

凯伦股份 (300715)

2023 年业绩预告点评: 经销渠道及新产品稳步发展, 信用减值计提拖累利润

增持 (维持)

2024 年 02 月 01 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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	2,128	2,774	3,351	4,015
同比	-18%	30%	21%	20%
归属母公司净利润 (百万元)	-159	25	184	262
同比	-321%	115%	649%	43%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	-0.41	0.06	0.48	0.68
P/E (现价&最新股本摊薄)	-23.41	151.69	20.26	14.20

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **事件: 公司发布 2023 年业绩预告。**2023 年公司实现归母净利润 2000-3000 万元, 扣非后净利润亏损 1800-2800 万元; 其中, Q4 公司实现归母净利润预计在-4507.76 万元到-5507.76 万元。
- **经营结构优化, 经销占比进一步提升。**公司积极开拓新的市场领域, 继续大力发展经销商模式, 通过渠道下沉, 增加区域销售资源, 大力拓展工业建筑、市政建筑、民用建筑广阔市场, 来自经销渠道的营业收入保持快速增长。同时, 公司加强客户风险识别和保障措施, 主动收缩部分风险较大的房地产客户订单, 房地产业务占比在 2022 年快速下降的基础上进一步下降。
- **毛利率回升, 减值计提影响当期利润。**毛利率来看, 公司 2023 年综合毛利率同比改善, 但由于房地产行业持续承压, 公司遵循谨慎性原则, 对部分房地产客户根据会计准则对存在减值迹象的资产充分计提了减值准备, Q4 公司归母净利润-4507.76 万元到-5507.76 万元。
- **TMP 融合瓦经济性显著, 有望在工商业厂房屋面中快速推广。**基于进口生产线生产出高分子材料的优异性能和研发优势, 公司针对性开发了“全生命周期光伏屋顶系统”以及融合瓦体系, 用于工商业光伏屋顶使用场景。在防水新规的要求之下, 对于金属屋面的防水要求二级以上防水道数不得少于两道, 且防水卷材不应少于一道, 公司现有的 TMP 融合瓦产品针对传统钢屋面化学防腐耐候痛点, 将可外露的 TPO 防水卷材经过特殊加工工艺和镀锌卷钢贴合于一体, 实现防腐防水一体化, 有效延长钢屋面寿命, 同时也能满足防水新规的要求, 是兼具经济性与功能性的选择。
- **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。考虑到下游需求恢复速度较缓, 我们下调公司 2023-2025 年归母净利润的预测为 0.25/1.84/2.62 亿元 (前值为 1.43/2.39/3.49 亿元), 对应 PE 分别为 152X/20X/14X, 维持“增持”评级。
- **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)	9.67
一年最低/最高价	9.37/16.31
市净率(倍)	1.50
流通 A 股市值(百万元)	2,697.07
总市值(百万元)	3,722.08

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.44
资产负债率(% ,LF)	63.11
总股本(百万股)	384.91
流通 A 股(百万股)	278.91

相关研究

《凯伦股份(300715): 2023 年半年报点评: 经销渠道业务快速增长, 防水涂料毛利率修复显著》

2023-08-30

《凯伦股份(300715): 2022 年报及 2023 年一季报点评: 经销渠道快速扩张, 23Q1 毛利率水平改善》

2023-04-29

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4,239	4,516	4,937	5,489	营业总收入	2,128	2,774	3,351	4,015
货币资金及交易性金融资产	1,620	1,468	1,186	966	营业成本(含金融类)	1,713	2,090	2,514	3,005
经营性应收款项	2,030	2,371	2,953	3,569	税金及附加	14	17	20	24
存货	143	270	326	390	销售费用	168	169	194	225
合同资产	107	83	101	120	管理费用	136	144	168	189
其他流动资产	338	323	372	443	研发费用	131	139	154	177
非流动资产	1,903	2,176	2,340	2,470	财务费用	23	100	112	117
长期股权投资	9	9	9	9	加:其他收益	28	44	47	52
固定资产及使用权资产	1,023	1,252	1,395	1,504	投资净收益	0	-1	-1	-1
在建工程	344	355	348	342	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	149	182	209	237	减值损失	-157	-130	-25	-30
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	-186	29	210	299
其他非流动资产	378	378	378	378	营业外净收支	-3	-2	-2	-2
资产总计	6,142	6,691	7,276	7,959	利润总额	-189	28	208	297
流动负债	2,652	2,826	3,176	3,534	减:所得税	-28	3	23	33
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,369	1,369	1,369	1,369	净利润	-161	25	186	265
经营性应付款项	878	858	1,115	1,366	减:少数股东损益	-2	0	2	3
合同负债	104	104	126	150	归属母公司净利润	-159	25	184	262
其他流动负债	301	495	567	649	每股收益-最新股本摊薄(元)	-0.41	0.06	0.48	0.68
非流动负债	1,123	1,473	1,523	1,583	EBIT	-133	216	301	395
长期借款	1,063	1,413	1,463	1,523	EBITDA	-49	378	497	625
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	19.49	24.67	24.99	25.14
租赁负债	4	4	4	4	归母净利率(%)	-7.47	0.88	5.48	6.53
其他非流动负债	56	56	56	56	收入增长率(%)	-17.72	30.39	20.79	19.81
负债合计	3,775	4,299	4,699	5,117	归母净利润增长率(%)	-321.09	115.43	648.65	42.67
归属母公司股东权益	2,365	2,389	2,573	2,835					
少数股东权益	2	3	4	7					
所有者权益合计	2,367	2,392	2,578	2,842					
负债和股东权益	6,142	6,691	7,276	7,959					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	46	88	195	253	每股净资产(元)	6.14	6.21	6.69	7.37
投资活动现金流	-645	-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	672	197	-116	-110	ROIC(%)	-2.53	3.84	5.06	6.31
现金净增加额	78	-152	-283	-219	ROE-摊薄(%)	-6.72	1.03	7.14	9.24
折旧和摊销	84	162	196	230	资产负债率(%)	61.46	64.25	64.57	64.29
资本开支	-605	-437	-362	-362	P/E (现价&最新股本摊薄)	-23.41	151.69	20.26	14.20
营运资本变动	-95	-593	-402	-455	P/B (现价)	1.57	1.56	1.45	1.31

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

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>