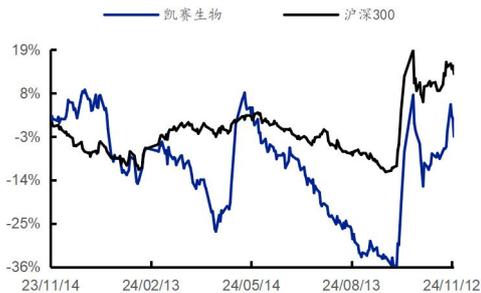


研究所：  
 证券分析师：李永磊 S0350521080004  
 liyl03@ghzq.com.cn  
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009  
 dongbj@ghzq.com.cn

## 癸二酸产能放量，Q3 盈利同比增幅明显

### ——凯赛生物（688065）公司动态研究

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
凯赛生物	2.0%	36.0%	-2.9%
沪深 300	2.0%	22.1%	12.8%

#### 市场数据

当前价格(元)	49.45
52 周价格区间(元)	32.48-56.98
总市值(百万)	28,848.04
流通市值(百万)	28,848.04
总股本(万股)	58,337.80
流通股本(万股)	58,337.80
日均成交额(百万)	196.31
近一月换手(%)	8.89

#### 相关报告

《凯赛生物（688065）2023 年年报及 2024 年一季度点评：Q1 长链二元酸销量增加，盈利同比增幅明显（买入）\*化学制品\*李永磊，董伯骏，贾冰》——2024-05-06

《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

#### 投资要点：

##### ■ 癸二酸产能放量，2024Q3 盈利同比大幅上升

2024 年前三季度公司实现营业收入 22.15 亿元，同比+41.49%；实现归母净利润 3.45 亿元，同比+9.97%；实现扣非归母净利润 3.35 亿元，同比+25.51%；销售毛利率 32.20%，同比+3.72 个 pct，销售净利率 15.28%，同比-7.29 个 pct；经营活动现金流净额为 6.76 亿元，同比+27.48%。

2024Q3 单季度，公司实现营业收入 7.71 亿元，同比+44.06%，环比+1.45%；实现归母净利润为 0.98 亿元，同比+35.69%，环比-31.27%；扣非后归母净利润 0.96 亿元，同比+81.32%，环比-30.10%；经营活动现金流净额为 2.41 亿元，同比+16.72%。销售毛利率为 34.03%，同比+7.97 个 pct，环比+0.51 个 pct；销售净利率为 12.24%，同比-4.37 个 pct，环比-5.83 个 pct。

2024Q3 公司归母净利润同比上升，主要由于新产品癸二酸产能放量，长链二元酸销售量、销售收入较去年同期大幅上涨，带动公司整体净利润大幅上涨。2024Q3 公司毛利润同比增长 1.23 亿元。期间费用方面，2024Q3 公司继续加大研发投入，研发费用同比/环比分别增加 0.28/0.13 亿元；财务费用同比/环比分别增加 0.39/0.41 亿元。经营活动现金净流量同比增加 0.34 亿元。

##### ■ 稳步扩充产能，聚焦聚酰胺全产业链

截至 2024 年半年报，公司拥有系列生物法长链二元酸年产能 11.5 万吨、系列生物基聚酰胺年产能 10 万吨。其中，年产 4 万吨生物法癸二酸建设项目已于 2022 年投产；乌苏技术年产 3 万吨长链二元酸和 2 万吨长链聚酰胺项目已于 2023 年建成。在建项目方面，年产 50 万吨生物基戊二胺及年产 90 万吨生物基聚酰胺项目等项目正在建设中。公司目前商业化产品聚焦聚酰胺产业链，是全球领先的利用生物制造规模化生产新型材料的企业之一。公司拥有从聚酰胺单体到聚酰胺再到聚酰胺改性复合材料的完整生产链条，主要核心原材料由企业自主掌握。公司通过全产业链持续进行工艺优化，能够有效降低生产成本，提升产品品质，保持自身产品竞争力优势。

##### ■ 携手产业链客户、完善战略布局

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

公司于 2023 年年中公告了拟定增募集不超过 66 亿元并引入招商局集团作为间接股东的定增方案，同招商局集团达成了资本与业务合作协议。此次合作的落地将为公司生物新材料领域的业务开拓带来更大机遇，致力于将系列生物基聚酰胺及其复合材料开发成为双碳时代的生物基基石材料，打造绿色新质生产力，助力新型工业化绿色发展。

公司通过战略投资的形式进一步完善了研发布局，前瞻性地补齐与业务相关的技术能力版图。2023 年 1 月，公司战略入股 AI 蛋白质设计平台公司——分子之心，实现了对 AI 蛋白质结构预测、设计技术领域的深度布局；2024 年 1 月，公司与具有丰富仿真模拟专业知识和经验的 3P.COM 公司签署了合资协议，旨在为生物基聚酰胺复合材料的各类产品应用提供最后一步的技术衔接。

- **盈利预测和投资评级** 出于谨慎性原则，我们暂不考虑向特定对象发行股份事项的影响。基于公司前三季度业绩，我们调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 31.07、49.01、69.37 亿元，归母净利润分别为 5.05、7.07、9.15 亿元，对应 PE 分别 57、41、32 倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。
- **风险提示** 原材料、能源价格及运费波动风险，新项目建设进度、产品达产进度及销售不确定性的风险，产品价格下降的风险，安全生产风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2114	3107	4901	6937
增长率(%)	-13	47	58	42
归母净利润（百万元）	367	505	707	915
增长率(%)	-34	38	40	29
摊薄每股收益（元）	0.63	0.87	1.21	1.57
ROE(%)	3	4	6	7
P/E	87.27	57.07	40.78	31.51
P/B	2.87	2.49	2.37	2.22
P/S	15.17	9.29	5.89	4.16
EV/EBITDA	52.68	30.13	22.44	17.96

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：凯赛生物盈利预测表（暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响）

证券代码：	688065				股价：	49.45				投资评级：	买入				日期：	2024/11/14			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	3%	4%	6%	7%	EPS	0.63	0.87	1.21	1.57										
毛利率	29%	30%	28%	27%	BVPS	19.14	19.86	20.88	22.26										
期间费率	1%	5%	4%	5%	<b>估值</b>														
销售净利率	17%	16%	14%	13%	P/E	87.27	57.07	40.78	31.51										
<b>成长能力</b>					P/B	2.87	2.49	2.37	2.22										
收入增长率	-13%	47%	58%	42%	P/S	15.17	9.29	5.89	4.16										
利润增长率	-34%	38%	40%	29%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
总资产周转率	0.12	0.16	0.25	0.34	营业收入	2114	3107	4901	6937										
应收账款周转率	6.67	11.36	15.22	19.12	营业成本	1505	2178	3552	5078										
存货周转率	0.99	1.63	2.74	3.30	营业税金及附加	28	31	49	69										
<b>偿债能力</b>					销售费用	38	57	87	123										
资产负债率	22%	22%	22%	21%	管理费用	184	233	277	393										
流动比	2.22	2.47	2.35	2.59	财务费用	-211	-141	-153	-162										
速动比	1.70	1.98	1.86	1.98	其他费用/（-收入）	189	233	368	520										
					<b>营业利润</b>	<b>454</b>	<b>570</b>	<b>797</b>	<b>1032</b>										
<b>资产负债表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支	-5	0	0	0										
现金及现金等价物	5391	5971	6235	6372	<b>利润总额</b>	<b>449</b>	<b>570</b>	<b>797</b>	<b>1032</b>										
应收款项	306	343	420	486	所得税费用	40	57	80	103										
存货净额	1466	1210	1381	1693	<b>净利润</b>	<b>409</b>	<b>513</b>	<b>718</b>	<b>929</b>										
其他流动资产	408	400	472	549	少数股东损益	42	7	10	13										
<b>流动资产合计</b>	<b>7571</b>	<b>7924</b>	<b>8510</b>	<b>9099</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>367</b>	<b>505</b>	<b>707</b>	<b>915</b>										
固定资产	3933	4169	4424	4630															
在建工程	5443	5499	5394	5199	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
无形资产及其他	1744	1661	1803	2011	经营活动现金流	569	1682	1285	862										
长期股权投资	143	139	136	132	净利润	367	505	707	915										
<b>资产总计</b>	<b>18833</b>	<b>19392</b>	<b>20266</b>	<b>21073</b>	少数股东损益	42	7	10	13										
短期借款	746	746	746	746	折旧摊销	290	376	418	456										
应付款项	1682	2174	2430	2153	公允价值变动	0	0	0	0										
合同负债	10	16	25	35	营运资金变动	-99	769	96	-566										
其他流动负债	971	267	418	573	<b>投资活动现金流</b>	<b>-1559</b>	<b>-555</b>	<b>-704</b>	<b>-662</b>										
<b>流动负债合计</b>	<b>3410</b>	<b>3202</b>	<b>3619</b>	<b>3507</b>	资本支出	-1428	-672	-710	-676										
长期借款及应付债券	245	595	445	545	长期投资	-101	3	4	3										
其他长期负债	405	395	395	395	其他	-30	114	3	11										
<b>长期负债合计</b>	<b>651</b>	<b>990</b>	<b>840</b>	<b>940</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-262</b>	<b>-547</b>	<b>-316</b>	<b>-65</b>										
<b>负债合计</b>	<b>4060</b>	<b>4192</b>	<b>4459</b>	<b>4447</b>	债务融资	647	-400	-150	100										
股本	583	583	583	583	权益融资	4	2	0	0										
股东权益	14773	15200	15807	16626	其它	-914	-149	-166	-165										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>18833</b>	<b>19392</b>	<b>20266</b>	<b>21073</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>-1211</b>	<b>580</b>	<b>265</b>	<b>136</b>										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工小组介绍】

李永磊，研究所副所长，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，9年化工行业研究经验。

董伯骏，研究所所长助理，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，6年半化工行业研究经验。

陈云，化工行业分析师，香港科技大学工程企业管理硕士，2年化工行业研究经验，3年数据分析经验。

李娟廷，化工行业分析师，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，化工行业分析师，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科，2年化工行业研究经验。

李振方，化工行业分析师，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

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。

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。

## 【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，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。