

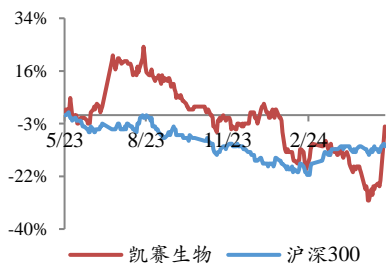
一季度业绩大幅增长，生物基聚酰胺放量在即

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-30

收盘价（元）	51.30
近12个月最高/最低（元）	67.00/37.50
总股本（百万股）	583
流通股本（百万股）	583
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	299
流通市值（亿元）	299

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

1.Q3业绩符合预期，新材料静待放量
2023-11-01

2.长链二元酸持续拓展，生物基聚酰胺有望加速应用
2023-08-08

3.定增引入招商局集团，生物基聚酰胺放量在即
2023-06-26

主要观点：

● 事件描述

2024年4月30日，凯赛生物发布了2023年年报及2024年一季报。公司2023年实现营业收入21.14亿元，同比下降13.39%；归母净利润3.67亿元，同比下降33.75%，扣非归母净利润3.07亿元，同比下降44.67%。

2024年一季度实现营业收入6.85亿元，同比增长35.43%，环比增长24.76%；归母净利润1.05亿元，同比增长83.25%，环比增长99.96%，扣非归母净利润1.03亿元，同比增长100.99%，环比增长103.19%。

● 主营产品需求回升，2024Q1公司业绩大幅增长

2023年公司营收符合预期，主营产品长链二元酸受国际市场环境及下游需求不足影响，但仍维持全球市场主导地位。2023Q4实现营业收入5.49亿元，同比下降9.07%，环比增长2.55%；归母净利润0.53亿元，同比下降21.53%，环比下降26.92%，扣非归母净利润0.51亿元，同比下降11.54%，环比下降3.82%。业绩承压主要系下游需求不足，公司长链二元酸系列产品在2023年产量同比增长10.70%的情况下，库存较上年增加33.23%，且营收同比下降8.99%，同时，报告期内癸二酸产品尚处于推广期，毛利率较低，导致长链二元酸板块整体毛利率较上年减少2.83PCT；生物基聚酰胺系列产品处于商业化推广阶段，产能利用率不足，单位成本较高，板块毛利率较上年减少10.65PCT，生产量和销售量较上年有所下降。此外，公司受国际市场环境影响，境外营收同比下降35.21%，影响业绩。

2024Q1业绩大幅增长，主要系下游需求回暖。公司主营产品长链二元酸销售量、销售收入较上年同期大幅上涨；此外，公司全力拓展癸二酸市场，提升客户份额，公司归母净利润及扣非归母净利润提升。

● 与招商局在股东层面建立深度合作，助力生物基聚酰胺放量新进展

报告期内，公司定增获上交所受理，全力推进生物基材料下游相关应用研发，在招商局协助下打开生物基聚酰胺市场。2024年1月31日公司发布向特定对象发行A股股票募集说明书（申报稿），发行新股后招商局集团将间接成为上市公司股东，加深与公司战略合作。2023年12月1日，招商局围绕“加快推动科技创新，培育新兴产业”目标，投入30亿元成立全资子公司“招商局创新科技公司”，经营项目为生物基材料制造、研发、销售及其他新材料研发和推广。2023年6月凯赛生物与招商局签订的“1-8-20”合作协议也将奠定公司业绩增量。此外，2024年1月16日公司与韩国3P.COM公司签订协议设立合资公司，于开发生物基聚酰胺复合材料的应用方面达成合作，包括氢气储存和运输、城市空中交通、风电叶片等领域。

● **用技术创新保持行业竞争力，加速开拓生物材料大型应用场景**

公司围绕生物制造制定发展战略，符合绿色、低碳、可持续的行业未来趋势。凯赛生物长链二元酸产品市占率稳定，随着需求回升将进一步支撑公司业绩，报告期内，生物基聚酰胺工程技术研究中心、凯赛（乌苏）生物技术有限公司年产 3 万吨长链二元酸和 2 万吨长链聚酰胺项目结项；生物法癸二酸产能逐步释放，贡献增量，据 iFind 数据，癸二酸 24Q1 月均出口量 5050.95 吨，环比增长 66.71%，境外市场需求改善，有利于公司进一步放量；生物法戊二胺的可再生碳含量为 100%，响应碳减排需求，公司将已有生产线持续优化菌种和生产工艺，降本增效。

与招商局合作落地将推进生物基聚酰胺系列产品下游应用开发，加速生物基材料替代石化产品进程与产能放量，对公司未来业绩形成支持。目前公司生物基聚酰胺产品在工程塑料、纺丝、交运物流、建筑材料、新能源等领域开发了大量客户，有望在交运物流、新能源装备、建筑等领域的大场景中实现“以热塑替代热固、以塑代铝、以塑代钢”，公司 50 万吨生物基戊二胺及 90 万吨生物基聚酰胺在建项目将于 2024 年底建成部分产能，分批投产，其中，年产 5000 吨高温尼龙示范线已于 2023 年年底建成，为下游复合材料的开发提供树脂。

● **投资建议**

预计公司 2024-2025 年归母净利润分别为 6.45、9.35、12.54 亿元（2024-2025 年前值为 7.54、11.00 亿元），同比增速为 75.9%、45.1%、34.0%。对应 PE 分别为 46、32、24 倍。维持“买入”评级。

● **风险提示**

- (1) 宏观经济及产业政策波动风险；
- (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) 关税等进出口政策及国际贸易环境变化风险；
- (4) 汇率波动风险；

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2114	4512	8053	11103
收入同比 (%)	-13.4%	113.4%	78.5%	37.9%
归属母公司净利润	367	645	935	1254
净利润同比 (%)	-33.8%	75.9%	45.1%	34.0%
毛利率 (%)	28.8%	28.9%	30.5%	31.1%
ROE (%)	3.3%	5.5%	7.3%	9.0%
每股收益 (元)	0.63	1.11	1.60	2.15
P/E	87.27	46.42	32.00	23.87
P/B	2.87	2.54	2.35	2.14
EV/EBITDA	52.68	29.40	19.47	15.23

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7571	6362	7502	9882	营业收入	2114	4512	8053	11103
现金	5390	2326	409	232	营业成本	1505	3207	5593	7655
应收账款	243	601	1109	1531	营业税金及附加	28	52	95	133
其他应收款	10	20	37	52	销售费用	38	82	146	202
预付账款	31	90	146	198	管理费用	184	355	654	903
存货	1466	2857	5150	7067	财务费用	-211	-210	1	117
其他流动资产	430	469	649	803	资产减值损失	-29	0	0	0
非流动资产	11263	13792	16457	18968	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	143	188	241	297	投资净收益	-8	-5	-17	-23
固定资产	3933	4605	5174	5635	营业利润	454	802	1162	1552
无形资产	704	760	765	774	营业外收入	2	3	3	3
其他非流动资产	6483	8239	10277	12262	营业外支出	7	9	10	9
资产总计	18833	20154	23959	28850	利润总额	449	796	1155	1546
流动负债	3410	4035	6304	8307	所得税	40	84	119	157
短期借款	746	845	992	1196	净利润	409	712	1036	1388
应付账款	1652	1987	3781	5301	少数股东损益	42	67	101	135
其他流动负债	1012	1204	1531	1810	归属母公司净利润	367	645	935	1254
非流动负债	651	651	1151	2651	EBITDA	540	1003	1646	2227
长期借款	245	245	745	2245	EPS (元)	0.63	1.11	1.60	2.15
其他非流动负债	405	405	405	405					
负债合计	4060	4686	7454	10957					
少数股东权益	3609	3676	3777	3912					
股本	583	583	583	583					
资本公积	8526	8509	8509	8509					
留存收益	2055	2700	3635	4889					
归属母公司股东权益	11164	11792	12728	13981					
负债和股东权益	18833	20154	23959	28850					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	569	-149	663	1322	成长能力				
净利润	409	712	1036	1388	营业收入	-13.4%	113.4%	78.5%	37.9%
折旧摊销	290	405	466	534	营业利润	-35.9%	76.6%	44.9%	33.6%
财务费用	6	52	71	129	归属于母公司净利	-33.8%	75.9%	45.1%	34.0%
投资损失	8	5	17	23	获利能力				
营运资金变动	-99	-1329	-934	-760	毛利率 (%)	28.8%	28.9%	30.5%	31.1%
其他经营现金流	465	2047	1977	2155	净利率 (%)	17.3%	14.3%	11.6%	11.3%
投资活动现金流	-1559	-2946	-3155	-3075	ROE (%)	3.3%	5.5%	7.3%	9.0%
资本支出	-1428	-2895	-3086	-2995	ROIC (%)	1.4%	3.1%	5.6%	6.9%
长期投资	-101	-45	-53	-57	偿债能力				
其他投资现金流	-30	-5	-17	-23	资产负债率 (%)	21.6%	23.3%	31.1%	38.0%
筹资活动现金流	-262	30	576	1574	净负债比率 (%)	27.5%	30.3%	45.2%	61.2%
短期借款	585	98	147	204	流动比率	2.22	1.58	1.19	1.19
长期借款	-715	0	500	1500	速动比率	1.70	0.78	0.30	0.28
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-15	-16	0	0	总资产周转率	0.12	0.23	0.37	0.42
其他筹资现金流	-117	-52	-71	-129	应收账款周转率	6.67	7.40	7.16	7.15
现金净增加额	-1211	-3065	-1916	-178	应付账款周转率	1.11	1.59	1.46	1.42

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。