

凯伦股份 (300715)

2023年半年报点评: 经销渠道业务快速增长, 防水涂料毛利率修复显著

增持 (维持)

2023年08月30日

证券分析师 黄诗涛

执业证书: S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书: S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 任婕

执业证书: S0600522070003

renj@dwzq.com.cn

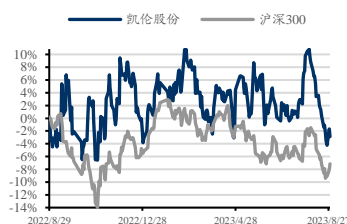
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	2,128	2,801	3,475	4,163
同比	-18%	32%	24%	20%
归属母公司净利润 (百万元)	-159	143	239	349
同比	-321%	190%	67%	46%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	-0.41	0.37	0.62	0.91
P/E (现价&最新股本摊薄)	-	36.10	21.59	14.78

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **事件: 公司发布 2023 年半年报。**2023H1 公司实现营收 13.07 亿元, 同比+41.89%; 归母净利 5520 万元, 同比+156.54%。其中, 单 Q2 实现营收 8.00 亿元, 同比+34.32%; 归母净利 2083 万元, 同比+61.11%。
- **经销渠道加快开拓, 收入端逐步修复。**分产品看, 23H1 防水卷材实现营收 8.32 亿元, 同比增长 36.13%; 防水涂料营收 3.17 亿元, 同比增长 39.17%。公司积极推动渠道结构优化, 继续大力发展经销商模式, 通过渠道下沉, 增加区域销售资源, 大力拓展工业建筑、市政建筑、民用建筑广阔市场。
- **防水涂料毛利率显著修复, 研发投入持续增加。**分产品看, 23H1 防水卷材毛利率 26.50%, 同比变动-1.54pct; 23H1 防水涂料毛利率 31.85%, 同比变动+12.38pct。期间费用率方面, 23H1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比变动+1.35/-5.12/+0.23/+1.93pct, 其中管理费用率下降主要系去年同期股权激励股份支付所致; 财务费用率增加主要系 23H1 利息支出增加而利息收入减少所致。23H1 公司继续加大研发投入, 提升现有产品性能质量、扩充品类, 拓展高分子防水材料应用场景。此外, 23H1 公司计提信用减值损失 3087 万元。
- **经营性现金流同比显著改善。**23H1 公司经营活动产生的现金流量净额为-7761 万元, 同比增长 76.39%, 主要系 23H1 公司应收款项收回增加所致。1) 收现比: 23H1 公司收现比 97.91%, 同比变动-3.1pct, 23H1 末公司应收账款及应收票据余额 21.19 亿元, 同比增长 3.75%, 远低于收入增速。2) 付现比: 23H1 公司付现比 112.74%, 同比变动-23.74pct。23H1 末公司存货余额 2.06 亿元, 同比下降 28.04%; 应付账款及应付票据余额 8.86 亿元, 同比增加 9.65%。
- **盈利预测与投资评级:**公司在高分子防水卷材上差异化竞争, 不断加大研发投入提升技术实力, 随着防水标准提高, 高分子防水卷材持续渗透, 产品需求占比有较大提升空间。考虑到下游需求回暖及公司经销渠道开拓力度, 我们维持预计公司 2023-2025 年归母净利润的预测为 1.43/2.39/3.49 亿元, 对应 2023-2025 年 EPS 分别为 0.37/0.62/0.91 元, 当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 36X/22X/15X, 维持“增持”评级。
- **风险提示:**房地产行业波动的风险; 原材料价格剧烈波动的风险; 行业竞争加剧风险; 应收账款风险; 股权质押风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.48
一年最低/最高价	12.55/16.31
市净率(倍)	2.14
流通 A 股市值(百万元)	3,759.72
总市值(百万元)	5,188.58

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.29
资产负债率(% ,LF)	63.15
总股本(百万股)	384.91
流通 A 股(百万股)	278.91

相关研究

《凯伦股份(300715): 2022 年报及 2023 年一季报点评: 经销渠道快速扩张, 23Q1 毛利率水平改善》

2023-04-29

《凯伦股份(300715): 2022 年三季报点评: Q3 经营承压, 防水新规出台利好行业发展》

2022-10-27

凯伦股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,239	4,728	5,255	5,888	营业总收入	2,128	2,801	3,475	4,163
货币资金及交易性金融资产	1,620	1,586	1,410	1,536	营业成本(含金融类)	1,713	2,098	2,590	3,092
经营性应收款项	2,030	2,456	3,019	3,366	税金及附加	14	17	21	25
存货	143	276	341	407	销售费用	168	171	191	221
合同资产	107	84	104	125	管理费用	136	146	170	183
其他流动资产	338	325	382	454	研发费用	131	140	153	167
非流动资产	1,903	2,176	2,340	2,470	财务费用	23	100	110	114
长期股权投资	9	9	9	9	加:其他收益	28	45	49	54
固定资产及使用权资产	1,023	1,252	1,395	1,504	投资净收益	0	-1	-1	-1
在建工程	344	355	348	342	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	149	182	209	237	减值损失	-157	-10	-15	-18
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	-186	164	272	397
其他非流动资产	378	378	378	378	营业外净收支	-3	-2	-2	-2
资产总计	6,142	6,903	7,595	8,357	利润总额	-189	162	271	396
流动负债	2,652	2,919	3,319	3,670	减:所得税	-28	18	30	44
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,369	1,369	1,369	1,369	净利润	-161	144	241	352
经营性应付款项	878	948	1,241	1,482	减:少数股东损益	-2	1	2	4
合同负债	104	105	129	155	归属母公司净利润	-159	143	239	349
其他流动负债	301	497	580	664	每股收益-最新股本摊薄(元)	-0.41	0.37	0.62	0.91
非流动负债	1,123	1,473	1,523	1,583	EBIT	-133	229	350	476
长期借款	1,063	1,413	1,463	1,523	EBITDA	-49	391	546	705
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	19.49	25.09	25.47	25.72
租赁负债	4	4	4	4	归母净利率(%)	-7.47	5.10	6.87	8.38
其他非流动负债	56	56	56	56	收入增长率(%)	-17.72	31.66	24.05	19.81
负债合计	3,775	4,392	4,842	5,252	归母净利润增长率(%)	-321.09	189.77	67.23	46.10
归属母公司股东权益	2,365	2,508	2,746	3,095					
少数股东权益	2	4	6	10					
所有者权益合计	2,367	2,512	2,753	3,105					
负债和股东权益	6,142	6,903	7,595	8,357					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	46	206	302	598	每股净资产(元)	6.14	6.51	7.14	8.04
投资活动现金流	-645	-437	-362	-362	最新发行在外股份(百万股)	385	385	385	385
筹资活动现金流	672	197	-116	-110	ROIC(%)	-2.53	4.04	5.72	7.31
现金净增加额	78	-34	-177	126	ROE-摊薄(%)	-6.72	5.69	8.69	11.27
折旧和摊销	84	162	196	230	资产负债率(%)	61.46	63.62	63.76	62.85
资本开支	-605	-437	-362	-362	P/E (现价&最新股本摊薄)	-	36.10	21.59	14.78
营运资本变动	-95	-475	-345	-185	P/B (现价)	2.18	2.06	1.88	1.67

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>