

# 凯伦股份 (300715)

## 2023 年报及 2024 年一季报点评：毛利率显著修复，减值计提拖累业绩

增持 (维持)

2024 年 04 月 23 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2,128	2,801	3,381	3,996	4,614
同比 (%)	(17.72)	31.63	20.73	18.19	15.46
归母净利润 (百万元)	(159.02)	22.64	75.83	136.52	197.86
同比 (%)	(321.09)	114.24	235.00	80.03	44.93
EPS-最新摊薄 (元/股)	(0.41)	0.06	0.20	0.35	0.51
P/E (现价&最新摊薄)	(20.02)	140.62	41.98	23.32	16.09

### 股价走势



### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报。2023 年公司实现营收 28.01 亿元,同比+31.63%;归母净利润 2264 万元,同比+114.24%。2024Q1 公司实现营收 5.28 亿元,同比+4.13%;归母净利润 787 万元,同比-77.10%。
- **营收稳健增长,经销渠道稳步开拓。**分季度看,2023Q1-4 公司营收增速分别为+55.72%/+34.32%/+26.39%/+21.15%,2024Q1 公司营收同比增长 4.13%,营收保持稳健增长。公司大力拓展渠道业务,公司通过分布在全国各地的经销商网络,将产品销售给终端工民建等类型客户。产品端,公司基于进口生产线生产出高分子材料的优异性能,针对性开发了“CSPV”以及融合钢塑复合板体系,用于工商业光伏屋顶使用场景。
- **原材料成本下行毛利率改善,减值计提拖累利润。**公司 2023 年销售毛利率 22%,同比+2.51pct;2024Q1 毛利率 21.71%,同比-0.97pct。分产品看,2023 年防水卷材毛利率 23.54%,同比变动+3.17pct;防水涂料毛利率 28.37%,同比变动+8.94pct,主要系原材料成本下行致公司盈利能力改善。期间费用率方面,2023 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.64/-2.42/-0.32/+0.22pct,其中管理费用下降主要系本期股份支付费用减少;2023 年度公司计提各项资产坏账准备和减值准备共计 1.63 亿元,年度转回或收回 0.16 亿元。
- **2023 年经营性现金流大幅提升。**2023 年公司经营活动产生的现金流量净额 1.92 亿元,同比增长 315%,主要原因是销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。1)收现比:2023 年公司收现比 101.08%,同比变动-4.14pct;2)付现比:2023 年公司付现比 101.86%,同比变动+3.50pct。2024Q1 公司经营活动产生的现金流量净额为-2.61 亿元,同比-1,698.76%,主要系以房抵债的增加致使销售收到的现金减少及原材料采购支付的现金增加所致。
- **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 2024-2025 年归母净利润预测值为 0.76/1.37 亿元(前值为 1.84/2.62 亿元),新增公司 2026 年归母净利润预测值为 1.98 亿元,对应 PE 分别为 42X/23X/16X,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。

### 市场数据

收盘价(元)	8.27
一年最低/最高价	6.52/15.86
市净率(倍)	1.33
流通 A 股市值(百万元)	2,312.30
总市值(百万元)	3,183.20

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	6.20
资产负债率(% LF)	61.38
总股本(百万股)	384.91
流通 A 股(百万股)	279.60

### 相关研究

《凯伦股份(300715):2023 年业绩預告点评:经销渠道及新产品稳步发展,信用减值计提拖累利润》

2024-02-01

《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

凯伦股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>4,443</b>	<b>4,856</b>	<b>5,145</b>	<b>5,575</b>	<b>营业总收入</b>	<b>2,801</b>	<b>3,381</b>	<b>3,996</b>	<b>4,614</b>
货币资金及交易性金融资产	1,787	1,825	1,654	1,525	营业成本(含金融类)	2,185	2,636	3,112	3,594
经营性应收款项	2,162	2,432	2,782	3,229	税金及附加	16	20	24	28
存货	133	176	208	241	销售费用	203	206	232	258
合同资产	116	135	160	185	管理费用	112	176	200	217
其他流动资产	245	287	341	395	研发费用	163	169	184	203
<b>非流动资产</b>	<b>2,081</b>	<b>2,306</b>	<b>2,427</b>	<b>2,518</b>	财务费用	36	100	109	112
长期股权投资	9	9	9	9	加:其他收益	57	54	56	60
固定资产及使用权资产	1,471	1,588	1,637	1,665	投资净收益	3	(1)	(1)	(1)
在建工程	22	98	142	178	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	144	177	204	232	减值损失	(147)	(40)	(35)	(35)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	5	5	5	5	<b>营业利润</b>	<b>(2)</b>	<b>88</b>	<b>156</b>	<b>226</b>
其他非流动资产	430	430	430	430	营业外净收支	(2)	(2)	(2)	(2)
<b>资产总计</b>	<b>6,524</b>	<b>7,162</b>	<b>7,572</b>	<b>8,093</b>	<b>利润总额</b>	<b>(3)</b>	<b>86</b>	<b>155</b>	<b>225</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,855</b>	<b>3,066</b>	<b>3,288</b>	<b>3,550</b>	减:所得税	(32)	9	17	25
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,422	1,422	1,422	1,422	<b>净利润</b>	<b>28</b>	<b>77</b>	<b>138</b>	<b>200</b>
经营性应付款项	1,014	1,153	1,319	1,523	减:少数股东损益	6	1	1	2
合同负债	86	105	124	144	<b>归属母公司净利润</b>	<b>23</b>	<b>76</b>	<b>137</b>	<b>198</b>
其他流动负债	334	386	423	461	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.06	0.20	0.35	0.51
非流动负债	1,236	1,586	1,636	1,696	EBIT	37	174	245	314
长期借款	1,179	1,529	1,579	1,639	EBITDA	140	384	484	582
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	22.00	22.04	22.13	22.10
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	0.81	2.24	3.42	4.29
其他非流动负债	56	56	56	56	收入增长率(%)	31.63	20.73	18.19	15.46
<b>负债合计</b>	<b>4,091</b>	<b>4,652</b>	<b>4,924</b>	<b>5,245</b>	归母净利润增长率(%)	114.24	235.00	80.03	44.93
归属母公司股东权益	2,425	2,501	2,638	2,835					
少数股东权益	8	9	10	12					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,433</b>	<b>2,510</b>	<b>2,648</b>	<b>2,848</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,524</b>	<b>7,162</b>	<b>7,572</b>	<b>8,093</b>					

  

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	192	281	310	346	每股净资产(元)	6.30	6.50	6.85	7.37
投资活动现金流	(181)	(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	211	195	(119)	(112)	ROIC(%)	(6.86)	2.95	3.92	4.83
现金净增加额	224	39	(171)	(129)	ROE-摊薄(%)	0.93	3.03	5.18	6.98
折旧和摊销	103	210	239	269	资产负债率(%)	62.70	64.95	65.03	64.81
资本开支	(284)	(437)	(362)	(362)	P/E(现价&最新股本摊薄)	140.62	41.98	23.32	16.09
营运资本变动	(114)	(203)	(273)	(332)	P/B(现价)	1.31	1.27	1.21	1.12

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>