

2023年04月20日

# 22Q4 业绩低于预期，2023 大有可为

## 苏博特(603916)

|        |       |              |             |
|--------|-------|--------------|-------------|
| 评级:    | 买入    | 股票代码:        | 603916      |
| 上次评级:  | 买入    | 52 周最高价/最低价: | 26.27/14.38 |
| 目标价格:  |       | 总市值(亿)       | 66.11       |
| 最新收盘价: | 15.73 | 自由流通市值(亿)    | 66.11       |
|        |       | 自由流通股数(百万)   | 420.31      |

### 事件概述

►业绩低于市场预期，地产承压叠加疫情等原因导致需求下滑。公司发布 2022 年年报，2022 年公司实现收入 37.15 亿元同比-17.8%，归母净利润 2.88 亿元同比-46.0%；单季度拆分看 Q4 收入 10 亿元同比-22.4%，归母净利润 0.52 亿元同比-68.4%，整体来说公司业绩低于市场预期，四季度业绩对比前两个季度降幅有所扩大。

我们判断业绩下滑有以下几个原因：1) 2022 年行业景气度较大幅度受到宏观经济增速放缓不利因素影响，其中地产开发投资下降 10%，新开工面积下滑 40%，判断公司为控制风险主动控制了部分民用外加剂规模，并且公司应收票据总量规模也相应下降了 10%至 4.55 亿元；2) 2022 年大型基建实物量形成还较少，受到疫情影响主要递延到今年；3) 判断公司过去 2 年属于生产和销售网络投入期（报告期内建成投产江门基地等），部分费用前置，在经营杠杆作用下导致净利润增速显著低于收入增速。

►高性能毛利率略有下滑，功能性材料和检测韧性十足。分业务来看公司 2022 年外加剂产品销售 144 万吨，测算均价 2028 元同增 1.2%，毛利率下降 2.6 个百分点至 30.6%，每吨平均毛利下降 44 元；根据公司经营数据披露，高性能减水剂销量 111 万吨下降 22.6%，收入同比例下降，毛利率下降 3 个百分点至 31.3%；高效减水剂收入和利润分别下滑 54.7%和 64%，收入占比下降到 3%，我们判断未来二代萘系将逐步淘汰；功能性材料收入 5 个亿同降 10%，销量下降 10%，毛利率 30.1%略降 2.3 个百分点。功能性材料韧性较足，我们判断多个新产品仍保持增长态势。建筑检测业务逆势增长，2022 年检测收入 6.74 亿元同增 9.5%，毛利率 50.3%同增 1.4 个百分点，检测业务实现了逆势增长，体现了韧性。

►2023 年基建大有可为，功能性材料将继续领跑。我们判断今年是进入基建实物工作量落地的一年，1-3 月份基建投资增速接近 9%，今年提前批专项债占比较高也进一步增强了基建的确定性。我们判断，来自包括水利、公路、铁路等大型基建投资将占据公司今年订单的主导地位，而较高的门槛也将使得公司在高性能产品上实力得到发挥，同时外加剂基建类产品毛利率普遍高于白热化竞争的民用建筑，也将带动公司整体收入和利润恢复到接近 2021 年的水平；其中，功能性材料我们认为将会充分发力，公司今年在抗裂、水泥基材料、UHPC 以及交通防水等领域有望全面发力，带动功能性占比进一步上升。

### 投资建议

基于今年整体市场的恢复情况，我们认为地产投资增速仍小幅度下滑，下调 2023-2024 年收入预测至 46.69/57.47 亿元（原：51.34/63.13 亿元），下调 EPS 预测至 1.09/1.33 元（原：1.37/1.74 元），新增 2025 年营业收入和归母净利润 65.84/6.18 亿元，EPS1.47 元；对应 4 月 20 日 15.73 元收盘价 14.5/11.79/10.69x PE。我们认为公司的竞争优势在行业逆风期有所扩大，网点和基地布局更为完善合理，短期回调较为充分，目前股价对应 2023 年 PE 仅 14.5x，长期价值被低估，维持“买入”评级。

### 风险提示

固定资产投资低于预期，行业竞争格局恶化，成本大幅上行等。

### 盈利预测与估值

| 财务摘要       | 2021A | 2022A  | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 4,522 | 3,715  | 4,669 | 5,747 | 6,584 |
| YoY (%)    | 23.8% | -17.8% | 25.7% | 23.1% | 14.6% |
| 归母净利润(百万元) | 533   | 288    | 456   | 561   | 618   |

|          |       |        |       |       |       |
|----------|-------|--------|-------|-------|-------|
| YoY (%)  | 20.9% | -46.0% | 58.4% | 23.0% | 10.2% |
| 毛利率 (%)  | 35.3% | 34.3%  | 34.0% | 33.8% | 33.7% |
| 每股收益 (元) | 1.27  | 0.69   | 1.09  | 1.33  | 1.47  |
| ROE      | 13.6% | 6.9%   | 9.8%  | 10.8% | 10.6% |
| 市盈率      | 12.39 | 22.80  | 14.50 | 11.79 | 10.69 |

资料来源: Wind, 华西证券研究所

**分析师: 戚舒扬**

**研究助理: 金兵**

邮箱: qisy1@hx168.com.cn

邮箱: jinbing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020003

SAC NO:

联系电话:

联系电话:

## 财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元)          | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        | 现金流量表 (百万元)     | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入              | 3,715        | 4,669        | 5,747        | 6,584        | 净利润             | 358          | 538          | 668          | 739          |
| YoY (%)            | -17.8%       | 25.7%        | 23.1%        | 14.6%        | 折旧和摊销           | 222          | 211          | 244          | 270          |
| 营业成本               | 2,441        | 3,080        | 3,804        | 4,362        | 营运资金变动          | -403         | 368          | -952         | 71           |
| 营业税金及附加            | 31           | 40           | 49           | 56           | 经营活动现金流         | 219          | 1,179        | 19           | 1,138        |
| 销售费用               | 361          | 407          | 507          | 589          | 资本开支            | -293         | -748         | -600         | -629         |
| 管理费用               | 266          | 305          | 380          | 439          | 投资              | -5           | -4           | 12           | 23           |
| 财务费用               | 53           | 10           | -1           | 18           | 投资活动现金流         | -185         | -747         | -577         | -592         |
| 研发费用               | 206          | 242          | 302          | 348          | 股权募资            | 20           | 0            | 0            | 0            |
| 资产减值损失             | -4           | 0            | 0            | 0            | 债务募资            | 768          | 42           | 52           | 60           |
| 投资收益               | 12           | 12           | 16           | 18           | 筹资活动现金流         | 272          | 0            | 8            | 14           |
| 营业利润               | 399          | 612          | 753          | 833          | 现金净流量           | 311          | 432          | -550         | 560          |
| 营业外收支              | -3           | -3           | -3           | -3           | <b>主要财务指标</b>   | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| 利润总额               | 395          | 609          | 751          | 830          | <b>成长能力</b>     |              |              |              |              |
| 所得税                | 37           | 71           | 83           | 91           | 营业收入增长率         | -17.8%       | 25.7%        | 23.1%        | 14.6%        |
| 净利润                | 358          | 538          | 668          | 739          | 净利润增长率          | -46.0%       | 58.4%        | 23.0%        | 10.2%        |
| 归属于母公司净利润          | 288          | 456          | 561          | 618          | <b>盈利能力</b>     |              |              |              |              |
| YoY (%)            | -46.0%       | 58.4%        | 23.0%        | 10.2%        | 毛利率             | 34.3%        | 34.0%        | 33.8%        | 33.7%        |
| 每股收益               | 0.69         | 1.09         | 1.33         | 1.47         | 净利率             | 7.8%         | 9.8%         | 9.8%         | 9.4%         |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | 总资产收益率 ROA      | 3.7%         | 4.9%         | 5.5%         | 5.4%         |
| 货币资金               | 1,048        | 1,481        | 931          | 1,491        | 净资产收益率 ROE      | 6.9%         | 9.8%         | 10.8%        | 10.6%        |
| 预付款项               | 57           | 93           | 108          | 123          | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |
| 存货                 | 458          | 467          | 750          | 659          | 流动比率            | 2.34         | 1.90         | 1.95         | 1.90         |
| 其他流动资产             | 3,375        | 3,887        | 4,633        | 5,103        | 速动比率            | <b>2.03</b>  | <b>1.66</b>  | <b>1.62</b>  | <b>1.64</b>  |
| 流动资产合计             | 4,938        | 5,928        | 6,422        | 7,375        | 现金比率            | 0.50         | 0.48         | 0.28         | 0.38         |
| 长期股权投资             | 105          | 127          | 142          | 159          | 资产负债率           | 40.7%        | 44.8%        | 42.9%        | 43.1%        |
| 固定资产               | 1,685        | 2,057        | 2,261        | 2,464        | <b>经营效率</b>     |              |              |              |              |
| 无形资产               | 457          | 583          | 695          | 807          | 总资产周转率          | 0.49         | 0.55         | 0.59         | 0.61         |
| 非流动资产合计            | 2,809        | 3,369        | 3,738        | 4,108        | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |              |
| 资产合计               | 7,746        | 9,297        | 10,160       | 11,483       | 每股收益            | 0.69         | 1.09         | 1.33         | 1.47         |
| 短期借款               | 820          | 852          | 894          | 945          | 每股净资产           | 9.98         | 11.06        | 12.40        | 13.87        |
| 应付账款及票据            | 839          | 1,521        | 1,560        | 1,976        | 每股经营现金流         | 0.52         | 2.80         | 0.05         | 2.71         |
| 其他流动负债             | 452          | 740          | 844          | 953          | 每股股利            | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 流动负债合计             | 2,112        | 3,113        | 3,298        | 3,874        | <b>估值分析</b>     |              |              |              |              |
| 长期借款               | 166          | 166          | 166          | 166          | PE              | 22.80        | 14.50        | 11.79        | 10.69        |
| 其他长期负债             | 874          | 885          | 895          | 903          | PB              | 1.61         | 1.42         | 1.27         | 1.13         |
| 非流动负债合计            | 1,040        | 1,051        | 1,061        | 1,069        |                 |              |              |              |              |
| 负债合计               | 3,152        | 4,164        | 4,360        | 4,944        |                 |              |              |              |              |
| 股本                 | 420          | 420          | 420          | 420          |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益             | 400          | 482          | 589          | 710          |                 |              |              |              |              |
| 股东权益合计             | 4,594        | 5,132        | 5,800        | 6,539        |                 |              |              |              |              |
| 负债和股东权益合计          | 7,746        | 9,297        | 10,160       | 11,483       |                 |              |              |              |              |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

**戚舒扬**：建筑建材+新材料团队首席分析师，FRM，香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于华泰证券、国泰君安证券等机构任建材行业分析师，7年卖方从业经验。曾作为核心成员获得2016、2017年新财富非金属建材第二、第一名，2020年个人获得21世纪金牌分析师金属、非金属类建材和新材料第五名、wind金牌分析师第二名、东方财富2020年最佳分析师第二名等奖项。

**金兵**：建筑建材+新材料行业研究助理，土木工程学士，金融学硕士；5年工程建设和融资经验，曾任职于百强房企资金管理部、咨询公司项目管理部；全程深度参与上海迪士尼乐园、合肥离子医学中心等重大工程建设开发，建筑建材从业经历和产业积累丰富。

### 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6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%    |
|                                | 增持   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间   |
|                                | 中性   | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间     |
|                                | 减持   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间    |
|                                | 卖出   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%    |
| 行业评级标准                         |      |                                |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。       | 推荐   | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%  |
|                                | 中性   | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
|                                | 回避   | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%  |

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。