

凯伦股份 (300715)

短期业绩承压，全年预计前低后高

增持 (首次)

2022 年 04 月 21 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书: S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

研究助理 任婕

执业证书: S0600122030031

renj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	2,586	3,032	3,846	5,005
同比	29%	17%	27%	30%
归属母公司净利润 (百万元)	72	247	333	439
同比	-74%	244%	35%	32%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.19	0.64	0.86	1.14
P/E (现价&最新股本摊薄)	72.41	21.07	15.65	11.88

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年报及 2022 年一季报。2021 年实现营收 25.86 亿元, 同比+28.80%; 归母净利 0.72 亿元, 同比-74.18%。2022Q1 实现营收 3.26 亿元, 同比-26.85%; 归母净利润为 858.63 万元, 同比-84.14%。
- **受行业景气及公司严控风险影响 21Q4 及 22Q1 收入承压。2021Q1-Q4** 营收增速分别为 81.78%/47.42%/33.02%/-6.42%。公司前三季度营业收入实现较高增长, 但 Q4 以来公司主动控制风险客户业务, 加之行业景气下行, 收入增速同比下滑。22Q1 由于地产开工仍然偏弱加之疫情影响, 收入同比下滑 26.85%。分业务来看, 2021 年防水卷材实现营收 17.88 亿元, 同比+12.97%; 防水涂料实现营业收入 5.76 亿元, 同比增长 67.80%; 工程施工实现营业收入 1.80 亿元, 同比增长 270.10%。
- **21Q4 毛利率环比改善, 计提大额减值准备影响利润。**分季度来看, 21Q3 公司受石化链原材料价格大幅上涨影响毛利承压, Q4 环比 Q3 成本有所缓解。2022 年 Q1 由于春节以后原材料价格的快速上行毛利率同比下滑显著。分产品来看, 2021 年防水卷材毛利率为 34.5%, 同比下降 10.2 个百分点; 防水涂料为 17.4%, 同比下降 21.3 个百分点, 主要系防水涂料中低端产品增速较快且低端产品受乳液价格大幅上涨影响显著; 工程施工为 27.5%, 同比下降 4.1 个百分点。2021 年公司销售净利率为 2.76%, 同比变动下滑 11.12pct, 公司 Q4 计提信用减值损失 2.02 亿元, 主要系公司对恒大集团、蓝光集团及荣盛地产等公司债务单项计提坏账准备。
- **21 年经营活动现金流有所承压, 在手资金充裕资产负债率降低。**公司 2021 年经营性活动现金流量净额为-3.84 亿元, 较上年同期变动-2.72 亿元, 其中第四季度经营活动产生的现金流量净额为 7630 万元。1) 收现比情况: 2021 年收现比 61.65%, 同比变动-3.69pct, 21 年末公司应收账款及应收票据余额为 20.19 亿元, 同比增长 30.10%; 2) 付现比情况: 2021 年付现比 86.18%, 同比变动-5.51pct。公司定增募资到位后目前在手资金较为充裕, 21 年末公司资产负债率为 49.94%, 同比变动-11.64pct。
- **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。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。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.47/3.33/4.39 亿元, 对应 PE 分别为 21X/16X/12X, 考虑到公司未来成长性和业绩修复弹性, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 下游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)	13.53
一年最低/最高价	13.30/52.08
市净率(倍)	1.88
流通 A 股市值(百万元)	3,760.48
总市值(百万元)	5,207.83

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.19
资产负债率(% ,LF)	54.69
总股本(百万股)	384.91
流通 A 股(百万股)	277.94

相关研究

内容目录

1. 凯伦股份：短期业绩承压，全年预计前低后高	4
1.1. 受行业景气及公司严控风险影响 21Q4 及 22Q1 收入承压	4
1.2. 21Q4 毛利率环比改善，计提大额减值准备影响利润	5
1.3. 21 年经营活动现金流有所承压，在手资金充裕资产负债率降低	6
2. 投资建议	7
3. 风险提示	7

图表目录

图 1: 凯伦股份单季度收入变化 (百万元, %)	5
图 2: 凯伦股份单季度归母净利润变化 (百万元, %)	5
图 3: 凯伦股份毛利率、净利率变动情况 (%)	5
图 4: 凯伦股份分业务毛利率变动情况 (%)	5
图 5: 凯伦股份分季度期间费用率变动情况 (%)	6
图 6: 凯伦股份经营性现金流净额变动情况 (百万元)	7
图 7: 凯伦股份分季度收现比、付现比情况 (%)	7

1. 凯伦股份：短期业绩承压，全年预计前低后高

事件：公司发布 2021 年年报及 2022 年一季报。2021 年实现营业总收入 25.86 亿元，同比增长 28.80%；实现归母净利润 0.72 亿元，同比下滑 74.18%；实现扣非归母净利润 0.3 亿元，同比下滑 88.31%。其中，2021Q4 单季营业收入为 6.64 亿元，同比下滑 6.42%；归母净利润为-1.07 亿元，同比下滑 199.91%。2022 年 Q1 实现营业收入 3.26 亿元，同比下滑 26.85%；归母净利润为 858.63 万元，同比下滑 84.14%。

1.1. 受行业景气及公司严控风险影响 21Q4 及 22Q1 收入承压

2021 年全年公司实现营业总收入 25.86 亿元，同比增长 28.80%。2022 年 Q1 公司实现营业收入 3.26 亿元，同比下滑 26.85%

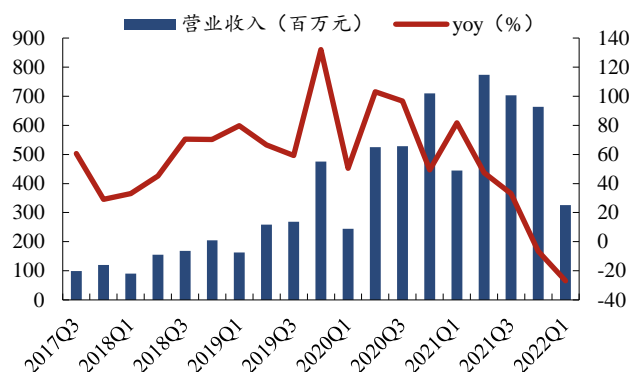
分季度来看，2021 年 Q1-Q4 公司分别实现营业收入 4.45 亿元/7.74 亿元/7.03 亿元/6.64 亿元，营收增速分别为 81.78%/47.42%/33.02%/-6.42%。公司前三季度营业收入实现较高增长，但 Q4 以来公司主动控制风险客户业务，加之行业景气下行，收入增速同比下滑。22 年 Q1 由于地产开工仍然偏弱加之疫情影响，收入同比下滑 26.85%。

分业务来看，2021 年防水卷材实现营业收入 17.88 亿元，同比增长 12.97%，沥青基卷材销售占比有所下降而高分子材料占比进一步提升；防水涂料实现营业收入 5.76 亿元，同比增长 67.80%；工程施工实现营业收入 1.80 亿元，同比增长 270.10%，主要系部分大客户为包工包料模式销售。

下半年来看，21H2 防水卷材收入增速同比下滑而防水涂料维持稳定增长，主要系下半年产品销售方面偏竣工端的防水涂料销量增加而开工端防水卷材增速有所放缓。

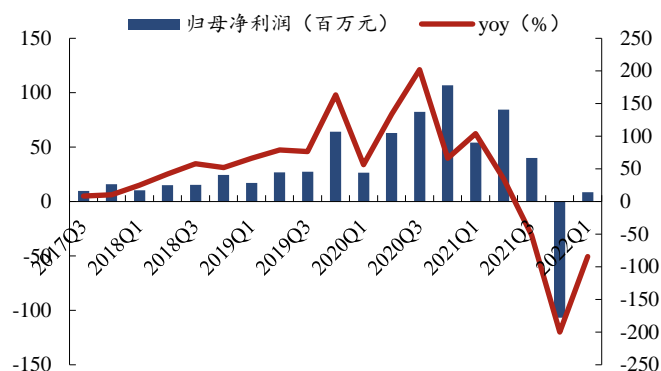
分渠道来看，公司持续推动集采、渠道双轮驱动，提升经销业务占比。2021 年内公司主动控制风险客户业务，同时加快经销渠道开拓力度。截至 2021 年末，公司已与 700 多家经销商达成合作共赢关系，未来三年经销商数量将扩大到 1500 家，销售渠道更加均衡，客户也更加多元化。

图1: 凯伦股份单季度收入变化 (百万元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 凯伦股份单季度归母净利润变化 (百万元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2. 21Q4 毛利率环比改善, 计提大额减值准备影响利润

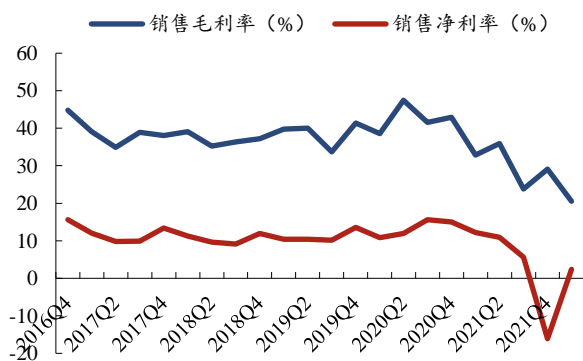
公司 2021 年销售毛利率为 30.34%，同比下滑 12.86 个百分点。2022 年 Q1 销售毛利率 20.54%，同比下滑 12.34 个百分点。

分季度来看, 2021 年 Q1-Q4 销售毛利率分别为 32.88%/35.91%/23.83%/29.06%, Q3 公司受石化链原材料价格大幅上涨影响毛利承压, Q4 环比 Q3 成本有所缓解, 毛利率环比提升 5.2 个百分点。

2022 年 Q1 由于春节以后原材料价格的快速上行, 2021Q1 为原材料价格低点, 加之 Q1 运输成本有所增加等影响毛利率同比下滑显著。

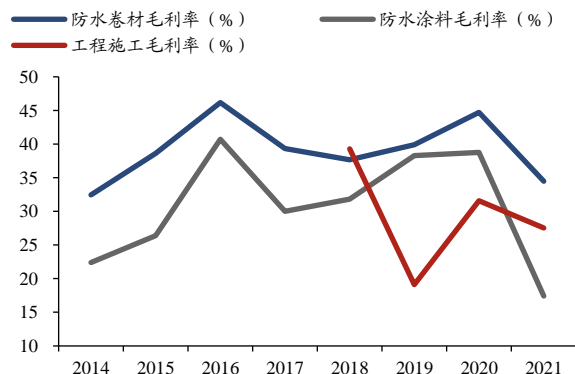
分产品来看, 2021 年防水卷材毛利率为 34.5%，同比下降 10.2 个百分点, 主要系沥青等原材料价格上涨; 防水涂料为 17.4%，同比下降 21.3 个百分点, 主要系防水涂料中低端产品增速较快且低端产品受乳液价格大幅上涨影响显著; 工程施工为 27.5%，同比下降 4.1 个百分点。

图3: 凯伦股份毛利率、净利率变动情况 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 凯伦股份分业务毛利率变动情况 (%)

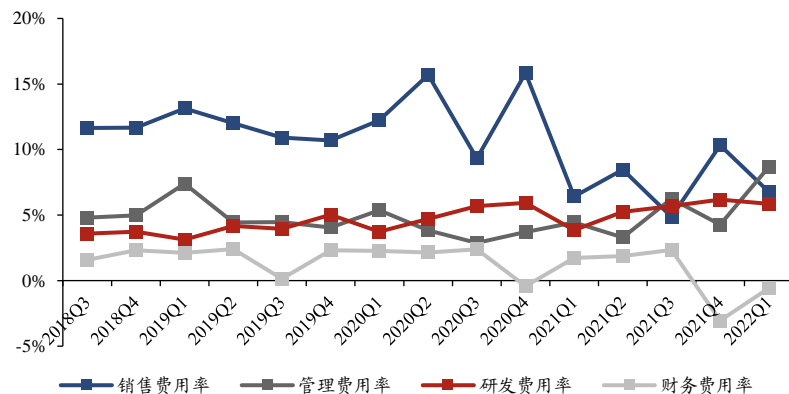


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2021 年公司期间费用率合计 18.22%，同比降低 5.75 个百分点。其中, 2021 年公司

销售费用率 9.61%，同比下降 6.04 个百分点，主要运费调至营业成本科目所致（2020 年运输费用率为 3.7%），除运输费用调整外广宣费、职工薪酬等均同比下降；管理费用率 4.54%，同比上升 0.81 个百分点，主要系报告 21 年公司员工薪酬、办公、差旅及业务招待费，股份支付等增加所致；研发费用率 5.37%，同比上升 0.09 个百分点，公司重视研发投入，2021 年技术人员数量同比增长 58% 达到 257 人；财务费用率 0.70%，同比下降 0.61 个百分点。

图5：凯伦股份分季度期间费用率变动情况（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

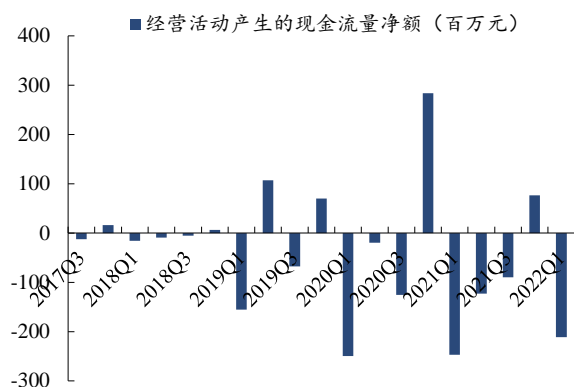
2021 年公司销售净利率为 2.76%，同比变动下滑 11.12pct，除毛利率和期间费用率影响外，公司 2021 年计提信用减值损失 2.52 亿元，单 Q4 计提信用减值损失 2.02 亿元。主要系公司下游客户恒大集团、蓝光集团及荣盛地产等公司债务危机影响，公司对其应收账款及应收票据等单项计提坏账准备。

1.3. 21 年经营活动现金流有所承压，在手资金充裕资产负债率降低

公司 2021 年经营性活动现金流量净额为 -3.84 亿元，较上年同期变动 -2.72 亿元，去年同期为 -1.11 亿元，其中第四季度经营活动产生的现金流量净额为 7630 万元。**1) 收现比情况：**2021 年公司收现比 61.65%，较上年同期变动 -3.69pct，21 年末公司应收账款及应收票据余额为 20.19 亿元，同比增长 30.10%；**2) 付现比情况：**2021 年公司付现比 86.18%，较上年同期变动 -5.51pct。2021 年末公司应付账款及应付票据余额 9.55 亿元，同比增长 24.05%；2021 年末公司存货余额为 2.29 亿元，同比增加 38.81%。

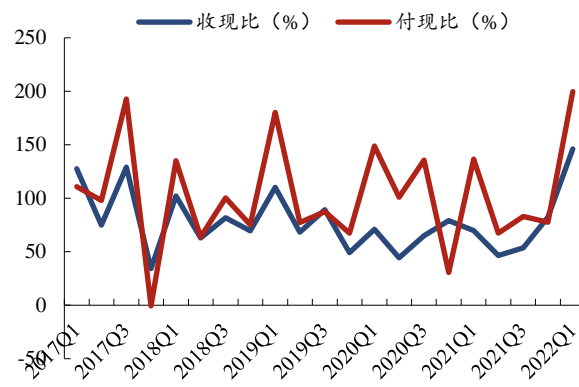
公司定增募资到位后目前在手资金较为充裕，2021 年末货币资金余额 15.32 亿元。2021 年末公司资产负债率为 49.94%，同比变动 -11.64pct，产能及业务规模扩张带来的资金压力有所缓解。

图6: 凯伦股份经营性现金流净额变动情况 (百万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 凯伦股份分季度收现比、付现比情况 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 投资建议

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。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。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.47/3.33/4.39 亿元,对应 PE 分别为 21X/16X/12X,考虑到公司未来成长性和业绩修复弹性,首次覆盖给予“增持”评级。

3. 风险提示

下游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。

凯伦股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,328	4,466	5,084	6,006	营业总收入	2,586	3,032	3,846	5,005
货币资金及交易性金融资产	1,532	1,297	1,201	1,218	营业成本(含金融类)	1,801	2,087	2,620	3,408
经营性应收款项	2,149	2,468	3,042	3,714	税金及附加	12	15	19	25
存货	229	274	345	448	销售费用	197	229	288	375
合同资产	87	91	115	150	管理费用	117	130	162	210
其他流动资产	332	336	382	476	研发费用	139	158	200	260
非流动资产	1,300	1,602	1,799	1,965	财务费用	18	61	68	73
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	36	24	19	25
固定资产及使用权资产	841	1,059	1,202	1,320	投资净收益	-4	0	0	0
在建工程	139	191	217	237	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	154	186	214	241	减值损失	-256	-95	-130	-180
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	78	281	378	497
其他非流动资产	166	166	166	166	营业外净收支	-2	-2	-2	-2
资产总计	5,628	6,068	6,883	7,971	利润总额	76	279	376	495
流动负债	2,142	2,275	2,708	3,297	减:所得税	5	32	43	57
短期借款及一年内到期的非流动负债	781	781	781	781	净利润	71	247	333	439
经营性应付款项	955	1,002	1,316	1,731	减:少数股东损益	-1	0	0	0
合同负债	88	104	131	170	归属母公司净利润	72	247	333	439
其他流动负债	317	387	479	614	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.19	0.64	0.86	1.14
非流动负债	669	729	779	839	EBIT	320	413	557	726
长期借款	604	664	714	774	EBITDA	380	545	720	920
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	30.34	31.17	31.88	31.90
租赁负债	3	3	3	3	归母净利率(%)	2.78	8.15	8.65	8.76
其他非流动负债	61	61	61	61	收入增长率(%)	28.80	17.25	26.85	30.13
负债合计	2,811	3,004	3,486	4,135	归母净利润增长率(%)	-74.18	243.64	34.63	31.78
归属母公司股东权益	2,815	3,062	3,395	3,833					
少数股东权益	2	2	2	2					
所有者权益合计	2,817	3,064	3,397	3,836					
负债和股东权益	5,628	6,068	6,883	7,971					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-384	226	304	410	每股净资产(元)	7.22	7.85	8.71	9.83
投资活动现金流	-1,368	-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	1,630	-24	-37	-31	ROIC(%)	9.28	8.38	10.47	12.48
现金净增加额	-123	-235	-96	17	ROE-摊薄(%)	2.56	8.07	9.80	11.44
折旧和摊销	60	133	163	194	资产负债率(%)	49.94	49.50	50.65	51.88
资本开支	-346	-437	-362	-362	P/E(现价&最新股本摊薄)	72.41	21.07	15.65	11.88
营运资本变动	-797	-370	-408	-472	P/B(现价)	1.87	1.72	1.55	1.38

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>