

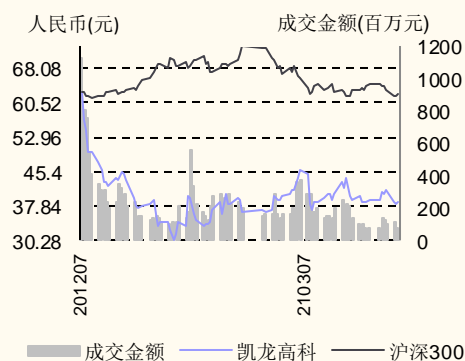
## 凯龙高科 (300912.SZ) 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 38.69 元  
目标价格 (人民币): 65.50-65.50 元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.12
已上市流通 A 股(亿股)	0.27
总市值(亿元)	43.32
年内股价最高最低(元)	63.03/30.28
沪深 300 指数	4981
创业板指	2804



## 相关报告

- 1.《跟踪点评-设立长沙公司配套道依茨，与三一合作再加码》，2021.3.21
- 2.《公司点评报告-首月下游销量开门红，看好公司全年发展》，2021.2.4
- 3.《凯龙高科深度报告-高强预研铸造四大壁垒，国六助力龙头再腾飞》，2021.1.28

牛波

分析师 SAC 执业编号: S1130520060001  
niubo@gjzq.com.cn

## 新增客户超预期，国六非四助力龙头腾飞

## 公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,067	1,123	1,725	2,668	4,294
营业收入增长率	-8.12%	5.29%	53.59%	54.64%	60.95%
归母净利润(百万元)	61	100	147	269	442
归母净利润增长率	-19.43%	64.09%	47.86%	82.80%	64.45%
摊薄每股收益(元)	0.722	0.889	1.314	2.403	3.951
每股经营性现金流净额	-0.42	0.86	1.59	1.76	3.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.09%	8.20%	11.00%	17.10%	22.44%
P/E	0.00	42.80	29.43	16.10	9.79
P/B	0.00	3.51	3.24	2.75	2.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件简述

- 公司于 14 日发布年报，业绩符合预期，客户拓展高于预期，点评如下。

## 事件简评

- **业绩符合预期，销量增速与行业增速匹配。**公司 2020 年实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 11.23/1.00/0.66 亿元，同比增长 5.29%/64.09%/22.77%，业绩与我们之前预测接近符合预期。后处理设备销量 30.30 万套，同比增长 18.16%，商用车 2020 年产销分别增长 20%/18.7%，与公司产品销量增长匹配。在行业销量景气和轻卡国六实施后处理单价翻倍驱动下，共同推动了公司 2020 年业绩较快增长。
- **客户拓展超预期，高强研发投入终结果。**为市场先机公司持续高强度投入研发达到 8.56%，远高于可比公司，研发费用继续超当期利润。高强研发投入下效果逐渐显现：公司于 19 年成功研发出内资第一套国六用 SCR 系统；20 年成功与潍柴、东风、道依茨、全柴、东风、福田、中国重汽等诸多客户进行国六合作；并与潍柴、玉柴、洛阳一拖、上柴、一汽解放、常柴、常发、新柴等客户进行非四合作；固定源中标北京环球影视城、湘潭燃气发电机组改造、洛阳一拖、仪征双环等发动机台架改造等多类型尾气后处理项目。
- **三一或倒逼一线厂商采用内资系统。**三一长沙产业基地产能重卡 30 万/发动机 60 万台，预计今年投产。通过多方面降本，消费者 28 万就可以买到同行 35 万级别的车，同时提供发动机五年质保，极具吸引力。公司近期公告与湖南道依茨合作，协议规定作为首供且保底 70%量，开启与三一大规模合作进程。三一的竞争或倒逼重卡一线厂商通过与内资后处理系统商合作实现降本增效。目前公司是内资唯一在重卡可以提供全系统产品的服务商，作为内资龙头，国六淘汰市场+进口替代逻辑将助推公司业绩可持续快速增长。

## 盈利调整

- 因新增客户超预期+非四接棒国六增长，我们上调 22 年 5%盈利预测并新增 23 年业绩预测，预计 21~23 年归母净利润 1.47/2.69/4.42 亿元，YoY 为 47.86%/82.80%/64.45%，对应 EPS 为 1.31/2.40/3.95 元，对应 PE 为 29X/16X/10X。给予 2021 年 50XPE，目标价 65.50 元，维系“买入”评级。

## 风险提示

- 公司产品或下游客户的产品一致性和稳定性低于相应标准要求导致产品开发和应用失败的风险，柴油卡车销量下滑超预期，与大客户合作低于预期等。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,161</b>	<b>1,067</b>	<b>1,123</b>	<b>1,725</b>	<b>2,668</b>	<b>4,294</b>
增长率		-8.1%	5.3%	53.6%	54.6%	60.9%
<b>主营业务成本</b>	<b>-827</b>	<b>-735</b>	<b>-808</b>	<b>-1,223</b>	<b>-1,821</b>	<b>-2,932</b>
<b>%销售收入</b>	<b>71.3%</b>	<b>68.9%</b>	<b>72.0%</b>	<b>70.9%</b>	<b>68.3%</b>	<b>68.3%</b>
<b>毛利</b>	<b>334</b>	<b>332</b>	<b>315</b>	<b>502</b>	<b>847</b>	<b>1,361</b>
%销售收入	28.7%	31.1%	28.0%	29.1%	31.7%	31.7%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-11</b>	<b>-9</b>	<b>-8</b>	<b>-12</b>	<b>-19</b>	<b>-31</b>
%销售收入	1.0%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
<b>销售费用</b>	<b>-69</b>	<b>-57</b>	<b>-46</b>	<b>-76</b>	<b>-120</b>	<b>-198</b>
%销售收入	6.0%	5.4%	4.1%	4.4%	4.5%	4.6%
<b>管理费用</b>	<b>-70</b>	<b>-63</b>	<b>-75</b>	<b>-105</b>	<b>-160</b>	<b>-258</b>
%销售收入	6.0%	5.9%	6.6%	6.1%	6.0%	6.0%
<b>研发费用</b>	<b>-72</b>	<b>-80</b>	<b>-96</b>	<b>-148</b>	<b>-228</b>	<b>-368</b>
%销售收入	6.2%	7.5%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>112</b>	<b>123</b>	<b>90</b>	<b>161</b>	<b>319</b>	<b>508</b>
%销售收入	9.6%	11.6%	8.0%	9.3%	12.0%	11.8%
<b>财务费用</b>	<b>-30</b>	<b>-18</b>	<b>-15</b>	<b>-4</b>	<b>-9</b>	<b>-7</b>
%销售收入	2.6%	1.7%	1.3%	0.2%	0.3%	0.2%
<b>资产减值损失</b>	<b>3</b>	<b>49</b>	<b>1</b>	<b>-17</b>	<b>-20</b>	<b>-26</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>86</b>	<b>65</b>	<b>109</b>	<b>160</b>	<b>290</b>	<b>475</b>
营业利润率	7.4%	6.1%	9.7%	9.3%	10.9%	11.1%
<b>营业外收支</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>85</b>	<b>65</b>	<b>109</b>	<b>160</b>	<b>290</b>	<b>475</b>
利润率	7.3%	6.1%	9.7%	9.3%	10.9%	11.1%
<b>所得税</b>	<b>-8</b>	<b>-4</b>	<b>-7</b>	<b>-10</b>	<b>-18</b>	<b>-29</b>
所得税率	9.9%	5.7%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
<b>净利润</b>	<b>77</b>	<b>61</b>	<b>102</b>	<b>150</b>	<b>272</b>	<b>446</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>75</b>	<b>61</b>	<b>100</b>	<b>147</b>	<b>269</b>	<b>442</b>
净利率	6.5%	5.7%	8.9%	8.5%	10.1%	10.3%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>净利润</b>	<b>77</b>	<b>61</b>	<b>102</b>	<b>150</b>	<b>272</b>	<b>446</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
<b>非现金支出</b>	<b>42</b>	<b>41</b>	<b>49</b>	<b>77</b>	<b>105</b>	<b>132</b>
<b>非经营收益</b>	<b>28</b>	<b>9</b>	<b>16</b>	<b>6</b>	<b>11</b>	<b>11</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>20</b>	<b>-146</b>	<b>-70</b>	<b>-55</b>	<b>-192</b>	<b>-228</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>167</b>	<b>-35</b>	<b>96</b>	<b>179</b>	<b>197</b>	<b>361</b>
<b>资本开支</b>	<b>-31</b>	<b>-70</b>	<b>-78</b>	<b>-190</b>	<b>-302</b>	<b>-22</b>
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>-3</b>	<b>-9</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-33</b>	<b>-79</b>	<b>-79</b>	<b>-190</b>	<b>-302</b>	<b>-22</b>
<b>股权募资</b>	<b>169</b>	<b>0</b>	<b>465</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>-286</b>	<b>101</b>	<b>-28</b>	<b>8</b>	<b>158</b>	<b>-178</b>
<b>其他</b>	<b>-21</b>	<b>-45</b>	<b>-10</b>	<b>-35</b>	<b>-51</b>	<b>-61</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-138</b>	<b>56</b>	<b>427</b>	<b>-27</b>	<b>107</b>	<b>-239</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-4</b>	<b>-58</b>	<b>443</b>	<b>-39</b>	<b>2</b>	<b>100</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>货币资金</b>	<b>26</b>	<b>52</b>	<b>493</b>	<b>454</b>	<b>456</b>	<b>556</b>
<b>应收款项</b>	<b>560</b>	<b>620</b>	<b>664</b>	<b>757</b>	<b>1,023</b>	<b>1,411</b>
<b>存货</b>	<b>156</b>	<b>200</b>	<b>179</b>	<b>207</b>	<b>250</b>	<b>318</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>17</b>	<b>24</b>	<b>43</b>	<b>50</b>	<b>70</b>	<b>108</b>
<b>流动资产</b>	<b>759</b>	<b>896</b>	<b>1,379</b>	<b>1,469</b>	<b>1,799</b>	<b>2,393</b>
%总资产	62.7%	63.6%	71.7%	68.3%	66.5%	74.3%
<b>长期投资</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
<b>固定资产</b>	<b>362</b>	<b>404</b>	<b>436</b>	<b>568</b>	<b>784</b>	<b>700</b>
%总资产	29.9%	28.6%	22.6%	26.4%	29.0%	21.7%
<b>无形资产</b>	<b>63</b>	<b>62</b>	<b>62</b>	<b>62</b>	<b>63</b>	<b>63</b>
<b>非流动资产</b>	<b>452</b>	<b>513</b>	<b>545</b>	<b>682</b>	<b>905</b>	<b>827</b>
%总资产	37.3%	36.4%	28.3%	31.7%	33.5%	25.7%
<b>资产总计</b>	<b>1,212</b>	<b>1,409</b>	<b>1,924</b>	<b>2,151</b>	<b>2,705</b>	<b>3,220</b>
<b>短期借款</b>	<b>119</b>	<b>220</b>	<b>192</b>	<b>191</b>	<b>339</b>	<b>151</b>
<b>应付款项</b>	<b>377</b>	<b>404</b>	<b>403</b>	<b>474</b>	<b>588</b>	<b>808</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>39</b>	<b>32</b>	<b>48</b>	<b>61</b>	<b>95</b>	<b>152</b>
<b>流动负债</b>	<b>536</b>	<b>656</b>	<b>642</b>	<b>726</b>	<b>1,022</b>	<b>1,110</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>65</b>	<b>81</b>	<b>61</b>	<b>77</b>	<b>96</b>	<b>122</b>
<b>负债</b>	<b>601</b>	<b>737</b>	<b>704</b>	<b>803</b>	<b>1,117</b>	<b>1,232</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>606</b>	<b>667</b>	<b>1,213</b>	<b>1,338</b>	<b>1,574</b>	<b>1,971</b>
其中：股本	<b>84</b>	<b>84</b>	<b>112</b>	<b>112</b>	<b>112</b>	<b>112</b>
未分配利润	<b>197</b>	<b>254</b>	<b>348</b>	<b>473</b>	<b>708</b>	<b>1,106</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>14</b>	<b>17</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,212</b>	<b>1,409</b>	<b>1,924</b>	<b>2,151</b>	<b>2,705</b>	<b>3,220</b>

**比率分析**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.897	0.722	0.889	1.314	2.403	3.951
每股净资产	7.223	7.945	10.836	11.951	14.054	17.605
每股经营现金净流	1.993	-0.420	0.857	1.594	1.760	3.229
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.200	0.300	0.400
<b>回报率</b>						
净资产收益率	12.41%	9.09%	8.20%	11.00%	17.10%	22.44%
总资产收益率	6.21%	4.31%	5.17%	6.84%	9.95%	13.74%
投入资本收益率	13.78%	13.03%	6.00%	9.80%	15.54%	22.27%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	3.73%	-8.12%	5.29%	53.59%	54.64%	60.95%
EBIT增长率	-10.14%	10.37%	-26.76%	78.10%	98.33%	59.19%
净利润增长率	2.86%	-19.43%	64.09%	47.86%	82.80%	64.45%
总资产增长率	-5.37%	16.29%	36.56%	11.80%	25.72%	19.06%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	120.4	136.9	146.2	130.0	110.0	90.0
存货周转天数	83.7	88.6	85.8	65.0	55.0	45.0
应付账款周转天数	125.3	125.9	111.6	80.0	60.0	50.0
固定资产周转天数	113.6	118.4	128.8	90.7	88.3	47.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	15.18%	25.02%	-24.70%	-19.56%	-7.40%	-20.40%
EBIT利息保障倍数	3.7	6.7	6.1	39.4	34.3	73.3
资产负债率	49.58%	52.30%	36.56%	37.32%	41.31%	38.25%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	4	4
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-01-28	买入	33.85	65.50~65.50
2	2021-02-04	买入	40.37	65.50~65.50
3	2021-03-21	买入	40.65	65.50~65.50

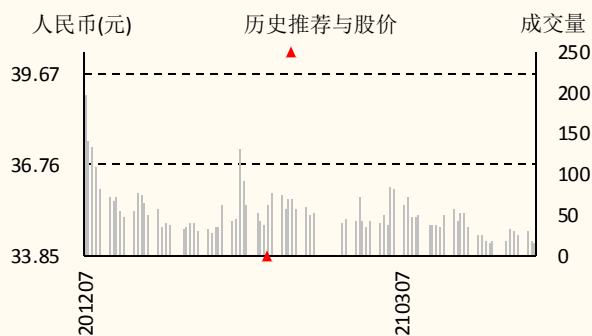
来源：国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性  
 3.01~4.0 = 减持


**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402