

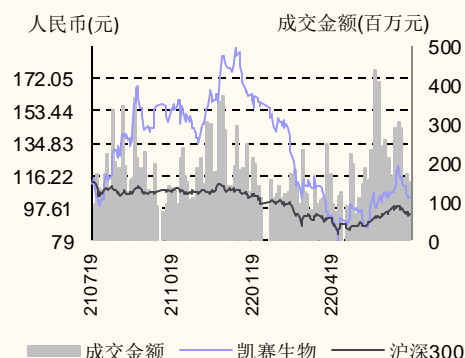
凯赛生物 (688065.SH) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 103.85 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)	432.72
年内股价最高最低(元)	191.73/79.61
沪深 300 指数	4293
上证指数	3278



相关报告

- 《业绩环比改善, 费用管控进一步加强 - 【国金化工】公司一季报点评》, 2022.4.27
- 《长链二元酸迅速增长, 聚酰胺应用逐步开拓 - 【国金化工】公司点评》, 2022.4.7
- 《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
- 《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
- 《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...》, 2021.8.20

陈屹

分析师 SAC 执业编号: S1130521050001
chenyi3@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

推出新一轮股权激励方案, 激励范围大幅增加

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	3,813	4,820	5,651
营业收入增长率	-21.87%	46.77%	73.54%	26.38%	17.26%
归母净利润(百万元)	458	608	711	881	1,135
归母净利润增长率	-4.43%	32.82%	16.95%	23.88%	28.83%
摊薄每股收益(元)	1.098	1.459	1.71	2.11	2.72
每股经营性现金流净额	1.21	1.40	0.82	1.82	3.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.41%	5.70%	6.26%	7.21%	8.52%
P/E	77.43	126.32	60.87	49.13	38.14
P/B	3.41	7.20	3.81	3.54	3.25

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件简评

- 公司 7 月 18 日发布 2022 年限制性股票激励计划 (草案), 首次授予的激励对象包含公司董事、高级管理人员、核心技术人员等 200 人, 占公司员工总数的 9.83%, 拟授予股数 220 万股, 占公司总股本的 0.53%, 其中首次授予 193.5 万股, 占总股本的 0.46%, 授予价格为 80 元/股, 激励计划的公司业绩考核年度为 2022-2025 年。

经营分析

- 推出新一轮股权激励方案, 激励范围大幅增加。2020 年公司推出上市以来首次股权激励计划, 涉及激励对象 58 人, 占公司员工总数的 4.44%, 拟授予股票 50 万股, 占当时公司总股本的 0.12%, 业绩考核年度为 2021-2024 年。此次股权激励计划与前次相比, 激励范围大幅增加, 激励对象增加至 200 人, 激励股票增加至 220 万股, 此次更大规模的股权激励与公司不断扩大的业务规模相一致, 有利于更大范围的激发员工积极性。
- 2022-2024 年的考核目标与前次激励保持一致, 新增了 2025 年的考核目标。此次激励的考核目标分为 A、B 两类, 目标 A 为 2022-2025 年的营业收入或净利润增长率不低于 2020 年对应指标的 69%、120%、186%、243%, 即 22-25 年的营业收入不低于 25.30、32.94、42.82、51.35 亿元, 或归母净利润不低于 7.73、10.07、13.09、15.70 亿元; 目标 B 为 2022-2025 年的营业收入或净利润增长率不低于 2020 年对应指标的 44%、73%、107%、174%, 即 22-25 年的营业收入不低于 21.56、25.90、30.99、41.02 亿元, 或归母净利润不低于 6.59、7.92、9.47、12.54 亿元。

投资建议

- 进入下半年, 公司山西的癸二酸项目将逐步释放业绩, 秸秆示范园区有望落地, 此外, 公司生物基聚酰胺持续开拓新的领域, 在民用丝、工业丝、工程塑料、玻纤/碳纤复合材料等方向均有一定进展, 对山西 90 万吨聚酰胺的应用规划有望进一步明晰, 预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 7.11、8.81、11.35 亿元, EPS 分别为 1.71、2.11、2.72 元, 对应 PE 分别为 60.9、49.1、38.1 倍, 维持“增持”评级。

风险提示

疫情影响产品销售、新业务工业化进度不及预期、原材料价格上涨影响公司盈利

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,916	1,497	2,197	3,813	4,820	5,651	货币资金	366	5,710	9,629	6,871	4,218	3,290
增长率	-21.9%	46.8%	73.5%	26.4%	17.3%		应收账款	251	303	282	541	657	771
主营业务成本	-1,061	-748	-1,340	-2,567	-3,209	-3,577	存货	830	775	1,185	1,899	2,374	2,646
%销售收入	55.4%	50.0%	61.0%	67.3%	66.6%	63.3%	其他流动资产	1,259	1,656	299	333	359	374
毛利	855	749	858	1,246	1,610	2,074	流动资产	2,706	8,444	11,395	9,645	7,608	7,080
%销售收入	44.6%	50.0%	39.0%	32.7%	33.4%	36.7%	%总资产	45.2%	69.6%	70.3%	58.4%	43.1%	35.4%
营业税金及附加	-18	-15	-23	-40	-51	-59	长期投资	60	56	53	55	58	60
%销售收入	0.9%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	2,903	2,789	2,984	5,403	8,170	10,766
销售费用	-84	-75	-42	-72	-92	-107	%总资产	48.5%	23.0%	18.4%	32.7%	46.3%	53.8%
%销售收入	4.4%	5.0%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	无形资产	241	236	778	1,324	1,716	2,005
管理费用	-132	-120	-134	-210	-265	-311	非流动资产	3,275	3,691	4,804	6,862	10,028	12,931
%销售收入	6.9%	8.0%	6.1%	5.5%	5.5%	5.5%	%总资产	54.8%	30.4%	29.7%	41.6%	56.9%	64.6%
研发费用	-90	-84	-134	-233	-294	-345	资产总计	5,982	12,135	16,198	16,507	17,637	20,011
%销售收入	4.7%	5.6%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	短期借款	220	0	744	23	31	1,116
息税前利润 (EBIT)	531	455	525	691	909	1,252	应付款项	783	374	389	736	920	1,026
%销售收入	27.7%	30.4%	23.9%	18.1%	18.9%	22.2%	其他流动负债	37	61	85	106	133	159
财务费用	1	11	182	108	83	33	流动负债	1,040	435	1,218	865	1,084	2,302
%销售收入	0.0%	-0.7%	-8.3%	-2.8%	-1.7%	-0.6%	长期贷款	80	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	220	216	293	243	267	278
公允价值变动收益	8	9	0	0	0	0	负债	1,340	651	1,511	1,108	1,351	2,580
投资收益	5	19	16	15	15	15	普通股股东权益	4,642	10,385	10,665	11,348	12,208	13,322
%税前利润	1.0%	3.6%	2.2%	1.8%	1.5%	1.1%	其中：股本	375	417	417	417	417	417
营业利润	589	522	739	839	1,032	1,325	未分配利润	784	1,195	1,460	2,150	3,010	4,124
%销售收入	30.7%	34.9%	33.6%	22.0%	21.4%	23.4%	少数股东权益	0	1,100	4,022	4,050	4,078	4,109
营业外收支	-33	-1	1	0	0	0	负债股东权益合计	5,982	12,135	16,198	16,507	17,637	20,011
税前利润	556	521	740	839	1,032	1,325	比率分析						
利润率	29.0%	34.8%	33.7%	22.0%	21.4%	23.4%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-77	-63	-93	-101	-124	-159	每股指标						
所得税率	13.9%	12.2%	12.6%	12.0%	12.0%	12.0%	每股收益	1.277	1.098	1.459	1.706	2.114	2.723
净利润	479	457	647	738	908	1,166	每股净资产	12.378	24.922	25.595	27.235	29.299	31.972
少数股东损益	0	0	39	28	28	31	每股经营现金净流	0.982	1.208	1.400	0.820	1.816	3.227
归属于母公司的净利润	479	458	608	711	881	1,135	每股股利	0.000	0.000	0.800	0.050	0.050	0.050
净利率	25.0%	30.6%	27.7%	18.6%	18.3%	20.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	10.32%	4.41%	5.70%	6.26%	7.21%	8.52%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	8.01%	3.77%	3.75%	4.31%	4.99%	5.67%
净利润	479	457	647	738	908	1,166	投入资本收益率	9.25%	3.48%	2.98%	3.95%	4.90%	5.94%
少数股东损益	0	0	39	28	28	31	增长率						
非现金支出	118	121	172	241	272	446	主营业务收入增长率	9.05%	-21.87%	46.77%	73.54%	26.38%	17.26%
非经营收益	-24	3	-44	1	-17	0	EBIT增长率	8.78%	-14.31%	15.56%	31.60%	31.46%	37.74%
营运资金变动	-204	-77	-191	-639	-406	-267	净利润增长率	2.70%	-4.43%	32.82%	16.95%	23.88%	28.83%
经营活动现金净流	368	503	584	342	757	1,345	总资产增长率	23.60%	102.87%	33.48%	1.90%	6.85%	13.46%
资本开支	-509	-763	-1,475	-2,298	-3,433	-3,338	资产管理能力						
投资	-10	0	0	-2	-3	-2	应收账款周转天数	32.4	41.7	37.2	38.0	38.0	38.0
其他	-688	-434	1,348	15	15	15	存货周转天数	236.7	391.4	267.0	270.0	270.0	270.0
投资活动现金净流	-1,207	-1,197	-126	-2,285	-3,421	-3,325	应付账款周转天数	288.0	266.6	87.6	90.0	90.0	90.0
股权募资	1,000	6,661	2,884	0	0	0	固定资产周转天数	248.6	287.6	367.1	210.7	170.7	318.9
债权募资	172	-300	743	-771	32	1,096	偿债能力						
其他	-123	-300	-649	-44	-21	-44	净负债/股东权益	-19.93%	-61.30%	-60.50%	-44.48%	-25.71%	-12.47%
筹资活动现金净流	1,049	6,061	2,978	-814	11	1,052	EBIT利息保障倍数	-958.8	-41.6	-2.9	-6.4	-10.9	-38.1
现金净流量	211	5,367	3,436	-2,757	-2,653	-928	资产负债率	22.40%	5.36%	9.33%	6.71%	7.66%	12.89%

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	3	3	10	15
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.09	1.00

来源：聚源数据

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-10-26	买入	95.27	N/A
2	2021-04-19	增持	81.96	50.00 ~ 120.00
3	2021-04-27	增持	82.51	N/A
4	2021-08-20	增持	132.87	125.00 ~ 150.00
5	2021-10-31	增持	156.56	25.00 ~ 50.00
6	2022-03-01	增持	143.15	N/A
7	2022-04-07	增持	110.07	N/A
8	2022-04-27	增持	79.00	N/A

来源：国金证券研究所



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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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，而不应对本报告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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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