

凯伦股份 (300715)

公司研究/点评报告

营收高增长，毛利率下降，现金流承压

—凯伦股份 2021 年半年度业绩点评

点评报告/建材

2021 年 08 月 27 日

一、事件概述

2021 年 8 月 26 日，公司发布 2021 年上半年业绩公告，2021 年上半年实现营收 12.2 亿元，同比增长 58.4%；实现归母净利润 1.4 亿元，同比增长 55.0%；实现扣非归母净利润 1.2 亿元，同比增长 41.2%。其中，21Q2 单季度实现营收 7.7 亿元，同比增长 47.4%，归母净利润 0.8 亿元，同比增长 34.3%。

二、分析与判断

➤ 营收高增长，毛利率下降，现金流承压

收入端：分产品看，2021H1 防水卷材、防水涂料分别实现营收 9.1/2.4 亿元，同比 +47.1%/+73.2%，均实现高增长，二者合计占总营收的 94%，为公司主要业绩来源。**毛利率方面**：2021H1 公司综合毛利率为 34.9%，同比下降 9.72 个百分点，剔除会计准则变更影响后综合毛利率为 34.7%，同比降低 5.15 个百分点，主要系原材料价格上涨影响；其中，防水卷材和防水涂料毛利率分别为 38.9%和 21.1%，同比分别下降 7.0 和 19.3 个百分点，涂料毛利率大幅下降。**现金流量端**：2021H1 公司经营性现金流量净额为-3.7 亿元，同比下降 37.6%，主要原因有应收账款及采购付款支出增加、营销投入力度大、大宗商品材料价格上涨较快和运输费改列营业成本等所致。

➤ 行业集中度提升及坐拥多重优势，公司市场份额有望进一步提升

行业层面，一方面，在地产商集中采购政策下，产能全国布局且具有资金优势的防水龙头更受青睐，市场份额快速提升；另一方面，随着国家环保政策的加严，生产低质非标产品以及环保不达标的中小企业将逐步被淘汰，市场竞争格局有望逐步改善，行业集中度将继续提升。随着行业产能进一步向上市企业聚集，行业竞争将由当前的价格竞争逐步过渡到新产品开发、质量管控和管理创新等方面的综合竞争。**公司层面**，公司是高分子防水材料龙头企业，拥有技术、研发、产能及资源四重优势，在行业集中度提升的趋势下，公司有望凭借四大优势带来的强大竞争力进一步提升市场份额，延续较快增速态势。

➤ 持续推进“双轮驱动”战略，均衡销售渠道

直销方面，公司已经和头部地产商如万科、新城、中海、融创、中南、金地等约 50 家企业达成成长期战略合作关系；但是，百强地产中公司尚有大量优质地产公司仍未确认合作关系，未来优质地产客户数量和业务质量仍有较大的提升空间。**经销方面**，截至目前，公司现有 600 多家经销商，未来三年经销商数量将扩大到 1500 家，经销渠道逐步发力。**外贸渠道**，外贸业务继续保持了稳健发展势头，产品已出口 60 多个国家和地区，出口产品类别也呈现多元化趋势。

三、投资建议

预计公司 2021-2023 年实现营业收入 27.6/35.6/45.7 亿元，归母净利润 3.7/5.7/8.3 亿元，EPS 为 0.95/1.46/2.13 元，对应 PE 为 26.7/17.4/12.0 倍。以可比公司东方雨虹、科顺股份和北新建材 2021 年 20.6 倍的 PE 为参考，考虑到公司为上市公司，具有资金、渠道等多重优势，且规模较小，未来业绩有望保持高增长，因此，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

房地产开工数据下降；防水行业集中度提升速度大幅放缓；原材料价格上涨。

推荐

维持评级

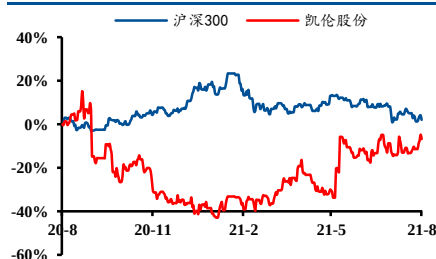
当前价格： 25.41 元

交易数据

2021-8-26

近 12 个月最高/最低(元)	71.69/22.48
总股本(百万股)	390
流通股本(百万股)	272
流通股比例(%)	69.83
总市值(亿元)	99
流通市值(亿元)	69

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号： S0100516120001

电话： 0755-22662010

邮箱： yangkan@mszq.com

研究助理：曾杰煌

执业证号： S0100121070026

电话： 0755-22662096

邮箱： zengjiehuang@mszq.com

相关研究

1. 凯伦股份 (300715) 2020 年年报点评报告：销量快速增长，归母净利同比增长 106%

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,008	2,764	3,563	4,567
增长率 (%)	72.3%	37.7%	28.9%	28.2%
归属母公司股东净利润 (百万元)	279	372	568	829
增长率 (%)	105.7%	33.4%	52.9%	45.9%
每股收益 (元)	1.64	0.95	1.46	2.13
PE (现价)	15.5	26.7	17.4	12.0
PB	3.2	5.8	4.4	3.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,008	2,764	3,563	4,567
营业成本	1,140	1,687	2,087	2,570
营业税金及附加	10	14	18	23
销售费用	274	377	486	623
管理费用	75	103	133	170
研发费用	106	146	188	241
EBIT	402	437	651	940
财务费用	26	15	3	(4)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	(0)	0
营业利润	318	429	654	950
营业外收支	(2)	0	0	0
利润总额	316	427	653	949
所得税	37	55	84	119
净利润	279	372	568	829
归属于母公司净利润	279	372	568	829
EBITDA	435	489	705	993
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	625	146	301	553
应收账款及票据	1552	1694	2265	3078
预付款项	61	64	83	112
存货	165	321	261	443
其他流动资产	33	33	33	33
流动资产合计	2554	2294	3114	4316
长期股权投资	0	0	(0)	0
固定资产	478	478	478	478
无形资产	128	157	196	239
非流动资产合计	925	987	1083	1172
资产合计	3479	3281	4197	5488
短期借款	688	0	0	0
应付账款及票据	770	775	1038	1398
其他流动负债	141	141	141	141
流动负债合计	1918	1349	1696	2158
长期借款	210	210	210	210
其他长期负债	14	14	14	14
非流动负债合计	224	224	224	224
负债合计	2142	1573	1920	2382
股本	171	390	390	390
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1336	1708	2276	3106
负债和股东权益合计	3479	3281	4197	5488

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	72.3%	37.7%	28.9%	28.2%
EBIT 增长率	89.6%	8.5%	49.0%	44.4%
净利润增长率	105.7%	33.4%	52.9%	45.9%
盈利能力				
毛利率	43.2%	39.0%	41.4%	43.7%
净利润率	13.9%	13.4%	15.9%	18.2%
总资产收益率 ROA	8.0%	11.3%	13.5%	15.1%
净资产收益率 ROE	20.8%	21.8%	25.0%	26.7%
偿债能力				
流动比率	1.3	1.7	1.8	2.0
速动比率	1.2	1.5	1.7	1.8
现金比率	0.3	0.1	0.2	0.3
资产负债率	0.6	0.5	0.5	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	131.9	138.1	137.3	135.7
存货周转天数	46.0	51.5	50.1	49.2
总资产周转率	0.7	0.8	1.0	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	1.6	1.0	1.5	2.1
每股净资产	7.8	4.4	5.8	8.0
每股经营现金流	(1.1)	0.9	0.8	1.0
每股股利	0.6	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	15.5	26.7	17.4	12.0
PB	3.2	5.8	4.4	3.2
EV/EBITDA	18.9	15.7	11.0	7.8
股息收益率	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	279	372	568	829
折旧和摊销	32	52	54	53
营运资金变动	(521)	(101)	(317)	(489)
经营活动现金流	(181)	352	319	407
资本开支	383	116	152	144
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(432)	(116)	(152)	(144)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	358	0	0	0
筹资活动现金流	235	(715)	(12)	(12)
现金净流量	(378)	(479)	155	252

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

杨侃，南京大学地科院与Rutgers化工系联合培养博士，拥有资深地质学及化工领域背景，在JGR、JCIS、Energy & Fuel等发表多篇论文，涉及钻井岩心分析、介观尺度地质流体计算模拟等。2014年10月加入民生证券，从事石化、建材行业研究，擅长大周期行业研究及自上而下的选股策略。2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选发掘行业最佳选股分析师第二名，2019年获得《财经》今榜最佳独立见解分析师。

曾杰煌，石化&建材行业助理分析师，西南财经大学硕士，拥有理工&金融复合背景。2021年7月加入民生证券，从事石化、建材行业研究，曾有过汽车、交运和军工行业相关研究经验。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。