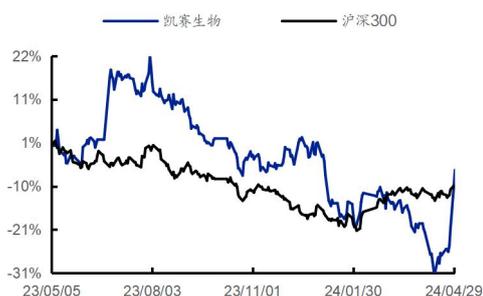


研究所：
 证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 证券分析师：贾冰 S0350524030003
 jiab@ghzq.com.cn

Q1 长链二元酸销量增加，盈利同比增幅明显

——凯赛生物(688065)2023年年报及2024年一季报点评

最近一年走势



相对沪深300表现		2024/04/30		
表现	1M	3M	12M	
凯赛生物	16.2%	13.5%	-3.2%	
沪深300	1.9%	11.1%	-10.5%	

市场数据		2024/04/30
当前价格(元)		51.30
52周价格区间(元)		37.50-67.00
总市值(百万)		29,927.29
流通市值(百万)		29,927.29
总股本(万股)		58,337.80
流通股本(万股)		58,337.80
日均成交额(百万)		451.45
近一月换手(%)		7.15

相关报告

《凯赛生物(688065)三季报点评：聚酰胺应用加速推进，看好公司长期成长性(买入)*化学制品*李永磊，董伯骏》——2023-11-05

《凯赛生物(688065)2023年中报点评：二季度业绩环比改善，看好后续与招商局合作(买入)*化学制品*李永磊，董伯骏》——2023-08-14

《凯赛生物(688065)动态研究：拟定增不超66亿元，招商局将间接持股并签订合作协议(买入)*化学制品*李永磊，董伯骏》——2023-06-27

事件：

2024年4月30日，凯赛生物发布2023年年度报告及一季度报告：2023年实现营业收入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%；实现扣非归母净利润3.07亿元，同比下降44.67%；销售毛利率28.79%，同比下降6.45pct，销售净利率19.32%，同比下降5.77pct；经营活动现金流净额为5.69亿元，同比下降2.34亿元。

2023Q4单季度，公司实现营业收入5.49亿元，同比-9.07%，环比+2.55%；实现归母净利润为0.53亿元，同比-21.53%，环比-26.92%；扣非后归母净利润0.51亿元，同比-11.54%，环比-3.82%；经营活动现金流净额为0.39亿元，同比-1.15亿元，环比-1.67亿元。销售毛利率为29.70%，同比-4.98pct，环比+3.64pct；销售净利率为10.06%，同比-3.51pct，环比-6.55pct。

同时，公司公布一季度报告，2024Q1单季度，公司实现营业收入6.85亿元，同比+35.43%，环比+24.76%；实现归母净利润为1.05亿元，同比+83.25%，环比+99.96%；扣非后归母净利润1.03亿元，同比+124.96%，环比+103.19%；经营活动现金流净额为2.15亿元，同比+1.36亿元，环比+1.76亿元。销售毛利率为28.68%，同比-5.35pct，环比-1.02pct；销售净利率为15.61%，同比+1.39pct，环比+5.55pct。

投资要点：

■ 2023年营收利润下滑，公司业绩承压

2023年实现营业收入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%。其中，2023年公司实现毛利润6.09亿元，同比-2.52亿元；期间费用2.00亿元，同比+0.73亿元，资产减值损失-2898万元，损失同比上升56万元，信用减值损失627万元，损失同比上升1295万元。2023年公司经营活动产生的现金流量为5.69亿元，同比下降2.34亿元，主要是上期公司进项税留抵退回导致。期间费用方面，2023年公司销售费用率为1.81%，同比-0.04pct；管理费用率为8.70%，同比+0.97pct；研发费用率为8.95%，同比+1.26pct；财务费用率为-10.00%，同比+2.09pct，主要是本期美元波动导致汇兑收益下降导致。

产品方面，2023年，公司长链二元酸系列实现生产量6.57万吨，同比

+10.70%，实现销售量 6.00 万吨，同比+2.22%，实现营业收入 19.08 亿元，同比-8.99%，毛利率 37.86%，同比下降 2.83pct；生物基聚酰胺系列实现生产量 1.03 万吨，同比-49.03%，实现销售量 0.76 万吨，同比-31.34%，实现营业收入 1.54 亿元，同比-33.27%，毛利率-17.99%，同比下降 10.65pct。

2023 年 Q4 公司实现净利润 5519 万元，环比下降 3368 万元，实现毛利润 1.63 亿元，环比上升 0.24 亿元，期间费用 1.15 亿元，环比上升 5840 万元，所得税费用 142 万元，环比下降 719 万元。

■ 2024Q1 净利润环比提升，公司经营向好

根据公司一季度业绩报告，2024Q1 公司实现净利润 1.07 亿元，环比上升 5167 万元。受下游需求回暖影响，公司紧抓市场机遇，加大产品销售力度，同时全力拓展新产品癸二酸市场，提升客户份额，因此，长链二元酸销售量，销售收入较去年同期大幅上涨。公司归母净利润受此影响，较去年同期大幅上涨。2024Q1 实现毛利润 1.96 亿元，环比上升 0.33 亿元，费用方面，2024Q1 销售费用为 1229 万元，环比上升 151 万元；管理费用为 4324 万元，环比下降 964 万元；研发费用为 4478 万元，环比下降 1793 万元；财务费用为-3742 万元，环比下降 2654 万元。2024Q1 的资产减值损失-590 万元，环比上升 710 万元；信用减值损失为-269 万元，环比下降 619 万元。

■ 与招商局合作，加速推进生物基聚酰胺应用

凯赛生物与 2023 年与招商局集团签订业务合作协议。根据协议，招商局集团将尽最大的商业努力推广和落实凯赛生物基聚酰胺产品的使用。基于公司产品的特点和双方的深度合作关系，公司正与招商局集团共同推动相关生物基材料在集装箱、建筑、光伏、物流等领域的应用，未来公司向招商局集团体系内客户形成批量销售将促进新增产能的消化。

■ **盈利预测和投资评级** 预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 34.07、60.01、95.37 亿元，归母净利润分别为 5.35、8.49、13.11 亿元，对应 PE 分别 56、35、23 倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。

■ **风险提示** 下游需求下滑、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2114	3407	6001	9537
增长率(%)	-13	61	76	59
归母净利润(百万元)	367	535	849	1311
增长率(%)	-34	46	59	54
摊薄每股收益(元)	0.63	0.92	1.45	2.25
ROE(%)	3	5	7	9
P/E	87.27	55.94	35.26	22.83
P/B	2.87	2.56	2.38	2.16
P/S	15.17	8.79	4.99	3.14
EV/EBITDA	52.68	31.20	20.06	13.77

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

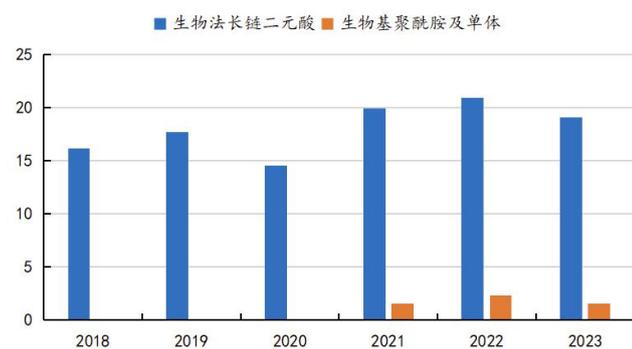
1、分产品经营数据

表 1: 凯赛生物分产品经营数据

产品分类		2021	2022	2023	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
长链二元酸系列	生产量 (万吨)	5.94	5.93	6.57					
	销售量 (万吨)	6.15	5.87	6.00					
	产销率	103.40%	98.98%	91.40%					
	营业收入 (亿元)	19.96	20.96	19.08					
	销售均价 (万元/吨)	3.25	3.57	3.18					
生物基聚酰胺系列	生产量 (万吨)	1.68	2.02	1.03					
	销售量 (万吨)	0.74	1.10	0.76					
	产销率	43.87%	54.61%	73.55%					
	营业收入 (亿元)	1.53	2.31	1.54					
	销售均价 (万元/吨)	2.07	2.09	2.04					
总营业收入 (亿元)		21.97	24.41	21.14	5.05	5.25	5.35	5.49	6.85
总营业成本 (亿元)		13.40	15.81	15.05	3.33	3.91	3.96	3.86	4.88
毛利润 (亿元)		8.58	8.60	6.09	1.72	1.34	1.39	1.63	1.96
毛利率 (%)		39.03%	35.24%	28.79%	34.03%	25.60%	26.06%	29.70%	28.68%
净利润 (亿元)		6.47	6.13	4.09	0.72	1.93	0.89	0.55	1.07
净利率 (%)		29.43%	25.10%	19.32%	14.22%	36.69%	16.61%	10.06%	15.61%

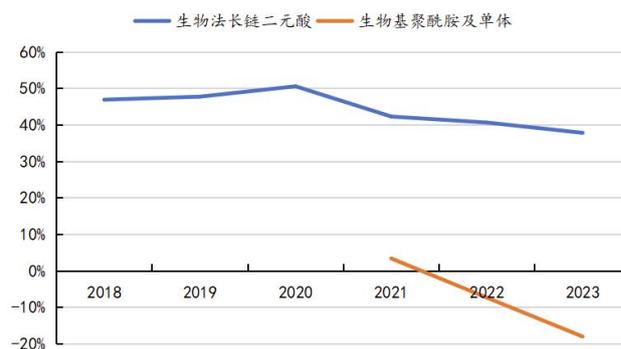
资料来源: wind, 公司公告, 国海证券研究所

图 1: 公司主要产品营收 (亿元)



资料来源: 同花顺 iFIND, 国海证券研究所

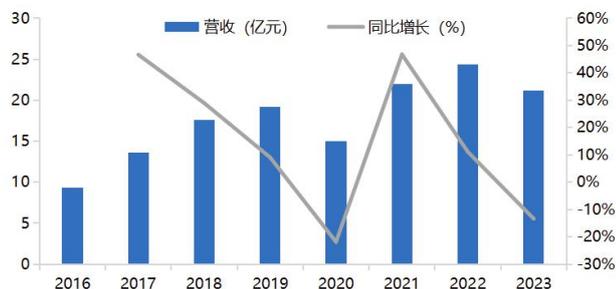
图 2: 公司主要产品毛利率



资料来源: 同花顺 iFIND, 国海证券研究所

2、公司财务数据

图 3：2023 年营收同比下滑 13.39%



资料来源：wind，国海证券研究所

图 4：2023 年归母净利润同比下降 33.75%



资料来源：wind，国海证券研究所

图 5：2023 年净资产收益率略微下滑



资料来源：wind，国海证券研究所

图 6：2023 年资产负债率上升



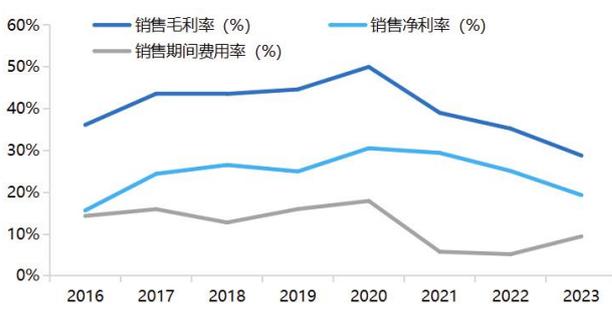
资料来源：wind，国海证券研究所

图 7：2023 年资产周转率为 11.53%



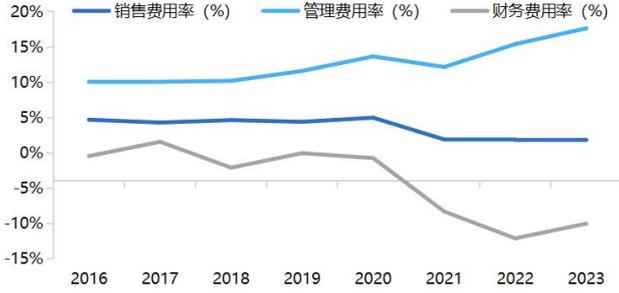
资料来源：wind，国海证券研究所

图 8：2023 年毛利率为 28.79%



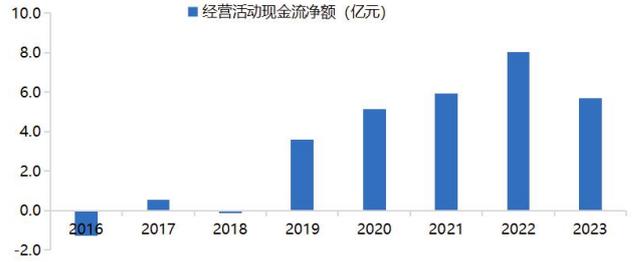
资料来源：wind，国海证券研究所

图 9: 2023 年管理费用率上升



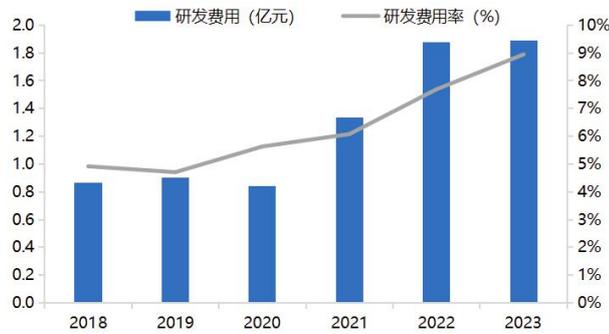
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 10: 2023 年经营活动现金流净额同比下降 29.14%



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 11: 2023 年研发费用为 1.89 亿元



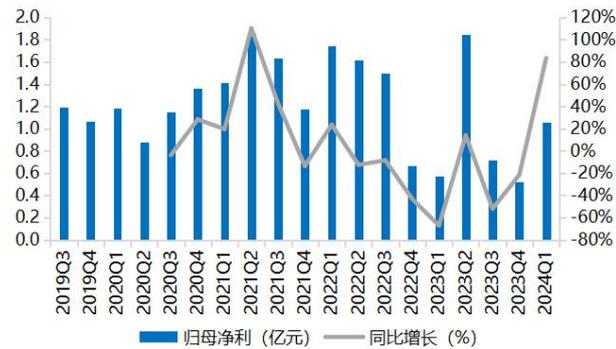
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 12: 2024 年 Q1 营收环比提升 24.76%



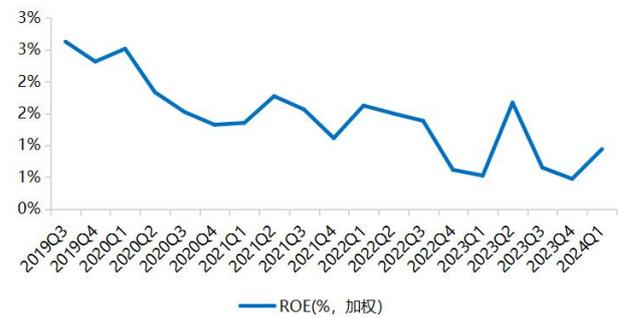
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 13: 2024 年 Q1 归母净利环比上升 99.96%



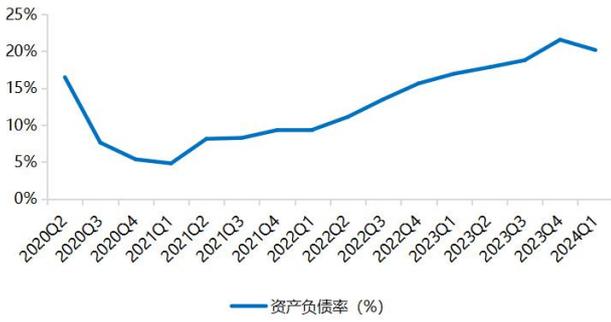
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 14: 季度净资产收益率



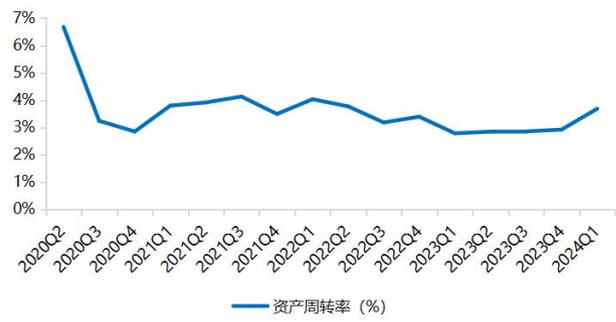
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 季度资产负债率



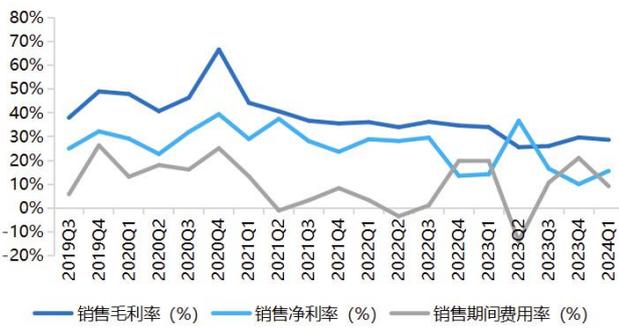
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 季度资产周转率



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 季度毛利率及净利率



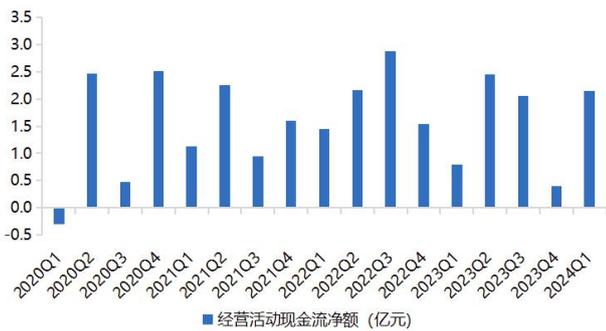
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 季度期间费用率



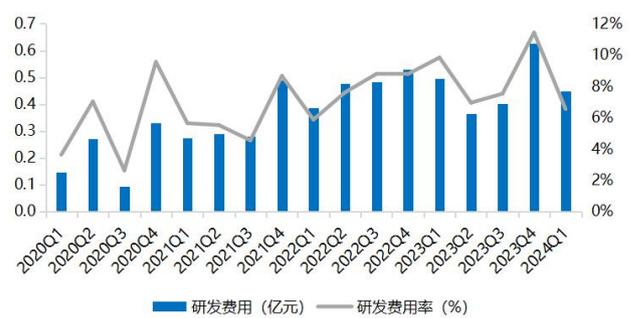
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 2024 年 Q1 经营活动现金流净额 2.15 亿元



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 季度研发费用情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 21: 收盘价及 PE (TTM)



资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/4/30)

图 22: PE-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/4/30)

图 23: PB-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/4/30)

3、盈利预测与评级

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 34.07、60.01、95.37 亿元，归母净利润分别为 5.35、8.49、13.11 亿元，对应 PE 分别 56、35、23 倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。

4、风险提示

下游需求下滑、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行。

附表：凯赛生物盈利预测表

证券代码:	688065				股价:	51.30				投资评级:	买入				日期:	2024/04/30			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	3%	5%	7%	9%	EPS	0.63	0.92	1.45	2.25										
毛利率	29%	26%	28%	29%	BVPS	19.14	20.06	21.51	23.76										
期间费率	1%	5%	8%	9%	估值														
销售净利率	17%	16%	14%	14%	P/E	87.27	55.94	35.26	22.83										
成长能力					P/B	2.87	2.56	2.38	2.16										
收入增长率	-13%	61%	76%	59%	P/S	15.17	8.79	4.99	3.14										
利润增长率	-34%	46%	59%	54%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.12	0.18	0.30	0.43	营业收入	2114	3407	6001	9537										
应收账款周转率	6.67	9.61	8.81	8.44	营业成本	1505	2517	4320	6774										
存货周转率	0.99	1.76	2.81	3.44	营业税金及附加	28	34	60	96										
偿债能力					销售费用	38	63	111	176										
资产负债率	22%	17%	23%	26%	管理费用	184	255	420	715										
流动比	2.22	2.36	1.64	1.56	财务费用	-211	-142	-74	-67										
速动比	1.70	1.67	1.12	1.04	其他费用/(-收入)	189	255	450	763										
					营业利润	454	603	957	1477										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-5	0	0	0										
现金及现金等价物	5391	3785	3562	3978	利润总额	449	603	957	1477										
应收款项	306	508	995	1502	所得税费用	40	60	96	148										
存货净额	1466	1399	1680	2258	净利润	409	543	861	1330										
其他流动资产	408	416	513	640	少数股东损益	42	8	12	19										
流动资产合计	7571	6108	6750	8378	归属于母公司净利润	367	535	849	1311										
固定资产	3933	4618	5375	6064															
在建工程	5443	5629	6479	6529	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	1744	2062	2204	2412	经营活动现金流	569	355	2062	1963										
长期股权投资	143	139	136	132	净利润	367	535	849	1311										
资产总计	18833	18557	20944	23516	少数股东损益	42	8	12	19										
短期借款	746	746	746	746	折旧摊销	290	423	504	579										
应付款项	1682	1109	2421	3390	公允价值变动	0	0	0	0										
合同负债	10	17	30	48	营运资金变动	-99	-632	661	30										
其他流动负债	971	719	921	1176	投资活动现金流	-1559	-1590	-2245	-1507										
流动负债合计	3410	2592	4118	5360	资本支出	-1428	-1570	-2252	-1526										
长期借款及应付债券	245	245	245	245	长期投资	-101	3	4	3										
其他长期负债	405	403	403	403	其他	-30	-24	4	16										
长期负债合计	651	648	648	648	筹资活动现金流	-262	-372	-40	-40										
负债合计	4060	3240	4765	6008	债务融资	647	-330	0	0										
股本	583	583	583	583	权益融资	4	2	0	0										
股东权益	14773	15317	16178	17508	其它	-914	-44	-40	-40										
负债和股东权益总计	18833	18557	20944	23516	现金净增加额	-1211	-1606	-222	415										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，贾冰，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。