

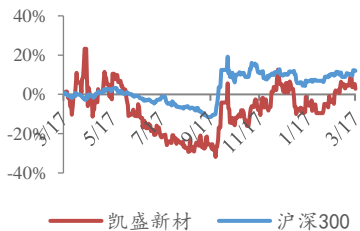
四季度盈利磨底，PEKK 放量可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-03-18

收盘价（元）	17.25
近 12 个月最高/最低（元）	19.50/10.78
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）	72.56
流通市值（亿元）	67.61

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

分析师：潘宁馨

执业证书号：S0010524070002

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

相关报告

1. 三季度业绩短期承压，PEKK 及新材料有序推进 2024-10-30

2. 主营产品景气磨底，PEKK 材料逐步放量 2024-09-03

3. 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

3月14日晚，凯盛新材发布2024年报，全年实现营收9.28亿元，同比减少5.97%，实现归母净利润0.56亿元，同比减少64.56%；实现扣非净利润0.30亿元，同比减少80.56%，基本每股收益0.13元。

● 四季度主要产品价格继续承压，原材料价格上涨压缩利润

2024年度，因主要产品的量价双降叠加固定资产折旧摊销及可转债募集资金利息摊销等费用影响，公司整体营收和利润均出现不同程度下滑。

2024年第四季度，公司实现营收2.32亿元，同比/环比分别-10.47%/+15.19%；实现归母净利润374万元，同比/环比分别-84.65%/-312.50%；实现扣非归母净利润-634万，同比/环比-129.39%/-1.77%。2024年全年非经常性损益同比增加较多，主要由于政府补助和金融资产/负债产生的公允价值变动损益同比增加较多。

2024年以来，受下游农药市场低迷影响，氯化亚砷、氯乙酰氯等产品需求增长不及预期，在原材料价格上涨和需求低迷的共同作用下，氯化亚砷产品售价继续走低，根据百川盈孚数据，2024Q4氯化亚砷/硫磺/液氯均价分别为1399/1366/148元/吨，环比-2.87%/+19.97%/+104.37%，硫磺和液氯原料涨幅过快使得氯化亚砷价差收窄，盈利空间被压缩，2024H2，无机化合物板块毛利率16.00%，同比变化-2.56pct。同时，原材料价格波动、芳纶行业激烈竞争导致的价格下降等因素影响下，芳纶聚合单体产品利润空间亦被压缩。2024H2羧基化合物板块毛利率22.11%，同比变化-11.32pct。

● 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，已逐步形成以氯化亚砷业务为基础，进一步延伸到高性能芳纶纤维的聚合单体间

/对苯二甲酰氯、对硝基苯甲酰氯等，再到高性能高分子材料聚醚酮酮 (PEKK) 及其相关功能性产品的立体产业结构，未来增长可期。鉴于公司主营产品氯化亚砷处于周期底部，预计公司 2025 年-2027 年归母净利润分别为 0.80、1.27、1.87 亿元，(2025-2026 前值分别为 2.05、2.62 亿元)，同比增速分别为 42.6%、59.7%、47.1%，对应 PE 分别为 91、57、39 倍。维持公司“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 新建项目建设进度不及预期；
- (2) 原材料及产品价格大幅波动；
- (3) 项目审批进度不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	928	1183	1343	1581
收入同比 (%)	-6.0%	27.5%	13.6%	17.7%
归属母公司净利润	56	80	127	187
净利润同比 (%)	-64.6%	42.6%	59.7%	47.1%
毛利率 (%)	23.0%	22.5%	25.2%	27.3%
ROE (%)	3.4%	4.7%	7.1%	9.7%
每股收益 (元)	0.13	0.19	0.30	0.45
P/E	111.34	90.89	56.92	38.70
P/B	3.81	4.23	4.05	3.76
EV/EBITDA	33.76	30.75	22.94	17.92

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1349	1521	1513	1820	营业收入	928	1183	1343	1581
现金	430	588	419	710	营业成本	715	916	1005	1149
应收账款	140	76	188	140	营业税金及附加	10	13	16	18
其他应收款	11	37	27	41	销售费用	13	17	19	23
预付账款	12	17	18	20	管理费用	67	81	94	111
存货	67	79	83	106	财务费用	24	22	19	22
其他流动资产	689	725	779	803	资产减值损失	-2	0	0	2
非流动资产	1040	1148	1157	1153	公允价值变动收益	2	0	0	0
长期投资	0	-3	-5	-6	投资净收益	12	10	11	15
固定资产	682	856	932	931	营业利润	58	86	139	203
无形资产	147	165	172	179	营业外收入	3	1	2	2
其他非流动资产	211	130	57	49	营业外支出	1	1	1	2
资产总计	2389	2669	2670	2973	利润总额	61	87	139	204
流动负债	238	438	362	528	所得税	5	7	12	17
短期借款	0	0	0	0	净利润	56	80	127	187
应付账款	176	320	241	381	少数股东损益	0	0	0	-1
其他流动负债	62	119	121	147	归属母公司净利润	56	80	127	187
非流动负债	515	515	515	515	EBITDA	187	234	320	394
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.13	0.19	0.30	0.45
其他非流动负债	515	515	515	515					
负债合计	753	954	877	1043					
少数股东权益	0	0	-1	-1					
股本	421	421	421	421					
资本公积	396	396	396	396					
留存收益	819	899	977	1114					
归属母公司股东权	1636	1716	1793	1931					
负债和股东权益	2389	2669	2670	2973					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	52	411	73	525
净利润	56	80	127	187
折旧摊销	119	134	173	185
财务费用	30	31	31	31
投资损失	-12	-10	-11	-15
营运资金变动	-146	176	-247	139
其他经营现金流	206	-96	374	46
投资活动现金流	-358	-223	-161	-154
资本支出	-5	-242	-182	-178
长期投资	-361	1	0	0
其他投资现金流	8	19	20	24
筹资活动现金流	-94	-31	-81	-81
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	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-93	-31	-81	-81
现金净增加额	-399	158	-169	290

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-6.0%	27.5%	13.6%	17.7%
营业利润	-67.0%	47.9%	61.4%	46.3%
归属于母公司净利	-64.6%	42.6%	59.7%	47.1%
获利能力				
毛利率 (%)	23.0%	22.5%	25.2%	27.3%
净利率 (%)	6.0%	6.7%	9.5%	11.9%
ROE (%)	3.4%	4.7%	7.1%	9.7%
ROIC (%)	2.9%	4.1%	5.8%	7.9%
偿债能力				
资产负债率 (%)	31.5%	35.7%	32.9%	35.1%
净负债比率 (%)	46.0%	55.6%	48.9%	54.1%
流动比率	5.68	3.47	4.18	3.45
速动比率	4.86	2.97	3.55	2.95
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.47	0.50	0.56
应收账款周转率	8.21	10.99	10.20	9.65
应付账款周转率	3.81	3.70	3.59	3.70
每股指标 (元)				
每股收益	0.13	0.19	0.30	0.45
每股经营现金流(薄)	0.12	0.98	0.17	1.25
每股净资产	3.89	4.08	4.26	4.59
估值比率				
P/E	111.34	90.89	56.92	38.70
P/B	3.81	4.23	4.05	3.76
EV/EBITDA	33.76	30.75	22.94	17.92

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。