

2022年11月23日

公司研究

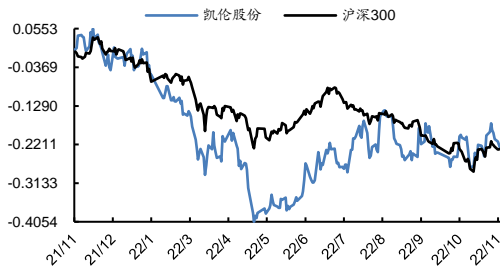
评级: 买入(首次覆盖)

## 新规落地带动行业扩容，高分子防水龙头具有先发优势

### ——凯伦股份（300715）公司深度研究

研究所  
证券分析师: 盛昌盛 S0350521080005  
shengcs@ghzq.com.cn  
联系人: 彭棋 S0350121080056  
pengq@ghzq.com.cn

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
凯伦股份	-3.4%	-7.0%	-23.2%
沪深300	0.8%	-9.3%	-23.2%

#### 市场数据

市场数据	2022/11/23
当前价格(元)	13.74
52周价格区间(元)	10.97-20.80
总市值(百万)	5,288.66
流通市值(百万)	3,818.84
总股本(万股)	38,490.96
流通股(万股)	27,793.61
日均成交额(百万)	15.01
近一月换手(%)	0.87

#### 相关报告

#### 投资要点:

- **多年深耕铸就高分子防水龙头企业。**公司是国内专业从事高分子防水材料研发和推广应用的企业，是高分子防水材料的代表性企业之一，通过高分子防水卷材的差异化竞争策略，迅速在头部地产和重要市政建筑项目推广形成示范效应。公司聚焦高分子防水领域，产能布局日趋完善。目前在全国多地建有现代化生产基地，为快速响应市场，公司不断完善产业布局，在华南和华东（新）投资建设产业基地，抓住长三角生态绿色一体化发展示范区机遇，在苏州建设世界一流的高分子防水材料生产基地。
- **行业底部向上，防水新规带动行业扩容市场集中度提升。**自2022年4月以来，地产政策边际改善，基建防水渗透率提升，防水行业需求有望恢复。2022年10月24日，防水新规落地，新规有利于增加建筑工程和市政工程对防水材料的需求量从而带动行业扩容，同时有利于低质防水材料加速退出，带动头部优质防水企业市占率加速提升。从行业扩容角度看，仅考虑建筑防水等级提升和各工程等级防水要求提升，各防水工程等级要求提升需求为50%-100%，另外部分建筑防水等级也会有所提升，保守估计提升防水材料需求50%以上。
- **差异化布局高分子材料，奠定长期成长基础。**目前，凯伦高分子产业园是国内产能最大的高分子卷材生产基地，规划产能超1亿m<sup>2</sup>/年，预计2022年年底公司进口生产线高分子防水卷材产能将达到5200万平米。公司避开普通防水材料价格竞争的红海市场，聚焦高分子防水材料差异化战略，预计到2024年公司高分子材料收入占销售收入的50%。
- **调整收入结构，主动管控风险，大力发展经销商业务。**公司聚焦央企国企地产、城投、城建、百强总包等核心客户，主动管控风险，加强客户风险识别和保障措施，未来来自地产客户收入占比将下降到40%，收入结构更加合理。同时公司大力拓展经销商业务，2022年1-6月新增经销商数量194家，同比增长47%，预计2022年新开发经销商客户数量550家，累计经销商数量将达到1000家；预计2023年、2024年，公司每年将新开发经销商客户1000家，到2024年预计累计经销商客户数量将达到3000家，渠道收入占比将达到60%。
- **盈利预测和投资评级。**我们预计2022-2024年公司归母净利润分别为0.41亿元、1.31亿元、2.34亿元，对应EPS分别为0.11元、0.34元、0.61元，对应PE为130.45X、40.51X、22.58X。公司作为高分子防水行业龙头企业，行业地位突出，防水新规落地有望带动行业扩容，公司市占率有望持续提升，首次覆盖，给予“买

入”评级。

- **风险提示：**行业竞争加剧；原材料价格持续上涨；高分子材料推广效果不及预期；疫情反复对经济造成影响；行业政策发生不利变化；房地产行业波动带来风险。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2586	2221	2699	3281
增长率（%）	29	-14	22	22
归母净利润（百万元）	72	41	131	234
增长率（%）	-74	-44	222	79
摊薄每股收益（元）	0.19	0.11	0.34	0.61
ROE（%）	3	2	5	8
P/E	92.60	130.45	40.51	22.58
P/B	2.57	2.05	1.95	1.80
P/S	2.79	2.38	1.96	1.61
EV/EBITDA	43.03	30.69	20.26	13.85

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 内容目录

1、多年深耕铸就高分子防水龙头企业 .....	5
1.1、行业首家创业板上市公司，聚焦高分子防水领域.....	5
1.2、多年深耕成就高分子防水领域优势地位 .....	5
2、行业底部向上，防水新规带动行业扩容集中度提升 .....	7
2.1、防水行业盈利能力下降，迈入降利时期 .....	7
2.2、地产政策边际改善，基建防水渗透率提升 .....	8
2.3、防水新规落地，带动行业扩容集中度提升 .....	9
3、布局高分子防水材料，长期成长基础筑成 .....	11
3.1、我国高分子卷材应用前景广阔，市场潜在空间大.....	11
3.2、科技引领高分子防水材料，赋能低碳绿色建筑 .....	13
3.2.1、设备与研发并行，生产线水平国内领先 .....	14
3.2.2、实施差异化战略，创造更好盈利空间 .....	14
4、注重经营质量，实施渠道变革 .....	16
4.1、调整收入结构，改善现金流 .....	16
4.2、主动管控风险，实施渠道下沉.....	16
5、盈利预测与投资评级.....	18
6、风险提示 .....	19

## 图表目录

图 1: 凯伦股份发展历程.....	5
图 2: 凯伦股份主要产品分类.....	6
图 3: 规模以上防水企业主营业务收入 (亿元) .....	7
图 4: 规模以上防水企业逐年增多 (家) .....	7
图 5: 2016 年以来规模以上防水企业利润总额 (亿元) .....	8
图 6: 近年来沥青价格走势 (元/吨) .....	8
图 7: 商品房销售面积及同比.....	9
图 8: 基建投资累计同比.....	9
图 9: 中国与发达国家防水市场中高分子卷材的占比 (%) .....	11
图 10: 2017 年以来我国光伏新增装机容量 .....	13
图 11: 凯伦股份生产基地布局.....	14
图 12: 凯伦股份加盟流程.....	17
表 1: 近期地产行业政策.....	9
表 2: 防水工程等级要求提升带动行业扩容.....	10
表 3: 近两年国家层面光伏政策.....	12
表 4: 公司高分子防水的四种解决方案.....	14
表 5: 凯伦股份盈利预测拆分.....	18

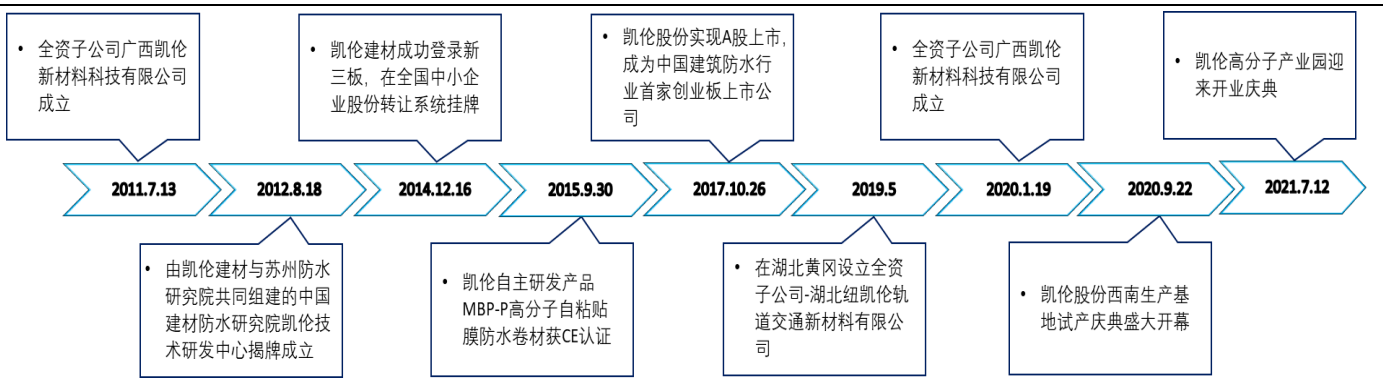
# 1、多年深耕铸就高分子防水龙头企业

## 1.1、行业首家创业板上市公司，聚焦高分子防水领域

凯伦股份是一家集防水材料研发、制造、销售及施工服务于一体的国家高新技术企业，也是中国建筑防水协会副会长单位。2017年10月26日，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。公司聚焦高分子防水领域，产能布局日趋完善。目前在全国多地建有现代化生产基地，为快速响应市场，公司不断完善产业布局，在华南和华东（新）投资建设产业基地，抓住长三角生态绿色一体化发展示范区机遇，在苏州建设世界一流的高分子防水材料生产基地。

2021年7月，凯伦高分子产业园迎来开业庆典，年设计产能1亿m<sup>2</sup>，立足高分子防水材料的研发与创新，并获批成立苏州市自主品牌大企业和领军企业先进技术研究院，拥有江苏省博士后创新实践基地、江苏省企业技术中心等自主创新平台，为高分子产业园注入源源不断的创新动力。

图 1：凯伦股份发展历程



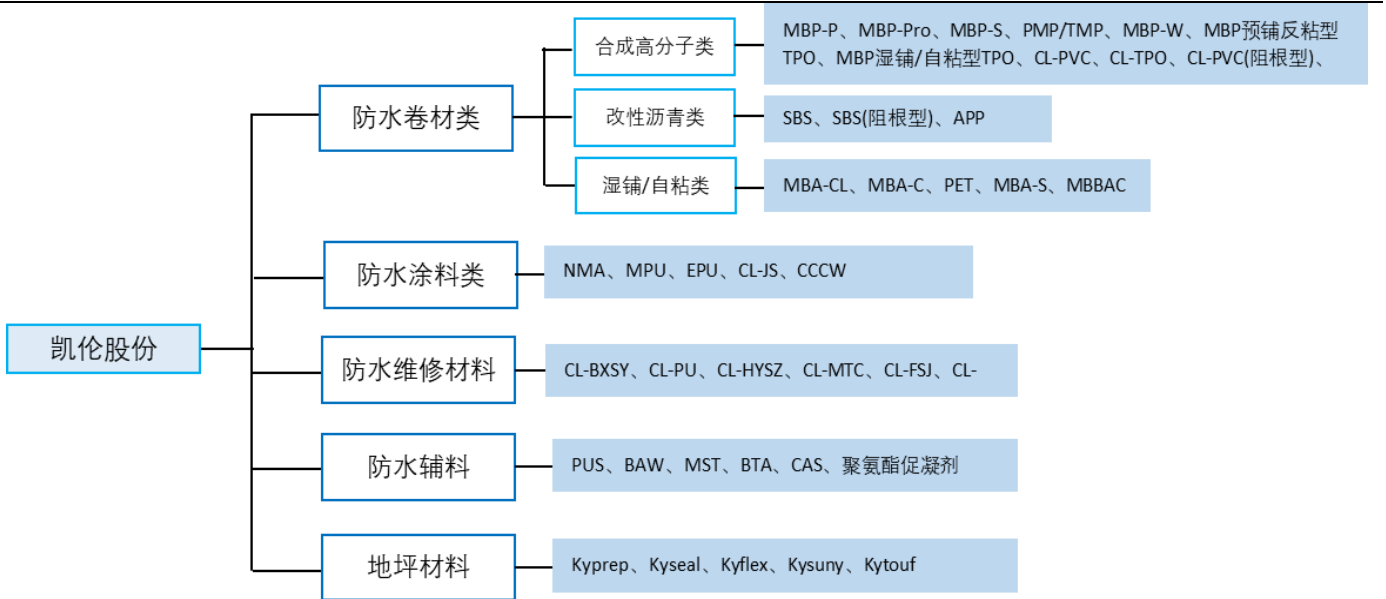
资料来源：公司官网，国海证券研究所

## 1.2、多年深耕成就高分子防水领域优势地位

公司是国内专业从事高分子防水材料研发和推广应用的企业，是高分子防水材料的代表性企业之一，通过高分子防水卷材的差异化竞争策略，迅速在头部地产和重要市政建筑项目推广形成示范效应。

公司先后与中国建筑材料科学研究总院苏州防水研究院、苏州中材非金属矿工业设计研究院有限公司、苏州科技大学、苏州大学搭建产学研合作关系，致力于产品材料的共同研发与优化。公司分别实现了MBP高分子胶、片材和最终成品的量产，在该细分市场领域取得了生产技术和施工应用体系的组合优势。公司生产的MBP高分子自粘胶膜防水卷材市场认可度高，是公司的核心产品之一。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，公司已经掌握了该产品的关键技术，并获得欧盟CE认证、英国BBA认证和美国FM认证。

图 2: 凯伦股份主要产品分类



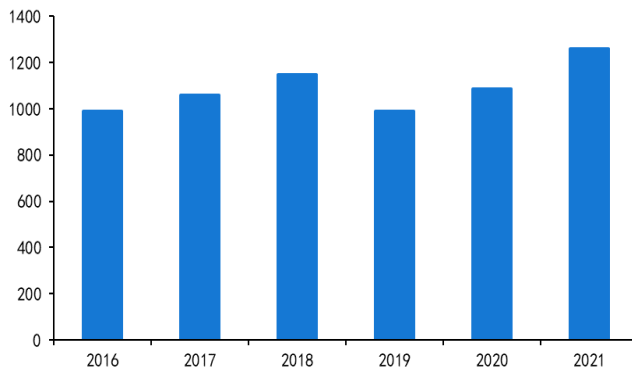
资料来源：公司官网，国海证券研究所

## 2、行业底部向上，防水新规带动行业扩容集中度提升

### 2.1、防水行业盈利能力下降，迈入降利时期

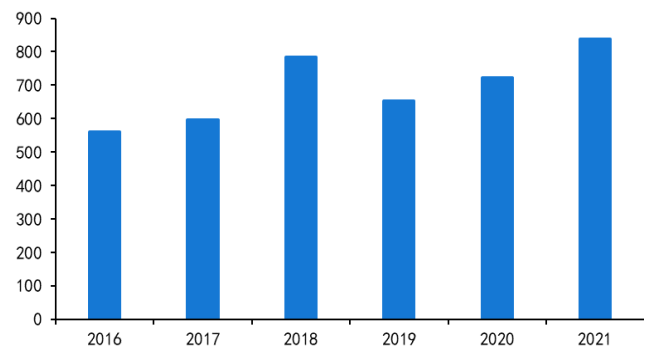
以 2021 年为分界点，防水行业经历了由高速发展逐渐转向稳定的过程。2021 年前，“后建筑”时代到来，高速铁路、高速公路、海绵城市、地下管廊、一带一路等防水下游应用领域快速发展，带动防水市场规模提升，根据中国建筑防水协会统计，2021 年我国规模以上防水企业主营业务累计收入达到 1261.59 亿元，大量企业在此阶段涌入，截至 2021 年，规模以上（主营业务收入在 2000 万元以上）防水企业达到 839 家，而多数企业规模小、技术落后，使得行业整体呈现出落后产能过剩、行业集中度低、竞争不够规范的特点。

图 3：规模以上防水企业主营业务收入（亿元）



资料来源：中国建筑防水协会，国海证券研究所

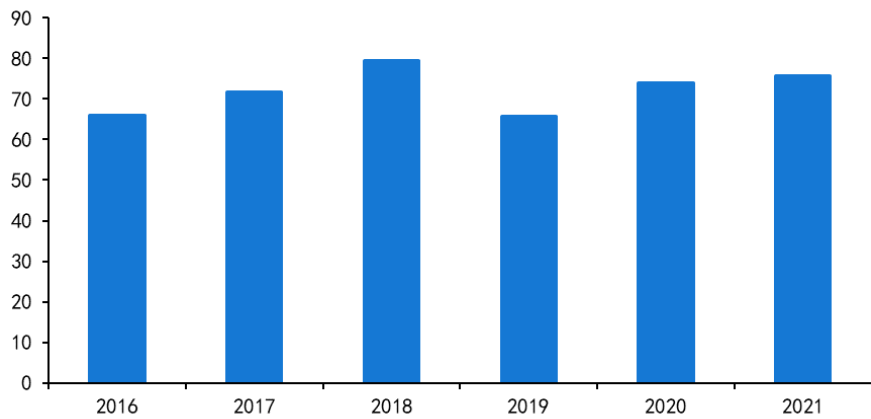
图 4：规模以上防水企业逐年增多（家）



资料来源：中国建筑防水协会，国海证券研究所

2021 年，受新冠疫情反复、原材料价格的高企、房地产行业的下行、环保政策的收紧以及行业竞争的加剧等不利因素影响，防水行业盈利能力下降。根据中国防水建筑协会的数据，2021 年 2 月以后防水材料规模以上企业的利润总额累计增长率持续下降，并于 5 月份开始出现负增长；2021 全年的利润总额比去年同期下降 2.04%，增速比 2020 年减少 14.11pct。

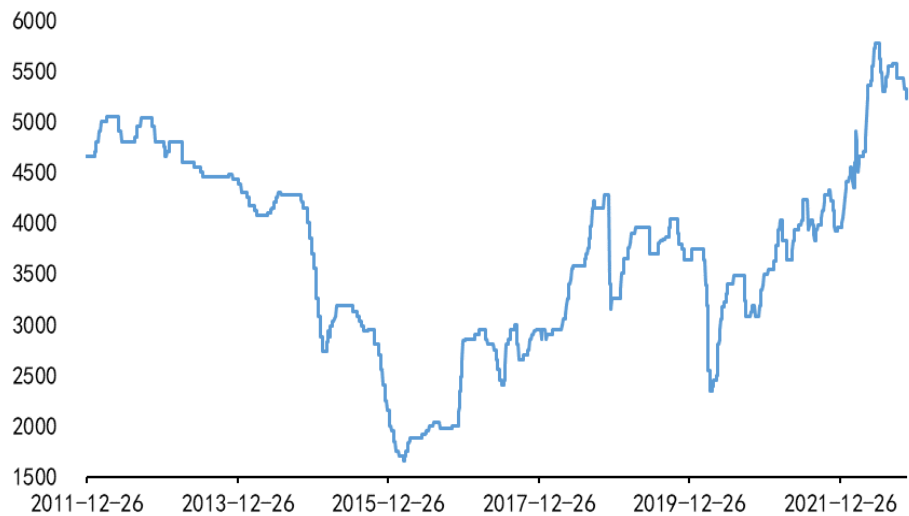
图 5: 2016 年以来规模以上防水企业利润总额 (亿元)



资料来源: 中国建筑防水协会, 国海证券研究所

2022 年 1-10 月, 防水产品主要原材料 (石油类化工产品) 价格同比上涨 11%-45% 不等, 但防水产品的市场成交价并未与原材料价格同步上涨, 防水相关业务的毛利率进一步降低, 以防水为主业的上市公司如东方雨虹、科顺股份、凯伦股份毛利率均低于 30%。2022 年 10 月底, 受原油价格下跌影响, 防水主要原材料沥青价格持续下滑, 截至 2022 年 11 月 11 日, 沥青价格环比下滑 200 元/吨至 5220 元/吨, 原材料价格下滑有望带动防水企业毛利率提升。

图 6: 近年来沥青价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

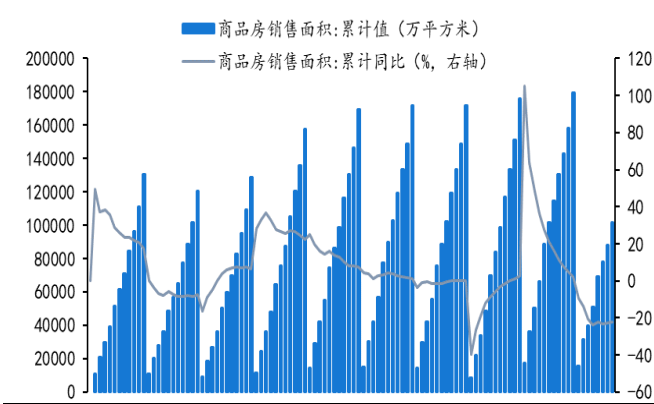
## 2.2、地产政策边际改善, 基建防水渗透率提升

自 2022 年 4 月以来, 地产政策边际改善, 基建防水渗透率提升, 防水行业需求有望恢复。地产端, 2022 年 4 月, 中央政治局会议明确守住不发生系统性风险底线, 支持刚性和改善性住房需求, 促进房地产稳定发展; 人民银行、国家税务总局先后出台了具体的信贷、利率、税收政策, 拉动房地产需求; 多地政府也出台了各类具体政策, 优化房地产政策。此外, 从专项债规模上来看, 根据中国建筑防水协会预测, 2022 年预计专项债规模为 5.11 万亿, 远远大于



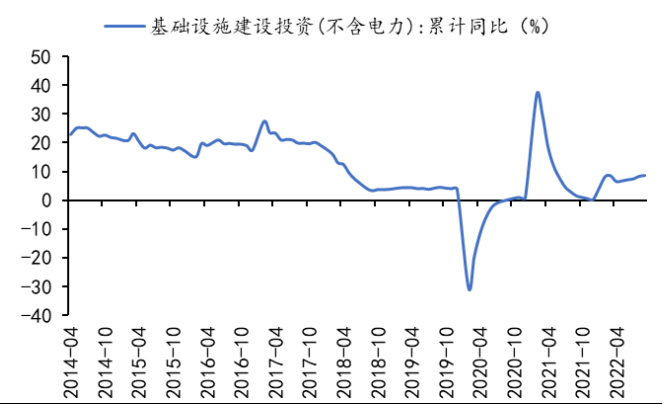
2021年实际利用专项债2万亿左右，基建领域防水材料需求也将同步提升。

图7：商品房销售面积及同比



资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

图8：基建投资累计同比



资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

表1：近期地产行业政策

时间	政策	发布部门	主要内容
2022年4月	中央政治局会议	中央政治局	守住不发生系统性风险底线，支持刚性和改善性住房需求。
2022年5月	关于支持实体经济若干措施的通知	深交所	支持房地产企业合理融资需求，促进房地产行业平稳健康发展
2022年5月	关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知	人民银行、银保监会	支持刚性和改善性住房需求，统一首套住房商业性个人住房贷款利率
2022年5月	下调贷款市场报价利率	人民银行	下调贷款市场报价利率为4.45%
2022年7月	中央政治局会议	中央政治局	要稳定房地产市场，因城施策用足用好政策工具箱，压实地方政府责任
2022年8月	国务院常务会议	中国人民政府	支持刚性和改善性住房需求，“一城一策”用好政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款
2022年8月	下调贷款市场报价利率	人民银行	下调贷款市场报价利率为4.30%
2022年9月	阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限	人民银行、银保监会	新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市，阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限
2022年9月	国家税务总局关于支持居民换购住房个人所得税政策有关征管事项的公告	国家税务总局	纳税人在现住房出售后1年内，在同一城市重新购买，可申请退还已缴纳的个人所得税

资料来源：中央政治局会议，深交所，人民银行，银保监会，中国政府网，国家税务总局，国海证券研究所

### 2.3、防水新规落地，带动行业扩容集中度提升

2022年10月24日，住建部发布公告，批准《建筑与市政工程防水通用规范》为国家标准。防水新规为防水行业首部通用规范，该规范有利于增加建筑工程和市政工程对防水材料的需求量从而带动行业扩容，同时有利于低质防水材料加速退出，带动头部优质防水企业市占率加速提升。另外，相对于沥青防水材料而言，高分子卷材类防水材料技术和资金投入都更密集，规模的领先会保证生产连续性，进一步扩大品质和成本的优势，高分子卷材类防水材料的市场集中度提升将明显快于沥青材料。

新规适用的范围更广、防水工程等级要求更高，有利于增加建筑工程和市政工程对防水材料的需求量，从而带动行业扩容：（1）防水适用范围更广：按现行防水规范要求，我国建筑的防水等级主要由设计单位决定是否采用一级防水，据建筑防水协会秘书长朱冬青估计，新规执行后，中国大概80%-85%以上的建筑都可能会被列为建筑防水的一级防水要求。（2）防水工程等级要求提高，规范新增三级防水设防要求，其中屋面防水工程等级由原来两个级别更改为三个级别，一级防水屋面设防要求由原来的两道防水改为三道防水，二级防水屋面设防要求由原来的一道防水改为二道防水。（3）金属屋面系统的级别提升，金属板屋面防水等级由原来（《屋面工程技术规范》GB50345-2012）规定的两个级别更改为三个级别。I级防水明确防水层厚度，II级防水增加一道防水层，金属板可作为一道防水设防。（4）单层屋面系统的厚度提升，单层屋面系统防水等级由原来两个级别更改为三个级别。从行业扩容角度看，仅考虑建筑防水等级提升和各工程等级防水要求提升，各防水工程等级要求提升需求为50%-100%，另外部分建筑防水等级也会有所提升，保守估计提升防水材料需求50%以上。

新规对防水材料的要求有利于提升防水产品品质要求，加快淘汰落后产能，头部优质防水企业市占率加速提升：（1）防水材料要求：防水材料的耐久性应与工程防水设计工作年限相适应，防水材料性能、防水层厚度、防水材料影响环境的物质和有害物质限量应符合要求。（2）防水设计工作年限要求更高：原《屋面工程技术规范》中取消了防水层合理使用年限的内容，但在条文修订说明3.0.5中写到：I级、II级防水层合理使用年限分别为20年和10年。而最新发布的《建筑与市政工程防水通用规范》则规定，屋面工程防水设计年限工作不应低于20年，地下防水要求达到与结构同寿命。（3）外露卷材的耐久要求提高，外露单层使用防水卷材的累计辐照能力要求更改为10080kJ/(m<sup>2</sup>.nm)，约等于5000h氙灯照射，提高了高分子卷材人工气候加速老化时间的要求。（4）新规对合成高分子类防水卷材采用的胶粘剂、胶带等搭接宽度做出重新规定，进一步强化了防水工程领域对防水辅材的重视程度；规范还规定了外露使用防水材料的燃烧性能等级不应低于B2级，强调了对卷材在更多场景下的功能性需求。

表 2: 防水工程等级要求提升带动行业扩容

防水等级	防水做法		提升需求
	旧	新	
一级	2道	3道	50%
二级	1道	2道	100%
三级	-	1道	-

资料来源：住建部，国海证券研究所

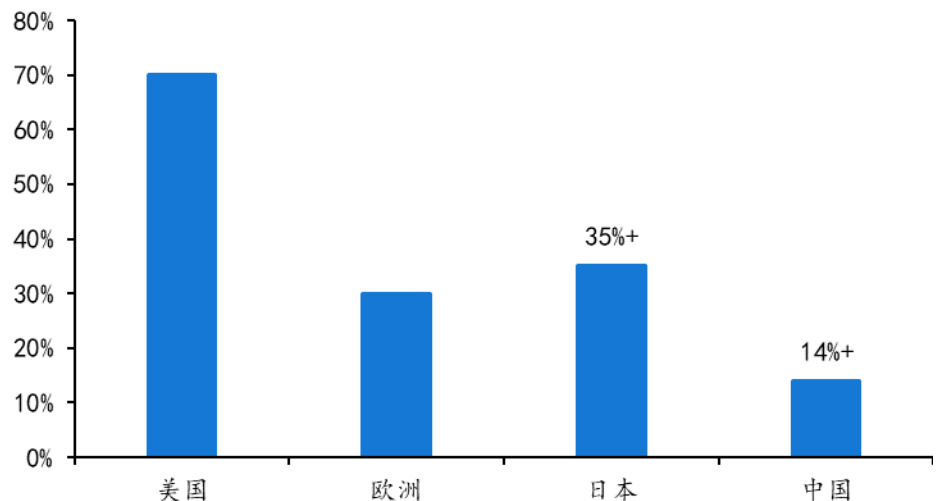
### 3、布局高分子防水材料，长期成长基础筑成

#### 3.1、我国高分子卷材应用前景广阔，市场潜在空间大

与传统材料相比，高分子卷材优势明显，更能满足防水新规对防水材料的性能要求，未来应用前景广阔。（1）施工工序更加简单，采用高分子卷材后整个防水工程的工期可节约 1/3 以上；（2）高分子卷材的施工可节省保护层等部位的成本，整体造价比传统材料少；（3）高分子防水卷材有不错的均质性，在实际的生产过程中能很好的掌握卷材的质量，品质更加稳定；（4）高分子防水卷材也能很好的满足防水工程的性能要求，其剪切强度在 3Map 以上，剪切强度在 10Map，相较于传统沥青卷材性能更好；（5）高分子卷材耐腐蚀能力强，具备很好的抗紫外线照射性能，能有效延缓材料的老化速度、增长卷材防水的使用年限。（6）相对沥青材料的波动，高分子的原材料波动相对较小，毛利率相对稳定。

在发达国家，高分子防水卷材已经成为了防水市场中的主流产品，发展时间已经近 60 年，且早在上世纪 80 年代欧美及日本等发达国家就开始大规模量产。其中，高分子卷材在美国防水市场中占比达到 70%左右，在欧洲占比 30%左右，在日本占比 35%以上，而中国目前仅占比 14%左右，市占率较低，因而市场潜在空间大。我国近年来出台的新政策、新标准都在大力推动高分子卷材市场的发展，尤其在国家“十四五规划”碳中和政策方向下，高分子市场有望迎来前所未有的发展机遇。

图 9：中国与发达国家防水市场中高分子卷材的占比（%）



资料来源：凯伦股份官网，国海证券研究所

在“双碳”国家战略及政策的推动下，以光伏为代表的新能源将成为替代传统能源的中坚力量，近年来，国家能源局、国家发改委、财政部、住建部等多个部门发布了一系列利好政策支持光伏产业发展。

表 3: 近两年国家层面光伏政策

发布时间	发布部门	政策名称	政策主要内容
2021.6	国家能源局	《关于报送整县(市、区)屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》	党政机关建筑屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 50%;学校、医院、村委会等公共建筑屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 40%;工商业厂房屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 30%;农村居民屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 20%,以推进屋顶分布式光伏建设。
2021.10	国务院	《关于推动城乡建设绿色发展的意见》	开展绿色建筑、节约型机关、绿色学校、绿色医院创建行动。加强财政、金融、规划、建设等政策支持,推动高质量绿色建筑规模化发展,大力推广超低能耗、近零能耗建筑,发展零碳建筑。实施绿色建筑统一标识制度。大力推动可再生能源应用,鼓励智能光伏与绿色建筑融合创新发展。
2021.10	国务院	《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》	开展建筑屋顶光伏行动,大幅提高建筑采暖、生活热水、炊事等电气化普及率。
2022.1	工信部、住房和城乡建设部、交通运输部、农业农村部、国家能源局	智能光伏产业创新发展行动计划(2021-2025 年)	在有条件的城镇和农村地区,统筹推进居民屋面智能光伏系统,鼓励新建政府投资公益性建筑推广太阳能屋顶系统。开展以智能光伏系统为核心,以储能、建筑电力需求响应等新技术为载体的区域级光伏分布式应用示范。提高建筑智能光伏应用水平。积极开展光伏发电、储能、直流配电、柔性用电于一体的“光储直柔”建筑建设示范。
2022.3	科技部	《“十四五”东西部科技合作实施方案》	建设滇中清洁能源创新高地。支撑云南打造“世界光伏之都”。
2022.3	住房和城乡建设部	《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》	到 2025 年,完成既有建筑节能改造面积 3.5 亿平方米以上,建设超低能耗、近零能耗建筑 0.5 亿平方米以上,装配式建筑占当年城镇新建建筑的比例达到 30%,全国新增建筑太阳能光伏装机容量 0.5 亿千瓦以上。 推动有条件地区政府投资公益性建筑、大型公共建筑等新建建筑全部建成星级绿色建筑。引导地方制定支持政策,推动绿色建筑规模化发展,鼓励建设高星级绿色建筑。 推进新建建筑太阳能光伏一体化设计、施工、安装,鼓励政府投资公益性建筑加强太阳能光伏应用。
2022.5	国务院	《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》	推动能源清洁低碳安全高效利用,引导非化石能源消费和分布式能源发展,在有条件的地区推进屋顶分布式光伏发电。
2022.5	国家发展改革委、国家能源局	《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》	推动新能源在工业和建筑领域应用。在具备条件的工业企业、工业园区,加快发展分布式光伏、分散式风电等新能源项目,支持工业绿色微电网和源网荷储一体化项目建设,推进多能互补高效利用,开展新能源电力直供电试点,提高终端用能的新能源电力比重。推动太阳能与建筑深度融合发展。完善光伏建筑一体化应用技术体系,壮大光伏电力生产型消费者群体。到 2025 年,公共机构新建建筑屋顶光伏覆盖率力争达到 50%;鼓励公共机构既有建筑等安装光伏或太阳能热利用设施。

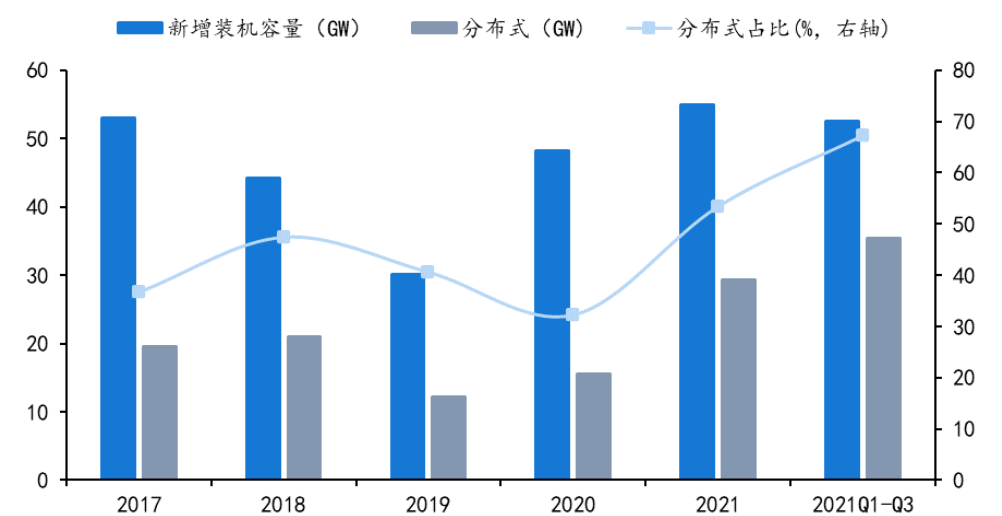
资料来源:国家能源局,国务院,工信部、住房和城乡建设部、交通运输部、农业农村部,科技部,国家发改委,国海证券研究所

我国分布式光伏发展迅速,据国家能源局数据,2017 年至 2021 年,我国分布式光伏装机容量从 19.44GW 增长至 29.28GW,复合增速 10.78%,2021 年分布

式光伏占光伏新增装机量的 53.35%，2022 年前三季度更是达到了 67.17%，成为装机主要增量来源，有望成为光伏发展主流趋势。根据光伏智库预测，“十四五”期间，我国光伏年均新增装机量有望达 78GW 以上，保守估计其中分布式光伏占比为 60%，则年均分布式光伏新增装机量为 46.8GW。

根据新思界产业研究中心的数据显示，钢结构屋面建设分布式光伏的建设中，60%~70%会使用高分子防水材料。若“十四五”期间年均分布式光伏新增装机量为 46.8GW，假设每平米屋面光伏装机量为 100W，那么未来每年分布式光伏带来的高分子防水材料需求为 3 亿平米左右；存量屋面资源中，可用于加装光伏的屋面保有面积是 60 多亿平米左右，而每年新建厂房面积约 2 亿平米。在国家政策推动下，市场容量非常可观。

图 10: 2017 年以来我国光伏新增装机容量

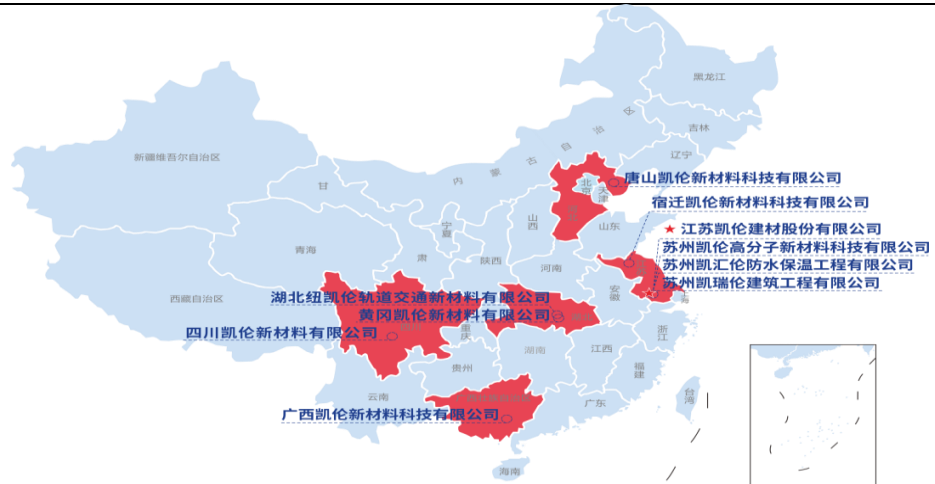


资料来源：国家能源局，国海证券研究所

### 3.2、科技引领高分子防水材料，赋能低碳绿色建筑

公司是国内专业从事高分子防水材料研发和推广应用的企业，短短 10 年时间内，公司在高分子的细分市场领域内快速取得了产品生产技术和施工应用体系的组合优势，成为国产高分子材料的主流供应商。公司在江苏苏州、河北唐山、湖北黄冈、四川南充、高分子产业园五个基地已陆续投产，在广西贵港、江苏宿迁的生产基地也在陆续建设中，生产基地能够辐射华东、华北、华中、西南、华南、西北绝大部分的市场区域。

图 11: 凯伦股份生产基地布局



资料来源: 公司官方公众号

### 3.2.1、设备与研发并行，生产线水平国内领先

目前，凯伦高分子产业园是国内产能最大的高分子卷材生产基地，规划产能超 1 亿 m<sup>2</sup>/年，预计 2022 年年底公司进口生产线高分子防水卷材产能将达到 5200 万平米，采用进口意大利和德国全套产线，投入大量资金及人力持续进行新产品研发、产品配方优化及生产工艺改进，推出了完美匹配分布式光伏组件 25 年使用寿命的融合光伏屋顶系统。公司产业园覆盖高分子防水卷材领域最完整的产品系列及系统解决方案，并提供地下空间、单层屋面、光伏屋顶、种植顶板虹吸排水等多个系统的一站式防水服务。

另外，公司立足分布式光伏产业链系统服务商战略定位部署，拓展光伏新能源赛道，相继与贝盛绿能、苏州中鑫、日新科技、国能新能源、葛洲坝电力、三峡集团、中节能、固德威等合作伙伴建立战略合作，进一步巩固了公司在高分子防水领域的领先地位。

研发方面，公司获批成立苏州市自主品牌大企业和领军企业先进技术研究院，并拥有江苏省博士后创新实践基地、江苏省企业技术中心等自主创新平台，为高分子产业园注入源源不竭的创新动力。

表 4: 公司高分子防水的四种解决方案

地下空间系统解决方案	单层屋面系统解决方案	CSPV 光伏屋顶系统解决方案	种植顶板虹吸排水系统解决方案
应用领域: 工民建、轨道交通、综合管理、核电、暗挖隧道 应用 MBP 高分子自粘胶膜防水卷材系列	应用领域: 工业厂房、交通枢纽、公共建筑、新基建 应用 TPO 防水卷材系列、PVC 防水卷材系列、TMP/PMP 钢塑复合板系列	将凯伦单层屋面系统与光伏发电系统有机结合，开创了全新的功能型屋顶系统。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。	种植顶板海绵城市虹吸排水收集系统，能够将高分子防护排水异型片上多余的水，有组织的通过虹吸排水槽排放至观察井，并可对观察井内的收集水进行二次利用的循环系统。

资料来源: 公司官网, 国海证券研究所

### 3.2.2、实施差异化战略，创造更好盈利空间

公司避开普通防水材料价格竞争的红海市场，聚焦高分子防水材料差异化战略，根据公司 2022 年 9 月 20 日公告的《300715 凯伦股份调研活动信息 20220920》，公司规划到 2024 年高分子材料收入占销售收入的 50%。高分子防水材料保持较快发展势头，在产品销量、客户覆盖率、品牌认知度方面都有较大提高，公司构建了以 MBP 系列、TPO、PVC、TMP 等高分子防水材料为主的产品矩阵，通过差异化产品和应用方案，吸引经销商加盟，创造更好的盈利空间。公司开发的“TMP 融合瓦系统”为行业首创；与固德威联合研发光伏建筑一体化产品——“银河轻质光电建材”也已经面世，上述新品一经推出，便获得市场关注和认可。

## 4、注重经营质量，实施渠道变革

### 4.1、调整收入结构，改善现金流

在甄别合作伙伴方面，公司加大与优质地产商的合作，公司已经与头部地产商如万科、保利、中海等优质地产企业达成长期战略合作关系，未来将持续拓展央企地产、总包，城投等低风险优质客户，保证回款；另外，公司高度重视应收账款管理，强化客户信用管理，严格执行应收账款管理制度，针对各责任主体下达目标任务，确保账款及时回收。公司将聚焦央企国企地产、城投、城建、百强总包等核心客户，主动管控风险，加强客户风险识别和保障措施，未来来自地产客户收入占比将下降到 40%，收入结构更加合理。

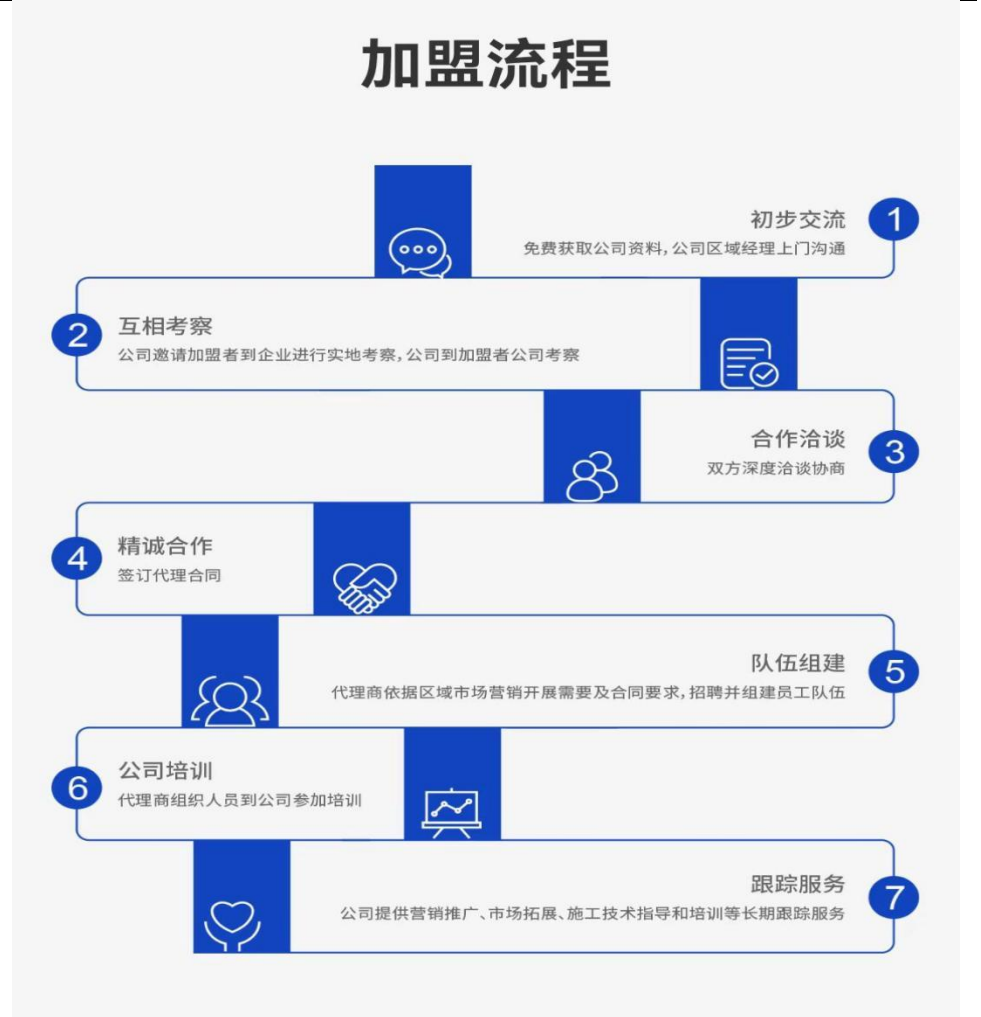
### 4.2、主动管控风险，实施渠道下沉

为快速提高经销业务的占比，加快渠道下沉，改善持续加大经销商的开发力度，投资更多的人力、物力和财力，增加区域销售资源，力争未来两年内覆盖全国主要地级市，大力拓展工业建筑、市政建筑、民用建筑广阔市场。在品牌建设方面，随着公司品牌知名度快速提升，公司产品质量、技术研发、售后服务、市场反应速度、产品结构、产业布局等方面获得客户的广泛认可，行业影响力不断提升，经销商数量快速增长。

同时公司加强对经销商的支持力度，为经销商提供多样化解决方案支持，在业务拓展、技术交流、项目落地、区域保护等方面为经销商赋能，与经销商共谋发展。公司 2022 年 9 月 20 日公告的《300715 凯伦股份调研活动信息 20220920》显示，2022 年 1-6 月公司新增经销商数量 194 家，同比增长 47%，预计 2022 年新开发经销商客户数量 550 家，累计经销商数量将达到 1000 家；预计 2023 年、2024 年，公司每年将新开发经销商客户 1000 家，到 2024 年预计累计经销商客户数量将达到 3000 家，渠道收入占比将达到 60%。



图 12: 凯伦股份加盟流程



资料来源: 公司官网

## 5、盈利预测与投资评级

**防水材料销售：**2022年，受疫情反复、原材料价格上涨、地产需求下滑影响，公司业绩承压。2022年10月24日，防水新规落地，有望带动行业扩容50%以上，同时低质防水企业加速退出也有利于公司市占率提升，对公司业绩的影响将在2023年开始显现。高分子防水材料毛利率相对稳定，公司规划到2024年高分子材料收入占销售收入的50%，高分子材料占比提升也有望带动毛利率提升。原材料端，受原油价格下滑影响，防水材料主要原材料沥青价格开始下跌，有望带动公司毛利率提升。据此我们预计2022-2024年公司防水材料销售营业收入20.21、24.50、29.69亿元，同比增速-15.72%、21.23%、21.18%，毛利率25.18%、26.66%、27.38%。

**防水工程施工：**防水工程施工收入与防水材料销售匹配，2020年公司防水工厂施工业务毛利率为31.61%，2021年受防水材料需求影响盈利能力受限，2023年随防水材料销量回暖有望回升，据此我们预计2022-2024年公司防水工程施工营业收入1.62、2.03、2.54亿元，同比增速-10.00%、25.31%、25.12%，毛利率14.64%、19.42%、25.87%。

**其他主营业务：**我们预计2022-2024年公司其他主营业务收入0.37、0.46、0.58亿元，同比增速-9.59%、25.00%、25.00%，毛利率32.36%、35.06%、37.66%。

我们预计2022-2024年公司归母净利润分别为0.41亿元、1.31亿元、2.34亿元，对应EPS分别为0.11元、0.34元、0.61元，对应PE为130.45X、40.51X、22.58X。公司作为高分子防水行业龙头企业，行业地位突出，防水新规落地有望带动行业扩容，公司市占率有望持续提升，首次覆盖，给予“买入”评级。

表5：凯伦股份盈利预测拆分

项目	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入（亿元）	25.86	22.20	26.99	32.81
YOY	28.80%	-14.15%	21.59%	21.55%
毛利率	21.13%	24.53%	26.26%	27.45%
防水材料销售				
营业收入（亿元）	23.98	20.21	24.5	29.69
营收占比	92.74%	91.03%	90.76%	90.49%
YOY	22.47%	-15.72%	21.23%	21.18%
毛利率	30.58%	25.18%	26.66%	27.38%
防水工程施工（亿元）				
营业收入	1.80	1.62	2.03	2.54
营收占比	6.97%	7.30%	7.52%	7.74%
YOY	267.35%	-10.00%	25.31%	25.12%
毛利率	27.52%	14.64%	19.42%	25.87%
其他主营业务				
营业收入（亿元）	0.41	0.37	0.46	0.58
营收占比	1.59%	1.67%	1.72%	1.77%

YOY	24.24%	-9.59%	25.00%	25.00%
毛利率	44.66%	32.36%	35.06%	37.66%

资料来源: Wind 资讯, 公司公告, 国海证券研究所

## 6、风险提示

行业竞争加剧; 原材料价格持续上涨; 高分子材料推广效果不及预期; 疫情反复对经济造成影响; 行业政策发生不利变化; 房地产行业波动带来风险。

附表：凯伦股份盈利预测表

证券代码:	300715		股价:	13.74	投资评级:	买入	日期:	2022/11/23	
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	3%	2%	5%	8%	EPS	0.20	0.11	0.34	0.61
毛利率	30%	25%	26%	27%	BVPS	7.22	6.69	7.03	7.64
期间费率	13%	18%	17%	15%	<b>估值</b>				
销售净利率	3%	2%	5%	7%	P/E	92.60	130.45	40.51	22.58
<b>成长能力</b>					P/B	2.57	2.05	1.95	1.80
收入增长率	29%	-14%	22%	22%	P/S	2.79	2.38	1.96	1.61
利润增长率	-74%	-44%	222%	79%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
总资产周转率	0.46	0.40	0.48	0.56	营业收入	2586	2221	2699	3281
应收账款周转率	1.54	1.26	1.77	2.09	营业成本	1801	1676	1990	2380
存货周转率	11.31	9.62	10.81	15.39	营业税金及附加	12	11	13	15
<b>偿债能力</b>					销售费用	197	228	268	317
资产负债率	50%	54%	52%	50%	管理费用	117	133	148	164
流动比	2.02	2.06	1.89	1.83	财务费用	18	31	34	26
速动比	1.78	1.80	1.64	1.59	其他费用/(-收入)	139	115	142	172
					<b>营业利润</b>	<b>78</b>	<b>45</b>	<b>141</b>	<b>252</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营业外净收支	-2	-2	-2	-2
现金及现金等价物	1532	1284	1419	1479	<b>利润总额</b>	<b>76</b>	<b>43</b>	<b>139</b>	<b>250</b>
应收款项	2019	2069	1896	1931	所得税费用	5	3	9	16
存货净额	229	231	250	213	<b>净利润</b>	<b>71</b>	<b>40</b>	<b>131</b>	<b>234</b>
其他流动资产	549	469	482	548	少数股东损益	-1	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>4328</b>	<b>4054</b>	<b>4047</b>	<b>4172</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>72</b>	<b>41</b>	<b>131</b>	<b>234</b>
固定资产	834	847	851	848					
在建工程	139	339	439	489	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
无形资产及其他	327	325	325	325	<b>经营活动现金流</b>	<b>-384</b>	<b>-44</b>	<b>511</b>	<b>388</b>
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	72	41	131	234
<b>资产总计</b>	<b>5628</b>	<b>5564</b>	<b>5662</b>	<b>5834</b>	少数股东权益	-1	0	0	0
短期借款	696	758	820	874	折旧摊销	60	89	95	103
应付款项	955	767	836	883	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-785	-222	246	20
其他流动负债	491	444	480	517	<b>投资活动现金流</b>	<b>-1368</b>	<b>-304</b>	<b>-204</b>	<b>-155</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2142</b>	<b>1969</b>	<b>2136</b>	<b>2274</b>	资本支出	-346	-302	-202	-152
长期借款及应付债券	604	954	754	554	长期投资	-12	0	0	0
其他长期负债	64	64	64	64	其他	-1009	-2	-3	-3
<b>长期负债合计</b>	<b>669</b>	<b>1018</b>	<b>818</b>	<b>618</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>1630</b>	<b>100</b>	<b>-171</b>	<b>-173</b>
<b>负债合计</b>	<b>2811</b>	<b>2987</b>	<b>2955</b>	<b>2892</b>	债务融资	414	412	-137	-147
股本	390	385	385	385	权益融资	1548	-53	0	0
股东权益	2817	2577	2708	2942	其它	-333	-259	-34	-26
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5628</b>	<b>5564</b>	<b>5662</b>	<b>5834</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>-123</b>	<b>-248</b>	<b>135</b>	<b>60</b>

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【建材建筑小组介绍】

盛昌盛，北京大学硕士，建材建筑首席分析师。2019年新财富第五名。6年证券研究经验，6年建材行业工作经历。2021年加入国海证券。

孙伯文，清华大学经济学学士、管理硕士，6年买方、证券从业经验，研究覆盖过大周期行业和TMT行业。2021年加入国海证券。

彭棋，上海财经大学金融硕士，北京交通大学经济学学士，2021年加入国海证券。

景丹阳，北京大学硕士，中国人民大学学士，2年实业从业经验。2021年加入国海证券。

## 【分析师承诺】

盛昌盛，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。