

# 凯伦股份 (300715.SZ)

## 业绩持续高速增长，静待经营质量改善

**事件：公司发布 2020 年年报。**公司实现营收 20.08 亿元，同比+72.33%；归母净利润 2.79 亿元，同比+105.66%；扣非后归母净利 2.59 亿元，同比+98.72%。

**高分子持续渗透，业绩快速放量，渠道加快开拓：**公司防水卷材实现营收 15.83 亿元，同比+60.74%；防水涂料实现营收 3.43 亿元，同比+145.11%。直销方面，公司与 50 多家地产品牌达成战略合作；经销方面，公司已与 500 多家经销商达成合作共赢关系，未来两年经销商队伍计划扩大到 1000 家。

**毛利率同比提升显著，管理费用率下降，销售及研发费用率有所提升。**公司实现毛利率 43.20%，较去年同期提升 4.12pct。分产品看，防水卷材实现毛利率 44.69%，同比提升 4.8pct，预计主要受益于原材料价格下降以及高分子产品的渗透率的持续提升；防水涂料毛利率 38.75%，同比提升 0.49pct。期内公司期间费用率 23.97%，较上年同期提升 1.76pct。其中，销售费用率 13.65%，同比提升 2.27pct，主要系报告期内公司加大宣传力度以及经销渠道拓展力度致广告宣传促销费增长明显；研发费用率 5.28%，同比变动 +0.96pct，公司积极提升现有产品性能，加大新产品研发以满足市场需求，报告期内研发投入 10,591.60 万元，同比增长 110.45%。管理费用率 3.73%，同比降低 0.97pct，公司规模效应及管理提效逐步显现。

**经营性现金流短期承压，收现比有所下降。**公司期内经营性活动现金流量净额为 -1.11 亿元，去年同期为 -4647 万元，较去年同期下降 139.61%，主要系报告期内公司应收账款增加及采购付款支出增加等所致。期末公司应收票据和应收账款总额 15.52 亿元，应收账款余额 8.63 亿元（去年同期 6.07 亿元），应收票据 6.88 亿元，期内公司收现比 65.34%，同比下降 5.87pct；付现比 91.69%，同比提升 1.4pct。期末公司资产负债率 61.58%，同比提升 13.23pct，随着后续公司定增融资到位，业务快速扩张及产能增加所带来的资金压力有望得到缓解。

**投资建议：**公司在高分子防水卷材和聚氨酯涂料产品上积累并形成了行业领先的技术优势和品牌影响力，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。近年来持续加大产能投放和渠道扩张，特别是地产集采业务快速放量，不断拓展市场份额，定增 15 亿补流+限制性股票激励增强实力提振信心，助力公司持续快速增长。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 4.45、6.41 和 9.05 亿元，对应 EPS 分别为 2.61、3.75、5.30 元，对应 PE 分别为 16、11、8 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**市场需求波动风险、应收账款增加的风险、原材料价格波动风险、市场竞争风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,165	2,008	3,057	4,335	6,043
增长率 yoy (%)	88.1	72.3	52.3	41.8	39.4
归母净利润 (百万元)	135	279	445	641	905
增长率 yoy (%)	108.0	105.7	59.7	44.0	41.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.79	1.63	2.61	3.75	5.30
净资产收益率 (%)	12.8	20.8	14.0	17.2	19.9
P/E (倍)	52.8	25.7	16.1	11.2	7.9
P/B (倍)	6.8	5.4	2.3	1.9	1.6

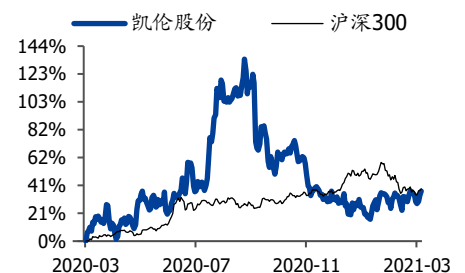
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

### 股票信息

行业	其他建材
前次评级	买入
最新收盘价	41.90
总市值(百万元)	7,154.51
总股本(百万股)	170.75
其中自由流通股(%)	88.67
30 日日均成交量(百万股)	1.42

### 股价走势



### 作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号：S0680518030009

邮箱：huangshitaotao@gszq.com

分析师 房大磊

执业证书编号：S0680518010005

邮箱：fangdalei@gszq.com

研究助理 任婕

邮箱：renjie@gszq.com

### 相关研究

- 《凯伦股份 (300715.SZ)：股权激励促发展，差异化突围成长可期》2021-03-24
- 《凯伦股份 (300715.SZ)：工程业务持续放量，业绩加速增长》2020-10-20
- 《凯伦股份 (300715.SZ)：成长加快、盈利改善，关注现金流变化》2020-08-28



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1622	2554	3761	4433	5530
现金	822	625	1223	1040	1088
应收票据及应收账款	607	1552	2045	2642	3493
其他应收款	11	71	52	165	137
预付账款	20	61	50	108	112
存货	127	165	312	398	620
其他流动资产	36	80	80	80	80
<b>非流动资产</b>	428	925	1243	1601	2006
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	148	478	760	1079	1405
无形资产	61	128	144	164	189
其他非流动资产	218	319	339	358	413
<b>资产总计</b>	2050	3479	5004	6034	7536
<b>流动负债</b>	917	1918	1622	2117	2814
短期借款	513	688	195	278	518
应付票据及应付账款	254	770	854	1232	1563
其他流动负债	150	460	573	606	733
<b>非流动负债</b>	74	224	203	183	167
长期借款	72	210	188	169	153
其他非流动负债	2	14	14	14	14
<b>负债合计</b>	991	2142	1825	2300	2982
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	171	171	213	213	213
资本公积	613	621	2078	2078	2078
留存收益	295	556	899	1408	2102
归属母公司股东权益	1059	1336	3179	3734	4554
<b>负债和股东权益</b>	2050	3479	5004	6034	7536

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	-46	-111	88	294	467
净利润	135	279	445	641	905
折旧摊销	18	32	49	75	104
财务费用	21	26	36	30	58
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-255	-521	-442	-451	-600
其他经营现金流	33	72	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-201	-432	-367	-433	-509
资本支出	205	383	318	358	405
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	4	-49	-49	-75	-104
<b>筹资活动现金流</b>	777	235	682	-127	-150
短期借款	254	175	-688	0	0
长期借款	72	138	-21	-19	-16
普通股增加	39	0	43	0	0
资本公积增加	453	7	1458	0	0
其他筹资现金流	-42	-85	-109	-108	-134
<b>现金净增加额</b>	529	-312	403	-266	-192

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	1165	2008	3057	4335	6043
营业成本	710	1140	1787	2556	3564
营业税金及附加	5	10	15	23	33
营业费用	133	274	393	546	749
管理费用	55	75	112	156	215
研发费用	50	106	153	217	302
财务费用	21	26	36	30	58
资产减值损失	-36	-67	-50	-65	-70
其他收益	4	8	5	5	4
公允价值变动收益	-1	1	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	159	318	516	747	1056
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	2	2	3	3
<b>利润总额</b>	158	316	514	745	1053
所得税	22	37	69	104	147
<b>净利润</b>	135	279	445	641	905
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	135	279	445	641	905
EBITDA	187	385	569	806	1154
EPS (元)	0.79	1.63	2.61	3.75	5.30

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	88.1	72.3	52.3	41.8	39.4
营业利润(%)	108.2	100.6	62.3	44.8	41.2
归属于母公司净利润(%)	108.0	105.7	59.7	44.0	41.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	39.1	43.2	41.5	41.0	41.0
净利率(%)	11.6	13.9	14.6	14.8	15.0
ROE(%)	12.8	20.8	14.0	17.2	19.9
ROIC(%)	8.8	13.7	12.4	14.8	17.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	48.3	61.6	36.5	38.1	39.6
净负债比率(%)	-21.7	22.7	-24.5	-14.0	-7.5
流动比率	1.8	1.3	2.3	2.1	2.0
速动比率	1.6	1.2	2.0	1.8	1.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	2.5	1.9	1.7	1.9	2.0
应付账款周转率	3.7	2.2	2.2	2.5	2.6
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.79	1.63	2.61	3.75	5.30
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.27	-0.65	0.51	1.72	2.74
每股净资产(最新摊薄)	6.20	7.83	18.62	21.87	26.67
<b>估值比率</b>					
P/E	52.8	25.7	16.1	11.2	7.9
P/B	6.8	5.4	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	46.6	24.0	14.4	10.4	7.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

凯伦股份：业绩持续高速增长，静待经营质量改善 .....	4
高分子持续渗透，业绩快速放量，渠道加快开拓 .....	4
毛利率同比提升显著，管理费用率下降，销售及研发费用率有所提升 .....	4
经营性现金流短期承压，收现比有所下降 .....	5
投资建议 .....	6
风险提示 .....	6

## 图表目录

图表 1: 凯伦股份单季度营业收入及增速 .....	4
图表 2: 凯伦股份单季度归母净利及增速 .....	4
图表 3: 凯伦股份分业务毛利率变动情况 .....	5
图表 4: 凯伦股份期间费用率变动情况 (%) .....	5
图表 5: 凯伦股份经营活动现金流量净额变化 (百万元) .....	5
图表 6: 凯伦股份收现比、付现比变化 .....	5

## 凯伦股份：业绩持续高速增长，静待经营质量改善

**公司发布 2020 年年报：**公司实现营业收入 20.08 亿元，比上年同期增长 72.33%；归属于上市公司股东的净利润 2.79 亿元，比上年同期上升 105.66%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.59 亿元，同比增长 98.72%。

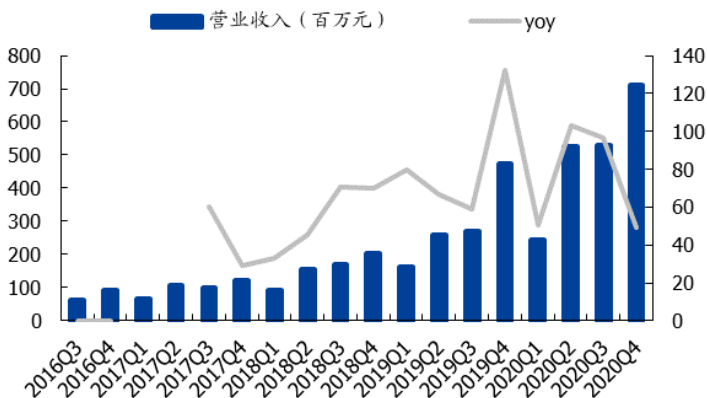
### 高分子持续渗透，业绩快速放量，渠道加快开拓

报告期内，公司实现营业收入 **20.08 亿元**，同比增长 **72.33%**。公司业绩高速增长主要来源于：1) 公司聚焦大客户，提升百强地产覆盖率和渗透水平；2) 积极推动渠道变革，提高经销收入占比，加速经销渠道布局；3) 坚持差异化战略，提升高分子防水材料市场占有率。

**1) 分业务来看：**公司防水卷材实现营收 15.83 亿元，较去年同期增长 60.74%；防水涂料实现营业收入 3.43 亿元，较去年同期增长 145.11%。直销渠道方面，公司与万科、碧桂园、绿地、新城、中海、融创、蓝光、当代、荣盛、中南置地、祥生等 50 多家地产品牌达成长期战略合作关系，与国内地产商 TOP10 战略合作签署率高达 80%；经销商渠道方面，公司目前已与 500 多家经销商达成合作共赢关系，未来两年经销商队伍计划扩大到 1000 家。

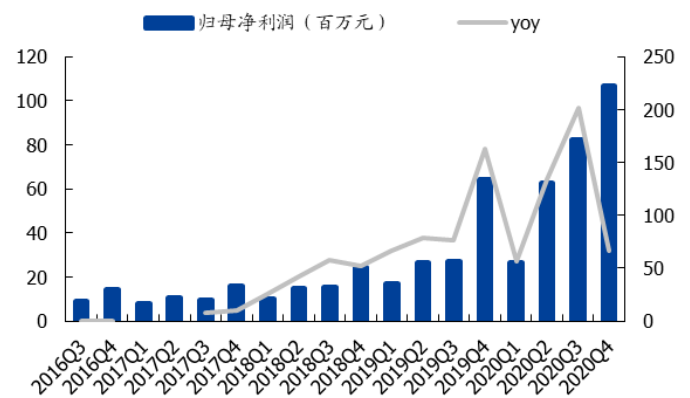
**2) 分季度来看：**公司 Q1-Q4 收入增速分别为 +50.49%/+102.96%/+96.65%/+49.37%，全年业绩快速增长，Q4 在前期高基数的情况下仍然维持较高增速。

图表 1: 凯伦股份单季度营业收入及增速



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

图表 2: 凯伦股份单季度归母净利润及增速



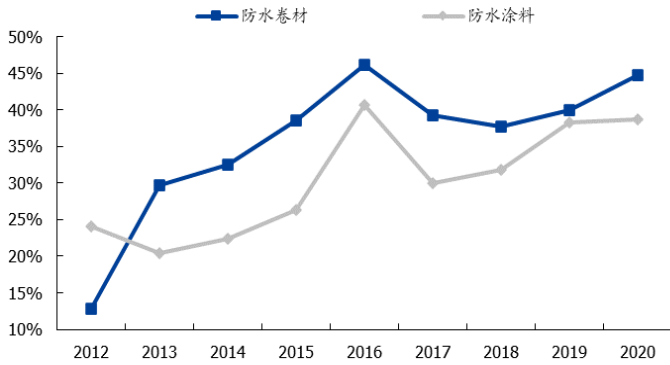
资料来源: WIND, 国盛证券研究所

### 毛利率同比提升显著，管理费用率下降，销售及研发费用率有所提升

期间公司实现毛利率 **43.20%**，较去年同期提升 **4.12pct**。1) 分产品看，防水卷材实现毛利率 44.69%，同比提升 4.8pct，预计主要受益于原材料价格下降以及高分子产品的渗透率的持续提升；防水涂料毛利率 38.75%，同比提升 0.49pct。2) 分季度看，公司 Q1-Q4 毛利率分别为 38.54%/47.45%/41.52%/42.92%，同比分别变动 -1.2pct/+7.4pct/+7.8pct/+1.5pct。

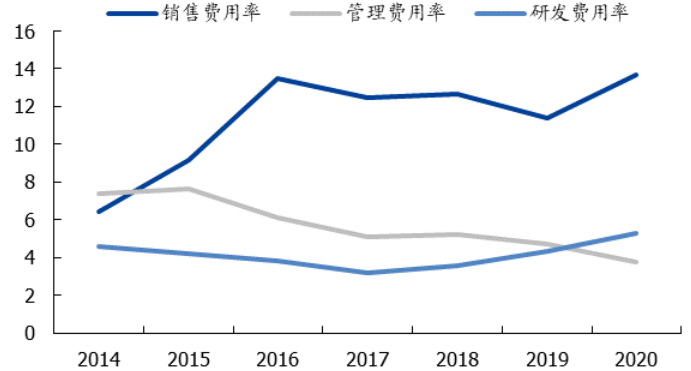
期内公司期间费用率 **23.97%**，较上年同期提升 **1.76pct**，销售费用率及研发费用率有所提升，管理费用率有所下降。其中：**1）销售费用率** 13.65%，同比提升 2.27pct，细分项来看广告宣传促销费增长明显，本期发生额为 8796 万元（去年同期仅为 335 万元），主要系报告期内公司加大宣传力度以及经销渠道拓展力度；**2）管理费用率** 3.73%，同比降低 0.97pct，办公、差旅及业务招待费同比增长 28%，远低于收入增速，公司规模效应及管理提效逐步显现，股份支付费用较去年同期下降 46%；**3）研发费用率** 5.28%，同比变动+0.96pct，公司积极提升现有产品性能，加大新产品研发以满足市场需求，报告期内研发投入 10,591.60 万元，同比增长 110.45%。

图表 3: 凯伦股份分业务毛利率变动情况



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

图表 4: 凯伦股份期间费用率变动情况 (%)

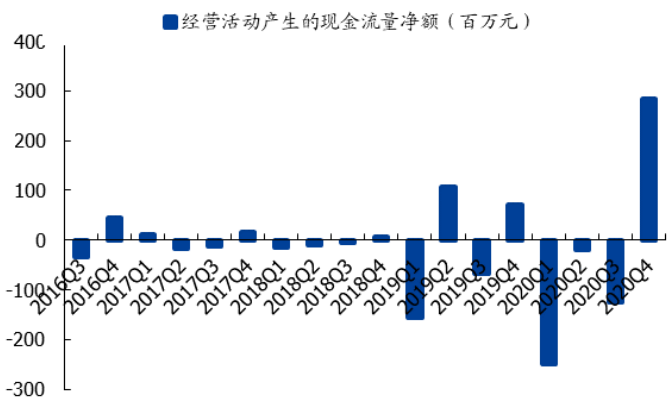


资料来源: WIND, 国盛证券研究所

### 经营性现金流短期承压，收现比有所下降

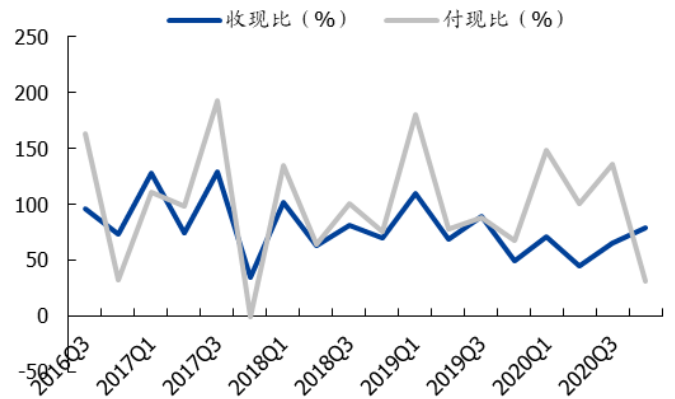
公司期内经营性活动现金流量净额为 **-1.11 亿元**，去年同期为 **-4647 万元**，经营活动产生的现金流量净额较去年同期下降 **139.61%**，主要系报告期内公司应收账款增加及采购付款支出增加等所致。**1）收现比情况**：期末公司应收票据和应收账款总额 15.52 亿元，应收账款余额 8.63 亿元（去年同期 6.07 亿元），应收票据 6.88 亿元，期内公司收现比 65.34%，同比下降 5.87pct；**2）付现比情况**：公司期末应付账款及票据 7.7 亿元（去年同期为 2.54 亿元），期内公司付现比 91.69%，同比提升 1.4pct。期末公司资产负债率 61.58%，同比提升 13.23pct，随着后续公司定增融资到位，业务快速扩张及产能增加所带来的资金压力有望得到缓解。

图表 5: 凯伦股份经营活动现金流量净额变化 (百万元)



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

图表 6: 凯伦股份收现比、付现比变化



资料来源: WIND, 国盛证券研究所



## 投资建议

公司在高分子防水卷材和聚氨酯涂料产品上积累并形成了行业领先的技术优势和品牌影响力，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。近年来持续加大产能投放和渠道扩张，特别是地产集采业务快速放量，不断拓展市场份额，定增 15 亿补流+限制性股票激励增强实力提振信心，助力公司持续快速增长。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 4.53、6.49 和 9.18 亿元，对应 EPS 分别为 2.65、3.80、5.37 元，对应 PE 分别为 16、11、8 倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

### 市场需求波动风险

建筑防水材料主要应用于工业民用建筑、公共设施和其它基础设施建设工程，受房地产业和基础设施建设的影响较大。近年来，国家对房地产行业加强宏观调控，促进房地产市场平稳健康发展，基建规模和速度也不同程度受到影响，或将对建筑防水行业的市场需求产生不利影响。近年来，以供给侧结构性改革为主线，房地产行业经历了多轮降杠杆、去库存、资金收紧等政策调控。未来公司可能存在因房地产市场宏观调控及行业景气度影响，导致经营受到不利影响的风险。

### 应收账款增加的风险

随着公司销售规模的不断扩大，营业收入规模逐年上升，应收账款也随之增加。随着销售规模的不断扩大，公司可能面临应收账款增加的风险。

### 原材料价格波动风险

公司生产的建筑防水产品所需的原材料主要包括沥青、基础油、SBS、HDPE 粒子、聚酯等，主要原材料属于石油化工产品，受国际原油市场的影响较大，主要原材料价格的波动可能对公司的盈利水平产生一定影响。

### 市场竞争风险

目前整个行业仍处于“大行业、小企业”的格局，市场集中度较低。随着行业转型升级加速，企业利用社会资本意识增强、固定资产投资增速较快等特点不断显现，竞争对手成长迅速，在部分区域性市场与公司开展竞争。公司在市场拓展、产品竞争力及占有率保持上具有一定的风险。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com