

688356.SH

买入

原评级：买入
市场价格:人民币 72.17
板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(21.5)	(32.2)	15.7	(25.4)
相对上证综指	(11.9)	(26.9)	20.2	(16.9)

发行股数 (百万)	60.65
流通股 (百万)	60.65
总市值 (人民币 百万)	4,377.16
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	487.02
主要股东	
XUAN ZHAO	21.54%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2026 年 11 月 3 日收市价为标准

相关研究报告

《键凯科技》20250506
《键凯科技》20240522

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物：化学制药

证券分析师：刘恩阳
enyang.liu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300523090004

证券分析师：苏雪儿
xueer.su@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300526030001

键凯科技

公司新业务稳步推进，短期减值影响利润

公司公布 2026 年三季报，前三季度实现营业收入 2.73 亿元，同比增长 29.72%；归母净利润 2,952.09 万元，同比下降 27.51%；扣非归母净利润 1,950.29 万元，同比下降 38.63%。其中，第三季度实现营业收入 8,832.78 万元，同比增长 9.02%；归母净利润 2,660.10 万元，同比增长 42.48%；扣非归母净利润 2,160.81 万元，同比增长 46.66%。公司作为国内 PEG 衍生物材料龙头及 PEG 修饰技术平台型企业，有望凭借高纯度 PEG 原料及衍生化技术平台优势，加速向创新药企及医疗器械客户渗透。随着下游客户管线推进及商业化品种放量，在研项目逐步转化，有望为公司贡献新的业务增量，维持买入评级。

支撑评级的要点

- **国内产品销售及技术服务驱动收入增长，海外药品与器械业务表现分化。**2026 年前三季度公司实现产品销售收入 2.47 亿元，同比增长 23.06%；其中国内产品销售收入 8,982.72 万元，同比增长 97.91%，主要受益于国内药品端客户获批上市的新产品放量及新客户持续拓展。海外产品销售收入 1.58 亿元，同比基本稳定，其中，受客户订单交付节奏影响，海外药品端客户产品销售收入同比下降 21.32%；医疗器械端客户产品销售收入同比增长 29.70%，公司海外器械端收入增长既受到客户采购产品结构变化的影响，也有新增商业化及临床阶段客户的贡献。技术服务收入 2,542.21 万元，同比增长 179.32%，国内和国际技术服务均较上年同期有所增长，其中国内技术服务收入占比较高，主要受公司收取厦门特宝的销售提成增长以及为国内客户提供聚乙二醇定制开发服务收入增加的综合影响所致。
- **公司毛利率持续改善，开发支出减值影响报表利润。**2026 年前三季度，公司综合毛利率为 72.92%，同比提升 7.75 个百分点，毛利率持续改善，主要是受规模效应影响，产量增加，产品单位成本得以摊薄。据 8 月机构调研，盘锦工厂除向天津键凯提供原材料和中间体外，已开始向部分新客户稳定供应终产品，并有少量项目开展生产场地转移准备。利润方面，2026 年前三季度归母净利润 2,952.09 万元，较上年同比下降 27.51%；扣非后归母净利润 1,950.29 万元，较上年同比下降 38.63%。公司利润大幅下降，主要原因为上半年公司决定终止聚乙二醇伊立替康小细胞肺癌适应症的三期临床开发研究导致大额计提开发支出减值准备。剔除开发支出减值因素影响后，前三季度归母净利润为 8,956.58 万元，同比增长 119.93%。
- **LNP 新业务稳步推进，创新药及医美业务有望贡献业务增量。**公司依托聚乙二醇材料及应用技术积累，向核酸药物递送等领域延伸。2026 年 1-9 月，公司 LNP 类产品+服务收入合计约 1,168 万元，占总收入比例为 4.27%。2025 年全年，公司 LNP 类产品+技术服务收入合计约 767 万元。今年前三季度，公司合计销售 116 种 LNP 类产品，合计产品收入约 521 万元，占产品销售收入比例为 2.1%；正在实施的 LNP 技术服务合同 8 个，这部分业务主要是为客户提供的定制化组分开发的相关服务，合计服务收入约 647 万元，占技术服务收入比例为 25.5%，去年这部分业务的收入非常少。去年全年，公司共销售 LNP 类产品 19 个，正在实施的技术服务合同 4 个，整体业务对比去年有显著增长。创新药自主研发方面，前三季度公司研发投入合计 4,961.65 万元，同比下降 26.21%，其中费用化研发投入 4,331.52 万元，同比增长 22.34%。公司未来将继续推进 JK1201I 联合替莫唑胺用于脑胶质瘤治疗II期临床试验研究及 JK1201I 治疗合并有脑转移的 HER2 阴性乳腺癌II期临床研究；通用型肿瘤治疗性 mRNA 疫苗 JK-M001 及III型胶原蛋白 mRNA 注射液 JK-1150C 处于临床前研究阶段，在研项目稳步推进。医美方面，注射用交联透明质酸钠凝胶已进入市场推广阶段，上半年收入体量仍较小，全年主要目标为增加进院数量；注射用复合透明质酸钠溶液 JK-1136H 当时仍处于技术审评阶段。随着公司新业务稳步推进，未来有望贡献新的业务增长。

估值

- 考虑到公司终止聚乙二醇伊立替康小细胞肺癌适应症的三期临床开发研究导致大额计提开发支出减值，我们调整盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1.23/1.71/2.33 亿元，对应 P/E 分别为 35.5/25.6/18.8 倍。公司作为国内 PEG 衍生物材料龙头及 PEG 修饰技术平台型企业，有望凭借高纯度 PEG 原料及衍生化技术平台优势，加速向创新药企及医疗器械客户渗透。随着下游客户管线推进及商业化品种放量，在研项目逐步转化，有望为公司贡献新的业务增量，维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 下游客户产品放量不及预期，海外客户订单及新药审批进度波动，新药研发失败或进度不及预期，医美产品推广不及预期。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	227	318	430	582	782
增长率(%)	(22.3)	40.1	35.2	35.2	34.4
EBITDA(人民币 百万)	64	102	188	253	330
归母净利润(人民币 百万)	30	62	123	171	233
增长率(%)	(74.2)	106.8	100.1	38.7	36.1
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.49	1.02	2.04	2.82	3.84
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.22	1.62	
调整幅度(%)			67.21	74.07	
市盈率(倍)	146.7	70.9	35.5	25.6	18.8
市净率(倍)	3.5	3.3	3.1	2.8	2.4
EV/EBITDA(倍)	43.9	42.3	18.9	14.5	10.2
每股股息 (人民币)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
股息率(%)	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4

资料来源：公司公告，中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	227	318	430	582	782
营业收入	227	318	430	582	782
营业成本	70	117	125	162	210
营业税金及附加	5	6	6	9	12
销售费用	7	14	19	26	35
管理费用	53	57	71	99	133
研发费用	59	55	73	99	137
财务费用	(3)	0	6	10	10
其他收益	4	4	2	3	3
资产减值损失	(15)	(18)	(5)	(6)	(7)
信用减值损失	(1)	2	(1)	(1)	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	4	3	3	3
投资收益	8	7	7	10	10
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	34	70	135	187	255
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	33	69	134	186	254
所得税	3	7	11	15	21
净利润	30	62	123	171	233
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	30	62	123	171	233
EBITDA	64	102	188	253	330
EPS(最新股本摊薄，元)	0.49	1.02	2.04	2.82	3.84

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	**713**	**732**	**925**	**1,147**	**1,298**
现金及等价物	147	95	403	358	635
应收账款	46	105	49	223	87
应收票据	0	0	0	0	0
存货	106	78	15	105	108
预付账款	4	4	9	7	12
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	409	450	450	454	456
非流动资产	**654**	**686**	**773**	**839**	**898**
长期投资	105	141	141	141	141
固定资产	483	436	429	436	447
无形资产	20	19	55	89	121
其他长期资产	48	90	148	172	189
资产合计	**1,367**	**1,418**	**1,698**	**1,986**	**2,195**
流动负债	**87**	**85**	**264**	**396**	**391**
短期借款	5	0	150	208	188
应付账款	2	0	8	51	26
其他流动负债	80	85	106	137	177
非流动负债	**13**	**15**	**14**	**15**	**14**
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	13	15	14	15	14
负债合计	**101**	**100**	**278**	**411**	**406**
股本	61	61	61	61	61
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,267	1,318	1,420	1,575	1,790
负债和股东权益合计	**1,367**	**1,418**	**1,698**	**1,986**	**2,195**

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	30	62	123	171	233
折旧摊销	47	47	58	72	82
营运资金变动	87	(29)	143	(192)	141
其它	(44)	0	(10)	0	(5)
经营活动现金流	**120**	**79**	**315**	**52**	**451**
资本支出	(28)	(56)	(140)	(140)	(140)
投资变动	(13)	(71)	3	3	3
其他	0	12	7	10	10
投资活动产生的现金流	**(41)**	**(114)**	**(131)**	**(127)**	**(127)**
银行借款	0	(5)	150	58	(19)
股权融资	(56)	(11)	(21)	(16)	(19)
其他	8	(2)	(6)	(11)	(10)
筹资活动现金流	**(48)**	**(18)**	**123**	**31**	**(48)**
净现金流	**31**	**(52)**	**308**	**(44)**	**277**

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(22.3)	40.1	35.2	35.2	34.4
营业利润增长率(%)	(73.4)	106.8	93.0	38.5	36.3
归属于母公司净利润增长率(%)	(74.2)	106.8	100.1	38.7	36.1
息税前利润增长(%)	(85.8)	226.4	135.3	39.2	37.3
息税折旧前利润增长(%)	(57.7)	59.1	84.1	34.3	30.7
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(74.2)	106.8	100.1	38.7	36.1
获利能力					
息税前利润率(%)	7.4	17.3	30.2	31.1	31.8
营业利润率(%)	14.9	22.0	31.4	32.1	32.6
毛利率(%)	69.2	63.3	71.0	72.2	73.2
归母净利润率(%)	13.1	19.4	28.7	29.4	29.8
ROE(%)	2.4	4.7	8.7	10.9	13.0
ROIC(%)	2.4	7.5	19.9	19.4	29.4
偿债能力					
资产负债率	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
净负债权益比	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.2)
流动比率	8.2	8.6	3.5	2.9	3.3
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	2.9	4.2	5.6	4.3	5.1
应付账款周转率	117.3	280.3	101.0	19.6	20.3
费用率					
销售费用率(%)	3.2	4.3	4.5	4.5	4.5
管理费用率(%)	23.1	17.9	16.5	17.0	17.0
研发费用率(%)	26.0	17.2	17.0	17.0	17.5
财务费用率(%)	(1.4)	0.1	1.5	1.8	1.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.5	1.0	2.0	2.8	3.8
每股经营现金流(最新摊薄)	2.0	1.3	5.2	0.9	7.4
每股净资产(最新摊薄)	20.9	21.7	23.4	26.0	29.5
每股股息	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
估值比率					
P/E(最新摊薄)	146.7	70.9	35.5	25.6	18.8
P/B(最新摊薄)	3.5	3.3	3.1	2.8	2.4
EV/EBITDA	43.9	42.3	18.9	14.5	10.2
价格/现金流（倍）	36.4	55.1	13.9	84.9	9.7

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371