

产能利用率不足10%仍推百亿扩产计划 凯赛生物押注新赛道遇现实大考

证券时报记者 胡敏文

2026年上半年,凯赛生物(688065)交出一份亮丽的成绩单:营收与净利润实现双增长。然而,这份成绩单的背后,公司定位为第二增长曲线的生物基聚酰胺业务,却出现商业化不及预期、百亿在建项目建设迟缓、产能规划与市场需求错配等一系列问题。

1 老产线商业化遇冷

早在2021年上半年末,凯赛生物乌苏基地年产5万吨生物基戊二胺、年产10万吨生物基聚酰胺生产线正式投产,这也是国内较早落地的生物基聚酰胺规模化产线。但项目投产后,商业化不及预期。

财报数据显示,2021年投产当年,凯赛生物生物基聚酰胺生产量为1.68万吨,销售量仅0.74万吨;2022年产量达到2.02万吨,销量1.1万吨。此后产销量仍持续处于低位,2025年该产品销售量进一步下滑至0.64万吨;产量0.92万吨,对应10万吨设计产能,产能利用率不足

10%(表1)。

产能闲置之外,库存持续堆积。截至2025年末,生物基聚酰胺系列产品库存达2.83万吨,规模超过该产品近三年销量总和。该业务板块长期承压,销售低迷抬高单位产品生产成本,2022年至2025年一直处于负毛利率状态。

2026年上半年,生物基聚酰胺业务实现营收1.08亿元,同比增长63%,毛利率回升至0.57%,虽较往期有所改善,但面对10万吨已有产能,实际市场消化能力依旧薄弱,距离稳定盈利仍有显著差距。

2 项目开工五年进展缓慢

除了在乌苏基地建设10万吨产能之外,凯赛生物还在山西合成生物产业生态园区布局了体量更为庞大的聚酰胺全产业链项目。

2020年10月,公司与山西转型综合改革示范区管委会签约合作建设产业园,园区总规划投资800亿元,一期计划投资450亿元,旨在打造从玉米原料、生物发酵、戊二胺到聚酰胺成品的完整产业链。

产业园一期核心项目包括年产240万吨玉米深加工项目、年产50万吨生物基戊二胺项目和90万吨生物基聚酰胺项目,由公司与管委会共同投入。玉米深加工项目为聚酰胺项目的上游前置配套工程,为戊二胺生产提供葡萄糖原料。

一期核心项目于2021年正式开工,最初规划开工后3年内建成,2023年投产。后续公司多次发布公告调整完工节点:先是延期至2024年末,又调整至2025

年末,后再度延期至2027年12月31日。项目开工至2026年年中已满五年时间,经历三度延期,进展缓慢。公司公告给出的延期理由主要为园区配套设施尚未完善,同时考虑下游客户需求释放节奏,分批投产效益更佳。

其中,年产50万吨生物基戊二胺、年产90万吨生物基聚酰胺及年产30万吨生物发酵硫酸盐项目,预算134亿元,至2026年6月30日,合计投入36.52亿元,财报披露的工程进度为27.67%;上游玉米深加工配套项目,即年产240万吨玉米深加工及年产500万吨生物发酵液项目,预算73.69亿元,至2026年中期,合计投入27.32亿元,工程进度为37.47%。

值得注意的是,山西聚酰胺项目还涉及IPO募集资金变更,合计12.7亿元募集资金被投入该项目建设。

回溯历年进度表可见,自2023年起,两个项目建设节奏明显放缓,每年工程进度增幅极其有限(表2)。

一边已建成的10万吨生物基聚酰胺老产线产能利用率不足一成,另一边规划建设90万吨产能,巨大的产能增量该如何消化引发担忧。



“星座专列”发车！民营火箭一箭十星送千帆入轨

证券时报记者 臧晓松

9月15日14时26分,由蓝箭航天研制的朱雀二号改进型遥七运载火箭(下称“朱雀二号改进型火箭”)在东风商业航天创新试验区起飞,成功将10颗千帆星座组网卫星送入预定轨道。本次飞行是我国民营商业航天企业首次承担大型卫星互联网星座规模化组网任务。

8月19日,蓝箭航天朱雀三号火箭完成国内首次入轨级运载火箭着陆腿式陆地回收。时隔27天,朱雀二号改进型火箭首次成功执行千帆星座组网卫星发射任务。

本次负责“接单”的朱雀二号改进型火箭,是我国民营商业航天领域首款进入量产及商用的液体燃料火箭,其全箭长度为55.9米,起飞质量为267吨,起飞推力为338吨,具备近地轨道6吨、500公里太阳同步轨道4吨运载能力。

证券时报记者了解到,正式执行此次发射任务前,朱雀二号改进型火箭已经进行两次针对性“热身”。5月14日,朱雀二号改进型火箭发射成功,其搭载面向大型星座组网的2.8吨定制化试验载荷,证明该型号火箭具备承接一箭多星发射任务的能力。6月9日,朱雀二号改进型火箭将搭载的垣信卫星首颗手机直连试验星和中国移动02星顺利送入预定轨道。

两次“热身”之后,朱雀二号改进型火箭验证了具备执行大型卫星互联网星座组网任务的能力。“本次任务在900公里



9月15日,朱雀二号改进型火箭在东风商业航天创新试验区起飞。 蓝箭航天/供图

高度完成10颗通信卫星的精准部署,证明朱雀二号改进型的运载能力、动力系统、级间分离、入轨精度控制等技术,均达到行业先进水平。”蓝箭航天市场营销部总经理马海静向记者表示,本次任务顺利完成一箭多星火箭协同、卫星批量部署以及火箭末端钝化离轨整套工程流程,“这意味着民营航天已经有能力参与国家级空天基础设施建设。”证券时报记者了解到,截至目前,朱雀二号系列火箭已经完成9次飞行,成为我国民营航天领域实际验证较为充分的液体火箭。

从朱雀三号火箭实现入轨级运载火箭着陆腿式陆地回收,到朱雀二号改进型火箭首次承接大型卫星互联网星座组网任务,两款火箭接连实现突破,二者定位

表1：凯赛生物近年生物基聚酰胺系列产品产销量（万吨）

	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
生产量	1.68	2.02	1.03	0.89	0.92
销售量	0.74	1.10	0.76	0.77	0.64
库存量	1.24	2.16	2.43	2.55	2.83

表2：凯赛生物在建工程项目进度

	预算数 (亿元)	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年 半年报
年产90万吨生物基聚酰胺有关项目	134	0.33%	6.57%	20.05%	24.71%	27.00%	27.67%
年产240万吨玉米深加工有关项目	73.69	2.22%	23.81%	33.91%	35.10%	37.00%	37.47%

资料来源:公司公告 胡敏文/制表

3 资产减值风险引关注

上述山西两大在建工程项目除小部分转入固定资产外,截至2026年6月末,账面余额合计62.63亿元。巨额资金长期沉淀在在建工程科目,绝大部分尚未转为固定资产,暂不产生折旧,但也无法贡献实际经营收益。项目建设周期较原计划大幅拉长,建设速度自2023年起明显放缓,而对应产品生物基聚酰胺商业化前景存在较大不确定性。

当在建工程出现建设严重延期、市场环境发生重大不利变化、预计未来现金流难以覆盖投入成本等减值迹象时,上市公司应当开展减值测试,必要时计提在建工程减值准备。但截至2026年半年报,这两个合计超60亿元的在建工程项目,未见计提减值准备。

风险不仅停留在在建工程。乌苏基地年产10万吨聚酰胺项目总预算20.6亿元,有17.33亿元已转入固定资产。该产线投产后多年产能利用率不足10%,业务长期亏损,存货高企,但财报中同样未见针对该部分固定资产计提减值准备。

在投资者互动平台,曾有投资者直接向公司提问,质疑聚酰胺低利用率背景下大额扩产是否存在资产减值风险。凯赛生物回复称,生物基聚酰胺尚处于商业化推广阶段,公司正在拓展应用场景推进产能消化;山西项目属于中长期战略布局,公司会持续评估产能利用率与市场需求

匹配情况。同时公司今年半年报风险提示章节也明确披露,生物基新材料产业化推广进程不及预期,存在新增产能无法消化的风险。

尽管生物基聚酰胺契合“双碳”大方向,长期赛道逻辑得到部分机构认可,但摆在凯赛生物面前的现实命题十分清晰:现有产能商业化难题尚未解开,百亿级新项目又前路漫漫,公司能否等到下游市场规模打开,将决定巨额投资最终能否兑现回报。

证券时报记者致电凯赛生物,公司证券部工作人员称,聚酰胺作为新材料,商业化推广周期较长,市场仍在培育阶段,今年上半年销量大致5000吨。尽管乌苏基地产能利用率偏低,但二元酸业务能够贡献稳定现金流与利润,以此托举聚酰胺业务的高投入研发和市场推广。关于相关资产是否需要计提减值,证券部工作人员未给出明确答复。

有财会领域专业人士分析,产能利用率低迷、库存积压,是明确的减值预警信号。同品类现有10万吨产线已出现利用严重不足的情况,在此背景下仍规划推进90万吨大型扩产项目,商业逻辑存在冲突。若该项目实际已放缓甚至搁置,那么对应的在建工程应当开展减值测试,并视情况计提资产减值准备。

9月14日晚,广汽集团公告,拟通过发行股份方式购买一汽股份持有的某整车合资公司的部分股权。若交易完成,一汽集团将跃升为广汽集团第二大股东。市场普遍将收购标的指向一汽丰田。

这是央企与地方国企之间,首次形成大体量的汽车产业资本纽带。背后不仅是股权腾挪,更是一场以股权为纽带、优先盘活存量合资资产的战略联盟。从国资车企改革视角来看,在长安汽车成立、东风剥离岚图之外,广汽与一汽的此次交易开创了一条新路径。

这场央地国资的“轻整合”,既折射出中国汽车产业运行逻辑的切换,也引发市场对车企整合后的想象。

整合早有预期

因本次重组标的涉及境外上市公司,广汽集团在公告中暂缓披露标的资产名称。从各方的交易逻辑来考量,市场一致将一汽丰田视为最有可能的并购标的。

背后原因并不复杂:一汽大众被视为一汽集团的利润压舱石,奥迪一汽新能源的体量不算大,两者被排除在并购之外。同时,广汽本身也有与丰田合资公司,南北丰田之间天然存在整合的产业逻辑。

日本丰田汽车公司在中国分别与一汽股份和广汽集团设有合资整车公司,称为南北丰田。在中国汽车市场高速增长时期,这种南北布局扩大了丰田的产品覆盖和市场规模。但是当市场进入存量竞争阶段,两套相对独立的产品、渠道和营销体系开始显现短板。

南北丰田早有整合预期,并且正在出现越来越多的征兆。

倘若南北丰田走向整合,意味着丰田在华市场将被重新切蛋糕。南北丰田合并足以影响中国合资车市场的竞争格局,丰田在华合资板块的销量规模将直逼大众系。

不过,也有市场声音认为南北丰田暂不合并。15日,有消息人士对媒体透露,一汽丰田和广汽丰田不会在此次交易中直接合并,或只是一汽丰田迎来三方股东。

华南地区一家车企负责人对记者说,南北丰田若维持“两套体系”,短期改变或不会太大。中期来看,协同空间仍然存在。

国资车企“新共生”

广汽与一汽这次股权与资产交易,折射的是中国汽车产业逻辑的切换。

过去,合资车企是外资技术输入与中方以市场换技术的载体;如今,随着电动化、智能化浪潮席卷,合资品牌的市场地位受到自主品牌的强力挑战。存量合资资产如何盘活,成为摆在所有国资车企面前的共同课题。

在停牌公告中,广汽集团表示,本次交易目的是促进地方国企和央企产业资源优化整合,提升上市公司经营效益。

前述华南车企人士对记者分析,有了股权纽带之后,尤其是丰田在华资格局进入“慢整合”通道后,从汽车产业规律推测,各方在采购和零部件标准统一、测试验证、海外售后等共享方面,都有可能落地;未来在车型平台、生产基地和品牌资源的重新配置与协同,或也会出现。

本次收购正值汽车产业链整合预期升温之际。上周,工业和信息化部等九部门联合发布《智能网联新能源汽车产业发展“十五五”规划》,提出加大汽车企业依法兼并重组和跨区域整合力度,深入推进汽车生产企业集团化管理改革。

9月15日,广汽集团A股停牌,H股股价一度大涨超10%,显示出市场对这次并购的乐观预期。

也有国企改革专家认为,资本联结可能面临一些挑战。比如,央地国资关系处理问题,总部和税收留在哪里、重大决策决定权如何合理分配等问题,这些都可能影响双方重组和协同的深度。

会否掀起整合浪潮？

广汽与一汽的这次握手,既不是央企并购地方国企,也不是简单的资产划拨,而是通过发行股票买资产的市场化方式,推动汽车产业的兼并重组和跨区域整合。放在整个国资车企改革的视角考量,这是一种国资车企整合的新模式。

今年以来,国资车企整合逐渐演变为多种路径并行的格局。其中,岚图汽车通过“私有化+分拆上市”组合,将优质新能源资产独立推向资本市场;中国长安汽车集团组建,成为继一汽、东风之后的第三家汽车央企;而一汽集团或以一汽丰田部分股权换取广汽集团战略股东地位,则出现了一种以股权为纽带实现联盟的新方式。

前述华南车企人士将这种模式称为“轻整合”——先从最容易形成共识的合资车企股权入手,以资本关系建立长期利益纽带,后续大概率会把协同逐步延伸至研发、供应链、制造和全球化资源。

对比车企其他动作,更能看到国资车企改革逻辑的演进轨迹。

今年8月,一汽曾与零跑汽车签署深化战略合作协议,从资本合作走向产品、技术和生态共生,相较于此前“谅解备忘录模式”大幅“升格”。

有汽车专家认为,如果说一汽与零跑展现的是汽车央企与民营新势力之间的“新共生”,那么一汽与广汽则体现出中央国资与地方国资之间,以存量资产换取上市公司股份,从最容易创造现实收益的地方开始切入改革的新特征。这有望成为中国汽车产业整合大潮下可复制的样本。

一汽与广汽之间的股权和资产整合,掀起了市场新预期。一些车企人士开始关注后续是否有新的案例出现。

“当市场增速放缓、产能利用率走低,并购重组便不再是可选项,而是产业演进的内生需求。类似东风、北汽等央企近年来都面临一定的运营压力,倒逼整合提速,各家都会选择现实收益最清晰、组织震荡相对小的最优解。”前述华南车企人士说。

南北丰田整合预期升温
广汽一汽探索『市场化共生』新路径

证券时报记者 王小伟