

时代 IPO 诊断报告 | 保立佳上下游议价能力弱，资金链存断裂风险

时代商学院研究员 雷映

上海保立佳化工股份有限公司（以下简称“保立佳”）主要从事水性丙烯酸乳液的研发、生产和销售业务。深交所官网披露，7月3日，保立佳创业板 IPO 申请已获受理。

时代商学院查阅该公司招股书后发现，保立佳的产品价格、原材料价格均与大宗化工原材料价格强联动，且价格波动幅度大，在上下游中的议价能力较弱。此外，报告期内该公司销售收现比不到1%，而流动比率、速动比率等短期偿债能力指标基本都低于1，且2019年财报中其应收账款占总资产比例达40.55%，负债率达69%，整体流动性较紧张，存资金链断裂风险。

7月14日，时代商学院就上述问题向该公司发函询问，截至发稿尚未收到回复。

【企业档案】

保立佳于 2001 年成立，总部位于上海，截至招股书签署日，控股股东杨文瑜直接或间接合计持有该公司 71.7%股份，与女儿杨惠静合计控制该公司 81.29%股份，父女两人为实际控制人。

目前，保立佳产品包括建筑乳液、防水乳液、纺织乳液和包装乳液等各种功能性丙烯酸乳液及助剂，上述产品作为涂料原料、涂层原料广泛用于建筑涂料等领域，2019 年建筑涂料、放水乳液销售收入占营业收入的比例分别为 76.68%、10.9%。

保立佳本次 IPO 拟募集资金 4.5 亿元，主要用于新产能扩建。该公司 IPO 基本信息如图表 1 所示。

图表1：保立佳IPO基本信息

公司名称	上海保立佳化工股份有限公司 (简称“保立佳”)	拟登陆板块	创业板
主营业务	水性丙烯酸乳液的研发、生产和销售业务	所属行业	化学原料和化学制品制造业
受理日期	2020/7/3	审核状态	已问询
拟募资金额	4.5亿元	保荐机构	国泰君安证券
会计师事务所	中兴华会计师事务所	律师事务所	北京德恒律师事务所
2019年营业收入	20.54亿元	2019年归母净利润	7362.48万元

资料来源：保立佳招股说明书，时代商学院整理

一、上下游议价能力弱，销售净利率极低

保立佳生产所需原材料主要为丙烯酸丁酯、苯乙烯等大宗化工原料，由于主营业务成本中直接材料成本占比达 93%以上，产品的销售价格与原材料的价格联动性较大。丙烯酸丁酯、苯乙烯等大宗化工品受原油价格、市场供需、国际形势等因素影响，价格波动幅度大，该公司亦在招股书中提示了原材料价格波动风险。

2017—2019 年，丙烯酸丁酯的年均价分别为 9779.76 元/吨、10150.9 元/吨、8928.9 元/吨，2018—2019 年价格波动幅度分别为 3.8%、-12.04%，该公司 2018 年单位生产成本上涨 5%，

2019 年下跌 15%。原材料价格趋势亦反映在产品价格上，2017—2019 年该公司建筑乳液销售价格分别为 6.5 元/kg、6.75 元/kg、5.78 元/kg，2018—2019 年的建筑乳液销售价格波动幅度分别为 3.8%、-14.4%，变动趋势与原材料价格一致，但在价格下跌趋势中，产品价格比原材料价格跌幅更大。

2017—2019 年，保立佳综合毛利率分别为 19.32%、19.18%、21.85%，毛利率绝对水平偏低。在考虑期间费用、研发费用、折旧摊销、税费等各项费用成本之后，保立佳的销售净利率被压缩到最低时不到 2%，2017—2019 年，保立佳销售净利率分别为 1.99%、2.55%、3.61%。

图表2:保立佳主营业务毛利率

项目	2019 年度	2018 年度	2017 年度
建筑乳液	21.92%	19.90%	20.64%
防水乳液	21.03%	18.87%	22.76%
纺织乳液	18.01%	12.69%	4.26%
包装乳液	29.97%	24.34%	22.98%
助剂及其他	21.05%	10.14%	16.90%
主营业务毛利率	21.85%	19.18%	19.32%

资料来源：保立佳招股说明书

综上，保立佳自身产品没有太强的定价能力，且受原材料价格波动影响较大，产品价格为原料价格下跌时反而跌得更多。此外，该公司采取统一的子公司对外集中采购以提高采购议价能力，但实际运营中该公司不但要向上游大型石化集团预付原材料的采购货款，且销售环节还需为下游客户提供一定的信用期，该公司在产业链中缺乏议价能力。

二、现金回收差，资金链存断裂风险

时代商学院发现，该公司议价能力之弱不仅体现在利润率上，还体现在销售回款、营运资金等方面。2017—2019 年，保立佳销售收到的现金占营业收入的比例分别为 0.24%、0.01%、0%，几近 100% 的销售都缺乏对应的现金回款，销售回款状况极差。

2017—2019 年，保立佳净利润分别为 2931.82 万元、4380.17 万元、7407.83 万元，对应的

当期经营活动产生的现金流量净额分别为-381.34万元、8492.24万元、-12398.94万元，现金流回收状况同样较差，且2017—2019年经营活动产生的现金流量净额累计为负。

图表3:保立佳经营活动现金流情况

单位：万元

项目	2019 年度	2018 年度	2017 年度
销售现金回款金额	8.45	12.69	353.24
营业收入	205,435.38	172,069.39	147,243.96
销售现金回款金额占营业收入比例	0.00%	0.01%	0.24%

单位：万元

项目	2019 年度	2018 年度	2017 年度
经营活动产生的现金流量净额	-12,398.94	8,492.24	-381.34
净利润	7,407.83	4,380.17	2,931.82
经营活动产生的现金流量净额/净利润	-167.38%	193.88%	-13.01%

资料来源：保立佳招股说明书

2017—2019年，保立佳应收账款分别为3.61亿元、3.19亿元、5.25亿元，应收账款占总资产的比例分别为36.41%、30.92%、39.54%，占流动资产的比例分别为59.12%、49.01%、55.94%，应收账款占用营运资金的比例偏高。

2017—2019年，保立佳资产负债率分别为70.48%、67.14%、68.99%，负债率偏高，且96%为流动负债。同时，在报告期内，该公司速动比率、流动比率分别为0.78、0.84、0.95和0.91、0.98、1.06，从2019年数据看，速动资产不能覆盖流动负债，流动资产刚好与流动负债规模相当，如果应收账款持续回收不力或应收账款规模继续扩大，保立佳存在资金链断裂的风险。

【严正声明】本文（报告）基于已公开的资料信息撰写，文中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。文章版权归原作者及原出处所有，未经时代商学院授权，任何媒体、网站及其他公众平台不得引用、复制、转载、摘编或以其他方式使用上述内容。获得授权转载，仍须注明出处。（联系邮箱：TimesBusiness@163.com）