

凯伦股份 (300715)

2022 年三季报点评: Q3 经营承压, 防水新规出台利好行业发展

增持 (维持)

2022 年 10 月 27 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书: S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书: S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 任婕

执业证书: S0600522070003

renj@dwzq.com.cn

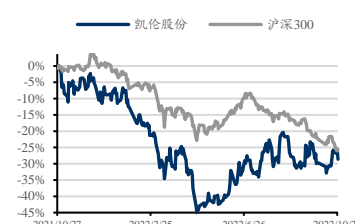
| 盈利预测与估值 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|-------|--------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元) | 2,586 | 2,246 | 2,839 | 3,466 |
| 同比 | 29% | -13% | 26% | 22% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 72 | 31 | 127 | 241 |
| 同比 | -74% | -57% | 314% | 89% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 0.19 | 0.08 | 0.33 | 0.63 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 71.71 | 168.01 | 40.54 | 21.44 |

#业绩符合预期

投资要点

- **事件: 公司发布 2022 年三季报。**2022Q1-3 公司实现营收 15.33 亿元, 同比-20.24%, 归母净利 2239 万元, 同比-87.47%。其中, 单 Q3 营收 6.12 亿元, 同比-12.93%, 归母净利 86.76 万元, 同比-97.83%。
- **经销渠道加快开拓, 季度收入增速降幅收窄。分季度来看,**Q1-3 公司营业收入分别同比变动-26.85%/-23.08%/-12.93%, 收入下滑幅度逐级收窄。年初以来, 公司积极调整渠道结构, 降低对集采业务的依赖程度, 年内公司大规模招商, 经销商数量及经销渠道收入同比大幅增长。未来随着公司渠道调整完成, 业绩稳定性与经营质量预计将会提高。
- **Q3 沥青成本全年最高位, 毛利率大幅承压。销售毛利率方面,**Q3 公司销售毛利率为 17.51%, 同比下滑 6.32 个百分点, 环比下滑 7.66 个百分点, 主要系 Q3 主要原材料沥青价格为全年最高位, 成本压力较大所致。**期间费用率方面,**2022Q3 销售费用率 6.29%, 同比+1.43pct, 研发费用率 6.15%, 同比+0.45pct, 主要由于收入规模下滑费用摊薄减少; 管理费用率 3.77%, 同比-2.47pct, 财务费用率 0.60%, 同比-1.73pct。
- **收现比同比大幅提升, 经营性现金流季度环比流出减少。Q3 经营活动产生的现金流量净额为-7768 万元。**1) 收现比情况: 2022Q3 公司收现比 78.95%, 同比提升 25.41pct; 2) 付现比情况: 2022Q3 公司付现比 83.94%, 同比略增 1.09pct。
- **防水新规发布, 行业规模扩容, 市场格局有望优化。**新规范出台后, 建筑物防水应用场景面积增加、已有场景单位面积防水用量增加, 行业容量大幅提升。我们认为行业标准提升之下行业扩容在即, 仍然看好防水材料龙头中长期市占率提升空间。对于公司重点发展的高分子防水材料, 金属屋面使用 PVC、TPO 等防水卷材单层使用时, 防水卷材的厚度一级防水不小于 1.8mm, 二级防水不低于 1.5mm (卷材厚度增加了 0.3mm)。同时, 原本的二级防水屋面估计大部分会变为一级屋面, 一级防水要求防水材料不少于两道, 屋面工程防水用量预计有较大增加。
- **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。我们下调公司 2022-2024 年归母净利为 0.31/1.27/2.41 亿元 (前值为 0.71/2.04/3.21 亿元), 对应 PE 分别为 168X/41X/21X, 维持公司评级为“增持”。
- **风险提示:**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) | 13.80 |
| 一年最低/最高价 | 10.97/21.00 |
| 市净率(倍) | 2.09 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 3,835.52 |
| 总市值(百万元) | 5,311.75 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 6.61 |
| 资产负债率(% ,LF) | 58.90 |
| 总股本(百万股) | 384.91 |
| 流通 A 股(百万股) | 277.94 |

相关研究

《凯伦股份(300715): 2022 年半年报点评: 经营承压, 推动光伏与建筑防水融合》

2022-09-02

《凯伦股份(300715): 短期业绩承压, 全年预计前低后高》

2022-04-21

凯伦股份三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动资产 | 4,328 | 4,247 | 4,559 | 4,998 | 营业总收入 | 2,586 | 2,246 | 2,839 | 3,466 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 1,532 | 1,463 | 1,276 | 1,246 | 营业成本(含金融类) | 1,801 | 1,756 | 2,157 | 2,588 |
| 经营性应收款项 | 2,149 | 2,185 | 2,559 | 2,886 | 税金及附加 | 12 | 13 | 17 | 21 |
| 存货 | 229 | 231 | 284 | 340 | 销售费用 | 197 | 146 | 170 | 198 |
| 合同资产 | 87 | 67 | 85 | 104 | 管理费用 | 117 | 135 | 148 | 156 |
| 其他流动资产 | 332 | 301 | 354 | 423 | 研发费用 | 139 | 117 | 136 | 156 |
| 非流动资产 | 1,300 | 1,602 | 1,799 | 1,965 | 财务费用 | 18 | 42 | 53 | 56 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 加:其他收益 | 36 | 19 | 14 | 17 |
| 固定资产及使用权资产 | 841 | 1,059 | 1,202 | 1,320 | 投资净收益 | -4 | -8 | -6 | -7 |
| 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 | -12 | -15 | -18 |
| 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 | 37 | 151 | 284 |
| 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 | 5,849 | 6,358 | 6,963 | 利润总额 | 76 | 35 | 149 | 283 |
| 流动负债 | 2,142 | 1,983 | 2,312 | 2,615 | 减:所得税 | 5 | 4 | 21 | 40 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 781 | 781 | 781 | 781 | 净利润 | 71 | 31 | 129 | 243 |
| 经营性应付款项 | 955 | 792 | 1,033 | 1,240 | 减:少数股东损益 | -1 | 0 | 1 | 2 |
| 合同负债 | 88 | 88 | 108 | 129 | 归属母公司净利润 | 72 | 31 | 127 | 241 |
| 其他流动负债 | 317 | 321 | 390 | 464 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.19 | 0.08 | 0.33 | 0.63 |
| 非流动负债 | 669 | 1,019 | 1,069 | 1,129 | EBIT | 105 | 80 | 210 | 348 |
| 长期借款 | 604 | 954 | 1,004 | 1,064 | EBITDA | 165 | 212 | 374 | 542 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 30.34 | 21.82 | 24.01 | 25.34 |
| 租赁负债 | 3 | 3 | 3 | 3 | 归母净利率(%) | 2.78 | 1.37 | 4.48 | 6.94 |
| 其他非流动负债 | 61 | 61 | 61 | 61 | 收入增长率(%) | 28.80 | -13.15 | 26.41 | 22.12 |
| 负债合计 | 2,811 | 3,001 | 3,381 | 3,743 | 归母净利润增长率(%) | -74.18 | -57.32 | 314.44 | 89.08 |
| 归属母公司股东权益 | 2,815 | 2,846 | 2,973 | 3,213 | | | | | |
| 少数股东权益 | 2 | 3 | 4 | 6 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 2,817 | 2,848 | 2,977 | 3,220 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 5,628 | 5,849 | 6,358 | 6,963 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-----------------|-------|--------|-------|-------|
| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 经营活动现金流 | -384 | 119 | 237 | 388 | 每股净资产(元) | 7.22 | 7.30 | 7.62 | 8.24 |
| 投资活动现金流 | -1,368 | -445 | -367 | -368 | 最新发行在外股份(百万股) | 385 | 385 | 385 | 385 |
| 筹资活动现金流 | 1,630 | 257 | -57 | -50 | ROIC(%) | 3.04 | 1.59 | 3.87 | 6.09 |
| 现金净增加额 | -123 | -69 | -187 | -31 | ROE-摊薄(%) | 2.56 | 1.08 | 4.28 | 7.49 |
| 折旧和摊销 | 60 | 133 | 163 | 194 | 资产负债率(%) | 49.94 | 51.31 | 53.18 | 53.76 |
| 资本开支 | -346 | -437 | -362 | -362 | P/E (现价&最新股本摊薄) | 71.71 | 168.01 | 40.54 | 21.44 |
| 营运资本变动 | -797 | -194 | -199 | -191 | P/B (现价) | 1.86 | 1.84 | 1.76 | 1.63 |

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>

