

# 亚士创能 (603378)

证券研究报告

2021年10月29日

## 收入保持较好增长，毛利率下行影响利润

单季度收入仍保持较好增长，利润率下行压力较大，维持“买入”评级

公司 21Q1-3 实现营收 36.8 亿元，yoy+55.42%，归母净利润 1.31 亿元，yoy-46.17%，扣非业绩 0.66 亿元，yoy-70.26%，原材料涨价对盈利能力影响较大。前三季度公司 CFO 净流出 10.96 亿元，同比多流出 6.36 亿元。公司 Q3 单季度营收仍实现 25.5%同比增长，但毛利率大幅下行致扣非业绩同比下降 66.7%。我们认为三季度下游景气回落叠加原材料价格高位，行业处于艰难时刻，9 月部分原材料价格已环比高位有所回落，看好 22 年公司盈利能力和现金流回暖，中长期看，公司渠道建设能力优秀，涂料市占率提升和新品类扩张有望贡献中长期高成长，维持“买入”评级。

Q3 各产品收入仍保持较好增长，毛利率环比改善但同比压力仍大

21Q1-3 公司涂料/保温收入同比+37.2%/+67.9%，Q3 单季度同比+18.47%/+16.34%，前三季公司新增防水业务收入 1.7 亿元。Q1-3 涂料/保温装饰板单价环比 H1 略有上行，但乳液等原材料均价环比 H1 也仍在上行，9 月部分原料价格环比回落。公司 Q3 毛利率 27.05%，环比 Q2 提升 3.86pct，但由于原材料价格同比仍大幅提升，导致单季毛利率仍同比下降 10.95pct。我们认为 Q4 若公司产品价格延续 Q3 的上行趋势，单季度毛利率同比下行幅度有望收窄。除涂料业务外，毛利率相对较低的保温和防水业务增长较快，或也对公司整体毛利率有所影响。

费用管控得力，支出较多影响现金流

公司 Q1-3 管理/财务/研发费用率同比变动+0.2/+0.34/-0.17pct，我们认为公司在人员增长较多且处于产能扩张期的情况下，费用端控制较好。Q1-3 公司收现比 75.2%，同比提升 4.2pct，但成本支出增幅远大于营收收现增幅，且支付其他与经营活动相关的现金同比增加 5.31 亿元，使得 CFO 净流出同比增加较多。我们认为后续若原材料成本高位回落，地产融资边际改善，则有望降低公司支出压力同时缓解收现压力。公司 Q3 末资产负债率 69.97%，环比 H1 末未继续上升，经营相对稳健，8 月初公告 8 亿元可转债预案，若后期顺利发行，也有望明显改善自身资本结构和资金压力。

看好中长期成长性，维持“买入”评级

我们认为公司已着力进行渠道变革与风险防控，度过艰难时期后仍具备较好的中长期成长基础。考虑前三季公司业绩处于艰难期，我们下调盈利预测，预计 21-23 年 EPS0.66/1.62/2.44 元（前值 1.51/2.18/2.88 元），可比公司当前 22 年 Wind 一致预期 22 倍 PE，给予公司 18 倍 PE，对应目标价 29.16 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格涨幅超预期；业务回款及可转债发行进度不及预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,424.99	3,506.69	4,964.07	6,692.74	8,327.71
增长率(%)	45.89	44.61	41.56	34.82	24.43
EBITDA(百万元)	349.51	667.69	432.92	876.28	1,230.47
净利润(百万元)	114.18	315.60	197.95	483.18	730.44
增长率(%)	94.41	176.40	(37.28)	144.09	51.18
EPS(元/股)	0.38	1.06	0.66	1.62	2.44
市盈率(P/E)	58.91	21.31	33.98	13.92	9.21
市净率(P/B)	4.92	3.29	2.91	2.54	2.13
市销率(P/S)	2.77	1.92	1.36	1.01	0.81
EV/EBITDA	11.05	11.95	15.72	8.07	5.35

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	22.5 元
目标价格	29.16 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	298.95
流通 A 股股本(百万股)	279.09
A 股总市值(百万元)	6,726.40
流通 A 股市值(百万元)	6,279.58
每股净资产(元)	7.69
资产负债率(%)	69.97
一年内最高/最低(元)	72.07/21.40

### 作者

**鲍荣富** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

**王涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521010001  
wangtao@tfzq.com

**王雯** 联系人  
wangwena@tfzq.com

**熊可为** 联系人  
xiongkewei@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《亚士创能-半年报点评:收入高增超预期，净利率 Q3 拐点向上》 2021-08-18
- 《亚士创能-年报点评报告:20FY/21Q1 业绩高增，多维度扩张不断推进》 2021-04-29
- 《亚士创能-公司点评:股权激励草案彰显对未来发展信心》 2021-02-09

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	660.11	1,381.61	1,489.22	2,007.82	2,498.31
应收票据及应收账款	832.25	2,037.64	2,374.87	3,388.32	3,736.49
预付账款	4.78	13.78	28.16	19.86	36.23
存货	142.92	200.36	410.78	364.01	583.33
其他	472.73	232.71	276.89	431.05	340.80
<b>流动资产合计</b>	<b>2,112.79</b>	<b>3,866.10</b>	<b>4,579.91</b>	<b>6,211.06</b>	<b>7,195.16</b>
长期股权投资	2.21	3.09	3.09	3.09	3.09
固定资产	580.19	722.74	1,105.22	1,491.45	1,755.92
在建工程	156.67	82.86	649.72	689.83	533.90
无形资产	192.48	298.62	291.31	284.00	276.68
其他	135.96	221.20	192.88	196.45	198.20
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,067.51</b>	<b>1,328.52</b>	<b>2,242.22</b>	<b>2,664.82</b>	<b>2,767.80</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,180.30</b>	<b>5,194.62</b>	<b>6,822.14</b>	<b>8,875.88</b>	<b>9,962.96</b>
短期借款	112.00	574.01	1,155.86	1,739.70	2,072.54
应付票据及应付账款	1,013.77	1,788.63	2,081.89	2,954.23	3,361.35
其他	384.78	530.60	627.30	671.89	846.03
<b>流动负债合计</b>	<b>1,510.55</b>	<b>2,893.23</b>	<b>3,865.05</b>	<b>5,365.83</b>	<b>6,279.92</b>
长期借款	200.00	150.00	541.77	757.97	420.50
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	103.74	104.05	104.76	104.18	104.33
<b>非流动负债合计</b>	<b>303.74</b>	<b>254.05</b>	<b>646.54</b>	<b>862.15</b>	<b>524.84</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,814.29</b>	<b>3,147.28</b>	<b>4,511.58</b>	<b>6,227.98</b>	<b>6,804.76</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	194.80	206.17	298.95	298.95	298.95
资本公积	578.40	964.58	964.58	964.58	964.58
留存收益	1,206.22	1,873.40	2,011.60	2,348.95	2,859.26
其他	(613.41)	(996.82)	(964.58)	(964.58)	(964.58)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,366.01</b>	<b>2,047.33</b>	<b>2,310.55</b>	<b>2,647.90</b>	<b>3,158.21</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,180.30</b>	<b>5,194.62</b>	<b>6,822.14</b>	<b>8,875.88</b>	<b>9,962.96</b>

  

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	114.18	315.60	197.95	483.18	730.44
折旧摊销	58.11	81.44	57.98	80.97	98.77
财务费用	28.54	43.37	74.46	100.39	116.59
投资损失	(10.42)	(6.87)	0.50	0.50	0.50
营运资金变动	(137.77)	159.79	(202.21)	(186.43)	82.16
其它	374.27	(340.28)	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>426.92</b>	<b>253.04</b>	<b>128.67</b>	<b>478.61</b>	<b>1,028.46</b>
资本支出	187.42	254.52	999.29	500.58	199.85
长期投资	1.48	0.88	0.00	0.00	0.00
其他	(453.60)	(482.28)	(1,999.79)	(1,001.08)	(400.35)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(264.70)</b>	<b>(226.87)</b>	<b>(1,000.50)</b>	<b>(500.50)</b>	<b>(200.50)</b>
债权融资	352.00	774.01	1,762.63	2,549.34	2,548.60
股权融资	(83.01)	358.77	50.55	(100.39)	(116.59)
其他	(458.37)	(543.17)	(833.75)	(1,908.46)	(2,769.48)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(189.38)</b>	<b>589.62</b>	<b>979.44</b>	<b>540.49</b>	<b>(337.47)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(27.17)</b>	<b>615.78</b>	<b>107.61</b>	<b>518.60</b>	<b>490.49</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>2,424.99</b>	<b>3,506.69</b>	<b>4,964.07</b>	<b>6,692.74</b>	<b>8,327.71</b>
营业成本	1,621.79	2,368.06	3,666.81	4,648.73	5,684.03
营业税金及附加	15.88	34.49	39.71	53.54	66.62
营业费用	398.45	401.66	595.69	789.74	957.69
管理费用	115.34	128.53	203.53	254.32	299.80
研发费用	64.48	96.45	99.28	167.32	208.19
财务费用	48.00	41.56	74.46	100.39	116.59
资产减值损失	(8.11)	(7.81)	(16.38)	(16.73)	(20.82)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.42	6.87	(0.50)	(0.50)	(0.50)
其他	31.89	89.19	80.04	160.40	206.18
<b>营业利润</b>	<b>126.86</b>	<b>347.68</b>	<b>221.43</b>	<b>535.52</b>	<b>809.94</b>
营业外收入	3.18	3.19	4.47	8.03	9.99
营业外支出	1.69	4.71	5.96	6.69	8.33
<b>利润总额</b>	<b>128.36</b>	<b>346.16</b>	<b>219.94</b>	<b>536.86</b>	<b>811.60</b>
所得税	14.18	30.55	21.99	53.69	81.16
<b>净利润</b>	<b>114.18</b>	<b>315.60</b>	<b>197.95</b>	<b>483.18</b>	<b>730.44</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>114.18</b>	<b>315.60</b>	<b>197.95</b>	<b>483.18</b>	<b>730.44</b>
每股收益(元)	0.38	1.06	0.66	1.62	2.44

  

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	45.89%	44.61%	41.56%	34.82%	24.43%
营业利润	59.37%	174.06%	-36.31%	141.85%	51.24%
归属于母公司净利润	94.41%	176.40%	-37.28%	144.09%	51.18%
<b>获利能力</b>					
毛利率	33.12%	32.47%	26.13%	30.54%	31.75%
净利率	4.71%	9.00%	3.99%	7.22%	8.77%
ROE	8.36%	15.42%	8.57%	18.25%	23.13%
ROIC	14.74%	40.38%	21.85%	23.94%	27.86%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	57.05%	60.59%	66.13%	70.17%	68.30%
净负债率	-22.56%	-29.68%	11.83%	20.45%	1.59%
流动比率	1.40	1.34	1.18	1.16	1.15
速动比率	1.30	1.27	1.08	1.09	1.05
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.00	2.44	2.25	2.32	2.34
存货周转率	16.64	20.43	16.25	17.28	17.58
总资产周转率	0.85	0.84	0.83	0.85	0.88
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.38	1.06	0.66	1.62	2.44
每股经营现金流	1.43	0.85	0.43	1.60	3.44
每股净资产	4.57	6.85	7.73	8.86	10.56
<b>估值比率</b>					
市盈率	58.91	21.31	33.98	13.92	9.21
市净率	4.92	3.29	2.91	2.54	2.13
EV/EBITDA	11.05	11.95	15.72	8.07	5.35
EV/EBIT	13.22	13.55	18.15	8.89	5.81

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com