

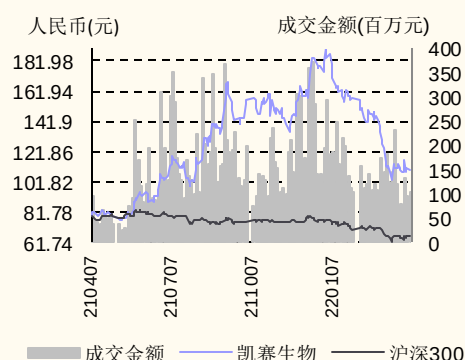
凯赛生物 (688065.SH) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 110.07 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.17
已上市流通 A 股(亿股)	1.70
总市值(亿元)	458.64
年内股价最高最低(元)	191.73/77.57
沪深 300 指数	4264
上证指数	3283



相关报告

- 1.《长链二元酸需求修复，聚酰胺开始贡献收入-【国金化工】公司点评》，2022.3.1
- 2.《业绩符合预期，生物聚酰胺成长空间大-【国金化工】凯赛生物三季报...》，2021.10.31
- 3.《需求回暖，生物基尼龙打开公司盈利空间-【国金化工】凯赛生物半年报...》，2021.8.20
- 4.《业绩回升态势延续，生物基聚酰胺工业化在即-凯赛生物一季报点评》，2021.4.27
- 5.《凯赛生物公司深度更新报告-生物基聚酰胺即将工业化，预计碳减排...》，2021.4.10

陈屹

 分析师 SAC 执业编号: S1130521050001
 chenyl3@gjzq.com.cn

杨翼荣

 分析师 SAC 执业编号: S1130520090002
 yangyirong@gjzq.com.cn

王明辉

 分析师 SAC 执业编号: S1130521080003
 wangmh@gjzq.com.cn

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,497	2,197	3,826	4,790	5,611
营业收入增长率	-21.87%	46.77%	74.10%	25.19%	17.15%
归母净利润(百万元)	458	608	712	874	1,105
归母净利润增长率	-4.43%	32.82%	17.06%	22.89%	26.37%
摊薄每股收益(元)	1.098	1.459	1.708	2.099	2.652
每股经营性现金流净额	1.21	1.40	0.81	1.85	3.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.41%	5.70%	6.27%	7.17%	8.32%
P/E	77.43	126.32	64.45	52.45	41.50
P/B	3.41	7.20	4.04	3.76	3.45

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 4 月 6 日发布 2021 年年报，2021 年实现营业收入 21.97 亿元，同比增长 46.77%；归母净利润 6.08 亿元，同比增长 32.82%。Q4 单季度实现营收 5.65 亿元，同比增长 63.71%，环比下降 8.70%；Q4 单季度实现归母净利润 1.18 亿元，同比下降 13.54%，环比下降 27.92%。

经营分析

- **长链二元酸销量迅速增长，癸二酸项目投产在即。**2021 年公司继续深入挖掘长链二元酸市场，同时叠加疫情缓解带来的需求修复，全年实现销量 6.15 万吨，同比增长 42.5%，受上游原材料涨价和运输费转至营业成本核算的影响，毛利率有所下滑。公司 4 万吨生物法癸二酸项目预计将于 2022 年上半年开始投产试车，届时将进一步扩大公司长链二元酸市场规模。
- **生物基聚酰胺下游应用逐步开拓，山西项目逐步推进。**公司乌苏基地年产 5 万吨生物基戊二胺及 10 万吨生物基聚酰胺项目已于 2021 年中期投产，全年实现营业收入 1.53 亿元，毛利率 3.4%。公司生物基聚酰胺产品已开发了 300 多家客户并开始形成销售，在民用丝、工业丝、无纺布、工程塑料等多个领域逐步开拓。2021 年 1 月，公司山西基地年产 90 万吨生物基聚酰胺项目开工奠基，目前正在设计、土建、设备采购过程中，预计 2023 年后逐步投产。
- **合成生物学符合低碳发展目标，秸秆项目有望进一步打开成长空间。**合成生物学是解决碳减排、碳中和问题的有效途径，经第三方检测，公司的 PA56 单吨碳排放比传统 PA66 或 PA6 少 4-5 吨，生物法癸二酸比化学法癸二酸减碳约 20%。公司开展的秸秆处理和应用于乳酸生产的中试实验进展顺利，后续将在山西推进秸秆的产业化示范，秸秆工艺的突破将有力推动生物化工的进一步普及，为公司进一步发展打开成长空间。

投资建议

- 公司长链二元酸市场持续开拓，癸二酸和聚酰胺项目将逐渐贡献业绩，秸秆工艺的突破将为公司打开成长空间，预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 7.12、8.74、11.05 亿元，EPS 分别为 1.71、2.10、2.65 元，对应 PE 分别为 64.5、52.5、41.5 倍，维持“增持”评级。

风险提示

- 新业务工业化进度不及预期、长链二元酸景气度下行、油价上涨影响公司盈利

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,916	1,497	2,197	3,826	4,790	5,611
增长率		-21.9%	46.8%	74.1%	25.2%	17.2%
主营业务成本	-1,061	-748	-1,340	-2,577	-3,191	-3,576
%销售收入	55.4%	50.0%	61.0%	67.4%	66.6%	63.7%
毛利	855	749	858	1,249	1,599	2,035
%销售收入	44.6%	50.0%	39.0%	32.6%	33.4%	36.3%
营业税金及附加	-18	-15	-23	-40	-50	-59
%销售收入	0.9%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
销售费用	-84	-75	-42	-73	-91	-107
%销售收入	4.4%	5.0%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
管理费用	-132	-120	-134	-210	-263	-309
%销售收入	6.9%	8.0%	6.1%	5.5%	5.5%	5.5%
研发费用	-90	-84	-134	-233	-292	-342
%销售收入	4.7%	5.6%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
息税前利润 (EBIT)	531	455	525	692	902	1,219
%销售收入	27.7%	30.4%	23.9%	18.1%	18.8%	21.7%
财务费用	1	11	182	108	83	32
%销售收入	0.0%	-0.7%	-8.3%	-2.8%	-1.7%	-0.6%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	8	9	0	0	0	0
投资收益	5	19	16	15	15	15
%税前利润	1.0%	3.6%	2.2%	1.8%	1.5%	1.2%
营业利润	589	522	739	840	1,025	1,291
营业利润率	30.7%	34.9%	33.6%	22.0%	21.4%	23.0%
营业外收支	-33	-1	1	0	0	0
税前利润	556	521	740	840	1,025	1,291
利润率	29.0%	34.8%	33.7%	22.0%	21.4%	23.0%
所得税	-77	-63	-93	-101	-123	-155
所得税率	13.9%	12.2%	12.6%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	479	457	647	739	902	1,136
少数股东损益	0	0	39	28	28	31
归属于母公司的净利润	479	458	608	712	874	1,105
净利率	25.0%	30.6%	27.7%	18.6%	18.3%	19.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	479	457	647	739	902	1,136
少数股东损益	0	0	39	28	28	31
非现金支出	118	121	172	241	272	446
非经营收益	-24	3	-44	1	-17	1
营运资金变动	-204	-77	-191	-645	-388	-276
经营活动现金净流	368	503	584	336	769	1,307
资本开支	-509	-763	-1,475	-2,298	-3,433	-3,338
投资	-10	0	0	-2	-3	-2
其他	-688	-434	1,348	15	15	15
投资活动现金净流	-1,207	-1,197	-126	-2,285	-3,421	-3,325
股权募资	1,000	6,661	2,884	0	0	0
债权募资	172	-300	743	-771	32	1,119
其他	-123	-300	-649	-44	-21	-45
筹资活动现金净流	1,049	6,061	2,978	-814	11	1,074
现金净流量	211	5,367	3,436	-2,763	-2,641	-944

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	366	5,710	9,629	6,866	4,225	3,281
应收账款	251	303	282	543	653	765
存货	830	775	1,185	1,906	2,360	2,645
其他流动资产	1,259	1,656	299	334	358	373
流动资产	2,706	8,444	11,395	9,648	7,597	7,065
%总资产	45.2%	69.6%	70.3%	58.4%	43.1%	35.3%
长期投资	60	56	53	55	58	60
固定资产	2,903	2,789	2,984	5,403	8,170	10,766
%总资产	48.5%	23.0%	18.4%	32.7%	46.4%	53.8%
无形资产	241	236	778	1,324	1,716	2,005
非流动资产	3,275	3,691	4,804	6,862	10,028	12,931
%总资产	54.8%	30.4%	29.7%	41.6%	56.9%	64.7%
资产总计	5,982	12,135	16,198	16,510	17,625	19,996
短期借款	220	0	744	23	31	1,139
应付款项	783	374	389	738	915	1,026
其他流动负债	37	61	85	107	132	157
固定负债	1,040	435	1,218	868	1,078	2,322
长期贷款	80	0	0	0	0	0
其他长期负债	220	216	293	243	267	278
负债	1,340	651	1,511	1,111	1,345	2,600
普通股股东权益	4,642	10,385	10,665	11,349	12,203	13,287
其中：股本	375	417	417	417	417	417
未分配利润	784	1,195	1,460	2,151	3,005	4,089
少数股东权益	0	1,100	4,022	4,050	4,078	4,109
负债股东权益合计	5,982	12,135	16,198	16,510	17,625	19,996

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.277	1.098	1.459	1.708	2.099	2.652
每股净资产	12.378	24.922	25.595	27.237	29.286	31.888
每股经营现金净流	0.982	1.208	1.400	0.806	1.845	3.137
每股股利	0.000	0.000	0.800	0.050	0.050	0.050
回报率						
净资产收益率	10.32%	4.41%	5.70%	6.27%	7.17%	8.32%
总资产收益率	8.01%	3.77%	3.75%	4.31%	4.96%	5.53%
投入资本收益率	9.25%	3.48%	2.98%	3.95%	4.87%	5.79%
增长率						
主营业务收入增长率	9.05%	-21.87%	46.77%	74.10%	25.19%	17.15%
EBIT增长率	8.78%	-14.31%	15.56%	31.76%	30.28%	35.16%
净利润增长率	2.70%	-4.43%	32.82%	17.06%	22.89%	26.37%
总资产增长率	23.60%	102.87%	33.48%	1.93%	6.75%	13.45%
资产管理能力						
应收账款周转天数	32.4	41.7	37.2	38.0	38.0	38.0
存货周转天数	236.7	391.4	267.0	270.0	270.0	270.0
应付账款周转天数	288.0	266.6	87.6	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	248.6	287.6	367.1	210.0	171.8	321.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-19.93%	-61.30%	-60.50%	-44.44%	-25.76%	-12.32%
EBIT利息保障倍数	-958.8	-41.6	-2.9	-6.4	-10.8	-37.6
资产负债率	22.40%	5.36%	9.33%	6.73%	7.63%	13.00%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	2	2	7
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.33	1.33	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-10-15	买入	102.73	80.00 ~ 157.00
2	2020-10-26	买入	95.27	N/A
3	2021-04-19	增持	81.96	50.00 ~ 120.00
4	2021-04-27	增持	82.51	N/A
5	2021-08-20	增持	132.87	125.00 ~ 150.00
6	2021-10-31	增持	156.56	25.00 ~ 50.00
7	2022-03-01	增持	143.15	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402