

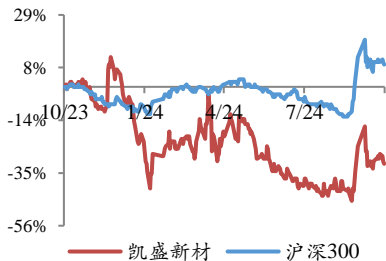
三季度业绩短期承压，PEKK 及新材料有序推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-10-30

收盘价（元）	13.63
近12个月最高/最低（元）	23.20/10.69
总股本（百万股）	421
流通股本（百万股）	392
流通股比例（%）	93.18
总市值（亿元）	57
流通市值（亿元）	53

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

相关报告

1. 主营产品景气磨底，PEKK 材料逐步放量 2024-09-04

2. 氯化亚砷景气偏弱业绩承压，PEKK 芳纶单体放量成长可期 2024-03-17

主要观点：

● 事件描述

2024年10月24日晚，凯盛新材发布2024年三季度报告，第三季度公司营业收入2.01亿元，同比下降14.63%，环比下降20.95%，归母净利润-0.02亿元，同比下降105.77%，环比下降106.23%，销售毛利率18.56%，环比下降6.85pct。

● 氯化亚砷、芳纶景气偏弱，公司业绩短期承压

2024年以来，受下游市场萎缩影响，氯化亚砷、氯乙酰氯等产品需求增长不及预期，在原材料价格和需求的共同作用下，氯化亚砷产品售价仍处于历史低位，根据百川盈孚数据，2024Q3氯化亚砷/硫磺/液氯均价分别为1440/1139/72元/吨，环比变化-9.7%/+17.4%/-78.0%，氯化亚砷价格回落以及原料硫磺价格增长使得氯化亚砷价差收窄，盈利空间被压缩。此外，芳纶单体同样受到需求偏弱影响，芳纶领域下游防护装备推行缓慢以及工业过滤领域需求乏力，同时新进入者增多使得价格竞争加剧，公司作为芳纶的上游企业，芳纶聚合单体产品利润空间亦被压缩，2024Q3销售毛利率18.56%，环比下降6.85pct。

● PEKK 放量在即，打造业绩新增长极

PEKK材料性能优异，附加值高，对国家战略发展及产业升级具有重大意义，但由于PEKK技术壁垒极高，目前全球仅有索尔维、阿科玛等少数国外企业实现量产，PEKK材料亟需实现国产化。公司成功实现一步法生产PEKK，和国外两步法比具有明显的成本优势，填补了国内PEKK生产技术的空白。目前1000吨/年聚醚醚酮产能已经投入使用，同时公司具备PEEK（聚醚醚酮）产品改性及增强能力，并实现将其与玻璃纤维、碳纤维进行结合，已向客户供应定制化的复合材料产品。此外，公司以氯、硫基础化工原料为起点，不断布局丰富产品线，2024年上半年以来，公司持续推进新产品的研发与落地，4,4'-二氯二苯砷和苯磺酸类系列产品均取得重要进展，培育未来公司业绩支撑的重要增长点。

● 投资建议

公司作为全球氯化亚砷头部企业，积极拓展产业链下游产品，考虑到公司主营产品氯化亚砷、芳纶聚合单体需求偏弱，我们下调公司业绩预期，预计公司2024年-2026年归母净利润分别为0.88、1.48、2.11亿元，（2024-2026前值分别为1.48、2.05、2.62亿元），同比增速分别为-44.6%、69.5%、42.1%，对应PE分别为66、39、27倍。维持公司“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 项目建设进度不及预期的风险;
- (2) 项目审批进度不及预期的风险;
- (3) 原材料价格大幅波动的风险;
- (4) 产品价格大幅下跌的风险。

● 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	987	959	1279	1584
收入同比 (%)	-2.3%	-2.8%	33.4%	23.9%
归属母公司净利润	158	88	148	211
净利润同比 (%)	-32.6%	-44.6%	69.5%	42.1%
毛利率 (%)	33.2%	24.3%	26.3%	28.4%
ROE (%)	9.5%	5.2%	8.3%	10.8%
每股收益 (元)	0.38	0.21	0.35	0.50
P/E	57.03	65.52	38.67	27.21
P/B	5.41	3.39	3.21	2.94
EV/EBITDA	32.32	29.22	20.77	15.84

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				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1450	686	1019	983
现金	849	212	349	335
应收账款	86	55	134	100
其他应收款	27	8	39	19
预付账款	11	15	19	23
存货	57	49	89	77
其他流动资产	418	347	389	429
非流动资产	1033	1197	1244	1285
长期投资	0	0	0	0
固定资产	712	821	878	905
无形资产	151	188	224	260
其他非流动资产	170	188	143	120
资产总计	2483	1882	2263	2268
流动负债	327	188	475	325
短期借款	0	0	0	0
应付账款	200	138	301	227
其他流动负债	128	50	174	99
非流动负债	487	5	5	5
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	487	5	5	5
负债合计	814	192	480	330
少数股东权益	4	0	-5	-11
股本	421	421	421	421
资本公积	397	397	397	397
留存收益	848	872	970	1131
归属母公司股东权益	1665	1690	1788	1949
负债和股东权益	2483	1882	2263	2268

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-9	168	311	160
净利润	158	84	143	205
折旧摊销	89	79	88	95
财务费用	5	29	0	0
投资损失	-5	0	-1	-1
营运资金变动	-261	-23	81	-138
其他经营现金流	422	107	61	342
投资活动现金流	12	-231	-124	-124
资本支出	-35	-237	-129	-129
长期投资	42	-4	-4	-4
其他投资现金流	5	9	10	10
筹资活动现金流	575	-574	-50	-50
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-3	0	0	0
其他筹资现金流	578	-574	-50	-50
现金净增加额	578	-637	137	-14

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	987	959	1279	1584
营业成本	659	726	943	1134
营业税金及附加	13	11	14	18
销售费用	15	12	16	20
管理费用	69	57	77	95
财务费用	-1	12	4	7
资产减值损失	-6	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	5	0	1	1
营业利润	176	98	168	240
营业外收入	1	1	2	2
营业外支出	1	1	1	2
利润总额	176	99	169	241
所得税	19	15	25	36
净利润	158	84	143	205
少数股东损益	0	-3	-5	-6
归属母公司净利润	158	88	148	211
EBITDA	267	189	259	341
EPS (元)	0.38	0.21	0.35	0.50

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-2.3%	-2.8%	33.4%	23.9%
营业利润	-34.7%	-44.1%	70.6%	42.9%
归属于母公司净利润	-32.6%	-44.6%	69.5%	42.1%
获利能力				
毛利率 (%)	33.2%	24.3%	26.3%	28.4%
净利率 (%)	16.0%	9.1%	11.6%	13.3%
ROE (%)	9.5%	5.2%	8.3%	10.8%
ROIC (%)	7.4%	5.5%	8.2%	10.8%
偿债能力				
资产负债率 (%)	32.8%	10.2%	21.2%	14.6%
净负债比率 (%)	48.8%	11.4%	26.9%	17.0%
流动比率	4.43	3.66	2.15	3.02
速动比率	3.79	2.53	1.59	2.22
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.44	0.62	0.70
应收账款周转率	12.28	13.57	13.57	13.57
应付账款周转率	3.30	4.30	4.30	4.30
每股指标 (元)				
每股收益	0.38	0.21	0.35	0.50
每股经营现金流 (摊薄)	-0.02	0.40	0.74	0.38
每股净资产	3.96	4.02	4.25	4.63
估值比率				
P/E	57.03	65.52	38.67	27.21
P/B	5.41	3.39	3.21	2.94
EV/EBITDA	32.32	29.22	20.77	15.84

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。