

苏博特（603916.SH）

2022 年 01 月 13 日

一门两院士，研发驱动混凝土外加剂龙头高速成长

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

金益腾（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

龚道琳（分析师）

gongdaolin@kysec.cn

证书编号：S0790522010001

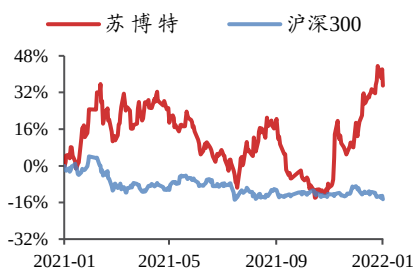
吉金（分析师）

jijin@kysec.cn

证书编号：S0790521020002

日期	2022/1/13
当前股价(元)	26.04
一年最高最低(元)	32.45/16.18
总市值(亿元)	109.45
流通市值(亿元)	108.99
总股本(亿股)	4.20
流通股本(亿股)	4.19
近 3 个月换手率(%)	105.12

股价走势图



数据来源：聚源

● 院士领衔公司研发团队，带领混凝土外加剂龙头高速成长

公司作为混凝土外加剂行业龙头具备领先的研发实力、一体化的产业链条以及全国多基地布局、产能高速成长的竞争优势，助力公司在混凝土外加剂市场的占有率逐年提升。2022-2023 年公司广东江门基地和镇江功能性材料基地将逐步释放产能，而 2024 年连云港基地有望拉开投产序幕，公司在两位院士的带领下将保持高速成长态势，成长属性十分突出；在 2022 年稳增长预期下，公司产品需求也将受益于基建发力。我们预测公司 2021-2023 年归母净利润为 5.29 亿元、7.25 亿元、8.57 亿元，EPS 分别为 1.26、1.72、2.04 元/股，当前股价对应 2021-2023PE 为 20.7、15.1、12.8 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 公司多重竞争优势逐步提升市占率，并成为国家各类重大基建项目供应商

公司作为外加剂龙头具备三重竞争优势：研发优势、一体化产业链优势和多基地的定制化服务优势。公司研发团队以缪昌文院士和刘加平院士领衔，同时公司高学历人才储备充足，而公司逐年高增的专利数量也足以证明公司在外加剂领域的领军者地位。公司的产业链较长，较早便实现了高性能减水剂原料聚醚的自主化生产，这也是公司产品毛利率高于竞争对手的重要原因之一。目前公司拥有全国多基地布局，助力公司抢占市场份额，同时公司坚持走定制化服务路线，公司产品已经成功应用于京沪高铁、川藏铁路、三峡大坝、港珠澳大桥等国家重大工程，目前公司已和中铁、中交、三峡集团等多家央企工程局建立长期战略合作关系。

● 风电灌浆料潜力十足，检测业务逐年高增，公司业务结构多元化特点正在凸显
灌浆料作为海上风机安装过程中的关键材料，将随着海上风电的蓬勃发展迎来快速增长。据中国能源报新闻，“十四五”期间海风装机量累计达 45GW，则平均每年新增 9GW，据我们测算，这对应 5.6-11.3 亿元风电灌浆料市场规模。公司作为国内灌浆料龙头企业正在快速崛起，将带动公司功能性材料业务板块高速增长；而公司的检测业务保持稳健利润增速，公司多元化的产品结构优势正在凸显。

● 风险提示：产能投放不及预期、下游需求大幅下滑、宏观经济下行。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,307	3,652	4,392	5,412	6,559
YOY(%)	42.8	10.5	20.3	23.2	21.2
归母净利润(百万元)	354	441	529	725	857
YOY(%)	32.0	24.4	20.0	37.0	18.3
毛利率(%)	45.4	38.3	34.8	37.0	37.0
净利率(%)	10.7	12.1	12.0	13.4	13.1
ROE(%)	14.6	13.1	13.3	15.9	16.4
EPS(摊薄/元)	0.84	1.05	1.26	1.72	2.04
P/E(倍)	30.9	24.8	20.7	15.1	12.8
P/B(倍)	4.6	3.2	2.8	2.4	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司深耕混凝土外加剂行业，成长属性突出，研发实力雄厚	4
1.1、 一门两院士，彰显公司深厚底蕴	4
1.2、 缪昌文、刘加平、张建雄为公司一致行动人和实际控制人	5
1.3、 公司营收和净利润保持高增长，成长属性凸显	6
2、 以研发驱动、定制化服务为主打，外加剂龙头快速成长、勇攀高峰	8
2.1、 混凝土外加剂行业增速可观，看好 2022 年基建发力同步带动外加剂需求向好	8
2.2、 减水剂行业集中度分散，近五年 CR3 呈现上升趋势	10
2.3、 苏博特凭借研发优势、产业链优势、多基地优势持续发力，外加剂龙头地位显著	12
3、 功能性材料、检测业务潜力十足，建筑新材料空间广阔	17
3.1、 海上风电蓬勃发展，风电灌浆料迎快速增长，公司作为国内唯一龙头增长潜力蓄势待发	17
3.2、 抗裂材料和 UHPC 进一步彰显公司在混凝土外加剂领域全方位的研发实力和卓越竞争力	20
3.3、 进军检测业务，助力公司优化业务结构、形成协同效应	21
4、 盈利预测与投资建议	21
5、 风险提示	23
附：财务预测摘要	24

图表目录

图 1： 公司多年深耕混凝土外加剂，在江苏、四川、天津、新疆等多地建有生产基地	5
图 2： 董事长缪昌文、董事刘加平、董事张建雄为一致行动人和实际控制人	5
图 3： 公司营业收入稳定增长	6
图 4： 公司归母净利润稳定增长	6
图 5： 公司产品结构集中，以高性能减水剂为主导产品	6
图 6： 技术服务的毛利占比自 2019 年逐步提升	6
图 7： 2017 年上市后公司资产负债率维持在 50%以下	7
图 8： 上市以来，随产能投放公司固定资产逐年增长	7
图 9： 环氧乙烷价格在 2021 年涨幅明显	7
图 10： 公司销售净利率表现稳定，基本稳定在 10%以上	7
图 11： 高性能减水剂、功能性材料、技术服务毛利率水平可观	8
图 12： 公司期间费用率控制得当，研发费用保持在 5%左右	8
图 13： 除 2015-2017 年外加剂保持较高增速	10
图 14： 我国商品混凝土产量增速在 2014-2015 年下滑	10
图 15： 2014 年后固定资产投资完成额增速呈下滑走势	10
图 16： 2015-2017 年建筑业固定资产投资增速下滑	10
图 17： 减水剂在外加剂中产量占比较高	11
图 18： 近些年高性能（聚羧酸）减水剂占比逐年提升	11
图 19： 近五年间行业龙头市占率呈上升势头	12
图 20： 公司发明专利数量保持逐年增长	13
图 21： 2017 年上市以来公司硕博人数保持快速增长	13
图 22： 近两年公司研发人员数量保持在 270 人上下	13
图 23： 公司铁路专用减水剂应用于京沪高铁建设	14
图 24： 公司减水剂产品应用于港珠澳大桥建设	14
图 25： 公司产业链较长，拥有聚醚合成生产能力	14

图 26: 公司毛利率水平始终高于行业平均毛利率	14
图 27: 公司目前具备 59.9 万吨高性能减水剂母液产能.....	16
图 28: 高性能减水剂母液产能利用率较高	16
图 29: 公司高性能减水剂销量逐年增长, 同时保持较高增速.....	16
图 30: 2009-2020 年中国风电累计装机量大幅增长	18
图 31: 2020 年中国海上风电新增装机占比为 5.88%	18
图 32: 预计全球海上风电新增装机量占风电新增装机量比例呈上升趋势.....	18
图 33: 碳中和背景下海上风电蓬勃发展	19
图 34: 导管架式为海上风电机组固定式支撑结构的一种.....	19
图 35: 灌浆料的性能决定了导管架灌浆部位的安全性和稳定性.....	20
图 36: 在太湖隧道中浇筑了苏博特人的智慧和汗水	21
图 37: UHPC 应用于南京长江第五大桥钢-混组合结构.....	21
图 38: 2016 年至今公司检测业务净利润增速保持快速增长.....	21
表 1: 苏博特市占率连续 5 年位于第一 (以销量计算)	12
表 2: 2018 年公司前五大客户销售额占比 18.9%	13
表 3: 公司产能扩张有序进行, 目前公司已经形成全国多基地布局.....	15
表 4: 公司业绩拆分与盈利预测	22
表 5: 可比公司盈利预测与估值	23

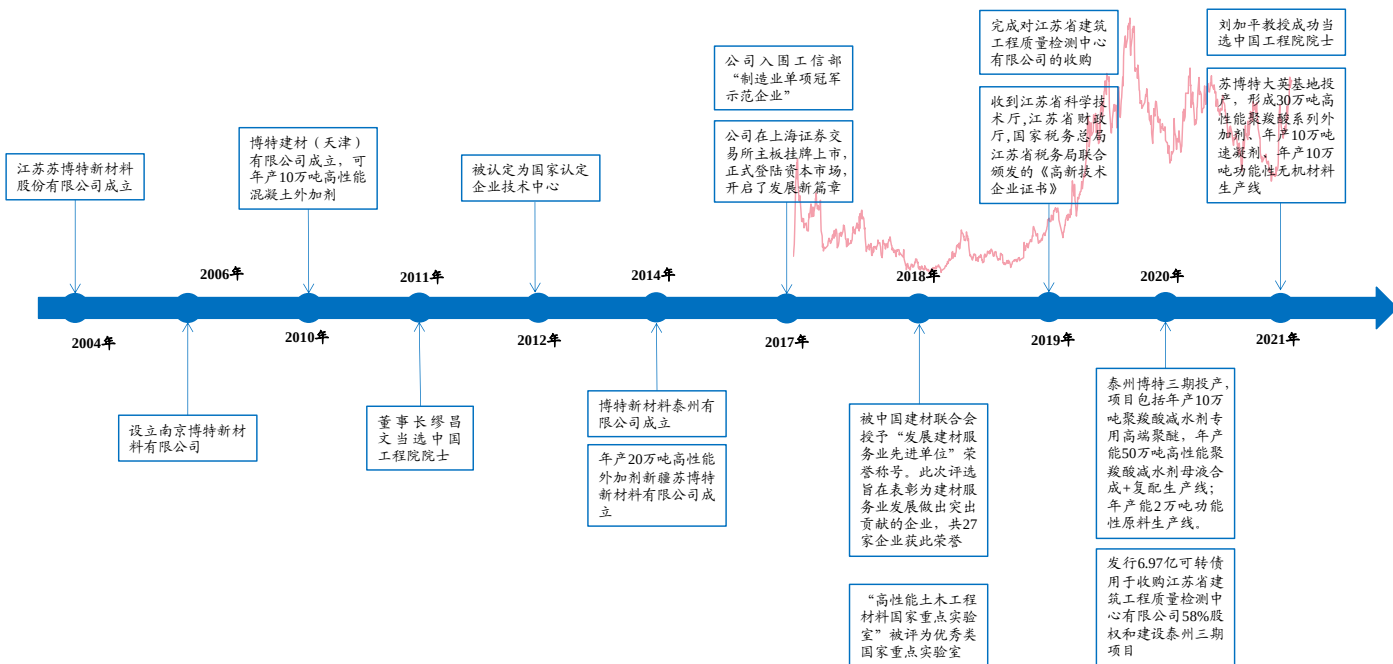
1、公司深耕混凝土外加剂行业，成长属性突出，研发实力雄厚

1.1、一门两院士，彰显公司深厚底蕴

江苏苏博特新材料股份有限公司（以下简称“苏博特”或“公司”）作为行业领先的新型土木工程材料供应商，主营混凝土外加剂的研发、生产和销售，在防水与修复材料、交通工程材料等功能性产品的研发和推广方面也在不断取得新突破。公司由江苏博特和 11 名自然人于 2004 年发起设立，公司坚持主业发展，深耕混凝土外加剂，在江苏、四川、天津、新疆等多地建有生产基地。经过多年发展，公司现已成为混凝土外加剂行业龙头企业，被认定为国家高新技术企业、国家认定企业技术中心。2017 年 11 月 10 日，公司在上海证券交易所主板挂牌上市，正式登陆资本市场，开启了发展新篇章。

一门两院士，彰显公司雄厚研发实力和深厚底蕴。公司董事长、实际控制人**缪昌文**先生于 2011 年当选中国工程院院士，现任东南大学教授、学术委员会主任，先进土木工程材料国际联合实验室主席，中国建材联合会副会长等职务。缪昌文院士长期从事土木工程材料理论与工程技术应用研究，多年来活跃在我国重大工程建设项目的第一线，先后承担了包括国家“973”项目、国家自然科学基金重点资助项目等国家、省部级科研项目 30 余项，在混凝土抗裂关键技术的研究、重大基础设施工程服役寿命及耐久性能提升技术的研究、多功能土木工程材料的研发等方面取得了多项成果，并成功通过了重大工程项目建设的检验，为我国工程建设事业做出了重大贡献。2021 年 11 月 18 日，从中国工程院再度传来喜讯，公司董事**刘加平教授**新增选为“中国工程院院士”。这是自缪昌文董事长当选工程院院士以来，公司人才培养的又一重磅成果。目前公司创新团队拥有 2 名中国工程院院士、2 名国家杰青、5 名国家“万人计划”专家，苏博特已经成为我国高性能混凝土材料研究领域当之无愧的领军力量。

图1: 公司多年深耕混凝土外加剂, 在江苏、四川、天津、新疆等多地建有生产基地

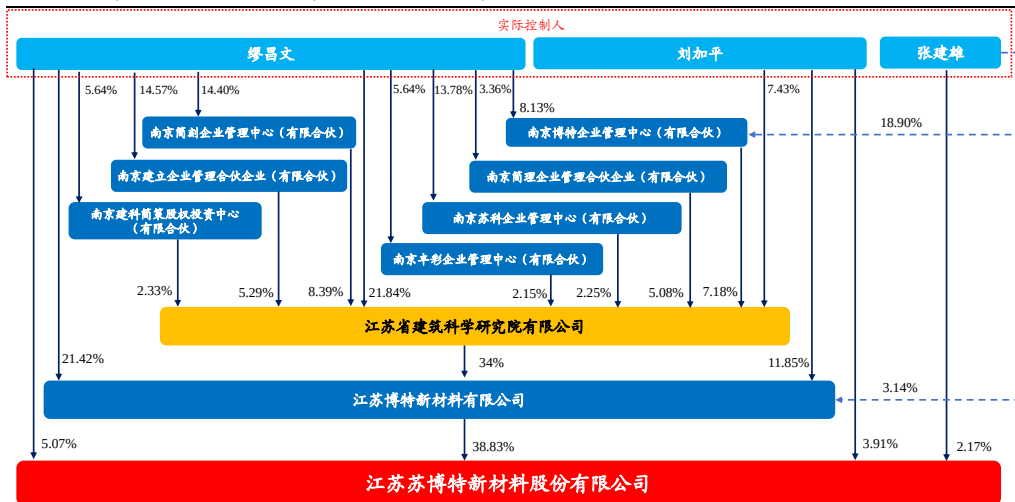


资料来源: 公司公告、开源证券研究所

1.2、缪昌文、刘加平、张建雄为公司一致行动人和实际控制人

公司董事长缪昌文院士、董事刘加平院士、董事张建雄先生为一致行动人和实际控制人。公司第一大股东为江苏博特新材料有限公司, 截至2021年三季报, 其持股比例为38.83%, 公司董事长缪昌文直接持股5.07%, 刘加平直接持股3.91%, 张建雄直接持股2.17%, 以上三人为一致行动人和实际控制人。同时, 以上三人还通过江苏博特新材料有限公司、江苏省建筑科学研究院有限公司、多个有限合伙企业间接持股公司。根据企查查和公司公告可计算出, 缪昌文共计持股公司16.76%, 刘加平共计持股9.49%, 张建雄共计持股3.57%, 三人合计控制公司29.82%的股份。

图2: 董事长缪昌文、董事刘加平、董事张建雄为一致行动人和实际控制人

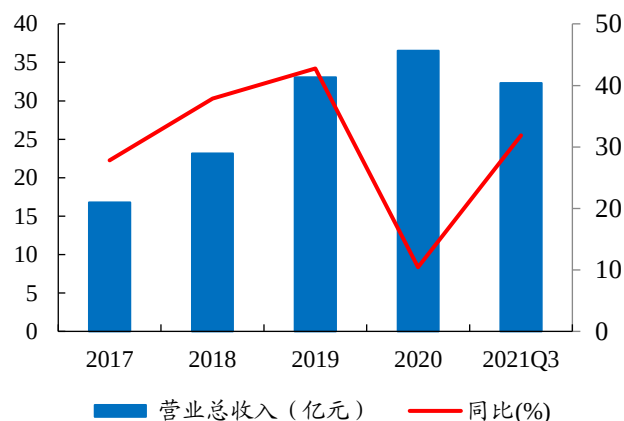


资料来源: 公司公告、企查查、开源证券研究所

1.3、公司营收和净利润保持高增长，成长属性凸显

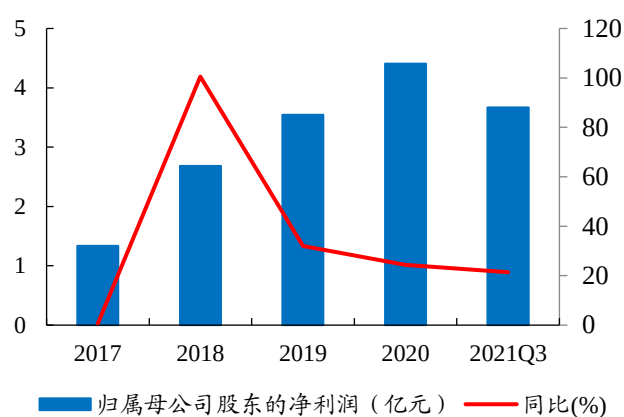
自上市以来，公司营业收入、归母净利润呈稳步增长态势，成长属性突出。根据 Wind 数据，2017-2019 年间，公司营业收入快速增长，三年间年均复合增速高达 40.31%。2020 年受疫情影响，公司营收增速有所回落，但是仍然实现了 10.45% 的同比增长。随着 2021 年疫情缓和、产品销量回暖、四川大英基地投产，公司 2021 年前三季度实现营业收入 32.32 亿元，同比增长 31.9%。归母净利润方面，2017-2019 年同样展现出高速增长态势，三年间年均复合增速高达 62.73%，高于营收复合增速。2021 年前三季度公司归母净利润继续保持高增长态势，达到 3.67 亿元，同比增长 21.38%，较 2019 年同期增长 46.36%。

图3：公司营业收入稳定增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

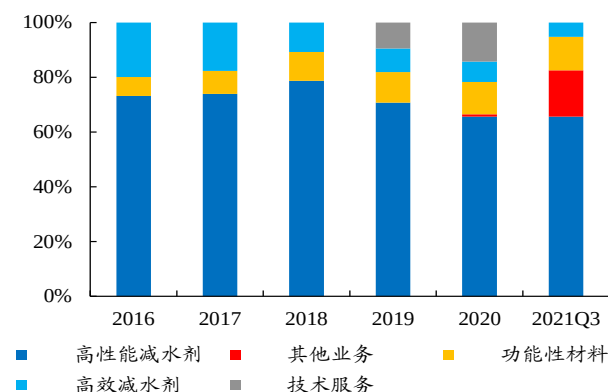
图4：公司归母净利润稳定增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

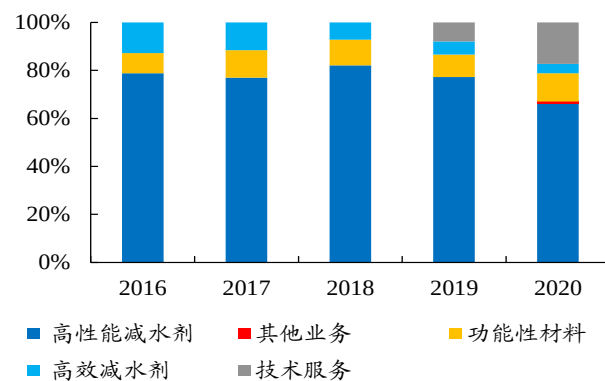
公司拥有高性能减水剂、功能性材料和高效减水剂三大主营产品，根据 Wind 数据，公司上市至今主营产品高性能减水剂贡献的营收、毛利占比均保持在 60% 以上。2019 年起，公司进入检测业务（技术服务），营收和毛利占比逐年扩大。截至 2021 年前三季度，高性能减水剂、功能性材料、高效减水剂和检测业务（2021Q3 归类至其他业务中）占总营收的比重分别为 66%、12%、5%、17%。近年来，随着公司其他业务的逐步拓展，高性能减水剂占比有所下降，公司业务结构正在呈现多元化的特点，抗风险能力逐步增强。

图5：公司产品结构集中，以高性能减水剂为主导产品



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：技术服务的毛利占比自 2019 年逐步提升

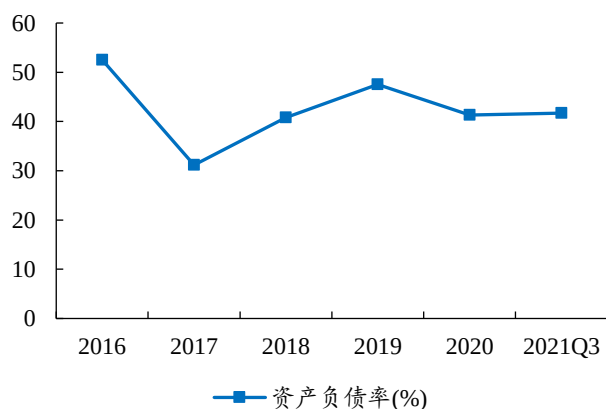


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司资产负债率控制得当，随产能投放固定资产逐年增长。据 Wind 数据，2017 年上市以后，随产能的扩张，公司的资产负债率有所上升，但是始终控制在 50% 以下。2019 年后资产负债率有所下降，截至 2021 年三季度末，公司资产负债率为 41.71%。公司上市至今保持产能扩张，全国多基地逐步投产，公司固定资产保持逐年快速增长，2017-2020 年复合增速近 30%，截至 2021Q3 公司的固定资产（合计）为 14.94 亿。

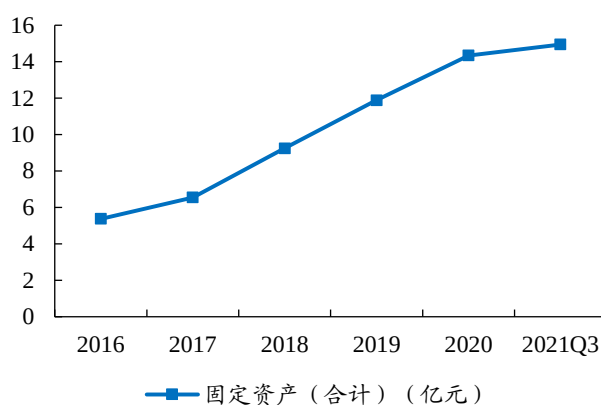
根据公司公告和 Wind 数据，公司销售毛利率基本围绕 38% 上下波动，2019 年，三大原材料环氧乙烷、甲醛和工业苯的价格整体大幅下降，原料成本下降明显，加之营业收入大幅增长，销售毛利率高达 45.44%。进入 2020 年后，受疫情影响，公司营收增速有所放缓，且公司实行新收入准则，将销售运费重分类至成本，毛利率回落。2021 年，原料环氧乙烷、甲醛价格涨幅明显，尤其进入三季度以来，环氧乙烷急速拉涨，公司毛利率承压、出现下滑。截至 2021 年前三季度，公司的销售毛利率为 33.92%，处于历史较低水平。分产品来看，高性能减水剂毛利率随原料成本波动较大，截至 2020 年为 38.59%；功能性材料毛利率近三年基本稳定在 38% 左右；技术服务毛利率水平较为可观，2020 年高达 46.21%；高效减水剂是二代（上一代）减水剂产品，毛利率水平较低，围绕着 25% 左右波动。公司销售净利率表现稳定，基本稳定在 10% 以上。

图7：2017 年上市后公司资产负债率维持在 50% 以下



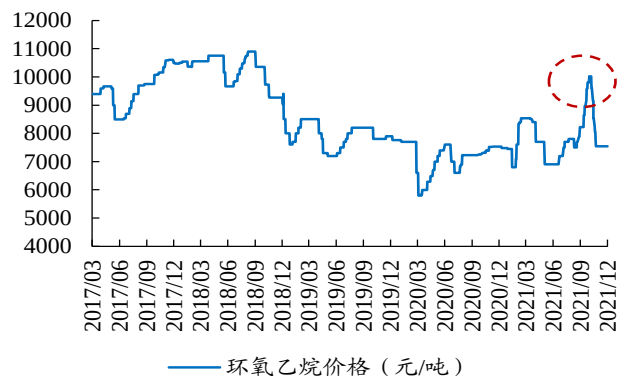
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：上市以来，随产能投放公司固定资产逐年增长



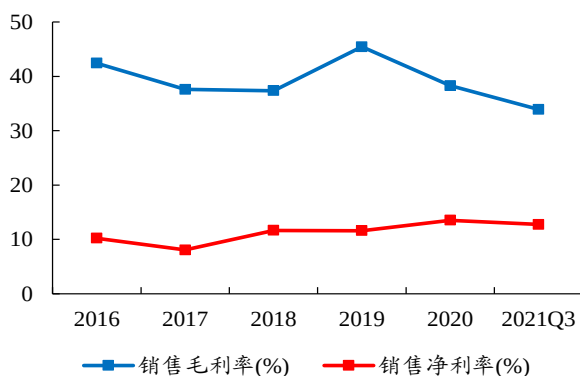
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：环氧乙烷价格在 2021 年涨幅明显

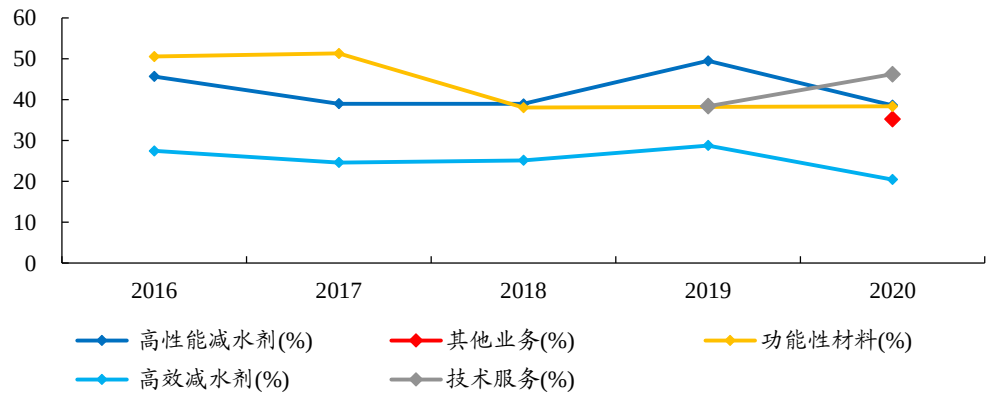


数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图10：公司销售净利率表现稳定，基本稳定在 10% 以上

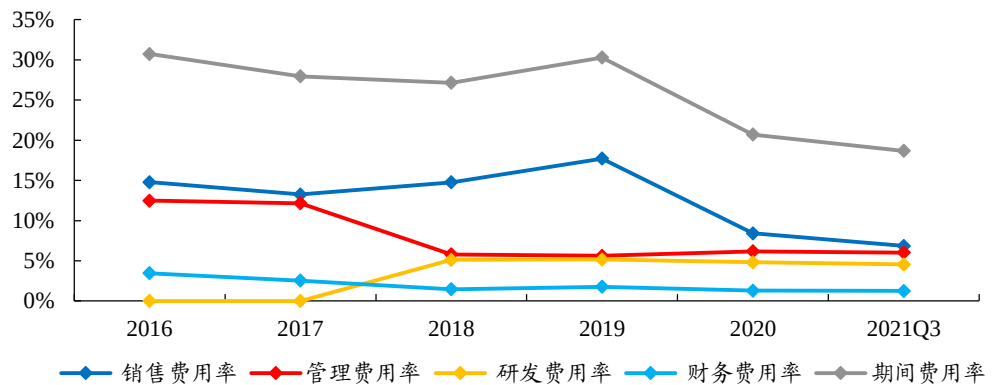


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11: 高性能减水剂、功能性材料、技术服务毛利率水平可观


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司期间费用率控制得当，研发费用保持在 5%左右。2020 年公司实行新收入准则，将销售运费重分类至成本，公司期间费用率和销售费用率下降明显。公司坚持一如既往的研发投入，2018 年起研发费用率基本保持在 5%左右。公司财务费用率逐步降低，从 2017 年刚上市的 2.54%震荡下降至 2021Q3 的 1.26%。

图12: 公司期间费用率控制得当，研发费用保持在 5%左右


数据来源: Wind、开源证券研究所

2、以研发驱动、定制化服务为主打，外加剂龙头快速成长、勇攀高峰

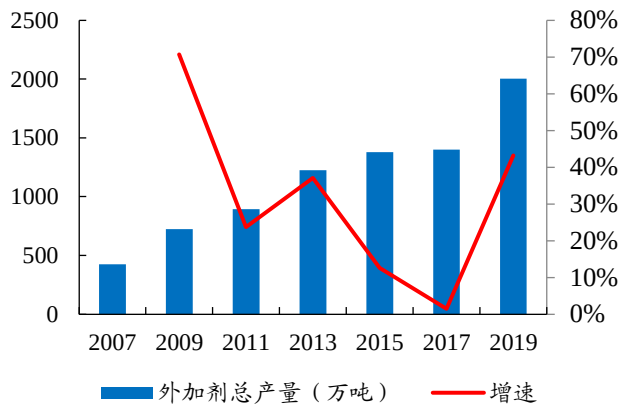
2.1、混凝土外加剂行业增速可观，看好 2022 年基建发力同步带动外加剂需求向好

混凝土外加剂是混凝土中除胶凝材料、骨料、水和纤维组分之外，在混凝土拌制之前或拌制过程中加入，用以改善新拌混凝土和（或）硬化混凝土性能，对人、生物及环境安全且无有害影响的材料。混凝土外加剂的特点是品种多、掺量小，在混凝土改性中起到重要作用，使用不同品种的混凝土外加剂，可以达到不同的效果。混

凝土外加剂按其功能可概括为以下两大类：（1）改善混凝土拌合物性能的外加剂，即减水剂，包括普通减水剂、高效减水剂、高性能减水剂等；（2）其他功能性外加剂，包括调节混凝土凝结时间、硬化性能的外加剂，如缓凝剂、早强剂和速凝剂等；改善混凝土耐久性的外加剂，如防腐剂、引气剂、防水剂、阻锈剂等；以及抗裂防渗外加剂，如膨胀剂、减缩剂等。

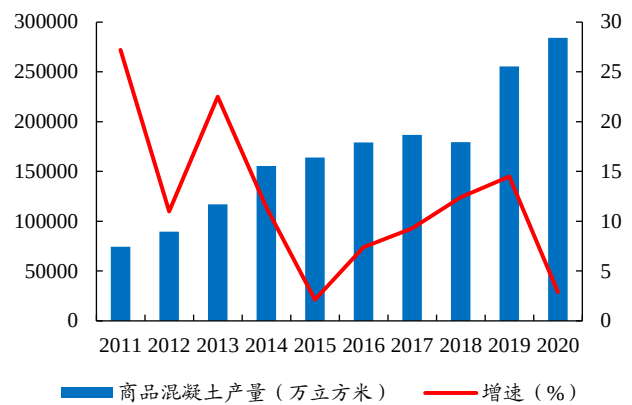
混凝土外加剂产量与混凝土产量变动趋势基本一致，与基础建设投资额息息相关。据中国混凝土与水泥制品协会数据，商品混凝土增速也在 2013 年后出现明显下滑，外加剂产量与混凝土产量呈现相似趋势。2009 年起，随着我国基础建设和房地产领域快速发展，我国混凝土外加剂产量保持较高增速，2015-2017 年增速明显回落。从宏观层面的基础建设投资完成额来看，据国家统计局数据，2014 年以后建材行业限额以上固定资产投资增速急速下滑，2015 年仅增长 6%，2016 年一度负增长，全年增速不足 1%，2017 年全国固定资产投资同比增长 7.2%，房地产、交通运输、水利、公共设施等基建领域投资增速均出现不同程度回落，固定资产投资对水泥等大宗建材产品需求拉动减弱。2017 年建材行业完成固定资产投资 1.55 万亿元，同比首次出现下降 1.7%，细分行业中只有混凝土和水泥制品、纤维及复合材料、建筑卫生陶瓷保持增长。经历了 2015-2017 年的低谷后，2019 年我国外加剂产量迎来再度迎来高速增长，截至 2019 年我国混凝土外加剂产量约达 2004 万吨，约折合市场规模 650 亿元。

虽然截至 2021 年 11 月我国基建投资呈现疲软走势，交运、水利、建筑等领域固定资产投资完成额增速欠佳，甚至出现负增长。**但是在 2022 年，在政策的强力推动下，我们认为我国基建投资有望发力，制造业投资将保持较快修复态势，两者将共同推动固定资产投资平稳增长。**2021 年 12 月 10 日举行的中央经济工作会议也提出要加快财政支出进度，适度超前开展基础设施投资。据中证网新闻，财政部副部长许宏才 12 月 16 日在国务院政策例行吹风会上表示，近期财政部已向各地提前下达了 2022 年新增专项债务限额 1.46 万亿元。地方政府债券尤其是专项债是基建投资重要资金来源，地方密集部署加快 2022 年一季度发债，将为基建项目开工备好资金弹药。据第一财经新闻，预计 2022 年一季度基建投资将保持相对较高的增速，起到稳投资、稳增长效应，预计全年增速区间为 4%~6%。

图13：除 2015-2017 年外加剂保持较高增速


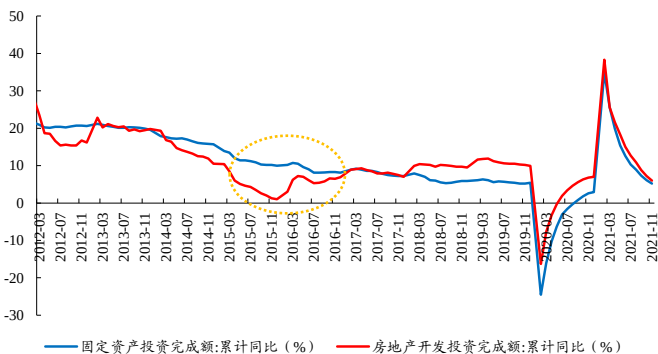
数据来源：《我国混凝土外加剂行业发展动态分析》、《当前国内外混凝土外加剂发展情况简介》、开源证券研究所

注：王玲,赵霞,高瑞军,高海琼.我国混凝土外加剂行业发展动态分析[J].新型建筑材料,2021,48(03):123-124、王玲.当前国内外混凝土外加剂发展情况简介[J].混凝土世界,2020(10):38.

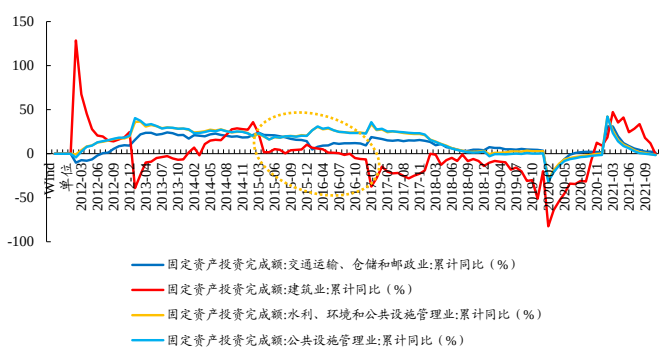
图14：我国商品混凝土产量增速在 2014-2015 年下滑


数据来源：中国混凝土与水泥制品协会、开源证券研究所

注：据中国混凝土与水泥制品协会统计说明，由于规模以上工业企业范围每年发生变化，为保证本年数据与上年可比，产品产量指标同比增长速度所采用的同期数与本期的企业统计范围相一致，和上年的数据存在口径差异。

图15：2014 年后固定资产投资完成额增速呈下滑走势


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图16：2015-2017 年建筑业固定资产投资增速下滑


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

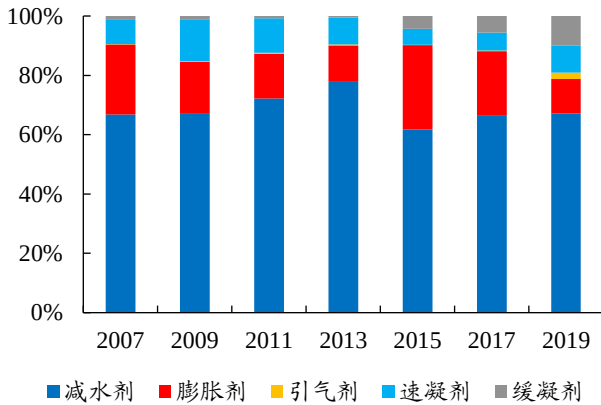
2.2、减水剂行业集中度分散，近五年 CR3 呈现上升趋势

在各类混凝土外加剂中，减水剂的产量占比最大，基本维持在 60%以上。在减水剂领域，目前市场上主流的减水剂为高性能减水剂（第三代减水剂）和高效减水剂（第二代减水剂）。高性能减水剂（聚羧酸系减水剂）具有低掺量、高减水等优点，其减水率不低于 25%，可达 40%以上，具有良好的流动性保持能力，满足混凝土的泵送施工需要以及特殊混凝土工程的减振乃至免振需求，可配制出高强、超高强、高耐久性和超流态混凝土。且聚羧酸系减水剂分子结构自由度大，可调可控性强，可根据工程需要实现“量身定制”，从而成为了现代混凝土外加剂的重点研究领域和重要发展方向。高效减水剂，主要包括萘系减水剂、脂肪族减水剂、氨基磺酸盐减水剂和密胺系减水剂等，减水率一般为 14%-24%。

由于高性能聚羧酸减水剂减水效果突出，在各类减水剂中的占比逐年提升。2011 年，聚羧酸减水剂仅占比 37.1%，萘系减水剂是主流减水剂，占比高达 46.9%。2013

年，聚羧酸减水剂的应用比例大幅提升并反超萘系减水剂，聚羧酸减水剂占比上升至 52.2%，萘系减水剂占比下滑至 37.5%。此后聚羧酸减水剂占比继续保持上升趋势，截至 2019 年，其占比已经上升至 84.4%，萘系减水剂占比下降至 9.1%。目前高性能聚羧酸减水剂已经成为市面上的主流减水剂。

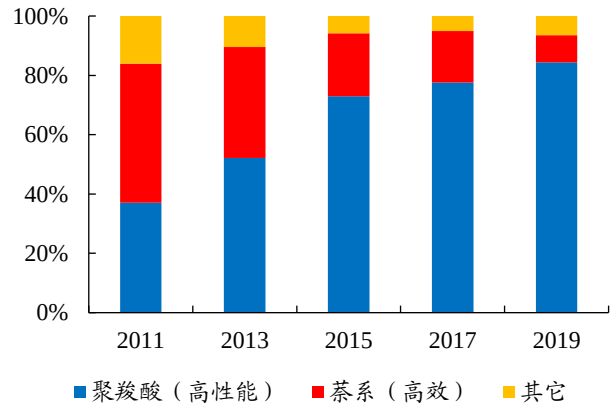
图17：减水剂在外加剂中产量占比较高



数据来源：《我国混凝土外加剂行业发展动态分析》、《当前国内外混凝土外加剂发展情况简介》、开源证券研究所

注：王玲,赵霞,高瑞军,高海琼.我国混凝土外加剂行业发展动态分析[J].新型建筑材料,2021,48(03):123-124、王玲.当前国内外混凝土外加剂发展情况简介[J].混凝土世界,2020(10):38.

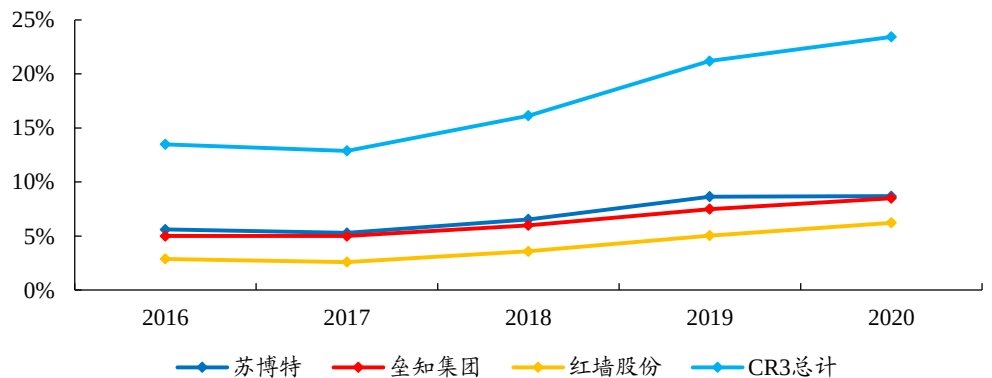
图18：近些年高性能（聚羧酸）减水剂占比逐年提升



数据来源：《我国混凝土外加剂行业发展动态分析》、《当前国内外混凝土外加剂发展情况简介》、开源证券研究所

注：王玲,赵霞,高瑞军,高海琼.我国混凝土外加剂行业发展动态分析[J].新型建筑材料,2021,48(03):123-124、王玲.当前国内外混凝土外加剂发展情况简介[J].混凝土世界,2020(10):38.

混凝土外加剂（减水剂）行业集中度十分分散，近 5 年间龙头市占率呈现上升趋势，继续看好龙头市占率持续提升。由于外加剂产量中 65%左右或以上为减水剂，因此外加剂的市场占有率基本可以反映减水剂的市场占有率情况。根据苏博特、垒知集团、红墙股份 2016-2020 年年报和经营数据，我们以销量计算，可推算出在 2016 年外加剂行业 CR3 仅为 13.5%左右，其中苏博特占比为 5.6%，垒知集团占比为 5%，红墙股份占比为 2.9%。截至 2020 年，CR3 占比已经提升至 23.4%，苏博特的占有率已经提升至 8.7%，垒知集团提升至 8.5%，红墙股份提升至 6.2%。在这 5 年间三大龙头市占率的上升趋势明显，这主要得益于龙头凭借资金优势和技术优势进行产能规模的日益扩张和销售市场的不断开拓。我们认为，当前外加剂（减水剂）行业集中度仍然较为分散，目前尚处于向龙头集中的发展阶段，我们继续看好以苏博特为代表的龙头企业将持续抢占市场份额。

图19：近五年间行业龙头市占率呈上升势头


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

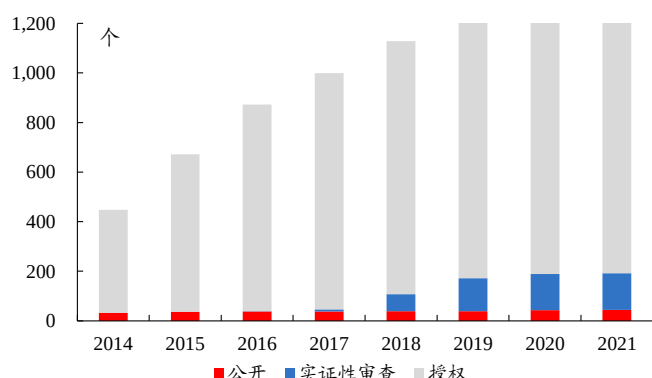
表1：苏博特市占率连续5年位于第一（以销量计算）

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
苏博特外加剂销量（万吨）	59.4	78.24	103.55	134.82	147.31
垒知集团外加剂销量（万吨）	53	74	95	117	144
红墙股份外加剂销量（万吨）	30.5	38.4	56.93	78.75	105.53
行业总销量（万吨）	1060.00	1480.00	1583.33	1560.00	1694.12
苏博特市占率	5.60%	5.29%	6.54%	8.64%	8.70%
垒知集团市占率	5%	5%	6%	7.50%	8.50%
红墙股份市占率	2.88%	2.59%	3.60%	5.05%	6.23%
CR3市占率总计	13.48%	12.88%	16.14%	21.19%	23.42%

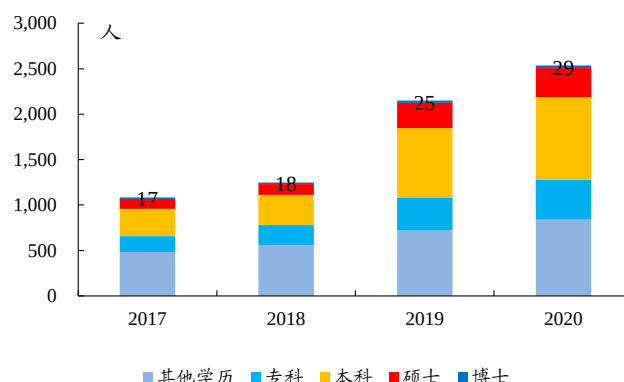
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2.3、苏博特凭借研发优势、产业链优势、多基地优势持续发力，外加剂龙头地位显著

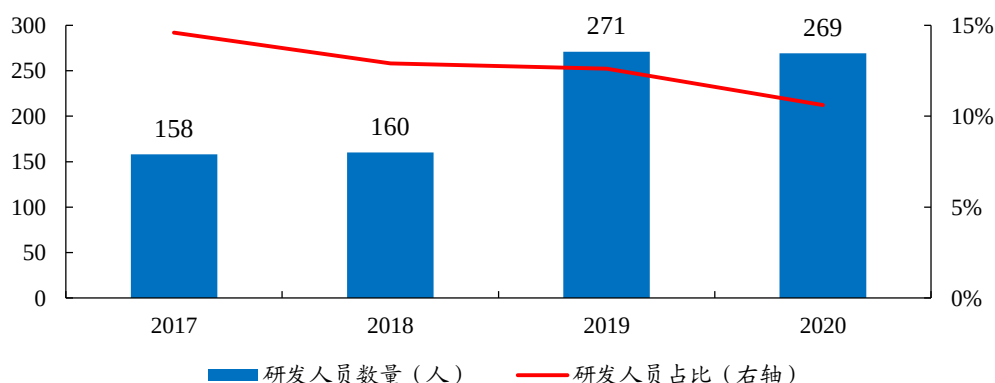
公司研发团队以缪昌文院士和刘加平院士领衔，公司强劲的研发实力以及高学历占比的人员结构是公司内生增长的坚实基础。公司在2011-2021年这十年间先后涌现了缪昌文和刘加平两位中国工程院院士，同时还培养了国家杰出青年基金获得者、国家“万人计划”领军人才冉千平教授，足以彰显公司深厚的研发实力。同时，公司的“高性能土木工程材料国家重点实验室”是行业内唯一国家级重点实验室，董事长缪昌文院士分任国家重点实验室副主任和协同创新中心主任。公司作为国内混凝土外加剂龙头，一如既往地保持优秀的发明创新能力。公司在2014-2021年期间累计取得的专利数量保持增长，2019年公司发明专利累计数量（含公开、实质性审查和授权）突破1200个，展现出持久的研发动能。公司持续强化人才培养机制，高学历人才占比逐年上升。自上市以来，公司本硕博员工数量逐年攀升，2017年公司本硕博员工数量占比仅为39%，2020年公司本硕博员工数量已经上升至近50%，其中博士数量从2017年的17人上升至2020年的29人。此外，2019-2020年，公司研发人员的数量基本保持在270人左右，占比超10%。高端研发人才的引进有助于公司建立行业领先的科技创新体系，源源不断地提升和巩固公司研发实力，为公司内生动力提供有力支撑。

图20: 公司发明专利数量保持逐年增长


数据来源: 企查查、开源证券研究所

图21: 2017 年上市以来公司硕博人数保持快速增长


数据来源: Wind、开源证券研究所

图22: 近两年公司研发人员数量保持在 270 人上下


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

得益于强研发实力,公司专注于定制化服务和差异化产品,下游大客户占比较高。在苏博特“人无我有、人有我优”的产品创新理念下,公司坚持走差异化产品、定制化服务的路线,其聚羧酸高性能减水剂产品已经成功应用于多家央企承建的国家各类重大基建项目中,包括京沪高铁、川藏铁路、三峡大坝、田湾核电站、港珠澳大桥等国家重大工程,目前公司已经和中铁、中交、三峡集团等多家央企工程局建立了长期战略合作关系。根据公司公告,截至2018年,公司前五大客户销售额占比达18.9%,下游大客户占比较高。

表2: 2018 年公司前五大客户销售额占比 18.9%

年度	序号	客户名称	销售内容	金额 (万元)	占当期营业收入比例
2018 年	1	中国中铁股份有限公司	高性能减水剂、高效减水剂、功能性材料	13,278.47	5.73%
	2	中国铁建股份有限公司	高性能减水剂、高效减水剂、功能性材料	8,861.61	3.83%
	3	中国建材集团有限公司	高性能减水剂、高效减水剂、功能性材料	8,443.28	3.65%
	4	中国交通建设股份有	高性能减水剂、高效减水	7,987.39	3.45%

年度	序号	客户名称	销售内容	金额（万元）	占当期营业收入比例
		限公司	剂、功能性材料		
	5	中国长江三峡集团有 限公司	高性能减水剂、高效减水 剂、功能性材料	5,199.93	2.25%
		合计		43,770.69	18.90%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图23：公司铁路专用减水剂应用于京沪高铁建设



资料来源：公司官网

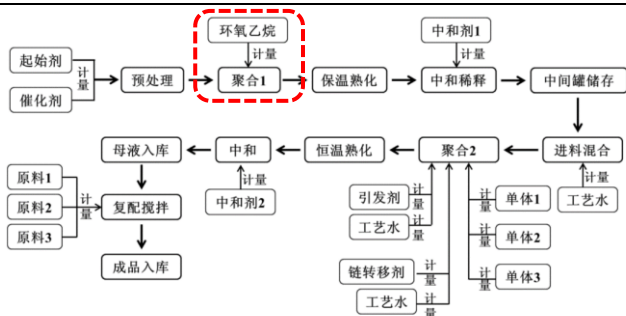
图24：公司减水剂产品应用于港珠澳大桥建设



资料来源：公司官网

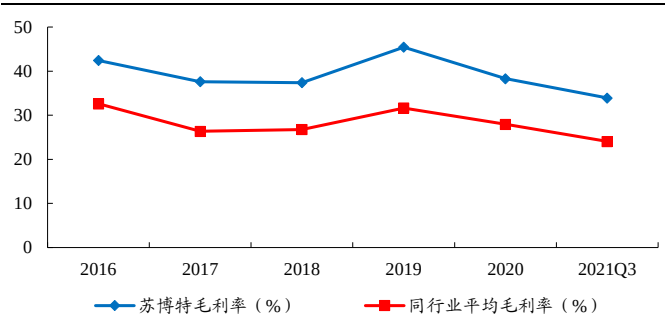
公司产业链较长，具备聚醚合成产能，一体化优势明显。作为减水剂行业龙头企业，公司较早便实现了高性能减水剂核心原材料聚醚的自主化生产。相比同行业其它厂家的聚羧酸系减水剂产品以外购聚醚单体为主要原材料，公司则以聚醚单体上游的环氧乙烷为高性能减水剂的核心原材料。拥有聚醚自主化生产线有效消除了从环氧乙烷到聚醚的生产加工差价对公司采购成本的影响，是公司高性能减水剂产品毛利率及外加剂产品综合毛利率高于竞争对手的重要原因之一。根据各公司财报数据显示，2016-2021Q3 苏博特的毛利率水平基本高于同行业平均毛利率 10pcts 左右，毛利率水平差异较为显著。

图25：公司产业链较长，拥有聚醚合成生产能力



资料来源：苏博特招股说明书、开源证券研究所

图26：公司毛利率水平始终高于行业平均毛利率



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

公司产能扩张有序，多基地规划和布局持续兑现，助推公司销售覆盖范围持续扩大。目前公司拥有江苏（南京、泰兴、镇江）、天津、四川大英、新疆等多基地布局，其中，在南京、泰兴基地拥有聚醚合成产能，其余基地具备减水剂母液和复配产能，镇江基地以功能性材料产品为主。当前，公司生产基地已经遍布华东、华北、西南、西北，助力公司抢占市场份额。2021年1月，公司发布公告将于广东江门投建

苏博特高性能土木工程新材料产业基地项目，项目预计总投资人民币 5 亿元；根据公司 2021 年 12 月 27 日发布的《公开发行可转换公司债券募集资金使用的可行性分析报告（修订稿）》公告，项目一期将先行投入 2.6 亿元，用于建设 10 万吨聚羧酸高性能减水剂母液、27 万吨聚羧酸系高性能减水剂成品、6 万吨速凝剂、1 万吨阻锈剂。目前该项目正在如火如荼的建设中，根据项目建设进度，我们预计将于 2022 年投产，公司将凭借该项目进一步打开华南市场。此外，《公开发行可转换公司债券募集资金使用的可行性分析报告（修订稿）》中提及，将投资 1.98 亿元用于建设年产 37 万吨高性能土木工程材料产业化基地项目，根据项目建设进度，我们预计将于 2022 年投产。2021 年 9 月，公司再度发布公告，将于连云港徐圩新区投资建设年产 80 万吨建筑用化学功能性新材料项目，项目预计总投资 13.8 亿元，预计项目将包括聚醚合成产能，有力支撑公司下游减水剂的扩张计划，根据建设周期我们预计将于 2023-2024 年拉开投产序幕。

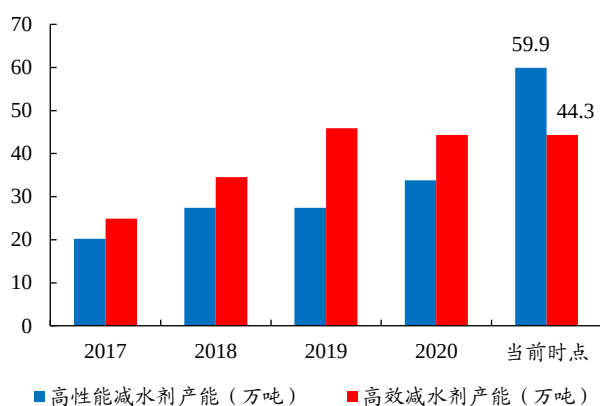
表3：公司产能扩张有序进行，目前公司已经形成全国多基地布局

募集方式	投产时间	项目名称	项目内容	项目地址	投资额
IPO 募集	已投产	高性能混凝土外加剂产业基地建设项目	项目主要产品为高效减水剂，设计产能 65 万吨，主要产品为萘系高效减水剂 30 万吨、脂肪族系高效减水剂 20 万吨、氨基磺酸盐系高效减水剂 10 万吨等。	泰兴基地	5.2 亿元
	已投产	建筑和混凝土特种工程材料生产线建设项目	项目主要产品为功能性材料，设计产能 20 万吨，包括混凝土裂缝控制材料 7 万吨、功能性水泥基材料 6 万吨和混凝土耐久性提升材料 7 万吨。	镇江基地	2.4 亿元
	已投产	高性能外加剂建设项目	项目主要产品为聚羧酸系高性能减水剂，设计产能 20 万吨，包括聚羧酸系高性能减水剂 15 万吨、萘系高效减水剂 4 万吨等。	新疆基地	9881 万元
可转债	已投产	年产 62 万吨高性能混凝土外加剂建设项目	年产 10 万吨聚醚、50 万吨聚羧酸减水剂、1.5 万吨丙烯酸羟酯、0.5 万吨液体烯醇钠	泰兴基地	1.4 亿元
自有资金	已投产	西部高性能土木工程材料产业基地项目	年产聚羧酸系列减水剂 30 万吨、年产速凝剂 10 万吨、年产功能性水泥基材料 10 万吨。	四川大英基地	1.5 亿元
可转债	预计 2022 年	苏博特高性能土木工程新材料产业基地项目（一期）	形成 44 万吨高性能土木工程新材料生产能力，其中包括 10 万吨聚羧酸系高性能减水剂母液、27 万吨聚羧酸系高性能减水剂成品、6 万吨速凝剂、1 万吨阻锈剂。	广东江门基地	2.6 亿元
可转债	预计 2022 年	年产 37 万吨高性能土木工程材料产业化基地项目	形成年产 37 万吨新型道路功能材料、高性能灌浆材料、超高性能水泥基材料、修补加固材料及工程纤维的生产能力。	镇江基地	2.0 亿元
可转债	预计 2022-2023 年	高性能建筑高分子材料产业化基地项目（一期）	新增 500 万平米/年的 TPO 防水卷材以及 500 万平米/年的高分子/自粘防水卷材生产能力	南京基地	1.2 亿元

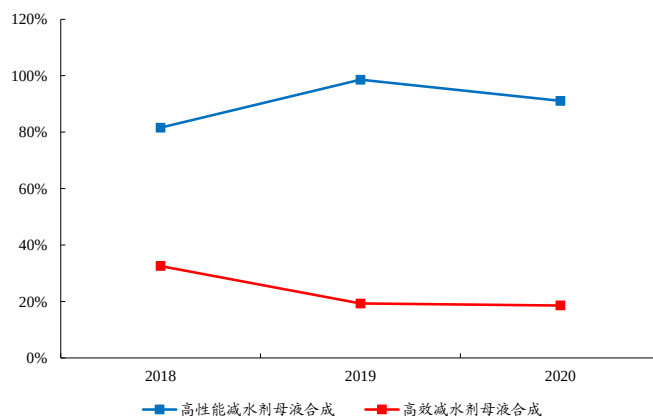
资料来源：公司公告、开源证券研究所

当前公司具备 59.9 万吨高性能减水剂母液产能，44.3 万吨高效减水剂母液产能。根据公司公布的产能利用率，高性能减水剂母液的产能利用率近三年基本位于 80%

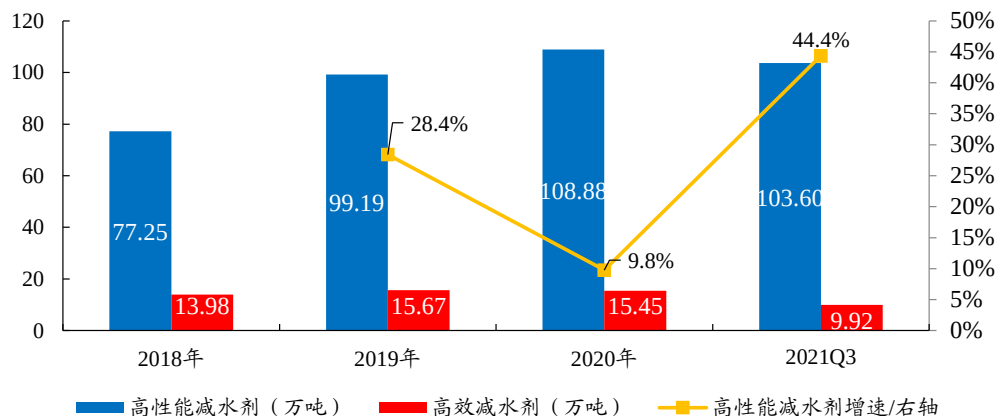
以上，高效减水剂产能利用率偏低，2019年和2020年分别为19.3%和18.6%，这主要是由于目前第三代聚羧酸高性能减水剂为主流减水剂，第二代萘系等高效减水剂正在被高性能减水剂逐步取代，导致产能释放不足。从公司成品销售上来看，公司上市至今，随着高性能减水剂产能扩张抢占市场份额，其销量增速也保持快速增长。2020年上半年，由于受到新冠疫情的冲击，公司产品销量增速放缓，但高性能减水剂的全年销量仍然微增9.8%；截至2021Q3销量增速同比大增44.4%，展现出一如既往的稳健和较强的抗风险能力。

图27：公司目前具备59.9万吨高性能减水剂母液产能


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图28：高性能减水剂母液产能利用率较高


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图29：公司高性能减水剂销量逐年增长，同时保持较高增速


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、功能性材料、检测业务潜力十足，建筑新材料空间广阔

3.1、海上风电蓬勃发展，风电灌浆料迎快速增长，公司作为国内唯一龙头增长潜力蓄势待发

碳中和背景下，海上风电、平价并网推动风电景气向上。风力发电是依靠风力发电机，将风的动能转化为机械动能，再进而转化为电力动能。风电作为主要清洁能源的一种，近十年来持续发展，据 GWEC，2009-2020 年中国风电累计装机量从 25.81GW 增长到 288.32GW。风电可分为海上风电和陆上风电，海上风电是指在沿海多年平均大潮高潮线以下海域或相关海域内无居民海岛上的风电开发，据 GWEC，2020 年国内海上风电新增装机占总新增装机比例为 5.88%。海上风电虽然发展较晚，但具有节约土地资源、风能资源丰富、规模集群效应显著、发电状态稳定等优势，未来潜力可期。GWEC 预计 2020-2025 年全球陆上/海上风电新增装机量 CAGR 分别为 0.32%/31.41%，预计 2025 年全球海上风电新增装机量占比将达 21.30%，从整体规模来看，陆上风电将呈稳定增长、海上风电呈快速增长。

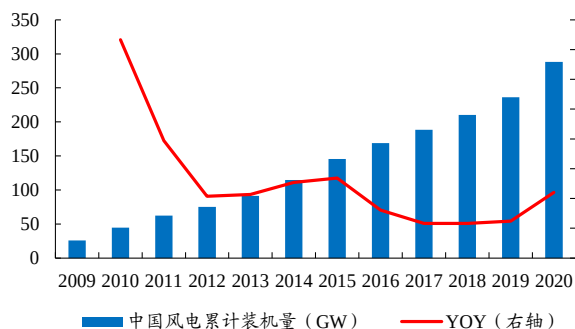
平价上网推动近两年海上风电“抢装潮”。2019 年 5 月 21 日，国家发改委公布《关于完善风电上网电价政策的通知》，2019、2020 年新核准近海风电指导价调整为每千瓦时 0.8、0.75 元，项目实际电价不得高于上述指导价。2018 年底前已核准的海上风电项目，在 2021 年底前全部机组完成并网的执行核准时的上网电价，2022 年及以后全部机组完成并网的执行并网年份的指导价。2020 年 1 月财政部、国家发展改革委、国家能源局联合下发《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》（财建〔2020〕4 号），文件提出，新增海上风电不再纳入中央财政补贴范围，按规定完成核准（备案）并于 2021 年 12 月 31 日前全部机组完成并网的存量海上风力发电，按相应价格政策纳入中央财政补贴范围。

据国家能源局数据，2021 年 1-9 月，全国风电新增并网装机 16.43GW，其中陆上风电新增装机 12.61GW、海上风电新增装机 3.82GW，海上风电比例大幅上升至 23%。从新增装机分布看，中东部和南方地区占比约 60%，“三北”地区占 40%，风电开发布局进一步优化。截至 2021 年 9 月底，全国风电累计装机 297GW，其中陆上风电累计装机 284GW、海上风电累计装机 13GW。尽管未来补贴退坡，但是在“双碳目标”的有力推动下，风电作为绿电的一种，其快速发展的势头势不可挡，当前一批海上风电项目呼之欲出，多地明确海上风电基地建设计划。据上海证券报新闻，2021 年 6 月，福建省漳州市政府提出 50GW 的海上风电大基地开发方案，目前漳州市政府已经同 12 家中国能源开发、建设、规划设计、设备制造头部企业签订漳州大风电基地开发协议，国家能源集团、华能集团、华电集团、中核集团、中船集团、金风科技、水电水利规划设计总院、华东院等巨头都加入开发阵营，预计最快 2022 年年底前可获得国家能源局批复。广西海上风电规划于 2021 年 11 月 1 日正式获得国家能源局批复，能源局先期批复全区海上风电规划装机量 7.5GW，要求力争 2025 年前建成并网 3GW。此前，广西已明确将海上风电作为“十四五”能源和产业发展的重点方向，规划海上风电场址 25 个，总装机容量 22.5GW，其中“十四五”期间将力争核准海上风电 8GW 以上并投产 3GW。广东省能源局于 2021 年 11 月 18 日启动海上风电新增场址前期工作项目，预算金额达 7960 万元。其中，粤西千万千瓦海上风电基地（含湛江徐闻东、阳江三山、江门川岛、珠海高栏）覆盖湛江海域、阳江海域、江门海域、珠海海域的海上风电场。粤东千万千瓦海上风电基地（含红海湾、粤东近海深水区域场址一到场址八）覆盖汕尾海域、揭阳海域、汕头海域的海上风电场。根据此

前广东省发布的《促进海上风电有序开发和相关产业可持续发展的实施方案》，到2021年底，全省海上风电累计建成投产装机容量达到4GW；到2025年底，力争达到18GW，在全国率先实现平价并网。此外，江苏省已经上报所有可开发的海上风电资源，目前已经建成的总量在60GW左右，2021年将投产的有10GW以上，还有大概10GW的近海资源需要开发，深远海资源有30GW左右待开发。山东也将聚焦渤中、半岛北、半岛南三大片区，推进海上风电集中连片、深水远岸开发应用示范，打造千万千瓦级海上风电基地和千亿级山东半岛海洋风电装备制造产业基地。

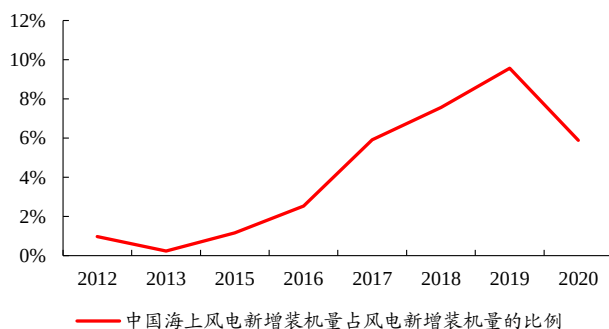
据中国能源报新闻，预计“十四五”期间，我国海上风电累计新增规模将达到45GW，即年均实现9GW海上风电新增装机量。2021年11月16日，中欧海上风电产业合作与技术创新论坛在盐城召开，国家能源局新能源司副司长王大鹏出席论坛并致辞，提及风电场布局从近海向深水沿岸转变，目前海洋生态环境保护意识逐步增强，近海海上风电总体开发潜力有限，“十四五”中后期近海资源初步紧张。同时，借鉴欧洲海上风电经验趋势，中国海上风电建设海域由近及远发展是必然趋势。海上风电机组大型化同样也是近年来的发展趋势，在风电机组单位千瓦建设成本大致相同的情况下，大功率机组不仅发电量更高，随着机位数的减少，运输、吊装、以及线路等费用的节省同样可观。在“单位千瓦成本一定，追求发电量最高”的导向下，风机单机功率的增大成为不可逆转之势。

图30：2009-2020年中国风电累计装机量大幅增长



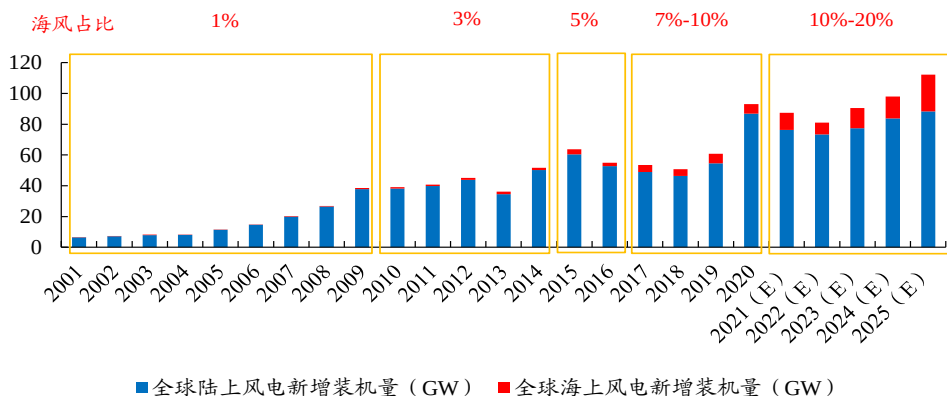
数据来源：GWEC、开源证券研究所

图31：2020年中国海上风电新增装机占比为5.88%



数据来源：GWEC、开源证券研究所

图32：预计全球海上风电新增装机量占风电新增装机量比例呈上升趋势



数据来源：GWEC、开源证券研究所

海上风电灌浆料对性能要求严苛，具有较高的技术壁垒，国产化也势在必行。风机基础灌浆料适用于陆地、潮间带及海上风电场风机、升压站等基础的灌浆和调平，同时也适用于其它有高强、高耐久要求的设备基础安装工程。根据论文《海上风电导管架灌浆原型试验研究》，海上风电导管架灌浆料需要具备低用水量、大流动性、高早强、超高强、微膨胀、高耐久等特点。灌浆料的性能决定了导管架灌浆部位的安全性和稳定性，风电机组的质量及受力情况决定灌浆料的性能要求。灌浆料对风电基础不仅起受力缓冲作用，同时也起提高结构安全性和稳定性的作用。由中交港湾研发的 UHPG 系列海上风电导管架灌浆连接材料产品为均布超细颗粒致密体系水泥基材料，采用聚合物改性和纳米增强技术研发而成，产品是以特种水泥、超细矿物掺合料、纳米微粉和复合膨胀剂等组成的胶凝材料与优质天然高强石英砂、高性能减水剂、聚合物和其他各类化学改性剂组成的干混材料。根据论文《海上风电导管架结构与桩基灌浆连接施工工艺》，提到海上风机结构所受到的力极为复杂，包括风机叶片和风机自身旋转以及塔桶造成的风机载荷、波浪力、潮流力、船舶的撞击力等，这就决定了近海风电导管架基础的灌浆连接尤其重要，尤其是在灌浆材料的选择和灌浆质量的控制等方面的要求将更加严格。同时，国产灌浆料与国外进口产品相比，具备短距离运输、供货周期短、售后服务响应及时等优点，长期来看海上风电灌浆料国产化是必然趋势。

灌浆料作为海上风机安装过程中的关键材料，将随着海上风电的蓬勃发展迎来快速增长。我们假设一台海上风机约使用 100-200 吨灌浆料，目前主流海上风机大约为 8MW，据中国能源报新闻，“十四五”期间海上风电装机量累计达 45GW，则平均每年需要新增 9GW，对应每年约 11.3-22.5 万吨灌浆料需求，目前海上风机灌浆料价格大约为 5000 元/吨左右，对应 5.6-11.3 亿元市场规模。值得注意的是，随着海上风电向着大型化和深海化发展，单台风机灌浆料的使用量或将随之增长。目前国内灌浆料市场大多被海外化工巨头 Sika 和 BASF 占据，苏博特作为国内灌浆料龙头企业正在快速崛起。公司的风电灌浆料产品已成功应用于福建莆田南日岛 400MW 海上风电场、江苏龙源如东海上风电场示范 200MW 扩建项目、中水电江苏如东海上风电场 100MW 示范项目等多个工程。

图33：碳中和背景下海上风电蓬勃发展



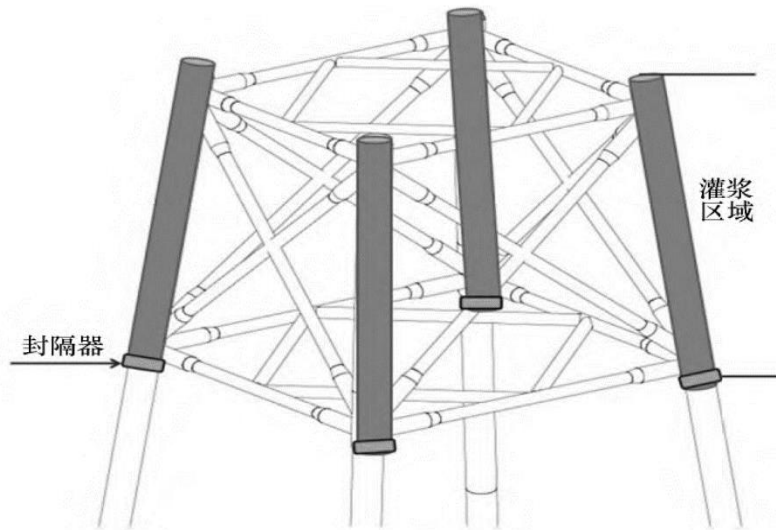
资料来源：搜狐新闻

图34：导管架式为海上风电机组固定式支撑结构的一种



资料来源：搜狐新闻

图35: 灌浆料的性能决定了导管架灌浆部位的安全性和稳定性



资料来源: 王大鹏,许卫士,李鸿运.海上风电导管架结构与桩基灌浆连接施工工艺[J].海洋开发与管理,2018,S1:88

3.2、抗裂材料和 UHPC 进一步彰显公司在混凝土外加剂领域全方位的研发实力和卓越竞争力

公司裂缝控制材料系列产品下设“水分蒸发抑制材料”、“温控抗裂材料”和“减缩抗裂材料”三大类。水分蒸发抑制材料,可实现混凝土表面分阶段、全过程的保湿养护,解决混凝土水分蒸发而引起的塑性开裂和干燥开裂问题。温控抗裂材料可解决混凝土硬化阶段的收缩开裂难题,可根据工程结构需求提供定制化配方,适用于超长、强约束、大体积等结构,目前已经成功应用于徐州地铁、太湖隧道、沪通大桥、禄口国际机场等重点工程。减缩抗裂材料是一种聚醚类减缩型外加剂,可以有效减少混凝土体积收缩,大大提高混凝土的抗裂性能,延长混凝土材料的服役寿命。

混凝土收缩开裂及其引起的渗漏一直是隧道工程建设与运营维护的一大顽疾,严重影响其使用功能与耐久性。为解决这一难题,在项目建设初期,在江苏省交通工程建设局统一组织领导下,苏博特便组建了包括中国工程院院士、国务院特殊津贴专家在内的涉及有机、无机、结构等多学科交叉的科研团队,开展《太湖隧道混凝土结构抗裂及防水成套技术研究》课题研究工作,公司提出的低收缩、高抗裂混凝土成套技术方案在太湖隧道工程中得以全面应用,以强劲研发实力确保隧道工程建设期“天衣无缝、滴水不漏”,助力工程成为交通运输部首批立项的科技示范工程及江苏交通工程建设领域最具代表性的平安百年样板工程。在太湖隧道 1440 多个日夜夜的建设过程中,在太湖隧道主体结构 140 余万方大体积混凝土中,凝聚并浇筑了苏博特人的智慧和汗水。

公司的超高性能混凝土(简称 UHPC)是一种新型高技术混凝土,具有超高强度、超高韧性和优异耐久性等技术优势。该系列产品专注于超高性能混凝土规模化应用中存在的技术问题,实现了 UHPC 常规工艺制备,具有低粘度、可泵送、低收缩和高稳定性等特点,构建了超高性能混凝土在桥面铺装、装配式连接等领域成套应用技术,并广泛应用于南京长江第五大桥、上海松浦大桥、宁波机场路湿接缝、XXX 防护等 20 余项重点工程。

图36: 在太湖隧道中浇筑了苏博特人的智慧和汗水



资料来源: 苏博特微信公众号

图37: UHPC 应用于南京长江第五大桥钢-混组合结构

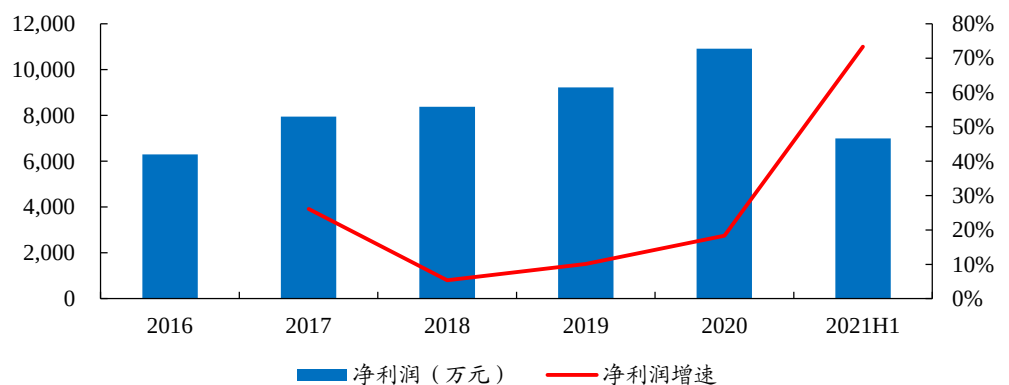


资料来源: 公司官网

3.3、进军检测业务，助力公司优化业务结构、形成协同效应

进军盈利能力稳健、空间广阔的检测领域，有助于公司优化业务结构并形成协同效应。2019年1月29日，公司发布《关于公开发行可转换公司债券预案的公告》，募集资金中的3.89亿元将用于收购江苏省建筑工程质量检测中心有限公司（以下简称“检测中心”）58%的股权。本次收购检测中心承诺2019年度、2020年度、2021年度实现的净利润分别不低于人民币8,400万元、8,800万元、9,200万元。公司于2019年4月完成收购，检测中心并入当期合并报表。公司通过收购检测中心业务，成功进军稳健增长和空间广阔的检测领域，进一步使得公司业务结构多元化，提升盈利能力。本次收购也有助于公司通过检测业务，深度发现土木工程材料领域客户对混凝土新材料与应用技术的需求，有利于公司挖掘客户需求、拓展客户群体，形成良好的渠道拓宽效应。2018年至今，检测中心业务净利润保持快速增长，2016-2020年间净利润复合增速为14.7%。

图38: 2016年至今公司检测业务净利润增速保持快速增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

高性能减水剂: 随公司广东江门基地等新基地产能逐步投放，公司销售半径进

进一步扩大，公司市场占有率进一步提升。我们假设公司 2021-2023 年营收增长分别为 22.70%、21.98%、16.67%，假设公司 2021-2023 年毛利率分别为 33.92%、37%、37%。

高效减水剂： 由于目前市场主流减水剂为高性能减水剂，高效减水剂应用范围基本稳定或将继续收缩。我们假设高效减水剂营收增速保持平稳，2021-2023 年毛利率水平分别为 20%、24%、25%。

功能性材料： 我们预计公司镇江功能性材料基地将于 2022 年中开始逐步投产，广东江门基地也将于 2022 年下半年逐步释放产能，我们假设 2021-2023 年公司功能性材料营收增速分别为 17.89%、46.34%、40.77%，毛利率分别为 33.92%、37%、37%。

技术服务： 公司自收购技术服务业务以来，业绩增速保持稳健增长，我们假设 2021-2023 年，公司技术服务营收增速分别为 37.92%、13.89%、28.05%，毛利率水平稳定在 45%左右。

表4：公司业绩拆分与盈利预测

报告期	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
高性能减水剂						
营业收入（亿元）	18.20	23.27	23.98	29.42	35.89	41.88
营收 YOY		27.81%	3.06%	22.70%	21.98%	16.67%
营业成本（亿元）	11.11	11.76	14.73	19.44	22.61	26.38
毛利（亿元）	7.09	11.51	9.25	9.98	13.28	15.49
毛利率	38.95%	49.47%	38.59%	33.92%	37.00%	37.00%
高效减水剂						
营业收入（亿元）	2.48	2.82	2.69	2.24	2.34	2.34
营收 YOY		13.70%	-4.86%	-16.50%	4.10%	0.00%
营业成本（亿元）	1.86	2.01	2.14	1.79	1.77	1.75
毛利（亿元）	0.62	0.81	0.55	0.45	0.56	0.58
毛利率	25.14%	28.78%	20.45%	20.00%	24.00%	25.00%
功能性材料						
营业收入（亿元）	2.43	3.67	4.31	5.08	7.43	10.46
营收 YOY		50.85%	17.54%	17.89%	46.34%	40.77%
营业成本（亿元）	1.51	2.27	2.66	3.36	4.68	6.59
毛利（亿元）	0.92	1.40	1.65	1.72	2.75	3.87
毛利率	38.04%	38.21%	38.36%	33.92%	37.00%	37.00%
技术服务						
营业收入（亿元）		3.11	5.22	7.20	8.20	10.50
营收 YOY			68.10%	37.92%	13.89%	28.05%
营业成本（亿元）		1.91	2.81	3.96	4.51	5.78
毛利（亿元）		1.19	2.41	3.24	3.69	4.73
毛利率		38.40%	46.21%	45.00%	45.00%	45.00%

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们选取混凝土外加剂头部企业垒知集团、红墙股份进行可比公司估值。公司当前 PE 为 20.70 倍，高于可比公司 14.77 倍的平均 PE；公司当前 PEG 为 1.04 倍，远低于可比公司 11.44 倍的平均 PEG，公司成长性突出。我们认为，苏博特作为混凝土外加剂行业龙头，注重研发投入，两名中国工程院院士足以证明公司在外加剂领域

的强大实力；公司产能扩张有序，在保持高成长性的同时，将持续提升市场占有率。我们预测公司 2021-2023 年归母净利润为 5.29 亿元、7.25 亿元、8.57 亿元，EPS 分别为 1.26、1.72、2.04 元/股，当前股价对应 2021-2023PE 为 20.7、15.1、12.8 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表5：可比公司盈利预测与估值

公司代码	公司简称	收盘价	归母净利润增速（%）				PE（倍）				PEG			
		2022 年 1 月 13 日	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
002809.SZ	红墙股份	10.92	10.59	5.88	18.19	40.80	15.67	15.05	12.74	9.05	1.48	2.56	0.70	0.22
002398.SZ	垒知集团	7.54	-7.45	0.71	38.85	24.40	14.83	14.48	10.43	8.38	-1.99	20.33	0.27	0.34
	平均						15.25	14.77	11.58	8.72	-0.25	11.44	0.48	0.28
603916.SH	苏博特	26.04	24.40	19.95	37.04	18.33	24.83	20.70	15.11	12.77	1.02	1.04	0.41	0.70

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：红墙股份、垒知集团的盈利预测与估值来自 Wind 一致预期。

5、风险提示

产能投放不及预期，下游基建和地产增速大幅下滑，宏观经济下行。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3235	4239	4635	5269	6285
现金	507	986	878	1370	1710
应收票据及应收账款	2392	2676	3180	3186	3718
其他应收款	48	58	64	84	100
预付账款	84	97	144	145	200
存货	187	315	321	428	487
其他流动资产	17	106	47	57	70
非流动资产	1773	2174	2316	2653	3020
长期投资	0	88	118	158	211
固定资产	1188	1434	1629	1904	2206
无形资产	210	248	251	255	262
其他非流动资产	376	404	317	335	341
资产总计	5008	6413	6952	7922	9305
流动负债	2257	2488	2637	2945	3529
短期借款	870	785	646	654	867
应付票据及应付账款	523	851	885	1246	1185
其他流动负债	864	852	1106	1045	1477
非流动负债	122	159	119	127	125
长期借款	26	33	27	22	18
其他非流动负债	96	126	92	105	107
负债合计	2380	2648	2757	3072	3654
少数股东权益	237	302	329	375	442
股本	311	350	420	420	420
资本公积	1071	1788	1718	1718	1718
留存收益	1044	1391	1769	2319	2977
归属母公司股东权益	2391	3463	3866	4475	5209
负债和股东权益	5008	6413	6952	7922	9305

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	419	333	529	1145	850
净利润	384	493	556	770	925
折旧摊销	114	137	145	175	186
财务费用	58	47	47	47	43
投资损失	0	-3	-1	-1	-1
营运资金变动	-157	-372	-223	156	-305
其他经营现金流	20	30	4	-4	1
投资活动现金流	-194	-527	-297	-506	-553
资本支出	222	348	127	292	313
长期投资	-1	-97	-30	-41	-53
其他投资现金流	28	-276	-200	-256	-293
筹资活动现金流	-70	479	-354	-133	44
短期借款	45	-85	-153	22	213
长期借款	26	7	-6	-5	-5
普通股增加	1	40	70	0	0
资本公积增加	13	717	-70	0	0
其他筹资现金流	-155	-201	-195	-150	-165
现金净增加额	156	448	-122	505	341

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3307	3652	4392	5412	6559
营业成本	1804	2254	2865	3409	4132
营业税金及附加	31	32	42	50	61
营业费用	586	308	316	400	479
管理费用	186	225	277	341	420
研发费用	171	176	202	271	328
财务费用	58	47	47	47	43
资产减值损失	0	-1	0	0	0
其他收益	24	17	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	3	1	1	1
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	464	592	644	894	1097
营业外收入	0	1	32	40	18
营业外支出	4	5	4	4	4
利润总额	460	588	673	930	1112
所得税	76	95	117	159	187
净利润	384	493	556	770	925
少数股东损益	30	53	27	46	68
归母净利润	354	441	529	725	857
EBITDA	613	746	834	1112	1299
EPS(元)	0.84	1.05	1.26	1.72	2.04

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	42.8	10.5	20.3	23.2	21.2
营业利润(%)	122.0	27.8	8.7	38.8	22.8
归属于母公司净利润(%)	32.0	24.4	20.0	37.0	18.3
获利能力					
毛利率(%)	45.4	38.3	34.8	37.0	37.0
净利率(%)	10.7	12.1	12.0	13.4	13.1
ROE(%)	14.6	13.1	13.3	15.9	16.4
ROIC(%)	12.3	11.6	12.3	14.8	14.9
偿债能力					
资产负债率(%)	47.5	41.3	39.7	38.8	39.3
净负债比率(%)	18.5	-1.4	-2.6	-12.1	-12.7
流动比率	1.4	1.7	1.8	1.8	1.8
速动比率	1.3	1.5	1.6	1.6	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	1.6	1.4	1.5	1.7	1.9
应付账款周转率	4.1	3.3	3.3	3.2	3.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.84	1.05	1.26	1.72	2.04
每股经营现金流(最新摊薄)	1.00	0.79	1.26	2.72	2.02
每股净资产(最新摊薄)	5.69	8.24	9.20	10.65	12.39
估值比率					
P/E	30.9	24.8	20.7	15.1	12.8
P/B	4.6	3.2	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	19.0	15.0	13.4	9.7	8.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn