

海外防水龙头西卡 vs 卡莱尔，两类生态，各有千秋

2024 年 05 月 28 日

➤ **西卡、卡莱尔代表两类防水龙头生态，均获得海外市场认可。** (1) 西卡：从瑞士走向全球，从最初的防水业务扩充至 8 个目标市场：防水、混凝土、屋面、地坪、密封和粘接、修复加固、工业、建筑装修。(2) 卡莱尔：扎根美国本土，2023 年美国 vs 海外收入比例为 9:1，建材业务 (CCM) 占比 71%，防风雨技术业务 (CWT) 占比 29%。(3) 西卡自 1990 年至今股价上涨接近 94 倍，同期 SMI 上涨 5.7 倍；卡莱尔自 2009 年至今股价上涨 19.5 倍，同期标普 500 上涨 5 倍。

➤ **西卡：百年老店，超乎期待。** 西卡是一家全球领先的化学建材公司，从瑞士防水起家，目前业务主要覆盖 1) 建筑行业的防水、混凝土、屋面、地坪、密封和粘接、修复加固，以及 2) 汽车行业的粘接、密封、阻尼、加固和保护系统。截至 2023 年末，西卡在全球 103 个国家设有子公司，拥有 400 多家工厂，33000 多名员工。

百年老店焕发新彩，西卡提出了 2028 年新战略 “Beyond the Expected” (中文标语为 “超乎期待”)，基于 4 大支柱：市场渗透、创新与可持续发展、收购以及人员与文化。目标为 2028 年较 2023 年实现 6-9% 的收入 CAGR (以本币计)，2028 年公司财务指标 EBITDA/营业收入达 20-23% (2023 年公司 EBITDA/营业收入为 18.2%)。

本文分别从 ROE、收并购、成长空间 3 个视角分析西卡。

➤ **卡莱尔：90% 收入来源美国本土。** 美国卡莱尔公司 (CCM)，2023 年营收近 46 亿美元，其防水工业部门在美国已有 40 多年历史，在全美拥有 3 个 EPDM 卷材生产厂，5 个 TPO 卷材生产厂，7 个 Polyiso 保温板生产厂。卡莱尔率先在美国为单层屋面系统提供最高 40 年质量保证保险，是美国最大单层屋面供应商。CCM 业务占比在 70% 以上，近 15 年营收 CAGR 为 2.94%；2017 年以来并购进度加快，正逐步演变为 “内生增长+外延并购” 双轮驱动。2008 年至今合计完成超过 30 次收购，合计金额 60 亿美元。

➤ **投资建议：**国内防水龙头正受到行业周期波动的影响，地产与基建环境偏弱，带来经营端压力，企业积极寻找出海机遇，同时密切关注收并购机会。收并购是迅速扩大规模、切入目标市场的工具，非常考验公司管理能力和对市场的认知，收并购对国内龙头在营收、利润、周转率、净利率、ROE 等财务指标上的影响会连续得到体现。我们持续关注、看好中国企业应对周期波动、海外布局的潜力，继续重点关注【伟星新材】【北新建材】【三棵树】【兔宝宝】【东方雨虹】【科顺股份】【中国联塑】【坚朗五金】【科达制造】。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧、并购整合效果不及预期、原材料价格波动的风险。

推荐

维持评级



分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

相关研究

1. 消费建材 2023 年年报&2024 年一季报总结：寻找周期底部的蓄势待发-2024/05/21
2. 建材建筑周观点 20240512：5 月新增专项债发行加快，多地地产限购松绑，建材率先受益-2024/05/12
3. 建材建筑周观点 20240505：C 端建材+出口链 Q1 表现更优，继续看好玻纤价格趋势-2024/05/05
4. 建材建筑周观点 20240421：苏州低空经济加码，玻纤价格弹性可期-2024/04/21
5. 建材行业点评：玻纤电子布 “复价”，中游制造环节稀缺的供给减少品种-2024/04/15

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目录

1 西卡、卡莱尔代表两类防水龙头生态，均获得海外市场认可	3
2 西卡：百年老店，超乎期待	5
2.1 第一步：ROE 角度看西卡	6
2.2 第二步：收并购角度看西卡	10
2.3 第三步：成长空间角度看西卡	18
3 卡莱尔：90%收入来源美国本土	22
4 投资建议	26
5 风险提示	27
插图目录	28
表格目录	28

1 西卡、卡莱尔代表两类防水龙头生态, 均获得海外市场认可

2024 年, 关键词“出海”热度持续, 企业积极寻求“出海”及“一带一路”机遇。**全球化公司的对标研究, 主要考虑 2 个借鉴:**一是海外龙头 (指 2 家防水起家的海外龙头西卡与卡莱尔, 全文同) 在本土市场面临周期波动该如何应对, 二是海外龙头“走出去”的成功经验借鉴。这 2 个问题也是国内优质建材企业共同面对的: 国内周期变化与如何“走出去”。**本文选择两家防水起家的海外龙头, 西卡与卡莱尔,**他们有着不同的路径选择, 但特点鲜明, 在各自国家的资本市场获得了认可。

(1) 西卡: 从瑞士走向全球, 从最初的防水业务扩充至 8 个目标市场: 防水、混凝土、屋面、地坪、密封和粘接、修复加固、工业、建筑装修。

(2) 卡莱尔: 扎根美国本土, 2023 年美国 vs 海外收入比例为 9:1, 建材业务 (CCM) 占比 71%, 防风雨技术业务 (CWT) 占比 29%。

(3) 资本市场表现:

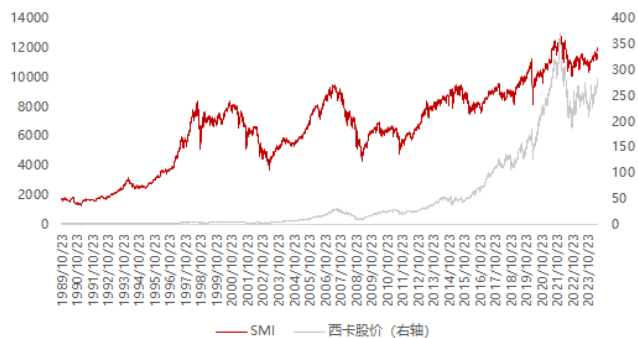
- **西卡股价对标 SMI:** 2023 年 SMI 小幅上涨 1.5%, 而西卡股价上涨 20.3%, 大幅跑赢指数。西卡自 1990 年至今股价上涨 94 倍, 同期 SMI 上涨 5.7 倍; 西卡自 2009 年至今股价上涨 24.6 倍, 同期 SMI 上涨 1.2 倍。但 2024 年至今西卡股价上涨 4.95%, SMI 上涨 7.13%。
- **卡莱尔股价对标标普 500:** 2024 年至今股价上涨 35.6%, 标普 500 上涨 11.2%。2023 年标普 500 上涨 23.9%, 卡莱尔股价上涨 32.6%。卡莱尔自 1990 年至今股价上涨 12 倍, 同期标普 500 上涨 14 倍; 卡莱尔自 2009 年至今股价上涨 19.5 倍, 同期标普 500 上涨 5 倍。

图1: 出海--百度关键词搜索指数变化图



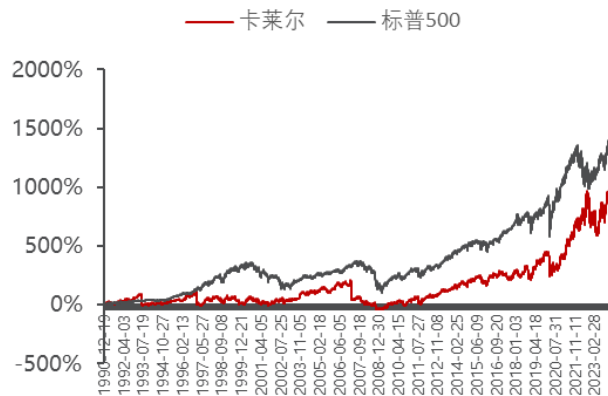
资料来源: 百度关键词, 民生证券研究院

图2：西卡股价（单位：瑞士法郎）表现 vs SMI 指数



资料来源：彭博，民生证券研究院

图3：卡莱尔累计涨幅 vs 标普 500 指数累计涨幅



资料来源：彭博，民生证券研究院

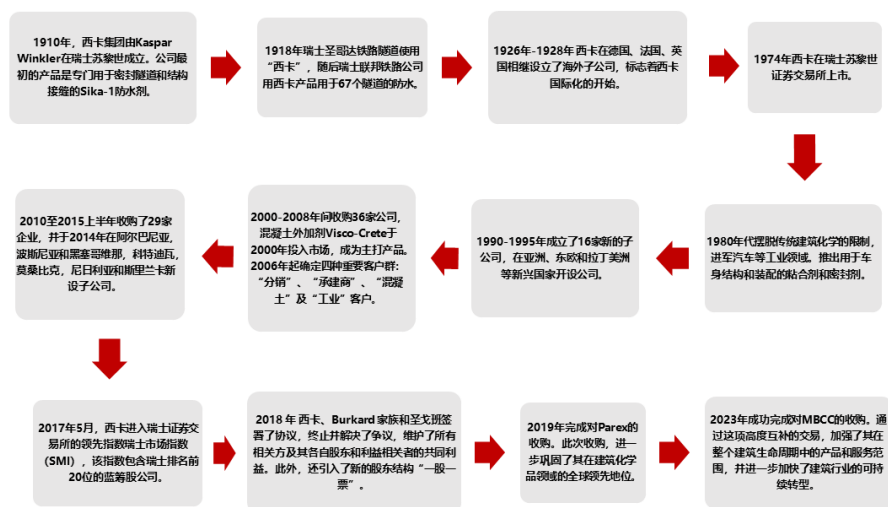
注：起始时间为 1989 年 10 月 23 日，结束时间为 2024 年 5 月 24 日

2 西卡：百年老店，超乎期待

西卡是一家全球领先的化学建材公司,从瑞士防水起家,目前业务主要覆盖 1) 建筑行业的防水、混凝土、屋面、地坪、密封和粘接、修复加固,以及 2) 汽车行业的粘接、密封、阻尼、加固和保护系统。截至 2023 年末,西卡在全球 103 个国家设有子公司,拥有 400 多家工厂,33000 多名员工。

- 2023 年西卡销售收入实现 112 亿瑞士法郎,同增 7.12% (按 5 月 27 日 1 瑞士法郎兑 7.8949 人民币的汇率,折合人民币为 887.31 亿元),较 1988 年收入增长 12 倍,1988-2023 年的收入 CAGR 为 7.61%,其中,1993/1998/2009/2015/2020 年收入出现下滑。
- 2023 年实现净利润 10.62 亿瑞士法郎,同比下滑 8.65% (按 5 月 27 日 1 瑞士法郎兑 7.8949 人民币的汇率,折合人民币为 83.84 亿元),较 1988 年净利润增长 30 倍,1988-2023 年的净利润 CAGR 为 10.31%。

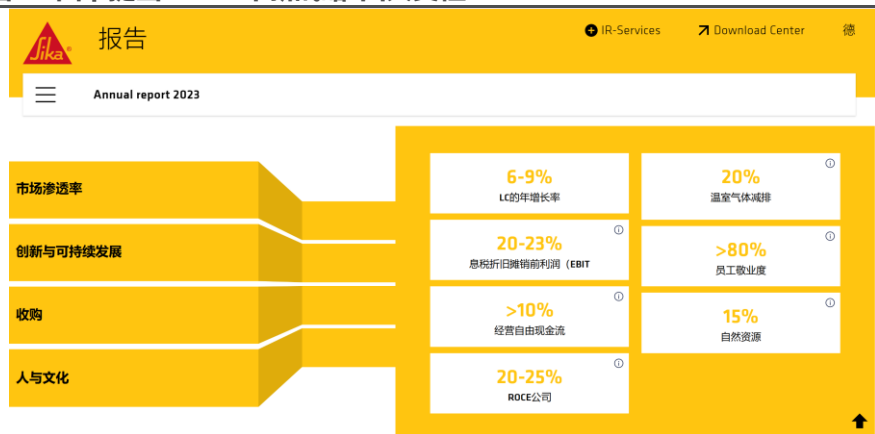
图4：公司发展历程图【1910-2023 年】



资料来源：西卡官网，民生证券研究院

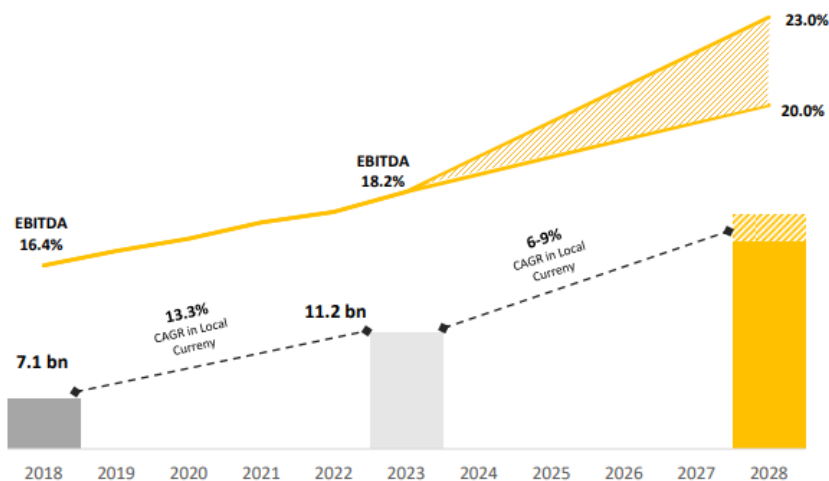
百年老店焕发新彩,西卡提出了 2028 年新战略“Beyond the Expected”(中文标语为“超乎期待”),基于 4 大支柱:市场渗透、创新与可持续发展、收购以及人员与文化。目标为 2028 年较 2023 年实现 6-9%的收入 CAGR (以本币计),2028 年公司财务指标 EBITDA/营业收入达 20-23% (2023 年公司 EBITDA/营业收入为 18.2%)。

图5：西卡提出 2028 年新战略-四大支柱



资料来源：西卡官网，民生证券研究院

图6：西卡提出 2028 年新战略-EBITDA/营业收入目标



资料来源：西卡官网，民生证券研究院

2.1 第一步：ROE 角度看西卡

ROE 表现突出，长期稳定在较高水平。西卡在 2014 年以来，ROE（加权）基本稳定在 18%以上，2018-2021 年甚至达到 25-32%之间。在公司总资产周转率长期向下趋势下（但是固定资产周转率提升明显），ROE 能够保持较高水平，和盈利能力、杠杆率的关系更大。

我们重点对比了 21 世纪以来的指标变化：

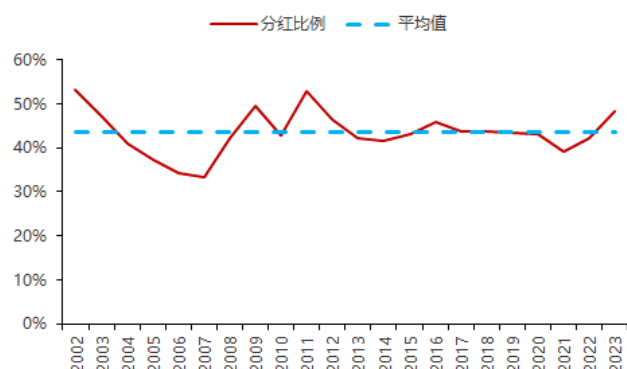
- 2001-2007 年 ROE 从 7%提高至 23%，同期净利润增速高于净资产增速，净利率从 2001 年的 2.8%提升至 2007 年的 7.5%。

- 2008-2011 年 ROE 经历 3 年下行, 加权 ROE 从 17.67% 下降到 11.93%, 同期净利润从 2007 年的 3.51 亿瑞士法郎下降为 2011 年的 2.13 亿瑞士法郎, 净利率 2008-2011 年分别为 5.8%、5.4%、7%、4.7%, 资产负债率保持稳中有降, 2008 年末为 54.36%, 2011 年末约为 52%。
- 2012 年后 ROE 呈现冲高走稳特征, 加权 ROE 从 2012 年的 14.64% 提升至 2019 年的 31.53%, 随后稳定在 20% 以上, 2023 年回落至 19.51%。
根据数据判断, 2018-2019 年的高 ROE 水平与杠杆率提高更相关, 2018 年资产负债率迅速提升至 73.75% (2017 年为 41.11%), 随后逐年下降至 2022 年的 56.12%, 2023 年再次恢复到 60.58%。**而净利润表现出不规则的波动**, 2012-2014 年西卡净利润经历高速增长的 3 年, 同比增速分别为 31%、23.6%、28%, 随后的 2015-2023 年, 净利润增速波动较大, 2016、2021 年增幅可以超过 20%, 但是大部分时间在 5-10% 之间, 也出现了 2023 年下滑 8.65% 的情况, **净利率大多数时间在 9-11% 的水平上下变动。**

净资产的复合增速低于净利润, 西卡没有通过大幅提高分红来增加 ROE。

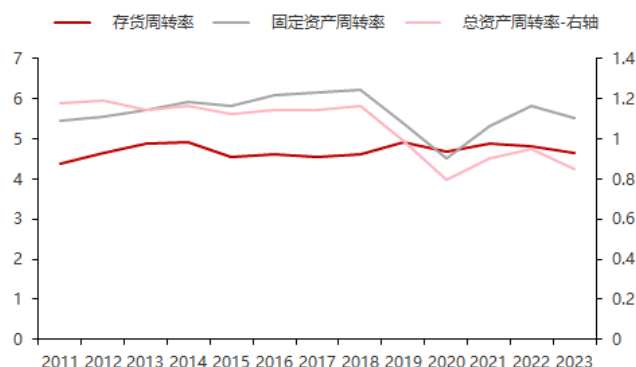
2023 年西卡净资产达到 59.33 亿瑞士法郎 (按最新汇率折合人民币约 469.51 亿元), 较 1988 年增长约 23 倍, 1988-2023 年的 CAGR 为 9.49% (净利润 CAGR 为 10.31%)。分红角度, 我们用每股股利/基本每股收益, 2002-2023 年均值为 43.5%。整体较为平稳, 较少超过 50%, 比如 2011 年的 52.9%, 2002 年的 53.2%。

固定资产周转率有优异表现, 2018 年达到最高值 6.22 次, 2023 年为 5.51 次, 2007-2023 年均值为 5.61 次, 同期存货周转率均值 4.7 次, 公司持续呈现较强的营运效率。但总资产周转率 1990-2018 年维持在 1.15-1.5 次区间, 其中, 2007 年总资产周转率 1.43 次、净利率 7.5%, 是阶段性最佳表现 (总资产周转率快+净利率高), 但随后总资产周转率缓步下行、净利率有所波动, 2023 年已降至 0.85 次, 预计与公司持续加大收购有关, 例如商誉在 2019 年、2023 年分别同比大幅增长 19.3、29.7 亿瑞士法郎, 主要系 2019 年收购帕雷克斯、2023 年 MBCC 集团, 但是收购效果在当年还没有体现。但西卡周转率“修复”能力较强, 例如 2019 年大额收购后, 经历 2019-2020 年消化, 2021-2022 年的固定资产周转率、总资产周转率均有明显回升。

图7：2002-2023 年西卡分红表现


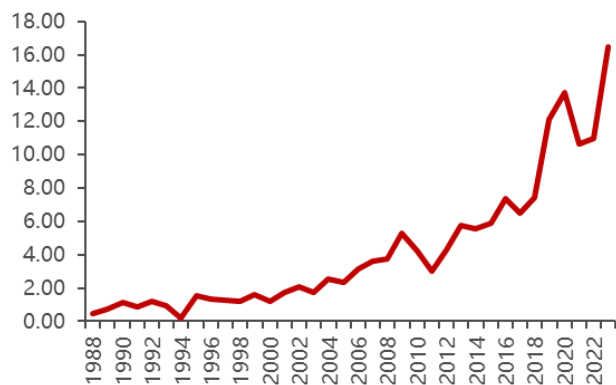
资料来源：彭博，民生证券研究院

注：虚线为西卡 2002-2023 年分红比例平均值 43.5%

图8：2011-2023 年西卡总/固定资产/存货周转率（单位：次）表现


资料来源：彭博，民生证券研究院

从现金流角度，经营活动现金流净额自 1998 年以来保持增长趋势，2023 年达到 16.45 亿瑞士法郎，同比+49.61%。1988-2003 年期间，**净现比**除 1994、2022 年低于 1，其余时间均超过 1。

图9：1988-2023 年西卡经营活动现金流（单位：亿瑞士法郎）表现


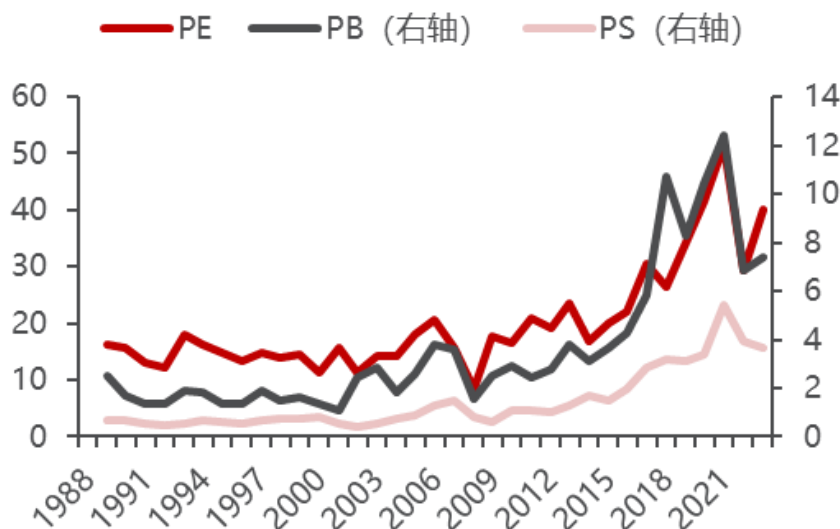
资料来源：彭博，民生证券研究院

图10：1988-2023 年西卡净现比表现


资料来源：彭博，民生证券研究院

西卡的股价短期曾受到诸如欧洲债务危机、原材料和汇率波动等影响，但是公司克服外在困难，呈现一个长期向上的 ROE、可观的现金流、稳健的收入利润表现，从股价的反馈看，受到市场高度认可，例如 2024 年 5 月 24 日收盘价测算，西卡 PE(TTM)为 41X，PB (LF) 为 7.37，总市值折合人民币约 3451 亿元。

图11：西卡估值表现（PE、PB、PS）



资料来源：彭博，民生证券研究院

注：PE(TTM)、PB (LF)、PS 单位均为倍，起始时间为 1989 年，结束时间为 2023 年

表1：西卡与可比公司市值对比

公司名称	代码	市值
Ashland Inc	DB:AHT	4.604 B EUR
科莱恩 (Clariant)	SWX:CLN	4.936 B CHF
阿科玛	ENXTPA:AKE	7.039 B EUR
Evonik Industries AG	SWX:EVK	9.351 B CHF
阿克苏诺贝尔	ENXTAM:AKZA	11.002 B EUR
RPM International Inc.	DB:RP8	13.413 B EUR
Nippon Paint Holdings Co Ltd	DB:NI7	14.76 B EUR
PPG Industries, Inc.	DB:PPQ	28.509 B EUR
Holcim AG	SWX:HOLN	45.081 B CHF
西卡	SWX:SIKA	45.514 B CHF
Sherwin-Williams Co	DB:SJ3	71.267 B EUR

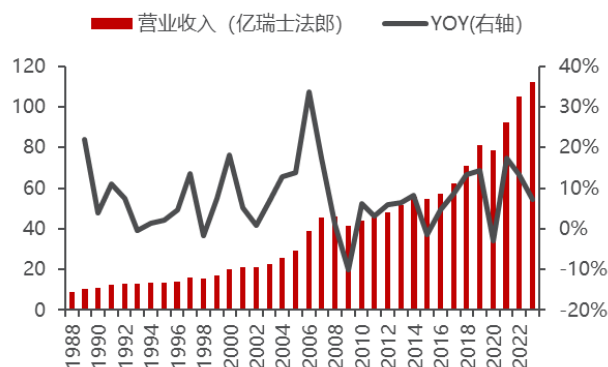
资料来源：invseting pro，民生证券研究院

注：市值截至时间为 2024 年 5 月 24 日

综上所述，在我们的观测区间（1988-2023 年，36 年），西卡 ROE 的提高，前期与盈利能力提升有关，后期与提高杠杆有关，分红保持稳定。我们从收入和利润的复合表现来看，1988-2023 年的收入 CAGR 为 7.61%，净利润 CAGR 为 10.31%。**从结果上看，西卡①净利率并没有长期高位稳定，②愿意承受较高负债，③在分红问题上选择稳定方案，④在收入增速和利润增速上呈现出 7-11%的稳健步伐。**西卡并没有呈现出一个标准化的“好公司”财务指标，而是坚持收并购，同时区域发展采取“东方不亮西方亮”的平衡方式，因此长期稳健增长是西卡呈现的

结果，也是我们通过 ROE 的初步分解来认识西卡的第一步。

图12：1988-2023 年西卡的营收表现



资料来源：彭博，民生证券研究院

图13：1988-2023 年西卡的净利润表现



资料来源：彭博，民生证券研究院

2.2 第二步：收并购角度看西卡

我们在 2.1 部分对 ROE 指标做初步分解，这对于了解西卡显然是不够的，由于海外上市、信息相对有限等原因，我们第二步仍然选择，在财务指标信息角度，去看西卡的商业模式。

基于人口变化的特征，西卡重视三类机会可以总结如下：

- (1) 亚洲、非洲等新兴市场，建筑规范趋势性提升，建筑材料性能要求提升，西卡及时扩展卡塔尔、阿联酋、坦桑尼亚、象牙海岸的现有站点、并向邻国供应。
- (2) 发达国家，人口增速低但旧建筑升级、加固需求量大。
- (3) 加码日本、印度和中国市场，日本代表高标准市场（地域环境复杂）、印度和中国代表高增长市场。西卡在日本并购胶粘剂龙头 Hamatite、MBCC，在中国并购蓝盾防水，在中国西南部/东部、印度东部扩建产能。

西卡可以用全球视野去分类商业机会，有 2 个前提：一是已有全球布局，二是产品矩阵全面。西卡走出去的步伐，“顺势”很重要，先欧洲，再日本、北美，等发达地区增长趋缓时开始发力新兴市场，例如亚太、非洲、中东、南美。中国建材行业内需市场庞大，多数企业重心仍在国内，龙头已经迈向海外，例如：

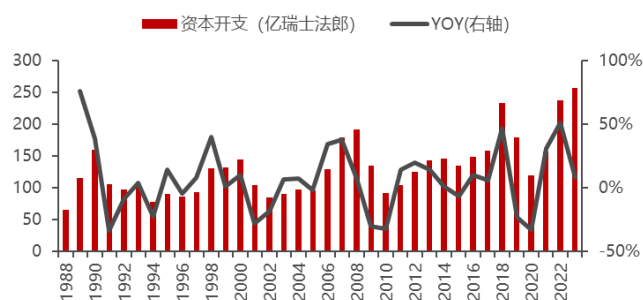
- 伟星新材第一家海外工厂（泰国）在 2021 年开业，距离其成立时间 22 年（巧合的是 1932 年西卡成立了第一家欧洲以外的日本子公司，距离

成立时间同样为 22 年)。

- **东方雨虹**：已在越南、马来西亚、新加坡、印尼、加拿大、美国等多国设立海外公司或办事处，2023 年与沙特阿拉伯 Alturki 控股旗下 Arkaz 公司签署战略合作协议，Arkaz 公司正式成为东方雨虹热塑性聚烯烃 (TPO) 屋面系统在沙特阿拉伯的独家经销商，积极参与国际工程，例如为雅万高铁项目提供 SPU-361 高强聚氨酯防水涂料、聚丙烯长丝土工布、水泥基渗透结晶型防水涂料等材料及技术支持等。
- **北新建材**：围绕非洲、中亚、中东、东南亚等新兴国际市场加强开拓，2023 年坦桑尼亚生产基地较去年同期营收、利润总额实现双增长；乌兹别克斯坦年产 4000 万平方米石膏板生产线已投产；泰国公司已设立，项目建设有序推进。
- **科顺股份**：已经设立印度大区、印尼大区、越南大区、欧美中东大区、港澳大区，泰国大区，马来西亚大区、菲律宾大区、日韩大区、大洋洲大区和南美大区，将业务拓展的重点放在“一带一路”沿线国家。
- **坚朗五金**：已设立 15 个海外备货仓，将中国仓储式销售复制到海外，以快速响应客户供货需求。产品已销往 100 多个国家和地区，并在中国香港地区、印度、越南、印尼、马来西亚、墨西哥等国家和地区设立子公司。

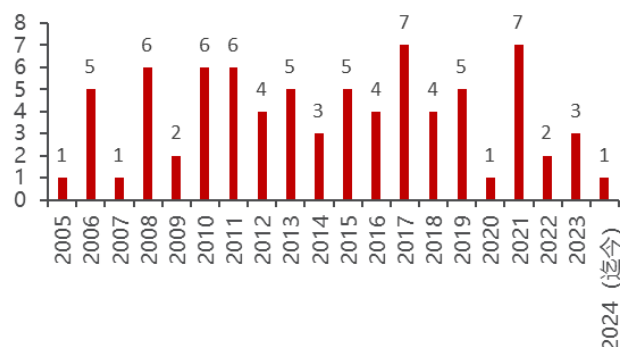
西卡的收并购动作突出。西卡 2005-2023 年共完成 78 起收购，平均每年收购 4 家以上。近年来有 2 次较大规模收购，2019 年 5 月完成收购 Parex(派丽)，2023 年 5 月完成收购 MBCC(迈伯仕集团)。两笔交易预计约 152 亿人民币、380 亿人民币。

图14：1988-2023 年西卡的资本开支表现



资料来源：彭博，民生证券研究院

图15：2005-2024 年西卡收购企业数量 (家)



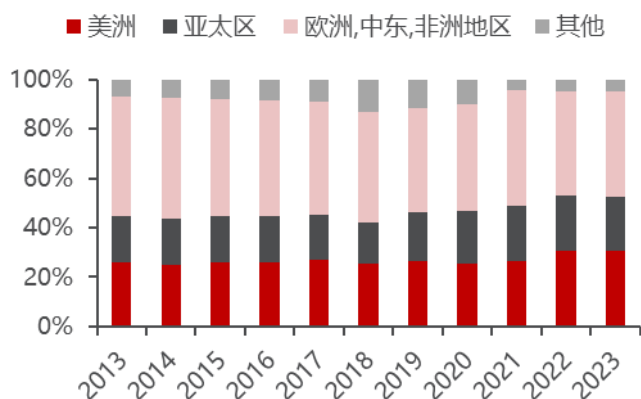
资料来源：彭博，民生证券研究院

收并购是跨区域、跨品类的重要实现途径，2028 新战略中，收购依然是支柱之一。

(1) 跨区域角度：

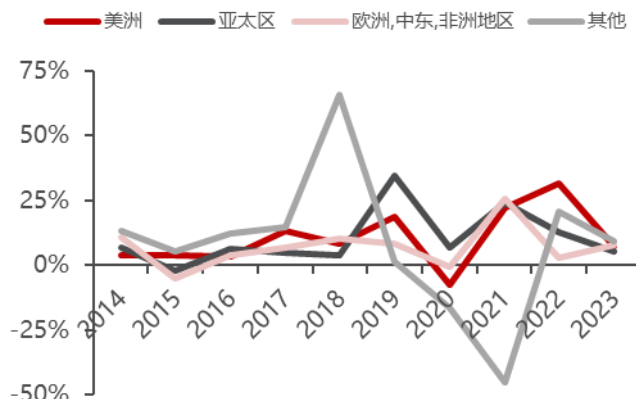
- 第一大市场为欧洲、中东及非洲地区，2013-2023 年收入占比一直维持在 40%以上，期间收入 CAGR 为 6.76%，2023 年实现收入 47.51 亿瑞士法郎；
- 第二大市场为美洲地区，收入占比由 2013 年的 25.94%增长至 2023 年的 30.5%，期间收入 CAGR 为 9.9%，2023 年实现收入 34.28 亿瑞士法郎，是近十年收入增速最快的地区；
- 第三大市场为亚太区，收入占比由 2013 年的 18.94%增长至 2023 年的 22.22%，期间收入 CAGR 为 9.87%，2023 年实现收入 24.97 亿瑞士法郎，近十年收入增速与美洲地区相当。

图16：2013-2023 年西卡分地区收入占比



资料来源：彭博，民生证券研究院

图17：2014-2023 年西卡分地区收入增速

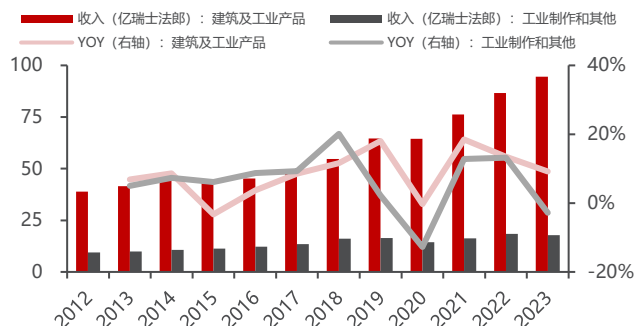


资料来源：彭博，民生证券研究院

(2) 跨品类角度，西卡业务主要分为建筑解决方案、工业解决方案 2 个部门。

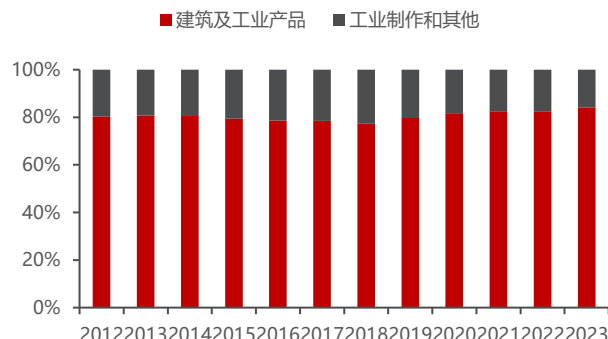
- 建筑解决方案为公司的主要收入来源，2012 年至今收入占比维持在 80% 左右，主要涵盖建造、保护结构、竣工、修复、项目解决方案、数字产品等多个领域，主要产品包括防水、混凝土、屋面、地坪、密封和粘接、修复加固、建筑装修 7 大方向，2023 年实现收入 94.55 亿瑞士法郎，2012-2023 年 CAGR 为 8.42%；
- 工业解决方案部门主要为汽车、海运、电器设备、再生能源、纺织品和消耗品等领域提供胶粘剂、密封剂等产品，2023 年实现收入 17.84 亿瑞士法郎，2012-2023 年 CAGR 为 5.95%。

图18：2012-2023 年西卡分业务收入表现



资料来源：彭博，民生证券研究院

图19：2012-2023 年西卡分业务收入占比

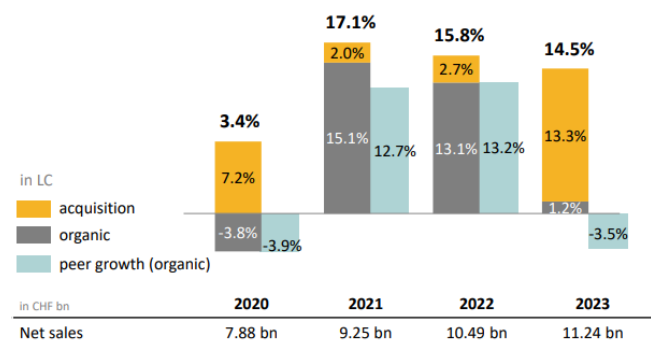


资料来源：彭博，民生证券研究院

收购与内生增长的互补性，在跨区域与跨品类的效果中得到体现，可以有效抵御单一市场风险，类似欧债危机、新冠疫情影响、原材料与汇率波动等。例如 2020-2023 年西卡营收分别同比增长 3.4%、17.1%、15.8%、14.5%，其中，通过收购带来的增长分别为 7.2%、2%、2.7%、13.3%，企业自身增长分别为-3.8%、15.1%、13.1%、1.2%。

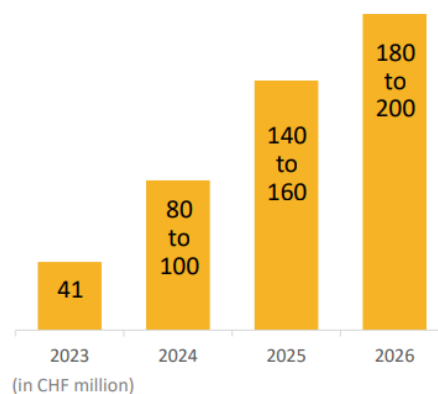
西卡计划通过收购进一步扩大协同效应，目标 2024 年实现收购协同收益 80-100 亿瑞士法郎，2026 年达到 180-200 亿瑞士法郎。

图20：2020-2023 年西卡自身有机增长表现超过同行



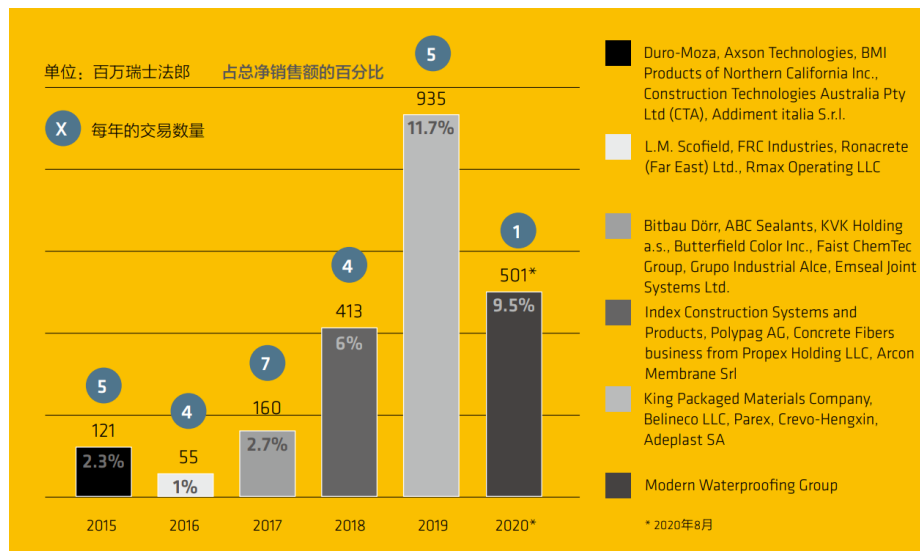
资料来源：西卡官网，民生证券研究院

图21：西卡收购的协同效应收益及目标（亿瑞士法郎）



资料来源：西卡官网，民生证券研究院

图22：收并购带来的影响【2015-2020 年】



资料来源：西卡官网，民生证券研究院

表2：西卡 2005 年以来收购情况

公司	国家	并购年份
Kwik Bond Polymers, LLC (KBP)	美国	2024
查玛	秘鲁	2023
Thiessen 美国队	美国	2023
MBCC 集团	全球	2023
联合吉尔森特实验室	美国	2022
Sable Marco Inc. (黑貂马可公司)	加拿大	2022
Shenzhen Landun Holding Co., Ltd. (深圳市蓝盾控股有限公司)	中国	2021
Bexel Internacional S.A. de C.V. (贝克塞尔国际公司)	墨西哥	2021
美国水电技术公司	美国	2021
哈马铁矿	日本	2021
DriTac (德利塔克)	美国	2021
BR Massa (Supermassa do Brasil Ltda.)	巴西	2021
克雷普斯有限责任公司	俄罗斯	2021
现代防水集团	埃及	2020
Adeplast SA 公司	罗马尼亚	2019
Crevo-恒信	中国	2019
Parex (派丽)	全球	2019
Belineco LLC	白俄罗斯	2019
金包装材料公司	加拿大	2019
Arcon 膜 Srl	罗马尼亚	2018
Propex Holding, LLC 的混凝土纤维业务	美国	2018
Polypag AG	瑞士	2018
索引 建筑系统和产品	意大利	2018
Emseal Joint Systems, Ltd. (埃姆海斯关节系统有限公司)	美国	2017
阿尔斯工业集团	墨西哥	2017

Faist ChemTec (英语: Faist ChemTec)	全球	2017
巴特菲尔德色彩公司	美国	2017
KVK Holding a.s. (KVK 控股公司)	捷克共和国	2017
ABC 密封胶	土耳其	2017
比特鲍·多尔	奥地利	2017
Rmax Operating, LLC 公司	美国	2016
Ronacrete (Far East) Ltd. (罗纳克雷特 (远东) 有限公司)	中国香港	2016
FRC 工业	美国	2016
LM 斯科菲尔德	美国	2016
Addiment Italia S.r.l. (意大利有限公司)	意大利	2015
Construction Technologies Australia Pty Ltd	澳大利亚	2015
艾盛科技	法国	2015
北加州 BMI 产品公司	美国	2015
杜罗-莫扎	莫桑比克	2015
Klebag 化学股份公司	瑞士	2014
地板和涂料产品公司	韩国	2014
Lwart Química Ltda. (Lwart Química Ltda.)	巴西	2014
LCS Optiloc (英语: LCS Optiloc)	新加坡、马来西亚	2013
阿克苏诺贝尔建筑胶粘剂业务	荷兰	2013
Radmix Resources Pty Ltd 和 ASF Pty Ltd.	澳大利亚	2013
JMTexsa, S.A. de C.V. 和 Texsa India Ltd	墨西哥、印度	2013
Everbuild 建筑产品有限公司	英国	2013
Inatec SRL 公司	巴拉圭	2012
Rütgers Organics GmbH	德国	2012
YEAN-IL 公司	韩国	2012
阿克西姆	意大利	2012
Duochem Inc. (多奥凯姆公司)	加拿大	2011
Comercial de Preresas, SA (科普萨)	西班牙	2011
Colauto Adesivos e Massas Ltda.	巴西	2011
Technokolla	意大利	2011
Biro Edwin Bischof AG	瑞士	2011
河北金强建材有限公司 (Hebei Jinqiang Construction Material Co., Ltd.)	中国	2011
May National Associates, Inc. (五月国家联营公司)	美国	2010
Greenstreak 集团公司	美国	2010
Dyflex HD Co., Ltd.[Dyflex HD Co., Ltd.] - 供应商资料	日本	2010
泛贝集团	捷克共和国	2010
Henkel Japan Ltd., 建筑密封胶业务	日本	2010
ADCO Products Inc., 汽车玻璃更换	美国	2010
江苏 TMS 外加剂有限公司 (Jiangsu TMS Admixture Co., Ltd.)	中国	2009
Iotech Ltd. (艾奥特有限公司)	英国	2009
Pelplast Utvecklings AB	瑞典	2008
Cappar Ltd. (卡帕尔有限公司)	加拿大	2008
四川科帅添加剂有限公司 (Sichuan Keshuai Additive Co., Ltd.)	中国	2008
ICS 花环, 工业地板	美国	2008
威士伯公司, 工业地板	美国	2008

Tricosal GmbH & Co. KG	德国、瑞士	2008
捷运建筑产品	加拿大	2007
Proxan Dichtstoffe GmbH	德国	2006
保护涂层	德国	2006
Haberkorn Abdichtungssysteme GmbH	奥地利	2006
Sucoflex (苏科柔性)	欧盟	2006
Covercrete 地板系统	美国、加拿大	2006
Sarna Kunststoff 控股股份公司	全球	2005

资料来源: invseting pro, 民生证券研究院

除了对大型、跨国集团的并购外, 对本土龙头的整合, 实现迅速切入目标市场同样值得被关注。

案例一: 西卡 2019 年 5 月完成收购 Parexlanko, 西卡和 Parexlanko 是法国规模相近的两家公司, 截至 2023 年末, 西卡在法国有 88 年的历史, Parexlanko 则有 40 多年的历史。强强联合的过程例如: 两个销售团队确定了 500 多家经销商, 他们可以从西卡/派丽的交叉销售解决方案中受益, 占法国预期协同效应的 20%。两个公司的采购和运营部门也在紧密合作, 确定哪些产品可以在 Parexlanko 的当地工厂生产, 而无需从其他国家或外部采购。

案例二: 西卡澳大利亚 2018 年通过收购知名品牌 CTA 公司进入建筑装修市场。收购派丽和德高后, 公司将能够提供更广泛的中高端产品。显著的协同效应包括: 交叉销售 (为德高或西卡的客户提供更广泛的产品系列), 从产品性能配方专长中获利, 并利用市场知识更好地服务客户, 最后, 利用彼此的工厂分布提高整体运营效率。

案例三: 西卡在 2017 年收购和整合 KVK 公司 (主要针对沥青防水业务), 2019 年 KVK 砂浆销售团队被整合到西卡团队。KVK 是捷克沥青卷材市场的领导者, 在防水细分市场和屋面市场占据强有力的地位。整合后西卡在捷克市场拥有独特的建筑材料组合, 其广泛的产品吸引了诸多分销商、工匠、投资者和大型建筑公司。

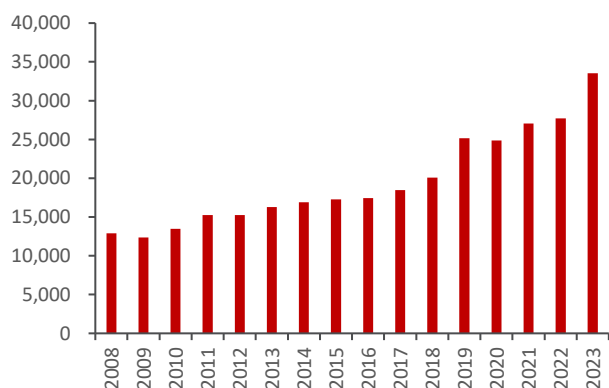
案例四: 2019 年 3 月, 西卡同意收购 King。使西卡加拿大公司加强了其在喷射混凝土隧道和采矿业务、以及零售业务领域的地位, 并获得了进入砌筑市场的机会, 可向 King 的客户销售 Sikaflex 和 Sika Boom, 其他产品也将很快进入 King 的销售渠道。

除了在 2.1 部分提到的指标外，**其他参考的财务指标**还包括员工人效、应收/收入表现、存货/收入表现、折摊/收入表现、现金表现等。收并购带来增量的同时，对内部管理能力提出较高要求，**西卡从各项指标均表现优秀的管理能力。**

员工人均人效稳步提升。西卡员工数量自 2008 年以来持续增长，2023 年为 33547 人，同比+21%。

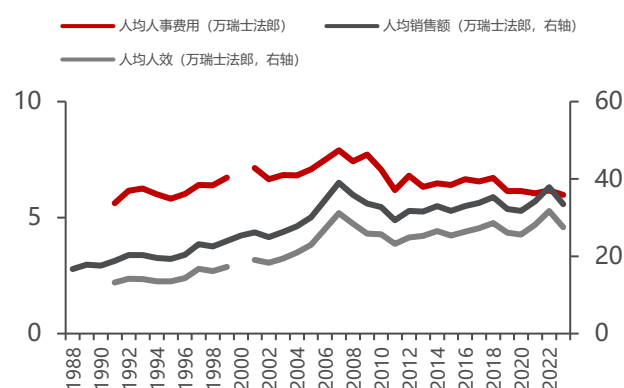
- 人均人事费用自 1991 年以来整体稳定在 6-8 万瑞士法郎/年左右,2018 年以来显著下降，2023 年为 5.98 万瑞士法郎/年，仅高于 1991 年和 1995 年；
- 人均销售额整体稳步增长，2023 年为 33.5 万瑞士法郎/年，1988-2023 年 CAGR 为 2%；
- 人均人效(人均销售额-人均人事费用)2023 年为 27.52 万瑞士法郎/年，1991-2023 年 CAGR 为 2.32%。

图23：2008-2023 年西卡员工数量（人）



资料来源：彭博，民生证券研究院

图24：1988-2023 年西卡人均人事费用&销售额

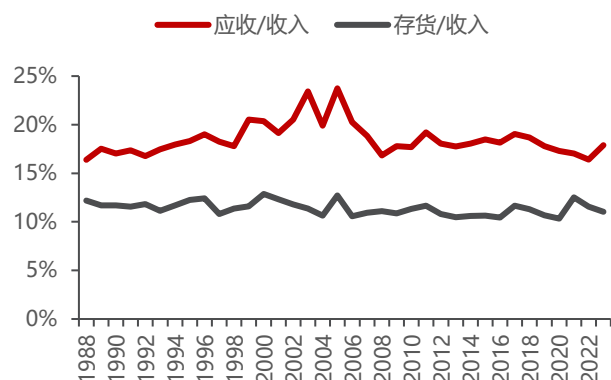


资料来源：彭博，民生证券研究院

注：人均人事费用=人事费用/员工总数，人均销售额=公司总销售额/员工总数，人均人效=人均销售额-人均人事费用

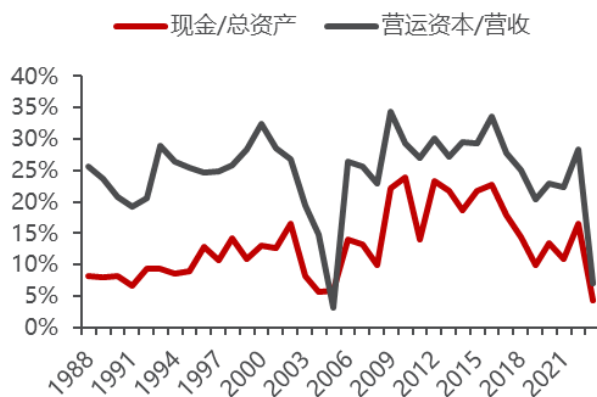
1988 年至今 (除 2003、2005 年以外)，西卡的应收/收入比例基本维持在 16-20%左右，存货/收入比例维持在 10%-13%，应收账款及存货管理水平常年保持良好稳定。

图25：1988-2023 年西卡应收/收入、存货/收入情况



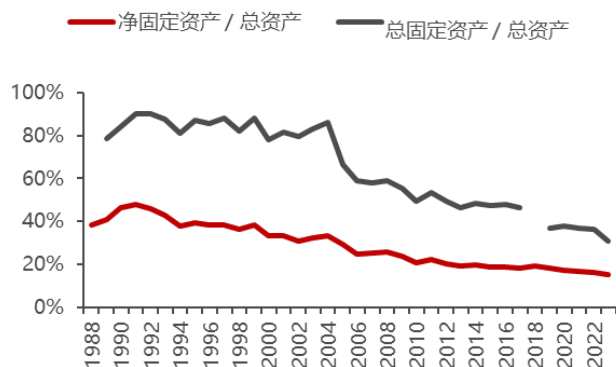
资料来源：彭博，民生证券研究院

图26：1988-2023 年公司现金/总资产、营运资本/营收



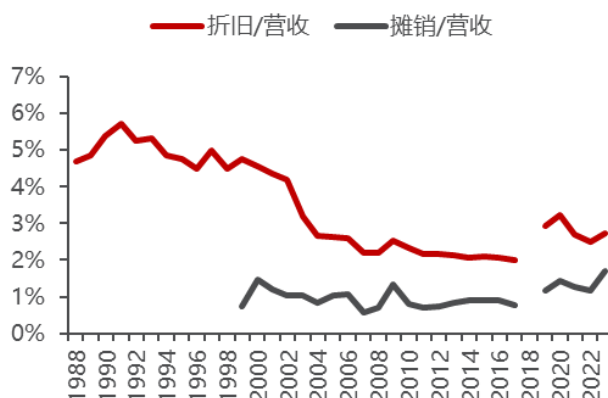
资料来源：彭博，民生证券研究院

图27：西卡净固定资产/总资产、总固定资产/总资产



资料来源：彭博，民生证券研究院

图28：西卡折旧/收入、摊销/收入长期趋势向下



资料来源：彭博，民生证券研究院

2.3 第三步：成长空间角度看西卡

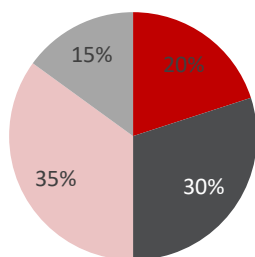
收并购是一种工具，使用的前提是，预判到可观的市场空间。从行业内生增速、市占率、初级市场的成长、成熟市场的升级等多方面可以预判，我们认为可以持续关注西卡的成长空间。

根据 Mordor Intelligence 数据，2023 年全球建筑化学品市场空间约 848.7 亿美元，其中防水为最大的市场，占比 28.46%，约 241.5 亿美元。预计 2024 年全球建筑化学品市场空间将达到 905.1 亿美元，2030 年有望达到 1305.2 亿美元，2024-2030 年的 CAGR 为 6.29%，**行业需求仍在较快增长**。

从需求分类来看，不局限于住宅与新建。2023 年公司收入中 20%来自住宅，30%来自基建，35%来自商业建筑，15%来自汽车与工业。西卡同时披露了，45%为新建需求，55%为翻新需求。

图29：2023 年西卡分行业下游需求

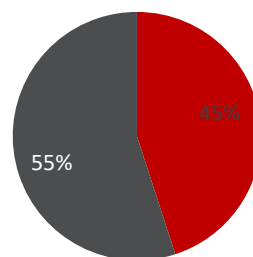
■ 住宅 ■ 基建 ■ 商业建筑 ■ 汽车与工业



资料来源：西卡官网，民生证券研究院

图30：2023 年西卡分类别下游需求

■ 新建 ■ 翻新

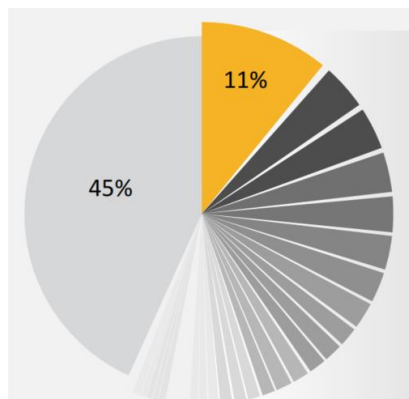


资料来源：西卡官网，民生证券研究院

2023 年西卡在全球建筑化学品与工业市场的市占率为 11%，尽管西卡已经是领先龙头地位，但占比偏低，行业 CR30=55%，分散的市场格局下，我们认为可以持续关注公司市占率提升节奏。

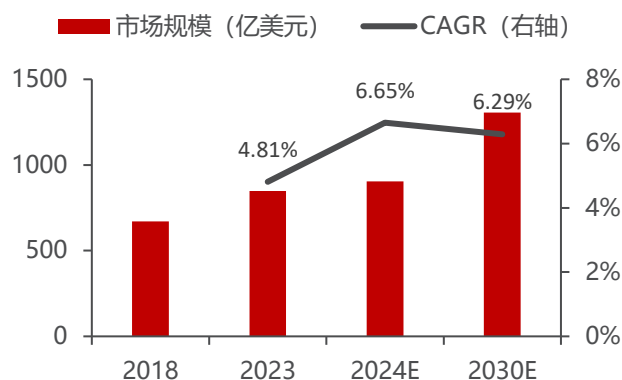
分销渠道继续加强，分销是借助外部杠杆的形式之一，有望在本土化力量的加持下，进一步提高份额。2020 年全球市场中，分销渠道占比 53%，直销占比 47%。西卡在 2020 年收购派丽后，分销渠道在内部占比提升至 38%，直销占 62%，当时计划到 2023 年，将分销渠道占比进一步提升至 45%以上。

图31：全球建筑化学品与工业市场格局（黄区为西卡）



资料来源：西卡官网，民生证券研究院

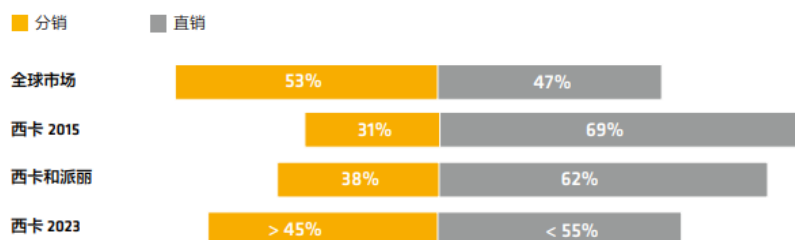
图32：全球建筑化学品市场空间预测



资料来源：Mordor intelligence，民生证券研究院

注：2023 年为 2018-2023 年市场规模 CAGR，2024 年为市场规模相对 2023 年增速，2030 年为 2024-2030 年市场规模 CAGR

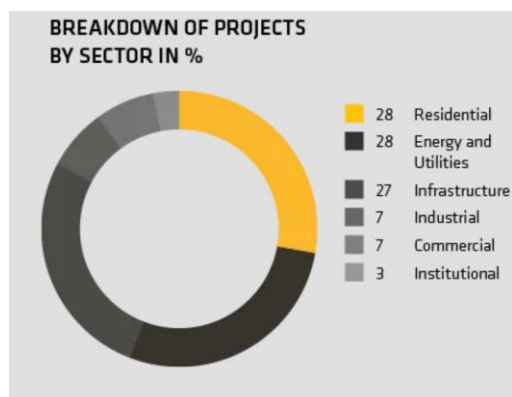
图33：2020 年西卡分渠道情况及展望



资料来源：西卡官网，民生证券研究院

初级市场的成长、成熟市场的升级。**印度和日本是西卡 2028 战略的两个关键市场，极具代表性：一个代表高增长，一个代表高标准。**例如当前印度被西卡认为是铂金时代好市场，当地建筑业未来 3-4 年保持每年 6%增速。印度两类市场潜力非常乐观，一方面是 TO G，印度政府正在推进“100 个智慧城市任务”，一方面是本土零售，已有的零售体系传统、初级，印度当前拥有 150 万家夫妻店、小型五金店，如果国际龙头带着更成熟的营销体系进入“智慧初开”的市场，经验优势有望得到充分发挥。同时，印度的需求不止来自房产建筑，基建需求的广阔同样具有极强吸引力。

图34：印度的建筑市场



资料来源：西卡官网，民生证券研究院

图35：孟买正在扩大城市边界



资料来源：西卡官网，民生证券研究院

中国市场前期体现为高增长，对标日本，我们认为后续中国高标准市场潜力同样广阔。**以混凝土外加剂为例，国内价格长期低迷，但是高端市场需求有挖掘潜力。**例如混凝土外加剂功能体现为可提高建筑混凝土强度，在设计感、可租售空间两个角度带来更多商业价值。如果国内高端化从建筑物提标开始，材料端升级可能会更具行政约束力（即行政出台约束国内建筑物提标更可能从材料端开始），但国内

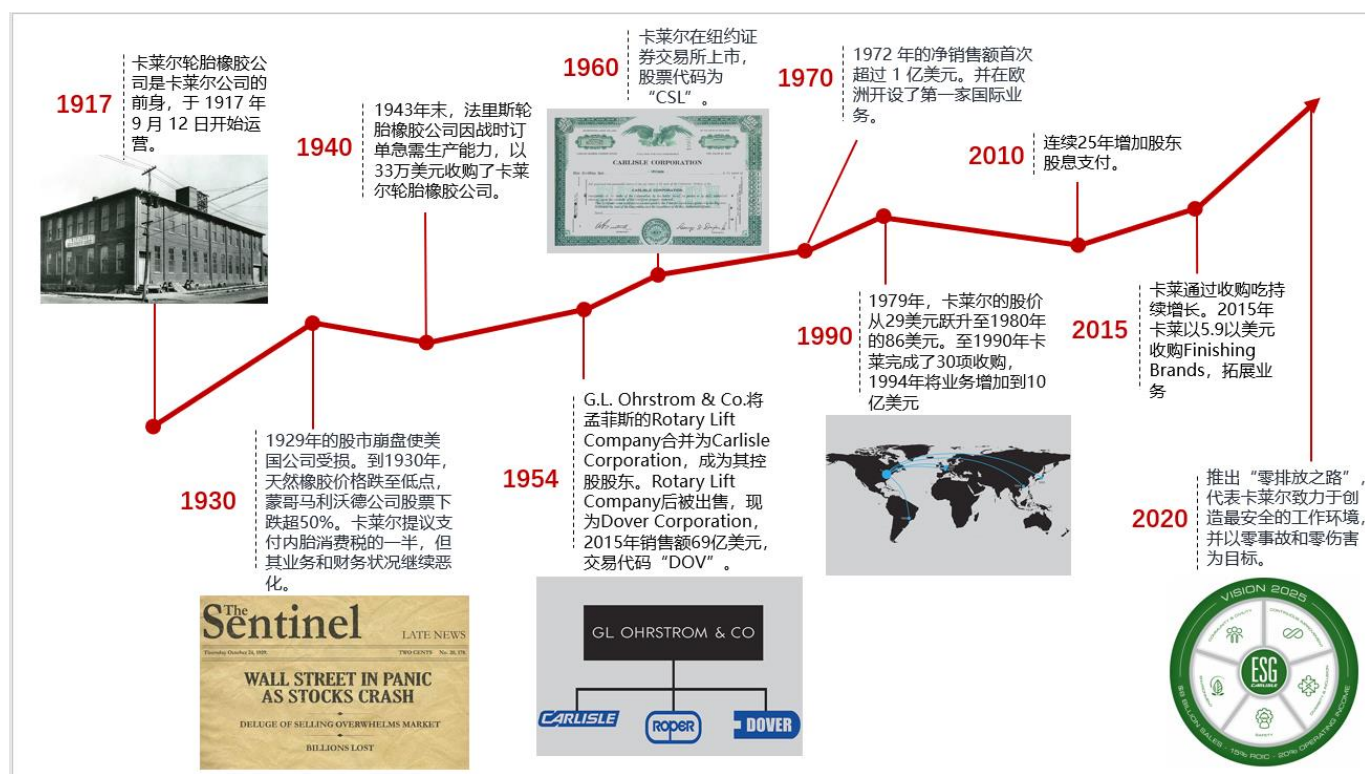
建筑物面临的挑战确实不如**日本**市场复杂（地震多、人口稠密、国土面积小）。如果没有强制力推进材料升级，基础材料要么处于中低端的价格竞争中，要么主动挖掘高端市场需求。

3 卡莱尔：90%收入来源美国本土

卡莱尔股价 2009 年至今涨幅超 19.4 倍，2023 年股价低点至今（2023.5.11-2024.5.22）股价实现翻倍增长。股价向下波动主要原因包括：①遭遇美国 2007-2008 年次贷危机、②2020H1 全球疫情、③2022H1 美国经济衰退预期。

美国卡莱尔公司(CCM)，2023 年营收近 46 亿美元，其防水工业部门在美国已有 40 多年历史，在全美拥有 3 个 EPDM 卷材生产厂，5 个 TPO 卷材生产厂，7 个 Polyiso 保温板生产厂。卡莱尔率先在美国为单层屋面系统提供最高 40 年质量保证保险，是美国最大单层屋面供应商。

图36：卡莱尔历史发展沿革



资料来源：卡莱尔官网，民生证券研究院

卡莱尔公司主要包括建筑材料（CCM）和防风雨技术（CWT）两大业务部门，CCM 收入占比在 80%以上。

CCM 主要提供商业建筑行业的屋面产品和保修系统和配件，包括 Polyiso 绝缘和工程金属屋面及系统。该部门主要通过 Carlisle SynTec、Versico Roofing、WeatherBond Roofing、Hunter Panels、CCM Europe、Drexel Metals 和 PAC-

CLAD 等品牌销售产品。

CWT 主要提供建筑围护结构解决方案，产品包括高性能防水和防潮产品、保护性屋顶垫层、完全集成的液体和片状空气/蒸汽屏障、密封剂/底漆和闪光系统、屋顶涂料和胶粘剂、用于各种热保护应用的喷涂聚氨酯泡沫和涂层系统以及其他优质聚氨酯产品、块状模塑发泡聚苯乙烯绝缘材料、暖通空调应用工程产品、以及用于各种工业和表面处理应用的优质橡胶产品。该部门主要通过 Carlisle Coatings & Waterproofing, Blueskin, Henry Company, Carlisle WIP Products, Carlisle Spray Foam Insulation, Carlisle Polyurethane Systems, Carlisle TyrFil, Insulfoam, Carlisle Roof Foam and Coatings, Gripnail, Hardcast 和 Dynair 等品牌销售其产品。

图37：卡莱尔业务结构



资料来源：卡莱尔官网，民生证券研究院

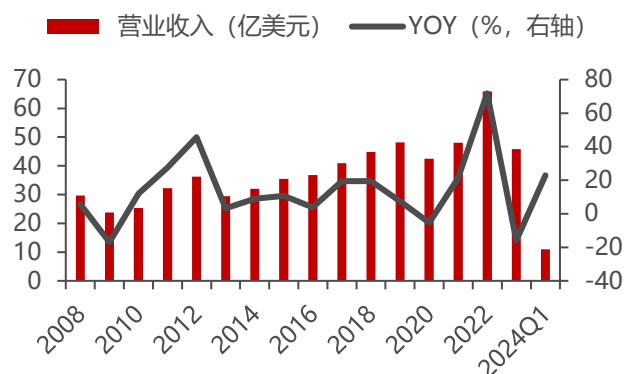
CCM 业务以内生增长为主，近 15 年营收 CAGR 为 2.94%；2017 年以来并购进度加快，正逐步演变为“内生增长+外延并购”双轮驱动。2008 年至今合计完成超过 30 次收购，合计金额 60 亿美元。

表3：卡莱尔收购情况（不完全统计）

	Henry	Drexel Metals、PAC-CLAD	ACCELLA
主营业务	防风雨技术	建筑金属	喷涂泡沫绝缘材料
总潜在市场	50 亿美元	50 亿美元	40 亿美元
预期市场增长	中个位数增长	中个位数增长	高个位数增长
亮点	• 协同效应超过 3000 万美元的目标 • Henry 成立了新的防风雨技术（CWT）部门 • 每股收益增长现在 \$1.50+，高于最初的 \$1.25 目标 • 寻求互补性并购	• 在高度分散的市场中占有一席之地 • 扩大~20%的 EBITDA 利润率 • 扩大地理覆盖范围 • 对节能解决方案的极好补充 • 通过核心单层屋面运营实现成本和收入协同效应	• 超额完成目标 \$30M 协同效应 • COS 继续推动利润率增长 • 鉴于喷涂泡沫具有更高的绝缘性能，具有有吸引力的长期增长 • 与 CWT 部门的整合正在进行中

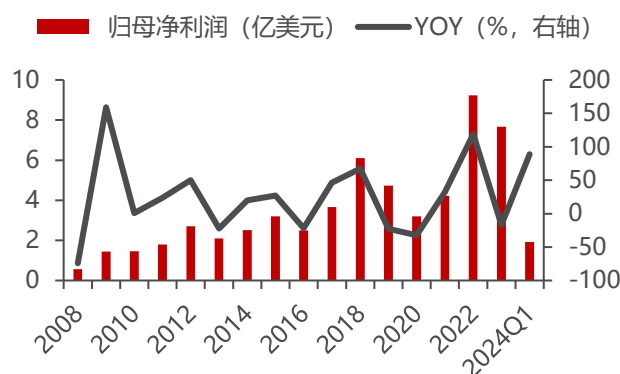
资料来源：卡莱尔官网，民生证券研究院测算

图38：卡莱尔 2008-2024Q1 收入表现



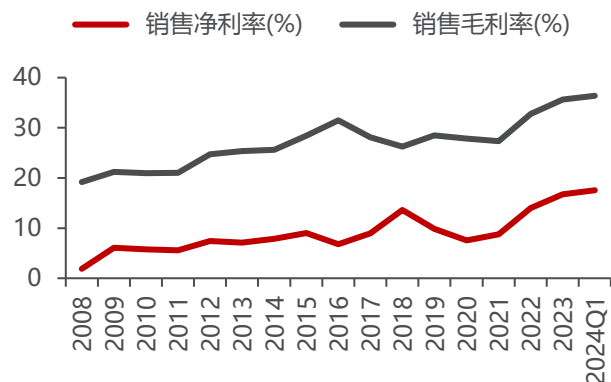
资料来源：彭博，民生证券研究院

图39：卡莱尔 2008-2024Q1 归母净利润表现



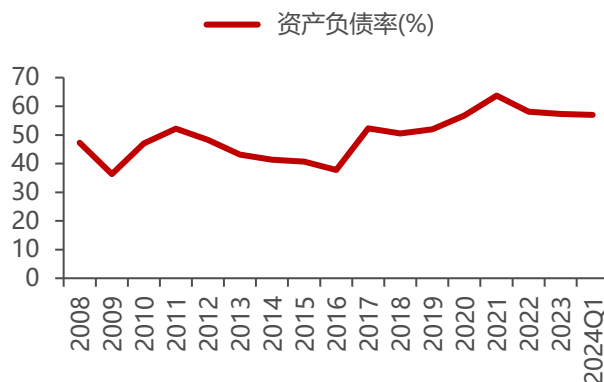
资料来源：彭博，民生证券研究院

图40：卡莱尔 2008-2024Q1 毛利率&净利率表现



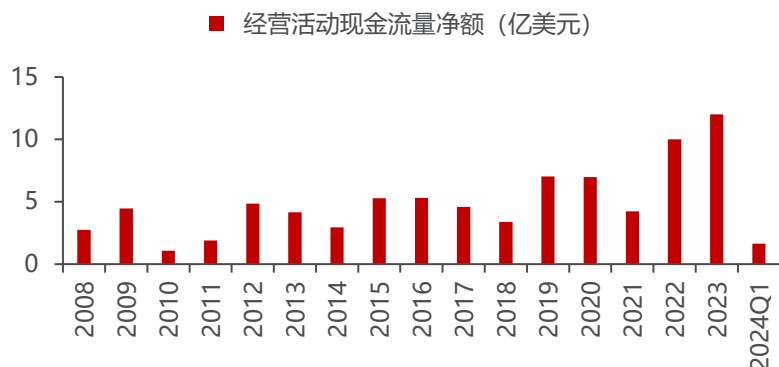
资料来源：彭博，民生证券研究院

图41：卡莱尔 2008-2024Q1 资产负债率表现



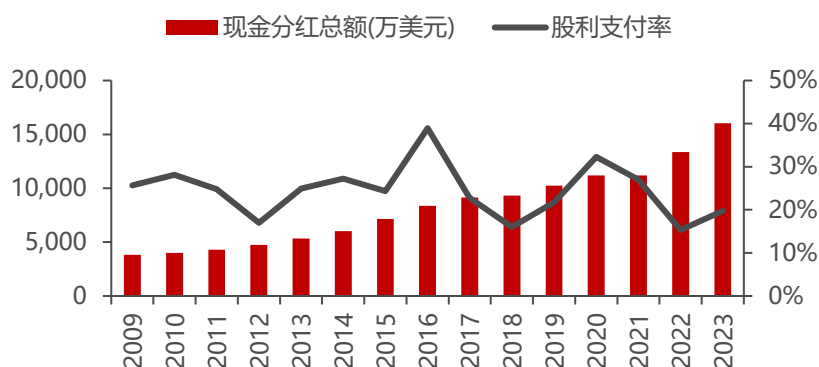
资料来源：彭博，民生证券研究院

图42：卡莱尔 2008 年-2024Q1 经营性现金流情况



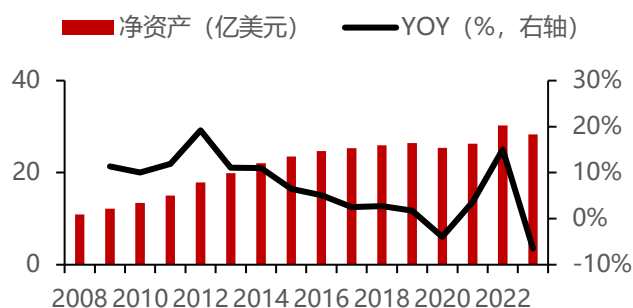
资料来源：彭博，民生证券研究院

图43：卡莱尔 2009-2023 年分红情况



资料来源：彭博，民生证券研究院

图44：卡莱尔 2008-2023 年净资产表现



资料来源：彭博，民生证券研究院

4 投资建议

西卡、卡莱尔代表两类防水龙头生态，均获得海外市场认可。西卡从瑞士走向全球，从最初的防水业务扩充至 8 个目标市场，卡莱尔扎根美国本土，建材业务（CCM）占比 71%，防风雨技术业务（CWT）占比 29%。收并购是迅速扩大规模、切入目标市场的工具，非常考验公司管理能力和对市场的认知，收并购对国内龙头在营收、利润、周转率、净利率、ROE 等财务指标上的影响会连续得到体现。

国内防水龙头正在接受行业周期波动的影响，地产与基建环境偏弱，带来经营端压力，企业积极寻找出海机遇、收并购机会。我们持续关注、看好中国企业应对周期波动、海外布局的潜力，继续重点关注【伟星新材】【北新建材】【三棵树】【兔宝宝】【东方雨虹】【科顺股份】【中国联塑】【坚朗五金】【科达制造】。

5 风险提示

1) 行业竞争加剧的风险。随着更多新兴国家企业走出去，海外市场同样格局加速变化，竞争可能加剧。

2) 并购整合效果不及预期。收并购对管理能力提出较高要求，在过程中可能出现预期外的变化，从而对收购效果带来风险。

3) 原材料价格波动的风险。建材上游通常为原油、煤化工产业链，以及部分贵金属，随着大宗商品价格的波动，可能会带来成本端的影响。

插图目录

图 1: 出海--百度关键词搜索指数变化图.....	3
图 2: 西卡股价 (单位: 瑞士法郎) 表现 vs SMI 指数.....	4
图 3: 卡莱尔累计涨幅 vs 标普 500 指数累计涨幅.....	4
图 4: 公司发展历程图【1910-2023 年】.....	5
图 5: 西卡提出 2028 年新战略-四大支柱.....	6
图 6: 西卡提出 2028 年新战略-EBITDA/营业收入目标.....	6
图 7: 2002-2023 年西卡分红表现.....	8
图 8: 2011-2023 年西卡总/固定资产/存货周转率 (单位: 次) 表现.....	8
图 9: 1988-2023 年西卡经营活动现金流 (单位: 亿瑞士法郎) 表现.....	8
图 10: 1988-2023 年西卡净现比表现.....	8
图 11: 西卡估值表现 (PE、PB、PS).....	9
图 12: 1988-2023 年西卡的营收表现.....	10
图 13: 1988-2023 年西卡的净利润表现.....	10
图 14: 1988-2023 年西卡的资本开支表现.....	11
图 15: 2005-2024 年西卡收购企业数量 (家).....	11
图 16: 2013-2023 年西卡分地区收入占比.....	12
图 17: 2014-2023 年西卡分地区收入增速.....	12
图 18: 2012-2023 年西卡分业务收入表现.....	13
图 19: 2012-2023 年西卡分业务收入占比.....	13
图 20: 2020-2023 年西卡自身有机增长表现超过同行.....	13
图 21: 西卡收购的协同效应收益及目标 (亿瑞士法郎).....	13
图 22: 收并购带来的影响【2015-2020 年】.....	14
图 23: 2008-2023 年西卡员工数量 (人).....	17
图 24: 1988-2023 年西卡人均人事费用&销售额.....	17
图 25: 1988-2023 年西卡应收/收入、存货/收入情况.....	18
图 26: 1988-2023 年公司现金/总资产、营运资本/营收.....	18
图 27: 西卡净固定资产/总资产、总固定资产/总资产.....	18
图 28: 西卡折旧/收入、摊销/收入长期趋势向下.....	18
图 29: 2023 年西卡分行业下游需求.....	19
图 30: 2023 年西卡分类别下游需求.....	19
图 31: 全球建筑化学品与工业市场格局 (黄区为西卡).....	19
图 32: 全球建筑化学品市场空间预测.....	19
图 33: 2020 年西卡分渠道情况及展望.....	20
图 34: 印度的建筑市场.....	20
图 35: 孟买正在扩大城市边界.....	20
图 36: 卡莱尔历史发展沿革.....	22
图 37: 卡莱尔业务结构.....	23
图 38: 卡莱尔 2008-2024Q1 收入表现.....	24
图 39: 卡莱尔 2008-2024Q1 归母净利润表现.....	24
图 40: 卡莱尔 2008-2024Q1 毛利率&净利率表现.....	24
图 41: 卡莱尔 2008-2024Q1 资产负债率表现.....	24
图 42: 卡莱尔 2008 年-2024Q1 经营性现金流情况.....	25
图 43: 卡莱尔 2009-2023 年分红情况.....	25
图 44: 卡莱尔 2008-2023 年净资产表现.....	25

表格目录

表 1: 西卡与可比公司市值对比.....	9
表 2: 西卡 2005 年以来收购情况.....	14
表 3: 卡莱尔收购情况 (不完全统计).....	24

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026