

➤ **事件。**2024 年 4 月 20 日，公司发布 2023 年年报。2023 年全年，公司实现营收 175.32 亿元，同比降低 9.57%；实现归母净利润 4.37 亿元，同比降低 54.31%；实现扣非后归母净利润 2.75 亿元，同比降低 70.28%。其中 4Q2023，公司实现营收 46.29 亿元，同比增长 0.33%；实现归母净利润-0.44 亿元，同比降低 160.16%；实现扣非后归母净利润-1.18 亿元，同比降低 233.81%。

➤ **产能集中扩张+宏观需求环境影响公司利润。**2023 年，瓶级 PET 行业进入短期的产能释放期，据百川盈孚数据显示，2023 年全年共投产 PET 瓶片产能 382 万吨，与 2022 年的 120 万吨相比，同比增幅超 200%。加之国际形势复杂多变，世界经济高通胀和高利率并存，境内外市场需求未有与产能相匹配的大幅增长。同时，产品价格价差亦有所回落，使得公司毛利率下降。据 2023 年年报，公司主要产品瓶级 PET 实现销售收入 161.04 亿元，同比 2.96%，实现毛利率 3.78%，同比下滑 4.59 个百分点。

➤ **顺利实现产能投放，不断优化产业链布局。**2023 年，公司控股子公司“年产 120 万吨食品级 PET 高分子新材料项目扩建（三期）”项目实现顺利投产，截至 23 年年底公司产能已达 300 万吨，行业头部地位进一步巩固；另外，公司拟通过可转债方式募集资金，用于建设正达凯 MEG 一期 60 万吨项目，该项目拟选取先进的天然气制 MEG 工艺形成年产 60 万吨的上游原材料 MEG 产能，联产共建草酸、液化二氧化碳、合成氨、电子级 DMC 等多个衍生品项目。该项目正式投产后，将有利于公司深化纵向一体化战略，提升原料的供应能力，进一步提升公司竞争实力。

➤ **放眼国际市场，逐步推进国际运营战略。**为充分应对国内、国际市场形势和同行竞争，公司已逐步开展国际化经营战略。2023 年 5 月，公司在新加坡成立海外子公司万凯国际，正式开始国际化布局第一步；同年 12 月，经过前期广泛和深入地实地考察和调研，公司决定通过合资方式在非洲人口第一大国尼日利亚投资建设 30 万吨/年规模的瓶级 PET 生产基地，走出了海外建厂的第一步。目前，尼日利亚正处于前期行政审批等筹备阶段，随着该项目的建成投产，公司或将成为 PET 瓶片行业内首家布局全球的企业。

➤ **投资建议：**公司是国内领先的聚酯瓶片材料供应商，公司已经完成重庆万凯三期 PET 项目，上游 MEG 项目投资，打造完整的天然气-乙二醇-聚酯产业链，公司主营业务成本控制优势将继续强化。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 7.06、9.57、12.37 亿元，EPS 分别为 1.37、1.86、2.40 元，现价（2024 年 04 月 19 日）对应 PE 分别为 9x、7x、5x，我们看好公司未来成长性，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料价格上升、项目建设进度不及预期、下游消费不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	17,532	24,577	31,430	36,080
增长率 (%)	-9.6	40.2	27.9	14.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	437	706	957	1,237
增长率 (%)	-54.3	61.7	35.6	29.2
每股收益 (元)	0.85	1.37	1.86	2.40
PE	14	9	7	5
PB	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 19 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
12.19 元

分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

邮箱：liuhairong@mszq.com

研究助理 李金凤

执业证书：S0100122070041

邮箱：lijinfeng@mszq.com

相关研究

1.万凯新材 (301216.SZ) 首次覆盖报告：聚酯瓶片精耕细作，崭新天地垦荒播种-2024/04/03

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	17,532	24,577	31,430	36,080
营业成本	16,830	23,512	29,987	34,255
营业税金及附加	36	41	53	60
销售费用	70	98	125	144
管理费用	131	184	235	270
研发费用	60	68	87	100
EBIT	465	881	1,208	1,555
财务费用	51	180	245	285
资产减值损失	-72	0	0	0
投资收益	105	147	188	216
营业利润	511	844	1,145	1,479
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	513	844	1,145	1,479
所得税	77	138	188	242
净利润	436	706	957	1,237
归属于母公司净利润	437	706	957	1,237
EBITDA	742	1,196	1,590	1,981

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,040	2,320	2,576	3,665
应收账款及票据	786	1,502	1,921	2,205
预付款项	335	570	727	830
存货	3,536	4,404	5,617	6,417
其他流动资产	493	515	539	555
流动资产合计	7,190	9,311	11,379	13,672
长期股权投资	25	25	25	25
固定资产	3,366	4,378	5,220	5,581
无形资产	384	684	684	684
非流动资产合计	5,571	7,120	8,018	8,216
资产合计	12,761	16,430	19,397	21,888
短期借款	3,132	5,632	7,132	8,132
应付账款及票据	1,178	1,455	1,856	2,120
其他流动负债	1,116	1,410	1,643	1,801
流动负债合计	5,426	8,498	10,632	12,053
长期借款	727	727	727	727
其他长期负债	899	899	899	899
非流动负债合计	1,626	1,626	1,626	1,626
负债合计	7,053	10,124	12,258	13,679
股本	515	515	515	515
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5,708	6,306	7,140	8,209
负债和股东权益合计	12,761	16,430	19,397	21,888

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-9.57	40.19	27.88	14.80
EBIT 增长率	-64.64	89.61	37.05	28.79
净利润增长率	-54.28	61.73	35.61	29.23
盈利能力 (%)				
毛利率	4.00	4.33	4.59	5.06
净利润率	2.49	2.87	3.05	3.43
总资产收益率 ROA	3.42	4.30	4.94	5.65
净资产收益率 ROE	7.65	11.19	13.41	15.07
偿债能力				
流动比率	1.32	1.10	1.07	1.13
速动比率	0.56	0.48	0.45	0.51
现金比率	0.38	0.27	0.24	0.30
资产负债率 (%)	55.27	61.62	63.19	62.50
经营效率				
应收账款周转天数	17.79	16.75	19.59	20.57
存货周转天数	64.09	60.79	60.16	63.24
总资产周转率	1.41	1.68	1.75	1.75
每股指标 (元)				
每股收益	0.85	1.37	1.86	2.40
每股净资产	11.08	12.24	13.86	15.94
每股经营现金流	-0.25	-0.37	0.49	1.92
每股股利	0.15	0.24	0.33	0.42
估值分析				
PE	14	9	7	5
PB	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	11.64	7.21	5.43	4.36
股息收益率 (%)	1.23	1.97	2.68	3.46

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	436	706	957	1,237
折旧和摊销	277	315	382	426
营运资金变动	-898	-1,270	-1,178	-782
经营活动现金流	-127	-188	252	988
资本开支	-1,832	-1,865	-1,283	-627
投资	79	0	0	0
投资活动现金流	-1,639	-1,717	-1,095	-411
股权募资	0	0	0	0
债务募资	822	2,500	1,500	1,000
筹资活动现金流	354	2,185	1,099	512
现金净流量	-1,408	279	256	1,089

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026