

子公司项目达产放量，以价换量

核心观点

- 全年业绩小幅下滑。**公司近日发布 2023 年年报，全年实现营业收入 7.53 亿元，同比增长 24.43%，实现归母净利润 4355 万元，同比下滑 7.41%，扣非归母净利润 4032 万元，同比增长 21.73%。公司全年毛利率 13.11%，同比下降 0.27pct。公司全年收入上涨主要是因为海诺尔二期生产线达产放量，而政府补助等非经常性损益的减少导致整体归母净利润同比小幅下滑。
- 子公司项目达产放量，成本优化对抗售价下行。**公司 2023 年树脂产量同比增长 28.91%，其中纯聚乳酸树脂产销量分别同比增长 52.62%、76.24%，但由于聚乳酸价格下行，实际收入增幅低于销量增幅。不过由于公司持续优化乳酸到聚乳酸环节的单耗，纯聚乳酸的单位成本也有明显降低，因此纯聚乳酸毛利率反而实现同比增长 1.1pct，但改性聚乳酸毛利率同比下滑 5.6pct，整体毛利率仍小幅下滑。从产品销量结构来看，纯聚乳酸的销量占比在不断提升，更多的下游客户愿意直接采购纯聚乳酸来自己做改性，因此未来公司产品结构的调整也将有利于提升整体毛利率。
- 进口税率调整或将缓解进口供应压力。**聚乳酸价格的下滑主要是因为海外市场受到政策调整、经济下滑等影响，需求短期出现收缩，因此部分海外产品被低价转至国内销售，增加了国内市场的竞争。不过由于聚乳酸未被列入我国《2024 年关税调整方案》，这可能使得进口自不受其他贸易优惠协定国家或地区的聚乳酸的进口税率有所上调，从而缓解进口供应压力。
- 募投项目延期，静待产品放量。**公司募投项目 2 条各年产 7.5 万吨聚乳酸生产线拟调整为分两期实施，预计分别在 2025 年 3 月、2026 年 9 月前竣工。本次调整主要是因为公司 IPO 实际募集资金净额少于原拟投入募集资金金额，为提高募集资金使用效率，保障募集资金投资项目的顺利开展同时综合考虑近年宏观环境及市场环境等因素，公司主动放缓了募投项目的投资建设进度。

盈利预测与投资建议

- 由于公司主要产品售价下行且募投项目延期，同时改性聚乳酸因销售结构调整而销量下调，我们下调公司 2024-2026 年每股收益预测分别为 0.33、0.41、0.53 元（原 24-25 年预测 0.67、1.04 元），按照 24 年可比公司平均 30 倍市盈率，给予目标价 9.90 元，维持增持评级。

风险提示：原料涨价；项目进度；核心技术泄露；市场竞争加剧；进口税政策变化。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	605	753	912	1,200	1,486
同比增长(%)	3.5%	24.4%	21.1%	31.5%	23.9%
营业利润(百万元)	52	54	76	94	120
同比增长(%)	35.8%	3.9%	46.7%	24.9%	28.3%
归属母公司净利润(百万元)	47	44	64	79	101
同比增长(%)	33.3%	-7.4%	53.5%	25.2%	28.6%
每股收益(元)	0.23	0.21	0.33	0.41	0.53
毛利率(%)	13.4%	13.1%	14.8%	14.7%	15.3%
净利率(%)	7.8%	5.8%	7.3%	7.0%	7.2%
净资产收益率(%)	4.5%	3.0%	4.4%	5.4%	6.6%
市盈率	40.1	43.3	28.2	22.6	17.5
市净率	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 (维持)

股价(2024年03月26日)	9.31元
目标价格	9.90元
52周最高价/最低价	19.67/7.38元
总股本/流通A股(万股)	20,268/11,219
A股市值(百万元)	1,887
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2024年03月27日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-6.99	-6.43	-24.37	-48.89
相对表现%	-6.04	-9.05	-30.96	-36.89
沪深300%	-0.95	2.62	6.59	-12



证券分析师

倪吉	021-63325888*7504 niji@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860517120003
顾雪莹	guxueying@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860523080005

联系人

李跃	liyue@orientsec.com.cn
----	------------------------

相关报告

聚乳酸先锋者扩张在即，高成长属性傍身 2023-03-21

表 1：核心假设变动（单位：吨、元/吨）

项目	调整前		调整后		
	2024E	2025E	2024E	2025E	2026E
纯聚乳酸销量	44919	71690	38617	54277	69691
变动幅度			-14.03%	-24.29%	
复合改性聚乳酸销量	23878	30740	12081	12081	12081
变动幅度			-49.40%	-60.70%	
纯聚乳酸均价	21092	20864	18150	18150	18150
变动幅度			-13.94%	-13.01%	
复合改性聚乳酸均价	19074	18839	16164	16164	16164
变动幅度			-15.25%	-14.20%	

数据来源：东方证券研究所

表 2：盈利预测核心假设变动（单位：百万元）

项目	调整前		调整后		
	2024E	2025E	2024E	2025E	2026E
纯聚乳酸					
销售收入	947.4	1,495.7	700.9	985.2	1,264.9
变动幅度			-26.02%	-34.14%	
毛利率	16.59%	16.78%	16.25%	15.90%	16.31%
变动幅度			-0.34%	-0.88%	
复合改性聚乳酸					
销售收入	455.4	579.1	195.3	195.3	195.3
变动幅度			-57.12%	-66.28%	
毛利率	16.78%	16.99%	10.83%	9.92%	10.54%
变动幅度			-5.95%	-7.06%	
初级产品					
销售收入	6.2	6.2	2.5	2.5	2.5
变动幅度			-59.00%	-59.00%	
毛利率	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
变动幅度			0.00%	0.00%	
其他业务					
销售收入	17.0	29.4	13.5	17.0	23.7
变动幅度			-20.40%	-42.09%	
毛利率	5.00%	5.00%	0.00%	0.00%	0.00%
变动幅度			-5.00%	-5.00%	
销售收入合计	1,426.0	2,110.4	912.3	1,200.0	1,486.4
变动幅度			-36.03%	-43.14%	
综合毛利率	16.49%	16.65%	14.83%	14.69%	15.28%
变动幅度			-1.65%	-1.96%	

数据来源：东方证券研究所

表 3：主要财务指标预测变动（单位：百万元）

项目	调整前		调整后		
	2024E	2025E	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,426	2,110	912	1,200	1,486
变动幅度			-36.03%	-43.14%	
营业利润	150	235	76	94	120
变动幅度			-49.36%	-60.01%	
归属母公司净利润	135	211	64	79	101
变动幅度			-52.55%	-62.41%	
毛利率(%)	16.49%	16.65%	14.83%	14.69%	15.28%
变动幅度			-1.65%	-1.96%	
净利率(%)	9.46%	9.99%	7.33%	6.97%	7.24%
变动幅度			-2.13%	-3.02%	

数据来源：东方证券研究所

表 4：可比公司估值情况（截至 2024/03/26）

公司	最新价格（元）	每股收益（元）			市盈率		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
凯赛生物	44.06	0.63	1.22	1.85	69.94	36.09	23.88
华恒生物	115.23	2.86	3.96	5.49	40.29	29.06	21.00
联泓新科	17.03	0.42	0.76	1.03	40.40	22.45	16.50
华熙生物	57.40	1.22	2.08	2.53	47.05	27.62	22.66
昊海生科	106.04	2.47	3.19	3.93	42.86	33.27	26.96
调整后平均					43.44	29.99	22.51

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	938	856	387	509	630	营业收入	605	753	912	1,200	1,486
应收票据、账款及款项融资	13	37	36	47	58	营业成本	524	655	777	1,024	1,259
预付账款	2	2	3	4	5	营业税金及附加	4	3	3	4	5
存货	136	146	187	247	303	销售费用	5	5	5	6	6
其他	13	26	26	26	26	管理费用及研发费用	45	54	64	75	93
流动资产合计	1,102	1,067	639	832	1,023	财务费用	(9)	(14)	(11)	(3)	2
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	1	1	(0)	0	0
固定资产	428	617	593	1,235	1,598	公允价值变动收益	(1)	0	0	0	0
在建工程	303	195	758	442	243	投资净收益	(1)	0	0	0	0
无形资产	79	77	75	74	73	其他	19	4	1	1	(0)
其他	16	94	94	94	94	营业利润	52	54	76	94	120
非流动资产合计	826	984	1,521	1,845	2,008	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	1,928	2,051	2,160	2,677	3,031	营业外支出	0	1	1	1	1
短期借款	40	74	96	470	672	利润总额	53	53	75	93	119
应付票据及应付账款	146	226	268	353	434	所得税	6	10	11	14	18
其他	121	139	137	143	145	净利润	47	44	64	79	101
流动负债合计	307	439	501	966	1,252	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款	127	74	74	74	74	归属于母公司净利润	47	44	64	79	101
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.23	0.21	0.33	0.41	0.53
其他	42	56	56	51	46						
非流动负债合计	169	130	130	125	120	主要财务比率					
负债合计	477	569	631	1,091	1,372		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0	0	(0)	(0)	(0)	成长能力					
实收资本 (或股本)	203	203	203	203	203	营业收入	3.5%	24.4%	21.1%	31.5%	23.9%
资本公积	1,209	1,209	1,209	1,209	1,209	营业利润	35.8%	3.9%	46.7%	24.9%	28.3%
留存收益	40	69	117	174	247	归属于母公司净利润	33.3%	-7.4%	53.5%	25.2%	28.6%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,452	1,481	1,529	1,586	1,659	毛利率	13.4%	13.1%	14.8%	14.7%	15.3%
负债和股东权益总计	1,928	2,051	2,160	2,677	3,031	净利率	7.8%	5.8%	7.3%	7.0%	7.2%
						ROE	4.5%	3.0%	4.4%	5.4%	6.6%
						ROIC	2.8%	1.9%	3.2%	4.0%	4.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	24.7%	27.8%	29.1%	40.6%	44.9%
净利润	47	44	64	79	101	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	8.4%	12.6%
折旧摊销	41	53	29	45	71	流动比率	3.59	2.43	1.28	0.87	0.82
财务费用	(9)	(14)	(11)	(3)	2	速动比率	3.14	2.10	0.91	0.61	0.58
投资损失	1	(0)	(0)	(0)	(0)	营运能力					
营运资金变动	18	45	(1)	20	14	应收账款周转率	111.7	42.8	37.2	45.8	44.6
其它	38	36	(0)	(5)	(5)	存货周转率	4.1	4.6	4.7	4.7	4.6
经营活动现金流	136	163	81	136	183	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
资本支出	(128)	(131)	(567)	(369)	(234)	每股指标 (元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.23	0.21	0.33	0.41	0.53
其他	23	(83)	0	0	0	每股经营现金流	0.67	0.80	0.41	0.68	0.92
投资活动现金流	(105)	(214)	(567)	(369)	(234)	每股净资产	7.16	7.31	7.56	7.86	8.24
债权融资	17	(48)	0	0	0	估值比率					
股权融资	751	0	0	0	0	市盈率	40.1	43.3	28.2	22.6	17.5
其他	(134)	10	16	353	170	市净率	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1
筹资活动现金流	634	(38)	16	353	170	EV/EBITDA	15.2	13.8	13.3	9.2	6.5
汇率变动影响	8	2	-0	-0	-0	EV/EBIT	29.6	32.0	19.1	13.6	10.2
现金净增加额	673	(87)	(470)	120	119						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。