

食品及饲料添加剂

海正生材（688203.SH）

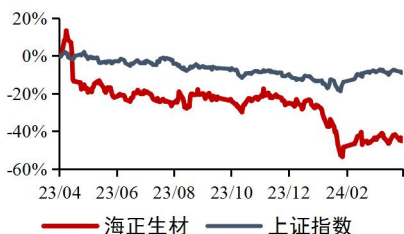
增持-A(维持)

营收销量逆势增长，“以价换量”扩市场份额

2024年4月12日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024年4月11日

收盘价(元):	9.42
年内最高/最低(元):	19.76/7.38
流通A股/总股本(亿):	1.15/2.03
流通A股市值(亿):	10.86
总市值(亿):	19.09

基础数据：2023年12月31日

基本每股收益:	0.21
摊薄每股收益:	0.21
每股净资产(元):	7.31
净资产收益率:	2.94

资料来源：最闻

分析师：

冀泳洁 博士

执业登记编码：S0760523120002

邮箱：jiyongjie@sxzq.com

研究助理：

王锐

邮箱：wangruil@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布2023年年报，2023年实现营业总收入7.53亿元，同比增长24.4%；归母净利润4354.90万元，同比下降7.4%；扣非净利润4031.60万元，同比增长21.7%。2023Q4单季度实现营收2.03亿元，同比增长60.5%，实现净利润626.63万元，同比增长25.2%。2023年度利润分配预案，向全体股东每10股派发现金红利0.8元(含税)。

事件点评

➢ 营收销量持续正增长，业绩优化趋势向好。营收方面，公司2023年营收同比增长24.4%，2023Q4单季度营收同比增长60.5%，主要原因是聚乳酸树脂销量持续增加。2023年PLA树脂销量为4.18万吨，较上年(2.93万吨)同比增长42.5%。利润方面，2023归母净利润同比下降7.4%，主要原因是去年同期政府补助数额较大。从经营方面看，扣非净利润同比增长21.7%。公司业绩持续改善，长期发展趋势向好。

➢ 行业受政策影响较大，“以价换量”拓展市场份额。2023年以来受聚乳酸行业竞争加剧，下游消费市场需求恢复缓慢等因素影响，国外厂家采取低价策略进入中国市场，聚乳酸进口价格较去年同期下滑10-15%。公司为积极抢占市场，对产品价格进行一定幅度的调整。2023年公司的PLA纯料均价为1.83万/吨，较去年均价2.10万/吨下降13%；PLA改性料价格为1.62万/吨，较去年1.90万/吨下降15%。在PLA价格大幅下行的背景下，公司通过降本增效及产品结构优化，仍然维持较稳定的盈利能力，2023年毛利率和净利率分别为13.11%/5.78%，较2022年下降0.27pct/1.99pct。

➢ 政策持续推进，静待募投项目放量。2023年上半年，国家商务部联合发改委发布《商务领域经营者使用、报告一次性塑料制品管理办法》，《办法》对商务领域经营者规范、市场监督管理以及法律责任做出了非常具体的规定，自6月20日起实施，市场监督力度不降反增，长期发展空间大。公司是国内率先突破丙交酯并且实现PLA量产的企业，目前公司产能为6万吨，IPO募投年产15万吨聚乳酸项目部分建筑单体已结项，其中一期7.5万吨设备采购完成，原预计2024年下半年投产，考虑到近年宏观环境及市场因素，公司放缓建设进度，一期7.5万吨延期至2025年3月投产，二期7.5万吨预计2026年9月投产，新产能投放有望进一步提升公司的市场份额。

投资建议

➢ 我们预测2024年至2026年，公司分别实现营收10.22/13.68/18.44亿元，同比增长35.6%/33.9%/34.8%；实现归母净利润0.59/0.81/1.08亿元，同比增



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



长 36.5%/36.2%/32.8%，对应 EPS 分别为 0.29/0.40/0.53 元，PE 为 32.1/23.6/17.7 倍，维持“增持-A”评级。

#### 风险提示

➤ 原材料上涨的风险、产能扩张不及预期的风险、市场竞争加剧的风险、公司业务拓展受下游需求影响较大的风险、政策执行力度不及预期的风险。

#### 财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	605	753	1,022	1,368	1,844
YoY(%)	3.5	24.4	35.6	33.9	34.8
净利润(百万元)	47	44	59	81	108
YoY(%)	33.3	-7.4	36.5	36.2	32.8
毛利率(%)	13.4	13.1	12.0	12.2	12.4
EPS(摊薄/元)	0.23	0.21	0.29	0.40	0.53
ROE(%)	3.2	2.9	3.9	5.0	6.3
P/E(倍)	40.6	43.8	32.1	23.6	17.7
P/B(倍)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1
净利率(%)	7.8	5.8	5.8	5.9	5.8

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1102	1067	906	859	974	<b>营业收入</b>	605	753	1022	1368	1844
现金	938	856	690	600	692	营业成本	524	655	899	1201	1615
应收票据及应收账款	11	28	23	32	30	营业税金及附加	4	3	4	5	6
预付账款	2	2	3	3	3	营业费用	5	5	6	7	9
存货	136	146	154	189	215	管理费用	26	28	36	41	55
其他流动资产	15	35	35	35	35	研发费用	19	26	31	41	55
<b>非流动资产</b>	825	984	1155	1374	1467	财务费用	-9	-14	-15	-12	-13
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-1	-1	-0	-1	-2
固定资产	428	617	717	951	1115	公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
无形资产	79	77	84	94	105	投资净收益	-1	0	0	0	0
其他非流动资产	319	290	353	329	247	<b>营业利润</b>	52	54	67	91	121
<b>资产总计</b>	1928	2051	2061	2233	2441	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	307	439	405	527	650	营业外支出	0	1	0	0	0
短期借款	40	74	74	74	74	<b>利润总额</b>	53	53	67	91	121
应付票据及应付账款	146	226	285	397	520	所得税	6	10	7	10	13
其他流动负债	121	139	46	56	56	<b>税后利润</b>	47	44	59	81	108
<b>非流动负债</b>	168	130	115	101	86	少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
长期借款	127	74	59	44	30	<b>归属母公司净利润</b>	47	44	59	81	108
其他非流动负债	41	56	56	56	56	EBITDA	78	91	120	170	229
<b>负债合计</b>	476	569	520	628	736						
少数股东权益	0	0	-0	-0	-0	<b>主要财务比率</b>					
股本	203	203	203	203	203	<b>会计年度</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
资本公积	1209	1209	1209	1209	1209	<b>成长能力</b>					
留存收益	40	69	111	168	243	营业收入(%)	3.5	24.4	35.6	33.9	34.8
归属母公司股东权益	1452	1481	1541	1606	1706	营业利润(%)	35.8	3.9	22.9	36.3	32.9
<b>负债和股东权益</b>	1928	2051	2061	2233	2441	归属于母公司净利润(%)	33.3	-7.4	36.5	36.2	32.8
						<b>获利能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>						毛利率(%)	13.4	13.1	12.0	12.2	12.4
<b>会计年度</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	净利率(%)	7.8	5.8	5.8	5.9	5.8
<b>经营活动现金流</b>	136	163	164	239	315	ROE(%)	3.2	2.9	3.9	5.0	6.3
净利润	47	44	59	81	108	ROIC(%)	1.8	1.7	2.6	3.9	5.1
折旧摊销	42	54	68	92	121	<b>偿债能力</b>					
财务费用	-9	-14	-15	-12	-13	资产负债率(%)	24.7	27.8	25.2	28.1	30.1
投资损失	1	-0	0	0	0	流动比率	3.6	2.4	2.2	1.6	1.5
营运资金变动	47	58	51	79	99	速动比率	3.1	2.0	1.8	1.2	1.1
其他经营现金流	8	22	0	0	0	<b>营运能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	-105	-214	-239	-311	-213	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.8
<b>筹资活动现金流</b>	634	-38	-90	-19	-10	应收账款周转率	75.1	38.0	40.0	50.0	60.0
						应付账款周转率	4.0	3.5	3.5	3.5	3.5
<b>每股指标(元)</b>						<b>估值比率</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.21	0.29	0.40	0.53	P/E	40.6	43.8	32.1	23.6	17.7
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.80	0.81	1.18	1.55	P/B	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1
每股净资产(最新摊薄)	7.16	7.31	7.60	7.92	8.41	EV/EBITDA	16.4	14.9	11.9	8.8	6.1

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

