

证券研究报告
化工
2022年04月06日



凯赛生物2021年报点评： 营收利润高速增长，癸二酸项目投产在望

凯赛生物(688065)

评级：买入(维持)

国海证券研究所

李永磊(分析师)

S0350521080004

liy103@ghzq.com.cn

董伯骏(分析师)

S0350521080009

dongbj@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
凯赛生物	-13.7%	-37.1%	36.5%
沪深300	-5.2%	-11.5%	-17.1%

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2197	3207	5484	7984
增长率(%)	47	46	71	46
归母净利润 (百万元)	608	865	1333	1755
增长率(%)	33	42	54	32
摊薄每股收益 (元)	1.46	2.08	3.20	4.21
ROE(%)	6	8	10	12
P/E	126.22	53.03	34.41	26.13
P/B	7.20	3.98	3.57	3.14
P/S	34.94	14.30	8.36	5.74
EV/EBITDA	97.33	44.39	23.89	15.92

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

相关报告

《——凯赛生物 (688065) 季报点评: 乌苏聚酰胺开始贡献收入, 公司未来可期 (买入)*化工*李永磊, 董伯骏》——2021-10-29

营收与归母净利均大幅增长，新增产能为盈利贡献增量

事件：2022年4月6日，公司公告2021年年报：公司2021年实现营业收入21.97亿元，同比增长46.77%；实现归母净利润6.08亿元，同比增长32.82%；实现扣非后归母净利润5.75亿元，同比增长43.17%；经营活动现金流净额为5.94亿元，同比增长15.38%。

2021年Q4单季度，公司实现营业收入5.65亿元，同比增长63.71%，环比下降8.70%；实现归母净利润为1.18亿元，同比减少13.54%，环比减少27.92%；经营活动现金流净额为1.61亿元，同比减少35.86%，环比增加69.51%。

点评：

2021年实现营业收入21.97亿元，同比增长46.77%；实现归母净利润6.08亿元，同比增长32.82%；营收与归母净利均大幅增长

2021年公司营业收入及归母净利都有大幅提升，主要有三点原因：1) 新冠疫情带来的负面影响减弱。2) 报告期内，公司继续深耕长链二元酸市场，保持并巩固在国际国内市场的主导地位，公司长链二元酸业务收入有所上升。3) 公司的生物基聚酰胺生产线投产，乌苏项目新增戊二胺产能5万吨和生物基聚酰胺产能10万吨，公司聚酰胺有关收入有所上升。Q4单季度营收公司实现营业收入5.65亿元，同比增长63.71%；实现归母净利润为1.18亿元，同比减少13.54%，归母净利减少主要原因包括：1) 主营业务成本当中，原材料和国际运费上涨。2) 乌苏项目产能爬坡过程中，分摊的成本相对较高。

研发投入逐年增长，技术优势铸就公司盈利护城河

长链二元酸系列库存量为16391.94吨，维持较低水平，较上年同比减少22.14%。本期期末固定资产为22.1亿元，同比增长87.38%，主要是10万吨聚酰胺产线转固导致。2021年公司销售费用率为1.90%，比去年同期下降3.09个百分点，是因为会计政策变更，运输费由销售费用转至主营业务成本中核算。研发费用率为6.08%，同比增加0.45个百分点。主要是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。公司在合成生物学、细胞工程、生物化工、高分子材料与工程等学科领域均设有研发团队，跨越多学科的高通量研发平台是公司研发特色之一。

公司拥有四大核心技术：1) 利用合成生物学手段，开发微生物代谢途径和构建高效工程菌；2) 微生物代谢调控和微生物高效转化技术；3) 生物转化/发酵体系的分离纯化技术；4) 聚合工艺及其下游应用开发技术。核心技术是公司保持竞争优势的基础。

营收与归母净利均大幅增长，新增产能为盈利贡献增量

绿色生产和碳减排政策利好

2020年，各国对碳排放提出新的要求，我国也提出中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施在2060年前努力实现碳中和。2021年2月发布的《国务院关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》提出“提升产业园区和产业集群循环化水平”、“鼓励绿色低碳技术研发”等发展方向。在此背景下，合成生物材料迎来了迅猛发展的契机。经第三方检测，生产每吨生物基聚酰胺56比传统尼龙66或尼龙6减碳4-5吨；生产每吨生物法癸二酸比化学法癸二酸减碳约20%；此外，公司生物基聚酰胺产品以塑代钢应用于轻量化场合，终端产品由于减重而降耗节能，以塑代塑替代热固性材料实现材料循环使用，都可以实现对碳中和的有益贡献。

太原癸二酸项目预计2022年上半年投产，实现生物法癸二酸产业化

公司募投项目之一40000吨/年生物法癸二酸建设项目在凯赛太原生产基地建设中，计划于2022年上半年开始投产试车。癸二酸可作为聚合单体用于生产长链尼龙、癸二酸的酯类产品。DC10（癸二酸）传统生产方式为蓖麻油水解裂解制取，全球约11万吨的市场规模。公司正在建设4万吨生物法癸二酸生产线，建成后将竞争癸二酸市场。

乌苏戊二胺项目及聚酰胺项目产能爬坡中，50万吨生物基戊二胺及90万吨生物基聚酰胺项目建设稳定推进

乌苏工厂的大规模产线已于2021年上半年开始投产，2021年实现生产量1.68万吨，销售量0.74万吨，之后产能将逐渐提升。2021年1月，山西合成生物产业园年产4万吨生物法癸二酸和年产90万吨生物基聚酰胺项目开工奠基仪式举行，聚酰胺项目预计2023年投产，建成后将新增50万吨生物基戊二胺及90万吨生物基聚酰胺产能。

积极探索新的应用场景

公司进一步与下游客户深化合作，积极开拓产品下游潜在应用，持续发掘开拓市场空间，如DC18产品与国际知名医药企业合作，助力其研发生产新一代降糖药物；公司的生物基戊二胺在通过下游国际客户验证的基础上，继续拓展异氰酸酯、环氧固化剂等领域的应用；公司的生物基聚酰胺在新能源汽车、风电叶片及管材、板材、建筑材料、结构件等市场规模较大的应用场景和领域的拓展与应用。另外，具有高强、耐温、可回收和低成本综合优势的新型生物基聚酰胺已完成中试验证，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。

研发及产品开发计划

公司将继续推进基因编辑、生物工程、生物化学、生物材料聚合、纺织、改性和评价等学科的高通量研发平台建设，通过持续的研发创新，进一步改善产品结构，提升产品性价比，丰富下游应用，保持技术领先优势，整体提升公司竞争力。

生产与产业化推进计划

对既有生产线继续优化菌种和生产工艺，持续成本降低；逐步提升乌苏材料生物基戊二胺和生物基聚酰胺产业化设施的产能利用率，促进早日达产；持续推进公司生产项目的建设、调试等工作，公司募投项目山西太原40000吨/年生物法癸二酸项目计划于2022年上半年投产试运行，“生物基聚酰胺工程技术研究中心”、“凯赛（乌苏）生物技术有限公司年产3万吨长链二元酸和2万吨长链聚酰胺项目”按计划有序进行建设，并按计划稳步推进其他山西产业园项目，包括玉米等农作物深加工、聚酯酰胺、乳酸、聚乳酸以及纺丝、织布等下游配套项目；推动农业废弃物高值化利用示范项目的建设验证。

市场拓展与客户开发计划

目前公司生物法长链二元酸产品已经拥有一批长期稳定的国内外知名客户，将在此基础上进一步拓展新的应用和市场；生物基聚酰胺产品在民用丝、工业丝和工程材料领域已经开发了300多家客户；具有高强、耐温、可回收和低成本综合优势的新型生物基聚酰胺，已完成中试验证，有望进入大场景应用阶段，实现“以塑代钢、以塑代塑”；公司将基于生物基戊二胺及生物基聚酰胺功能材料的特点分别进行客户开拓布局，着力提升客户服务水平，加强市场信息收集、分析、管理的能力，准确把握客户的需求和潜在需求，实现客户数量和满意度的同步提升。

人才发展计划

公司高度重视人力资源建设工作。公司以现有团队为基础，内部人才培养与外部引进相结合，保证研发和新项目的人才需求，并通过有效的人才激励机制和良好的企业文化吸引人才、留住人才。公司将进一步完善人力资源的培养、引进、使用、退出等管理机制，实现人力资源的合理配置，全面提升企业核心竞争力。

预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为8.65、13.33、17.55亿元，对应PE为53.03、34.41、26.13倍，维持“买入”评级。

风险提示：项目投产不达预期风险、产品价格下滑风险、产品需求下滑风险、工厂安全环保生产风险、原材料价格波动的风险、汇率波动风险、销售未达预期风险等。

图表：盈利预测

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2197	3207	5484	7984
增长率(%)	47	46	71	46
归母净利润（百万元）	608	865	1333	1755
增长率(%)	33	42	54	32
摊薄每股收益（元）	1.46	2.08	3.20	4.21
ROE(%)	6	8	10	12
P/E	126.22	53.03	34.41	26.13
P/B	7.20	3.98	3.57	3.14
P/S	34.94	14.30	8.36	5.74
EV/EBITDA	97.33	44.39	23.89	15.92

资料来源：wind，国海证券研究所

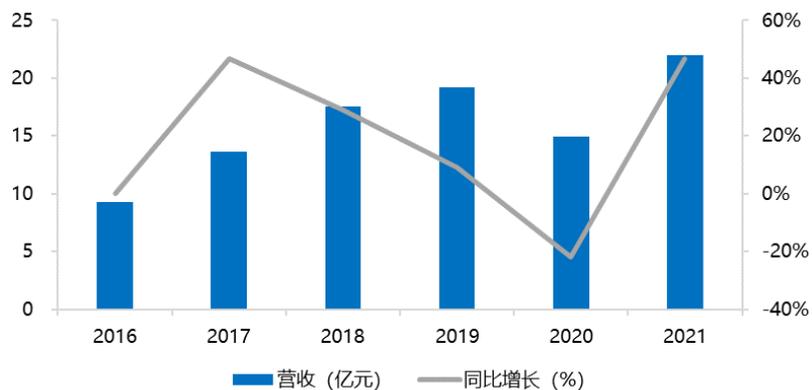
图表：分产品经营数据

	2017	2018	2019	2020	2021
生物法长链二元酸产量 (吨)	35496	46879	58669	43901	59449
生物法长链二元酸销量 (吨)	37588	42274	45846	43138	61471
生物法长链二元酸产销率	105.89%	90.18%	78.14%	98.26%	103.40%
生物法长链二元酸营收 (亿元)	12.97	16.21	17.71	14.57	19.96
生物法长链二元酸均价 (万元/吨)	3.45	3.83	3.86	3.38	3.25
生物基聚酰胺产量 (吨)					16837
生物基聚酰胺销量 (吨)					7387
生物基聚酰胺产销率					43.87%
生物基聚酰胺营收 (亿元)					1.53
生物基聚酰胺均价 (万元/吨)					2.07
营业收入 (亿元)	13.63	17.57	19.16	14.97	21.97
营业成本 (亿元)	7.69	9.92	10.61	7.48	13.39
毛利率	43.60%	43.55%	44.63%	50.01%	39.03%
毛利润 (亿元)	5.94	7.65	8.55	7.49	8.58
净利率	24.42%	26.54%	24.99%	30.55%	29.45%
净利润 (亿元)	3.33	4.66	4.79	4.57	6.47

资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

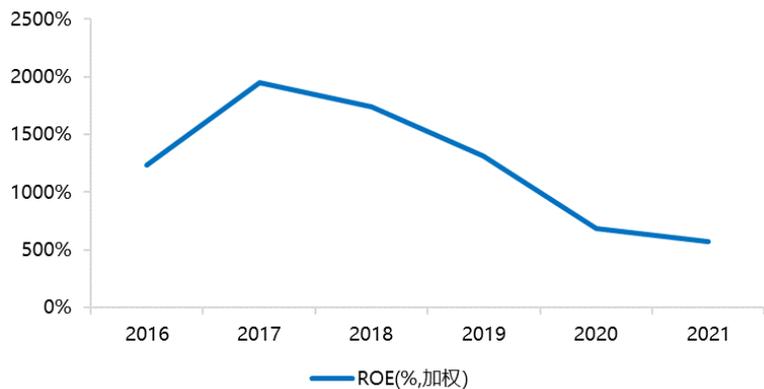
2021年营收同比+46.77%

图表：2021年营收同比+46.77%



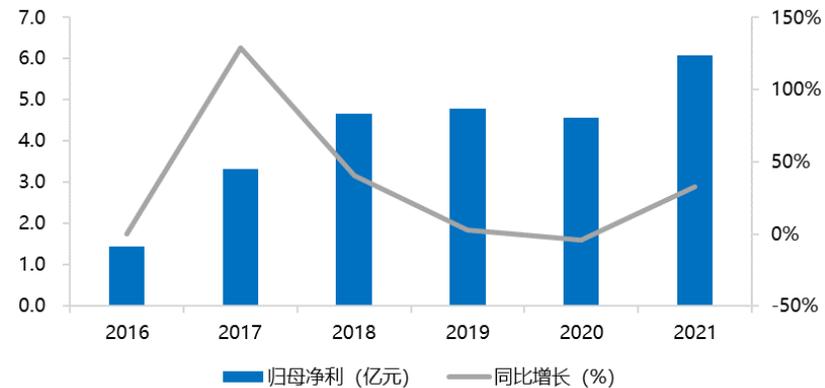
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：加权净资产收益率



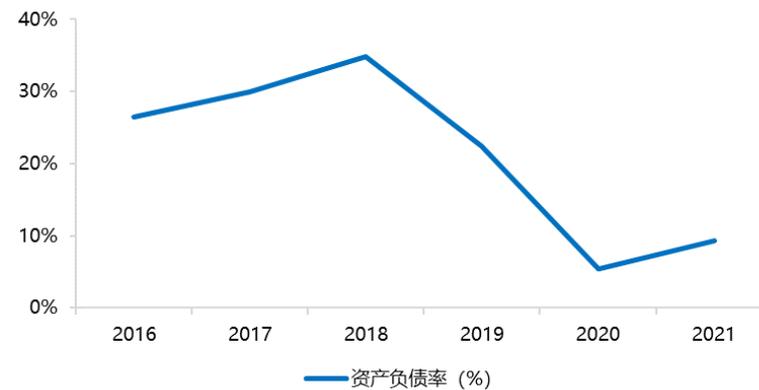
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年归母净利同比+32.82%



资料来源：wind, 国海证券研究所

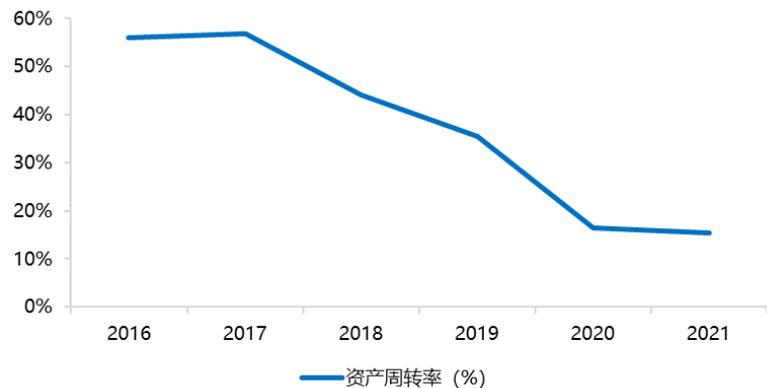
图表：2021年资产负债率



资料来源：wind, 国海证券研究所

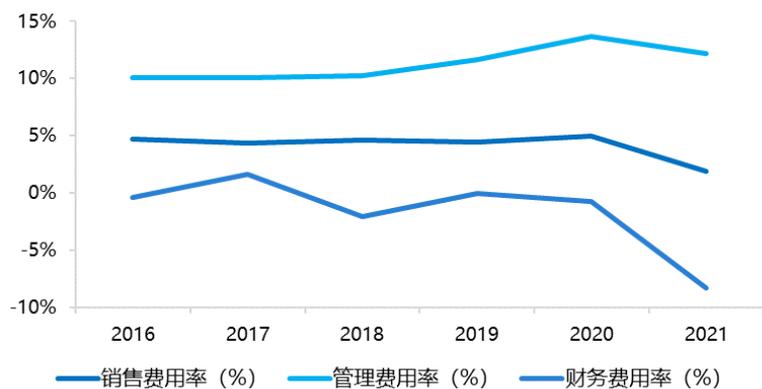
2021年毛利率下降

图表：2021年资产周转率



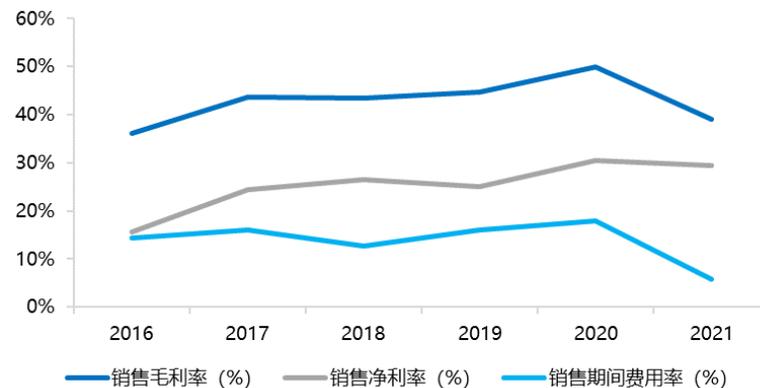
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年销售费用率、管理费用率



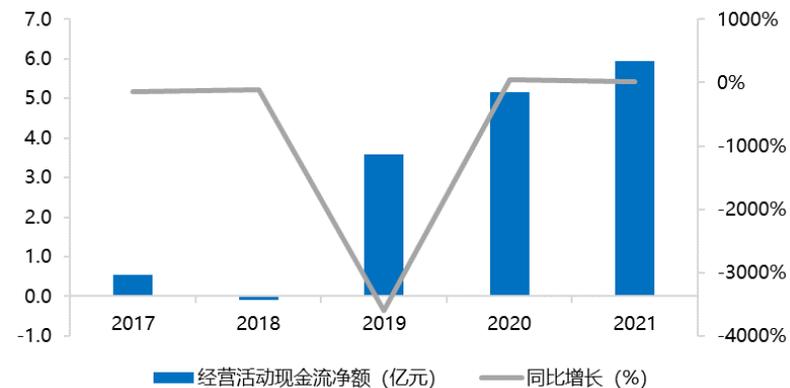
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年销售毛利率及净利率



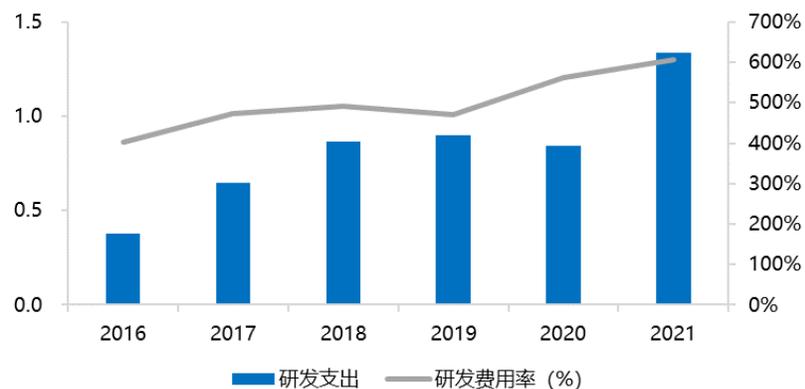
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年经营活动现金流



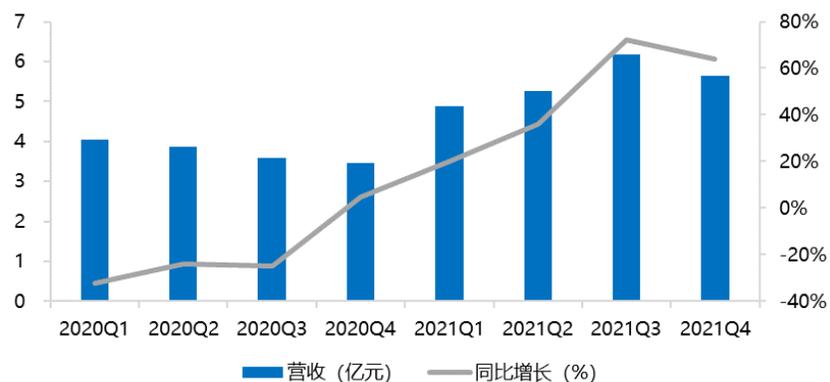
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年研发费用稳定增长



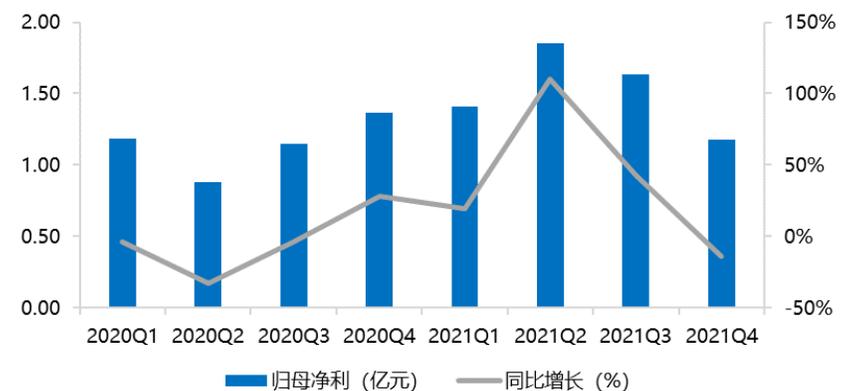
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021Q4营收环比下降



资料来源：wind, 国海证券研究所

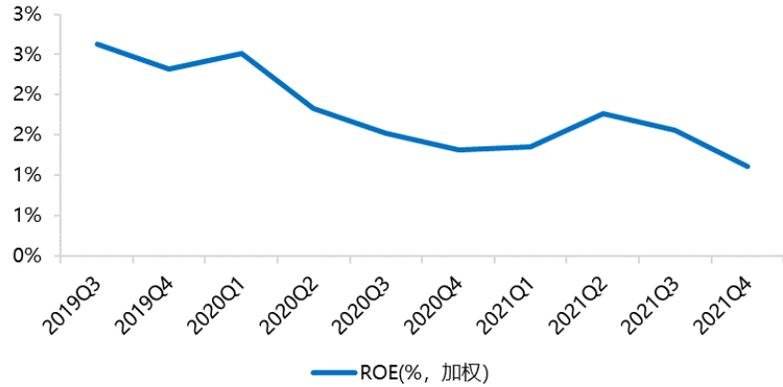
图表：2021Q4归母净利环比下降



资料来源：wind, 国海证券研究所

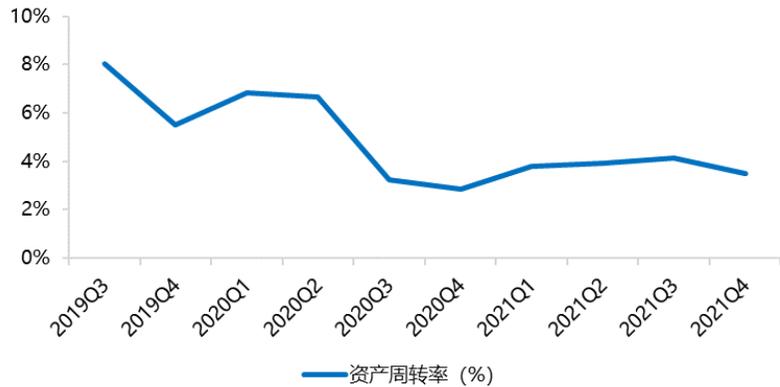
2021Q4毛利率及净利率略有下降

图表：季度净资产收益率



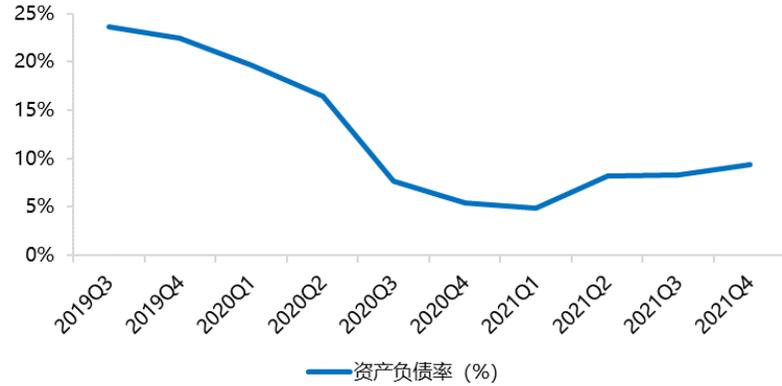
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度资产周转率



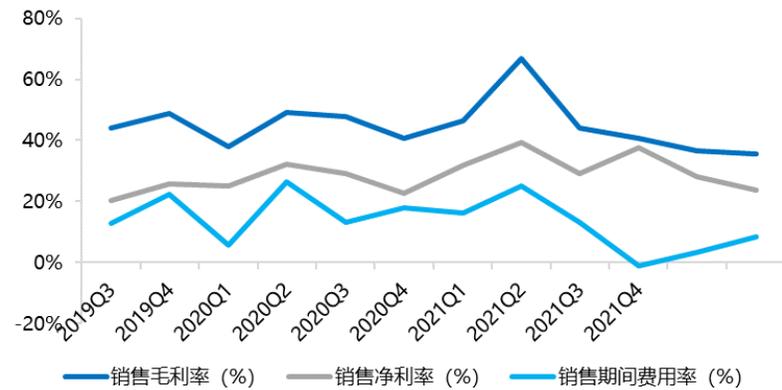
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度资产负债率



资料来源：wind, 国海证券研究所

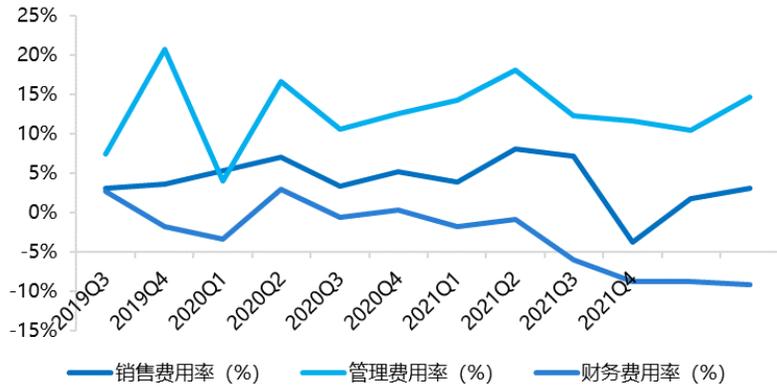
图表：季度毛利率及净利率



资料来源：wind, 国海证券研究所

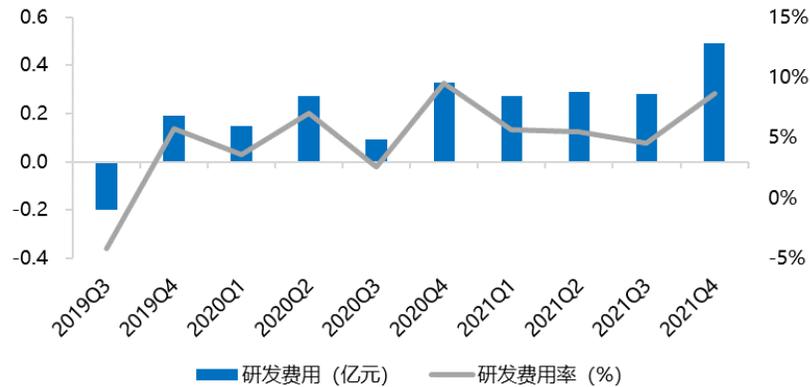
2021Q4研发费用环比增加

图表：季度期间费用率



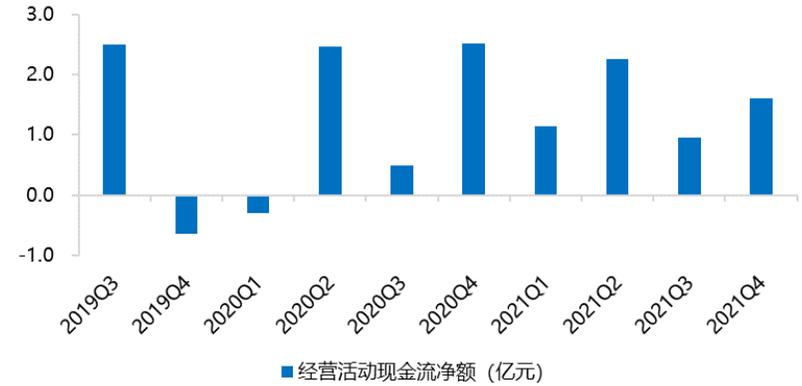
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度研发费用及研发费用率稳定提升



资料来源：wind, 国海证券研究所

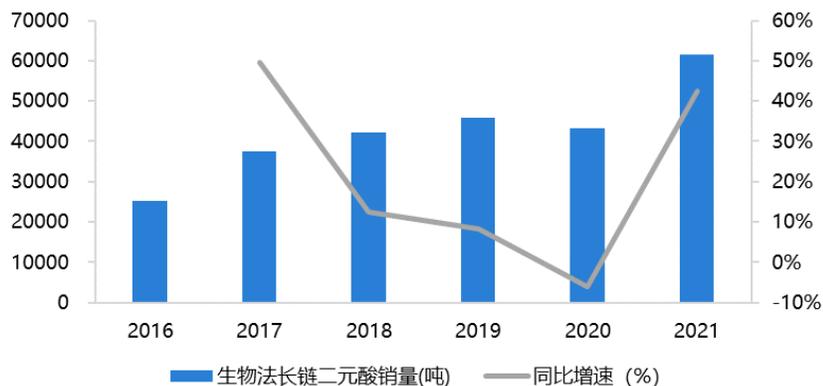
图表：季度经营活动现金流



资料来源：wind, 国海证券研究所

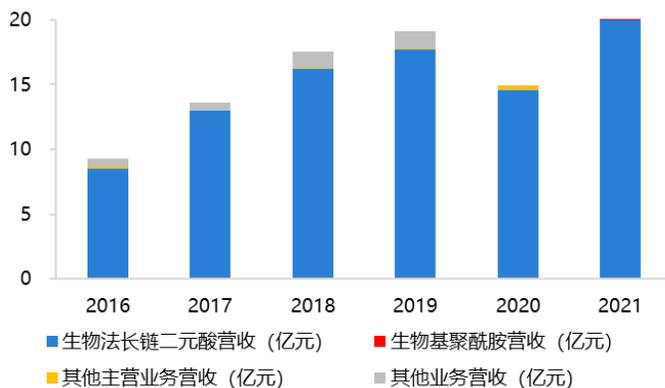
2021年公司主要产品销量提升

图表：公司主要产品销量情况



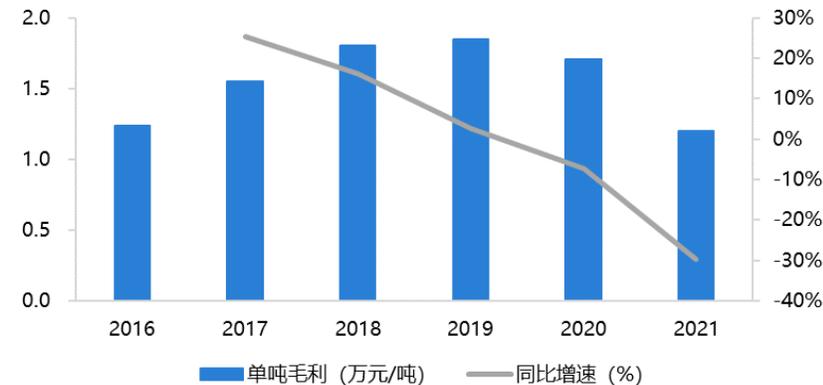
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司主要产品营收情况



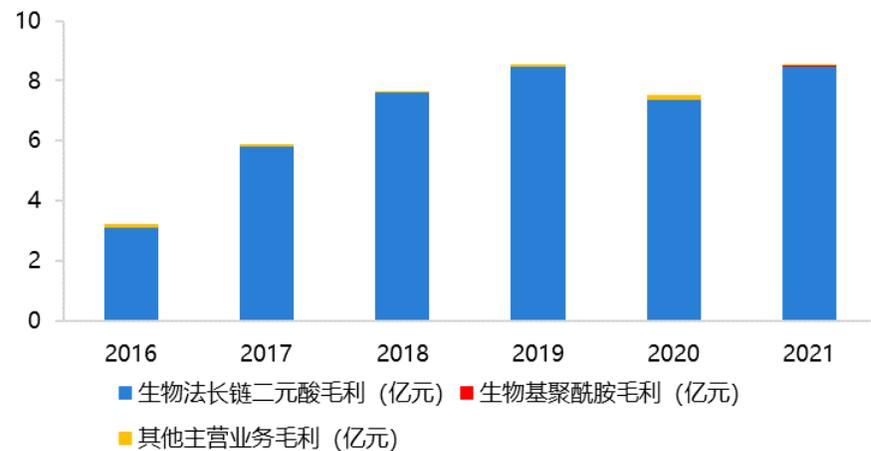
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司产品单吨毛利情况



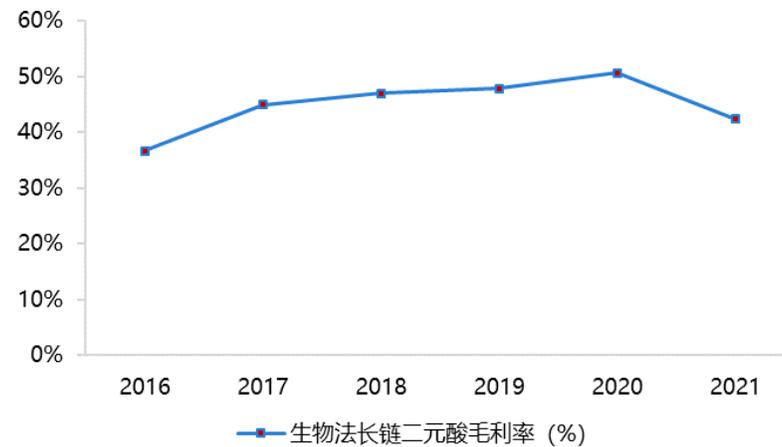
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司主要产品毛利情况



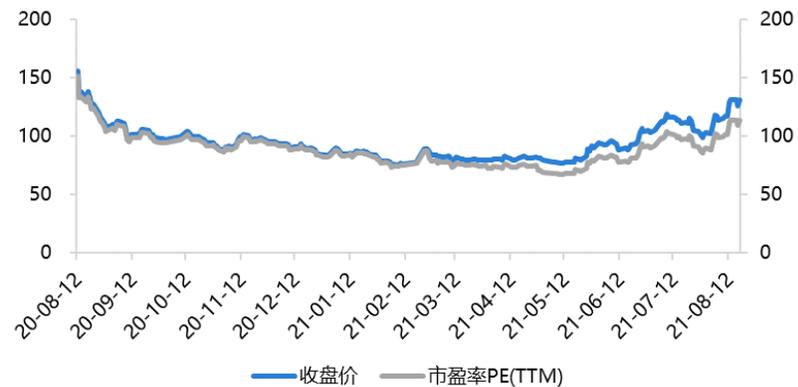
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司主要产品毛利率情况



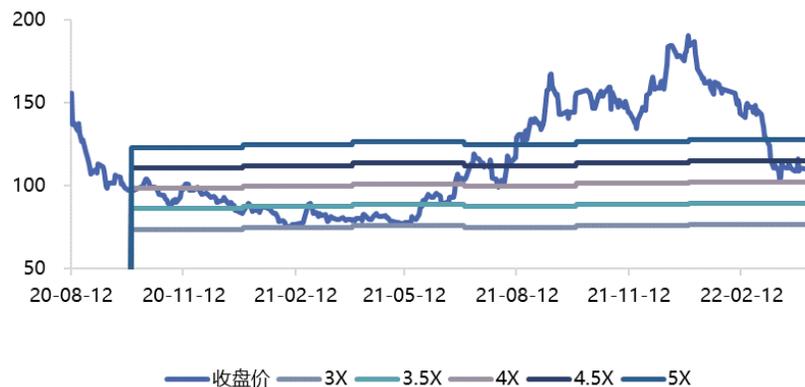
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：收盘价及PE（TTM）



资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：PB-BAND



资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：PE-BAND



资料来源：wind, 国海证券研究所

凯赛生物盈利预测表

证券代码: 688065 股价: 110.07 投资评级: 买入 日期: 2022/04/06

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				每股指标与估值					
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	9629	11245	13465	15758	营业收入	2197	3207	5484	7984	每股指标				
应收款项	271	405	684	1002	营业成本	1340	2005	3509	5259	EPS	1.46	2.08	3.20	4.21
存货净额	1185	1859	3179	4820	营业税金及附加	23	33	56	82	BVPS	25.60	27.67	30.87	35.08
其他流动资产	310	444	516	712	销售费用	42	96	165	240	估值				
流动资产合计	11395	13953	17844	22292	管理费用	134	96	165	240	P/E	126.2	53.0	34.4	26.1
固定资产	2210	1479	243	-947	财务费用	-182	0	0	0	P/B	7.2	4.0	3.6	3.1
在建工程	774	362	-262	-781	其他费用/(-收入)	134	96	219	399	P/S	20.9	14.3	8.4	5.7
无形资产及其他	1766	1651	1479	1335	营业利润	739	975	1503	1978	财务指标				
长期股权投资	53	50	47	44	营业外净收支	1	0	0	0	2021A	2022E	2023E	2024E	
资产总计	16198	17494	19350	21943	利润总额	740	975	1503	1978	盈利能力				
短期借款	744	744	744	744	所得税费用	93	97	150	198	ROE	6%	8%	10%	12%
应付款项	302	669	981	1613	净利润	647	877	1352	1781	毛利率	39%	37%	36%	34%
预收帐款	0	0	0	0	少数股东损益	39	12	19	25	期间费率	0%	6%	6%	6%
其他流动负债	172	224	415	596	归属于母公司净利润	608	865	1333	1755	销售净利率	28%	27%	24%	22%
流动负债合计	1218	1636	2139	2952	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	成长能力				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	经营活动现金流	594	237	154	536	收入增长率	47%	46%	71%	46%
其他长期负债	293	293	293	293	净利润	608	865	1333	1755	利润增长率	33%	42%	54%	32%
长期负债合计	293	293	293	293	少数股东权益	39	12	19	25	营运能力				
负债合计	1511	1929	2432	3245	折旧摊销	172	-84	17	173	总资产周转率	0.14	0.18	0.28	0.36
股本	417	417	417	417	公允价值变动	0	0	0	0	应收账款周转率	8.47	8.21	8.34	8.27
股东权益	14688	15565	16917	18698	营运资金变动	-191	-524	-1168	-1343	存货周转率	1.85	1.73	1.73	1.66
负债和股东权益总计	16198	17494	19350	21943	投资活动现金流	-126	1379	2066	1757	偿债能力				
					资本支出	-1475	1343	2015	1679	资产负债率	9%	11%	13%	15%
					长期投资	0	3	3	3	流动比	9.36	8.53	8.34	7.55
					其他	1348	32	48	75	速动比	8.33	7.34	6.78	5.84
					筹资活动现金流	2987	0	0	0					
					债务融资	743	0	0	0					
					权益融资	2884	0	0	0					
					其它	-640	0	0	0					
					现金净增加额	3446	1616	2220	2293					

化工小组介绍

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年化工行业研究经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理。

分析师承诺

李永磊, 董伯骏, 本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

- 推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
- 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

- 买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
- 增持：相对沪深300 指数涨幅介于10% ~ 20%之间；
- 中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间；
- 卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

心怀家国，洞悉四海

国海化工团队 李永磊 (liy103@ghzq.com.cn)
董伯骏 (dongbj@ghzq.com.cn)
汤永俊 (tangyj03@ghzq.com.cn)



国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755—83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597