

# 垒知集团（002398）：盈利压制因素渐消，看好市占持续提升

## ——动态跟踪报告

2021年06月18日

强烈推荐/维持

垒知集团 公司报告

成本和收入端的多重不利因素正在消除，毛利改善在即。2021Q1 公司毛利承压，主要因成本上升和产品价格下行：成本上升主要由两方面因素驱动，一是 2021Q1 受环氧乙烷大涨带动，公司主要原材料减水剂单体的价格在 1-3 月上涨 20% 以上，二是占公司收入较大的嘉善工厂技改扩产，导致外购母液增多。产品价格的下行一方面是对原材料降价的正常传导，另一方面中西部以及华南部分市场竞争加剧，产品价格有下滑。我们判断公司毛利率正在出现改善趋势：成本端来看，一方面，环氧乙烷价格年初大涨后冲高回落，企业目前库存压力较大，预计回落后价格将低位运行，且近期公司与减水剂单体供应商奥克股份签订战略合作协议，以集采的方式发挥规模成本优势，另一方面，嘉善工厂技改后的产能有望在 7 月份试产，母液外购比例的下降也将助推成本下降。收入端来看，2020 年中西部地区减水剂需求正在逐步恢复，且华南区域的价格竞争也呈现趋缓态势，减水剂销售价格降后趋稳。总的来看，成本和收入端不利因素正在逐渐消除，判断公司毛利水平将出现改善。

**减水剂行业头部集中继续演绎，看好公司市占持续提升。**受行业服务属性提升、安全环保执行化工行业标准以及工程项目向龙头施工企业集中三重因素推动，减水剂行业集中度持续提升，公司紧抓机遇，2021-2022 年间预计分别有 48.9 万吨、20 万吨产能投放，产能增速分别为 48.9% 和 13.3%，公司坚持前期以价换量，达到较高市占水平再谋取合理盈利水平的策略，新市场市占提升速度快，新产能产能利用率高，从既有利基市场的历史开拓情况来看，这一策略卓有成效，且在行业服务属性提升的背景下，下游客户对合作企业的粘性也在逐步增强，我们认为公司目前正处于销量增长带动市占提升的成长期，看好减水剂行业向龙头集中给公司带来的扩张机会，以及看好新开拓区域成熟稳定后高客户粘性维持稳定市占和盈利水平。

**盈利预测与投资评级：**预计公司 2021 到 2023 年的营业收入为 54.07、66.64 和 83.71 亿元，归属于母公司的净利润为 5.24、6.23 和 7.73 亿元，对应的 EPS 分别为 0.73、0.87 和 1.07 元，对应的动态 PE 分别为 10、8 和 7 倍。维持公司“强烈推荐”的投资评级。

**风险提示：**地产和基建增速不及预期。

### 财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,393.52	3,870.74	5,406.65	6,664.23	8,370.58
增长率(%)	24.96%	14.06%	39.68%	23.26%	25.60%
归母净利润(百万元)	402.44	372.45	523.69	623.43	772.85
增长率(%)	61.54%	-7.45%	40.61%	19.05%	23.97%
净资产收益率(%)	14.20%	11.59%	14.45%	15.40%	16.86%
每股收益(元)	0.58	0.54	0.73	0.87	1.07
PE	12.10	13.00	9.66	8.11	6.54
PB	1.72	1.57	1.40	1.25	1.10

### 公司简介：

公司为混凝土外加剂行业龙头，提供高性能混凝土制造和施工解决方案；作为建设综合技术服务行业领军企业，发展成为中国建筑行业信息化和智能化服务商。

资料来源：公司公告

### 未来 3-6 个月重大事项提示：

-

### 发债及交叉持股介绍：

-

### 交易数据

52 周股价区间(元)	12.69-7.01
总市值(亿元)	52.45
流通市值(亿元)	40.52
总股本/流通 A 股(万股)	72,049/55,657
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	1.76

### 52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

### 分析师：赵军胜

010-66554088 zhaojis@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480512070003

### 研究助理：韩宇

010-66554042 hanyu\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480119070045

---

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

---



附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产合计</b>	3110	3997	5566	7205	9402	<b>营业收入</b>	3394	3871	5407	6664	8371
货币资金	254	455	1131	1633	2273	<b>营业成本</b>	2381	2941	4079	5011	6265
应收账款	1935	2394	3259	4199	5389	营业税金	19	19	38	47	59
其他应收款	27	30	42	52	65	营业费用	265	183	243	300	377
预付款项	21	14	39	63	97	管理费用	128	134	189	233	293
存货	96	150	145	165	189	财务费用	0	-1	-8	-14	-20
其他流动资产	10	15	31	93	179	资产减值	124	152	243	367	502
<b>非流动资产合计</b>	1339	1450	1306	1269	1231	公允价值	-5.26	-0.15	45.00	40.00	40.00
长期股权投资	151	151	151	151	151	投资净收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	401	433	399	364	329	<b>营业利润</b>	479	426	630	735	908
无形资产	124	140	132	124	116	营业外收	1.58	9.57	3.00	3.00	3.00
其他非流动资产	40	107	0	0	0	营业外支	1.95	3.23	1.00	1.00	1.00
<b>资产总计</b>	4449	5447	6872	8474	10633	<b>利润总额</b>	479	433	632	737	910
<b>流动负债合计</b>	1517	2132	3146	4313	5927	所得税	62	54	89	103	127
短期借款	13	3	0	0	0	<b>净利润</b>	416	379	544	633	783
应付账款	582	704	1453	2059	2918	少数股东	14	6	20	10	10
预收款项	42	6	87	204	341	归属母公	402	372	524	623	773
一年内到期的	0	0	0	0	0	EBITDA	345.63	534.28	706.44	946.01	1178.03
<b>非流动负债合计</b>	33	33	14	14	14	<b>EPS (元)</b>	0.36	0.58	0.79	1.07	1.34
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>负债合计</b>	1551	2165	3159	4327	5940	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	64	68	88	98	108	营业收入	24.96%	14.06%	39.68%	23.26%	25.60%
实收资本(或股	693	720	720	720	720	营业利润	63.82%	-11.04%	47.87%	16.56%	23.65%
资本公积	230	355	355	355	355	归属于母	61.54%	-7.45%	40.61%	19.05%	23.97%
未分配利润	1851	2155	2469	2843	3307	<b>获利能力</b>					
归属母公司股	2835	3214	3625	4049	4585	毛利率	29.83%	24.03%	24.55%	24.81%	25.15%
<b>负债和所有者</b>	4449	5447	6872	8474	10633	净利率	12.27%	9.79%	10.06%	9.50%	9.35%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净	9.05%	6.84%	7.62%	7.36%	
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE (%)	14.20%	11.59%	14.45%	15.40%	16.86%
<b>经营活动现金</b>	77.89	308.30	288.71	299.74	522.78	<b>偿债能力</b>					
净利润	254.42	416.49	564.05	766.13	959.53	资产负债	35%	40%	46%	51%	56%
折旧摊销	54.04	55.57	1.07	67.15	77.87	流动比率	2.05	1.87	1.77	1.67	1.59
财务费用	(0.86)	(0.36)	(1.03)	(2.11)	(3.11)	速动比率	1.99	1.80	1.72	1.63	1.55
应付帐款的变	(20.18)	231.41	131.52	247.16	238.06	<b>营运能力</b>					
预收帐款的变	20.07	(3.99)	0.00	0.00	0.00	总资产周	0.84	0.78	0.88	0.87	0.88
<b>投资活动现金</b>	106.58	(188.8)	(96.47)	(142.44)	(186.33)	应收账款	2	2	2	2	2
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款	7.28	6.02	5.01	3.79	3.36
长期股权投资	6.73	27.93	(0.04)	0.00	0.00	<b>每股指标</b>					
投资收益	26.52	20.47	21.00	21.00	21.00	每股收益	0.58	0.54	0.73	0.87	1.07
<b>筹资活动现金</b>	(118.05)	(143.4)	1.04	2.11	3.11	每股净现	-0.03	0.18	0.94	0.70	0.89
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资	4.09	4.46	5.03	5.62	6.36
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>					
普通股增加	346.51	(0.12)	0.00	0.00	0.00	P/E	12.10	13.00	9.66	8.11	6.54
资本公积增加	(340.18)	(28.66)	0.00	0.00	0.00	P/B	1.72	1.57	1.40	1.25	1.10
<b>现金净增加额</b>	66.43	(24.03)	193.29	159.42	339.56	EV/EBITD	8.65	9.42	5.90	4.49	2.99

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	垒知集团（002398）2020年半年报点评：全国布局应对疫情冲击，2季度盈利水平稳定修复较好	2020-08-26

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师2014和2015年第4和第3名。东方财富中国最佳分析师2015年、2016年和2017年上半年建材第3名、建材第1名和建材第3名和建筑装饰第1名。卖方分析师水晶球奖2016和2017年公募基金榜连续入围。2018年今日投资“天眼”唯一3年五星级分析师，2014、2016、2017和2018年获最佳分析师，选股第3和第1名、盈利预测最准确分析师等。2019年“金翼奖”第1名。2020年WIND金牌分析师第3名、东方财富最佳行业分析师第3名。

## 研究助理简介

### 韩宇

应用经济学硕士，四川大学金属材料工程学士，2019年7月加入东兴证券研究所，从事建材行业研究。2020wind金牌分析师第3名团队和2020东方财富最佳建材行业分析师第3名团队核心成员。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526