

化学原料

海正生材（688203.SH）

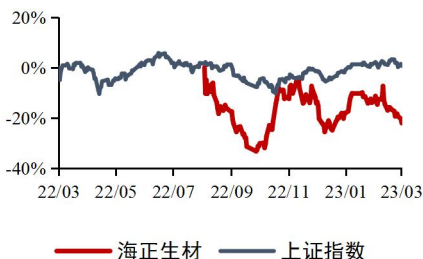
增持-B(维持)

克服疫情营收实现正增长，消费复苏有望拉动 PLA 需求上行

2023年3月14日

公司研究/公司快报

公司上市以来股价表现



事件描述

➢ 公司发布 2022 年年度报告，2022 年实现营业收入 6.05 亿元，同比增长 3.49%；实现归母净利润 4703 万元，同比增长 33.33%；实现扣非归母净利润 0.33 亿元，同比下滑 1.87%。单看 2022 年第四季度，2022Q4 实现营业收入 1.27 亿元，同比下滑 19.06%；实现归母净利润 499 万元，同比下滑 24.48%；实现扣非归母净利润 500 万元，同比下滑 24.38%。

事件点评

➢ 疫情影响下营收持续正增长，聚乳酸销量同比上涨。受 2022 年疫情影响，下游消费需求降低，公司 2022 年营收同比增长 3.49%，营收增幅不大。2022 年纯聚乳酸产量 2.59 万吨，同比增长 6.26%，其中，纯聚乳酸销量 1.69 万吨，同比增加 21%；复合改性聚乳酸销量 1.25 万吨，同比增加 8%。2022 年公司聚乳酸在吸管、膜袋类等市场占有率提升，带动了纯树脂的销量增长。2022 年公司实现境内营收 4.97 亿元，同比增加 7.36%；境外营收 1.01 亿元，同比下滑 13.68%，主要是因为一次性餐具、日用品等应用领域受国外销售市场影下滑、欧洲对降解材料政策不明朗等因素影响，导致出口需求下滑。

➢ 聚乳酸产品价格下行，扣非净利小幅下滑。2022 年公司纯聚乳酸价格为 2.1 万元/吨，同比下滑 10%；复合改性聚乳酸价格为 1.9 万元/吨，同比下滑 12%。2022 年公司实现扣非净利润 0.33 亿元，同比下滑 1.87%。在疫情和外部环境的影响下，聚乳酸下游渗透不及预期，产品价格下行。叠加上游原材料玉米价格上涨，公司利润端受到压制，扣非净利小幅下滑。

➢ 先发优势深厚，募投 15 万吨项目打开业绩增长点。目前，全球已完整掌握“乳酸-丙交酯-聚乳酸”并已实现稳定量产的企业只有 NatureWorks、TCP、丰原生物和海正生材，公司是国内率先突破丙交酯并且实现 PLA 量产的企业，拥有显著的先发优势。公司目前拥有设计产能 4.5 万吨，另外拥有 2 万吨产能处于试车状态，IPO 募投年产 15 万吨聚乳酸项目预计 2024 年下半年建成投产。在双碳和“限塑令”的大背景下，下游消费复苏有望拉动 PLA 需求上行。根据公司招股说明书，2022-2026 年客户意向采购量达到 3.96、6.29、9.09、12.04、13.68 万吨，基本能覆盖公司新增产能。

投资建议

➢ 预计公司 2023-2025 分别实现营收 7.85、12.17、18.14 亿元，同比增长 29.7%、55.0%、49.1%；实现归母净利润 0.64、0.90、1.39 亿元，同比增长 35.1%、41.6%、54.5%，对应 EPS 分别为 0.31、0.44、0.69 元，对应公司 2023 年 3 月 14 日收盘价 16.24 元，2023-2025 年 PE 分别为 53.0、37.4、24.2 倍，

市场数据：2023年3月14日

收盘价(元):	16.24
年内最高/最低(元):	23.78/13.41
流通A股/总股本(亿):	0.48/2.03
流通A股市值(亿):	7.84
总市值(亿):	32.91

基础数据：2022年12月31日

基本每股收益:	0.28
摊薄每股收益:	0.28
每股净资产(元):	7.16
净资产收益率:	3.24

资料来源：最闻

分析师：

叶中正

执业登记编码：S0760522010001

邮箱：yehongzheng@sxzq.com

研究助理：

冀泳洁 博士

电话：0351-8686985

邮箱：jiyongjie@sxzq.com

王锐

邮箱：wangrui1@sxzq.com



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



维持“增持-B”评级。

风险提示

➤ 原材料上涨的风险、产能扩张不及预期的风险、市场竞争加剧的风险、公司业务拓展受下游需求影响较大的风险、政策执行力度不及预期的风险。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	585	605	785	1,217	1,814
YoY(%)	122.7	3.5	29.7	55.0	49.1
净利润(百万元)	35	47	64	90	139
YoY(%)	16.1	33.3	35.06	41.60	54.45
毛利率(%)	15.1	13.4	15.0	15.0	15.0
EPS(摊薄/元)	0.17	0.23	0.31	0.44	0.69
ROE(%)	5.4	3.2	4.2	5.7	8.2
P/E(倍)	95.4	71.5	53.0	37.4	24.2
P/B(倍)	5.1	2.3	2.2	2.1	2.0
净利率(%)	6.0	7.8	8.1	7.4	7.7

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	449	1102	588	360	404
现金	249	938	417	169	166
应收票据及应收账款	5	11	9	18	19
预付账款	9	2	12	9	22
存货	121	136	131	145	180
其他流动资产	66	15	18	19	17
非流动资产	734	825	1319	1678	1906
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	400	428	856	1237	1617
无形资产	79	79	92	111	121
其他非流动资产	255	319	370	329	168
资产总计	1183	1928	1907	2038	2310
流动负债	360	307	281	377	568
短期借款	170	40	0	0	0
应付票据及应付账款	119	146	203	308	474
其他流动负债	71	121	77	69	93
非流动负债	169	168	101	63	26
长期借款	163	127	85	42	0
其他非流动负债	6	41	16	21	26
负债合计	529	476	382	441	593
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	152	203	203	203	203
资本公积	509	1209	1209	1209	1209
留存收益	-7	40	84	147	244
归属母公司股东权益	654	1452	1525	1597	1716
负债和股东权益	1183	1928	1907	2038	2310

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	71	136	184	275	442
净利润	35	47	64	90	139
折旧摊销	36	42	66	113	162
财务费用	9	-9	-10	-4	-3
投资损失	-0	1	0	0	0
营运资金变动	-14	47	64	76	143
其他经营现金流	5	8	0	0	0
投资活动现金流	-352	-105	-560	-473	-391
筹资活动现金流	-67	634	-146	-51	-54
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.23	0.31	0.44	0.69
每股经营现金流(最新摊薄)	0.35	0.67	0.91	1.36	2.18
每股净资产(最新摊薄)	3.23	7.16	7.41	7.78	8.40

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	585	605	785	1217	1814
营业成本	497	524	667	1034	1542
营业税金及附加	3	4	5	9	13
营业费用	4	5	4	6	9
管理费用	22	26	24	37	45
研发费用	14	19	24	34	51
财务费用	9	-9	-10	-4	-3
资产减值损失	-0	-1	-0	-1	-1
公允价值变动收益	0	-1	-0	-0	-0
投资净收益	0	-1	0	0	0
营业利润	38	52	71	100	155
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	38	53	71	101	155
所得税	3	6	8	11	16
税后利润	35	47	64	90	139
少数股东损益	-0	-0	0	0	0
归属母公司净利润	35	47	64	90	139
EBITDA	86	84	127	209	315

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	122.7	3.5	29.7	55.0	49.1
营业利润(%)	7.3	35.8	36.0	41.5	54.4
归属于母公司净利润(%)	16.1	33.3	35.1	41.6	54.4
获利能力					
毛利率(%)	15.1	13.4	15.0	15.0	15.0
净利率(%)	6.0	7.8	8.1	7.4	7.7
ROE(%)	5.4	3.2	4.2	5.7	8.2
ROIC(%)	4.4	2.2	3.3	5.2	7.8
偿债能力					
资产负债率(%)	44.7	24.7	20.0	21.6	25.7
流动比率	1.2	3.6	2.1	1.0	0.7
速动比率	0.8	3.1	1.5	0.5	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.6	0.8
应收账款周转率	145.9	75.1	75.0	90.0	100.0
应付账款周转率	4.4	4.0	3.8	4.0	3.9
估值比率					
P/E	95.4	71.5	53.0	37.4	24.2
P/B	5.1	2.3	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	40.3	32.2	24.2	15.7	10.3

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

