

2022年10月31日

公司研究

评级: 买入(维持)

研究所
证券分析师: 李永磊 S0350521080004
liy103@ghzq.com.cn
证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
dongbj@ghzq.com.cn

癸二酸项目投产, 秸秆制乳酸项目顺利推进 ——凯赛生物(688065) 三季度报点评

最近一年走势



相对沪深300表现		2022/10/28		
表现	1M	3M	12M	
凯赛生物	3.3%	-24.3%	-40.5%	
沪深300	-7.5%	-16.2%	-27.2%	

市场数据		2022/10/28
当前价格(元)		61.77
52周价格区间(元)		55.73-191.99
总市值(百万)		36,029.09
流通市值(百万)		16,280.70
总股本(万股)		58,327.82
流通股本(万股)		26,356.97
日均成交额(百万)		102.23
近一月换手(%)		9.39

《——凯赛生物(688065) 2022年一季报点评: 乌苏聚酰胺放量, 助力营收利润增长(买入)*化工*李永磊, 董伯骏》——2022-04-27

《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(买入)*化工*董伯骏, 李永磊》——2022-04-07

事件:

2022年10月26日, 凯赛生物发布三季度业绩公告: 2022年前三季度实现营业收入18.38亿元, 同比+4.79%; 实现归母净利润4.86亿元, 同比+2.15%; 实现扣非归母净利润4.74亿元, 同比+4.55%; 加权平均净资产收益率为4.54%, 同比增加0.03个百分点。销售毛利率35.42%, 同比减少1.09个百分点; 销售净利率28.88%, 同比增加0.42个百分点。财务费用为-2.82亿元, 上年同期为-1.3亿元。

2022Q3实现营业收入5.49亿元, 同比-11.26%, 环比-12.55%; 实现归母净利润1.50亿元, 同比-8.47%, 环比-7.52%; 实现扣非归母净利润1.38亿元, 同比-14.12%, 环比-17.34%; 净资产收益率为1.41%, 同比减少0.14个百分点, 环比减少0.09个百分点。销售毛利率为36.25%, 同比减少0.45个百分点, 环比增加2.26个百分点; 销售净利率为29.60%, 同比增加1.48个百分点, 环比增加1.40个百分点。

投资要点:

■ 三季度业绩环比下降, 毛利率环比提升

2022Q3实现营业收入5.49亿元, 同比-11.26%, 环比-12.55%; 实现归母净利润1.50亿元, 同比-8.47%, 环比-7.52%; 实现扣非归母净利润1.38亿元, 同比-14.12%, 环比-17.34%; 净资产收益率为1.41%, 同比减少0.14个百分点, 环比减少0.09个百分点。销售毛利率为36.25%, 同比减少0.45个百分点, 环比增加2.26个百分点; 销售净利率为29.60%, 同比增加1.48个百分点, 环比增加1.40个百分点。三季度业绩环比下滑来自于两方面影响: 一是受疫情影响, 对公司的生产产生不利影响; 二是公司产品下游涉及香精香料、热熔胶等产品, 三季度需求下滑, 从而影响公司业绩。展望四季度, 下游需求有望好转, 同时公司癸二酸项目投产, 公司盈利情况有望改善。

图 1: 公司分板块数据追踪

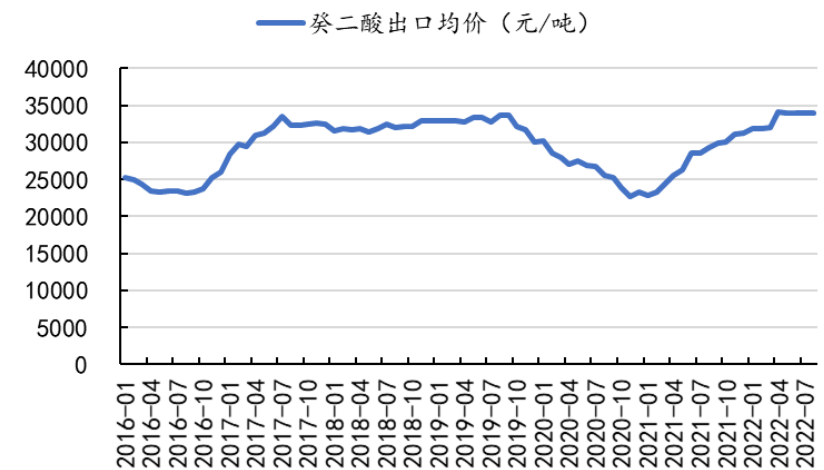
	2020	2021	2022H1	2022Q3
生物法长链二元酸销量 (吨)	43138	61471		
生物法长链二元酸营收 (亿元)	14.57	19.96	10.80	
生物法长链二元酸成本 (亿元)	7.20	11.51		
生物法长链二元酸均价 (万元/吨)	3.38	3.25		
生物法长链二元酸毛利率	50.61%	42.32%		
生物基聚酰胺销量 (吨)		7387		
生物基聚酰胺营收 (亿元)		1.53	1.35	
生物基聚酰胺成本 (亿元)		1.47		
生物基聚酰胺均价 (万元/吨)		2.07		
生物基聚酰胺毛利率		3.67%		
营业收入 (亿元)	14.97	23.63	12.89	5.49
营业成本 (亿元)	7.48	15.21	8.37	3.50
毛利率	50.01%	35.63%	35.07%	36.25%
毛利润 (亿元)	7.49	8.42	4.52	1.99
净利率	30.55%	27.36%	28.58%	29.60%
净利润 (亿元)	4.57	6.47	3.68	1.62

资料来源: wind, 公司公告, 国海证券研究所

■ 癸二酸项目投产, 四季度有望贡献增量

位于山西太原产业园的 4 万吨/年生物法癸二酸项目于 9 月底完成调试, 生产线试生产产品已经获得国内聚合应用客户的认可, 国际客户正在验收过程中, 这是癸二酸首次实现生物法大规模产业化。癸二酸出口价格近期维持高位, 项目投产后, 四季度有望贡献业绩增量。

图 2: 癸二酸出口均价



资料来源: 海关统计局, 国海证券研究所

■ **太原产业园聚酰胺项目建设中，公司积极拓展下游应用**

年产 50 万吨生物基戊二胺及年产 90 万吨生物基聚酰胺项目正在建设过程中，生物制造过程条件温和，节能减碳，因此，生物基材料有望做到零碳甚至负碳，对降低碳排放有显著作用。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。园区内中材科技计划建设年产 30 万吨高性能玻璃纤维智能制造生产线项目，有望形成产业链协同效应。

■ **大力推进秸秆制乳酸技术研究，推动生物废弃物再利用**

在生物基聚酰胺应用开发投入的同时，公司积极探索绿色、环保的可持续发展方向，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实验和万吨级示范线的建设，进展顺利。

■ **盈利预测和投资评级**

考虑到下游需求受到疫情影响有所下滑，我们调低本次盈利预期，预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 6.79、9.72、12.23 亿元，对应 PE 为 53、37、29 倍，考虑到公司为合成生物学龙头，技术壁垒较高，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。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2197	2585	3930	5828
增长率 (%)	47	18	52	48
归母净利润 (百万元)	608	679	972	1223
增长率 (%)	33	12	43	26
摊薄每股收益 (元)	1.46	1.16	1.67	2.10
ROE (%)	6	6	8	9
P/E	126.22	53.03	37.07	29.46
P/B	7.20	3.20	2.94	2.68
P/S	34.94	13.94	9.17	6.18
EV/EBITDA	95.30	31.74	21.64	18.27

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：凯赛生物盈利预测表

证券代码:	688065				股价:	61.77				投资评级:	买入				日期:	2022/10/28			
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E										
盈利能力					每股指标														
ROE	6%	6%	8%	9%	EPS	1.46	1.16	1.67	2.10										
毛利率	39%	35%	36%	32%	BVPS	25.60	19.29	20.98	23.08										
期间费率	0%	1%	3%	4%	估值														
销售净利率	28%	26%	25%	21%	P/E	126.22	53.03	37.07	29.46										
成长能力					P/B	7.20	3.20	2.94	2.68										
收入增长率	47%	18%	52%	48%	P/S	34.94	13.94	9.17	6.18										
利润增长率	33%	12%	43%	26%															
营运能力					利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E										
总资产周转率	0.14	0.14	0.20	0.27	营业收入	2197	2585	3930	5828										
应收账款周转率	8.47	8.21	8.34	8.27	营业成本	1340	1677	2533	3958										
存货周转率	1.85	1.66	1.71	1.61	营业税金及附加	23	26	40	60										
偿债能力					销售费用	42	49	75	111										
资产负债率	9%	15%	16%	18%	管理费用	134	116	177	262										
流动比	9.36	6.95	6.53	5.03	财务费用	-182	-144	-135	-123										
速动比	8.33	5.95	5.15	3.45	其他费用/(-收入)	134	155	228	338										
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	营业利润	739	781	1107	1378										
现金及现金等价物	9629	9003	8216	7148	营业外净收支	1	-15	-11	0										
应收款项	271	327	490	732	利润总额	740	766	1095	1378										
存货净额	1185	1555	2294	3627	所得税费用	93	77	110	138										
其他流动资产	310	405	436	587	净利润	647	689	986	1241										
流动资产合计	11395	11290	11437	12094	少数股东损益	39	10	14	18										
固定资产	2210	2804	3558	4154	归属于母公司净利润	608	679	972	1223										
在建工程	774	1870	1840	2296	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E										
无形资产及其他	1766	2035	2439	2776	经营活动现金流	594	900	633	674										
长期股权投资	53	50	47	44	净利润	608	679	972	1223										
资产总计	16198	18049	19322	21364	少数股东权益	39	10	14	18										
短期借款	744	744	744	744	折旧摊销	172	337	477	562										
应付款项	302	695	708	1214	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-191	-115	-807	-1074										
其他流动负债	172	186	299	445	投资活动现金流	-126	-2282	-1579	-1893										
流动负债合计	1218	1624	1751	2403	资本支出	-1475	-2311	-1616	-1950										
长期借款及应付债券	0	730	730	730	长期投资	0	3	3	3										
其他长期负债	293	412	559	705	其他	1348	26	34	54										
长期负债合计	293	1143	1289	1436	筹资活动现金流	2987	755	160	150										
负债合计	1511	2767	3040	3838	债务融资	743	730	0	0										
股本	417	583	583	583	权益融资	2884	0	0	0										
股东权益	14688	15282	16281	17526	其它	-640	25	160	150										
负债和股东权益总计	16198	18049	19322	21364	现金净增加额	3446	-626	-786	-1069										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【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年半化工行业研究经验。

陈云，香港科技大学工程企业管理硕士，化工行业研究助理，3年金融企业数据分析经验

刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

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，1年半化工行业研究经验。

【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。