

盈利持续改善，毛利率显著提升

核心观点：

- **事件** 亚士创能发布 2023 年半年报，2023 年上半年公司实现营业收入 14.87 亿元，同比增长 5.20%；归母净利润 0.39 亿元，同比增长 20.85%；扣非后归母净利润 0.31 亿元，同比增长 2774.26%。
- **建筑涂料业务稳健增长，防水业务快速发展** 2023H1 公司功能型建筑涂料业务实现营业收入 10.41 亿元，同比增长 3.81%，占主营业务收入的 71.49%，销售量达 32.16 万吨，同比增长 10.20%，上半年公司建筑涂料业务实现收入、销量双增长，主营业务稳健发展。其中，工程涂料/家装涂料/砂浆及腻子等配套材料分别实现营业收入 8.32/0.64/1.44 亿元，同比增加 2.93%/2.05%/10.09%；上半年工程涂料/家装涂料月均单价分别为 4.89 元/公斤、5.06 元/公斤，同比下降 3.55%/10.92%，公司在产品价格下调情况下，以量补价，实现收入正增长。2023H1 公司建筑节能材料实现营业收入 2.93 亿元，同比下降 3.47%，占主营业务收入的 20.01%。其中，保温装饰板/保温材料/粘结砂浆等配套材料分别实现营业收入 1.94/0.50/0.49 亿元，同比+27.68%/-49.88%/-5.89%。2023H1 公司防水材料业务快速发展，实现营业收入 1.12 亿元，同比增长 74.60%，主营业务占比为 7.66%，占比提升 3.03 个百分点，其中防水卷材/防水涂料分别实现营业收入 0.94 亿元/0.18 亿元，同比+63.62%/+167.92%。
- **毛利率显著提升，期间费用率降低** 2023H1 公司综合毛利率为 33.95%，同比+2.75pct，其中，功能型建筑涂料/建筑节能材料/防水材料毛利率分别为 40.75%/17.58%/4.78%，同比+5.97pct/-1.76pct/-4.71pct，主营业务建筑涂料业务毛利率提升显著。公司毛利率提升得益于上游原材料价格下降以及降本增效措施的持续推动，2023H1 公司主要原材料乳液/钛白粉/聚丙烯颗粒/树脂等平均单价分别为 5.92/13.46/9.57/9.45 元每公斤，同比下降 16.85%/21.06%/18.41%/23.05%。此外，2023H1 公司期间费用率为 24.54%，同比-4.40pct，公司费用控制能力进一步提升，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.53%/5.68%/2.67%/3.65%，同比-3.67pct/-0.10pct/-0.70pct/+0.15pct。销售费用率降低主要系销售人员减少，人工成本及相关业务费用减少所致；研发费用率减少主要系部分在研项目进入后期，相应投入减少所致。此外，2023H1 公司经营活动产生的现金流量净额为 0.69 亿元，较去年同期增长 3.70 亿元，由负转正，主要原因系现金结算的货款减少所致，公司经营性净现金流有所改善。
- **实控人拟全额认购满足扩张需求，产能扩张助力市占率提升** 公司定向增发经上交所审核通过，公司实控人拟全额认购，以优化资本结构，满足经营规模扩大的资金需求。公司作为行业内少数同时拥有建筑涂料、保温装饰一体化材料、保温材料和防水材料四大产品及其系统服务能力、品牌影响力较强、规模较大的龙头企业，公司未来的市场占有率有望进一步提升。此外，随着老旧小区改造的推进，旧改重涂有望释放市场空间，行业迎来新的增长点，公司或将收益。
- **投资建议** 公司作为涂料行业龙头企业之一，在产品、技术、品牌、营销渠道方面均具有明显优势。受益于原材料价格下降，公司毛利率显著提升，预计下半年原材料价格有望维持现有水平，公司毛利率维持高位；公司费

亚士创能(603378)

推荐

(首次评级)

分析师

王婷

☎：010-80927672

✉：wangting@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519060002

贾亚萌

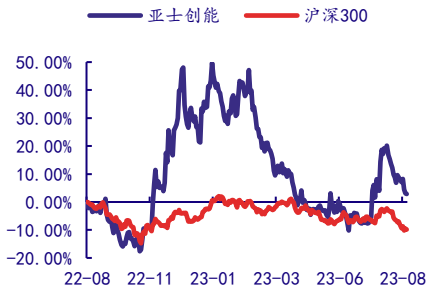
☎：010-80927680

✉：jiayameng_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523060001

市场表现

2023-08-25



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

用管控能力的提升将进一步提高公司盈利水平。随着后续地产竣工端的持续回暖，行业市场需求进一步恢复，公司业绩将继续提升。此外，当前涂料行业呈现“大行业、小企业”的局面，行业集中度较低，随着我国环保政策及企业绿色转型的推进，以及下游消费升级，小企业加速出清，公司作为涂料行业头部企业之一，市占率有望提升，叠加旧改需求不断释放，公司业绩将进一步增加。总体来看，公司业绩有较大提升空间。预计公司23-25年归母净利润为2.52/3.23/4.19亿元，每股收益为0.59/0.75/0.98元，对应市盈率17/13/10倍。基于公司良好的发展预期，首次覆盖给予“推荐”评级。

- **风险提示** 下游需求恢复不及预期的风险；原材料价格波动超预期的风险。

表1：主要财务指标预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3107.70	3604.17	4461.85	5550.47
收入增长率%	-34.09	15.98	23.80	24.40
净利润(百万元)	105.73	252.37	322.54	419.32
利润增速%	119.44	138.69	27.80	30.01
摊薄EPS(元)	0.25	0.59	0.75	0.98
PE	47.08	16.61	13.00	10.00

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表2：可比公司估值情况

代码	简称	股价	EPS			PE		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
603737.SH	三棵树	73.88	0.88	1.73	2.46	130.04	42.74	30.05
002271.SZ	东方雨虹	27.97	0.84	1.51	1.99	39.87	18.52	14.06
300737.SZ	科顺股份	8.20	0.15	0.60	0.81	83.37	13.65	10.16
603378.SH	亚士创能	9.75	0.25	0.59	0.75	47.08	16.61	13.00
平均值(剔除公司)						84.43	24.97	18.09

资料来源：Wind，中国银河证券研究院，股价截止于2023年8月25日

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

王婷，建材行业首席分析师。武汉大学经济学硕士。具有十余年证券从业经验，2007年加入银河证券研究中心，从事机构销售工作，2019年转入研究院投资研究部，从事建材行业研究分析工作。拥有完整的行业分析框架，擅长自下而上精选个股。

贾亚萌，建材行业分析师。澳大利亚悉尼大学商科硕士、学士，2021年加入中国银河证券研究院，从事建材行业研究分析工作。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，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而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：	程曦	0755-83471683	chengxi_yj@chinastock.com.cn
	苏一耘	0755-83479312	suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海地区：	陆韵如	021-60387901	luyunru_yj@chinastock.com.cn
	李洋洋	021-20252671	liyongyang_yj@chinastock.com.cn
北京地区：	田薇	010-80927721	tianwei@chinastock.com.cn
	唐嫚羚	010-80927722	tangmanling_bj@chinastock.com.cn