

凯伦股份（300715）

检测设备转型元年，看好公司业绩估值双升空间

2025 年 1 月 7 日，凯伦股份发布公告，与苏州矽彩光电、苏州和彩、苏州源彩及陈显锋先生签订框架协议，凯伦将以支付现金的方式购买目标公司不高于 51% 的股权，交易包括股权转让和股权收购两项事宜，4 月 28 日公告完成工商变更。凯伦股份在此次收购佳智彩的框架协议中签订业绩对赌协议，承诺佳智彩在 25-27 年累计扣非归母净利润不低于 2.4 亿元。考虑到公司未来转型后具备较高业绩提升空间，且主业有望触底后实现困境反转，同时公司收购佳智彩的面板检测设备业务有望放量、半导体检测设备业务有望带来优异成长空间，首次覆盖给予“买入”评级。

凯伦股份：主业防水经营承压，转型检测设备元年

凯伦股份原深耕防水材料业务，25 年转型显示面板和半导体检测设备领域。股权结构相对分散，无单一绝对控股方，实控人及一致行动人持股占三四成。公司有 24 家参控股子公司，目前以苏州总部为中心，产能辐射全国。20 年及之前公司防水主业稳步增长，21 年后经营承压，防水卷材业绩贡献收窄，防水涂料和施工贡献加大，24 年利润转亏至-5.4 亿元。

测算凯伦股份防水业务总收入分别达 24.27/25.18/26.29 亿元，同比分别 +2%/+4%/+4%，测算毛利润分别达 5.2/5.8/6.6 亿元，同比分别 +10%/+12%/+13%。

佳智彩：面板检测设备处二梯队，半导体检测设备已有销售

佳智彩于 12 年确立显示面板检测市场方向，17 年作为创业公司成立，23 年开拓半导体检测设备业务。佳智彩大股东苏州矽彩光电持股 72%，另有和彩、源彩及两支基金持股，实控人陈显锋。需求端看，21 年前面板检测市场规模在 120 亿元左右，22 年下游厂商推迟新产能投资致市场收缩，预计 24 年为 96 亿元。面板检测投资占下游面板厂比重约 1-2 成，预计 25-27 年需求稳中有升。当前下游面板厂存较多投产计划，京东方 B16 等项目规模最大。供给端看，检测设备两家一梯队企业合计市占率约五成，佳智彩为二梯队相对头部企业，市占率约 6%。

佳智彩业务来看，收购公告中预计 25-27 年收入分别达 2.94/3.82/5.11 亿元，同比分别+26%/+30%/+34%，公告预计归母净利润分别至少达 0.55/0.75/1.1 亿元，同比分别+19%/+36%/+47%，归属上市公司净利润（51%权益占比）分别达 0.28/0.38/0.56 亿元。

风险提示：收购整合风险、标的资产业绩承诺未能实现的风险、标的资产估值风险及商誉减值风险、公司业绩及股价异动风险等。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,800.65	2,380.10	2,720.62	2,900.66	3,140.06
增长率(%)	31.63	(15.02)	14.31	6.62	8.25
EBITDA(百万元)	391.05	309.28	315.05	433.46	565.36
归属母公司净利润(百万元)	22.64	(538.65)	91.24	117.50	151.69
增长率(%)	(114.24)	(2,479.49)	(116.94)	28.78	29.10
EPS(元/股)	0.06	(1.42)	0.24	0.31	0.40
市盈率(P/E)	173.69	(7.30)	43.09	33.46	25.92
市净率(P/B)	1.62	2.21	2.29	2.20	2.08
市销率(P/S)	1.40	1.65	1.45	1.36	1.25
EV/EBITDA	12.45	10.99	17.90	12.84	11.49

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告

2025 年 05 月 14 日

投资评级

行业	建筑材料/装修建材
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	10.4 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	378.06
流通 A 股股本(百万股)	334.16
A 股总市值(百万元)	3,931.78
流通 A 股市值(百万元)	3,475.25
每股净资产(元)	4.74
资产负债率(%)	62.01
一年内最高/最低(元)	13.36/5.67

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 凯伦股份：主业防水经营承压，转型检测设备元年	3
2. 佳智彩：面板检测设备处二梯队，半导体检测设备已有销售	6
2.1. 2017 年成立创业公司，被收购交易已完成落地	6
2.2. 需求：下游面板厂大规模布局产线，预计未来三年需求稳中有升	7
2.3. 供给：CR2 近五成，二梯队佳智彩约占 6 个点	9
2.4. 半导体检测设备已交付试样，量产导入市场仍需等待	10
3. 盈利预测：佳智彩业绩对赌奠定利润基础，主业亦有望困境反转	10
4. 风险提示	12

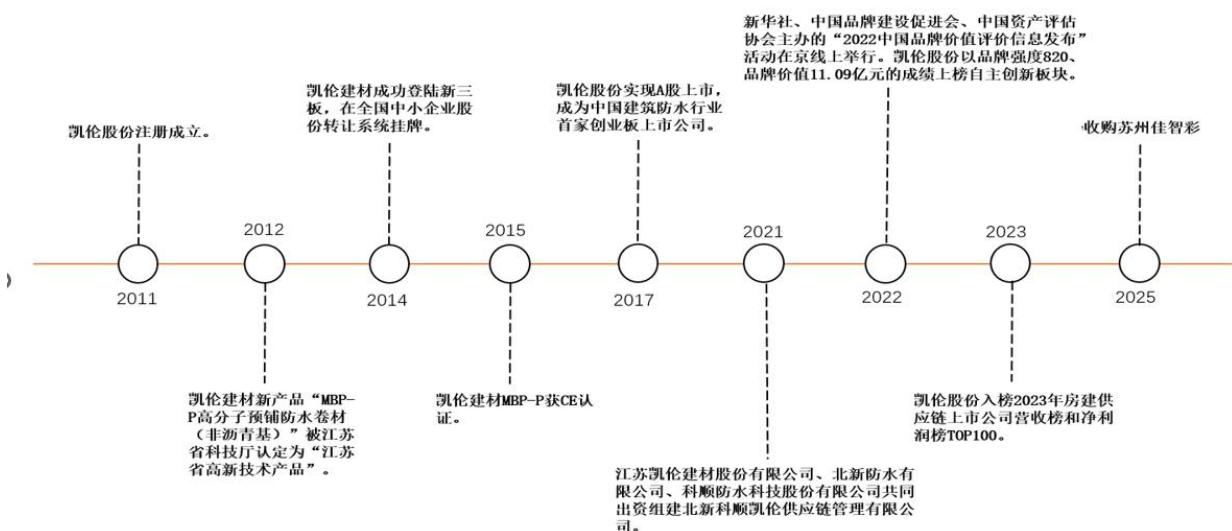
图表目录

图 1：凯伦股份历史沿革	3
图 2：公司股权结构（截止 2025.3.12）	3
图 3：公司营业收入及同比增速	4
图 4：公司归母净利润及同比增速	4
图 5：公司毛利率和净利率	4
图 6：公司各项费用率	4
图 7：公司分产品营收占比	5
图 8：公司分产品毛利占比	5
图 9：佳智彩发展历程	6
图 10：佳智彩交易前股权结构	7
图 11：中国显示面板检测设备行业规模及同比增速	7
图 12：全球显示设备投资情况及预测（2024 年 11 月公布）	7
图 13：头部显示面板检测设备企业市占率（2023 年）	9
图 14：佳智彩预期收入及同比增速	10
图 15：佳智彩预期归母净利润及同比增速	10
图 16：佳智彩预期 EBIT 及同比增速	10
图 17：佳智彩预期 FCFF 及同比增速	10
表 1：中国大陆面板产线布局汇总（截止 2025 年 1 月）	8
表 2：公司分业务盈利预测	11

1. 凯伦股份：主业防水经营承压，转型检测设备元年

公司原深耕防水材料业务，25 年转型显示面板和半导体检测设备领域。凯伦股份原从事防水卷材、防水涂料等业务，2011 年公司注册成立，14 年登录新三板，17 年实现 A 股上市，成为中国建筑防水行业首家创业板上市公司。上市后公司稳中求进，凭借高分子防水材料领域的技术创新和差异化竞争策略，成为防水行业的领军企业之一。近年来受地产下行拖累，公司传统业务经营有所承压。2025 年公司公告收购苏州佳智彩，转型显示面板、半导体检测设备新兴领域，公司第二增长曲线逐渐显现。

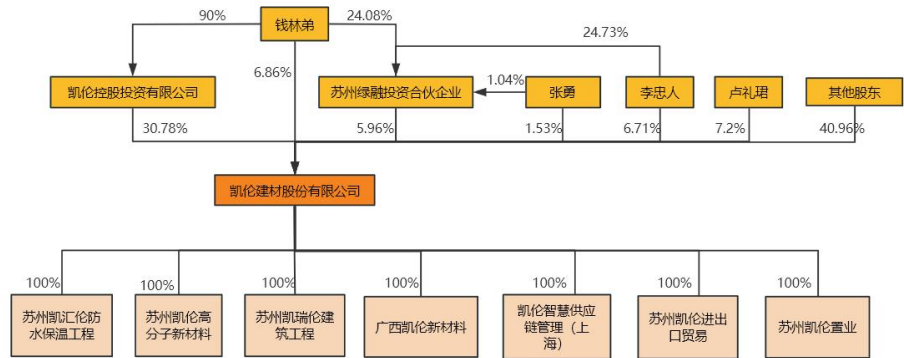
图 1：凯伦股份历史沿革



资料来源：公司公告、公司官网、天风证券研究所

股权结构相对分散，无单一绝对控股方，实控人及一致行动人持股占三四成。凯伦股份股权结构来看，董事长钱林弟通过凯伦控股和苏州绿融间接持有公司 29.14% 的股份，同时直接持有公司 6.86% 的股份。公司主要个人股东包括卢礼珺和总经理李忠人，分别直接持股 7.2%/6.7%，其余股份由机构投资者（社保基金、公募基金等）及员工持股平台等独立法人股东分散持有，无单一绝对控股方。公司共有 24 家参控股子公司，涵盖防水材料、新材料新能源、供应链管理等多种行业，目前公司以苏州总部为中心，形成多个生产基地协同的产能网络，产能辐射覆盖全国。

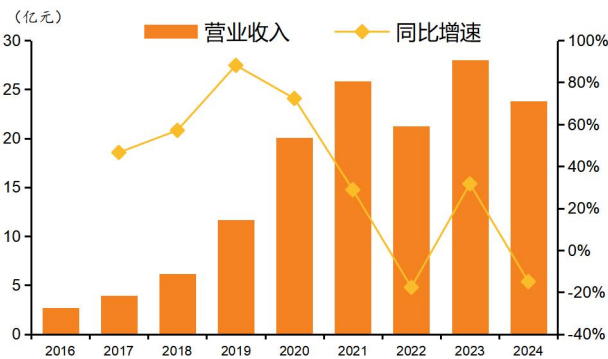
图 2：公司股权结构（截止 2025.3.12）



资料来源：Wind、天风证券研究所

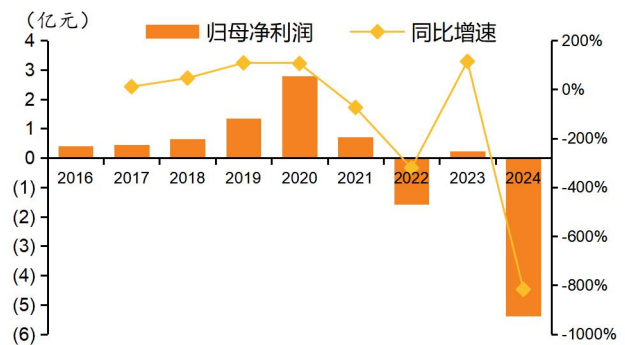
20 年及之前防水主业稳步增长，21 年后经营承压，24 年减值出清。2016-2020 年，公司实施差异化策略，在防水材料市场取得竞争优势，收入利润均稳步增长，CAGR 分别达 +65.29%/+62.21%。2021 年房地产市场下行，叠加原材料成本大幅上涨，公司营业收入增速放缓，归母净利润跌至 0.72 亿元。2022 年公司营业收入首次下降，归母净利润首次为负，毛利率/净利率分别降至 19.49%/-7.58%。2023 年公司盈利情况有所好转，营业收入/归母净利润达 28.01/0.23 亿元，同比+31.63%/+114.24%。24 年公司收入同比-15%达 23.8 亿元，归母净利润转亏至-5.39 亿元，主要受计提较多信用减值损失影响。

图 3：公司营业收入及同比增速



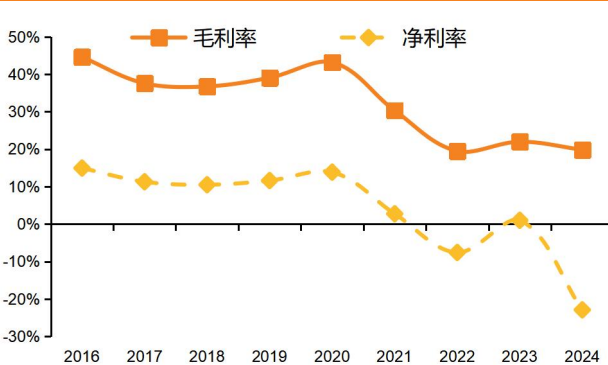
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 4：公司归母净利润及同比增速



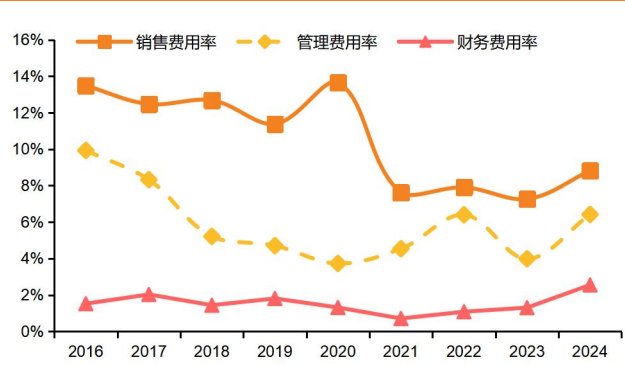
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 5：公司毛利率和净利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 6：公司各项费用率

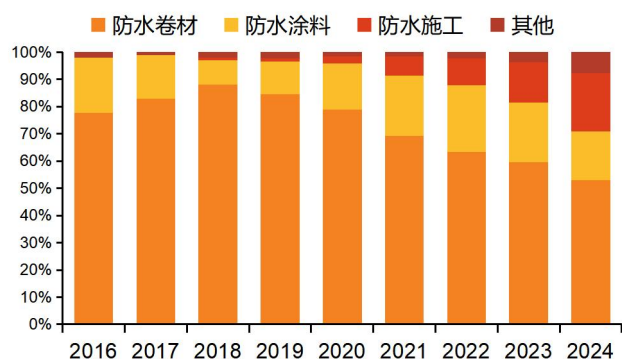


资料来源：Wind、天风证券研究所

防水卷材业绩贡献收窄，防水涂料和施工贡献加大。防水卷材作为公司的核心业务，

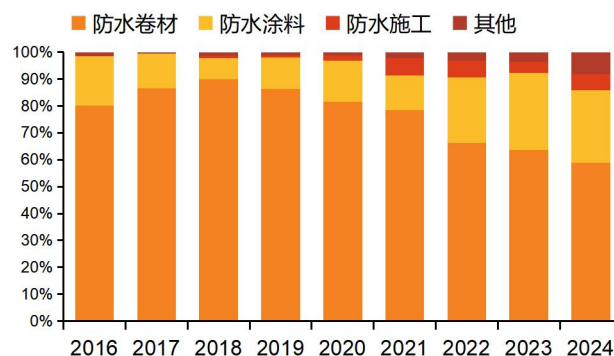
2016-2022 年公司总营收 60%以上，2023-2024 年公司总营收接近 60%。近四年防水卷材营业收入占比呈现缓降趋势，涂料、施工业务占比逐年提高，2023 年涂料和施工业务分别占营业总收入的 22.07%/14.64%。毛利占比情况，防水卷材的毛利占比从 2018 年开始缓慢下降，从 2018 年的 90.16%到 2024 年的 59%。防水涂料自 2021 年后逐步形成毛利贡献主力，占比稳定在 25%左右。

图 7：公司分产品营收占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 8：公司分产品毛利占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

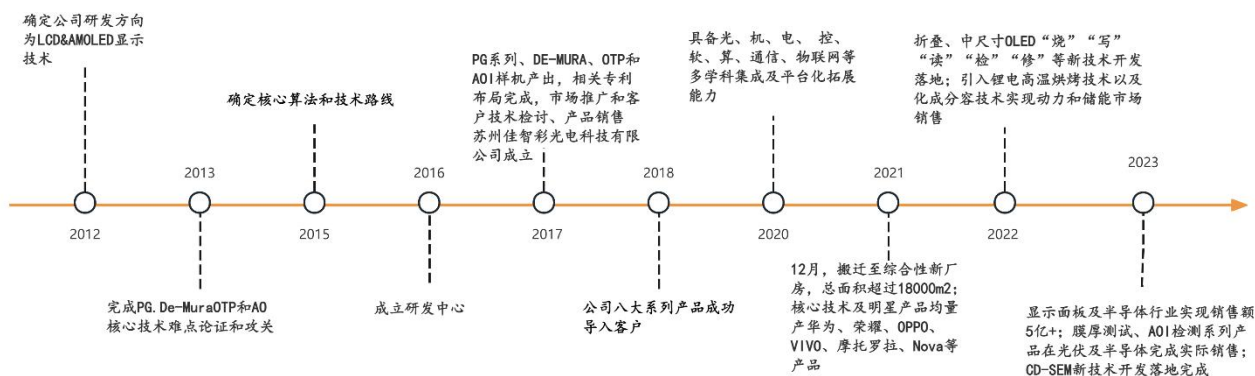
2. 佳智彩：面板检测设备处二梯队，半导体检测设备已有销售

2.1. 2017 年成立创业公司，被收购交易已完成落地

显示面板检测设备产品矩阵完善，半导体检测设备已有销售。25 年公司公告以现金方式收购苏州佳智彩光电科技有限公司不高于 51% 的股权，第二增长曲线逐渐显现。佳智彩目前主要从事显示面板检测设备业务，另有半导体检测设备业务正在开拓。

12 年确立市场方向，17 年成立创业公司。佳智彩最早于 12 年确定市场方向，系由海归博士、高校教授、行业专家以及高级管理人才、营销精英共同组建的创业团队，15 年确定核心算法和技术路线。17 年苏州佳智彩光电科技有限公司正式成立，而后产品逐渐导入客户。23 年公司开拓半导体检测设备业务，已经交付了小批量的微纳量测和检测设备，用于终端客户进行晶圆和芯片生产。

图 9：佳智彩发展历程



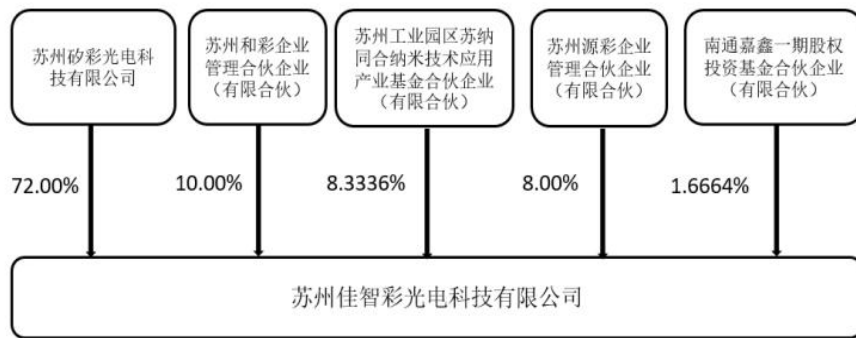
资料来源：佳智彩公司官网、天风证券研究所

佳智彩大股东苏州矽彩光电持股 72%，另有和彩、源彩及两支基金持股，实控人陈显锋。

股权结构来看，佳智彩第一大股东为苏州矽彩光电科技有限公司，持股 72%，其余股东包括苏州和彩企业管理合伙企业/苏州工业园区苏纳同合纳米技术应用产业基金合伙企业/苏州源彩企业管理合伙企业/南通嘉鑫一期股权投资基金合伙企业，持股比分别为 10%/8.3%/8%/1.7%，实际控制人为陈显锋先生。

2025 年，凯伦股份发布公告，与苏州矽彩光、苏州和彩、苏州源彩及陈显锋先生签订框架协议，凯伦将以支付现金的方式购买目标公司不高于 51% 的股权，交易包括股权转让和股权收购两项事宜：1) **股权转让**：凯伦股份的控股股东凯伦控股、实控人钱林弟、一致行动人绿融投资，以 6.87 元/股的价格，将 5363.42 万股（占总股本 14.5% 的股权）转让给苏州佳智彩的控股股东苏州矽彩光电和实控人陈显锋，转让金额 3.68 亿元。股权交易完成后，苏州矽彩光电将持有凯伦股份的 9.2% 股权，陈显锋持有 5.3% 股权，成为大股东，但凯伦股份的实控人仍是钱林弟。2) **股权收购**：凯伦股份用不超过 5.1 亿元的现金，收购苏州矽彩光电的控股子公司苏州佳智彩光电科技有限公司的 51% 股权，进军半导体行业。此次协议签署后苏州矽彩光及陈先生应尽最大努力促成两支基金同意本次交易并向甲方转让二者合计持有的目标公司 10% 股权。4 月 28 日公司公告收购苏州佳智彩光电科技有限公司 51% 股权，并完成工商变更登记取得营业执照。

图 10：佳智彩交易前股权结构



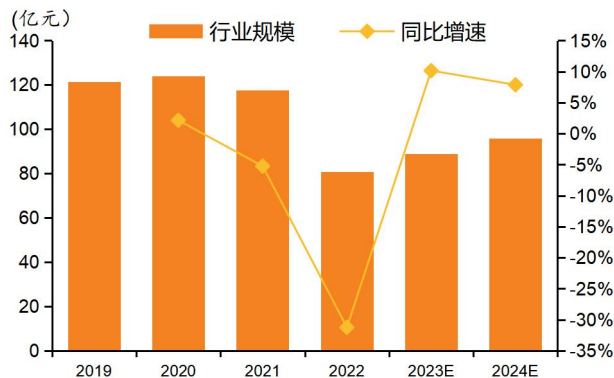
资料来源：凯伦股份公司公告、天风证券研究所

2.2. 需求：下游面板厂大规模布局产线，预计未来三年需求稳中有升

21 年前面板检测市场规模在 120 亿元左右，22 年下游厂商推迟新产能投资致市场收缩，预计 24 年为 96 亿元。需求端来看，显示面板检测设备市场景气度直接受下游显示面板行业影响，显示面板市场主要分为 LCD 和 OLED 面板市场，LCD 面板占据主导地位，但已进入产业与技术的成熟期，产能增速趋缓，进入产线升级改造阶段；OLED 因其独特的柔性特质，能满足曲面和折叠屏的需求，市场渗透率快速提升。2019-2021 年，我国显示面板检测设备市场规模在 120 亿元上下，22 年显示面板检测设备市场规模迅速缩减至 81 亿元，DSCC 预计受显示市场需求疲软导致大多数面板厂商推迟新产能投资计划影响，据中商情报网预计，至 24 年需求将逐渐修复至 96 亿元。

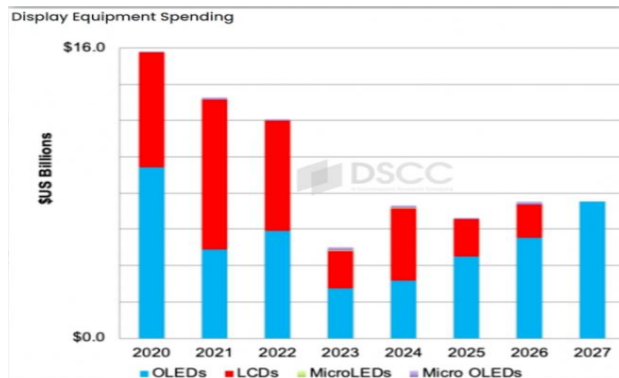
面板检测投资占下游面板厂比重约 1-2 成，预计 25-27 年需求稳中有升。从下游追溯来看，LCD 面板检测设备占产线投资的 12%，OLED 检测设备投资额占产线的比重为 18%-24%，我们跟踪 25-27 年全球显示设备投资额将实现稳中有增，我们预计面板检测设备市场需求亦有望呈现同步走势。

图 11：中国显示面板检测设备行业规模及同比增速



资料来源：中商情报网公众号、天风证券研究所

图 12：全球显示设备投资情况及预测（2024 年 11 月公布）



资料来源：DSCC、OLEDindustry 公众号、天风证券研究所

当前下游面板厂存较多投产计划，京东方 B16 等项目规模最大。进一步地，我们跟踪下游京东方、天马等核心面板客户的建设进度，可以观测到当前存在较多在建产线，包括京东方成都 B16 项目（8.6 代，国内最大柔性面板厂，总投资 630 亿元，产能 3.2 万片）等头部企业大规模产线，预计 25-27 年显示检测设备市场有望得到较多订单释放。

表 1：中国大陆面板产线布局汇总（截止 2025 年 1 月）

厂商	地区	产线	技术路线	投产时间	投资额（亿元）	产能（万片）	状态
京东方	北京	5 代 (B1)	a-Si	2005 年 5 月	103	10	投产
	成都	4.5 代 (B2)	a-Si/LTPS	2009 年 10 月	34.14	3	投产
	合肥	6 代 (B3)	a-Si	2010 年 11 月	175	9	投产
	北京	8.5 代 (B4)	a-Si	2011 年 6 月	280	9	投产
	鄂尔多斯	5.5 代 (B6)	AMOLED/LTPS	2013 年 11 月	220	5.4	投产
	合肥	8.5 代 (B5)	a-Si/IGZO	2013 年 12 月	285	9	投产
	南京	8.5 代	a-Si/IGZO	2015 年 3 月	291.5	6	投产
	重庆	8.5 代 (B8)	a-Si/IGZO	2015 年 4 月	328	9	投产
	福州	8.5 代 (B10)	a-Si	2017 年 2 月	300	12	投产
	成都	6 代 (B7)	OLED	2017 年 5 月	465	4.8	投产
	成都	8.6 代	a-Si/IGZO	2018 年 2 月	280	12	投产
	合肥	10.5 代 (B9)	a-Si	2018 年 3 月	400	9	投产
	绵阳	6 代 (B11)	AMOLED	2019 年 7 月	465	4.8	投产
	武汉	10.5 代 (B17)	a-Si	2019 年 11 月	460	12	投产
	重庆	6 代 (B12)	AMOLED	2021 年 12 月	465	4.8	投产
	成都	8.6 代	Hybrid OLED	预计 2026 年 10 月	630	3.2	在建
	北京	6 代	LTP0	2025 年	290	5	在建
华星光电	深圳	8.5 代 (T1)	a-Si	2011 年 8 月	245	10	投产
	苏州	8.5 代	a-Si	2013 年 10 月	首期 30 亿美元	10 万片	投产
	深圳	8.5 代 (T2)	a-Si	2015 年 4 月	244 亿元	10 万片	投产
	武汉	6 代 (T3)	LTPS	2016 年 2 月	160 亿元	3 万片	投产
	深圳	11 代 (T6)	a-Si/AMOLED	2019 年 11 月	538 亿元	14 万片	投产
	武汉	6 代 (T4)	AMOLED	2020 年 1 月	350 亿元	4.5 万片	投产
	深圳	11 代 (T7)	a-Si/AMOLED	2021 年初投产	426.83 亿元	9 万片	投产
	广州	8.6 代 (T9)	IGZO	2022 年 9 月	350 亿元	18 万片	投产
	武汉	6 代 (T5)	LTPS	计划 2023 年上半年	150 亿元	4.5 万片	在建
	武汉	5.5 代	印刷 OLED	2024 年 12 月	15 亿	-	投产
	广州	8.5 代 (T8)	印刷 OLED	-	-	-	计划
天马	上海	5 代	a-Si	2004 年	10 亿美元	9 万片	投产
	上海	4.5 代	a-Si	2008 年	32.9 亿元	3 万片	投产
	成都	4.5 代	a-Si	2010 年 6 月	30 亿元	3 万片	投产
	武汉	4.5 代	a-Si	2010 年 12 月	40 亿元	3 万片	投产
	厦门	5.5 代	LTPS	2013 年	70 亿元	3 万片	投产
	上海	5.5 代	AMOLED/LTPS	2015 年 12 月	-	1.5 万片	投产
	厦门	6 代	AMOLED/LTPS	2016 年 12 月	120 亿元	3 万片	投产
	武汉	6 代	LTPS/AMOLED	2018 年 6 月	120 亿元	3 万片	投产
	厦门	6 代	AMOLED	2022 年 2 月	480 亿元	4.8 万片	投产
	厦门	8.6 代	a-Si/IGZO	2024 年 6 月	330 亿元	12 万片	投产
CEC	咸阳	8.6 代	a-Si/IGZO	2017 年 12 月	280 亿元	17 万片	投产
惠科	重庆	8.6 代	a-Si	2017 年 3 月	240 亿元	12 万片	投产
	滁州	8.6 代	a-Si	2019 年 4 月	240 亿元	12 万片	投产
	绵阳	8.6 代	a-Si	2020 年 4 月	240 亿+25 亿	21 万片	投产

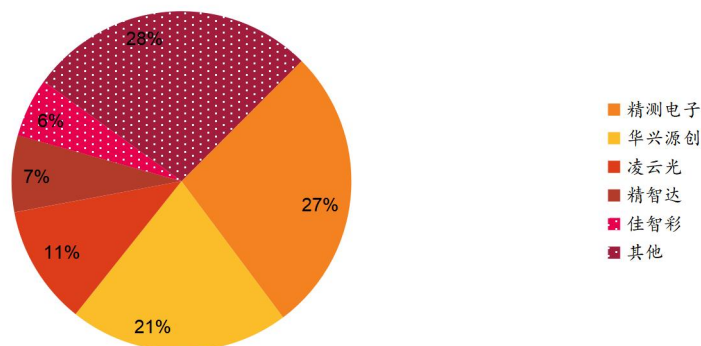
	长沙	8.6 代	a-Si/OLED	2021 年 2 月	280 亿元	13.8 万片	投产
	郑州	11 代	a-Si	-	400 亿元	-	签约
超视界	广州	10.5 代	a-Si	2019 年 7 月	610 亿元	12 万片	投产
LG	广州	8.5 代	a-Si	2014 年 9 月	40 亿美元	12 万片	投产
	广州	8.5 代	OLED	2020 年 7 月	460 亿元	6 万片	投产
信利	惠州	4.5 代	OLED	2016 年 7 月	63 亿元	3 万片	投产
	汕尾	5 代	a-Si	2018 年 1 月	39.7 亿元	5 万片	投产
	仁寿	5 代	a-Si	2018 年 12 月	125 亿元	14 万片	投产
	汕尾	6 代	a-Si	-	200 亿元	-	签约
龙腾光电	昆山	5.5 代	a-Si	2006 年 5 月	9.89 亿美元	9 万片	投产
维信诺	昆山	5.5 代	OLED	2015 年上半年	150 亿元	1.5 万片	投产
	固安	6 代	AMOLED	2018 年 5 月	近 300 亿元	3 万片	投产
	合肥	6 代	AMOLED	2020 年 12 月	440 亿元	3 万片	投产
	合肥	8.6 代	AMOLED	-	550 亿元	3.2 万片	在建
和辉光电	上海	6 代	AMOLED	2019 年 1 月	272.78 亿+80 亿	4.5 万片	投产
和辉光电	上海	4.5 代	LTPS/OLED	2014 年四季度	59.9 亿元	3 万片	投产
华佳彩	福建	6 代	a-Si	2017 年	120 亿元	3 万片	投产
深超光电	深圳	5 代	a-Si/LTPS	2008 年 12 月	约 138 亿元	6 万片	投产
友达光电	昆山	6 代	LTPS	2016 年 8 月	48.22 亿美元	6 万片	投产

资料来源：DIC 显示界公众号、天风证券研究所

2.3. 供给：CR2 近五成，二梯队佳智彩约占 6 个点

检测设备两家一梯队企业合计市占率约五成，佳智彩为二梯队相对头部企业，市占率约 6%。供给端来看，显示面板检测设备行业两家一梯队企业为精测电子、华兴源创，据我们测算，截止 23 年底，这两家企业市占率分别约为 27%/21%，二梯队企业主要包括凌云光、精智达、佳智彩，市占率分别约为 11%/7%/6%，其他小企业份额合计占 28%，头部企业集中度相对较高。

图 13：头部显示面板检测设备企业市占率（2023 年）



资料来源：Wind、慧聪防水网、中商情报网公众号、天风证券研究所

注：1、凌云光销售额采用其“智能视觉装备”板块业务数据计算，其余公司采用总营收计算；2、市占率系根据 23 年行业预测数据测算

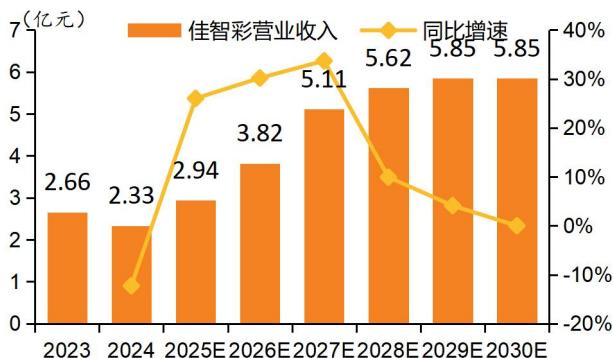
2.4. 半导体检测设备已交付试样，量产导入市场仍需等待

半导体方面已交付小批量微纳量测和检测设备，量产导入市场仍需等待。半导体检测设备业务来看，佳智彩主要产品包括量测和检测系列等，截止 23 年底已经交付了小批量的微纳量测和检测设备，用于终端客户进行晶圆和芯片生产。半导体检测设备验证周期长短受设备类型、客户要求、现场环境等多方面因素的影响，行业普遍在 6-18 个月左右，预计短期内佳智彩半导体检测设备领域放量空间有限，长期看发展潜力更大。

3. 盈利预测：佳智彩业绩对赌奠定利润基础，主业亦有望困境反转

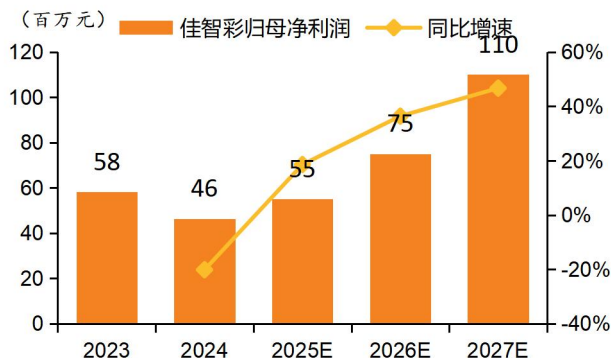
双方签订三年期业绩对赌协议，预计 25-27 年佳智彩归母净利润分别不低于 5500/7500/11000 万元，同比分别+19%/+36%/+47%。收入端来看，据公司公告评估，佳智彩 23/24 年营业收入分别为 2.66/2.33 亿元，利润总额分别为 6549/4883 万元，归母净利润分别为 5812/4640 万元。预计 25-27 年佳智彩收入分别达 2.94/3.82/5.11 亿元，同比分别+26%/+30%/+34%。利润端来看，凯伦股份与佳智彩签订业绩对赌协议，业绩承诺方矽彩光电及陈显锋承诺佳智彩在 25-27 年累计扣非归母净利润不低于 2.4 亿元，三年归母净利润（扣非后孰低为准）分别不低于 5500/7500/11000 万元，同比分别+19%/+36%/+47%。若业绩低于 2.4 亿，佳智彩法定代表人陈显锋将对凯伦方面予以现金补偿；若业绩超过 2.4 亿元，超出部分的 50%将作为奖金，用来奖励苏州佳智彩的核心人员。

图 14：佳智彩预期收入及同比增速



资料来源：凯伦股份公司公告、天风证券研究所

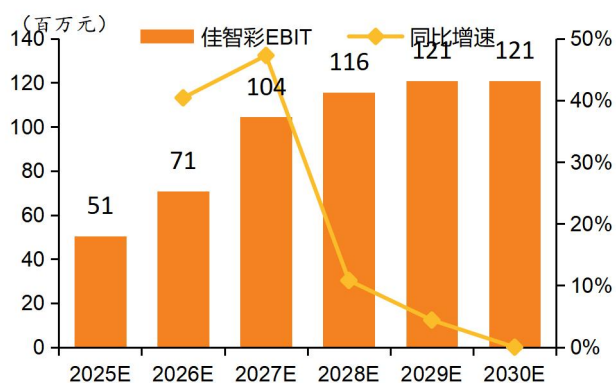
图 15：佳智彩预期归母净利润及同比增速



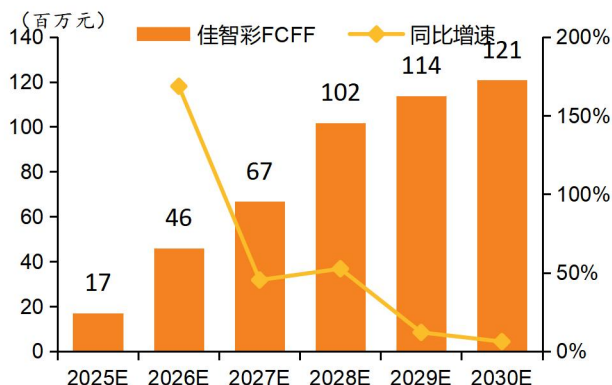
资料来源：凯伦股份公司公告、天风证券研究所

图 16：佳智彩预期 EBIT 及同比增速

图 17：佳智彩预期 FCFF 及同比增速



资料来源：凯伦股份公司公告、天风证券研究所



资料来源：凯伦股份公司公告、天风证券研究所

我们对凯伦股份及佳智彩盈利进行拆分：

- **凯伦股份防水业务来看**，主要包括防水卷材、防水涂料、防水施工及其他板块。考虑到 25 年行业景气度有望边际改善，我们预计各子板块收入增速及毛利率均稳中有升，预计防水卷材毛利率分别达 25%/27%/29%，防水涂料分别达 30%/32%/35%，防水施工分别达 6%/8%/10%。测算凯伦股份防水业务总收入分别达 24.27/25.18/26.29 亿元，同比分别 +2%/+4%/+4%，测算毛利润分别达 5.2/5.8/6.6 亿元，同比分别 +10%/+12%/+13%。
- **佳智彩业务来看**，公司研发的光机电一体化解决方案，能像“电子眼科医生”般精准检测屏幕缺陷，在 OLED 等新型显示技术领域占据重要地位。随着 AI 算力需求爆发，佳智彩正将业务向半导体量测设备延伸，增长潜力较大。预计 25-27 年收入分别达 2.94/3.82/5.11 亿元，同比分别 +26%/+30%/+34%，预计归母净利润分别达 0.55/0.75/1.1 亿元，归属上市公司净利润（51%权益占比）分别达 0.28/0.38/0.56 亿元，同比分别 +19%/+36%/+47%。

表 2：公司分业务盈利预测

项目	23A	24A	25E	26E	27E
防水业务					
防水卷材					
收入（百万元）	1667	1262	1262	1274	1300
YoY	24%	-24%	0%	1%	2%
毛利率	24%	22%	25%	27%	29%
防水涂料					
收入（百万元）	618	424	445	480	519
YoY	19%	-31%	5%	8%	8%
毛利率	28%	30%	30%	32%	35%
防水施工					
收入（百万元）	410	514	540	583	630
YoY	92%	26%	5%	8%	8%
毛利率	6%	6%	6%	8%	10%
其他					
收入（百万元）	105	181	181	181	181
毛利率	22%	21%	22%	22%	22%

防水业务总收入（百万元）	2801	2380	2427	2518	2629
YoY			2%	4%	4%
毛利润（百万元）	616	472	521	584	661
YoY		-23%	10%	12%	13%
整体毛利率	22%	20%	21%	23%	25%
佳智彩业务					
佳智彩收入（百万元）	266	233	294	382	511
YoY		-12%	26%	30%	34%
佳智彩归母净利润（百万元）	58	46	55	75	110
归属上市公司净利润（百万元）	30	24	28	38	56
YoY		-20%	19%	36%	47%

资料来源：Wind、天风证券研究所

考虑到公司未来转型后具备较高业绩提升空间，且主业有望触底后实现困境反转，同时收购佳智彩的面板检测设备业务有望放量、半导体检测设备业务有望带来优异成长空间，首次覆盖给予“买入”评级。

4. 风险提示

收购整合风险：跨行业整合易因业务模式差异、理念冲突及管理失效等问题导致协同效应不足，核心团队流失或运营成本攀升。

标的资产业绩承诺未能实现的风险：并购中标的公司可能因行业周期下行、技术淘汰或财务问题等无法兑现承诺，导致商誉减值压力及补偿执行困难。

标的资产估值风险及商誉减值风险：公司收购存在协同不确定性，且标的资产估值基于高增长预期，若未来技术研发、市场拓展或客户稳定性不及预期，高溢价形成的商誉可能面临大幅减值风险。

公司业绩及股价异动风险：公司过去两年持续亏损，25 年公司基本面及减值方面虽有好转，不排除存在一定的业绩风险。此外，公司市值较小，不排除存在股价波动较高的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,786.88	680.57	217.65	2,203.79	800.28
应收票据及应收账款	2,052.56	1,667.99	2,402.57	2,034.54	2,768.77
预付账款	74.32	52.86	93.78	51.35	102.52
存货	133.11	112.23	212.97	111.33	239.66
其他	280.60	238.94	572.33	366.15	624.00
流动资产合计	4,327.47	2,752.59	3,499.30	4,767.17	4,535.22
长期股权投资	8.74	8.66	8.66	8.66	8.66
固定资产	1,465.96	1,334.86	1,699.15	2,038.44	2,352.74
在建工程	22.25	4.24	54.24	54.24	54.24
无形资产	144.39	140.56	135.00	129.43	123.87
其他	439.87	700.58	503.78	540.53	579.15
非流动资产合计	2,081.22	2,188.91	2,400.84	2,771.31	3,118.65
资产总计	6,524.40	5,076.14	5,900.13	7,538.48	7,653.87
短期借款	1,100.25	882.43	1,205.44	400.00	200.00
应付票据及应付账款	1,013.80	755.55	1,218.36	746.24	1,351.43
其他	655.03	562.68	661.77	804.40	688.15
流动负债合计	2,769.08	2,200.66	3,085.58	1,950.64	2,239.58
长期借款	1,178.81	861.30	923.79	3,600.00	3,300.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	56.81	52.77	56.48	55.35	54.87
非流动负债合计	1,235.62	914.07	980.27	3,655.35	3,354.87
负债合计	4,090.96	3,289.68	4,065.84	5,606.00	5,594.45
少数股东权益	8.22	9.77	54.97	115.22	199.45
股本	384.91	378.06	378.06	378.06	378.06
资本公积	1,979.77	1,887.26	1,887.26	1,887.26	1,887.26
留存收益	161.77	(425.15)	(461.64)	(391.14)	(300.13)
其他	(101.23)	(63.47)	(88.64)	(84.45)	(78.85)
股东权益合计	2,433.44	1,786.46	1,770.00	1,904.94	2,085.78
负债和股东权益总计	6,524.40	5,076.14	5,900.13	7,538.48	7,653.87

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	28.46	(544.95)	91.24	117.50	151.69
折旧摊销	97.88	123.14	141.27	166.27	191.27
财务费用	80.79	71.43	20.00	20.00	20.00
投资损失	(12.13)	1.29	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(136.78)	(556.48)	(508.24)	331.87	(702.13)
其它	134.21	765.15	30.39	39.17	50.57
经营活动现金流	192.43	(140.42)	(225.34)	674.81	(288.61)
资本支出	225.90	(27.20)	546.29	501.13	500.49
长期投资	0.04	(0.08)	0.00	0.00	0.00
其他	(406.74)	710.24	(1,096.29)	(1,001.13)	(1,000.49)
投资活动现金流	(180.80)	682.96	(550.00)	(500.00)	(500.00)
债权融资	132.20	(694.55)	386.24	1,869.80	(539.60)
股权融资	(10.60)	(61.61)	(73.83)	(58.47)	(75.31)
其他	89.60	(119.41)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	211.20	(875.56)	312.41	1,811.33	(614.91)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	222.83	(333.02)	(462.92)	1,986.14	(1,403.52)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,800.65	2,380.10	2,720.62	2,900.66	3,140.06
营业成本	2,184.58	1,907.71	2,067.55	2,144.53	2,248.89
营业税金及附加	16.19	19.13	17.25	18.04	21.56
销售费用	203.45	209.80	194.35	207.13	222.93
管理费用	111.51	152.66	129.17	129.02	144.55
研发费用	162.95	139.54	138.49	144.76	148.04
财务费用	36.44	60.62	20.00	20.00	20.00
资产/信用减值损失	(146.97)	(587.03)	0.00	(40.00)	(80.00)
公允价值变动收益	0.00	(1.61)	(0.02)	0.00	0.01
投资净收益	3.09	(7.26)	0.00	0.00	0.00
其他	230.92	1,137.71	0.00	0.00	0.00
营业利润	(1.53)	(651.16)	153.78	197.18	254.09
营业外收入	0.15	0.44	0.25	0.28	0.32
营业外支出	1.74	1.21	1.97	1.64	1.61
利润总额	(3.12)	(651.94)	152.07	195.83	252.81
所得税	(31.58)	(106.99)	30.41	39.17	50.56
净利润	28.46	(544.95)	121.66	156.66	202.25
少数股东损益	5.82	(6.30)	30.41	39.17	50.56
归属于母公司净利润	22.64	(538.65)	91.24	117.50	151.69
每股收益（元）	0.06	(1.42)	0.24	0.31	0.40

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	31.63%	-15.02%	14.31%	6.62%	8.25%
营业利润	-99.18%	42494.77%	-123.62%	28.22%	28.86%
归属于母公司净利润	-114.24%	-2479.49%	-116.94%	28.78%	29.10%
获利能力					
毛利率	22.00%	19.85%	24.00%	26.07%	28.38%
净利率	0.81%	-22.63%	3.35%	4.05%	4.83%
ROE	0.93%	-30.32%	5.32%	6.57%	8.04%
ROIC	-11.43%	-17.59%	5.86%	5.08%	6.41%
偿债能力					
资产负债率	62.70%	64.81%	68.91%	74.37%	73.09%
净负债率	33.43%	71.98%	121.75%	108.07%	141.08%
流动比率	1.56	1.22	1.13	2.44	2.03
速动比率	1.51	1.17	1.07	2.39	1.92
营运能力					
应收账款周转率	1.40	1.28	1.34	1.31	1.31
存货周转率	20.29	19.40	16.73	17.89	17.89
总资产周转率	0.44	0.41	0.50	0.43	0.41
每股指标（元）					
每股收益	0.06	-1.42	0.24	0.31	0.40
每股经营现金流	0.51	-0.37	-0.60	1.78	-0.76
每股净资产	6.41	4.70	4.54	4.73	4.99
估值比率					
市盈率	173.69	-7.30	43.09	33.46	25.92
市净率	1.62	2.21	2.29	2.20	2.08
EV/EBITDA	12.45	10.99	17.90	12.84	11.49
EV/EBIT	16.56	18.13	32.44	20.83	17.36

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 邮编：100088 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com