



# 善水科技 (301190.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 业绩符合预期，募投项目继续优化

### 业绩简评

2023年8月14日公司发布半年报，2023年上半年实现营业收入2.36亿元，同比下滑4.06%；归母净利润7207万元，同比增长4.07%。其中2季度单季度实现收入1.53亿元，同比增长7.37%；归母净利润4545万元，同比增长0.94%。

### 经营分析

染料中间体板块收入稳步增长但盈利能力有所下滑，费用管理优化。随着下游染料需求的逐渐修复，公司染料中间体产品的收入呈现稳步增长态势，上半年6-硝体和氧体的收入同比分别增长14.7%和4%。价格方面，由于今年以来国内中西部染料产能不断扩张，市场竞争加剧导致染料价格同比下跌，虽然染料中间体所处行业相对稳定，但产品价格下行压力仍然较大，因而公司产品的毛利率下滑较为明显，上半年6-硝体、氧体和5-硝体的毛利率同比分别降低11.9%、10.1%、12.6%。费用管理方面，公司对销售和管理方面的支出进行了严格控制但加大了对研发方面的投入，上半年销售和管理费用同比分别降低了33%和26%，研发投入同比提升了26.5%，研发费用率从4.4%提升至5.8%。

募投项目的达产进度有所延后，技术端仍在持续优化推动产品降本。受到疫情和高温限电等相关外部环境因素影响，叠加内部技术优化的需求，公司募投的年产6.1万吨氯代吡啶及1.5万吨2-氯-5-氯甲基吡啶建设项目的达产进度有所延后，从原先规划的2023年底延至2024年底。该募投项目包含的产品种类较为丰富，目前已经形成规模化生产的只有2-氯吡啶，后续随着附加值较高的2,3-二氯吡啶、2,3,5-三氯吡啶、2-氯-5-氯甲基吡啶等产品顺利投放，叠加技术优化后带来的成本优势，公司实现业绩增长的同时盈利能力也将进一步提升。

### 盈利预测、估值与评级

公司为国内领先的染料中间体细分龙头，切入农药中间体行业后有望迎来新成长，但考虑到募投项目建设达产进度延后对公司业绩造成的影响，我们预计公司2023-2025年的归母净利润分别为1.73、2.27、2.99亿元(其中2023-2024年分别下调29.2%、39.6%)，对应PE估值分别为25.84、19.66、14.93倍，维持“增持”评级。

### 风险提示

染料等下游需求放缓、募投项目投产不及预期、工艺技术升级不及预期、原料价格大幅上涨、产品市场竞争格局恶化、限售股解禁

### 基础化工组

分析师：陈屹 (执业S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

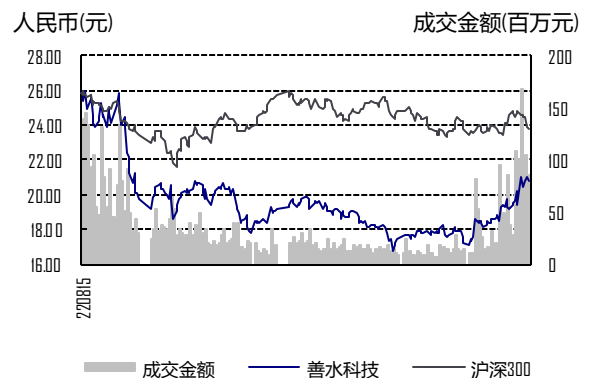
联系人：李含钰

lihanyu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：20.80 元

### 相关报告：

- 《限电限产下业绩回落，募投项目助力长期成长-【国金化工】善水科...》，2022.10.27
- 《疫情反复下收入承压，整体盈利能力仍然较强-【国金化工】善水科...》，2022.8.16



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	552	400	615	1,344	2,177
营业收入增长率	43.94%	-27.50%	53.63%	118.47%	61.95%
归母净利润(百万元)	142	100	173	227	299
归母净利润增长率	29.50%	-29.47%	72.05%	31.43%	31.72%
摊薄每股收益(元)	0.663	0.468	0.805	1.058	1.394
每股经营性现金流净额	0.47	0.44	0.95	0.34	0.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.21%	4.91%	7.98%	9.77%	11.81%
P/E	45.53	38.43	25.84	19.66	14.93
P/B	3.28	1.89	2.06	1.92	1.76

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>384</b>	<b>552</b>	<b>400</b>	<b>615</b>	<b>1,344</b>	<b>2,177</b>
增长率		43.9%	-27.5%	53.6%	118.5%	61.9%
主营业务成本	-220	-339	-261	-331	-870	-1,473
%销售收入	57.2%	61.5%	65.1%	53.8%	64.7%	67.7%
毛利	164	213	140	284	474	704
%销售收入	42.8%	38.5%	34.9%	46.2%	35.3%	32.3%
营业税金及附加	-3	-3	-3	-5	-11	-17
%销售收入	0.8%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-6	-1	-2	-3	-7	-11
%销售收入	1.5%	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-24	-31	-40	-62	-134	-218
%销售收入	6.2%	5.7%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
研发费用	-13	-18	-20	-31	-67	-109
%销售收入	3.3%	3.3%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	119	159	75	184	255	349
%销售收入	30.9%	28.8%	18.7%	29.9%	19.0%	16.0%
财务费用	1	1	24	21	13	4
%销售收入	-0.4%	-0.1%	-6.0%	-3.4%	-1.0%	-0.2%
资产减值损失	0	0	0	-2	-2	-2
公允价值变动收益	1	3	4	0	0	0
投资收益	3	3	6	0	0	0
%税前利润	2.6%	2.0%	4.8%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	126	168	110	203	267	352
营业利润率	32.7%	30.3%	27.5%	33.0%	19.9%	16.2%
营业外收支	4	0	11	0	0	0
税前利润	129	167	121	203	267	352
利润率	33.7%	30.3%	30.2%	33.0%	19.9%	16.2%
所得税	-19	-25	-21	-30	-40	-53
所得税率	14.9%	14.8%	17.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	110	142	100	173	227	299
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>110</b>	<b>142</b>	<b>100</b>	<b>173</b>	<b>227</b>	<b>299</b>
净利率	28.6%	25.8%	25.1%	28.1%	16.9%	13.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	110	142	100	173	227	299
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	12	15	16	22	45	81
非经营收益	-4	-4	-7	4	3	3
营运资金变动	-91	-52	-14	5	-202	-175
<b>经营活动现金净流</b>	<b>28</b>	<b>101</b>	<b>95</b>	<b>203</b>	<b>74</b>	<b>208</b>
资本开支	-16	-4	-106	-421	-500	-500
投资	-105	-35	-687	0	0	0
其他	3	4	8	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-117</b>	<b>-35</b>	<b>-784</b>	<b>-421</b>	<b>-500</b>	<b>-500</b>
股权募资	0	1,401	0	0	0	0
债权募资	0	47	0	0	0	0
其他	-17	-9	-46	-55	-71	-93
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-17</b>	<b>1,440</b>	<b>-46</b>	<b>-55</b>	<b>-72</b>	<b>-93</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-106</b>	<b>1,506</b>	<b>-735</b>	<b>-273</b>	<b>-498</b>	<b>-385</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	12	1,518	1,330	1,056	558	173
应收款项	208	264	125	218	365	548
存货	53	84	56	89	163	237
其他流动资产	171	208	370	380	398	408
流动资产	444	2,074	1,880	1,743	1,485	1,366
%总资产	74.9%	93.4%	83.7%	69.4%	54.8%	45.4%
长期投资	5	5	5	5	5	5
固定资产	119	117	307	688	1,145	1,566
%总资产	20.0%	5.3%	13.6%	27.4%	42.3%	52.0%
无形资产	23	22	22	24	23	22
非流动资产	149	147	367	769	1,225	1,645
%总资产	25.1%	6.6%	16.3%	30.6%	45.2%	54.6%
<b>资产总计</b>	<b>593</b>	<b>2,221</b>	<b>2,247</b>	<b>2,512</b>	<b>2,710</b>	<b>3,011</b>
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	18	25	27	152	155	205
其他流动负债	121	167	122	140	176	219
流动负债	139	193	149	293	332	424
长期贷款	0	47	47	47	47	47
其他长期负债	7	6	7	7	7	7
负债	146	246	204	347	386	478
<b>普通股股东权益</b>	<b>447</b>	<b>1,975</b>	<b>2,044</b>	<b>2,165</b>	<b>2,324</b>	<b>2,533</b>
其中：股本	161	215	215	215	215	215
未分配利润	208	335	391	512	671	880
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>593</b>	<b>2,221</b>	<b>2,247</b>	<b>2,512</b>	<b>2,710</b>	<b>3,011</b>

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.683	0.663	0.468	0.805	1.058	1.394
每股净资产	2.779	9.200	9.523	10.086	10.827	11.802
每股经营现金净流	0.173	0.472	0.441	0.946	0.344	0.971
每股股利	0.000	0.150	0.150	0.241	0.317	0.418
<b>回报率</b>						
净资产收益率	24.57%	7.21%	4.91%	7.98%	9.77%	11.81%
总资产收益率	18.53%	6.41%	4.47%	6.88%	8.38%	9.93%
投入资本收益率	22.56%	6.71%	2.96%	7.07%	9.15%	11.49%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-14.22%	43.94%	-27.50%	53.63%	118.47%	61.95%
EBIT 增长率	-27.14%	34.12%	-53.09%	146.42%	38.65%	36.76%
净利润增长率	-20.97%	29.50%	-29.47%	72.05%	31.43%	31.72%
总资产增长率	19.18%	274.38%	1.21%	11.76%	7.89%	11.12%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	4.6	3.2	2.2	5.0	4.0	4.0
存货周转天数	69.9	73.3	97.9	100.0	70.0	60.0
应付账款周转天数	21.4	12.0	9.2	32.0	20.0	15.0
固定资产周转天数	106.5	75.5	97.4	111.5	120.9	111.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-38.16%	-84.46%	-80.10%	-62.98%	-37.26%	-18.99%
EBIT 利息保障倍数	-84.0	-196.3	-3.1	-8.8	-19.0	-81.5
资产负债率	24.57%	11.08%	9.06%	13.81%	14.25%	15.88%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-12-31	增持	30.85	38.07~38.07
2	2022-04-19	增持	21.17	N/A
3	2022-04-28	增持	23.04	N/A
4	2022-08-16	增持	26.02	N/A
5	2022-10-27	增持	20.71	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究