

凯立新材（688269）

证券研究报告
2024年11月08日

收入下滑利润同比修复，投资 HNBR 进军新材料领域

事件：凯立新材发布 2024 年三季报，公司前三季度实现营业收入 11.43 亿元，同比-14.7%，实现归母净利润 6404.08 万元，同比-34.5%，其中第三季度实现营业收入 3.31 亿元，同比-10.7%，环比-34.84%，实现归母净利润 1726.47 万元，同比+163.1%，环比-51.06%。

收入同环比下滑，费用和减值影响整体利润，毛利率有所恢复，预计与公司销售/加工业务变动有关

公司第三季度营业收入同比、环比分别-10.7%/-34.84%，在收入同环比下滑基础上，费用和减值影响公司整体利润。费用端：第三季度四费率为 7.58%，其中研发费用率为 3.50%，四费率同比/环比分别+1.95/+3.29PCT；绝对额方面，由于财务费用和销售费用的增加，整体费用绝对额同比 23Q3 增加 422 万元，环比 24Q2 增加 329 万元。公司 Q3 产生减值损失共 282 万元，其中信用减值损失 249 万元，减值损失环比 24Q2 增加 241 万元。

公司 24 年第三季度毛利率为 13.62%，同比+5.24PCT，环比+3.41PCT，根据我们首次覆盖报告分析，公司由于销售/加工/技术服务三种业务模式毛利率水平差异较大，而销售模式的略微变动可能带来收入、毛利率的大幅变动，因此我们预期收入的同环比下降和毛利率的同环比提升与业务结构季度间变动有关。

贵金属钯价格同比大幅下滑影响收入

公司作为贵金属加工型企业，贵金属价格占成本比重较高，而贵金属钯进入下行周期拖累公司整体收入。根据 Wind 数据，贵金属钯平均价格在 2024Q3 为 254.43 元/克，同比-23.12%，环比-2.11%，同比的大幅下行拖累公司整体收入，而环比 24Q2 则下滑幅度较小，环比对收入影响较小。

对外投资氢化丁腈橡胶产业化项目，凭借催化剂优势进军高端材料领域

公司 9 月 24 日公告《关于子公司对外投资的公告》，拟通过子公司彬州凯泰自有资金及自筹资金投资氢化丁腈橡胶产业化项目，项目计划总投资 35,000 万元，分两期建设，其中一期计划投资 20,000 万元。氢化丁腈橡胶（HNBR）作为重要的高分子材料之一，催化剂选型和优化是氢化丁腈橡胶制备技术中的难点，其技术优势也主要体现在生产过程所用催化体系的先进性上。因此，优化催化体系，改善生产工艺，降低生产成本，是提高氢化丁腈橡胶产品综合竞争力的核心技术。凯立新材自主研发的先进催化体系及催化技术，将提高氢化丁腈橡胶的生产效率和产品质量，降低综合成本，增强竞争力。

盈利预测：由于贵金属价格变动，我们调整 2024-2026 年净利润预期至 1.10/1.82/2.45 亿元（24-25 年前值为 2.62/2.91 亿元），维持“买入”评级

风险提示：贵金属价格大幅下行；下游需求不及预期；HNBR 投资项目建设不及预期。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,882.20	1,785.30	1,732.99	2,018.45	2,438.38
增长率(%)	18.43	(5.15)	(2.93)	16.47	20.80
EBITDA(百万元)	306.87	186.03	160.30	263.84	357.87
归属母公司净利润(百万元)	221.11	112.88	110.49	182.43	244.62
增长率(%)	36.02	(48.95)	(2.12)	65.11	34.09
EPS(元/股)	1.69	0.86	0.85	1.40	1.87
市盈率(P/E)	15.88	31.11	31.79	19.25	14.36
市净率(P/B)	3.62	3.55	3.28	2.91	2.52
市销率(P/S)	1.87	1.97	2.03	1.74	1.44
EV/EBITDA	35.75	25.47	22.61	14.46	10.99

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	基础化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	28.3 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	130.70
流通 A 股股本(百万股)	130.70
A 股总市值(百万元)	3,698.92
流通 A 股市值(百万元)	3,698.92
每股净资产(元)	7.55
资产负债率(%)	44.81
一年内最高/最低(元)	44.70/20.86

作者

郭建奇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522110002
guojianqi@tfzq.com

唐婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001
tjie@tfzq.com

张峰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080008
zhangfeng@tfzq.com

刘奕町 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523050001
liuyiting@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《凯立新材-季报点评:收入利润继续下行承压，成立子公司投资 HNBR》2023-11-08
- 《凯立新材-半年报点评:贵金属下行影响毛利，基础化工业务持续高增》2023-10-17
- 《凯立新材-季报点评:一季度淡季迎来业务结构变化，定增项目成长可期》2023-05-05

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	460.32	316.25	519.90	605.53	731.52
应收票据及应收账款	132.96	173.73	100.37	222.72	175.57
预付账款	3.75	29.34	8.93	13.86	17.24
存货	352.77	196.09	283.13	291.88	383.13
其他	91.67	74.35	76.09	85.23	78.48
流动资产合计	1,041.47	789.76	988.43	1,219.23	1,385.93
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	104.16	552.89	779.39	944.39	1,240.25
在建工程	271.87	65.92	109.78	204.89	151.47
无形资产	38.02	37.75	36.73	35.71	34.69
其他	73.69	84.85	64.57	74.37	74.60
非流动资产合计	487.75	741.42	990.47	1,259.36	1,501.01
资产总计	1,529.22	1,532.49	1,978.89	2,478.59	2,886.93
短期借款	240.48	204.13	532.83	774.60	987.66
应付票据及应付账款	104.99	109.42	51.41	145.36	95.59
其他	66.58	53.39	105.95	85.34	112.93
流动负债合计	412.06	366.94	690.20	1,005.31	1,196.18
长期借款	50.07	84.00	154.80	197.36	227.17
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	49.22	79.60	56.60	61.81	66.00
非流动负债合计	99.29	163.60	211.40	259.17	293.17
负债合计	559.37	538.06	901.60	1,264.47	1,489.35
少数股东权益	0.00	6.00	6.00	6.00	6.00
股本	130.70	130.70	130.70	130.70	130.70
资本公积	449.73	449.73	449.73	449.73	449.73
留存收益	388.71	410.09	492.96	629.78	813.25
其他	0.70	(2.10)	(2.10)	(2.10)	(2.10)
股东权益合计	969.84	994.43	1,077.29	1,214.12	1,397.58
负债和股东权益总计	1,529.22	1,532.49	1,978.89	2,478.59	2,886.93

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	221.11	112.88	110.49	182.43	244.62
折旧摊销	4.91	11.03	30.67	40.91	58.58
财务费用	3.83	5.17	14.45	25.51	34.07
投资损失	(1.52)	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(195.12)	59.06	(5.03)	(76.62)	(60.26)
其它	64.89	(13.26)	(0.00)	0.00	(0.00)
经营活动现金流	98.10	174.87	150.57	172.23	277.02
资本支出	227.03	223.17	323.00	294.79	295.81
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(351.56)	(457.92)	(623.94)	(594.17)	(595.91)
投资活动现金流	(124.53)	(234.75)	(300.94)	(299.37)	(300.10)
债权融资	165.24	2.84	381.64	258.39	210.22
股权融资	(91.43)	(68.15)	(27.62)	(45.61)	(61.16)
其他	(3.15)	(19.04)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	70.66	(84.36)	354.02	212.78	149.07
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	44.24	(144.24)	203.65	85.64	125.98

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,882.20	1,785.30	1,732.99	2,018.45	2,438.38
营业成本	1,543.99	1,571.24	1,512.60	1,691.71	2,012.89
营业税金及附加	6.26	7.96	6.10	7.61	9.55
销售费用	8.75	9.23	9.06	10.12	12.53
管理费用	22.85	24.59	23.47	26.54	32.89
研发费用	57.12	50.10	52.13	59.54	71.24
财务费用	(0.36)	2.85	14.45	25.51	34.07
资产/信用减值损失	(1.24)	(3.67)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.52	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(4.92)	(1.10)	0.00	0.00	0.00
营业利润	248.24	124.09	115.19	197.42	265.22
营业外收入	2.27	0.12	6.30	2.90	3.10
营业外支出	0.82	0.71	0.60	0.71	0.67
利润总额	249.69	123.50	120.89	199.60	267.65
所得税	28.58	10.63	10.40	17.17	23.03
净利润	221.11	112.88	110.49	182.43	244.62
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	221.11	112.88	110.49	182.43	244.62
每股收益(元)	1.69	0.86	0.85	1.40	1.87

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	18.43%	-5.15%	-2.93%	16.47%	20.80%
营业利润	49.47%	-50.01%	-7.18%	71.39%	34.34%
归属于母公司净利润	36.02%	-48.95%	-2.12%	65.11%	34.09%
获利能力					
毛利率	17.97%	11.99%	12.72%	16.19%	17.45%
净利率	11.75%	6.32%	6.38%	9.04%	10.03%
ROE	22.80%	11.42%	10.31%	15.10%	17.58%
ROIC	53.03%	15.97%	13.32%	17.20%	18.11%
偿债能力					
资产负债率	36.58%	35.11%	45.56%	51.02%	51.59%
净负债率	-17.50%	-2.01%	16.01%	30.53%	34.99%
流动比率	2.26	2.11	1.43	1.21	1.16
速动比率	1.50	1.59	1.02	0.92	0.84
营运能力					
应收账款周转率	13.31	11.64	12.65	12.49	12.24
存货周转率	6.90	6.51	7.23	7.02	7.22
总资产周转率	1.40	1.17	0.99	0.91	0.91
每股指标(元)					
每股收益	1.69	0.86	0.85	1.40	1.87
每股经营现金流	0.75	1.34	1.15	1.32	2.12
每股净资产	7.42	7.56	8.20	9.24	10.65
估值比率					
市盈率	15.88	31.11	31.79	19.25	14.36
市净率	3.62	3.55	3.28	2.91	2.52
EV/EBITDA	35.75	25.47	22.61	14.46	10.99
EV/EBIT	36.33	27.08	27.96	17.11	13.14

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com