

凯伦股份 (300715.SZ)

Q3 收入维持稳定增长，受原材料价格上行影响利润承压

事件：公司发布 2021 年三季报。期内公司实现营收 19.22 亿元，同比增长 48.04%，归母净利润 1.79 亿元，同比增长 3.96%；其中，单 Q3 实现营业收入 7.03 亿元，同比增长 33.02%，归母净利 3998 万元，同比下滑 51.45%。

Q3 收入同比+33%，维持稳定增长。分季度看，Q1-Q3 收入增速分别为 81.78%/47.42%/33.02%，收入保持较快增长。公司 2021 年 6 月停止向恒大供货，尽管对公司业绩产生一定影响，但公司在主动收缩对风险客户业务量基础上积极开拓新客户，业务增速维持稳定发展。

原材料价格快速上涨拖累毛利率，业绩短期承压。21Q3 公司销售毛利率 23.83%，同比下滑 17.69 个百分点，主要系报告期内产品主要原材料沥青、乳液等价格大幅上涨所致；销售净利率 5.64%，同比下滑 9.95 个百分点。**期间费用率方面，单 Q3 销售费用率 4.86%，同比下滑 4.47 个百分点，主要系收入准则调整；管理费用率 6.24%，同比增加 3.36 个百分点，主要系报告期内公司员工薪酬、办公、差旅及业务招待费等增加所致；研发费用率 5.70%，财务费用率 2.33%，同比基本持平。期内公司经营活动现金净流量 -4.6 亿元，同比下滑 16.56%，主要系报告期内原材料价格大幅上涨采购支付增加及恒大商票逾期未兑付所致。**其中单 Q3 经营性现金净流出 9009 万元，同比少流出 3579 万元。21Q3 收现比 53.54%，同比-11.42pct，报告期末公司应收账款及应收票据余额 20.62 亿元，同比增加 177.39%；付现比 82.85%，同比-52.74pct，期末公司应付账款及票据余额 7.89 亿元，同比增加 47.13%，存货余额 2.97 亿元，同比增加 21.26%。

CSPV 系统加速拓展，产品新领域拓展值得期待。公司与联盛新能源共同投资设立合资公司，合资公司将利用凯伦股份在“全生命周期光伏屋顶”（CSPV）系统的竞争优势，以及联盛新能源在太阳能光伏电站开发和项目运作的经验，共同开发屋顶分布式光伏发电项目。项目有助于完善公司产品业务布局，提升综合竞争力。目前，凯伦已与道达尔远景、贝盛光伏、腾晖光伏、上迈新能源、阳光新能源、天合光能等龙头企业签署了战略合作协议。

投资建议：公司在高分子防水卷材和聚氨酯涂料产品上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。公司持续加大产能投放和渠道扩张，不断拓展市场份额，定增 15 亿补流增强实力，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 2.44、3.87 和 5.42 亿元，对应 EPS 分别为 0.63、0.99、1.39 元，对应 PE 分别为 37、23、17 倍，维持“买入”评级。

风险提示：需求波动风险、应收账款风险、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	2,800	3,743	4,905
增长率 yoy (%)	88.1	72.3	39.5	33.7	31.0
归母净利润 (百万元)	135	279	244	387	542
增长率 yoy (%)	108.0	105.7	-12.4	58.5	40.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.35	0.71	0.63	0.99	1.39
净资产收益率 (%)	12.8	20.8	8.0	11.8	14.9
P/E (倍)	65.9	32.0	36.6	23.1	16.5
P/B (倍)	8.4	6.7	2.9	2.7	2.4

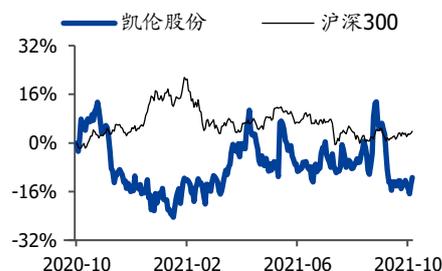
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 10 月 22 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	其他建材
前次评级	买入
10月22日收盘价(元)	22.87
总市值(百万元)	8,922.87
总股本(百万股)	390.16
其中自由流通股(%)	71.00
30日日均成交量(百万股)	6.76

股价走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号：S0680518030009

邮箱：huangshitao@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)：收入保持高增，效能持续提升，产品新领域拓展值得期待》2021-08-27
- 《凯伦股份 (300715.SZ)：Q1 业绩符合预期，产能扩张有望助力持续高增》2021-04-27
- 《凯伦股份 (300715.SZ)：业绩持续高速增长，静待经营质量改善》2021-03-31

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
流动资产	1622	2554	3565	3896	4643
现金	822	625	1148	898	883
应收票据及应收账款	607	1552	1863	2296	2867
其他应收款	11	71	37	150	95
预付账款	20	61	63	103	115
存货	127	165	358	353	589
其他流动资产	36	80	95	95	95
非流动资产	428	925	1162	1422	1690
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	148	478	694	930	1148
无形资产	61	128	144	164	189
其他非流动资产	218	319	324	328	354
资产总计	2050	3479	4727	5319	6333
流动负债	917	1918	1496	1883	2537
短期借款	513	688	0	111	379
应付票据及应付账款	254	770	900	1193	1446
其他流动负债	150	460	597	579	713
非流动负债	74	224	197	172	146
长期借款	72	210	183	158	132
其他非流动负债	2	14	14	14	14
负债合计	991	2142	1694	2055	2683
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	171	171	390	390	390
资本公积	613	621	1956	1956	1956
留存收益	295	556	744	1051	1467
归属母公司股东权益	1059	1336	3033	3264	3650
负债和股东权益	2050	3479	4727	5319	6333

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-46	-111	54	140	266
净利润	135	279	244	387	542
折旧摊销	18	32	47	67	89
财务费用	21	26	15	-3	17
投资损失	0	-0	-0	-0	0
营运资金变动	-255	-521	-251	-311	-382
其他经营现金流	33	72	0	0	0
投资活动现金流	-201	-432	-284	-327	-357
资本支出	205	383	237	260	268
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	4	-49	-46	-67	-89
筹资活动现金流	777	235	752	-174	-193
短期借款	254	175	-688	0	0
长期借款	72	138	-27	-26	-26
普通股增加	39	0	220	0	0
资本公积增加	453	7	1336	0	0
其他筹资现金流	-42	-85	-89	-148	-167
现金净增加额	529	-312	522	-360	-283

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1165	2008	2800	3743	4905
营业成本	710	1140	1962	2563	3298
营业税金及附加	5	10	14	20	27
营业费用	133	274	211	286	373
管理费用	55	75	112	140	181
研发费用	50	106	129	180	231
财务费用	21	26	15	-3	17
资产减值损失	-36	-67	-80	-112	-152
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
营业利润	159	318	282	450	630
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	2	2	3	3
利润总额	158	316	280	447	627
所得税	22	37	36	60	85
净利润	135	279	244	387	542
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	135	279	244	387	542
EBITDA	187	385	328	492	708
EPS (元)	0.35	0.71	0.63	0.99	1.39

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	88.1	72.3	39.5	33.7	31.0
营业利润(%)	108.2	100.6	-11.2	59.2	40.1
归属于母公司净利润(%)	108.0	105.7	-12.4	58.5	40.2
获利能力					
毛利率(%)	39.1	43.2	29.9	31.5	32.8
净利率(%)	11.6	13.9	8.7	10.3	11.1
ROE(%)	12.8	20.8	8.0	11.8	14.9
ROIC(%)	8.8	13.7	7.5	10.2	12.7
偿债能力					
资产负债率(%)	48.3	61.6	35.8	38.6	42.4
净负债比率(%)	-21.7	22.7	-29.8	-17.3	-8.2
流动比率	1.8	1.3	2.4	2.1	1.8
速动比率	1.6	1.2	2.0	1.8	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	2.5	1.9	1.6	1.8	1.9
应付账款周转率	3.7	2.2	2.4	2.5	2.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.71	0.63	0.99	1.39
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.12	-0.29	0.14	0.36	0.68
每股净资产(最新摊薄)	2.71	3.43	7.77	8.37	9.35
估值比率					
P/E	65.9	32.0	36.6	23.1	16.5
P/B	8.4	6.7	2.9	2.7	2.4
EV/EBITDA	46.5	24.0	24.5	17.0	12.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 22 日收盘价

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：021-38124100

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