



业绩大幅增长，经营质量有待提升

凯伦股份(300715)

评级:	买入	股票代码:	300715
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	74.58/30.49
目标价格:	55.66	总市值(亿)	71.55
最新收盘价:	41.9	自由流通市值(亿)	63.44
		自由流通股数(百万)	151.41

事件概述。公司公布2020年年报。公司2020年全年实现营业收入20.08亿元，同比+72.33%，实现归母净利润2.79亿元，同比+105.66%；其中Q4实现营业收入7.09亿元，同比+49.26%，实现归母净利润1.04亿元，同比+67.19%。

►**渠道拓展见效，成本下降毛利率提升。**公司业绩符合预期（此前1月18日公司年度业绩预告归母净利润100%~130%增长）。2020年，公司地产集采、经销端渠道拓展齐发力，地产方面已与50余家品牌达成长期战略合作关系，而根据年报数据，2020年公司前三大客户销售体量为1.5-2亿元，相较于2019年翻倍，体现地产集采中市占率明显提升。全年公司实现防水材料销量9800万平米，同比增长78.3%，估算对应Q4发货增速60%以上；同时由于沥青价格2020年处于低位，公司单位成本2020年同比下降10.9%至11.3元/平米，带动防水材料板块毛利率提升4.2个百分点至43.5%，是利润增速超收入增速的主要原因。分品类而言，我们判断防水涂料和分子卷材的增速略快于沥青基卷材。

►**Q4现金流边际好转，年度现金流质量仍然有较大改善空间。**2020Q4，公司单季度经营净现金流2.83亿元，创上市后单季度新高，单季度销售商品收到现金5.6亿元，对应收现比79%，这一指标同比/环比分别提升30/14个百分点，体现公司Q4现金流有边际好转迹象。整体上来说，2020年全年经营活动净现金流-1.1亿元，整体全年收现比65%，而2018、2019年同期为76%、71%，经营质量从年度角度仍然有所下降，现金流对比头部企业未来仍有较多改善空间。

►**集中度提升叠加产能扩张，仍处于发展快车道。**2020年，公司湖北和四川基地投产、苏州高分子材料生产线改造完成，估算产能相较于2019年底翻倍，同时弥补华中、西南地区空白。根据年报披露，公司目前广西贵港、苏州高分子产业园以及江苏生产基地已在建设，预计未来2年陆续投产，估算届时产能相较于2020年底也将翻倍，同时华南地区空白弥补，产能格局进一步优化，费用率有望下降。在防水行业集中度快速提升背景下，公司未来2-3年仍将处于发展快车道，而公司此前公告定增15亿元，进一步增强公司发展确定性。

投资建议。考虑到公司渠道拓展效果较好，产能扩张弥补布局空白，上调销量假设，对应上调公司2021/2022营业收入预测11.1%/10.9%至30.5/42.5亿元，并上调2021/2022归母净利润17.0%/16.1%至4.32/6.33亿元。考虑到公司增速在防水企业中较高、且全国化布局完善，考虑到三条红线颁布地产收紧，调整估值至2021年22x PE，对应调整目标价至55.66元（原：75.6元），维持“买入”评级。

风险提示:需求不及预期，成本低于预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1165.00	2007.65	3050.20	4253.78	5517.81
YoY (%)	88.11%	72.33%	51.93%	39.46%	29.72%
归母净利润(百万元)	135.44	278.55	432.28	633.00	854.78
YoY (%)	108.05%	105.66%	55.19%	46.43%	35.04%
毛利率 (%)	39.08%	43.20%	41.64%	41.68%	41.70%
每股收益 (元)	0.79	1.63	2.53	3.71	5.01
ROE	12.79%	20.84%	26.85%	31.49%	33.52%
市盈率	53.99	26.25	16.92	11.55	8.56

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 戚舒扬

研究助理: 郁暲

邮箱: qisy@hx168.com.cn

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话: 0755-23948865

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2007.65	3050.20	4253.78	5517.81	净利润	278.55	432.28	633.00	854.78
YoY (%)	72.33%	51.93%	39.46%	29.72%	折旧和摊销	32.22	50.15	63.35	82.94
营业成本	1140.24	1779.96	2480.88	3217.04	营运资金变动	-518.55	898.58	55.18	57.97
营业税金及附加	10.24	15.56	21.70	28.15	经营活动现金流	-111.34	1411.94	782.47	1026.63
销售费用	274.03	341.62	463.66	590.41	资本开支	-383.27	-343.86	-343.86	-343.86
管理费用	74.79	113.63	158.47	205.57	投资	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	26.31	36.78	36.78	36.78	投资活动现金流	-432.37	-343.16	-343.16	-343.16
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.06	0.06	0.06	0.06	债务募资	358.36	0.00	0.00	0.00
营业利润	318.10	502.43	738.57	999.48	筹资活动现金流	235.09	-196.77	-270.59	-352.16
营业外收支	-2.28	6.14	6.14	6.14	现金净流量	-308.63	872.01	168.71	331.30
利润总额	315.82	508.57	744.71	1005.62	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	37.27	76.28	111.71	150.84	成长能力 (%)				
净利润	278.55	432.28	633.00	854.78	营业收入增长率	72.33%	51.93%	39.46%	29.72%
归属于母公司净利润	278.55	432.28	633.00	854.78	净利润增长率	105.66%	55.19%	46.43%	35.04%
YoY (%)	105.66%	55.19%	46.43%	35.04%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.63	2.53	3.71	5.01	毛利率	43.20%	41.64%	41.68%	41.70%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	13.87%	14.17%	14.88%	15.49%
货币资金	625.36	1497.37	1666.09	1997.39	总资产收益率 ROA	8.01%	10.34%	12.32%	13.64%
预付款项	61.30	61.30	61.30	61.30	净资产收益率 ROE	20.84%	26.85%	31.49%	33.52%
存货	164.75	257.19	358.46	464.83	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1702.13	1141.00	1542.19	1963.54	流动比率	1.33	1.26	1.25	1.29
流动资产合计	2553.55	2956.86	3628.05	4487.06	速动比率	1.21	1.12	1.10	1.13
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.33	0.64	0.57	0.57
固定资产	477.90	551.67	727.11	940.39	资产负债率	61.58%	61.51%	60.89%	59.30%
无形资产	127.94	124.30	120.65	117.00	经营效率 (%)				
非流动资产合计	925.03	1224.88	1511.54	1778.60	总资产周转率	0.73	0.80	0.91	0.97
资产合计	3478.58	4181.75	5139.59	6265.66	每股指标 (元)				
短期借款	687.81	687.81	687.81	687.81	每股收益	1.63	2.53	3.71	5.01
应付账款及票据	770.23	1202.35	1675.82	2173.08	每股净资产	7.83	9.43	11.77	14.94
其他流动负债	460.06	457.82	542.00	630.42	每股经营现金流	-0.65	8.27	4.58	6.01
流动负债合计	1918.09	2347.98	2905.63	3491.31	每股股利	0.05	0.93	1.36	1.84
长期借款	209.78	209.78	209.78	209.78	估值分析				
其他长期负债	14.25	14.25	14.25	14.25	PE	26.25	16.92	11.55	8.56
非流动负债合计	224.03	224.03	224.03	224.03	PB	5.07	4.54	3.64	2.87
负债合计	2142.13	2572.01	3129.67	3715.35					
股本	170.91	170.91	170.91	170.91					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	1336.45	1609.74	2009.92	2550.31					
负债和股东权益合计	3478.58	4181.75	5139.59	6265.66					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁暲：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。