

垒知集团 (002398.SZ)

市场份额加速提升，短期利润及现金流承压

事件：公司发布 2021 年半年报。21H1 公司实现营收 22.76 亿元，同比 +50.70%；归母净利润 1.51 亿元，同比 -13.92%；其中，单 Q2 实现营收 13.85 亿元，同比 +31.04%，归母净利润 7835 万元，同比 -35.76%。

收入快速增长，市场占有率进一步提升，外加剂、建筑材料批发业务迅速放量。分季度来看，Q1-Q2 收入增速分别为 96.54%/31.04%，收入保持快速增长。分业务来看，21H1 外加剂实现营收 14.23 亿元，同比增长 36.33%；技术服务收入 2.51 亿元，同比增长 16.81%；建筑材料批发业务收入 3.06 亿元，同比增长 377.75%，主要系公司为拓展客户和市场而增加部分流通产品销售。分区域来看，区域市占率稳步提升，2021H1 广东区域应收增速超过 100%，湖南、云贵区域增速超过 50%。

受原材料价格及市场开拓等因素影响，毛利率阶段性承压，期间费用率不断改善。21H1 公司销售毛利率 18.85%，同比下滑 7 个百分点。分产品看，外加剂毛利率 18.48%，同比下滑 6.38 个百分点，主要受原材料环氧乙烷等价格上涨影响；技术服务毛利率 34.80%，同比下滑 7.76 个百分点，主要由于市场竞争环境变化阶段性承压。**期间费用率不断优化**，21H1 期间费用率合计 10.71%，同比降低 1.27 个百分点，主要系报告起内公司销售规模迅速扩大，各项费用率均有所摊薄，其中销售/管理/研发费用率分别同比下降 0.47/0.33/0.62 个百分点。

经营性现金流有所承压，付现比同比下降明显。报告期内公司经营活动产生的现金流量净额 -1.37 亿元，同比减少 456.81%，主要系本期付给员工及支付各项费用、税费增加。**1) 收现比情况：**期内公司收现比 82.69%，同比下滑 7.95 个百分点，公司应收账款及应收票据余额 34.10 亿元，同比增长 40.94%，其他应收款 5678 万元，同比增长 64.87%；**2) 付现比情况：**期内公司付现比 85.25%，同比下滑 10.77 个百分点，期内公司存货周转加快，报告期末公司存货余额 1.52 亿元，同比增长 28.89%。公司应付账款及应付票据余额 19.77 亿元，同比增长 47.20%。

投资建议：外加剂业务受益于客户集中度提升和小企业加速退出，公司份额提升、销量快速增长，同时技术服务板块稳步推进；检测业务“跨区域、跨领域”战略推进外延并购加快落地，提高业绩的同时进一步增强了建设综合服务实力，后续区域扩张值得期待。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 4.45、5.82、7.46 亿元，对应 EPS 分别为 0.62、0.81、1.04 元，对应 PE 分别为 10、8、6 倍，维持“增持”评级。

风险提示：下游基建及房地产行业波动风险、原材料价格波动风险、行业竞争风险、应收账款风险等

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	3,394	3,871	5,404	6,752	8,318
增长率 yoy (%)	25.0	14.1	39.6	24.9	23.2
归母净利润 (百万元)	402	372	445	582	746
增长率 yoy (%)	61.5	-7.5	19.6	30.7	28.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.56	0.52	0.62	0.81	1.04
净资产收益率 (%)	14.4	11.5	12.4	14.1	15.5
P/E (倍)	11.1	12.0	10.1	7.7	6.0
P/B (倍)	1.6	1.4	1.2	1.1	0.9

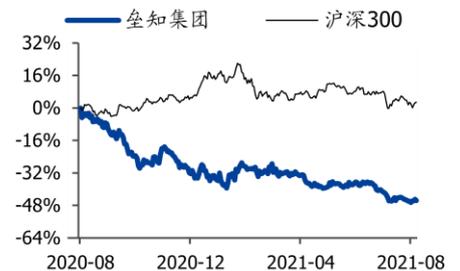
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 8 月 25 日收盘价

增持 (维持)

股票信息

行业	其他建材
前次评级	增持
8月25日收盘价(元)	6.22
总市值(百万元)	4,481.45
总股本(百万股)	720.49
其中自由流通股(%)	77.85
30日日均成交量(百万股)	4.88

股价走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号：S0680518030009

邮箱：huangshitao@gszq.com

分析师 房大磊

执业证书编号：S0680518010005

邮箱：fangdalei@gszq.com

研究助理 任婕

邮箱：renjie@gszq.com

相关研究

- 《垒知集团 (002398.SZ)：毛利率短期承压，外加剂放量市占率提升》2021-03-31
- 《垒知集团 (002398.SZ)：短期盈利承压，股权激励计划考核目标显示发展信心》2020-10-31
- 《垒知集团 (002398.SZ)：二季度营收恢复明显，期待下半年盈利改善》2020-08-25



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3110	3997	5271	5863	7863
现金	254	455	314	484	922
应收票据及应收账款	2316	2920	4238	4646	6086
其他应收款	27	30	50	50	73
预付账款	21	14	35	26	49
存货	96	150	207	229	305
其他流动资产	395	428	428	428	428
非流动资产	1339	1450	1680	1817	1956
长期投资	151	151	173	191	209
固定资产	401	433	651	776	893
无形资产	124	140	141	144	149
其他非流动资产	663	725	715	706	705
资产总计	4449	5447	6951	7680	9819
流动负债	1517	2132	3237	3429	4860
短期借款	13	3	3	3	3
应付票据及应付账款	1312	1847	2893	3091	4452
其他流动负债	193	282	341	335	405
非流动负债	33	33	33	33	33
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	33	33	33	33	33
负债合计	1551	2165	3269	3461	4893
少数股东权益	64	68	80	92	110
股本	693	720	720	720	720
资本公积	230	355	355	355	355
留存收益	1911	2230	2620	3125	3776
归属母公司股东权益	2835	3214	3602	4126	4817
负债和股东权益	4449	5447	6951	7680	9819

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	308	322	197	452	737
净利润	416	379	457	595	764
折旧摊销	58	66	72	100	123
财务费用	-0	-1	5	8	4
投资损失	-20	-22	-26	-22	-22
营运资金变动	-182	-166	-311	-229	-131
其他经营现金流	37	66	0	0	0
投资活动现金流	-189	-90	-276	-216	-239
资本支出	104	153	208	120	121
长期投资	-26	12	-22	-19	-18
其他投资现金流	-111	75	-90	-115	-137
筹资活动现金流	-143	-106	-63	-66	-60
短期借款	11	-10	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-0	28	0	0	0
资本公积增加	-29	125	0	0	0
其他筹资现金流	-125	-248	-63	-66	-60
现金净增加额	-24	126	-141	170	438

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3394	3871	5404	6752	8318
营业成本	2381	2941	4265	5235	6411
营业税金及附加	19	19	26	34	43
营业费用	265	183	216	273	341
管理费用	128	134	178	223	274
研发费用	124	152	181	233	287
财务费用	-0	-1	5	8	4
资产减值损失	-36	-68	-70	-118	-137
其他收益	17	28	30	28	28
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	20	22	26	22	22
资产处置收益	1	1	0	0	0
营业利润	479	426	518	677	870
营业外收入	2	10	10	10	10
营业外支出	2	3	4	4	4
利润总额	479	433	524	683	876
所得税	62	54	67	88	112
净利润	416	379	457	595	764
少数股东损益	14	6	12	13	18
归属母公司净利润	402	372	445	582	746
EBITDA	529	485	585	771	978
EPS (元)	0.56	0.52	0.62	0.81	1.04

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	25.0	14.1	39.6	24.9	23.2
营业利润(%)	63.8	-11.0	21.6	30.7	28.5
归属于母公司净利润(%)	61.5	-7.5	19.6	30.7	28.2
获利能力					
毛利率(%)	29.8	24.0	21.1	22.5	22.9
净利率(%)	11.9	9.6	8.2	8.6	9.0
ROE(%)	14.4	11.5	12.4	14.1	15.5
ROIC(%)	14.3	11.4	12.4	14.1	15.4
偿债能力					
资产负债率(%)	34.9	39.7	47.0	45.1	49.8
净负债比率(%)	-7.8	-13.4	-8.1	-11.1	-18.4
流动比率	2.0	1.9	1.6	1.7	1.6
速动比率	1.9	1.7	1.5	1.6	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	1.6	1.5	1.5	1.5	1.6
应付账款周转率	2.1	1.9	1.8	1.8	1.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.52	0.62	0.81	1.04
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.45	0.27	0.63	1.02
每股净资产(最新摊薄)	3.93	4.46	5.00	5.73	6.69
估值比率					
P/E	11.1	12.0	10.1	7.7	6.0
P/B	1.6	1.4	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	7.7	8.0	6.9	5.0	3.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 25 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com