

# 凯立新材 (688269)

## 中报兑现成长预期，在研项目窥视成长空间

**事件：**凯立新材上市后首次中报，2021年上半年实现营业收入7.13亿元，同比增长37.25%，归属于上市公司股东的净利润8282.11万元，同比增长41.95%，扣非净利润8070.15万元，同比增长42.63%，EPS 1.18元/股。其中二季度实现营业收入3.92亿元，同比增长8.89%，环比增长22.0%，实现归母净利润0.54亿元，同比增长43.2%，环比增长85.3%。

公司上市首个财报披露，销量增加带来收入高增，下游领域均实现较高增速。根据公司中报披露，上半年贵金属催化剂销量同比增长36.66%，其中医药领域、能源环保、化工新材料和基础化工领域销量均有明显增长，收入同比增长率依次为25.79%、49.32%、121.75%和187.10%。

利润增长高于收入系业务结构变化，我们再次强调需更多关注利润额和ROE水平，利润增长体现真实业务扩张。根据我们深度报告中分析，因公司业务模式分为销售和加工模式，贵金属在两种模式下的计入方式迥异，毛利率相差较大，收入或毛利率变化并未能真实反映公司业务发展，应当更多将目光关注于利润额的增长和ROE水平的变化。二季度单季度公司利润0.54亿元，同比去年二季度增加43.2%，环比一季度增加85.3%，体现公司业务真实的业务发展步入快车道，而公司更是在中报30.19%资产负债率水平下，实现了单季度9.11%的roe水平，盈利能力进一步加强。

### 现金流和资产负债表变化无需担心，加工模式业务扩张期使然

公司二季度实现经营活动现金流入1.68亿，较一季度大幅改善，这与公司季节性的收支节奏有关，二季度为一般为现金流净流入，主要的原因从资产负债表中可见一斑：公司业务快速拓展过程中，上半年库存周转材料大幅增加，系公司垫料加工模式带来的业务快速增长所致，在该模式的采购周期下，一季度体现为现金的支出，而二季度体现为应付款的增加。根据我们在深度报告中的分析，加工模式一般伴随着贵金属回收业务，而回收业务又对公司业务扩张形成了正面的反馈，正如我们所分析：回收业务带来的加工模式为公司业务扩张中带来了优势、突破了壁垒。

### 在研项目可窥探广阔成长性，公司发展空间打开

公司中报中详细披露了在研项目以及其应用前景，其中包括对现有催化剂的升级研发，广阔的新能源领域前瞻性研发，PVC、PDH、高碳醇、丙烯酸等基础化工领域的研发，以及高效的回收方式的研发。可以体现出公司未来发展思路更多聚焦在空间广阔的化工、新能源应用领域，这也是我们未来长期看好的贵金属催化剂的应用领域。

**盈利预测：**因中报业绩高增，我们上调公司盈利预期，预计2021-2023年归母净利润为1.67/2.40/3.64亿元（前值1.52/2.12/2.97亿元），维持公司67.7倍PE估值水平，上调2022年目标价至174元/股，维持“买入”评级。

**风险提示：**PVC扩展低于预期；贵金属价格波动；疫情导致的停工停产；

| 财务数据和估值     | 2019   | 2020     | 2021E    | 2022E    | 2023E    |
|-------------|--------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)   | 708.44 | 1,052.18 | 1,604.16 | 2,469.25 | 3,681.48 |
| 增长率(%)      | 16.13  | 48.52    | 52.46    | 53.93    | 49.09    |
| EBITDA(百万元) | 103.15 | 156.02   | 193.68   | 292.59   | 444.33   |
| 净利润(百万元)    | 65.33  | 105.32   | 166.74   | 240.17   | 364.31   |
| 增长率(%)      | 51.31  | 61.22    | 58.31    | 44.04    | 51.68    |
| EPS(元/股)    | 0.70   | 1.13     | 1.79     | 2.57     | 3.90     |
| 市盈率(P/E)    | 169.74 | 105.29   | 66.51    | 46.17    | 30.44    |
| 市净率(P/B)    | 38.92  | 33.17    | 11.47    | 9.19     | 7.06     |
| 市销率(P/S)    | 15.65  | 10.54    | 6.91     | 4.49     | 3.01     |
| EV/EBITDA   | 0.00   | 0.00     | 56.89    | 36.94    | 24.41    |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

|       |                   |
|-------|-------------------|
| 行业    | 有色金属/金属非金属<br>新材料 |
| 6个月评级 | 买入（维持评级）          |
| 当前价格  | 118.78元           |
| 目标价格  | 174元              |

### 基本数据

|             |              |
|-------------|--------------|
| A股总股本(百万股)  | 93.36        |
| 流通A股股本(百万股) | 22.42        |
| A股总市值(百万元)  | 11,089.30    |
| 流通A股市值(百万元) | 2,663.22     |
| 每股净资产(元)    | 8.76         |
| 资产负债率(%)    | 30.19        |
| 一年内最高/最低(元) | 149.67/62.00 |

### 作者

|                          |     |
|--------------------------|-----|
| 李辉                       | 分析师 |
| SAC执业证书编号：S1110517040001 |     |
| huili@tfzq.com           |     |
| 郭建奇                      | 联系人 |
| guojianqi@tfzq.com       |     |

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

1 《凯立新材-首次覆盖报告:厚雪长坡的稀缺成长股》 2021-06-23

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2019          | 2020          | 2021E           | 2022E           | 2023E           |
|------------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金             | 98.44         | 119.13        | 81.43           | 286.76          | 245.55          |
| 应收票据及应收账款        | 91.95         | 92.46         | 332.07          | 134.93          | 561.33          |
| 预付账款             | 0.82          | 1.21          | 8.34            | 2.45            | 12.66           |
| 存货               | 80.21         | 136.94        | 186.82          | 317.24          | 434.39          |
| 其他               | 52.74         | 4.79          | 19.59           | 26.16           | 17.39           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>324.16</b> | <b>354.53</b> | <b>628.24</b>   | <b>767.54</b>   | <b>1,271.33</b> |
| 长期股权投资           | 0.00          | 0.00          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 固定资产             | 91.27         | 96.51         | 91.94           | 415.75          | 612.82          |
| 在建工程             | 3.11          | 6.09          | 406.09          | 230.44          | 0.00            |
| 无形资产             | 28.81         | 39.46         | 38.99           | 38.52           | 38.04           |
| 其他               | 5.08          | 12.94         | 7.76            | 8.59            | 9.76            |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>128.27</b> | <b>155.00</b> | <b>544.78</b>   | <b>693.29</b>   | <b>660.62</b>   |
| <b>资产总计</b>      | <b>452.43</b> | <b>509.52</b> | <b>1,173.02</b> | <b>1,460.83</b> | <b>1,931.95</b> |
| 短期借款             | 9.00          | 44.50         | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 应付票据及应付账款        | 63.65         | 42.89         | 74.04           | 148.73          | 176.16          |
| 其他               | 49.61         | 48.63         | 98.50           | 65.74           | 147.07          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>122.25</b> | <b>136.02</b> | <b>172.55</b>   | <b>214.47</b>   | <b>323.24</b>   |
| 长期借款             | 0.00          | 0.00          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 应付债券             | 0.00          | 0.00          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他               | 45.22         | 39.22         | 33.66           | 39.37           | 37.42           |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>45.22</b>  | <b>39.22</b>  | <b>33.66</b>    | <b>39.37</b>    | <b>37.42</b>    |
| <b>负债合计</b>      | <b>167.47</b> | <b>175.25</b> | <b>206.20</b>   | <b>253.84</b>   | <b>360.65</b>   |
| 少数股东权益           | 0.00          | 0.00          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 股本               | 70.00         | 70.00         | 93.36           | 93.36           | 93.36           |
| 资本公积             | 109.85        | 109.85        | 552.29          | 552.29          | 552.29          |
| 留存收益             | 214.95        | 264.28        | 873.46          | 1,113.63        | 1,477.94        |
| 其他               | (109.85)      | (109.85)      | (552.29)        | (552.29)        | (552.29)        |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>284.95</b> | <b>334.28</b> | <b>966.82</b>   | <b>1,206.99</b> | <b>1,571.30</b> |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>452.43</b> | <b>509.52</b> | <b>1,173.02</b> | <b>1,460.83</b> | <b>1,931.95</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2019           | 2020           | 2021E           | 2022E           | 2023E          |
|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|----------------|
| 净利润            | 65.33          | 105.32         | 166.74          | 240.17          | 364.31         |
| 折旧摊销           | 4.38           | 5.05           | 5.04            | 22.32           | 33.84          |
| 财务费用           | 3.39           | 1.71           | 0.38            | (1.34)          | (1.94)         |
| 投资损失           | 0.00           | (0.46)         | 0.00            | 0.00            | 0.00           |
| 营运资金变动         | (13.84)        | (18.11)        | (238.78)        | 116.84          | (439.36)       |
| 其它             | 38.30          | (47.65)        | 0.00            | (0.00)          | (0.00)         |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>97.56</b>   | <b>45.87</b>   | <b>(66.62)</b>  | <b>377.99</b>   | <b>(43.15)</b> |
| 资本支出           | 6.07           | 29.92          | 405.56          | 164.29          | 1.95           |
| 长期投资           | 0.00           | 0.00           | 0.00            | 0.00            | 0.00           |
| 其他             | (31.61)        | (51.36)        | (805.56)        | (334.29)        | (1.95)         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(25.54)</b> | <b>(21.44)</b> | <b>(400.00)</b> | <b>(170.00)</b> | <b>0.00</b>    |
| 债权融资           | 23.00          | 54.50          | 18.00           | 14.00           | 14.00          |
| 股权融资           | (2.85)         | (5.17)         | 465.42          | 1.34            | 1.94           |
| 其他             | (63.68)        | (53.03)        | (54.50)         | (18.00)         | (14.00)        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(43.53)</b> | <b>(3.70)</b>  | <b>428.92</b>   | <b>(2.66)</b>   | <b>1.94</b>    |
| 汇率变动影响         | 0.00           | 0.00           | 0.00            | 0.00            | 0.00           |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>28.50</b>   | <b>20.73</b>   | <b>(37.70)</b>  | <b>205.34</b>   | <b>(41.21)</b> |

| 利润表(百万元)         | 2019          | 2020            | 2021E           | 2022E           | 2023E           |
|------------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>708.44</b> | <b>1,052.18</b> | <b>1,604.16</b> | <b>2,469.25</b> | <b>3,681.48</b> |
| 营业成本             | 587.92        | 874.08          | 1,310.76        | 2,039.56        | 3,042.71        |
| 营业税金及附加          | 4.09          | 3.96            | 7.62            | 11.76           | 16.29           |
| 营业费用             | 6.58          | 7.31            | 15.91           | 22.93           | 25.57           |
| 管理费用             | 11.08         | 16.33           | 25.09           | 38.32           | 57.57           |
| 研发费用             | 24.05         | 33.36           | 56.15           | 86.42           | 128.85          |
| 财务费用             | 2.85          | 5.17            | 0.38            | (1.34)          | (1.94)          |
| 资产减值损失           | 0.00          | 0.00            | 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            | 0.00          | 0.46            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他               | (0.61)        | (7.70)          | 0.00            | (0.00)          | (0.00)          |
| <b>营业利润</b>      | <b>72.48</b>  | <b>119.21</b>   | <b>188.26</b>   | <b>271.61</b>   | <b>412.43</b>   |
| 营业外收入            | 2.02          | 0.47            | 1.02            | 1.17            | 0.89            |
| 营业外支出            | 0.21          | 0.29            | 0.39            | 0.30            | 0.33            |
| <b>利润总额</b>      | <b>74.29</b>  | <b>119.39</b>   | <b>188.89</b>   | <b>272.48</b>   | <b>412.99</b>   |
| 所得税              | 8.96          | 14.07           | 22.15           | 32.30           | 48.68           |
| <b>净利润</b>       | <b>65.33</b>  | <b>105.32</b>   | <b>166.74</b>   | <b>240.17</b>   | <b>364.31</b>   |
| 少数股东损益           | 0.00          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>65.33</b>  | <b>105.32</b>   | <b>166.74</b>   | <b>240.17</b>   | <b>364.31</b>   |
| 每股收益(元)          | 0.70          | 1.13            | 1.79            | 2.57            | 3.90            |

| 主要财务比率         | 2019    | 2020    | 2021E  | 2022E   | 2023E   |
|----------------|---------|---------|--------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |        |         |         |
| 营业收入           | 16.13%  | 48.52%  | 52.46% | 53.93%  | 49.09%  |
| 营业利润           | 48.52%  | 64.47%  | 57.92% | 44.27%  | 51.85%  |
| 归属于母公司净利润      | 51.31%  | 61.22%  | 58.31% | 44.04%  | 51.68%  |
| <b>获利能力</b>    |         |         |        |         |         |
| 毛利率            | 17.01%  | 16.93%  | 18.29% | 17.40%  | 17.35%  |
| 净利率            | 9.22%   | 10.01%  | 10.39% | 9.73%   | 9.90%   |
| ROE            | 22.93%  | 31.51%  | 17.25% | 19.90%  | 23.19%  |
| ROIC           | 29.81%  | 53.67%  | 64.87% | 26.60%  | 39.12%  |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |        |         |         |
| 资产负债率          | 37.02%  | 34.39%  | 17.58% | 17.38%  | 18.67%  |
| 净负债率           | -26.48% | -19.34% | -6.56% | -22.60% | -14.74% |
| 流动比率           | 2.65    | 2.61    | 3.64   | 3.58    | 3.93    |
| 速动比率           | 2.00    | 1.60    | 2.56   | 2.10    | 2.59    |
| <b>营运能力</b>    |         |         |        |         |         |
| 应收账款周转率        | 6.80    | 11.41   | 7.56   | 10.57   | 10.57   |
| 存货周转率          | 9.80    | 9.69    | 9.91   | 9.80    | 9.80    |
| 总资产周转率         | 1.76    | 2.19    | 1.91   | 1.88    | 2.17    |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |        |         |         |
| 每股收益           | 0.70    | 1.13    | 1.79   | 2.57    | 3.90    |
| 每股经营现金流        | 1.05    | 0.49    | -0.71  | 4.05    | -0.46   |
| 每股净资产          | 3.05    | 3.58    | 10.36  | 12.93   | 16.83   |
| <b>估值比率</b>    |         |         |        |         |         |
| 市盈率            | 169.74  | 105.29  | 66.51  | 46.17   | 30.44   |
| 市净率            | 38.92   | 33.17   | 11.47  | 9.19    | 7.06    |
| EV/EBITDA      | 0.00    | 0.00    | 56.89  | 36.94   | 24.41   |
| EV/EBIT        | 0.00    | 0.00    | 58.41  | 39.99   | 26.43   |

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   | 武汉   | 上海  | 深圳   |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号<br>邮编：100031<br>邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼<br>邮编：430071<br>电话：(8627)-87618889<br>传真：(8627)-87618863<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼<br>邮编：201204<br>电话：(8621)-68815388<br>传真：(8621)-68812910<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |