

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	54.79
总股本/流通股本(亿股)	5.83 / 5.83
总市值/流通市值(亿元)	320 / 320
52周内最高/最低价	66.56 / 37.50
资产负债率(%)	21.6%
市盈率	86.97
第一大股东	Cathay Industrial Biotech Ltd.

研究所

分析师: 张泽亮
SAC 登记编号: S1340523100003
Email: zhangzeliang@cnpsec.com
分析师: 马语晨
SAC 登记编号: S1340524030001
Email: mayuchen@cnpsec.com

凯赛生物(688065)

24Q1 需求回暖，看好产能释放+战略合作驱动增长

- **事件:** 公司 4 月 30 日发布 2023&24Q1 财报，2023 年实现营收 21.14 亿元，同比-13.39%；归母净利润 3.67 亿元，同比-33.75%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.90 元，公司回购股份累计支付资金总额 0.32 亿元，合计现金分红约 1.42 亿元，派息率达到 38.73%。24Q1 实现营收 6.85 亿元，同比+35.43%，环比+24.76%；归母净利润为 1.05 亿元，同比+83.25%，环比+99.96%。
- **2023 年营收承压主因需求不及预期+国际市场影响，24Q1 下游需求回暖驱动营收大幅增长。** 1) **生物法长链二元酸:** 2023 年营收 19.08 亿元，同比-8.99%，销量同比+2.22%；均价同比-10.97%。公司太原 4 万吨癸二酸产能释放+市场开拓取得成效，销量同比增长。由于海内外需求不及预期，长链二元酸价格承压拖累营收，截至 2023 年末长链二元酸库存同比+33.23%；2) **生物基聚酰胺及单体:** 2023 年营收 1.54 亿元，同比-33.27%，销量同比-31.34%；均价同比-2.82%。下滑主因生物基聚酰胺产品处于商业化推广阶段，下游客户配套工艺、设备改进、客户认证过程需要时间，产能利用率较拖累营收。分地区看，2023 年境内/境外营收同比分别+8.86%/-35.21%，境外营收受国际市场影响较大。公司 24Q1 营收增长主因下游需求回暖及公司癸二酸市场拓展有所成效。
- **公司部分产品尚处于推广期，盈利能力阶段性承压。** 公司 2023 年毛利率为 35.24%，同比-3.79pcts。分产品看，公司长链二元酸系列/生物基聚酰胺系列毛利率为 37.86%/-17.99%，同比-2.83pcts/-10.65pcts。长链二元酸系列毛利率下滑主因癸二酸产品尚处于推广期，售价相对较低，剔除癸二酸后公司生物法长链二元酸产品毛利率同比保持稳定；而公司生物基聚酰胺系列也处于推广期，其排产较少、产能利用率较低。24Q1 公司毛利率为 28.68%，同比-5.35pcts，环比-1.02pcts。
- **看好新项目产能释放、战略合作驱动中长期增长。** 公司推进新项目建设，据公告，公司生物基聚酰胺工程技术研究中心及年产 3 万吨长链二元酸、2 万吨长链聚酰胺项目已于 23 年结项。山西产业园生物基聚酰胺项目计划于 24 年底先行建成部分产能（其中年产 5000 吨高温尼龙示范线已于 2023 年年底建成）。公司拟定增募资并引入招商局集团作为间接股东，有望加速推动生物基聚酰胺复合材料产品商业化进程。此外，公司于 24 年 1 月与韩国 3P.COM 公司签署合资协议，将致力于开发热塑性生物基聚酰胺复合材料的应用（氢气储存和运输、城市空中交通等领域）。
- **投资建议:** 预计公司 24/25/26 年归母净利润为 5.11/7.92/11.80 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 项目投产不及预期；需求不及预期；竞争格局恶化。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2114	3556	5625	7527
增长率 (%)	-13.39	68.21	58.18	33.81
EBITDA (百万元)	540.23	1134.18	1671.95	2319.20
归属母公司净利润 (百万元)	366.52	510.85	792.04	1179.76
增长率 (%)	-33.75	39.38	55.04	48.95
EPS (元/股)	0.63	0.88	1.36	2.02
市盈率 (P/E)	87.21	62.57	40.36	27.09
市净率 (P/B)	2.86	2.74	2.56	2.34
EV/EBITDA	52.68	27.04	19.18	14.16

资料来源：iFind，公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	2114	3556	5625	7527	营业收入	-13.4%	68.2%	58.2%	33.8%
营业成本	1505	2460	3809	4912	营业利润	-35.9%	37.7%	55.0%	49.0%
税金及附加	28	39	62	83	归属于母公司净利润	-33.8%	39.4%	55.0%	49.0%
销售费用	38	57	90	120	获利能力				
管理费用	184	285	450	602	毛利率	28.8%	30.8%	32.3%	34.7%
研发费用	189	285	450	602	净利率	17.3%	14.4%	14.1%	15.7%
财务费用	-211	-83	-30	-2	ROE	3.3%	4.4%	6.4%	8.6%
资产减值损失	-29	0	0	0	ROIC	1.4%	2.9%	4.7%	6.7%
营业利润	454	626	970	1445	偿债能力				
营业外收入	2	0	0	0	资产负债率	21.6%	20.8%	24.7%	26.9%
营业外支出	7	0	0	0	流动比率	2.22	1.84	1.42	1.29
利润总额	449	626	970	1445	营运能力				
所得税	40	56	87	130	应收账款周转率	6.67	10.17	9.56	8.93
净利润	409	569	883	1315	存货周转率	1.39	1.91	1.96	1.88
归母净利润	367	511	792	1180	总资产周转率	0.12	0.19	0.27	0.33
每股收益(元)	0.63	0.88	1.36	2.02	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.63	0.88	1.36	2.02
货币资金	5390	2995	1838	1315	每股净资产	19.14	20.01	21.37	23.39
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	306	521	823	1102	PE	87.21	62.57	40.36	27.09
预付款项	31	79	122	157	PB	2.86	2.74	2.56	2.34
存货	1466	2254	3490	4500	现金流量表				
流动资产合计	7571	6207	6671	7509	净利润	409	569	883	1315
固定资产	3933	4972	5927	6790	折旧和摊销	290	592	732	876
在建工程	5443	6250	7001	7699	营运资本变动	-99	-982	-562	-490
无形资产	704	687	669	652	其他	-29	28	51	63
非流动资产合计	11263	13163	14890	16487	经营活动现金流净额	569	207	1104	1764
资产总计	18833	19369	21561	23995	资本开支	-1428	-2421	-2421	-2421
短期借款	746	995	1244	1493	其他	-131	-74	-59	-81
应付票据及应付账款	1682	1629	2522	3253	投资活动现金流净额	-1559	-2494	-2480	-2501
其他流动负债	982	754	921	1061	股权融资	4	2	0	0
流动负债合计	3410	3378	4687	5806	债务融资	647	-81	249	249
其他	651	648	648	648	其他	-914	-29	-30	-35
非流动负债合计	651	648	648	648	筹资活动现金流净额	-262	-109	219	214
负债合计	4060	4026	5335	6454	现金及现金等价物净增加额	-1211	-2395	-1157	-523
股本	583	583	583	583					
资本公积金	8526	8528	8528	8528					
未分配利润	2069	2504	3177	4180					
少数股东权益	3609	3667	3758	3893					
其他	-13	61	180	356					
所有者权益合计	14773	15343	16226	17541					
负债和所有者权益总计	18833	19369	21561	23995					

资料来源: iFind, 公司公告, 中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048