

投资评级 优于大市 维持

积极开拓下游，高研发投入积累增长潜能

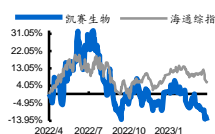
股票数据

04月28日收盘价(元)	53.15
52周股价波动(元)	51.01-125.49
总股本/流通A股(百万股)	583/264
总市值/流通市值(百万元)	31001/14009

相关研究

《加强研发投入，深化客户合作》2022.08.20
 《聚酰胺生产线投产，有望成为新的增长点》
 2022.03.14

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-18.5	-18.6	-19.4
相对涨幅(%)	-19.3	-17.6	-15.7

资料来源：海通证券研究所

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@haitong.com

证书:S0850511010010

分析师:朱建军

Tel:(021)23154143

Email:zjj10419@haitong.com

证书:S0850517070005

分析师:胡歆

Tel:(021)23154505

Email:hx11853@haitong.com

证书:S0850519080001

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@haitong.com

证书:S0850515040001

联系人:张海榕

Tel:(021)23219635

Email:zhr14674@haitong.com

证书:S0850122070051

投资要点:

- 公司发布2022年年报。**凯赛生物2022年营业收入为24.4亿元(同比+3.3%)，归母净利润为5.53亿元(同比-7.0%)。分季度看，公司2022Q4营业收入为6.03亿元(同比-1.04%)；归母净利润为0.67(同比-43.2%)。
- 研发投入持续提升，积累增长潜能。**2022年公司研发投入合计1.88亿元，同比增长40.6%，大力投入生物法制造长链二元酸、生物基戊二胺、生物基聚酰胺等产品的技术开发和产业化，其中公司自主研发的微生物代谢调控和微生物高效转化技术利用高通量构建筛选平台、采用酶定向进化等手段，获得高产癸二酸和月桂二酸的菌株，发酵效率进一步提高10%以上。
- 二元酸：癸二酸项目建成投产，优势地位进一步巩固。**公司4万吨/年生物法癸二酸建设项目已于2022Q3在凯赛太原生产基地建成并开始试生产，该项目产业化保障了癸二酸安全稳定供应，有利于提高下游产品质量，进一步扩大了公司在长链二元酸产业的市场规模。2022年公司长链二元酸产品营收21亿元，同比增长5.02%。
- 聚酰胺：延伸下游应用，开拓市场空间。**2022年公司积极开发连续纤维增强型生物基聚酰胺复合材料、聚酰胺发泡/蜂窝材料等各类应用材料，开拓生物基聚酰胺产品在交运物流、新能源装备、建筑装饰等领域大场景的应用，促进生物基聚酰胺系列产品的销售推广，为后续规模商业化奠定了良好的基础。
- 关键技术开发进展顺利，项目增量有望兑现。**生物基聚酰胺方面，公司连续纤维增强型生物基聚酰胺复合材料的应用开发已进入样品试制阶段，未来在国内能源结构不断优化以及低碳经济快速发展背景下，项目产品前景广阔。**绿色低碳方面**，公司在山西合成生物产业园建设年产1万吨的秸秆制乳酸试验项目进展顺利，有望在降低产品生产成本的同时，解决生物废弃物再利用、秸秆高附加值利用等难题。
- 盈利预测和投资建议。**我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为6.40亿元、7.87亿元和9.42亿元，EPS分别为1.10、1.35、1.62元，2023年BPS为19.87元。参考可比公司估值，我们给予其2023年57-60倍PE(对应2023年3.16-3.32倍PB)，对应合理价值区间62.70-66.00元，维持“优于大市”评级。
- 风险提示。**产品价格大幅波动；项目投产进度不达预期等。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2197	2441	2787	3325	3734
(+/-)YoY(%)	46.8%	11.1%	14.2%	19.3%	12.3%
净利润(百万元)	595	553	640	787	942
(+/-)YoY(%)	29.9%	-7.0%	15.7%	22.9%	19.8%
全面摊薄EPS(元)	1.02	0.95	1.10	1.35	1.62
毛利率(%)	39.0%	35.2%	39.4%	40.1%	42.0%
净资产收益率(%)	5.6%	5.1%	5.5%	6.4%	7.1%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 分业务盈利预测 (万元)

业务	项目	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
DC 单体	营业收入	146228	162169	134616	184395	188671	225871	264101	290625
	营业成本	79051	86194	67580	108112	116771	128539	156199	172382
	毛利润	67178	75975	67037	76283	71899	97332	107903	118243
	毛利率	46%	47%	50%	41%	38%	43%	41%	41%
混合酸	营业收入	15827	14937	11110	15218	20963	25097	29345	32292
	营业成本	6919	6286	4383	7011	7573	10176	12006	12656
	毛利润	8908	8652	6728	8207	13391	14921	17339	19635
	毛利率	56%	58%	61%	54%	64%	59%	59%	61%
生物基聚酰胺	营业收入				15261	23116	20946	31419	41892
	营业成本				14739	24811	24811	24811	24811
	毛利润				521	-1696	-3866	6607	17080
	毛利率				3%	-7%	-18%	21%	41%
其他	营业收入	13656	14513	3993	4871	11361	6742	7658	8587
	营业成本	13220	13625	2877	4124	8929	5288	6169	6800
	毛利润	436	889	1116	747	2432	1454	1489	1786
	毛利率	3%	6%	28%	15%	21%	22%	19%	21%
合计	营业收入	175712	191620	149719	219746	244110	278655	332523	373395
	营业成本	99190	106104	74839	133986	158084	168814	199185	216651
	毛利润	76522	85516	74880	85759	86026	109842	133338	156745
	毛利率	44%	45%	50%	39%	35%	39%	40%	42%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

	全面摊薄 EPS (元)			2022E	PE	2024E	PB
	2022E	2023E	2024E				
华熙生物	2.65	3.40	4.19	37.44	29.21	23.70	6.19
三友医疗	1.04	1.37	1.61	30.76	23.33	19.93	3.50
均值				34.10	26.27	21.82	4.85

注: 收盘价为 2022 年 4 月 28 日价格, EPS 为 wind 一致预期

资料来源: wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	2441	2787	3325	3734
每股收益	0.95	1.10	1.35	1.62	营业成本	1581	1688	1992	2167
每股净资产	18.77	19.87	21.22	22.83	毛利率%	35.2%	39.4%	40.1%	42.0%
每股经营现金流	1.38	1.23	1.27	2.12	营业税金及附加	25	25	30	34
每股股利	0.18	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
价值评估 (倍)					营业费用	45	42	50	56
P/E	59.77	51.66	42.03	35.10	营业费用率%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%
P/B	3.02	2.85	2.67	2.48	管理费用	189	192	229	258
P/S	13.55	11.87	9.94	8.86	管理费用率%	7.7%	6.9%	6.9%	6.9%
EV/EBITDA	44.54	31.14	25.80	21.48	EBIT	417	761	931	1116
股息率%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-295	4	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-12.1%	0.1%	0.0%	0.0%
毛利率	35.2%	39.4%	40.1%	42.0%	资产减值损失	-30	0	0	0
净利润率	22.7%	23.0%	23.7%	25.2%	投资收益	-4	8	9	10
净资产收益率	5.1%	5.5%	6.4%	7.1%	营业利润	708	765	940	1126
资产回报率	3.1%	3.6%	4.0%	4.8%	营业外收支	-12	0	0	0
投资回报率	2.3%	4.1%	4.7%	5.4%	利润总额	696	765	940	1126
盈利增长 (%)					EBITDA	687	899	1094	1317
营业收入增长率	11.1%	14.2%	19.3%	12.3%	所得税	83	84	103	124
EBIT 增长率	-20.6%	82.6%	22.3%	19.8%	有效所得税率%	12.0%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润增长率	-7.0%	15.7%	22.9%	19.8%	少数股东损益	59	41	50	60
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	553	640	787	942
资产负债率	15.6%	11.0%	15.1%	10.9%					
流动比率	5.95	13.22	5.50	9.86	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	4.75	11.17	4.11	7.99	货币资金	6295	6040	5811	5745
现金比率	4.42	10.47	3.70	7.31	应收账款及应收票据	439	366	595	484
经营效率指标					存货	1574	1052	2046	1324
应收账款周转天数	47.91	48.00	48.00	48.00	其它流动资产	168	172	194	199
存货周转天数	314.12	280.00	280.00	280.00	流动资产合计	8475	7630	8645	7752
总资产周转率	0.14	0.16	0.18	0.19	长期股权投资	50	50	50	50
固定资产周转率	0.85	0.68	0.61	0.52	固定资产	3506	4751	6220	8049
					在建工程	3164	2565	1886	1096
					无形资产	778	811	838	907
					非流动资产合计	9352	10031	10847	11957
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	17827	17661	19493	19709
净利润	553	640	787	942	短期借款	161	0	0	0
少数股东损益	59	41	50	60	应付票据及应付账款	1060	359	1315	506
非现金支出	306	138	163	201	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-95	-4	-9	-10	其它流动负债	203	218	257	280
营运资金变动	-20	-95	-250	41	流动负债合计	1424	577	1572	786
经营活动现金流	804	720	741	1234	长期借款	961	961	961	961
资产	-4198	-816	-980	-1311	其它长期负债	404	404	404	404
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	1365	1365	1365	1365
其他	0	8	9	10	负债总计	2789	1942	2937	2151
投资活动现金流	-4198	-809	-970	-1300	实收资本	583	583	583	583
债权募资	386	-161	0	0	归属于母公司所有者权益	10949	11589	12376	13318
股权募资	11	0	0	0	少数股东权益	4089	4130	4180	4240
其他	7	-4	0	0	负债和所有者权益合计	17827	17661	19493	19709
融资活动现金流	404	-166	0	0					
现金净流量	-2931	-254	-230	-66					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

邓勇 石油化工行业
朱军军 石油化工行业
胡歆 石油化工行业
刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,湘潭电化,百傲化学,华光新材,东华能源,上海石化,东方盛虹,鲁西化工,巨化股份,卓越新能,赛轮轮胎,桐昆股份,和邦生物,广汇能源,永东股份,华润材料,维远股份,中国石化,元利科技,新凤鸣,永和股份,中油工程,泰和新材,嘉化能源,华锦股份,聚合顺,松井股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。