

其他化学制品 III

凯赛生物 (688065.SH)

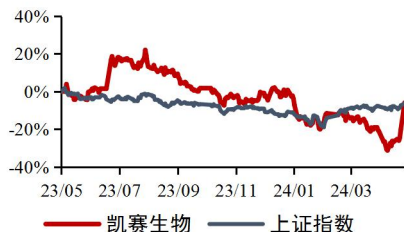
增持-B(维持)

2023 年需求承压，24Q1 需求明显改善，生物基聚酰胺空间广阔

2024 年 5 月 5 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 30 日

收盘价(元):	51.30
年内最高/最低(元):	67.00/37.50
流通 A 股/总股本(亿):	5.83/5.83
流通 A 股市值(亿):	299.27
总市值(亿):	299.27

基础数据：2024 年 3 月 31 日

基本每股收益(元):	0.18
摊薄每股收益(元):	0.18
每股净资产(元):	25.48
净资产收益率(%):	0.72

资料来源：最闻

分析师:

冀泳洁

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

➢ 2024 年 4 月 29 日，凯赛生物发布 2023 年年报及 2024 年一季报。2023 年公司实现营收 21.14 亿元，同比下降 13.39%；实现归母净利润 3.67 亿元，同比下降 33.75%。2024 年一季度，公司实现营收 6.85 亿元，同比增长 35.43%，实现归母净利润 1.05 亿元，同比增长 83.25%。

事件点评

➢ 2023 年市场需求承压叠加产能释放，长链二元酸价跌量增，24 年一季度景气度有所回升。受海内外需求不及预期影响，长链二元酸价格承压。我们测算 2023 年公司长链二元酸均价约为 3.18 万元/吨，同比下降 10.95%；毛利率为 37.86%，较 2022 年下降 2.83%。2023 年公司长链二元酸销量约 6 万吨，同比增长 2.22%，主要受益于公司太原 4 万吨癸二酸生产线于 2022 年 9 月顺利投产，市场开拓取得一定成效。24 年一季度以来长链二元酸需求有所改善，公司加大产品销售力度，癸二酸产品客户份额有所提升，一季度营收环比增长 24.76%，归母净利润环比增长 99.96%。

➢ 生物基聚酰胺节能减排优势显著，25 年生物基聚酰胺市场潜力有望超过 200 亿元，公司前瞻性布局氢能及空中交通领域应用。根据公司披露，每吨生物基聚酰胺相比石化基可减少 50%以上碳排放。目前生物基聚酰胺下游应用领域包括纺织服装和工程塑料等领域，公司开发的热塑性复材可应用于新能源、交运物流等领域。根据公司披露，预计至 2025 年全球生物基聚酰胺市场规模空间将达到 215.91 亿元。目前公司 10 万吨生物基聚酰胺已形成销售，在建产能 90 万吨。2023 年公司剔除拟定增募集不超过 66 亿元，引入招商局集团作为间接股东的定增方案，有望强力推动生物基聚酰胺产业化进度。根据公司公众号披露，2024 年 1 月，公司与韩国 3P.COM 公司签订设立合资公司的协议，共同开发热塑性生物基聚酰胺复合材料在氢气储存和运输、城市空中交通、风电叶片等领域的应用。

投资建议

➢ 我们预测 2024 年至 2026 年，公司分别实现营收 29.58/47.19/73.18 亿元，同比增长 39.90%/59.55%/55.06%；实现归母净利润 4.73/6.58/8.32 亿元，同比增长 29.04%/39.06%/26.50%，对应 EPS 分别为 0.81/1.13/1.43 元，PE 为 63.28/45.50/35.97 倍，维持“增持-B”评级。

风险提示

➢ 原材料和能源价格波动风险；募投产能建设进度不达预期风险；产品研发及销售不及预期风险；市场竞争风险。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,441	2,114	2,958	4,719	7,318
YoY(%)	11.1	-13.4	39.9	59.6	55.1
净利润(百万元)	553	367	473	658	832
YoY(%)	-9.0	-33.8	29.0	39.1	26.5
毛利率(%)	35.2	28.8	32.0	31.0	30.2
EPS(摊薄/元)	0.95	0.63	0.81	1.13	1.43
ROE(%)	4.1	2.8	3.3	4.5	5.5
P/E(倍)	54.1	81.7	63.3	45.5	36.0
P/B(倍)	2.7	2.7	2.6	2.5	2.3
净利率(%)	22.7	17.3	16.0	13.9	11.4

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)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	8475	7571	7805	8058	7564
现金	6295	5390	4869	2832	313
应收票据及应收账款	439	306	495	801	1194
预付账款	51	31	83	98	182
存货	1574	1466	1978	3933	5469
其他流动资产	118	377	380	394	405
非流动资产	9352	11263	12169	14237	17432
长期投资	50	143	233	323	411
固定资产	3506	3933	5682	8294	11804
无形资产	778	704	788	887	1006
其他非流动资产	5019	6483	5466	4734	4210
资产总计	17827	18833	19973	22295	24995
流动负债	1424	3410	3293	5357	7539
短期借款	161	746	746	746	1296
应付票据及应付账款	1060	1682	1981	3948	5356
其他流动负债	203	982	566	662	888
非流动负债	1365	651	1401	1152	903
长期借款	961	245	996	747	498
其他非流动负债	404	405	405	405	405
负债合计	2789	4060	4695	6509	8443
少数股东权益	4089	3609	3642	3700	3778
股本	583	583	583	583	583
资本公积	8540	8526	8526	8526	8526
留存收益	1905	2167	2518	3089	3841
归属母公司股东权益	10949	11164	11637	12086	12774
负债和股东权益	17827	18833	19973	22295	24995

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	804	569	347	740	1018
净利润	613	409	506	716	911
折旧摊销	270	290	360	539	796
财务费用	-295	-211	-185	-291	-302
投资损失	4	8	3	4	5
营运资金变动	-38	-108	-337	-227	-392
其他经营现金流	250	183	0	0	0
投资活动现金流	-4198	-1559	-1269	-2611	-3995
筹资活动现金流	404	-262	401	-166	-91
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.95	0.63	0.81	1.13	1.43
每股经营现金流(最新摊薄)	1.38	0.98	0.60	1.27	1.74
每股净资产(最新摊薄)	18.77	19.14	19.95	20.72	21.90

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2441	2114	2958	4719	7318
营业成本	1581	1505	2011	3255	5108
营业税金及附加	25	28	33	54	88
营业费用	45	38	54	86	133
管理费用	189	184	222	377	590
研发费用	188	189	224	381	600
财务费用	-295	-211	-185	-291	-302
资产减值损失	-36	-23	-20	-43	-68
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-4	-8	-3	-4	-5
营业利润	708	454	576	812	1029
营业外收入	5	2	2	3	3
营业外支出	17	7	7	8	10
利润总额	696	449	571	807	1022
所得税	83	40	65	91	112
税后利润	613	409	506	716	911
少数股东损益	59	42	33	58	79
归属母公司净利润	553	367	473	658	832
EBITDA	850	638	843	1304	1854

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	11.1	-13.4	39.9	59.6	55.1
营业利润(%)	-4.1	-35.9	26.7	41.1	26.8
归属于母公司净利润(%)	-9.0	-33.8	29.0	39.1	26.5
获利能力					
毛利率(%)	35.2	28.8	32.0	31.0	30.2
净利率(%)	22.7	17.3	16.0	13.9	11.4
ROE(%)	4.1	2.8	3.3	4.5	5.5
ROIC(%)	4.1	2.4	3.0	4.8	6.2
偿债能力					
资产负债率(%)	15.6	21.6	23.5	29.2	33.8
流动比率	6.0	2.2	2.4	1.5	1.0
速动比率	4.7	1.7	1.6	0.7	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
应收账款周转率	6.9	5.7	7.4	7.3	7.3
应付账款周转率	2.3	1.1	1.1	1.1	1.1
估值比率					
P/E	54.1	81.7	63.3	45.5	36.0
P/B	2.7	2.7	2.6	2.5	2.3
EV/EBITDA	34.4	47.5	36.9	25.3	19.3

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

