



## 增持（首次）

所属行业：建筑材料/装修建材  
当前价格(元)：7.70

### 证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

邮箱：yanguang@tebon.com.cn

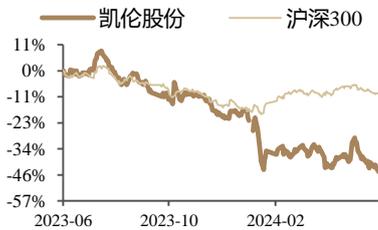
王逸枫

资格编号：S0120524010004

邮箱：wangyf6@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-18.88	-6.32	-14.84
相对涨幅(%)	-15.02	-5.51	-13.89

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

# 凯伦股份（300715.SZ）：专注差异化竞争，高分子防水引领者

## 投资要点

**先发优势+持续精进，造就高分子防水材料引领者。**凯伦股份成立于 2011 年，是集防水材料研发、制造、销售及施工服务于一体的国家高新技术企业。2017 年 10 月 26 日公司实现 A 股上市，成为中国建筑防水行业首家创业板上市公司。公司主要产品包括具有行业技术原创性的 MBP、PVC、TPO 防水卷材，TMP 融合瓦等多种优质防水材料，通过实施高分子防水材料差异化竞争策略，引领高分子防水材料应用新趋势。2023 年以来公司逐渐走出房地产下行带来的业绩低谷，增长引擎重启，2023 年公司实现营业收入 28.01 亿元，同比+31.63%，实现归母净利润 0.23 亿元，同比+114.24%。

**史上最严防水新规落地，测算防水市场有望扩容超 61%。**防水新规于 2023 年 4 月 1 日起正式实施，为防水行业首部通用规范。防水新规在完善行业规范的同时，有望直接带动防水材料用量。按照规上营收口径，2022 年防水市场规模达到了 1192.14 亿元，根据我们的保守估计，在不考虑市场本身增长的情况下，**仅防水新规实施后将带来超 735 亿元市场规模增量，较 2022 年大幅增长 61.70%**。新规实行后，产品质量更有保障，生产非标产品以及环保不达标的小微企业市场份额或将出清，市场竞争环境有望改善。在此背景下，大型防水企业的竞争力预计将逐步增强，行业集中度有望进一步增加。

**精细化赛道+严控风险，助力公司业绩回暖。****1) 深耕高分子卷材赛道，着力差异化竞争：**与其他防水卷材相比，高分子卷材有耐腐蚀、耐老化、使用寿命长、适配光伏屋顶，是未来全球防水卷材发展的主流方向。高分子防水产品是凯伦股份代表性名片，先发布局较早，有望持续巩固竞争优势。**2) 推动收入结构变革，严控应收账款风险：**公司持续调整收入结构，集采占比有所下降。虽应收账款有所上升，但公司重视风险，严格把控坏账计提，单项计提总体或将接近完成，未来单项集体准备有望持续退坡，应收账款风险得到控制。

**投资建议：**凯伦股份作为最早布局高分子防水领域的企业，具有良好的先发优势，伴随防水新规落地、地产基建需求回暖、光伏屋顶需求增大以及自身渠道布局的进一步完善，公司后续增长具有持续性。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.75、1.33 和 2.20 亿元，同比增长 232.46%、77.33%和 65.20%，对应 EPS 分别为 0.20、0.35 和 0.57 元，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**原材料价格上涨；新产品开发不及预期；防水新规落地不及预期；房地产市场恢复不及预期。

### 股票数据

总股本(百万股):	384.91
流通 A 股(百万股):	279.60
52 周内股价区间(元):	7.76-15.18
总市值(百万元):	2,986.90
总资产(百万元):	6,221.52
每股净资产(元):	6.20

资料来源：公司公告

### 主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,128	2,801	3,363	4,007	4,742
(+/-)YOY(%)	-17.7%	31.6%	20.1%	19.1%	18.4%
净利润(百万元)	-159	23	75	133	220
(+/-)YOY(%)	-321.1%	114.2%	232.5%	77.3%	65.2%
全面摊薄 EPS(元)	-0.42	0.06	0.20	0.35	0.57
毛利率(%)	19.5%	22.0%	23.9%	24.9%	25.8%
净资产收益率(%)	-6.7%	0.9%	3.0%	5.0%	7.7%

资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

1. 公司概况：差异化竞争，聚焦高分子防水	6
1.1. 防水行业首家创业板上市公司，注重差异化竞争	6
1.2. 各业务稳定向好，业绩增长引擎重启	8
2. 防水新规加速行业规模扩容，龙头集中度上升	12
2.1. 防水行业产业链：上游对接石油化工，下游以地产、基建为主导	12
2.2. 沥青价格回落有望带动企业成本端企稳	13
2.3. 地产政策组合齐发加速基本面企稳，防水新规带动行业扩容	15
2.3.1. 地产持续探底、基建虽有韧性但增速收窄	15
2.3.2. 防水新规落地，进一步带动行业规模扩容	18
2.4. 行业整合趋势明显，强者恒强	23
3. 精细化赛道+严控风险，助力公司业绩回暖	26
3.1. 精细防水赛道，重点着力差异化竞争	26
3.1.1. 高分子防水卷材：竞争优势明显，未来可期	26
3.1.2. 差异化竞争造就凯伦高分子防水龙头地位	28
3.1.3. 市场竞争加剧，凯伦股份有望保持高分子防水先发优势	30
3.2. 推动收入结构变革，严控应收账款风险	33
4. 盈利预测与估值	37
5. 风险提示	39

## 图表目录

图 1: 凯伦股份股权结构及主要子公司情况 (截至 2024 年一季度)	8
图 2: 2014-2023 凯伦股份营业收入及增速 (亿元, %)	9
图 3: 2014-2023 凯伦股份归母净利润及增速 (亿元, %)	9
图 4: 各业务营收占比 (%)	9
图 5: 各主营业务收入 (亿元)	9
图 6: 各业务毛利占比 (%)	10
图 7: 综合毛利率及分业务毛利率 (%)	10
图 8: 凯伦股份期间费用情况 (亿元, %)	10
图 9: 凯伦股份各项费用率情况 (%)	10
图 10: 凯伦股份应收账款及情况 (亿元, %)	11
图 11: 应收账款占比情况 (%)	11
图 12: 凯伦股份经营活动产生的现金流量净额 (亿元, %)	11
图 13: 凯伦股份收现比情况 (亿元, 亿元, %)	11
图 14: 防水行业产业链	12
图 15: 中国建筑防水材料产量情况 (亿平方米, %)	12
图 16: 中国规模以上防水企业营业收入情况 (亿元, %)	12
图 17: 2021 年中国防水材料市场细分产品占比 (%)	13
图 18: 凯伦股份成本构成情况 (%)	14
图 19: 截至 2021 年 9 月雨中情原材料成本占比情况 (%)	14
图 20: 中国石油沥青产量 (万吨)	14
图 21: 原油、石油沥青价格情况 (元/桶, 元/吨)	14
图 22: 中国石油沥青库存小计 (万吨)	15
图 23: 石油沥青装置开工率 (%)	15
图 24: 防水行业下游占比情况 (%)	15
图 25: 固定资产投资完成额及增速 (万亿元, %)	16
图 26: 基础设施建设累计同比 (%)	16
图 27: 房地产开发投资完成额及增速 (万亿元, %)	17
图 28: 商品房销售面积及增速 (亿平方米, %)	17
图 29: 棚改计划及实际开工量情况 (万套, %)	18
图 30: 老旧小区改造累计新开工及进度情况 (万个, %)	18
图 31: 防水新规下市场规模扩容测算逻辑	21
图 32: 建筑防水材料产量(亿平方米)	23

图 33: 防水材料价格指数 (2012 年 9 月为基准) .....	23
图 34: 规模以上防水企业利润情况 (亿元, %) .....	24
图 35: 规模以上防水企业数量及平均利润情况 (家, 万元) .....	24
图 36: 规模以上防水企业以营收为口径的 CR3 (%) .....	24
图 37: 规模以上防水企业以营收为口径的市占率 (%) .....	24
图 38: 建筑防水卷材产品近 3 年国家监督抽查情况 (批次, %) .....	26
图 39: 我国分布式光伏新增装机容量及增速 (GW, %) .....	27
图 40: 我国分布式光伏累计装机容量及增速 (GW, %) .....	27
图 41: 凯伦股份高分子防水产品发展情况 .....	28
图 42: 凯伦股份高分子防水卷材典型应用工程 .....	29
图 43: 凯伦股份融合光伏屋顶解决方案 .....	29
图 44: 凯伦股份融合光伏屋顶五大优势 .....	29
图 45: 凯伦股份单层屋面系统 1 .....	30
图 46: 凯伦股份单层屋面系统 2 .....	30
图 47: 凯伦股份 TMP 融合瓦系统 .....	30
图 48: 凯伦股份研发人员情况 (人, %) .....	31
图 49: 凯伦股份研发投入情况 (亿元, %) .....	31
图 50: 凯伦股份防水材料分产品毛利率 (%) .....	32
图 51: 凯伦股份防水卷材分产品单位收入 (元/平方米) .....	32
图 52: 凯伦股份销售人员情况 (人, %) .....	33
图 53: 凯伦股份销售费用 (亿元) .....	33
图 54: 前五大客户销售收入情况 (亿元, %) .....	34
图 55: 凯伦股份坏账准备及主要防水企业平均坏账计提比例 (% , 亿元) .....	34
图 56: 凯伦股份坏账损失和信用减值损失情况 (亿元) .....	35
图 57: 凯伦股份计提金额及单项计提占比 (亿元, %) .....	35
图 58: 2023 年凯伦股份账龄情况 (%) .....	35
表 1: 公司重大事件梳理 .....	6
表 2: 凯伦股份主要产品 .....	7
表 3: 凯伦股份其他子公司情况 .....	8
表 4: 防水材料分类 .....	13
表 5: 近期专项债、万亿国债政策情况 .....	16
表 6: 5 月 17 日地产相关利好政策解读 .....	17

表 7: 2023 年 4 月以来中央各部委关于城中村改造的相关表述 .....	18
表 8: 新旧规下防水工程耐久年限对比 .....	19
表 9: 工程防水功能重要程度分类.....	19
表 10: 工程防水使用环境分类.....	20
表 11: 依照工程类别和使用环境划分的工程防水等级.....	20
表 12: 新旧规对不同防水等级施工道数要求情况.....	21
表 13: 2023 年房地产防水施工总面积测算 (亿平方米) .....	22
表 14: 建安价格情况 (元/平方米) .....	23
表 15: 防水新规下市场规模扩容情况.....	23
表 16: 防水行业近年来部分产能扩张情况.....	25
表 17: 渗漏调查情况 .....	25
表 18: 历年房建供应链综合实力 TOP500-首选防水合作品牌十强 .....	26
表 19: 高分子防水卷材对比 .....	27
表 20: MBP 高分子自粘胶膜防水卷材与其他预铺防水材料特点对比 .....	27
表 21: 政府持续鼓励高分子卷材应用.....	28
表 22: 防水企业近年高分子布局部分情况.....	31
表 23: 凯伦股份主要研发项目情况.....	31
表 24: 凯伦股份重要在建项目情况.....	32
表 25: 凯伦股份与部分光伏产业链公司合作情况.....	33
表 26: 主要防水企业坏账准备计提比例规定 .....	34
表 27: 凯伦股份单项计提情况.....	36
表 25: 凯伦股份盈利预测.....	37
表 26: 可比公司估值 (收盘价截至 2024 年 6 月 17 日) .....	38

# 1. 公司概况：差异化竞争，聚焦高分子防水

## 1.1. 防水行业首家创业板上市公司，注重差异化竞争

**先发优势+持续精进，打造高分子防水材料引领者。**凯伦股份成立于2011年，并于2017年10月26日实现A股上市，成为中国建筑防水行业首家创业板上市公司。凯伦股份是集防水材料研发、制造、销售及施工服务于一体的国家高新技术企业，公司产品主要为建筑防水材料，广泛应用于房屋建筑、轨道交通、水利设施、综合管廊等众多领域。作为国内最早从事高分子防水材料研发和推广应用的防水龙头企业，公司先后与各知名大学和研究院合作搭建产学研合作模式，奠定了在防水领域的可持续创新动力。

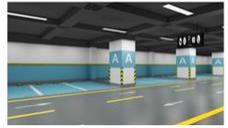
表 1：公司重大事件梳理

阶段概括	时间	事件
阶段一 公司成立后通过 <b>准确的市场定位和差异化的产品策略</b> 迅速打开市场，而后成功登录新三板。	2011.07	凯伦股份注册成立
	2012.12	新产品“MBP-P 高分子预铺防水卷材（非沥青基）”被江苏省科技厅认定为“江苏省高新技术产品”
	2013.03	新产品“高分子自粘胶膜预铺/湿铺防水卷材（MBP-P）应用技术”通过国家住房和城乡建设部科技成果评估
	2014.11	新产品“白色聚氨酯防水涂料（MPU）”通过国家住房和城乡建设部科技成果评估
	2014.12	成功登陆新三板，在全国中小企业股份转让系统挂牌
阶段二 公司加大研发投入，多款防水材料和高分子材料通过检测和成果评估， <b>稳固了高分子防水领域的领军品牌地位</b> ，并于2017年成功上市。	2015.09	凯伦建材 MBP-P 获 CE 认证
	2016.04	白色聚氨酯防水涂料（MPU-95）通过欧盟 REACH 高关注物质检测
	2017.03	PVC 聚氯乙烯防水卷材成功通过英国 BBA 认证，成为国内首家通过英国 BBA 认证的防水企业
	2017.03	凯伦连续第二年获评房地产 500 强首选供应商
	2017.10	凯伦股份实现 A 股上市，成为中国建筑防水行业首家创业板上市公司
阶段三 公司 <b>业务规模进一步扩大，首倡“融合防水”理念</b> ，并推进低碳环保理念，积极布局海外市场。	2019.05	凯伦股份在湖北黄冈市设立全资子公司——湖北纽凯伦轨道交通新材料有限公司
	2019.09	凯伦股份荣获“中国建筑防水科技创新企业十强”荣誉称号
	2020.04	通过中铁十五局集团有限公司年度合作供应商资格预审，成为中铁十五局集团有限公司北部区域、东部区域、中部区域、南部区域、西北区域、西南区域防水材料年度合作供应商
	2020.11	与泗阳县人民政府拟签订《工业项目投资框架协议》，计划总投资约 15 亿元建设宿迁凯伦新材料科技有限公司
	2021.05	设立全资子公司苏州凯伦新材料有限公司和凯伦智慧供应链管理（上海）有限公司
	2022.02	凯伦股份与中建三局签订 2022-2023 年防水工程（一线品牌）集中采购；中标乌将铁路扩能改造工程
	2022.07	出资设立全域低碳（深圳）科技有限公司
2022.08	携手固德威正式发布“零碳生产”新品，银质轻质光电建材首度面世；在美国申请的高分子预铺防水卷材发明专利正式获得美国专利局授权，实现了海外专利零的突破	
2023.05	入围中国路桥 2023-2025 年度二级集采目录	

资料来源：凯伦股份官网，德邦研究所

**逐步构建完善产品网络，差异化策略造就竞争优势。**基于“融合防水”核心理念，公司研发了多款通过国家及海外认证和评估的产品，形成了由高分子卷材系列、改性沥青卷材系列、湿铺/自粘卷材系列、防水涂料、地坪材料等构成的完善产品矩阵。公司产品主要包括具有行业技术原创性的 MBP、PVC、TPO 防水卷材，TMP 融合瓦等多种优质防水材料，通过实施高分子防水材料差异化竞争策略，引领高分子防水材料应用新趋势。

表 2: 凯伦股份主要产品

产品类别	代表产品	图例
合成高分子卷材系列	MBP-P 高分子自粘胶膜预铺防水材料	
	CL-PVC 聚氯乙烯防水卷材	
	CL-TPO 热塑性聚烯烃防水卷材	
改性沥青卷材系列	APP 塑性体改性沥青防水卷材	
湿铺/自粘卷材系列	MBA-CL 高分子交叉层压膜湿铺/自粘防水卷材	
防水涂料	NMA 非固化橡胶沥青防水涂料	
地坪材料	Kyprep 系列聚氨酯地坪底涂	

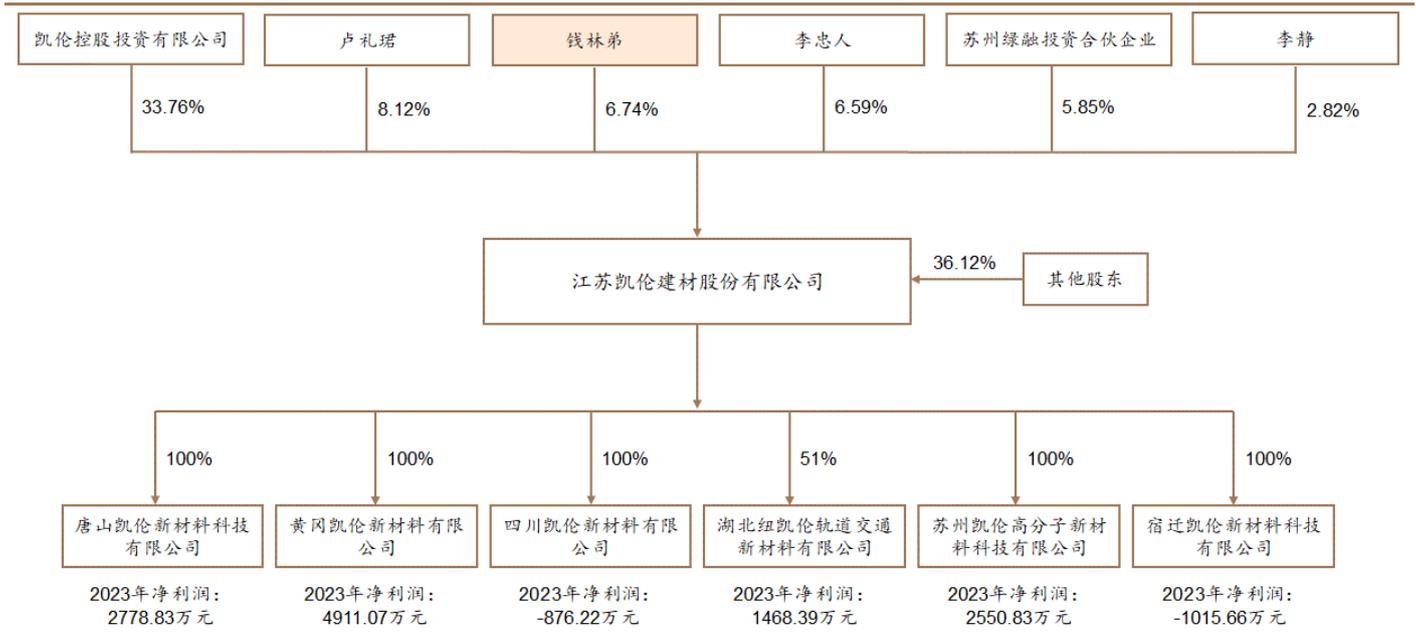
资料来源: 凯伦股份官网, 德邦研究所

公司股权结构清晰且较为集中。截至 2024Q1, 公司控股股东凯伦控股投资有限公司持股比例为 33.76%, 第二大股东卢礼珺持股比例为 8.12%, 第三大股东为钱林弟 (实际控制人) 持股比例为 6.74%。前十大股东合计持有 2.65 亿股, 占公司总股本的 68.95%。

凯伦股份积极设立子公司, 拓展区域和业务覆盖范围:

1) 从区域覆盖范围来看, 子公司苏州凯伦、黄冈凯伦、四川凯伦以及唐山凯伦分别拥有苏州高分子产业园以及黄冈、南充、唐山生产基地, 较新的贵港生产基地以及宿迁生产基地对应的子公司广西凯伦和宿迁凯伦也在 2023 年首次实现对母公司净利润影响达 10% 以上。公司初步形成了以苏州总部为核心, 各地生产基地协同发展的局面, 产能辐射范围覆盖全国。

2) 从业务范围来看, 各子公司涵盖了防水材料生产与销售、防水工程施工、供应链管理服务等以及投资管理等多项业务, 业务范围逐渐扩大。

**图 1：凯伦股份股权结构及主要子公司情况（截至 2024 年一季度）**


资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

**表 3：凯伦股份其他子公司情况**

子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例
苏州凯汇伦防水保温工程有限公司	江苏省苏州市	建筑业	直接持股 100%
苏州凯伦盈信股权投资管理有限公司	江苏省苏州市	投资	间接持股 100%
苏州凯瑞伦建筑工程有限公司	江苏省苏州市	建筑业	直接持股 100%
广西凯伦新材料有限公司	广西壮族自治区贵港市	制造业	直接持股 100%
凯伦智慧供应链管理（上海）有限公司	上海市	批发业	直接持股 100%
凯伦进出口公司	江苏省苏州市	批发业	直接持股 100%
吉林凯伦公司	吉林省吉林市	科技推广和应用服务业	直接持股 70%
凯伦盛世新材料（上海）有限公司	上海市	批发业	直接持股 51%

资料来源：公司 2023 年报，德邦研究所

## 1.2. 各业务稳定向好，业绩增长引擎重启

**2021 年以前营收盈利均快速增长。**公司积极开拓市场，专注差异化竞争，在防水领域逐渐积累优势，营业收入和净利润保持快速增长态势，2020 年实现营业收入 20.08 亿元，2014-2020 年 CAGR 达 49.40%，2020 年实现归母净利润 2.79 亿元，2014-2020 年 CAGR 达 58.38%。

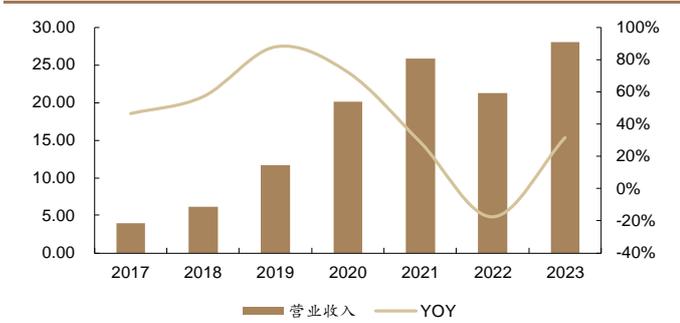
**2021 年开始房地产下行背景下公司进入调整期，营收及盈利承压。**21 年公司收入增速放缓、归母净利润仅 0.72 亿元，同比下降 74.18%，主要原因系：1) 21 年主要原材料石油沥青价格高点较年初最高上涨幅度达 49.98%，成本端形成较大压力；2) 下游地产客户资金趋紧影响公司回款情况，公司 21 年计提信用减值损失 2.52 亿元，同比增加 274.69%。

22 年公司营收下降，净利润首次出现负值。主要原因系：1) 地产需求减少，同时公司主动管控风险，压缩民营房地产客户发货量致使收入下降；2) 原材料石油沥青价格继续上涨，2022 年价格高点较年初最高上涨幅度达 49.33%。3) 公司计提信用减值损失 1.27 亿元，仍较大程度拖累公司利润。4) 公司于 2022 年终止实施 2021 年限制性股票激励计划，加速行权确认股份支付费用，影响公

司利润金额为 3495.77 万元。

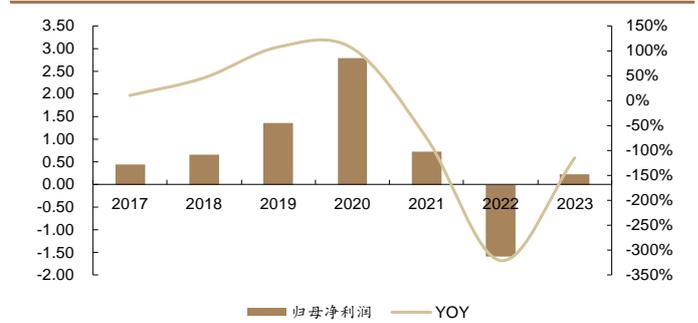
**2023 年以来公司营收盈利回暖。**2023 年原材料石油沥青价格较 2022 年开始回落，全年下降 9.78%，叠加 2022 年同期较低的营收盈利基数，公司业绩实现回暖。据公司 2023 年年报，公司实现营业收入 28.01 亿元，同比上升 31.63%，实现归母净利润 0.23 亿元，同比增长 114.24%，在当年计提信用减值损失扩大至 1.41 亿元的情况下利润仍由负转正，改善明显。

图 2：2014-2023 凯伦股份营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

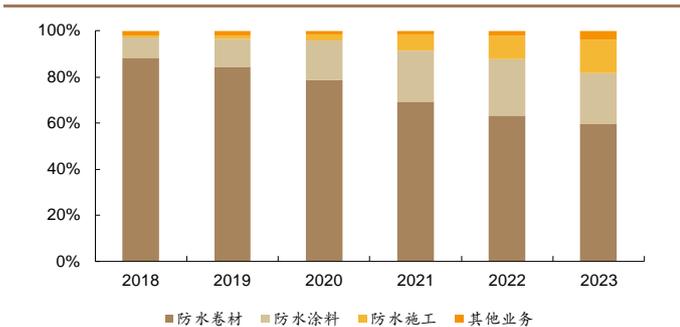
图 3：2014-2023 凯伦股份归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

**防水卷材为公司主要业务，涂料、施工业务占比逐年提高。**分产品结构来看，2023 年公司防水卷材营业收入达到 16.67 亿元，同比上升 23.69%，但总营收占比逐年下降，2023 年为 59.53%。防水涂料业务和防水施工业务占比则在近年来实现快速增长，2023 年公司防水涂料业务和施工业务占总营收比分别为 22.07%/14.64%，相较 2018 年占比分别提升了 12.91/13.87 个百分点。

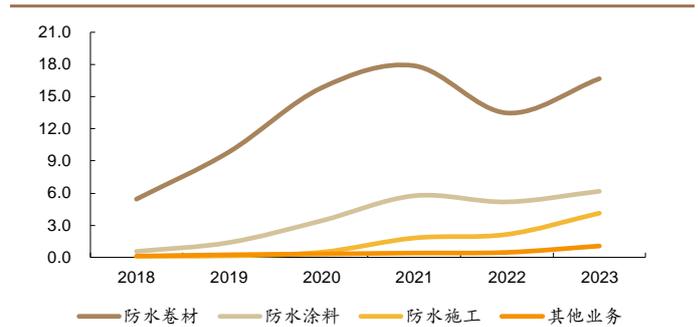
图 4：各业务营收占比（%）



资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

注：其他业务为防水辅材、地坪材料以及原材料销售等业务

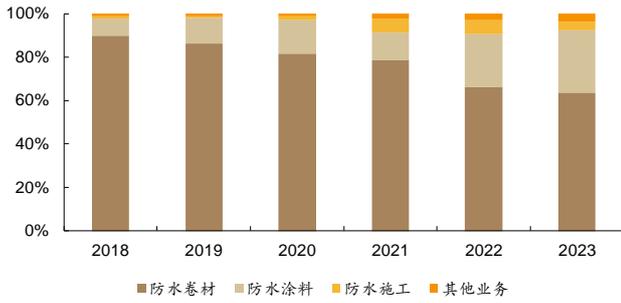
图 5：各主营业务收入（亿元）



资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

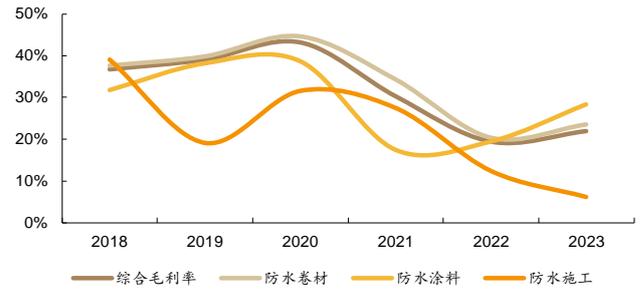
**卷材业务提供大部分毛利，涂料毛利率修复明显。**2023 年公司原材料采购成本总体低于上年同期，毛利率快速恢复至 22.00%，同比上升 2.51 个百分点。分产品来看，防水卷材毛利占比在 60% 以上，为公司最主要的毛利来源，18-23 年防水卷材、防水涂料、防水施工的平均毛利率分别为 33.42%、29.01%、22.64%。防水涂料 2023 年毛利率迅速上升 8.94 个百分点，达到 28.37%，首次超过了防水卷材毛利率。

图 6: 各业务毛利占比 (%)



资料来源: 公司公告、Wind, 德邦研究所

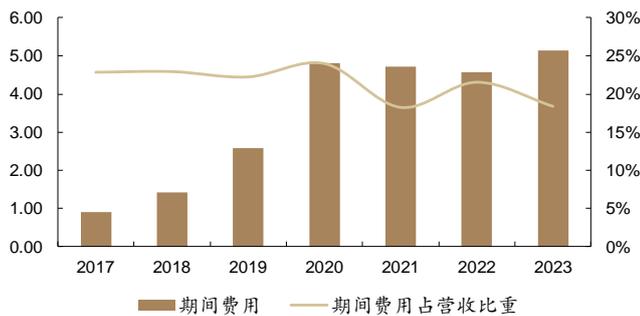
图 7: 综合毛利率及分业务毛利率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind, 德邦研究所

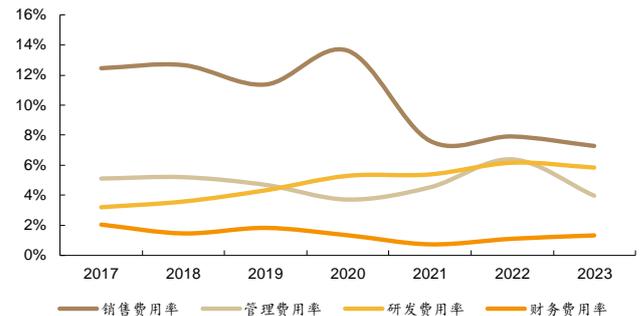
**费用率逐渐优化, 研发端持续发力。**公司持续践行降本增效战略, 期间费用占营收比重稳步下降, 2023 年降至 18.37%, 同比下降 3.15 个百分点。公司在降本增效的同时, 加大研发投入力度, 以维持在核心技术领域的领先优势, 2023 年公司研发费用率约 5.82%, 较 2017 年上升了 2.61 个百分点。

图 8: 凯伦股份期间费用情况 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、Wind, 德邦研究所

图 9: 凯伦股份各项费用率情况 (%)



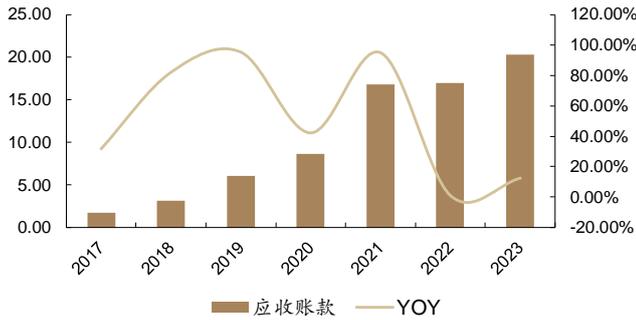
资料来源: 公司公告、Wind, 德邦研究所

**公司应收账款绝对规模有所上升, 但风险较为可控。**随着公司销售规模扩大, 销售网络市场覆盖范围的不断扩张以及客户数量持续增长, 公司应收账款跟随营业收入呈增长趋势。近年来房地产行业经历了多轮降杠杆、去库存、资金监控等政策调控, 正在经历结构性改变, 若来自房地产行业的主要债务人财务状况恶化, 可能导致应收账款无法收回。但我们认为公司应收账款风险比较可控:

1) 管理方面, 公司对采用信用方式交易的客户进行持续信用评估, 选择经认可且信用良好的客户进行交易, 以确保不会面临重大坏账风险;

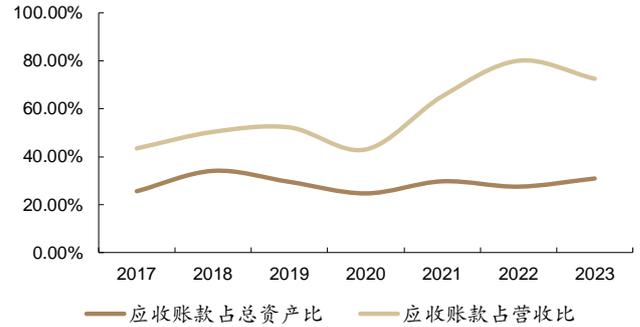
2) 23 年公司应收账款达到 20.25 亿元, 同比+12.45%, 但占当年营业收入之比为 72.31%, 同比-7.47%, 改善较明显。同时公司源于余额前五名客户的应收账款占比由 22 年的 30.92% 下降至 21.18%, 显示信用集中风险在改善中;

图 10: 凯伦股份应收账款及情况 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、Wind, 德邦研究所

图 11: 应收账款占比情况 (%)

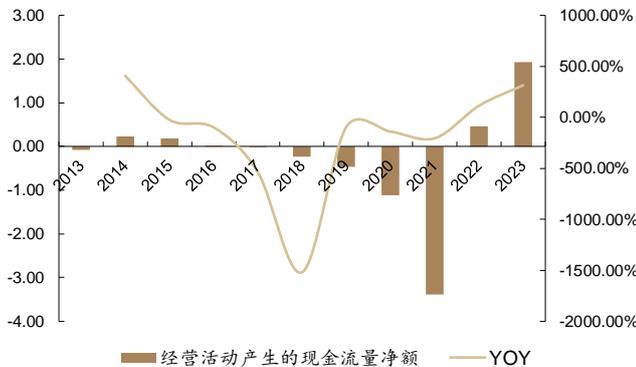


资料来源: 公司公告、Wind, 德邦研究所

3) 公司实控人及董事于 21 年针对恒大的应收账款无法兑付造成的减值损失做出过全额补偿承诺, 截至 23 年报最新披露情况, 已正在按时履行相关承诺中, 反映公司管理层对应收账款风险认识清晰, 并积极承担责任;

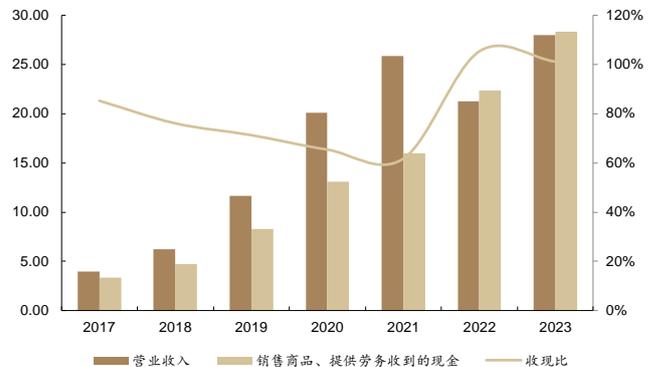
4) 现金流情况看, 22-23 年, 公司经营活动产生的现金流量净额回正后继续实现大幅增长, 据公司年报披露, 主要系公司应收账款回款增加所致。同时公司的收现比在 22-23 年也迅速攀升至 100% 以上, 或反映了对应收账款的管理有明显改善。

图 12: 凯伦股份经营活动产生的现金流量净额 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、Wind, 德邦研究所

图 13: 凯伦股份收现比情况 (亿元, 亿元, %)



资料来源: 公司公告、Wind, 德邦研究所

## 2. 防水新规加速行业规模扩容，龙头集中度上升

### 2.1. 防水行业产业链：上游对接石油化工，下游以地产、基建为主导

防水材料上游为石油化工，下游受地产、基建影响较大。防水产业链上游主要是石油化工产品等原材料供应商。下游主要应用于房地产开发建设、基础设施建设等行业，是现代建筑必不可少的功能性建筑材料。

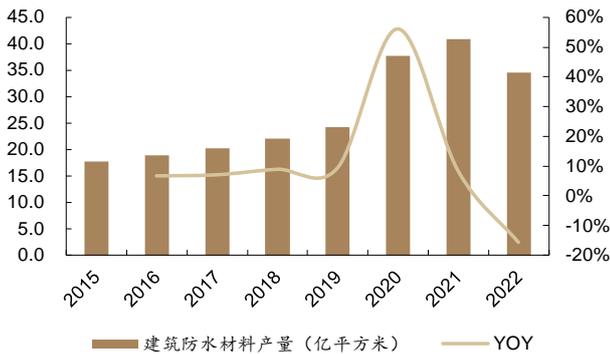
图 14：防水行业产业链



资料来源：科顺股份招股说明书、德邦研究所

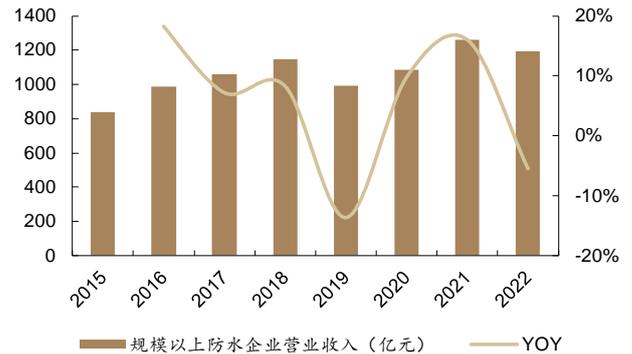
2022年起，受下游房地产行业不景气影响，防水材料产量和规模以上防水企业营业收入增速转负，分别-15.52%/-5.50%，除此之外，此前防水行业相关指标均呈现稳健增长态势。

图 15：中国建筑防水材料产量情况（亿平方米，%）



资料来源：智研咨询，德邦研究所

图 16：中国规模以上防水企业营业收入情况（亿元，%）



资料来源：中国防水报道、Wind，德邦研究所

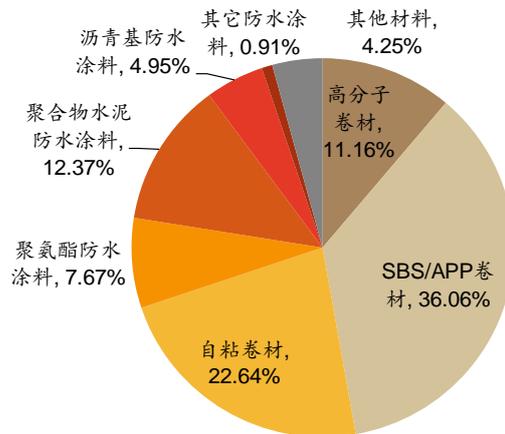
**防水产品结构：卷材为主，涂料为辅。**根据外观形态的不同，防水材料可分为防水卷材、防水涂料以及其他材料。根据中国建筑防水协会披露，2021年防水卷材产量占全部防水材料的69.86%，防水涂料占25.89%，其他材料占4.25%。从细分产品看，SBS/APP防水卷材占比最多，达36.06%，聚合物水泥防水涂料占比达到12.37%，为涂料端占比最多的产品。

表 4: 防水材料分类

产品类别	细分类别	主要产品	主要特点	总产量占比
防水卷材	高聚物改性沥青防水卷材	SBS/APP 改性沥青防水卷材、自粘卷材等	SBS 改性沥青防水卷材尤其适用于寒冷地区、结构变形频繁的建筑防水工程；APP 改性沥青防水卷材适用于较炎热地区的建筑物防水工程；自粘防水卷材具有不透水性、低温柔度、抗变形性能及自愈性好等特点。	69.86%
	高分子防水卷材	聚氯乙烯(PVC)卷材、聚乙烯(PE)卷材、MBP 高分子自粘胶膜防水卷材、TPO 卷材等	拉伸强度高、抗冲击性能好，具有良好的尺寸稳定性。耐老化性强，拉伸强度高，热处理变化小且低温柔性好，适应环境温度变化性强。	
防水涂料	沥青基防水涂料	乳化沥青防水涂料、水性沥青基防水涂料等	具有一定的防水性和防腐性，但乳化沥青防水涂料使用寿命短，抗裂性、低温柔性和耐热性较差，是廉价低档的防水涂料；水性沥青基防水涂料是以多种橡胶共同复合对沥青进行改性，配制而成的聚合物改性沥青防水涂料。	25.89%
	高聚物改性沥青防水涂料	橡胶改性沥青防水涂料、SBS 改性沥青防水涂料等	耐腐蚀、耐低温性能优异，粘结性强，防水性能优异。柔韧性好，延伸率高，适于变形性较大的基层。自愈性强防水层出现破损可自行修复，可与改性沥青防水卷材复合使用。	
	合成高分子防水涂料	聚氨酯防水涂料、丙烯酸酯防水涂料、聚合物水泥防水涂料等	涂膜强度高，延伸率大，可形成连续无缝的完整防水层，对基层收缩、变形、开裂适应性强。可在潮湿基面上施工，粘结强度高。	
其他材料	玻纤胎、沥青瓦、防水砂浆等	-	-	4.25%

资料来源：东方雨虹招股说明书、凯伦股份招股说明书、雨中情招股说明书（申报稿）、建筑功能材料、中国建筑防水协会等，德邦研究所注：防水卷材、防水涂料的细分类别均按材料口径进行分类

图 17: 2021 年中国防水材料市场细分产品占比 (%)

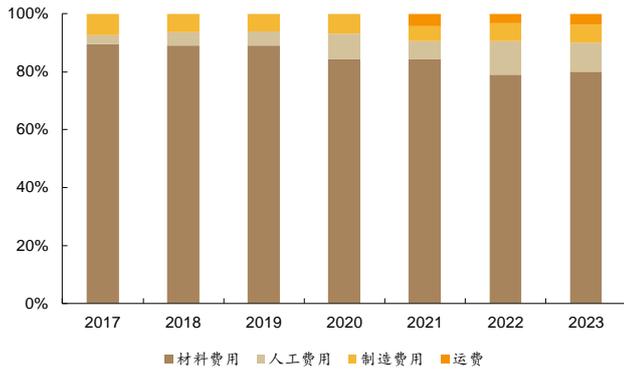


资料来源：中国建筑防水协会、德邦研究所

## 2.2. 沥青价格回落有望带动企业成本端企稳

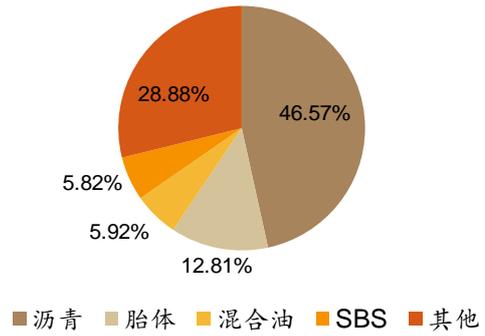
材料费用对防水企业营业成本影响最大，其中沥青成本是关键。参考凯伦股份各年报披露数据，2017-2019 年公司的材料费用占总成本比例近 90%，近年来虽有小幅下滑，仍在 80%左右的高位波动。防水行业所需的原材料主要包括沥青、聚醚、聚酯胎基、膜类、乳液、SBS 改性剂等。以雨中情为例，根据其招股说明书（申报稿）披露，截至 2021 年 9 月，雨中情的沥青采购成本占其原材料成本比重最高，为 46.57%。

图 18: 凯伦股份成本构成情况 (%)



资料来源: 公司各年报, 德邦研究所

图 19: 截至 2021 年 9 月雨中情原材料成本占比情况 (%)



资料来源: 雨中情招股说明书 (申报稿), 德邦研究所

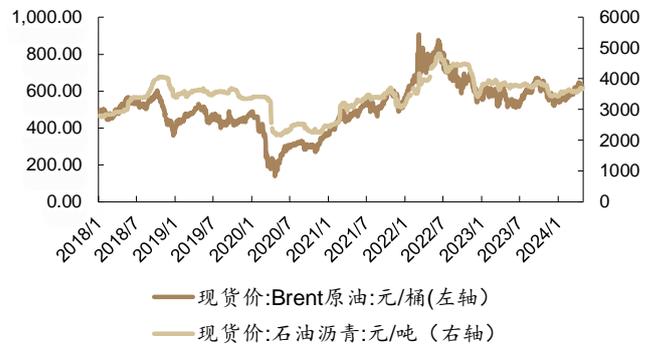
石油沥青价格与原油高度相关, 价格连续两年上涨, 2023 年开始逐渐回落。建筑防水材料行业中石油沥青为基本材料, 石油沥青是原油蒸馏后的残渣, 属于原油的下游产品, 故沥青价格的运行中枢与原油高度相关。2021 年以来原油价格快速上涨, 叠加疫情影响工程进度或导致沥青供需失衡, 致使石油沥青价格涨幅较大, 2022 年最高达 4819.33 元/吨, 较年初价格水平上涨 49.33%, 给企业带来一定的成本压力。2023 年以来, 石油沥青价格逐渐回落, 截至 2024 年 5 月 24 日, 石油沥青现货价 3613.71 元/吨, 较之前价格高点下降 25.02%。

图 20: 中国石油沥青产量 (万吨)



资料来源: Wind, 德邦研究所

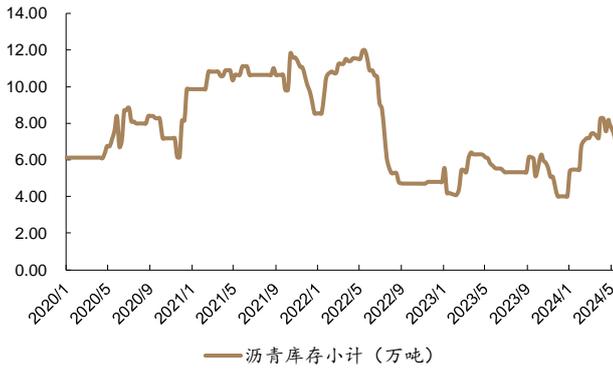
图 21: 原油、石油沥青价格情况 (元/桶, 元/吨)



资料来源: IFinD, 德邦研究所

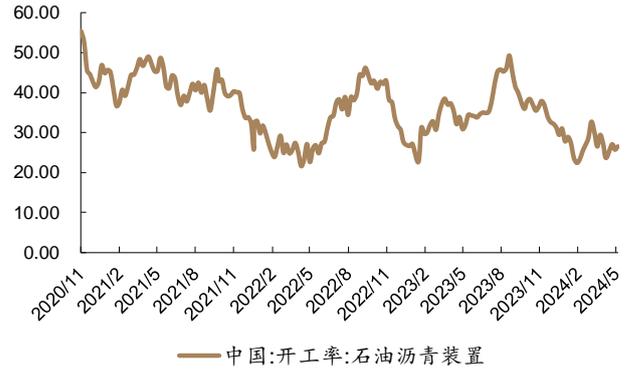
预计未来石油沥青价格大稳小动, 防水企业成本端压力可控。进入 5 月份以来, 沥青市场供应端压力有所增加, 中石化降产幅度不及预期, 部分长期停产地方炼厂计划复产沥青, 石油沥青装置开工率有望触底回升。需求端看, 需求增速不及预期, 刚需仍显清淡, 库存维持累库状态, 成本与供需面利空消息频出, 导致沥青价格走跌明显。在石油沥青供需双弱的背景下, 我们预计未来价格有望维持大稳, 个别小幅调整为主, 防水企业成本端压力可控。

图 22: 中国石油沥青库存小计 (万吨)



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 23: 石油沥青装置开工率 (%)



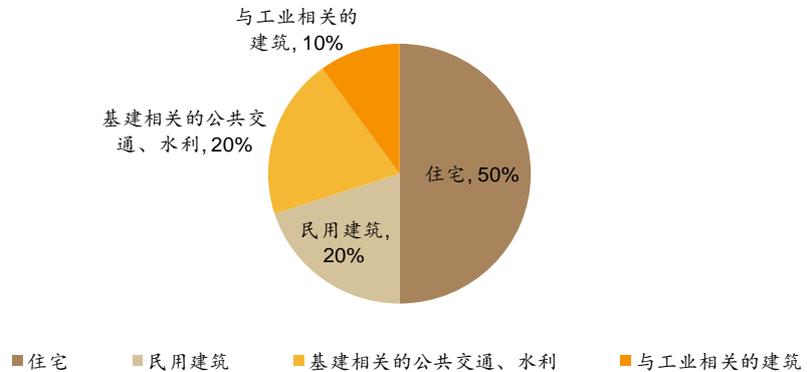
资料来源: Wind, 德邦研究所

## 2.3. 地产政策组合齐发加速基本面企稳, 防水新规带动行业扩容

### 2.3.1. 地产持续承压、基建虽有韧性但增速收窄

防水行业下游为地产、基建和工业建筑领域。防水材料下游应用以住宅和民用建筑为主, 其次是基础设施。防水材料在房屋建筑中主要用于屋面、地下、厨卫、外墙等部位, 其中屋面及地下室占比最高; 在基础设施中主要用于铁路、轨道交通、桥梁、隧道、地下管廊、机场、水库水利等领域。

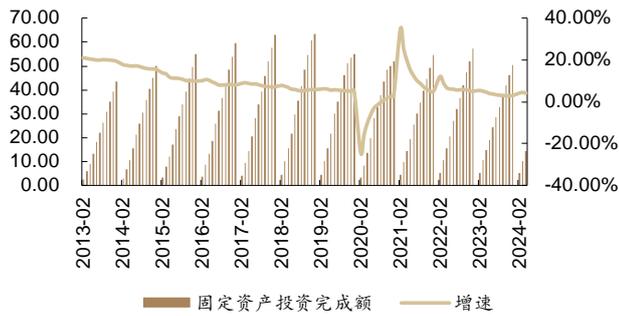
图 24: 防水行业下游占比情况 (%)



资料来源: 联合资信评估有限公司对东方雨虹跟踪评级报告, 德邦研究所

2023 年以来我国基建增速有所收窄。2023 年全年固定资产投资完成额累计值约 50.3 万亿元, 累计同比+3.00%, 增速同比收窄 2.1 个百分点; 2024 年 1-4 月固定资产投资完成额约 14.34 万亿元, 累计同比+4.20%, 增速同比收窄 0.5 个百分点。2023 年全国基础设施建设投资(不含电力)完成额增速为 5.9%, 同比收窄 3.5 个百分点; 2024 年 1-4 月全国基础设施建设投资(不含电力)完成额增速为 6.0%, 同比收窄 2.5 个百分点。

图 25: 固定资产投资完成额及增速 (万亿元, %)



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 26: 基础设施建设累计同比 (%)



资料来源: Wind, 德邦研究所

**24 年基建端增量资金可观, 待落位后基建投入有望提速。**根据国家发改委, 4 月已完成今年专项债券项目的初步筛选工作, 目前已推送给财政部并反馈给各地方, 项目数量充足、资金需求较大。此外, 23 年全部三批共 1 万亿元增发国债项目清单已于 24 年 2 月完成项目清单下达工作, 资金已经落实到约 1.5 万个具体项目, 预计将于今年 6 月底前开工建设。我们认为, 24 年稳增长趋势不变, 政府工作报告中提到从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债, 24 年先发行 1 万亿 (5 月 17 日 2024 年超长期特别国债 (一期) 正式发行, 本期国债期限 30 年, 发行面值金额 400 亿元, 票面利率 2.57%)。中央加杠杆支持经济复苏有望推动更多实物工作量落地, 带动基建需求提速。

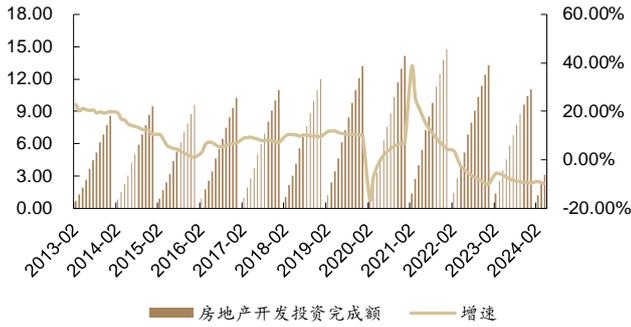
表 5: 近期专项债、万亿国债政策情况

部门/会议	时间	核心内容
政治局会议	2023 年 7 月 24 日	要有效防范化解地方债务风险, 制定实施一揽子化债方案。要加强金融监管, 稳步推动高风险中小金融机构改革化险; 要更好发挥政府投资带动作用, 加快地方政府专项债券发行和使用。
财政部	2023 年 8 月 28 日	2023 年新增专项债券力争在 9 月底前基本发行完毕, 用于项目建设的专项债券资金力争在 10 月底前使用完毕, 研究扩大投向领域和用作项目资本金范围, 引导带动社会投资。
财政部	2023 年 8 月 30 日	要加快地方政府专项债券发行使用, 研究扩大投向领域和用作项目资本金范围, 持续加强专项债券项目储备和投后管理, 提升专项债券资金使用效益, 引导带动社会投资。加强财政、货币等政策的协调配合, 强化预期管理, 更好发挥协同效应。
十四届全国人大常委会第六次会议	2023 年 10 月 24 日	1) 为支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力的项目建设, 增发 1 万亿元国债。 2) 为了加快地方政府债券发行使用进度, 保障重点领域重大项目资金需求, 授权国务院在授权期限内, 在当年新增地方政府债务限额 (包括一般债务限额和专项债务限额) 的 60% 以内, 提前下达下一年度新增地方政府债务限额。
国务院政策例行吹风会	2023 年 10 月 25 日	本次增发 1 万亿国债全部通过转移支付方式安排给地方使用, 全部列为中央财政赤字, 还本付息由中央承担, 不增加地方偿还负担。万亿国债在 2023 年安排使用 5000 亿元, 结转 2024 年使用 5000 亿元。
2024 政府工作报告	2024 年 3 月 5 日	拟安排地方政府专项债券 3.9 万亿元, 比上年增加 1000 亿元。为系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题, 从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债, 专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设, 今年先发行 1 万亿元。

资料来源: 中国政府网、财联社, 德邦研究所

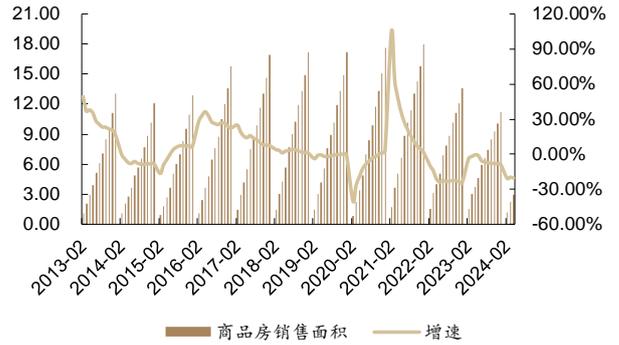
**房地产投资及销售下行周期超两年, 低基数下 24 年至今下行压力不减。**2023 年房地产开发投资完成额为 11.09 万亿元, 同比下滑 9.6%, 2024 年 1-4 月房地产开发投资完成额 3.09 万亿元, 同比下滑 9.8%。我们认为, 在销售基本面企稳前, 房企投资意愿及实力仍显不足, 后续仍需观察销售复苏以及融资协调机制的落位情况。从销售面积来看, 2023 年商品房销售面积 11.17 亿平方米, 同比下降 8.5%, 2024 年 1-4 月商品房销售面积 2.93 亿平方米, 同比下降 20.2%。地产销售自 22 年 2 月进入负增长阶段后下行已超两年, 低基数下 24 年前 4 月地产销售仍然承压。

图 27: 房地产开发投资完成额及增速 (万亿元, %)



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 28: 商品房销售面积及增速 (亿平方米, %)



资料来源: Wind, 德邦研究所

**地产政策重点转向存量，中央政策先迎四连发。**5 月 17 日，央行发布四大利好地产的相关政策，涵盖降低首套/二套房首付比例、下调个人住房公积金贷款利率、取消商贷利率下限，以及中央资金支持地方政府收购存量房产，力度超预期。我们认为，近期地产政策思路从代表增量需求的“三大工程”转向消化存量房产，有望加速基本面的筑底企稳。

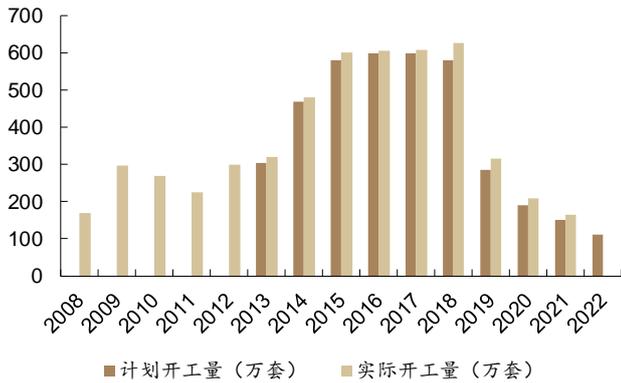
表 6: 5 月 17 日地产相关利好政策解读

内容	解读
取消全国层面首套住房和二套房商业性个人住房贷款利率政策下限。	根据贝壳研究院，24 年 3 月百城首套/二套主流房贷利率平均为 3.59%/4.16%，同比分别回落 43BP/75BP，已处于历史低位，而取消房贷利率下限有利于进一步降低购房成本，叠加降首付政策有望加速住房需求入市进场。
自 2024 年 5 月 18 日起，下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为 2.35% 和 2.85%，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于 2.775% 和 3.325%。	此前首套、二套房贷利率下限分别为 5 年期以上 LPR-20BP (3.75%)、5 年期以上 LPR+20BP (4.15%)，新房价格环比连续 3 月下跌的城市可阶段性取消首套房贷利率下限，此次利好扩大至二套房领域。
对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15%，二套房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 25%。	调整后的首付比例已低于 08 年和 16 年周期底部水平，目前除北上广深等 8 个城市外，其他城市均已选择执行首套/二套最低首付比例 20%/30% 的底线政策，本次央行进一步下调首付比例下限后，预计将有更多城市包括一线城市或跟进落实，有利于实质性降低购房门槛。
设立 3000 亿元保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计带动银行贷款 5000 亿元。	有利于加快保障性住房供给的同时实现商品房库存的去化。4 月郑州、南京等城市已经试点推进的“收旧换新”模式有望得到全国推广，在中央配套资金支持到位情况下有望打通新房二手房置换链条，实现需求释放及库存去化。

资料来源: 中国政府网、人民日报、贝壳研究院, 德邦研究所

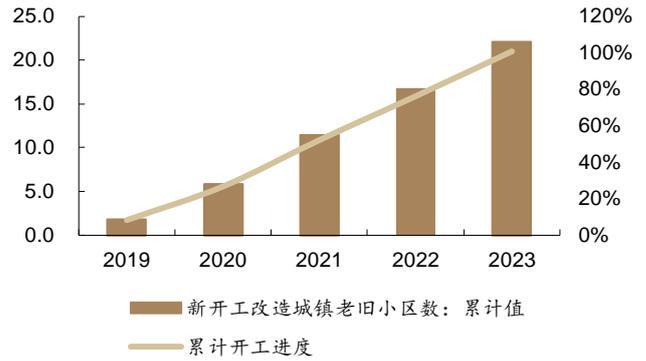
**城中村改造接力棚改与旧改，有望带动地产开工端发力。**棚改方面，2019-2022 年棚改开工量持续下降，2022 年计划开工量仅 111 万套。旧改方面，截至 2023 年底，全国累计新开工改造老旧小区 22.08 万个，已达成 21.9 万个老旧小区的改造目标。2023 年以来城中村改造战略高度亦不断提升，已有地方政府确认可将符合条件的城中村改造项目纳入专项债支持范围。城中村改造中拆除新建部分或有利于盘活存量资产，刺激房地产增量需求。随着棚改、旧改逐渐进入尾声，城中村改造或将成为拉动地产开工端增长的主力军。

图 29: 棚改计划及实际开工量情况 (万套, %)



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 30: 老旧小区改造累计新开工及进度情况 (万个, %)



资料来源: Wind、住建部, 德邦研究所

表 7: 2023 年 4 月以来中央各部委关于城中村改造的相关表述

时间	部委/会议	政策内容
2023/4/28	中共中央政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 因城施策, 支持刚性和改善性住房需求, 做好保交楼、保民生、保稳定工作, 促进房地产市场平稳健康发展, 推动建立房地产业发展新模式。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房。
2023/6/8	第十四届陆家嘴论坛	国家金融监督管理总局党委书记李云泽在第十四届陆家嘴论坛上表示, 切实提升服务实体经济有效性。强化对投资的融资保障, 支持超大特大城市城中村改造和“平急两用”公共基础设施等重大项目建设。
2023/7/21	国务院常务会议	审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》。
2023/7/24	中共中央政治局会议	要切实防范化解重点领域风险, 适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势, 适时调整优化房地产政策, 因城施策用好政策工具箱, 更好满足居民刚性和改善性住房需求, 促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给, 积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设, 盘活改造各类闲置房产。
2023/7/28	在超大特大城市积极稳步推进城中村改造工作部署电视电话会议	中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰指出, 在超大特大城市积极稳步推进城中村改造是以习近平同志为核心的党中央站在中国式现代化战略全局高度作出的具有重大而深远意义的工作部署。相关部门要抓紧完善政策体, 相关城市政府要切实履行主体责任, 加强领导力量, 健全工作机制, 推动城中村改造工作取得实效。
2023/8/3	国家开发银行 2023 年年中党建和经营工作座谈会	会议提出加大投融资支持力度, 积极服务推动超大特大城市城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。
2023/8/18	中国人民银行、金融监管总局、中国证监会联合召开金融支持实体经济和防范化解金融风险电视会议	会议强调积极推动城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设。
2023/9/5	自然资源部	聚焦盘活利用存量土地, 提高土地利用效率。促进城乡高质量发展, 决定在北京市等 43 个城市开展低效用地再开发试点, 未纳入本通知试点范围的超大特大城市、以及具备条件的城区常住人口 300 万以上的大城市, 实施城中村改造项目可参照本通知明确的试点政策执行。
2023/9/27	中国人民银行货币政策委员会召开 2023 年第三季度例会	加大对“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度, 推动建立房地产业发展新模式, 促进房地产市场平稳健康发展。
2023/10/12	住建部	超大特大城市正积极稳步推进城中村改造, 住房城乡建设部城中村改造信息系统投入运行两个月以来, 已入库城中村改造项目 162 个。

资料来源: 中国政府网、国家开发银行、新华社、中国经济网、上海证券报等, 德邦研究所

### 2.3.2. 防水新规落地, 进一步带动行业规模扩容

防水新规于 2023 年 4 月正式落地实施。2022 年 10 月 24 日, 住建部发文批准《建筑与市政工程防水通用规范》, 于 2023 年 4 月 1 日起正式实施。防水新规是全文强制执行的技术法规, 规定了建筑与市政工程防水各个环节的最低要求, 以“因地制宜、以防为主、防排结合、综合治理”为战略方针, 在防水材料、防水工程设计工作年限、防水适用范围等方面进行了详细规定。我们认为, 防水新规对行业的扩容主要体现在设计工作年限的提升、防水等级明确带来的材料用量及施工道数的提升:

**1) 设计工作年限提升，耐久性要求提高。**防水新规对涉及房建项目的防水设计工作年限要求有显著提升，其中屋面、室内、蓄水类等防水工程耐久性分别为 20 年、25 年、10 年。此外，防水新规规定地下室防水设计工作年限不应低于工程结构设计工作年限；桥梁工程桥面防水不低于桥梁铺装设计使用年限。相比之前规范各防水部位年限均有一定提升。

表 8：新旧规下防水工程耐久年限对比

防水部位	防水新规	旧规
屋面	不应低于 20 年	一级不低于 20 年，二级不低于 10 年
室内	不应低于 25 年	未明确
地下室	不低于结构设计工作年限	未明确
桥梁工程桥面	不低于桥梁铺装设计工作年限	一级不低于 15 年，二级不低于 10 年
非侵蚀性介质蓄水类工程	内壁防水层设计工作年限不低于 10 年	未明确

资料来源：《建筑与市政工程防水通用规范》、《坡屋面工程技术规范》、《城市桥梁桥面防水工程技术规程》，德邦研究所

**2) 防水等级更加明确。**防水新规将建筑类型分为建筑工程和市政工程两大类，再依据重要程度的不同，由高至低将防水工程分为甲乙丙三类，其中表述含有民用建筑的全部归属甲类。

表 9：工程防水功能重要程度分类

工程类型	甲类	乙类	丙类	
建筑工程	地下工程	有人员活动的 <b>民用建筑</b> 地下室，对渗漏敏感的建筑地下工程	除甲类和丙类以外的建筑地下工程	对渗漏不敏感的物品、设备使用或贮存场所，不影响正常使用的建筑地下工程
	屋面工程	<b>民用建筑</b> 和对渗漏敏感的工业建筑屋面	除甲类和丙类以外的建筑屋面	对渗漏不敏感的工业建筑屋面
	外墙工程	<b>民用建筑</b> 和对渗漏敏感的工业建筑外墙	渗漏不影响正常使用的工业建筑外墙	——
	室内工程	<b>民用建筑</b> 和对渗漏敏感的工业建筑室内楼地面和墙面	——	——
市政工程	地下工程	对渗漏敏感的市政地下工程	除甲类和丙类以外的市政地下工程	对渗漏不敏感的物品、设备使用或贮存场所，不影响正常使用的建筑地下工程
	道路、桥梁工程	特大桥、大桥，城市快速路、主干路上桥梁，交通量较大城市次干路上的桥梁，钢桥面板桥梁	除甲类以外的城市桥梁工程；道路隧道工程	——
	蓄水类工程	建筑室内水池、对渗漏水敏感的室外游泳池和嬉水池。市政给水池和污水池、侵蚀性介质贮液池等工程	除甲类和丙类以外的蓄水类工程	对渗漏水无严格要求的蓄水类工程

资料来源：《建筑与市政工程防水通用规范》，德邦研究所

防水新规同时将工程防水的所处使用环境类别划分为 I 类、II 类、III 类，当地年降水量成为最重要的量化衡量指标之一，而不再由业主的建筑师主观决定应采用何种防水类别：

**表 10：工程防水使用环境分类**

工程类型	I 类	II 类	III 类	
建筑工程	地下工程	抗浮设防水位标高与地下结构板底标高高差 $H \geq 0$ m	抗浮设防水位标高与地下结构板底标高高差 $H < 0$ m	—
	屋面工程	年降水量 $P \geq 1300$ mm	年降水量 $400 \text{ mm} \leq P < 1300$ mm	年降水量 $P < 400$ mm
	外墙工程	年降水量 $P \geq 1300$ mm	年降水量 $400 \text{ mm} \leq P < 1300$ mm	年降水量 $P < 400$ mm
	室内工程	频繁遇水场合或长期相对湿度 $RH \geq 90\%$	间歇遇水场合	偶发渗漏水可能造成明显损失的场合
市政工程	地下工程	抗浮设防水位标高与地下结构板底标高高差 $H \geq 0$ m	抗浮设防水位标高与地下结构板底标高高差 $H < 0$ m	—
	道路、桥梁工程	严寒地区, 使用化冰盐区、酸雨、盐雾等不良气候地区的使用环境	除 I 类环境外的其他使用环境	—
	蓄水类工程	冻融环境, 海洋、除冻盐氯化物环境, 化学腐蚀环境	除 I 类环境外, 干湿交替环境	除 I 类环境外, 长期浸水、长期湿润环境, 非干湿交替环境

资料来源:《建筑与市政工程防水通用规范》, 德邦研究所

综合代表防水重要程度的甲、乙、丙三类以及代表使用环境的 I、II、III 类, 防水新规下工程防水等级得到了明确规定:

I 类防水使用环境下的甲、乙类工程, 以及 II 类防水使用环境下的甲类工程属于一级防水等级;

I 类防水使用环境下的丙类工程、II 类防水使用环境下的乙类工程、以及 III 类防水使用环境下的甲类工程属于二级防水等级;

II 类防水使用环境下的丙类工程, 以及 III 类防水使用环境下的乙、丙类工程属于三级防水等级。

**表 11：依照工程类别和使用环境划分的工程防水等级**

	甲类	乙类	丙类
I 类	一级防水等级	一级防水等级	二级防水等级
II 类	一级防水等级	二级防水等级	三级防水等级
III 类	二级防水等级	三级防水等级	三级防水等级

资料来源:《建筑与市政工程防水通用规范》, 德邦研究所

**3) 防水新规下, 建筑各部位、各等级防水施工道数均有提升。**其中一级防水等级施工道数最多且要求最严格, 在最新的防水等级分类标准下, 一级防水适用范围也有明显扩大。据中国建筑防水协会秘书长朱东青在 2022 年的《建筑防水行业发展趋势探讨》的主题演讲, 中国 80~85% 以上的建筑都可能会被列为建筑防水的一级防水设防的要求。故防水新规或将带动防水材料使用量增加, 防水行业规模有望加速扩容。

表 12: 新旧规对不同防水等级施工道数要求情况

工程部位	防水等级	防水新规		旧规	
		防水混凝土	其他防水层	防水混凝土	其他防水层
屋面	一级	不少于 3 道 (防水卷材不少于 1 道)		2 道	
	二级	不少于 2 道 (防水卷材不少于 1 道)		1 道	
	三级	不少于 1 道		-	
外墙	一级	不少于 2 道 (1 道防水砂浆+1 道防水涂料或其他防水材料)		无强制要求	
	二级	不少于 1 道			
地下 (主体结构)	一级	应选 1 道	不少于 2 道 (防水卷材或防水涂料不少于 1 道)	应选	应选 1-2 种防水材料
	二级	应选 1 道	不少于 1 道	应选	应选 1 种防水材料
	三级	应选 1 道	-	应选	宜选 1 种防水材料
	四级	-	-	宜选	-
室内	一级	不少于 2 道 (防水卷材或防水涂料不少于 1 道)		住宅卫生间, 厨房, 浴室, 设有配水点的封闭阳台、独立水容器等均应进行防水设计	
	二级	不少于 1 道			

资料来源:《建筑与市政工程防水通用规范》、《地下工程防水技术规范》、《屋面工程技术规范》、《建筑外墙防水工程技术规程》、《住宅室内防水工程技术规范》, 德邦研究所

我们测算, 防水新规为防水市场扩容 61.70%。按照规模以上防水企业营收口径, 2022 年防水市场规模达到了 1192.14 亿元, 根据我们的测算, 在不考虑市场自身增长的情况下, 仅来自防水新规的实施在 2023 年所带来的需求增量为 735.59 亿元, 市场规模达 1927.73 亿元, 较 2022 年市场规模大幅增加 61.70%。在更高、更严格的防水标准下, 未来防水市场有望加速扩容。

图 31: 防水新规下市场规模扩容测算逻辑



资料来源: 德邦研究所绘制

1) 防水施工面积测算。防水新规对各工程类型防水道数做出了明确的规定, 我们参考前文提及的中国建筑防水协会秘书长所估算的一级防水要求占比为 80%-85%, 并保守起见取区间下限 80%, 其余二级、三级防水占比假设为 15% 和 5%。为了测算各建筑部分的防水施工面积, 我们做如下假设:

防水道数: 由于防水新规明确增加了各建筑部位防水道数, 我们保守估计之前各工程防水道数均按旧规的最高标准执行, 在防水新规实施后, 屋面各级全部额外增加一道防水, 其余部分在旧规已按最高标准执行下防水道数未变化。

**屋面：**假设建筑均可近似视为两底面积相同的规则长方体，我们可通过建筑底面积来推测屋面面积与室内地面面积，根据住建部发布的《关于加强县城绿色低碳建设的意见》，要求县城新建 6 层及以下住宅建筑面积占比应不低于 70%，但是考虑到城市中新建建筑高层更多，我们合理假设新开工 6 层以下多层建筑占比 50%，广义小高层（7-18 层）建筑占比 30%，高层建筑（19-34 层）占比 20%，取层数平均值后加权计算得到底面积与新开工面积之比为 9.26%。

**外墙：**一般情况下，10000 平米以内，外墙总面积（不含窗户）占建筑面积比例 38%~24%，我们合理假设外墙面积与房屋新开工面积的比值为 31%。

**地下室：**我们同样使用建筑底面面积来估计地下室面积，同时由于地下室低于室外路面高度、故墙面、地面均进行防水处理为佳，我们假设地下室防水施工面积为室内地面面积的 2.5 倍。

**室内：**我们仅针对需要进行防水处理的卫生间、厨房、阳台测算室内防水需求。假设每户面积 100 平方米，其中卫生间、厨房、阳台面积各 5 平方米，三者防水施工面积分别为室内地面面积的 2 倍、1.5 倍、1 倍，得到防水面积与新开工面积之比为 22.5%。

**翻修需求：**根据中国建筑室内防水发展白皮书调研结果，同样假设我国 10.23% 的建筑在 5 年内翻修，21.59% 的建筑在 6-7 年内翻修，18.18% 的建筑在 8-9 年内翻修，50.00% 的建筑在 10 年以上翻修。

表 13：2023 年房地产防水施工总面积测算（亿平方米）

	新增	5 年翻修	6 年翻修	7 年翻修	8 年翻修	9 年翻修	10 年翻修	总面积
房屋新开工面积	9.54	2.14	1.93	1.80	1.40	1.63	5.06	23.50
其中：								
屋面	2.43	0.55	0.49	0.46	0.36	0.42	1.29	5.99
室内	3.86	0.87	0.78	0.73	0.57	0.66	2.05	9.52
外墙	4.14	0.93	0.84	0.78	0.61	0.71	2.20	10.20
地下室	3.09	0.69	0.63	0.58	0.46	0.53	1.64	7.62
地产总防水施工面积	13.52	3.04	2.73	2.55	1.99	2.31	7.17	33.32

资料来源：《建筑与市政工程防水通用规范》、联合资信评估有限公司对东方雨虹跟踪评级报告、Wind 等，德邦研究所测算

注：10 年以上翻修的建筑面积测算过程中以 2000 年为界，仅考虑 2000 年后的新开工房屋

**2) 防水平均造价测算。**我们通过参考建设工程造价信息网披露的全国住宅建安成本数据来估计未来防水平均造价：根据凯伦股份 2021 年报披露，我国防水造价占建筑工程建安成本的 2.8%；在房屋翻修过程中，考虑到防水工程更多采用修复方式进行，防水材料用量较少，故假设计算翻修工程中防水造价变为原造价的 50%，为 1.4%。综上可得 2023 年新建建筑防水平均造价为 57.61 元/平方米，翻修建筑防水平均造价为 28.81 元/平方米。

表 14: 建安价格情况 (元/平方米)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
多层建安成本	1644	1704	1762	1883	1864	1839
小高层建安成本	1886	1960	2012	2142	2195	2137
高层建安成本	2094	2212	2281	2439	2489	2486
建安均价	1806	1882	1941	2072	2088	2058
YOY		4.20%	3.11%	6.74%	0.78%	-1.45%
新建建筑防水平均造价						57.61
翻修防水平均造价						28.81

资料来源: 公司公告、建设工程造价信息网, 德邦研究所测算

3) 防水新规下新增市场规模测算。更严格的防水新规对防水企业的技术创新、生产工艺、品质保障等层面要求更高, 非标产品势必逐步淘汰, 我们因此合理假设新规所带来的需求增量均由规模以上防水企业获得。按照此前的假设以及面积、造价的测算, 防水新规实施后, 2023 年我国住宅屋面、室内、外墙、地下室对应防水市场规模为 242.38/385.48/413.08/308.48 亿元; 参考前文引用的东方雨虹的主体信用评级报告, 防水材料下游应用中住宅、民用建筑、基建、工业建筑占比分别为 50%/20%/20%/10%, 我们本次测算中假设维持此比例不变, 故基建和工业建筑对应的防水市场规模为 385.55/192.77 亿元, 合计 1927.73 亿元, 较 2022 年大幅增长 61.70%。

表 15: 防水新规下市场规模扩容情况

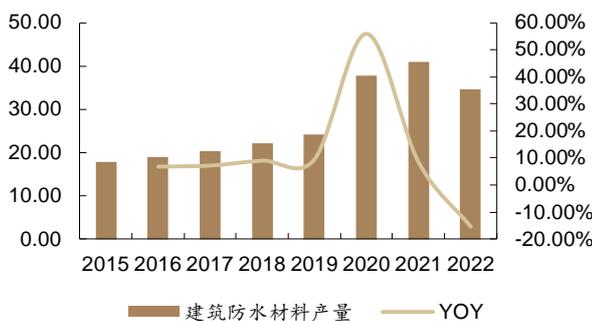
	合计	屋面	室内	外墙	地下室	基建	工业建筑
防水市场规模 (亿元)	1927.73	242.38	385.48	413.08	308.48	385.55	192.77

资料来源: 建设工程造价信息网、《建筑与市政工程防水通用规范》等, 德邦研究所测算

## 2.4. 行业整合趋势明显, 强者恒强

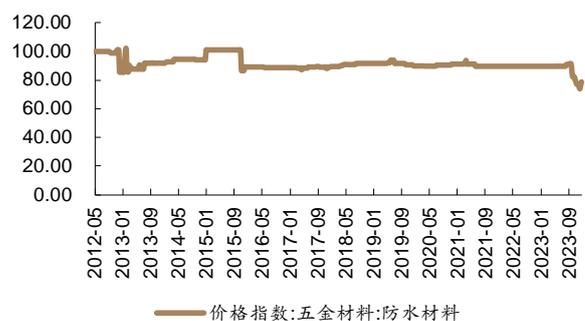
近年来防水材料量价齐降趋势显著。据中国建筑防水协会披露, 受到原材料价格波动以及基建与房地产投资显著下滑的影响, 2022 年我国建筑防水材料产量为 34.57 亿平方米, 同比下降 15.5%, 为十多年来全国防水材料年产量首次同比下降。价格方面, 以 2012 年 9 月防水材料价格指数的 100 点作为基准值, 截至 2024 年 4 月, 该指数已显著下降至 76.57。

图 32: 建筑防水材料产量(亿平方米)



资料来源: 智研咨询、中国建筑防水协会, 德邦研究所

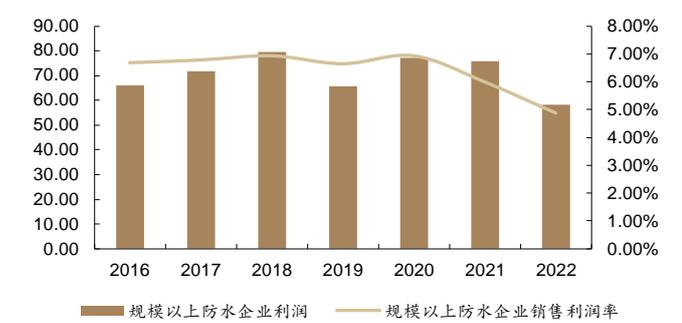
图 33: 防水材料价格指数 (2012 年 9 月为基准)



资料来源: Wind, 德邦研究所

防水行业竞争加剧，防水企业利润能力下滑。2022 年规模以上防水企业数量达 922 家，较 2020 年增长 27.7%。2021 年起上游原材料价格增长较快，叠加下游地产基建开工端疲软，企业盈利能力有所下滑。2022 年规模以上防水企业总销售利润为 58.28 亿元，较同期下降 25.80%，增速同比下降 23.76 个百分点；实现销售利润率 4.89%，同比下降 1.11 个百分点。2022 年规模以上企业平均利润为 632.1 万元，同比下滑 29.89%，反映防水行业竞争加剧，企业整体盈利能力有所下滑。

图 34：规模以上防水企业利润情况（亿元，%）



资料来源：中国建筑防水协会、中国防水报道公众号，德邦研究所

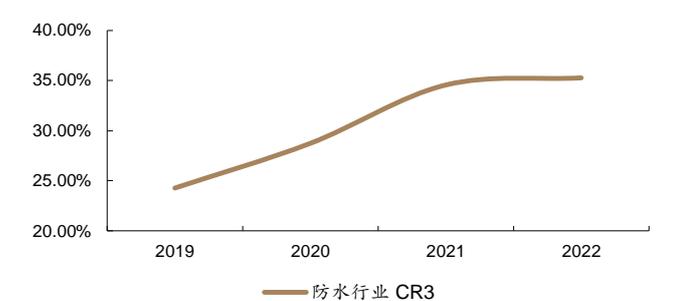
图 35：规模以上防水企业数量及平均利润情况（家，万元）



资料来源：中国建筑防水协会、中国防水报道公众号，德邦研究所

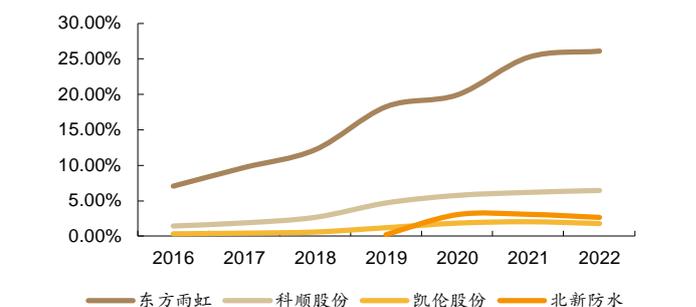
防水行业马太效应或进一步凸显，同业龙头更加集中。根据规上营收口径，2022 年防水行业 CR3 为 35.25%，整体规模与各头部企业占有率均呈稳步提升趋势。我们认为未来市场集中度或有望进一步提升，主要原因或系：

图 36：规模以上防水企业以营收为口径的 CR3 (%)



资料来源：各公司公告、中国建筑防水协会、中国防水报道公众号、Wind，德邦研究所

图 37：规模以上防水企业以营收为口径的市占率 (%)



资料来源：各公司公告、中国建筑防水协会、中国防水报道公众号、Wind，德邦研究所

1) 头部防水企业积极扩张产能，规模优势持续强化。近年来，防水行业头部企业加大了产能扩张力度，开发了多个扩产项目和生产基地项目。东方雨虹 2021 年通过非公开发行股票募集资金，并投入到多个生产建设项目中；科顺股份也在 2023 年向特定对象发行可转债募集资金并用于多个项目的扩产。

**表 16: 防水行业近年来部分产能扩张情况**

公司	项目	计划新增防水卷材产能 (万平方米)	计划新增防水涂料产能 (万吨)
科顺股份	安徽滁州防水材料扩产项目	8120	21.50
	福建三明防水材料扩产项目	4680	2
	重庆长寿防水材料扩产项目	3500	2
东方雨虹	杭州东方雨虹建筑材料有限公司高分子防水卷材建设项目	4000	-
	自动化生产线技术改造升级项目	2700	2.5
	广东东方雨虹建筑材料有限公司花都生产基地项目	11400	4
	东方雨虹海南洋浦绿色材料综合产业项目	2040	2
	重庆东方雨虹建筑材料有限公司生产基地项目	5400	8
凯伦股份	高分子产业园	10000	-
	西北防水材料生产基地项目	4000	2
	黄冈防水卷材生产基地项目 (一期)	4000	3
三棵树	安徽工厂引进德国克劳斯玛菲生产线	1700	-

资料来源: 科顺股份可转债募集说明书、东方雨虹 2021 年度募集资金存放与使用情况的公告、凯伦股份官网、杭州市发改委、洋浦经济开发区官网、涂饰商情网、中国建筑防水协会等, 德邦研究所

**2) 生产非标防水产品的小厂或加速出清, 竞争格局改善。**我国防水行业呈现“大行业, 小企业”的格局, 小微企业众多, 落后产能过剩, 产品同质化较为普遍。此外, 许多小企业长期生产和使用不合格产品、无许可证产品, 导致我国建筑渗漏问题普遍存在, 建筑渗漏率居高不下。据《2013 年全国建筑渗漏状况调查项目报告》, 2013 年建筑屋面调查样本渗漏率为 95.33%, 2017 年《苏州市商品住宅渗漏情况调查报告》显示渗漏率住宅为 91.69%。

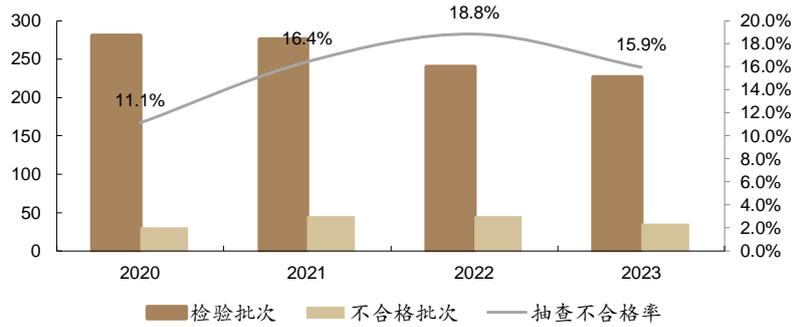
**表 17: 渗漏调查情况**

时间	项目	渗漏率情况
2013	《2013 年全国建筑渗漏状况调查项目报告》	抽样调查建筑屋面样本 2849 个, 建筑屋面样本中有 2716 个出现不同程度渗漏, 渗漏率达到 95.33%。
2017	《苏州市商品住宅渗漏情况调查报告》	411 个房屋样本中, 有 375 户存在渗漏问题。以住户为单位的住宅渗漏率高达 91.69%。
2020	《建筑业发展统计分析报告》	房屋综合渗漏率超过 63%。

资料来源: 央广网、中国建筑防水杂志社等, 德邦研究所

根据中国建筑防水协会的披露, 2020-2022 年建筑材料产品质量国家监督抽查 (国抽) 不合格率分别为 11.1%、16.4%、18.8%, 近年来防水产品非标率呈上升趋势。2023 年防水新规实施后, 最新国抽不合格率显著下滑至 15.9%, 或意味着防水新规的实施能够有效抑制非标率上升, 小厂或会被加速出清, 头部大厂竞争力增强。

图 38: 建筑防水卷材产品近 3 年国家监督抽查情况 (批次, %)



资料来源: 国家市场监督管理总局、中国建筑防水协会, 德邦研究所

表 18: 历年房建供应链综合实力 TOP500-首选防水合作品牌十强

2017		2018		2019		2020		2021		2022		2023		2024	
品牌	首选率														
东方雨虹	32%	东方雨虹	25%	东方雨虹	36%	东方雨虹	36%	东方雨虹	36%	东方雨虹	30%	东方雨虹	-	东方雨虹	20%
科顺股份	20%	科顺股份	19%	科顺股份	20%	科顺股份	20%	科顺股份	21%	科顺股份	18%	科顺股份	-	科顺股份	15%
宏源防水	14%	宏源防水	19%	宏源防水	8%	北新防水	7%	北新防水	7%	北新防水	10%	北新防水	-	北新防水	15%
卓宝科技	11%	蓝盾	9%	蓝盾	8%	凯伦股份	7%	凯伦股份	7%	卓宝科技	10%	卓宝科技	-	卓宝科技	10%
蓝盾	5%	卓宝科技	9%	卓宝科技	8%	大禹防水	6%	卓宝科技	6%	雨中情	8%	三棵树	-	三棵树	9%
大禹防水	4%	大禹防水	7%	凯伦股份	6%	卓宝科技	6%	雨中情	6%	三棵树	7%	雨中情	-	雨中情	9%
德生防水	3%	德生防水	4%	大禹防水	6%	雨中情	5%	三棵树	5%	凯伦股份	6%	大禹防水	-	远大洪雨	6%
禹王防水	3%	凯伦股份	2%	雨中情	2%	蓝盾	5%	大禹防水	5%	大禹防水	4%	凯伦股份	-	大禹防水	5%
宇虹防水	2%	蜀羊防水	2%	金拇指	2%	三棵树	3%	蓝盾	2%	蓝盾	3%	远大洪雨	-	凯伦股份	3%
蜀羊防水	2%	禹王防水	1%	蜀羊防水	2%	宏源防水	2%	远大洪雨	2%	远大洪雨	3%	宏源防水	-	宏源防水	2%

资料来源: 中房网、中国房地产业协会、优采大数据等, 德邦研究所  
注: 2023 年未披露首选率。

### 3. 精细化赛道+严控风险, 助力公司业绩回暖

#### 3.1. 精细防水赛道, 重点着力差异化竞争

##### 3.1.1. 高分子防水卷材: 竞争优势明显, 未来可期

**高分子防水卷材更具竞争优势。**按主要成分的不同, 高分子防水卷材大致可分为三元乙丙橡胶 (EPDM) 卷材、聚氯乙烯 (PVC) 卷材、热塑性聚烯烃类 (TPO) 防水卷材、高分子自粘胶膜预铺 (MBP) 防水卷材等, 可用于轨道交通、桥梁、建筑屋面及地下管廊等。与其他防水卷材相比, 高分子卷材有耐腐蚀、耐老化、使用寿命长、性价比高等优点, 或将逐渐占据市场主流发展方向, 主要原因有三:

表 19: 高分子防水卷材对比

种类	特点	应用范围
三元乙丙橡胶 (EPDM) 卷材	生产工艺独特, 片材与自粘层及覆砂层同步完成。具有优异的物理性能指标, 延伸率高, 弹性恢复率佳及使用寿命长。防水层施工完成后无需保护层直接绑扎钢筋混凝土。剥离强度高, 卷材与混凝土剥离强度可达 1.5N/mm。防水性能可靠, 对混凝土裂缝追随性好; 潮湿基面可施工, 不受天气影响。绿色、安全、环保, 避免了环境污染和消防隐患, 节约能源。	地铁隧道、桥梁、城市综合管廊、地下室、水库堤坝、水渠、人工湖、垃圾填埋/污水处理厂、化工厂等。
聚氯乙烯 (PVC) 卷材	物性优良, 拉伸强度高、伸长率好、热尺寸变化率小、耐老化。施工方便, 热风焊接牢固可靠, 防水层完整性好。具有良好的可塑性, 易于细部处理。绿色节能, 浅颜色的表面可反射阳光照射, 卷材表面吸收热量少。耐根系渗透性好, 适用于种植顶板、种植屋面防水。	工业及民用建筑防水、地下综合管廊防水、钢屋面防水等。
热塑性聚烯烃类 (TPO) 防水卷材	耐老化性、耐化学性优越。阳光反射率高、焊接性优越、耐植物根系穿刺。具有优异的低温柔韧性, 尺寸稳定且适应结构形状、节能环保。	工业及民用建筑防水, 钢屋面防水等。
高分子自粘预铺 (MBP) 防水卷材	施工应用性强, 可显著提高搭接强度。耐候性优异, 可在施工环境下 (如: 雨天、水中、低温、结露等) 实现有效搭接。粘结强度高, 保证卷材与后浇混凝土粘结强度达标, 有效消除窜水层。卷材尺寸变化率小, 在现场太阳暴晒下, 卷材褶皱、起鼓的程度轻。	工业及民用建筑防水、轨道交通防水、暗挖隧道防水、地下综合管廊防水等。

资料来源: 凯伦股份官网、吉林省建筑防水协会, 德邦研究所

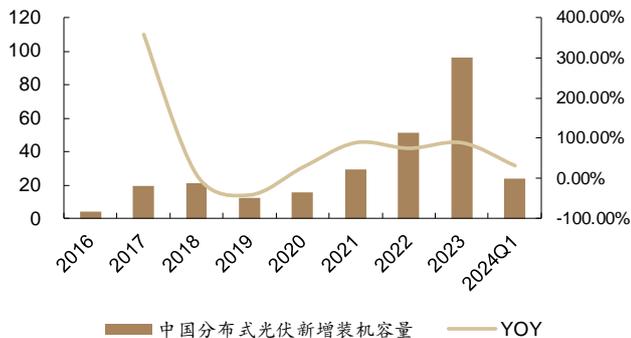
表 20: MBP 高分子自粘胶膜防水卷材与其他预铺防水材料特点对比

种类	抗渗性	性价比	施工特性	工期	安全和环保性
MBP 高分子自粘胶膜预铺防水卷材	与主体结构粘得牢固、不窜水、抗渗性好, 防水系统可靠	达到一级防水要求综合成本低	劳动强度低、易施工、环境适应性强	工期短	基本冷施工, 施工过程中无溶剂、无明火, 安全环保
沥青基防水卷材	易窜水、可靠度一般	达到一级防水要求综合成本较高	劳动强度高、基面要求高、施工难度大	工期长	施工过程中一般有溶剂及有明火, 存在安全环保隐患
普通塑料卷材	易窜水、可靠度一般	达到一级防水要求综合成本高	劳动强度低、施工难度大、基面要求低	工期较长	采用电加热焊接, 存在安全隐患, 无明火、无溶剂。

资料来源: 凯伦股份招股说明书, 德邦研究所

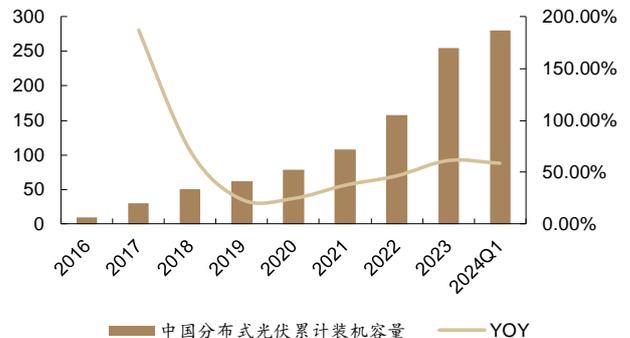
1) 适配光伏屋顶, 高分子防水卷材需求有望乘势而起。近年来我国光伏装机规模快速增长, 2024Q1 我国新增分布式光伏装机 23.81GW, 同比增长 31.33%, 累计分布式光伏装机容量 280.00GW, 同比上升 58.80%。分布式光伏装机规模的快速增长或将为高分子防水卷材带来新的机遇。相较一般防水工程, 光伏屋顶防水由于光伏支架的安装过程多为穿透式, 会破坏原有防水层, 且防水寿命需要匹配光伏的设计使用寿命, 因此需要抗渗性更强、耐腐蚀性与耐老化性更好的防水材料。而高分子防水材料材料与光伏屋顶适配性高, 能更好地满足相关防水需求。

图 39: 我国分布式光伏新增装机容量及增速 (GW, %)



资料来源: IFinD, 德邦研究所

图 40: 我国分布式光伏累计装机容量及增速 (GW, %)



资料来源: IFinD, 德邦研究所

**2) 符合环保理念，高分子防水卷材得到政策支持。**近年来我国政府也在持续鼓励高分子防水卷材的应用，2018 年高分子卷材成为防水材料产品中唯一获得工信部鼓励推广应用的产品，未来有望渗透至更多应用领域中。此外防水新规中提升了 EPDM、PVC、TPO 等高分子防水卷材的厚度标准，有助于提升高分子防水卷材的需求，进而扩容市场。

表 21：政府持续鼓励高分子卷材应用

提出时间	相关部门/政策	内容及解读
2018 年	《建材工业鼓励推广应用的技术和产品目录 (2018-2019)》	目标为到 2020 年绿色建材应用比例达到 40% 以上，高分子防水卷材是获得国家工信部公示的鼓励推广应用的防水材料产品。
2021 年	《房屋建筑和市政基础设施工程危及生产安全施工工艺、设备和材料淘汰目录》	沥青类防水卷材热熔工艺不得用于地下密闭空间、通风不畅空间、易燃材料附近的防水工程。可替代防水卷材为：高分子增强复合防水卷材、自粘类改性沥青防水卷材、高密度聚乙烯自粘胶膜防水卷材等。
2022 年	《建筑与市政工程防水通用规范》	当在屋面金属板基层上采用聚氯乙烯防水卷材 (PVC) 热塑性聚烯烃防水卷材 (TPO)、三元乙丙防水卷材 (EPDM) 等外露型防水卷材单层使用时，对于防水卷材的厚度，一级防水不应小于 1.8mm，二级防水不应小于 1.5mm，三级防水不应小于 1.2mm。

资料来源：凯伦股份官网、住建部、工信部，德邦研究所

**3) 我国高分子防水卷材市场渗透率有较大提升空间。**国外高分子卷材发展速度较快，市场占有率更高，其中 TPO 和 PVC 防水卷材是目前欧美国家普遍使用的高分子防水材料。据前瞻产业研究院，截至 2020 年，美国高分子防水卷材渗透率达 85%，欧洲仅 PVC 高分子防水卷材一项渗透率已达 65%。据中国建筑防水协会，中国截至 2021 年高分子卷材渗透率仅 11.16%，未来随着逐步向欧美成熟市场靠拢，高分子防水卷材渗透率仍有较大的提升空间。

### 3.1.2. 差异化竞争造就凯伦高分子防水龙头地位

高分子防水卷材已成为公司代表性名片。凯伦股份是我国较早布局高分子防水卷材的企业，通过实施高分子防水材料差异化竞争策略，引领高分子防水材料应用新趋势。公司创造性地研制出了 MBP-P 高分子自粘胶膜预铺防水材料、CL-PVC 聚氯乙烯防水卷材、CL-TPO 热塑性聚烯烃防水卷材等具有良好市场前景的防水产品，已成功运用到多个工程和项目中。

图 41：凯伦股份高分子防水产品发展情况



资料来源：凯伦股份官网，德邦研究所

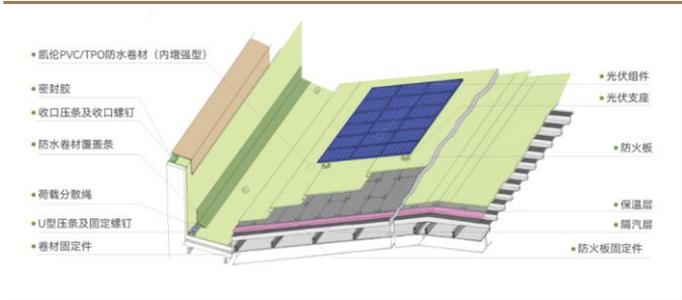
图 42: 凯伦股份高分子防水卷材典型应用工程



资料来源: 凯伦股份招股说明书, 德邦研究所

依托高分子防水卷材产品推出完整光伏屋顶产品矩阵, 解决光伏防水痛点。我国光伏屋顶防水存在使用寿命短, 与光伏电站寿命周期不匹配的问题。凯伦股份立足高分子材料研发优势, 推出了融合光伏屋顶系统 (CSPV 系统), 将单层屋面系统与光伏发电系统有机结合, 打造出全新的功能型屋顶系统。该系统可提供至少 25 年超长使用年限, 高分子防水材料特有的高反射率可明显提升光伏发电效率。此外该系统还具有系统优、质保久、低成本、高收益、利社会五大核心优势, 助力国家的能源体系绿色低碳转型战略。

图 43: 凯伦股份融合光伏屋顶解决方案



资料来源: 凯伦股份官网, 德邦研究所

图 44: 凯伦股份融合光伏屋顶五大优势

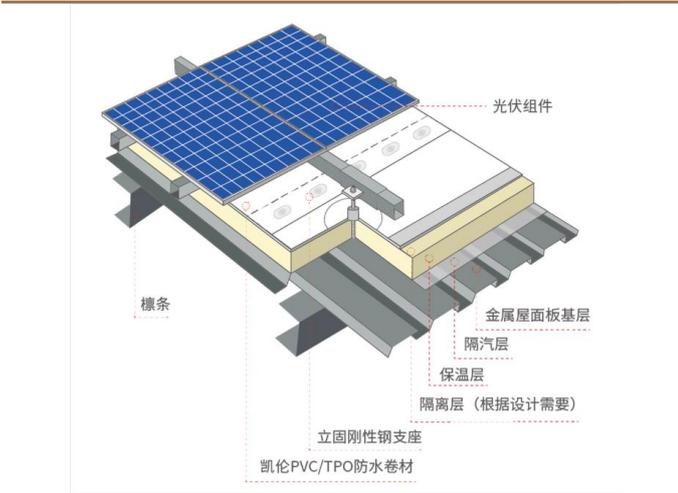


资料来源: 凯伦股份官网, 德邦研究所

融合光伏屋顶系统 (CSPV 系统) 体系下, 根据客户具体需求, 公司可提供针对高端工商业厂房的单层屋面系统或综合性价比出众的 TMP 融合瓦系统两种解决方案可选:

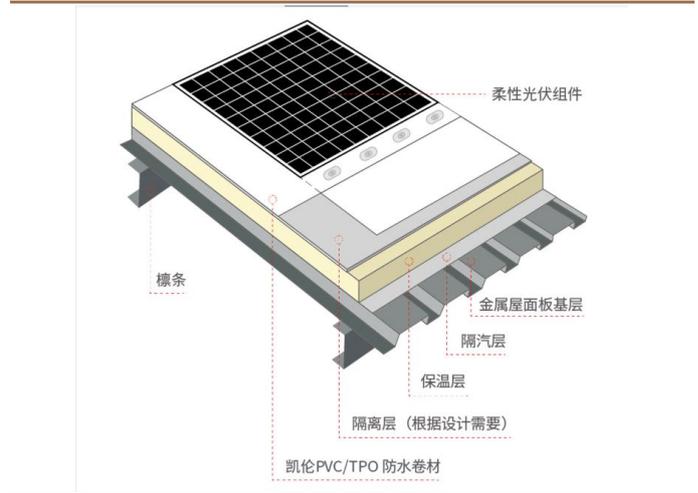
1) 融合光伏屋顶系统国际通用型——单层屋面系统: 单层屋面系统是国际主流的屋面解决方案, 以 TPO/PVC 高分子防水卷材为防水层, 充分利用其耐候性与防腐性, 有效减少屋面层次及材料成本, 对天气环境要求低, 有效减少施工工期, 而且可在维修项目中使用。

图 45: 凯伦股份单层屋面系统 1



资料来源: 凯伦股份官网, 德邦研究所

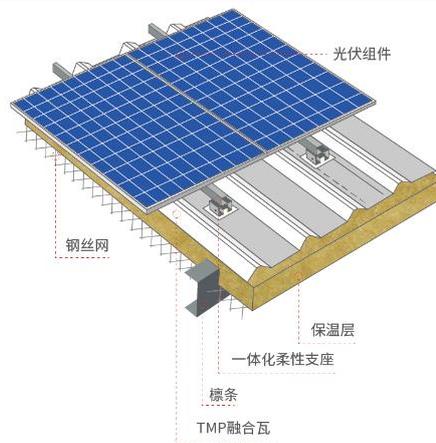
图 46: 凯伦股份单层屋面系统 2



资料来源: 凯伦股份官网, 德邦研究所

**2) 融合光伏屋顶系统经济适用型——TMP 融合瓦系统:** TMP 融合瓦系统为凯伦股份首创, 是一款屋面用防水防腐一体化叠层复合板材, 由高耐候高反射聚烯烃防水膜、高分子多层共挤粘接胶膜、优质热镀锌钢板、防腐膜组成, 用作厂房轻钢屋面, 具有高耐候、高水汽阻隔率、高粘结强度、抗腐蚀等特点。TMP 融合瓦结合了传统钢屋面简单快捷的安装方式和 TPO 防水层的耐候性与防腐性, 并且造价远低于 TPO, 为客户提供了更为经济实惠的屋面解决方案。

图 47: 凯伦股份 TMP 融合瓦系统



资料来源: 凯伦股份官网, 德邦研究所

### 3.1.3. 市场竞争加剧, 凯伦股份有望保持高分子防水先发优势

**各公司加码高分子防水, 市场竞争加剧。**近年来多家企业开始布局高分子防水领域, 除了东方雨虹和科顺股份等老牌防水企业外, 三棵树、亚士创能等企业也在积极跟随投产高分子生产基地, 引入生产线。此外, 许多企业加强了对高分子防水材料的研究力度, 开发核心技术, 高分子卷材市场竞争愈发激烈。

表 22: 防水企业近年高分子布局部分情况

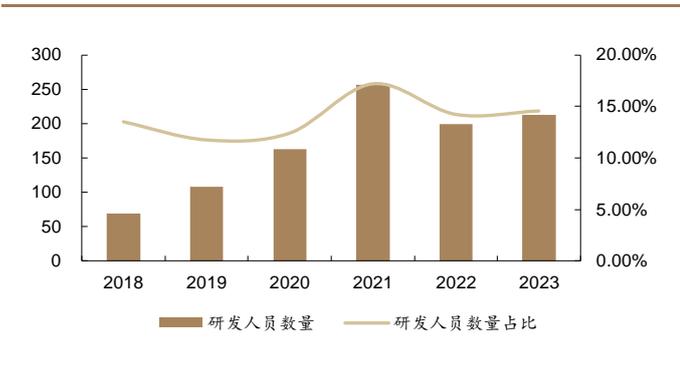
公司	项目	涉及高分子防水部分
科顺股份	佛山科顺智能化生产基地技术改造项目	在高分子车间新增 2 条片材线及配套设备, 新增年产高分子防水卷材 850 万平方米
	福建三明防水材料扩产项目	项目预计年产 600 万平方米高分子防水卷材
	安徽滁州防水材料扩产项目	二期项目预计年产 2000 万平方米高分子防水卷材
东方雨虹	杭州东方雨虹高分子防水卷材项目	配置 8 套高分子防水卷材生产线, 形成年产 4000 万平方米高分子防水卷材的生产能力
	广东东方雨虹花都生产基地项目	年产 6000 万平方米高分子防水卷材
三棵树	克劳斯玛菲高分子防水卷材生产线	高分子防水卷材年产能 1700 万平方米
亚士创能	滁州防水工厂	首期年设计产能包括 2000 万平方米高分子防水卷材

资料来源: 科顺股份可转债募集说明书、佛山市政法网、涂饰商情网、中国建筑防水协会、杭州市发改委等, 德邦研究所

在高分子市场竞争加剧的背景下, 我们认为凯伦股份有望保持高分子防水领域龙头地位, 原因有四:

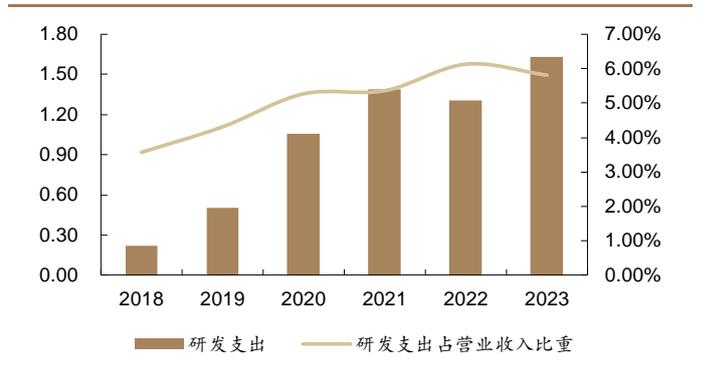
1) 凯伦股份重视研发, 积累技术先发优势。自成立以来公司投入大量资金及人力进行新产品研发、产品配方优化及生产工艺改进。2021 年-2023 年凯伦股份研发投入分别为 1.39/1.31/1.63 亿元, 占营业收入比重分别为 5.37%/6.14%/5.82%。研发人员方面, 2022 年经历研发人员数量骤降后, 2023 年公司研发人员数量和占比均有所恢复, 显示公司通过加大研发巩固高分子防水领域龙头地位的决心。

图 48: 凯伦股份研发人员情况 (人,%)



资料来源: 公司各年报, 德邦研究所

图 49: 凯伦股份研发投入情况 (亿元,%)



资料来源: 公司公告、Wind, 德邦研究所

表 23: 凯伦股份主要研发项目情况

主要研发项目	项目目的	项目进展	预计对公司影响
自粘排水板	我国建有世界上里程最长的铁路和公路系统, 高可靠性的防排水板对我国交通运输系统的安全运行具有重要的战略意义。开发具有优异防水性能的防排水板, 对铁路和公路隧道的安全运行至关重要。	项目已经完成并获省级新产品鉴定, 产品整体技术处于国际先进水平。	本项目的最终成果是由高抗压强度防排水板本体、高内聚力、高耐热性能的的粘结带和自粘布构成的一种多维多层高分子复合材料, 预计将增强公司在铁路和公路等交通系统产品和服务的竞争力, 提升公司铁路或公路等公共交通系统产品的销售收入和利润水平。
高强耐磨喷涂聚脲防水涂料	开发超高强、耐磨的喷涂聚脲防水涂料, 达到多种极其优越的物理防腐, 及耐候性能, 其属于高分子涂料中最高端的产品, 市场潜力巨大, 可应用于电力、水利、防水、防护和防腐等各种领域。	项目已经完成并获省级新产品鉴定, 产品整体技术处于国内领先水平。	该产品具有优异的防水性能, 在酸, 碱, 盐腐蚀介质中, 人工老化后也均表现良好的耐候性。可进一步扩大公司产品在市场应用渠道, 满足高端防水防腐等领域的特殊化需求。
MBA-F 纤维增强型高分子膜基湿铺防水卷材	开发纤维材料增强高分子膜基湿铺防水卷材, 采用纤维材料与高分子膜双胎基设计, 提高卷材物理力学性能, 既防止施工过程中对防水层的破坏, 也有效减小混凝土开裂对防水层的影响, 提高防水系统的可靠性及耐久性。	项目已经完成并获省级新产品鉴定, 整体技术处于国内领先。	随着《建筑与市政工程防水通用规范》在 2023 年 4 月 1 日起实施, 卷材的双胎基设计可以全面满足强条对于卷材耐久性及搭接边不透水性要求, 可以满足多类防水设计需求, 增加公司在防水行业的技术地位及市场份额。

**MBP-S 高分子自粘胶膜预铺防水卷材**

开发出轻量化高分子自粘胶膜预铺防水卷材，采用耐候防粘涂层实现与后浇筑砼结构的融合粘接，可广泛应用于地下工程。项目已经完成。

该产品的成功研发打破了市场上高分子自粘胶膜预铺防水卷材的产品结构，为传统热熔胶保护层提供了创新解决方案，同时解决了传统砂面预铺卷材易掉砂、质量大、材料运输成本高的痛点，可满足多种极端环境的施工要求，增加公司在高分子预铺防水卷材的市场竞争力。

**PVC 聚氯乙烯防水卷材 (GL 类)**

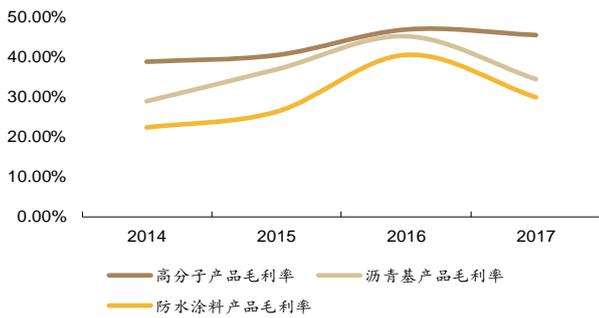
开发屋面防水系统，系统能与建筑屋面满粘成整体，既可解决屋面锈蚀、渗漏和阻止雨水迁移到建筑结构内部造成钢筋混凝土的腐蚀破坏，消除窜水通道，后期维护方便成本低，降低屋面温度，减少室内能耗，也可延长屋面使用寿命，使屋面与光伏 25 年运行期同寿命。项目已经完成并获省级新产品鉴定，整体技术处于国际先进。

该项目的产业化将使公司成为国内领先、国际一流的 PVC 聚氯乙烯防水卷材 (GL 类) 的生产企业，打破国外技术垄断，全面替代进口，在国内高端领域市场占有率有望达到 50% 以上。

资料来源：公司 2023 年报，德邦研究所

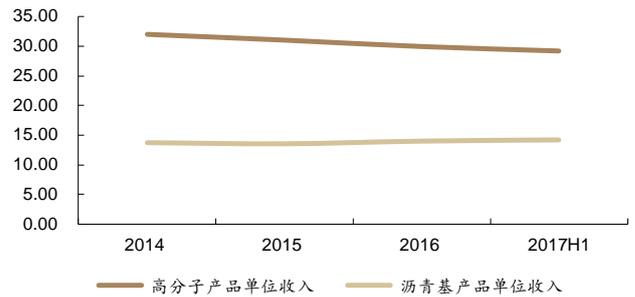
**2) 盈利能力更强的高分子防水产品占比提升，有望带动公司业绩增长。**截至 2017 年公司最后一次披露按防水材料种类拆分的毛利率情况，公司高分子产品毛利率为 45.69%，同时期沥青基产品毛利率 34.63%，防水涂料毛利率 30.02%。产品单位收入方面，据公司招股说明书，2017 年上半年高分子单位收入 29.13 元/平方米，而沥青基单位收入仅为 14.14 元/平方米。参考公司至 2024 年，高分子防水材料收入达到公司销售收入 50% 的规划，我们认为高分子产品收入占比提升有望带动公司业绩增长。

图 50：凯伦股份防水材料分产品毛利率 (%)



资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

图 51：凯伦股份防水卷材分产品单位收入 (元/平方米)



资料来源：凯伦股份招股说明书、Wind，德邦研究所

**3) 产能优势助力公司保持领先地位。**具体项目方面，广西贵港生产基地一期项目已建设完工并试投产，江苏宿迁泗阳生产基地相关配套设施正在完善中。此外公司投资 15 亿元的高分子产业园在继续建设中，为全球单体产能最大、产品比肩世界一流水准的高分子防水卷材生产基地，年计划产能达 1 亿平方米，年计划产值 30 亿元，一期已于 2021 年投产。随着公司防水布局及产能建设更加完善，有望带来一定成本优势，持续保持高分子防水领先地位。

表 24：凯伦股份重要在建项目情况

项目名称	工程累计投入占预算比例	工程进度	资金来源
华南生产基地项目	25.98%	30%	金融机构贷款
华东生产基地项目	52.97%	55%	金融机构贷款
新型高分子建筑防水卷材项目 (含一期二期)	51.29%	50%	募集资金

资料来源：公司 2023 年报，德邦研究所

**4) 牵手多家光伏企业，光伏屋面领域建立品牌优势。**凯伦股份重点聚焦光伏屋顶项目，未来有望借助屋顶光伏产业大发展的趋势，实现自身业务的快速发展。公司与多家光伏厂商和光伏产业链公司达成战略合作协议，实现共享业务资源、持续推广 CSPV 系统。凯伦股份在光伏屋面领域有望形成良好的品牌优势，提高光伏屋面部分首选率，进一步巩固自身高分子防水优势。

表 25: 凯伦股份与部分光伏产业链公司合作情况

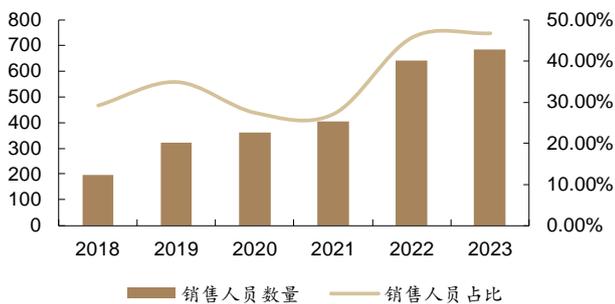
时间	合作对象	合作内容
2021 年 9 月	贝盛绿能	签署战略合作协议，双方同意在开发的分布式光伏屋顶项目中优先推荐使用对方的产品体系和解决方案，共同推广 CSPV 系统以及各自的主营业务产品。
2021 年 9 月	苏州中鑫	共同打造和推广“屋顶分布式光伏发电项目全生命周期高品质一站式解决方案”，提供 25 年的防水和光伏发电的一体化项目。
2021 年 10 月	日新科技	在分布式光伏领域开展合作并签订战略协议，双方针对不同光电建筑应用中防水、保温、防火等各项建筑功能性需求和以新能源为主体的新型数字化电力系统集成创新需求，融合凯伦 CSPV 技术、日新智能 BIPV 技术、共同打造零碳建筑/园区智能光伏系统解决方案。
2021 年 11 月	葛洲坝集团	签署战略合作协议，双方同意将通过合资设立屋顶分布式光伏电站投资平台公司的方式，共同促进采用 CSPV 系统的项目尽快落地。
2021 年 12 月	三峡集团江苏能源投资有限公司	签署战略合作框架协议，针对三峡集团开发、投资或建设的分布式光伏项目，凯伦应充分发挥 CSPV 系统在项目推进中的价值优势，推动项目落地。凯伦股份推荐对方相关资源，包括优先向屋顶业主推荐 CSPV 系统等。

资料来源：中国建筑防水杂志社微信公众号、凯伦股份官方公众号、湖北省建筑防水协会微信公众号、中国建筑防水协会微信公众号，德邦研究所

### 3.2. 推动收入结构变革，严控应收账款风险

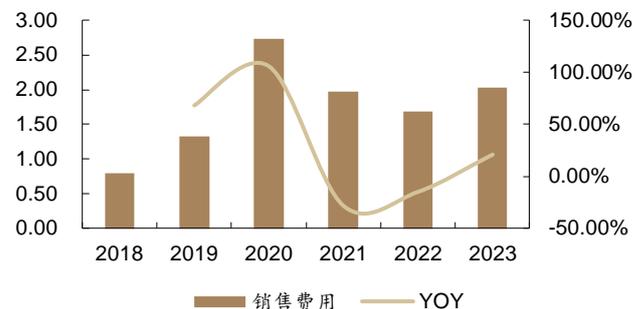
公司大力发展渠道业务，积极扩充销售团队。公司采用“经销为主、直销为辅”的销售模式。直销模式主要有大型地产商的集团采购、大型基础设施项目直接采购及出口贸易等。近年来公司大力发展渠道业务，积极扩充销售团队与经销网络，2023 年公司销售人员 686 人，占总员工的 46.89%，较 2021 年 27.13% 的占比上升了 19.76 个百分点。公司力争在 2023-2024 年每年新开发经销商客户 1000 家，到 2024 年累计经销商客户数量将达到 3000 家，渠道收入占比争取达到 60% 左右。

图 52: 凯伦股份销售人员情况 (人,%)



资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

图 53: 凯伦股份销售费用 (亿元)

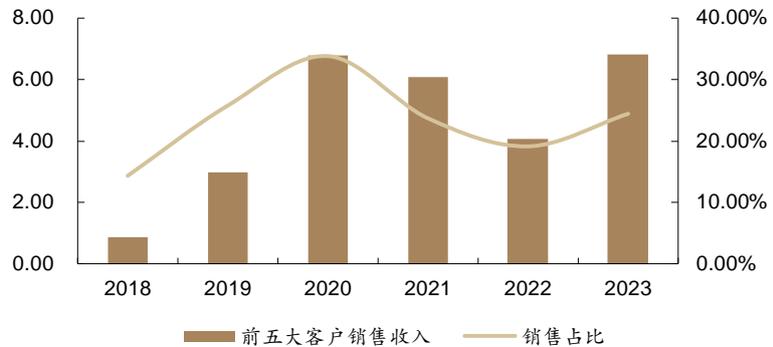


资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

持续调整收入结构，前五大客户销售收入占比有所下降。集采方面，公司稳步推进与头部地产商如万科、新城、中海、保利等优质企业建立长期战略合作关系，但鉴于下游地产客户面临政策监管压力以及房地产需求下行等风险，公司也牢固树立风险意识，提高风险识别能力和手段，控制集采业务发展节奏和规模。

2023年前五大客户销售收入合计6.83亿元，前五大客户销售收入占比24.38%，较2020年显著下降9.40个百分点。公司未来有望进一步降低集采占比，摆脱地产依赖，完成渠道变更转型。

图 54：前五大客户销售收入情况（亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

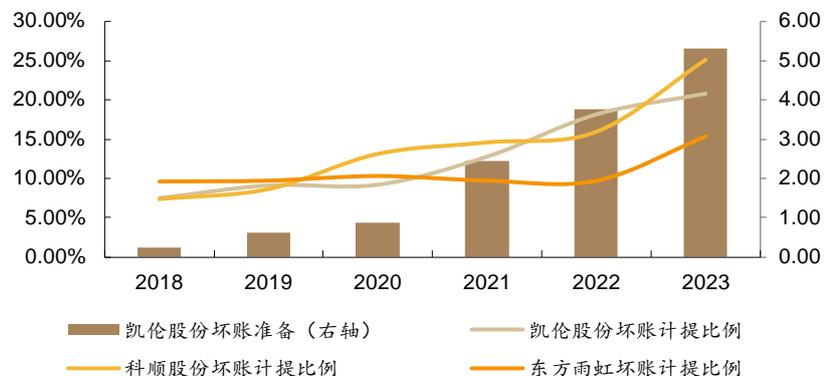
公司重视应收账款风险，严格把控坏账计提。根据各公司 2023 年报，凯伦股份除 1-2 年账龄外，其他账龄的坏账准备计提比例均高于东方雨虹，对于 2-3、3-4 年账龄的计提比例也高于科顺股份，或可反映凯伦股份更为重视应收账款风险，会计政策更为审慎。

表 26：主要防水企业坏账准备计提比例规定

	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3-4 年	4-5 年	5 年以上
凯伦股份	5%	10%	50%	80%	80%	100%
东方雨虹	3.46%	15.72%	32.12%	50.54%	75.52%	100%
科顺股份	5%	10%	30%	50%	80%	100%

资料来源：各公司 2023 年报、iFinD，德邦研究所

图 55：凯伦股份坏账准备及主要防水企业平均坏账计提比例（%，亿元）

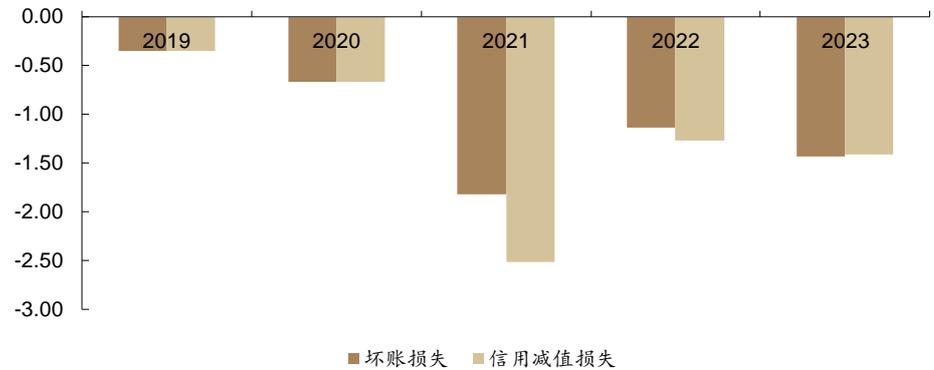


资料来源：iFinD，德邦研究所

凯伦股份应收账款风险有望持续改善。在公司严格风险管理下，2023 年坏

账损失、信用减值损失分别为 1.44 亿元、1.41 亿元，坏账损失和信用减值损失得到控制，相较 2021 年高点有较大幅度回落。

图 56：凯伦股份坏账损失和信用减值损失情况（亿元）



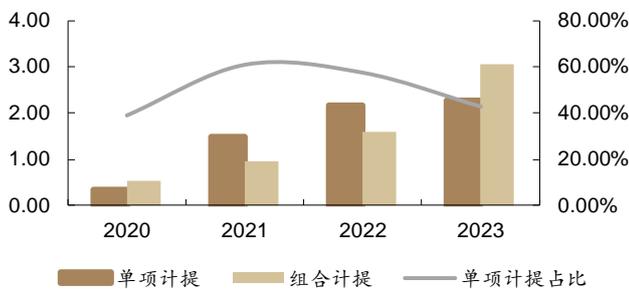
资料来源：凯伦股份各年报、Wind，德邦研究所

我们认为凯伦股份未来坏账损失和信用资产损失有望持续下降，应收账款风险有望持续改善。原因有二：

**1) 增量部分：持续压降对单一行业客户的依赖。**据公司 2023 年报，公司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 年已快速下降的基础上进一步下降。公司同时明确表示将通过提升渠道销售占比，降低直销业务比重、优化资金结算模式等多种方式提升经营性现金净流入，有望减轻对房地产大客户的依赖，进而改善应收账款风险。

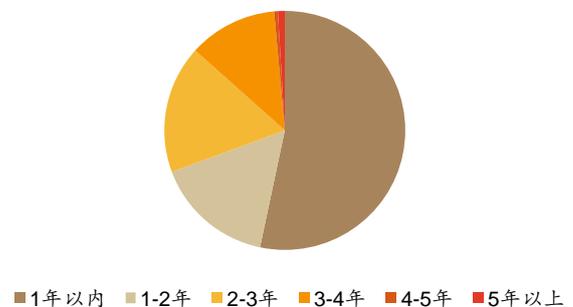
**2) 存量部分：单项计提有望持续退坡，合理账龄助力组合计提改善。**2023 年，公司继续保持较高计提比例，预计未来随着公司严格把控回款，加强应收风险控制的情况下，对各单位的单项计提或将接近完成，单项计提准备有望持续退坡。组合计提部分，2023 年凯伦股份账龄为 1 年以内的应收账款占 53.31%，三年以内占 86.67%，账龄结构较为合理，有助于公司组合计提坏账准备的改善。

图 57：凯伦股份计提金额及单项计提占比（亿元，%）



资料来源：公司各年报、iFinD，德邦研究所

图 58：2023 年凯伦股份账龄情况（%）



资料来源：公司 2023 年报、Wind，德邦研究所

**表 27: 凯伦股份单项计提情况**

		恒大集团	蓝光集团	荣盛地产	37 家零星单位
2021 年	账面余额 (万元)	6061.98	238.30	2529.1	
	坏账准备 (万元)	2715.49	71.49	755.25	
	计提比例	44.8%	30%	29.86%	
2022 年	账面余额 (万元)	20481.60	2920.01	7927.48	2837.61
	坏账准备 (万元)	14337.12	2044.01	2378.25	2837.61
	计提比例	70%	70%	30%	100%
2023 年	账面余额 (万元)	21440.92	2909.11	4267.17	2647.13
	坏账准备 (万元)	15008.64	2036.38	1280.15	2647.13
	计提比例	70%	70%	30%	100%

资料来源: 公司各年报, 德邦研究所

注: 37 家零星单位计提情况为截至 2023H1 数据

## 4. 盈利预测与估值

公司产品主要分为防水卷材、防水涂料以及防水工程施工，未来服务于光伏屋顶的融合瓦以及 PVC 瓦也有望成为公司重要业务板块。伴随防水新规落地、地产基建需求回暖、光伏屋顶需求增大以及自身渠道布局的进一步完善，公司后续增长有望保持韧性。为测算公司未来业绩增长，我们对具体业务板块做如下核心假设：

**1) 防水卷材业务：**公司近年来逐步扩充产能，广西贵港生产基地项目已建设完工，一期已试投产、江苏宿迁泗阳生产基地相关配套设施正在完善中，公司未来产能有望实现进一步增长。需求方面，公司计划未来高分子防水材料收入占比达到 50%，伴随防水新规的实施以及光伏屋面防水需求增加，23 年起以高分子卷材为主的防水材料需求有望扩容，公司业绩有望进一步增长。成本方面，伴随着沥青等原材料价格从高位回落，公司成本端压力得到释放，有望带动毛利率提升。我们预计公司防水卷材业务 2024-2026 年营业收入有望增至 19.66、22.72 和 25.23 亿元，同比增长 17.94%、15.53% 和 11.04%，毛利率分别为 25%、26%、27%。

**2) 防水涂料业务：**公司防水涂料业务一直保持快速增长，2022 年因防水需求疲软影响，涂料业务短期承压。预计未来防水新规加持叠加城中村改造释放需求，有望拉动防水涂料业务继续增长。我们预计防水涂料业务 2024-2026 年营业收入分别为 7.42、8.53、9.38 亿元，同比增长 20%、15% 和 10%，毛利率分别为 30%、32%、34%。

**3) 防水施工业务：**2022 年防水材料需求下降拖累公司防水施工业务，但业务收入仍然保持增长，具有较强的韧性。我们预测 24-26 年防水施工业务收入分别为 4.92、6.15、7.99 亿元，同比增长 20%、25%、30%。毛利率分别为 8%、10%、12%。

表 28：凯伦股份盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>防水卷材</b>					
产量 (万平方米)	11,611.75	15418.36	18502.03	21277.34	23405.07
销量 (万平方米)	11,917.31	15,527.68	18131.99	20639.02	22468.87
产销率 (%)	102.63%	100.71%	98%	97%	96%
营业收入 (百万元)	1347.98	1667.27	1966.37	2271.83	2522.71
yoy (%)	-24.60%	23.69%	17.94%	15.53%	11.04%
单位营收 (元/平方米)	11.31	10.74	10.84	11.01	11.23
营业成本 (百万元)	1073.45	1274.74	1474.78	1681.15	1841.58
单位营业成本 (元/平方米)	9.01	8.21	8.13	8.15	8.20
毛利率 (%)	20.37%	23.54%	25.00%	26.00%	27.00%
<b>防水涂料</b>					
营业收入 (百万元)	519.11	618.13	741.75	853.01	938.31
yoy (%)	-9.94%	19.07%	20.00%	15.00%	10.00%
营业成本 (百万元)	418.23	442.74	519.23	580.05	619.29
毛利率 (%)	19.43%	28.37%	30.00%	32.00%	34.00%
<b>防水施工</b>					

营业收入 (百万元)	213.30	409.89	491.87	614.83	799.28
yoy (%)	18.27%	92.17%	20.00%	25.00%	30.00%
营业成本 (百万元)	186.92	384.93	452.52	553.35	703.37
毛利率 (%)	12.37%	6.09%	8.00%	10.00%	12.00%
<b>其他</b>					
营业收入 (百万元)	47.22	105.36	162.72	266.97	481.99
yoy (%)	14.65%	123.12%	54.43%	64.07%	80.54%
营业成本 (百万元)	34.37	82.18	111.80	195.33	353.25
毛利率 (%)	27.21%	22.01%	31.29%	26.83%	26.71%
<b>合计</b>					
总营业收入 (百万元)	2127.61	2800.65	3362.70	4006.64	4742.30
yoy (%)	-17.72%	31.63%	20.07%	19.15%	18.36%
毛利率 (%)	19.49%	22.00%	23.92%	24.88%	25.83%

资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所预测

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 33.63、40.07 和 47.42 亿元，同比增长 20.07%、19.15%和 18.36%，归母净利润分别为 0.75、1.33 和 2.20 亿元，同比增长 232.46%、77.33%和 65.20%，对应 EPS 分别为 0.20、0.35 和 0.57 元。可比公司方面，我们选择防水企业龙头东方雨虹和科顺股份作为可比公司，24 年可比公司平均估值约为 17 倍。凯伦股份估值高于行业平均水平，考虑其核心业务高分子防水卷材盈利能力较强，业务占比逐渐走高，且未来需求广阔，随着在建产能有望持续落地，公司业绩弹性有望进一步显现，首次覆盖给予“增持”评级。

表 29：可比公司估值（收盘价截至 2024 年 6 月 18 日）

代码	简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002271.SZ	东方雨虹	13.60	343	0.91	1.15	1.41	1.74	14.95	11.83	9.65	7.82
300737.SZ	科顺股份	4.68	55	-0.29	0.20	0.31	0.41	-16.14	22.93	15.28	11.45
	平均							-0.60	17.38	12.46	9.63
300715.SZ	凯伦股份	7.70	30	0.06	0.20	0.35	0.57	128.33	39.38	22.21	13.44

资料来源：Wind，德邦研究所预测；注：除凯伦股份、东方雨虹为德邦建材组预测外，其余公司盈利预测来自 Wind 一致预期

## 5. 风险提示

**1) 原材料价格上涨:** 防水材料所需原材料主要为石油化工产品, 未来价格若产生波动, 公司成本端将承压, 影响公司盈利能力;

**2) 新产品开发不及预期:** 高分子卷材以及融合光伏屋顶系统等公司产品开发及推广存在一定不确定性, 若不及预期, 会影响公司收入;

**3) 防水新规落地不及预期:** 防水新规落地将带来防水行业扩容, 若新规执行不及预期则会影响公司需求端放量;

**4) 房地产市场恢复不及预期:** 若房地产政策效果不及预期, 房地产需求持续走弱, 防水行业下游需求萎缩, 影响防水材料需求回暖。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.06	0.20	0.35	0.57
每股净资产	6.30	6.52	6.90	7.46
每股经营现金流	0.50	0.92	0.64	0.87
每股股利	0.13	0.03	0.05	0.09
价值评估(倍)				
P/E	194.33	39.38	22.21	13.44
P/B	1.85	1.18	1.12	1.03
P/S	1.06	0.88	0.74	0.62
EV/EBITDA	37.84	9.31	7.41	5.57
股息率%	1.1%	0.4%	0.7%	1.1%
盈利能力指标(%)				
毛利率	22.0%	23.9%	24.9%	25.8%
净利润率	0.8%	2.2%	3.3%	4.6%
净资产收益率	0.9%	3.0%	5.0%	7.7%
资产回报率	0.3%	1.1%	1.7%	2.6%
投资回报率	-6.7%	1.7%	2.9%	4.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	31.6%	20.1%	19.1%	18.4%
EBIT 增长率	127.7%	168.3%	80.7%	60.8%
净利润增长率	114.2%	232.5%	77.3%	65.2%
偿债能力指标				
资产负债率	62.7%	64.2%	65.1%	65.2%
流动比率	1.6	1.7	1.8	1.9
速动比率	1.4	1.5	1.6	1.7
现金比率	0.6	0.7	0.7	0.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	263.9	250.0	250.0	250.0
存货周转天数	22.2	28.0	28.0	28.0
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6
固定资产周转率	1.9	2.7	3.8	5.9

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	23	75	133	220
少数股东损益	6	19	34	57
非现金支出	250	436	437	443
非经营收益	28	58	58	61
营运资金变动	-114	-235	-416	-445
经营活动现金流	192	354	247	336
资产	-284	-100	-100	-100
投资	0	-16	-16	-16
其他	103	-2	1	2
投资活动现金流	-181	-118	-115	-114
债权募资	173	101	200	200
股权募资	0	0	0	0
其他	38	-68	-80	-97
融资活动现金流	211	33	120	103
现金净流量	224	269	253	326

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2024 年 6 月 18 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,801	3,363	4,007	4,742
营业成本	2,185	2,558	3,010	3,517
毛利率%	22.0%	23.9%	24.9%	25.8%
营业税金及附加	16	24	28	33
营业税金率%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	203	252	309	379
营业费用率%	7.3%	7.5%	7.7%	8.0%
管理费用	112	128	152	166
管理费用率%	4.0%	3.8%	3.8%	3.5%
研发费用	163	202	240	285
研发费用率%	5.8%	6.0%	6.0%	6.0%
EBIT	37	99	179	288
财务费用	36	13	27	37
财务费用率%	1.3%	0.4%	0.7%	0.8%
资产减值损失	-6	-27	-36	-35
投资收益	3	-2	1	2
营业利润	-2	105	186	308
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	-3	105	186	308
EBITDA	140	388	480	616
所得税	-32	11	19	31
有效所得税率%	1013.5%	10.0%	10.0%	10.0%
少数股东损益	6	19	34	57
归属母公司所有者净利润	23	75	133	220

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,787	2,056	2,308	2,634
应收账款及应收票据	2,053	2,216	2,683	3,214
存货	133	195	230	269
其它流动资产	471	718	838	974
流动资产合计	4,443	5,185	6,060	7,091
长期股权投资	9	9	9	9
固定资产	1,466	1,261	1,044	800
在建工程	22	42	62	82
无形资产	144	140	135	130
非流动资产合计	2,081	1,905	1,715	1,499
资产总计	6,524	7,090	7,775	8,591
短期借款	1,100	1,000	1,000	1,000
应付票据及应付账款	1,014	1,192	1,402	1,638
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	741	923	1,019	1,125
流动负债合计	2,855	3,115	3,421	3,763
长期借款	1,179	1,379	1,579	1,779
其它长期负债	57	58	58	58
非流动负债合计	1,236	1,437	1,637	1,837
负债总计	4,091	4,552	5,058	5,601
实收资本	385	385	385	385
普通股股东权益	2,425	2,511	2,654	2,872
少数股东权益	8	28	62	119
负债和所有者权益合计	6,524	7,090	7,775	8,591

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获2019年金牛奖建筑材料第二名；2019年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019年Wind金牌分析师建筑材料第一名；2020年Wind金牌分析师建筑材料第一名。

王逸枫 建筑建材行业分析师，剑桥大学经济学硕士，2022年加入德邦证券，主要负责水泥、玻璃、玻纤和新材料。曾任职于浙商证券以及平安集团旗下不动产投资平台，拥有产业和卖方研究复合背景

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。