凯立新材（688269.SH）

全年业绩增54%，强化研发拓展未来

增持

核心观点

凯立新材披露2021年报。全年实现营业收入15.9亿，同比增长51.1%，实现归母净利润1.63亿，同比增长54.3%。其中四季度营业收入3.66亿，同比增长22.6%，归母净利润3636万，同比提高23.2%。

全年营收高增长，四季度疫情及贵金属价格走低影响营收表现。公司的业务模式决定了营收增长一方面来自于催化剂销售量，一方面来自于贵金属价格波动。2021年公司实现多相催化剂销售12.4万Kg，同比提高20.8%，均相催化剂销售1.77万Kg，同比提高530.9%。从招股书中更细分的产品结构我们大致可以推断2021年单价更高的均相催化剂直接销售量应出现明显增长，拉动营业收入提高51.1%至15.9亿。

2021年贵金属价格同比走高，公司库存周转相对较快，采购成本水涨船高，叠加产品结构改变，全年营业成本13.3亿，同比提高52.5%。公司毛利润更多取决于销售量及产品结构而非单位成本，受单位成本上升影响，毛利率出现小幅下降，全年毛利润2.56亿，同比增43.8%，毛利润率16.1%，同比下降0.8pct。四季度因西安疫情及贵金属价格走低，公司营收利润环比出现下降，库存有所提高，一季度贵金属价格上涨及一季度后半段经营逐步恢复库存去化，营收及业绩有望逐步修复。

研发投入保持高增，业绩符合预期。2021年公司销售费用率0.59%，同比下降0.10pct；管理费用率1.47%，同比下降0.08pct；研发费用保持高增，与收入增速同步，研发人员数量增长13人至70人，研发费用率3.18%，同比提高0.01pct；财务费用率0.41%，同比下降0.08pct。营业外收支方面，公司获得一定金额上市补贴，营业外收入1651万，同比有所提高。整体来看，公司业绩基本符合预期。

风险提示：催化剂研发不及预期，催化剂销售不及预期

投资建议：维持“增持”评级

得益于下游医药、化工等领域持续增长，贵金属催化剂行业前景依旧向好。公司将进一步强化研发，在稳定存量市场的基础上锐意进取，拓展新客户，并力争在研项目逐步落地并投入市场化，募投项目有望在2022年底投产，驱动公司持续发展。自2.35亿、3.05亿分别下调22-23年盈利预测至2.16亿、2.85亿，增速为32.9%、32.1%，引入24年预测，归母净利润3.77亿，增速为32.1%，22-24年EPS分别为2.31元、3.06元、4.04元，当前价格对应22-24年EPS的PE估值分别为40X、30X、23X，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,052	1,589	2,083	2,779	3,632
(+/-%)	48.5%	51.1%	31.1%	33.4%	30.7%
净利润(百万元)	105	163	216	285	377
(+/-%)	61.2%	54.3%	32.9%	32.1%	32.1%
每股收益（元）	1.50	1.74	2.31	3.06	4.04
EBIT Margin	14.3%	13.8%	11.4%	11.3%	11.5%
净资产收益率（ROE）	31.5%	19.3%	21.8%	23.9%	25.9%
市盈率（PE）	60.9	52.6	39.6	30.0	22.7
EV/EBITDA	42.2	39.7	35.4	26.7	20.3
市净率（PB）	19.18	10.16	8.61	7.17	5.87

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·金属新材料

证券分析师：姜明
021-60933128
jiangming2@guosen.com.cn
S0980521010004

证券分析师：曾凡喆
010-88005378
zengfanzhe@guosen.com.cn
S0980521030003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	125.00 - 130.00元
收盘价	91.60元
总市值/流通市值	8519/2015百万元
52周最高价/最低价	149.67/62.00元
近3个月日均成交额	41.61百万元

市场走势



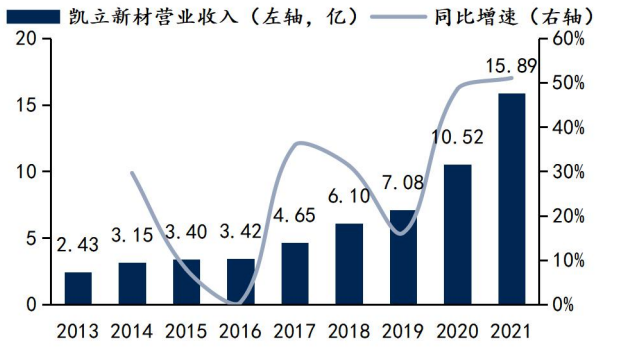
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《凯立新材-688269-深度报告：贵金催化，催动合成》——2021-09-29

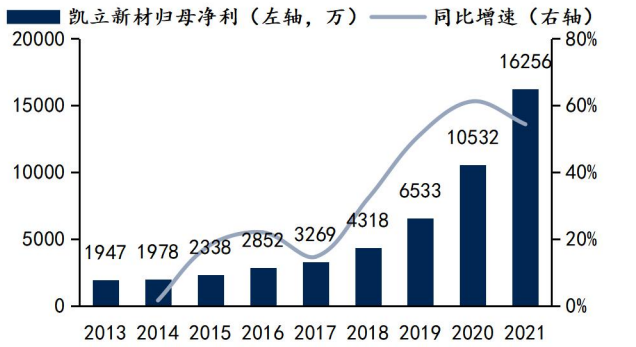
凯立新材披露 2021 年报。全年实现营业收入 15.9 亿，同比增长 51.1%，实现归母净利润 1.63 亿，同比增长 54.3%。其中四季度营业收入 3.66 亿，同比增长 22.6%，归母净利润 3636 万，同比提高 23.2%。

图1：凯立新材营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

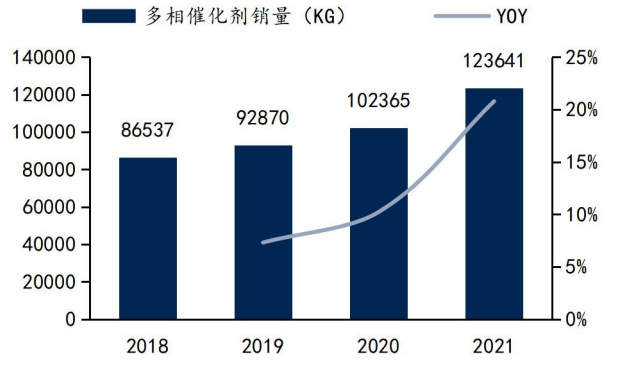
图2：凯立新材归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

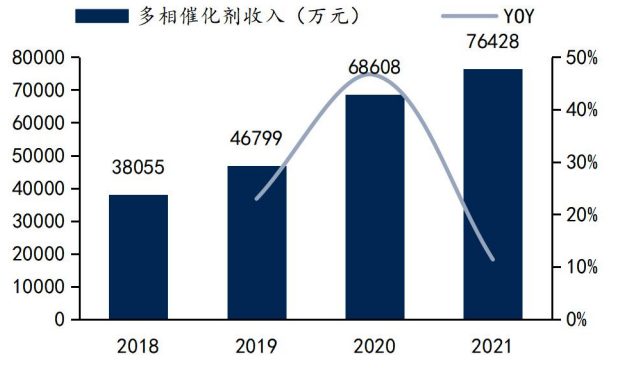
全年营收高增长，四季度疫情及贵金属价格走低影响营收表现。公司的业务模式决定了营收增长一方面来自于催化剂销售量，一方面来自于贵金属价格波动。2021 年公司实现多相催化剂销售 12.4 万 Kg，同比提高 20.8%，均相催化剂销售 1.77 万 Kg，同比提高 530.9%。从招股书中更细分的产品结构我们大致可以推断 2021 年单价更高的均相催化剂直接销售量应出现明显增长，拉动营业收入提高 51.1% 至 15.9 亿。

图3：凯立新材多相催化剂销售量及同比增速



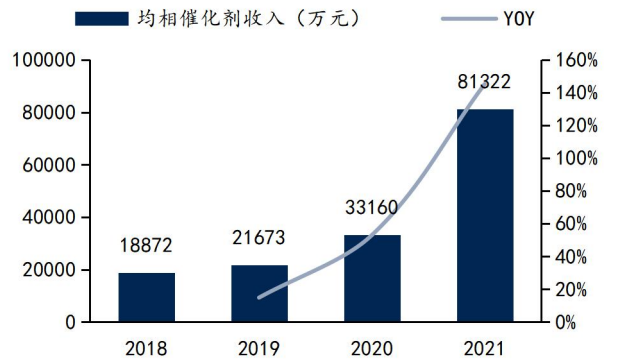
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：凯立新材多相催化剂销售额及同比增速



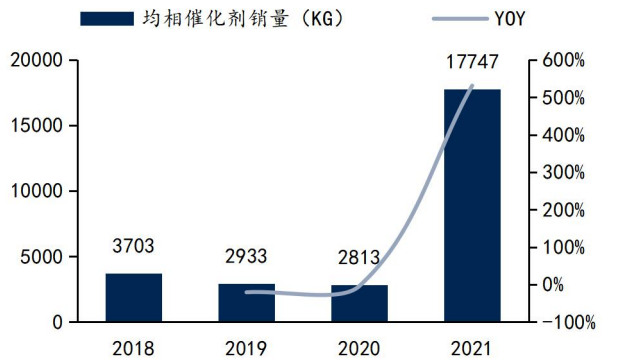
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：凯立新材均相催化剂销售量及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

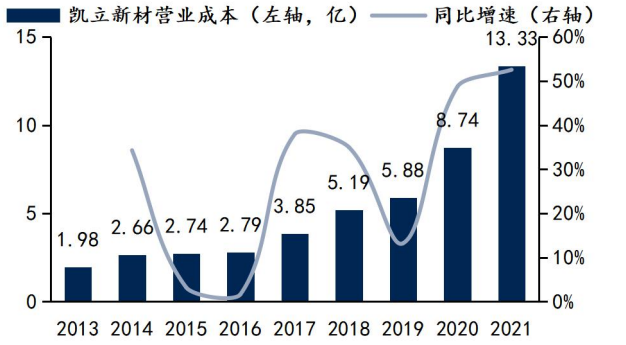
图6：凯立新材均相催化剂销售额及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

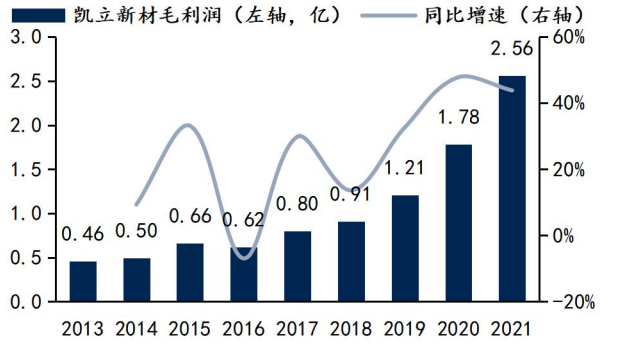
2021 年贵金属价格同比走高，公司库存周转相对较快，采购成本水涨船高，叠加产品结构改变，全年营业成本 13.3 亿，同比提高 52.5%。公司毛利润更多取决于销售量及产品结构而非单位成本，受单位成本上升影响，毛利率出现小幅下降，全年毛利润 2.56 亿，同比增 43.8%，毛利润率 16.1%，同比下降 0.8pct。四季度因西安疫情及贵金属价格走低，公司营收利润环比出现下降，库存有所提高，一季度贵金属价格上涨及一季度后半段经营逐步恢复库存去化，营收及业绩有望逐步修复。

图7：凯立新材营业成本及同比增速



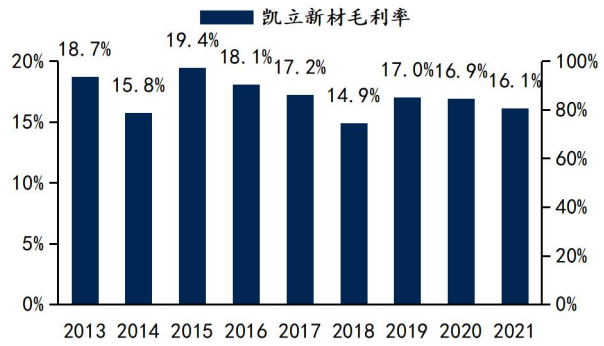
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：凯立新材毛利润及同比增速



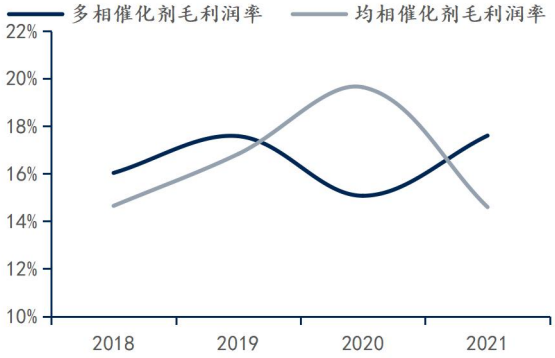
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：凯立新材毛利润率走势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

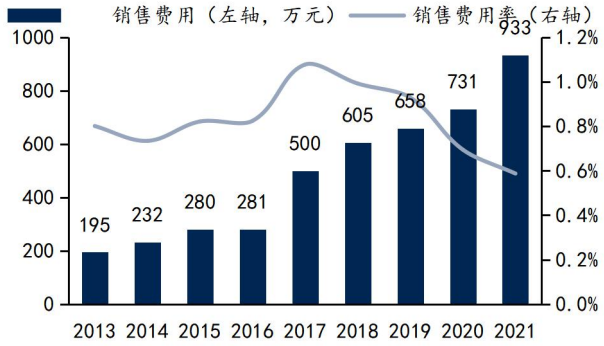
图10：凯立新材分业务毛利率走势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

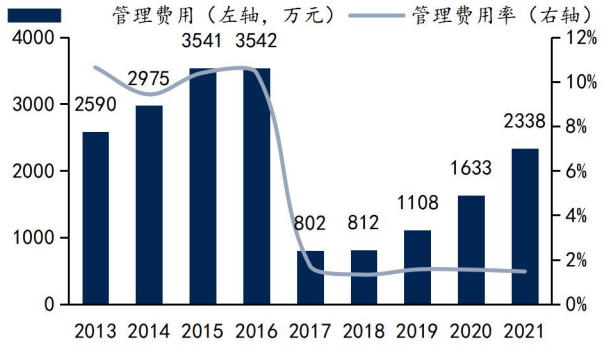
研发投入保持高增，业绩符合预期。2021 年公司销售费用率 0.59%，同比下降 0.10pct；管理费用率 1.47%，同比下降 0.08pct；研发费用保持高增，与收入增速同步，研发人员数量增长 13 人至 70 人，研发费用率 3.18%，同比提高 0.01pct；财务费用率 0.41%，同比下降 0.08pct。营业外收支方面，公司获得一定金额上市补贴，营业外收入 1651 万，同比有所提高。整体来看，公司业绩基本符合预期。

图11：凯立新材销售费用及费用率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：凯立新材管理费用及费用率水平



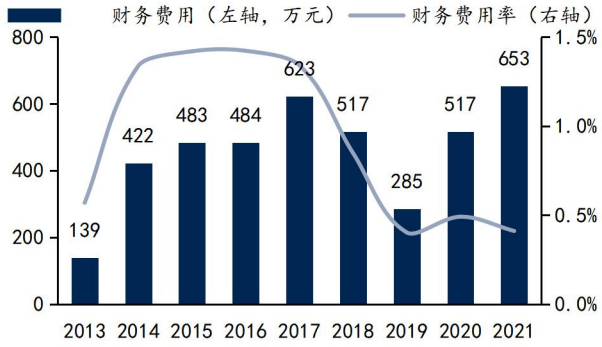
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13：凯立新材研发费用及费用率水平



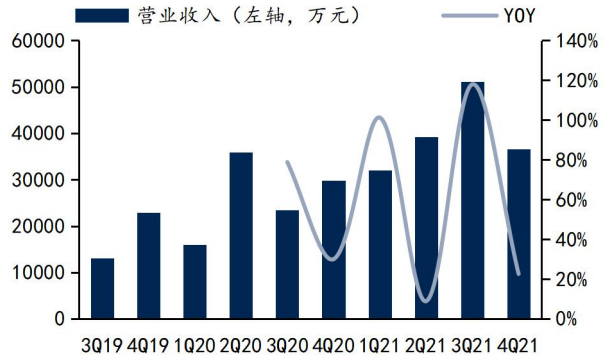
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14：凯立新材财务费用及费用率水平



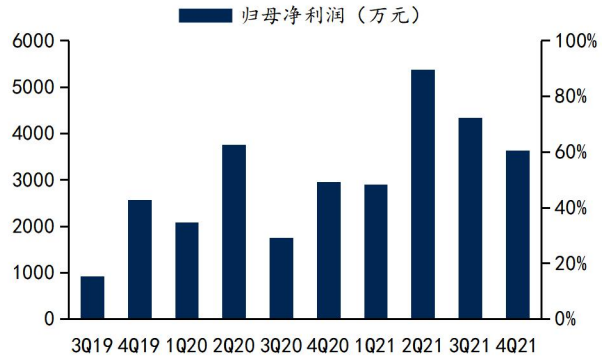
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15：凯立新材季度收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16：凯立新材季度归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

得益于下游医药、化工等领域的持续增长，贵金属催化剂行业发展前景依旧向好。公司在年报中引用咨询报告数据显示，2023 年全国贵金属催化剂需求规模将扩大到 205.6 亿。公司在 2021 年强化基础化工、氢能、环保领域的研究工作，布局多个新产品、新技术，在 PVC 无汞催化剂、燃料电池催化剂、烷烃脱氢催化剂、废气净化处理催化剂以及铜系、镍系催化剂以及非贵金属催化剂等方面都取得了比较好的进展。

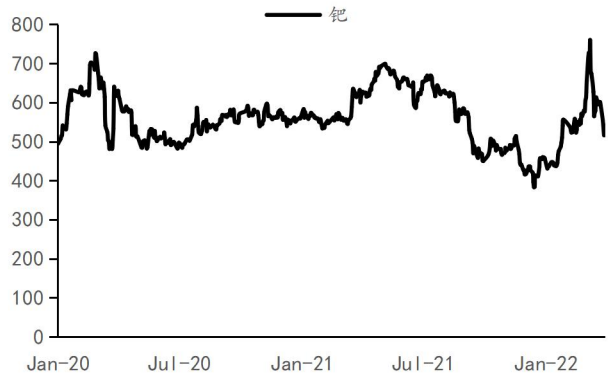
公司在年报中提及的在研项目共 21 个，包括 PVC 金基无汞催化剂技术、高性能烷烃脱氢铂系催化剂应用、高性能铜系催化剂研发应用、高性能镍系催化剂应用等，累计计划投入研发费用 1.29 亿。未来公司将进一步强化研发，在稳定存量市场的基础上锐意进取，拓展新客户，并力争在研项目逐步落地并投入市场化，募投项目有望在 2022 年底投产，驱动公司持续发展。

投资建议：维持“增持”评级

自 2.35 亿、3.05 亿分别下调 22-23 年盈利预测至 2.16 亿、2.85 亿，增速为 32.9%、32.1%，引入 24 年预测，归母净利润 3.77 亿，增速为 32.1%，22-24 年 EPS 分别为 2.31 元、3.06 元、4.04 元，当前价格对应 22-24 年 EPS 的 PE 估值分别为 40X、30X、23X，维持“增持”评级。

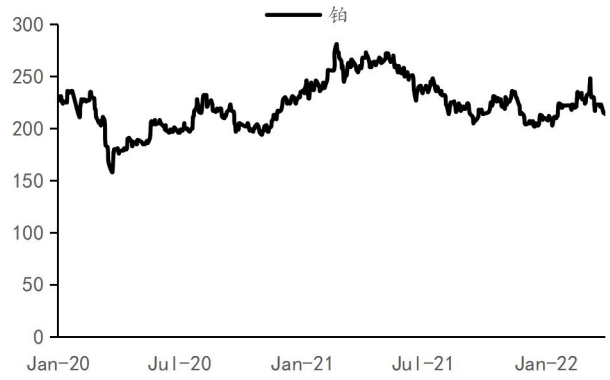
附表：贵金属价格走势

图17：钯金属价格走势（元/g）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图18：铂金属价格走势（元/g）



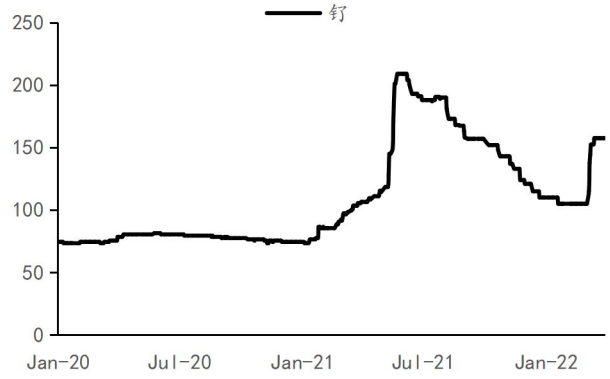
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图19：铑金属价格走势（元/g）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图20：钌金属价格走势（元/g）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示：催化剂研发不及预期，催化剂销售不及预期

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	119	415	444	460	431
应收款项	93	154	171	228	298
存货净额	137	193	270	361	473
其他流动资产	6	71	10	14	18
流动资产合计	**355**	**937**	**1010**	**1189**	**1358**
固定资产	103	145	231	321	493
无形资产及其他	39	39	38	37	36
投资性房地产	13	35	35	35	35
长期股权投资	0	0	0	0	0
资产总计	**510**	**1156**	**1314**	**1582**	**1922**
短期借款及交易性金融负债	54	76	51	60	62
应付款项	43	59	95	127	166
其他流动负债	39	88	82	110	143
流动负债合计	**136**	**222**	**228**	**297**	**372**
长期借款及应付债券	0	50	50	50	50
其他长期负债	39	41	42	42	43
长期负债合计	**39**	**91**	**93**	**92**	**93**
负债合计	**175**	**314**	**321**	**389**	**465**
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	334	842	993	1193	1457
负债和股东权益总计	**510**	**1156**	**1314**	**1582**	**1922**

关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股收益	1.50	1.74	2.31	3.06	4.04
每股红利	0.84	0.67	0.69	0.92	1.21
每股净资产	4.78	9.02	10.64	12.78	15.61
ROIC	38%	31%	26%	33%	33%
ROE	32%	19%	22%	24%	26%
毛利率	17%	16%	17%	16%	16%
EBIT Margin	14%	14%	11%	11%	11%
EBITDA Margin	15%	14%	12%	12%	12%
收入增长	49%	51%	31%	33%	31%
净利润增长率	61%	54%	33%	32%	32%
资产负债率	34%	27%	24%	25%	24%
息率	0.7%	0.7%	0.8%	1.0%	1.3%
P/E	60.9	52.6	39.6	30.0	22.7
P/B	19.2	10.2	8.6	7.2	5.9
EV/EBITDA	42.2	39.7	35.4	26.7	20.3

利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	**1052**	**1589**	**2083**	**2779**	**3632**
营业成本	874	1333	1737	2322	3045
营业税金及附加	4	4	6	8	11
销售费用	7	9	12	14	18
管理费用	16	23	92	121	142
财务费用	5	7	1	0	1
投资收益	0	1	1	1	1
资产减值及公允价值变动	0	0	(1)	(1)	(2)
其他收入	(27)	(48)	6	7	8
营业利润	119	166	241	319	422
营业外净收支	0	16	1	1	1
利润总额	119	182	242	320	423
所得税费用	**14**	**20**	**26**	**35**	**46**
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	105	163	216	285	377

现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	105	163	216	285	377
资产减值准备	0	0	0	0	0
折旧摊销	5	4	13	20	27
公允价值变动损失	0	0	1	1	2
财务费用	5	7	1	0	1
营运资本变动	(41)	(138)	(2)	(93)	(112)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	**69**	**29**	**229**	**214**	**294**
资本开支	0	(46)	(100)	(110)	(200)
其它投资现金流	0	(103)	(10)	(11)	(13)
投资活动现金流	**0**	**(149)**	**(110)**	**(121)**	**(213)**
权益性融资	(0)	413	0	0	0
负债净变化	0	50	0	0	0
支付股利、利息	(59)	(63)	(65)	(86)	(113)
其它融资现金流	69	29	(25)	9	2
融资活动现金流	**(48)**	**417**	**(89)**	**(76)**	**(111)**
现金净变动	**21**	**296**	**29**	**16**	**(30)**
货币资金的期初余额	98	119	415	444	460
货币资金的期末余额	119	415	444	460	431
企业自由现金流	0	16	123	98	87
权益自由现金流	0	95	98	107	88

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032