

凯伦股份（300715）

2024 年报&2025 年一季报点评：大额减值影响业绩，外延并购开拓新增长点

增持（维持）

2025 年 04 月 28 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

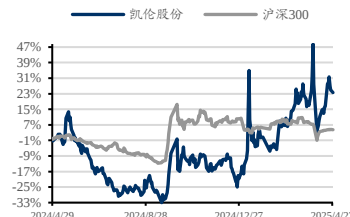
fangdl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	2,801	2,380	2,509	2,702	2,913
同比（%）	31.63	(15.02)	5.41	7.70	7.82
归母净利润（百万元）	22.64	(538.65)	71.18	105.75	147.21
同比（%）	114.24	(2,479.49)	113.21	48.57	39.20
EPS-最新摊薄（元/股）	0.06	(1.42)	0.19	0.28	0.39
P/E（现价&最新摊薄）	178.70	(7.51)	56.83	38.25	27.48

投资要点

- **事件：公司发布 2024 年报和 2025 年一季报。**2024 年公司实现营收 23.80 亿元，同比-15.02%；归母净利润-5.39 亿元；2025Q1 公司实现营收 4.66 亿元，同比-11.83%；归母净利 0.07 亿元，同比-15.89%。
- **需求承压下主动管控地产直销，毛利率同比有所下降。**24 年公司收入同比下滑，主要是公司在需求压力和地产信用风险暴露下，主动压缩回款周期较长的地产商直销业务规模导致直销渠道收入下降，同时地产业务相关收入占比进一步下降；分产品来看，防水卷材收入同比下降 24.3%，防水涂料业务同比下降 31.5%，防水施工业务同比增长 25.5%；毛利率方面，24 年公司整体毛利率 19.9%，同比下降了 2.15pct，需求承压和行业竞争加剧是毛利率下降主要原因，分品类来看，防水卷材业务毛利率下降了 1.52pct，防水涂料业务同比提高了 1.72pct，同时低毛利率的施工业务占比增加也是拉低毛利率的因素。
- **期间费用率上升，大额减值影响当期业绩。**2024 年公司期间费用率提高了 5.3pct，其中销售费用率同比提高了 1.6pct，主要是公司广告宣传费增加所致，管理费用率同比提高了 2.4pct，主要是期内公司新设子公司投入运营、抵债资产折旧及处置费用增加所致；2024 年公司信用减值损失-4.81 亿元（上年同期为-1.41 亿元）、资产减值损失-1.06 亿元（上年同期为 613 万元），主要是公司对应收账款的坏账计提和对客户以房抵债的房产计提减值。
- **收购佳智彩，外延开拓新业务增长点。**公司此前公告以现金方式收购苏州佳智彩光电科技有限公司 51%股权，通过并购方式积极开拓新的增长点。根据苏州佳智彩公司官网信息，公司成立于 2017 年 11 月，是一家专业从事显示面板、新能源及半导体行业光、机、电测试及生产解决系统、工艺设备和软硬件研发、集成生产、销售与服务的“一站式”提供商，长期专注与深耕显示面板检测及修复设备的研发制造。根据交易公告，佳智彩公司 25-27 年业绩承诺为分别不低于 5500 万元、7500 万元、11000 万元，即累积净利润为 2.4 亿元，有望成为新的业绩增长点。
- **盈利预测与投资评级：**公司在应对需求承压和竞争加剧积极调整客户结构和渠道结构，控制风险同时积极寻找业务增长，并通过外延并购尝试新业务的拓展。我们调整公司 2025-2026 年并新增 2027 年归母净利润预测为 0.71/1.06/1.47 亿元（2025-2026 年前值为 1.37/1.98 亿元），对应 PE 分别为 57X/38X/27X，考虑到公司主业盈利有望恢复和外延并购业务增长预期，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)	10.70
一年最低/最高价	5.67/13.36
市净率(倍)	2.26
流通 A 股市值(百万元)	3,575.50
总市值(百万元)	4,045.19

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.74
资产负债率(%，LF)	62.01
总股本(百万股)	378.06
流通 A 股(百万股)	334.16

相关研究

《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》

2024-02-01

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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,887	3,076	3,402	3,822	营业总收入	2,380	2,509	2,702	2,913
货币资金及交易性金融资产	681	680	949	1,201	营业成本(含金融类)	1,908	1,910	2,012	2,161
经营性应收款项	1,775	1,927	1,972	2,098	税金及附加	19	18	19	21
存货	112	112	114	124	销售费用	210	204	222	242
合同资产	135	127	138	151	管理费用	153	141	151	167
其他流动资产	185	230	230	248	研发费用	140	125	135	150
非流动资产	2,189	2,208	2,241	2,242	财务费用	61	14	17	(19)
长期股权投资	9	9	9	9	加:其他收益	53	53	58	44
固定资产及使用权资产	1,340	1,339	1,331	1,315	投资净收益	(7)	(3)	(4)	(5)
在建工程	4	59	114	144	公允价值变动	(2)	3	(5)	(5)
无形资产	141	132	124	115	减值损失	(587)	(60)	(60)	(40)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	4	4	4	4	营业利润	(651)	89	134	186
其他非流动资产	692	665	660	655	营业外净收支	(1)	1	0	0
资产总计	5,076	5,284	5,644	6,064	利润总额	(652)	91	135	185
流动负债	2,376	2,358	2,503	2,684	减:所得税	(107)	14	20	28
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,105	1,039	1,129	1,219	净利润	(545)	77	114	158
经营性应付款项	756	837	862	921	减:少数股东损益	(6)	6	9	10
合同负债	175	138	155	173	归属母公司净利润	(539)	71	106	147
其他流动负债	340	344	358	372	每股收益-最新股本摊薄(元)	(1.42)	0.19	0.28	0.39
非流动负债	914	1,063	1,163	1,244	EBIT	(480)	105	151	166
长期借款	861	1,011	1,111	1,191	EBITDA	(352)	214	268	291
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	19.85	23.87	25.55	25.83
租赁负债	1	1	1	2	归母净利率(%)	(22.63)	2.84	3.91	5.05
其他非流动负债	52	50	50	50	收入增长率(%)	(15.02)	5.41	7.70	7.82
负债合计	3,290	3,420	3,666	3,928	归母净利润增长率(%)	(2,479.49)	113.21	48.57	39.20
归属母公司股东权益	1,777	1,848	1,954	2,101					
少数股东权益	10	16	24	35					
所有者权益合计	1,786	1,864	1,978	2,136					
负债和股东权益	5,076	5,284	5,644	6,064					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(140)	74	267	216	每股净资产(元)	4.70	4.89	5.17	5.56
投资活动现金流	683	(129)	(159)	(135)	最新发行在外股份(百万股)	378	378	378	378
筹资活动现金流	(876)	55	160	171	ROIC(%)	(9.14)	2.32	3.16	3.23
现金净增加额	(333)	0	269	252	ROE-摊薄(%)	(30.32)	3.85	5.41	7.01
折旧和摊销	128	109	117	125	资产负债率(%)	64.81	64.73	64.95	64.78
资本开支	(164)	(154)	(155)	(130)	P/E (现价&最新股本摊薄)	(7.51)	56.83	38.25	27.48
营运资本变动	(273)	(200)	(63)	(116)	P/B (现价)	2.28	2.19	2.07	1.93

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>