

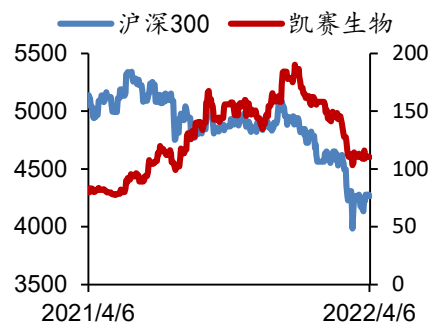
## 生物基尼龙开启大场景应用，合成生物学打造产业链优势

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-4-7

|               |              |
|---------------|--------------|
| 收盘价（元）        | 110.07       |
| 近12个月最高/最低（元） | 190.27/77.57 |
| 总股本（百万股）      | 416.68       |
| 流通股本（百万股）     | 169.63       |
| 流通股比例（%）      | 40.71        |
| 总市值（亿元）       | 458.64       |
| 流通市值（亿元）      | 186.71       |

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

联系人：王强峰

执业证书号：S0010121060039

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

联系人：曾祥钊

执业证书号：S0010120080034

电话：13261762913

邮箱：zengxz@hazq.com

### 相关报告

1. 全球合成生物学龙头，碳中和重要贡献者 2021-10-29
2. 合成生物学领军者，只争朝夕、不负韶华 2021-8-18
3. 生物基尼龙即将投产，共同开启合成生物学时代 2021-6-23

主要观点：

### 事件描述

凯赛生物于4月7日发布2021年年度报告，据公告，2021年实现营业收入21.97亿元，同比增长46.77%，归属于上市公司股东的净利润6.08亿元，同比增长32.82%。加权平均ROE5.76%，同比下降1.14个百分点。

### 公司2021年实现归母净利润6.08亿元，同比增长32.82%

2021全年，公司实现毛利润8.57亿元，同比增长1.08亿元。2020年全年，公司财务费用-1.82亿元，主要因为利息收入增加；管理费用1.34亿元，同比增长11.23%；销售费用0.42万元，同比增加74.71%，主要是随收入增长，包装费增加及销售销售人员人数增加导致；研发费用1.34亿元，同比增加58.40%，主要因为公司加大了研发投入力度，研发人员的人数和薪酬增加；研发投入占营收比例为6.08%，同比增加0.9个百分点。公司经营活动净现金流5.94亿元，同比上升15.38%；投资活动净现金流为-1.26亿元，同比增加89.45%，主要为公司结构性存款产品减少；筹资活动净现金流为29.87亿元，同比下降50.73%，主要为公司本年收到少数股东投资款，而上年有首次公开发行募集资金的影响。存货周转天数为263天，同比减少123天。公司全年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（资本开支）为14.75亿元，同比增加93.24%，在建工程7.74亿元，比期初减少51.93%。

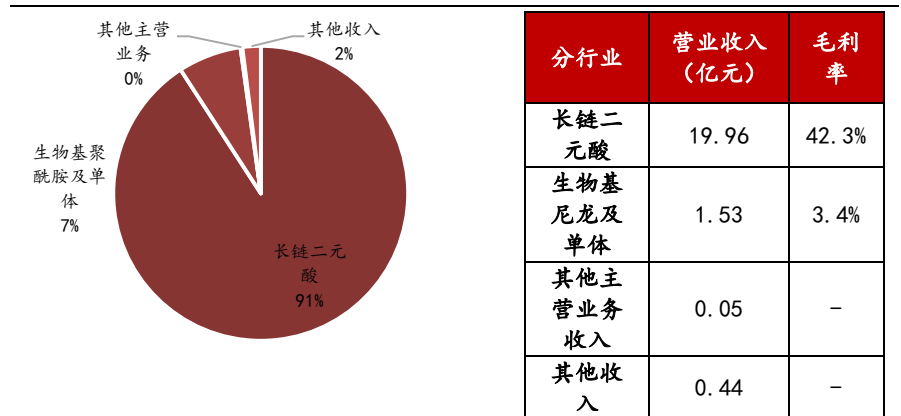
单季度来看，Q4公司营收5.65亿元，同比增加63.71%，环比减少8.70%；毛利润2.01亿元，同比减少12.61%；毛利率为35.58%，同比减少31.09个百分点；归母净利润1.18亿元，同比减少13.54%，环比减少27.92%。公司下游客户以海外客户为主，受疫情影响海外需求减少。

分区域看，2020年公司海外营收9.95亿元，同比上升36.56%；国内营收11.59亿元，同比上升52.63%，国内营收占比达到51.50%，同比下降2.98个百分点。

### 长链二元酸龙头地位延续

公司生物法长链二元酸技术水平持续提高，产品继续主导全球市场。2021年新冠疫情带来的负面影响减弱，公司长链二元酸收入增长，长链二元酸业务目前公司主要的盈利来源，2021年全年公司长链二元酸营收19.96亿元，同比上升36.98%，占总营收90.85%；毛利润8.45亿元，同比增长14.54%，占总毛利98.60%；毛利率42.33%，同比下降8.29个百分点。产销量方面，2020年公司长链二元酸产量5.94万吨，同比增加35.42%；销量6.15万吨，同比增加42.49%。公司布局所生物法癸二酸DC10将于2022年上半年开始投产试车。

图表 1 公司产品分行业营收占比



资料来源：wind，华安证券研究所

#### □ 生物基尼龙产业化落地，步入生物制造大场景

公司 2021 年生物基尼龙全年实现营收 1.53 亿元，占总营收 6.94%，产量为 1.68 万吨，销量为 0.74 万吨。凯赛（乌苏）年产 10 万吨生物基尼龙生产线已经于 2021 年上半年末如期投产。截止 2021 年末，生物基尼龙产品已开发 300 多家客户并开始形成销售，受到如 SOLVAY、PETROPOL、飒美特等众多全球知名品牌的青睐，并广泛应用于纺织、工业丝、工程塑料等领域，为全球低碳化发展提供绿色解决方案。公司具有高强、耐温、可回收和低成本综合优势的新型生物基尼龙已完成中试验证，有望进入“以塑代钢、以塑代塑”用于替代金属、替代热固型材料的大场景应用阶段。

针对生物基尼龙的不同应用场景，公司注册了主要应用于纺织领域的商标“泰纶”和主要应用于工程材料领域的商标“ECOPENT”。ECOPENT®系列产品的熔点范围涵盖 130℃-300℃，可应用于汽车、电子电器、工业品和日用品领域，E 系列产品例如 E-1273 和 E-2260 已经受到下游客户的广泛认可。而 E-6300 是一款高耐热、高强度，具有良好耐蠕变、耐化学腐蚀性，且具有高性价比的生物基新材料。此外，公司生物基尼龙还主要用于民用丝领域，例如运动服饰、内衣、袜类、与棉麻丝毛混纺的面料、箱包、地毯等；工业丝领域，例如轮胎帘子布、箱包、气囊丝、脱模布等；无纺布领域，例如面膜、卫生用品等；工程塑料领域，例如汽车部件、电子电器、扎带、隔热条等；玻纤增强复合材料和碳纤维增强复合材料用于轻量化领域，例如新能源汽车、风电叶片、管材、建筑材料；尼龙弹性体领域，例如面料、鞋材。

此外，公司生物基戊二胺技术不断实现突破，乌苏工厂的大规模产线已于 2021 年上半年末开始投产，除了公司尼龙产品使用以外，生物基戊二胺继续拓展异氰酸酯、环氧固化剂等领域的应用。

生物基尼龙生物基戊二胺和生物基尼龙产业化技术于 2015 年被工信部列为产业关键共性技术；连续两年，国家工信部将生物基尼龙 56 列为重点新材料首批次应用示范指导目录（2018/2019）、（2019/2020）。

### □ 公司知识产权维权工作取得新进展

凯赛生物通过法律手段维护自身知识产权合法权益。2021年12月23日，根据最高人民法院的生效判决，山东归源和莱阳恒基使用凯赛知识产权生产、销售长链二元酸的行为侵犯了凯赛生物专利权，其生产的长链二元酸产品为侵犯凯赛生物相关专利权侵权产品，山东归源、莱阳恒基应立即停止销售侵权产品并赔偿凯赛生物经济损失。至此，凯赛生物在长链二元酸知识产权维权进程中已取得针对山东瀚霖生物技术有限公司、莱阳山河生物制品经营有限公司、莱阳市瀚峰生物科技有限公司、莱阳市恒基生物制品经营有限公司、山东归源生物科技有限公司侵权行为的多项生效胜诉判决。

### □ “碳中和”背景下，生物基材料在许多大场景具有应用潜力

公司希望以生物制造的方法实现“碳中和”，并确立了发展战略重点：（1）**开发具有大型应用场景的生物基新材料，特别是热塑性纤维增强复合材料以及生物质可降解材料。**公司开发的以玻璃纤维和碳纤维增强的耐高温生物基尼龙具有轻量化、高强度、耐高温、高耐磨、耐腐蚀等特点，具有原料可再生、产品可回收、成本可竞争的优势，将在车辆、风电、航空、建筑材料等需要轻量化的应用领域实施推广。（2）**生物废弃物的产业化利用。**公司计划开发高效的生物质纤维的预处理、纤维素糖化、杂糖生物利用等综合技术，目标是将秸秆等农业废弃物作为生物制造原料，达到或超过使用玉米等粮食原料的经济效率。公司将选择乳酸/聚乳酸等生物可降解材料作为秸秆原料的产业化示范项目，同时进行生物废弃物用于聚酰胺、氨基酸、生物燃料等具有成熟市场的产品开发，实现在生物制造规模化时“不与人争粮、不与粮争地”。为了解决生物制造原料的长期供应和生物废弃物的再利用，公司正在开展秸秆处理和应用于乳酸生产的中试实验，进展顺利。下一步目标是开发以秸秆为原料进行发酵生产的L-乳酸发酵液提纯工艺，产品化学纯度 $\geq 99\%$ ，光学纯度 $\geq 99.5\%$ 。（3）**建立合成生物学全产业链的研发和生产设施。**公司将技术创新作为企业持续发展的动力，加强合成生物学全产业链高通量研发设施建设，选择有相对竞争力、前瞻性、社会意义和商业价值的项目进行系统性重点研发。

### □ 投资建议

预计公司2022-2024年归母净利润分别为8.57、10.43、12.61亿元，同比增速为41.0%、21.7%、20.9%。对应PE分别为53.50、42.97、36.37倍。维持“买入”评级。

### □ 风险提示

新产品开发进度及销售不确定性的风险，在建项目及募投项目进展不及预期的风险，核心技术外泄或失密风险，原材料和能源价格波动风险，诉讼风险，疫情持续影响等。

## □ 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2021A  | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 2197   | 3612  | 5183  | 6584  |
| 收入同比（%）   | 46.8%  | 64.4% | 43.5% | 27.0% |
| 归属母公司净利润  | 608    | 857   | 1043  | 1261  |
| 净利润同比（%）  | 32.8%  | 41.0% | 21.7% | 20.9% |
| 毛利率（%）    | 39.0%  | 37.4% | 37.3% | 37.4% |
| ROE（%）    | 5.7%   | 7.4%  | 8.3%  | 9.1%  |
| 每股收益（元）   | 1.46   | 2.06  | 2.50  | 3.03  |
| P/E       | 126.32 | 53.50 | 43.97 | 36.37 |
| P/B       | 7.20   | 3.98  | 3.65  | 3.32  |
| EV/EBITDA | 97.33  | 55.46 | 44.06 | 36.33 |

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           | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E | 会计年度            | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| <b>流动资产</b>    | 11395 | 6077  | 5716  | 5660  | <b>营业收入</b>     | 2197  | 3612  | 5183  | 6584  |
| 现金             | 9629  | 3257  | 1688  | 688   | 营业成本            | 1340  | 2262  | 3251  | 4124  |
| 应收账款           | 259   | 390   | 607   | 753   | 营业税金及附加         | 23    | 36    | 52    | 67    |
| 其他应收款          | 7     | 15    | 22    | 25    | 销售费用            | 42    | 95    | 106   | 145   |
| 预付账款           | 67    | 129   | 156   | 213   | 管理费用            | 134   | 253   | 365   | 442   |
| 存货             | 1185  | 1988  | 2962  | 3677  | 财务费用            | -182  | -175  | -74   | -36   |
| 其他流动资产         | 248   | 297   | 281   | 304   | 资产减值损失          | -4    | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 4804  | 11062 | 12899 | 14717 | 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 53    | 53    | 53    | 53    | 投资净收益           | 16    | 27    | 48    | 53    |
| 固定资产           | 2210  | 8210  | 10314 | 12489 | <b>营业利润</b>     | 739   | 1039  | 1333  | 1626  |
| 无形资产           | 768   | 768   | 691   | 590   | 营业外收入           | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动资产        | 1772  | 2030  | 1841  | 1585  | 营业外支出           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>资产总计</b>    | 16198 | 17139 | 18616 | 20377 | <b>利润总额</b>     | 740   | 1039  | 1333  | 1626  |
| <b>流动负债</b>    | 1218  | 1253  | 1564  | 1906  | 所得税             | 93    | 134   | 167   | 206   |
| 短期借款           | 744   | 0     | 0     | 0     | <b>净利润</b>      | 647   | 906   | 1165  | 1420  |
| 应付账款           | 290   | 1023  | 1204  | 1428  | 少数股东损益          | 39    | 48    | 122   | 158   |
| 其他流动负债         | 184   | 230   | 360   | 478   | <b>归属母公司净利润</b> | 608   | 857   | 1043  | 1261  |
| <b>非流动负债</b>   | 293   | 293   | 293   | 293   | EBITDA          | 698   | 768   | 1003  | 1243  |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | EPS (元)         | 1.46  | 2.06  | 2.50  | 3.03  |
| 其他非流动负债        | 293   | 293   | 293   | 293   |                 |       |       |       |       |
| <b>负债合计</b>    | 1511  | 1546  | 1857  | 2199  |                 |       |       |       |       |
| 少数股东权益         | 4022  | 4071  | 4193  | 4351  |                 |       |       |       |       |
| 股本             | 417   | 417   | 417   | 417   |                 |       |       |       |       |
| 资本公积           | 8688  | 8688  | 8688  | 8688  |                 |       |       |       |       |
| 留存收益           | 1561  | 2418  | 3461  | 4722  |                 |       |       |       |       |
| 归属母公司股东权       | 10665 | 11522 | 12565 | 13827 |                 |       |       |       |       |
| <b>负债和股东权益</b> | 16198 | 17139 | 18616 | 20377 |                 |       |       |       |       |

| 现金流量表          |       |       |       |       | 主要财务比率      |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度           | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E | 会计年度        | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| <b>经营活动现金流</b> | 594   | 621   | 112   | 582   | <b>成长能力</b> |       |       |       |       |
| 净利润            | 608   | 857   | 1043  | 1261  | 营业收入        | 46.8% | 64.4% | 43.5% | 27.0% |
| 折旧摊销           | 172   | 0     | -109  | -184  | 营业利润        | 41.5% | 40.7% | 28.2% | 22.0% |
| 财务费用           | -13   | 19    | 0     | 0     | 归属于母公司净利    | 32.8% | 41.0% | 21.7% | 20.9% |
| 投资损失           | -16   | -27   | -48   | -53   | <b>获利能力</b> |       |       |       |       |
| 营运资金变动         | -191  | -275  | -897  | -601  | 毛利率 (%)     | 39.0% | 37.4% | 37.3% | 37.4% |
| 其他经营现金流        | 834   | 1181  | 2063  | 2021  | 净利率 (%)     | 27.7% | 23.7% | 20.1% | 19.2% |
| <b>投资活动现金流</b> | -126  | -6230 | -1681 | -1581 | ROE (%)     | 5.7%  | 7.4%  | 8.3%  | 9.1%  |
| 资本支出           | -1475 | -6258 | -1729 | -1634 | ROIC (%)    | 3.0%  | 4.3%  | 5.8%  | 6.9%  |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>偿债能力</b> |       |       |       |       |
| 其他投资现金流        | 1348  | 27    | 48    | 53    | 资产负债率 (%)   | 9.3%  | 9.0%  | 10.0% | 10.8% |
| <b>筹资活动现金流</b> | 2987  | -762  | 0     | 0     | 净负债比率 (%)   | 10.3% | 9.9%  | 11.1% | 12.1% |
| 短期借款           | 744   | -744  | 0     | 0     | 流动比率        | 9.36  | 4.85  | 3.65  | 2.97  |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 速动比率        | 8.33  | 3.16  | 1.66  | 0.93  |
| 普通股增加          | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>营运能力</b> |       |       |       |       |
| 资本公积增加         | 6     | 0     | 0     | 0     | 总资产周转率      | 0.14  | 0.21  | 0.28  | 0.32  |
| 其他筹资现金流        | 2238  | -19   | 0     | 0     | 应收账款周转率     | 8.47  | 9.26  | 8.53  | 8.74  |
| <b>现金净增加额</b>  | 3446  | -6371 | -1570 | -999  | 应付账款周转率     | 4.62  | 2.21  | 2.70  | 2.89  |

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；
- 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。