡献外，更多地来自于海外订单的活跃，表明海外PEG应用场景在不断丰富。公司海外拓展的核心竞争力主要体现在对PEG新技术、新应用的理解和技术储备，基于对PEG技术的积累和深刻理解。相比于竞争对手公司研发方向多样且前沿，一方面可满足海外创新研发的多种需求、另一方面公司可基于优异的PEG技术理解为客户提供独特的创新服务，而与下游客户的良性互动有利于公司保持对竞争对手的优势，也有利于公司优化产能应用、保持盈利能力。

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22-24年归母净利润为2.57/3.56/5.00亿元，对应当前PE为47/34/24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：**

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	351	455	619	846
（+/-%）	87.70	29.63	36.04	36.67
净利润(百万元)	176	257	356	500
（+/-%）	105.16	45.96	38.80	40.40
摊薄每股收益(元)	2.93	4.28	5.94	8.33
市盈率(PE)	115.07	47.32	34.09	24.28

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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	710	246	334	535	882
应收和预付款项	49	104	128	158	192
存货	23	41	57	80	96
其他流动资产	3	379	409	461	512
流动资产合计	785	773	931	1236	1686
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	89	129	157	203	269
在建工程	1	86	116	136	146
无形资产	17	21	25	30	34
长期待摊费用	2	3	3	3	3
其他非流动资产	3	16	16	16	16
资产总计	901	1094	1314	1690	2220
短期借款	1	0	0	0	0
应付和预收款项	2	4	19	28	37
长期借款	0	0	0	0	5
其他长期负债	3	3	3	3	3
负债合计	44	45	60	79	110
股本	60	60	60	60	60
资本公积	606	652	652	652	652
留存收益	188	332	497	800	1225
归母公司股东权益	856	1052	1258	1614	2114
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	856	1052	1258	1614	2114
负债和股东权益	901	1097	1317	1693	2223

现金流量表(百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营性现金流	78	118	230	316	453
投资性现金流	(18)	(571)	(91)	(115)	(111)
融资性现金流	553	(29)	(51)	0	5
现金增加额	613	(482)	89	201	347

利润表(百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	187	351	455	619	846
营业成本	26	52	64	88	116
营业税金及附加	3	5	6	8	11
销售费用	5	13	16	19	25
管理费用	25	44	55	68	85
财务费用	0	0	(6)	(8)	(11)
资产减值损失	3	2	0	0	0
投资收益	0	9	15	20	35
公允价值变动	0	11	0	0	0
营业利润	101	203	296	409	575
其他非经营损益	0	(1)	(1)	0	0
利润总额	101	202	295	409	575
所得税	15	26	38	53	75
净利润	86	176	257	356	500
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	86	176	257	356	500

预测指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
毛利率	85.97%	85.21%	86.02%	85.73%	86.23%
销售净利率	45.91%	50.05%	56.40%	57.49%	59.12%
销售收入增长率	38.94%	88.18%	29.55%	36.15%	36.53%
EBIT 增长率	56.11%	79.39%	48.30%	38.90%	38.77%
净利润增长率	39.22%	105.16%	45.96%	38.80%	40.40%
ROE	10.01%	16.71%	20.40%	22.07%	23.66%
ROA	9.51%	16.07%	19.52%	21.08%	22.52%
ROIC	58.97%	36.46%	45.10%	52.16%	61.80%
EPS(X)	1.43	2.93	4.28	5.94	8.33
PE(X)	76.91	115.07	47.32	34.09	24.28
PB(X)	7.70	19.23	9.65	7.52	5.74
PS(X)	35.31	57.60	26.69	19.60	14.36
EV/EBITDA(X)	52.60	100.03	41.51	29.64	20.89

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	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	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	zhafl@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

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明