

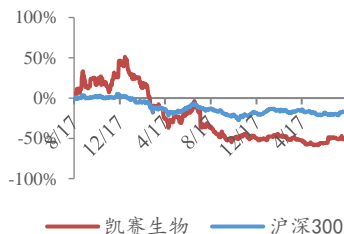
## 长链二元酸持续拓展，生物基聚酰胺有望加速应用

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-08

收盘价（元）	61.33
近 12 个月最高/最低（元）	86.86/50.87
总股本（百万股）	583.38
流通股本（百万股）	263.67
流通股比例（%）	45.20
总市值（亿元）	357.79
流通市值（亿元）	161.71

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

联系人：刘天其

执业证书号：S0010122080046

电话：17321190296

邮箱：liutq@hazq.com

### 相关报告

- 定增引入招商局集团，生物基聚酰胺放量在即 2023-06-26
- 长链二元酸产能持续扩张，生物基聚酰胺放量在即 2023-04-26
- 入股 AI 新秀分子之心，打造合成生物学产品矩阵 2023-02-23

### 主要观点：

#### ● 事件描述

2023 年 8 月 7 日晚，凯赛生物发布 2023 年半年报，公司上半年实现营业收入 10.30 亿元，同比下降 20.05%；实现归母净利润 2.42 亿元，同比下降 28.12%，实现扣非净利润 2.03 亿元，同比下降 39.46%。

#### ● 中报业绩符合预期，癸二酸产能持续释放

公司二季度营收维持稳定，业绩环比实现大幅上涨。2023 年 8 月 7 日晚，凯赛生物发布 2023 年半年报，公司上半年实现营业收入 10.30 亿元，同比下降 20.05%；实现归母净利润 2.42 亿元，同比下降 28.12%，实现扣非净利润 2.03 亿元，同比下降 39.46%。公司第二季度实现营业收入 5.25 亿元，同比下降 16.35%，环比增加 3.87%；归母净利润 1.84 亿元，同比增加 13.91%，环比增加 221.05%；扣非净利润 1.57 亿元，同比下降 5.80%，环比增加 243.74%。同比下降主要系公司长链二元酸系列销量受下游需求疲软影响较同期有所下降所致。虽受宏观经济影响明显，产品价格承压，但依托癸二酸、生物基聚酰胺等新产能的逐渐放量，叠加公司三费改善明显，第二季度营收维持稳定，业绩环比实现大幅上涨，第二季度整体符合预期，随着下半年的需求回暖，公司下半年业绩有望持续改善。

#### ● 公司与招商局建立战略合作，助力打开生物基聚酰胺市场

公司股权架构引入招商局集团，战略合作协议将逐步打开生物聚酰胺下游市场。6 月 25 日，公司发布公告向特定对象发行股票，募集资金总额不超过 660,000.00 万元，用于补充流动资金和偿还贷款。公司股权架构引入招商局集团有利于在产品布局、财务能力、人才引进等方面做出优化，同时在新建项目投产和产品研发上提高了资金实力和抗风险能力。另外，公司与招商局签署《业务合作协议》，招商局集团拟从凯赛生物采购生物基聚酰胺，约定采购并使用凯赛生物的产品中生物基聚酰胺树脂的量于 2023、2024 和 2025 年分别为不低于 1 万吨、8 万吨和 20 万吨。为落实“1-8-20 目标”，双方共同设立生物基聚酰胺应用场景的公关团队开发生物基聚酰胺纤维复合、拉挤工艺以及在集装箱、建筑、光伏、物流等领域的应用技术。本次业务合作，将推动新产能的放量，为生物基聚酰胺的在集装箱、建筑、光伏等应用迈出开拓性的一步双方互利共赢，有利于公司把握行业优势，有力助推公司实现“致力成为全球合成生物领军企业”的战略目标。

#### ● 长链二元酸维持龙头地位，生物法癸二酸逐步贡献增量

公司长链二元酸维持全球龙头地位，生物法癸二酸新产能逐渐贡献增量。化学法长链二元酸自 2015 年底开始退出市场，生物法长链二元酸凭借其经济性和绿色环保优势逐步主导市场。另外，山西合成生物产业生态园区项目中年产 4 万吨生物法癸二酸项目已于 2022 年三季度建成并开始生产，目前癸二酸传统生产方式为蓖麻油水解裂解制取，全球市场规模约为 11 万吨，公司该项目是全球首创的生物法癸二酸产业化项目，癸二酸可作为聚合单体用于生产长链尼龙、癸二酸的酯类产品，其主要客户与公司长链二元酸 (DC11-DC18) 的客户部分重叠，新增产能将随着下游需求恢复加速放量，稳固长链二元酸行业龙头地位。

#### ● 尼龙复材市场空间广阔，生物基聚酰胺加速渗透

尼龙复材市场稳步增长，生物基尼龙凭借成本和性能优势渗透率逐步提升。尼龙是五大工程塑料之首，尼龙复合材料兼具高强度、耐腐蚀、耐高温、低成本等综合优势，汽车轻量化趋势以及工程塑料对耐热性、力学性能标准提升将持续使尼龙复合材料市场稳定增长，预计 2025 年尼龙复合材料市场规模将超 2300 亿。生物基尼龙具有原料可再生、减少碳排放、节约能源等特性，凭借较低的成本和自身性能的优势，渗透率逐步提升。凯赛 (乌苏) 年产 5 万吨生物基戊二胺及年产 10 万吨生物基聚酰胺生产线已于 2021 年中期投产，生物基聚酰胺产品开发了 300 多家客户并开始形成销售，产品主要应用于民用丝、工业丝、无纺布、工程塑料、玻纤增强复合材料和碳纤维增强复合材料等领域，山西合成生物产业生态园区项目中年产 50 万吨生物基戊二胺、90 万吨生物基聚酰胺项目预计 2024 年年底投产，预计未来生物基高温尼龙将具有较大的应用潜力，在尼龙复材市场渗透率有望提升至 10%，市场空间超 210 亿元，生物基尼龙在下游市场接受度的逐步提高将奠定公司的业绩潜力。

#### ● 投资建议

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 7.04、10.35、13.37 亿元，同比增速为 27.2%、47.1%、29.2%。对应 PE 分别为 51、35、27 倍。维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

- (1) 原材料和能源价格波动风险；
- (2) 新项目建设进度、产品达产进度及销售不确定性的风险；
- (3) 下游行业波动风险；
- (4) 宏观经济波动风险；
- (5) 关税等进出口政策及国际贸易环境变化风险。

## ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2441	5286	7525	9348
收入同比 (%)	3.3%	116.5%	42.3%	24.2%
归属母公司净利润	553	704	1035	1337
净利润同比 (%)	-7.0%	27.2%	47.1%	29.2%
毛利率 (%)	35.2%	24.8%	26.5%	26.5%
ROE (%)	5.1%	6.0%	8.2%	9.5%
每股收益 (元)	0.95	1.21	1.77	2.29
P/E	64.52	50.84	34.56	26.76
P/B	3.27	3.07	2.82	2.55
EV/EBITDA	44.54	39.53	27.96	21.23

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	8475	7106	7848	8971	
现金	6295	3709	2993	3089	
应收账款	390	571	882	1069	
其他应收款	12	21	32	35	
预付账款	51	227	265	355	
存货	1574	2403	3525	4242	
其他流动资产	155	174	151	181	
<b>非流动资产</b>	9352	12413	13265	14100	
长期投资	50	50	50	50	
固定资产	3506	6311	7154	7983	
无形资产	778	1034	1042	1049	
其他非流动资产	5019	5019	5019	5019	
<b>资产总计</b>	17827	19518	21113	23071	
<b>流动负债</b>	1424	2348	2804	3310	
短期借款	161	161	161	161	
应付账款	1060	1796	2048	2379	
其他流动负债	203	390	594	769	
<b>非流动负债</b>	1365	1365	1365	1365	
长期借款	961	961	961	961	
其他非流动负债	404	404	404	404	
<b>负债合计</b>	2789	3713	4169	4674	
少数股东权益	4089	4153	4256	4372	
股本	583	583	583	583	
资本公积	8540	8540	8540	8540	
留存收益	1825	2529	3564	4901	
归属母公司股东权益	10949	11653	12688	14025	
<b>负债和股东权益</b>	17827	19518	21113	23071	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	804	733	311	1115	
净利润	613	768	1138	1453	
折旧摊销	270	207	168	185	
财务费用	-63	75	75	75	
投资损失	4	-40	-69	-75	
营运资金变动	-20	-293	-1001	-523	
其他经营现金流	632	1076	2138	1976	
<b>投资活动现金流</b>	-4198	-3244	-951	-945	
资本支出	-4198	-3284	-1020	-1020	
长期投资	0	0	0	0	
其他投资现金流	0	40	69	75	
<b>筹资活动现金流</b>	404	-75	-75	-75	
短期借款	-582	0	0	0	
长期借款	961	0	0	0	
普通股增加	167	0	0	0	
资本公积增加	-147	0	0	0	
其他筹资现金流	6	-75	-75	-75	
<b>现金净增加额</b>	-2931	-2586	-715	95	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业收入</b>	2441	5286	7525	9348	
营业成本	1581	3973	5533	6870	
营业税金及附加	25	52	76	94	
销售费用	45	95	113	113	
管理费用	189	317	451	467	
财务费用	-295	-224	-187	-181	
资产减值损失	-30	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	-4	40	69	75	
<b>营业利润</b>	708	896	1301	1664	
营业外收入	5	1	0	0	
营业外支出	17	17	0	0	
<b>利润总额</b>	696	881	1301	1664	
所得税	83	113	163	211	
<b>净利润</b>	613	768	1138	1453	
少数股东损益	59	64	102	116	
<b>归属母公司净利润</b>	553	704	1035	1337	
EBITDA	687	840	1213	1593	
EPS (元)	0.95	1.21	1.77	2.29	

**主要财务比率**

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	3.3%	116.5%	42.3%	24.2%
营业利润	-2.1%	26.6%	45.1%	27.9%
归属于母公司净利润	-7.0%	27.2%	47.1%	29.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	35.2%	24.8%	26.5%	26.5%
净利率 (%)	22.7%	13.3%	13.8%	14.3%
ROE (%)	5.1%	6.0%	8.2%	9.5%
ROIC (%)	2.3%	3.3%	5.1%	6.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	15.6%	19.0%	19.7%	20.3%
净负债比率 (%)	18.5%	23.5%	24.6%	25.4%
流动比率	5.95	3.03	2.80	2.71
速动比率	4.75	1.87	1.42	1.30
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.14	0.28	0.37	0.42
应收账款周转率	7.51	9.14	8.41	8.62
应付账款周转率	2.34	2.18	2.66	2.85
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.95	1.21	1.77	2.29
每股经营现金流 (摊薄)	1.38	1.26	0.53	1.91
每股净资产	18.77	19.97	21.75	24.04
<b>估值比率</b>				
P/E	64.52	50.84	34.56	26.76
P/B	3.27	3.07	2.82	2.55
EV/EBITDA	44.54	39.53	27.96	21.23

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。