

投资评级：增持（维持）
报告日期：2022年10月26日
市场数据

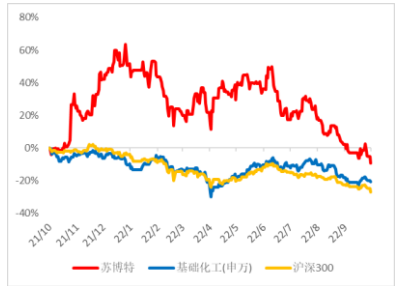
目前股价	15.22
总市值（亿元）	63.97
流通市值（亿元）	63.70
总股本（万股）	42,031
流通股本（万股）	41,854
12个月最高/最低	28.31/15.22

分析师

分析师：花江月 S1070522100002

☎ 0755-83667984

✉ huajiangyue@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<业绩暂时承压，多方布局未来发展可期>> 2022-08-28

<<主要产品销售价格提升，业绩基本保持稳定>> 2022-04-28

<<全年业绩增速良好，Q4毛利率明显改善>> 2022-04-17

销量下降致业绩承压，Q4需求有望改善

——苏博特（603916）公司动态点评

盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3652	4522	4169	5428	6549
(+/-%)	10.5%	23.8%	-7.8%	30.2%	20.7%
归母净利润（百万元）	441	533	450	660	795
(+/-%)	24.4%	20.9%	-15.6%	46.7%	20.5%
摊薄EPS（元/股）	1.39	1.27	1.07	1.57	1.89
PE	11	12	15	10	8

资料来源：长城证券研究院

核心观点

事件：公司披露2022年三季报，前三季度公司实现营收27.15亿元，同比下降16.02%；归母净利润2.35亿元，同比下降35.8%；扣非净利润2.12亿元，同比下降39.2%，对此点评如下：

价升量跌致业绩阶段性承压，看好Q4需求及盈利的修复。公司单三季度营业收入同比下降18.55%至9.65亿元，归母净利润同比下降52.72%至7,138.02万元。**1) 价升量跌致收入、净利润下降。**前三季度公司高性能减水剂/高效减水剂/功能性材料销售收入分别达17.31/0.70/3.58亿元，同比下降18%/58%/10%；销量分别达82.08/3.68/18.91万吨，同比下降21%/63%/16%，1-9月平均销售价格同比上涨2.89%/12.02%/6.49%。**9月当月基建投资增速达16.3%（8月15.4%），继续保持良好增速，Q4下游需求有望修复。****2) 成本下降/费用率上升分别致毛利率/净利率同比变动0.23pct/-2.34pct。**前三季度公司毛利率/净利率同比分别变动0.23pct/-2.34pct至34.15%/10.40%。成本端，1-9月公司环氧乙烷平均采购价格同比下降0.54%，甲醛平均采购价格同比下降18.62%。费用端，公司前三季度销售/管理费用率分别增加2.37pct/1.37pct至9.21%/7.40%。**3) 经营活动净现金流同比减少150%。**前三季度经营活动产生的现金流量净额同比减少150.48%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增长所致。

江门基地进入试生产，产能持续投放，奠基未来发展。公司10月20日在投资者互动平台表示，广东江门基地已进入试生产阶段，镇江项目将于年底前完成主体建设，预计2023年4-5月投产。其中广东江门基地包括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，投产后公司全国布局将基本形成，在华南地区市占率也有望快速提升；另外公司拟在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，支撑减水剂主业及功能性产品的持续增长。

投资建议：销量下降致业绩承压，Q4需求有望改善，维持增持评级。预计公司2022~2024年的归母净利润分别为4.5、6.6、8.0亿元，同比变动-15.6%、

46.7%、20.5%，对应 PE 市盈率分别为 15、10、8 倍。公司全国布局，研发、技术实力强劲。四川大英、广东江门、镇江项目投产后，产能快速扩张。公司高端产品占比上升、基建项目拓展顺利，有望对冲下游需求下滑的风险。

风险提示：原材料环氧乙烷等价格上涨或超预期；下游混凝土需求或低于预期；环保政策或出现反复；行业竞争加剧；应收账款回收进度低于预期等。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,652.25	4,521.84	4,169.14	5,428.22	6,549.15	成长性					
营业成本	2,253.88	2,925.93	2,751.63	3,512.60	4,267.42	营业收入增长	10.45%	23.81%	-7.80%	30.20%	20.65%
销售费用	307.79	333.45	309.86	391.61	462.92	营业成本增长	24.94%	29.82%	-5.96%	27.66%	21.49%
管理费用	225.44	260.30	241.88	305.70	361.36	营业利润增长	27.82%	15.82%	-16.45%	47.42%	20.39%
研发费用	175.91	219.59	204.05	257.89	304.85	利润总额增长	27.91%	16.43%	-16.73%	47.81%	20.38%
财务费用	47.20	54.33	50.48	63.80	75.42	归母净利润增长	24.40%	20.88%	-15.57%	46.66%	20.46%
其他收益	16.67	37.68	26.23	26.86	30.26	盈利能力					
投资净收益	2.63	12.10	12.10	12.10	12.10	毛利率	38.29%	35.29%	34.00%	35.29%	34.84%
营业利润	592.49	686.23	573.36	845.27	1,017.58	销售净利率	16.22%	15.18%	13.75%	15.57%	15.54%
营业外收支	-4.03	-1.07	-2.82	-1.94	-2.38	ROE	13.11%	14.04%	10.72%	13.75%	14.73%
利润总额	588.46	685.16	570.54	843.33	1,015.20	ROIC	15.21%	18.90%	13.54%	25.87%	15.86%
所得税	95.00	86.22	71.80	106.12	127.75	营运效率					
少数股东损益	52.69	66.12	48.89	77.45	92.74	销售费用/营业收入	8.43%	7.37%	7.43%	7.21%	7.07%
归母净利润	440.77	532.82	449.85	659.75	794.72	管理费用/营业收入	6.17%	5.76%	5.80%	5.63%	5.52%
资产负债表						研发费用/营业收入	4.82%	4.86%	4.89%	4.75%	4.65%
						财务费用/营业收入	1.29%	1.20%	1.21%	1.18%	1.15%
流动资产	4,238.75	5,047.20	4,791.58	6,470.76	6,797.49	投资收益/营业利润	0.44%	1.76%	2.11%	1.43%	1.19%
货币资金	986.42	841.72	2,143.03	334.92	2,477.04	所得税/利润总额	16.14%	12.58%	12.58%	12.58%	12.58%
应收票据及应收账款	2,676.16	3,322.54	2,150.68	5,136.11	3,556.33	应收账款周转率	1.95	1.91	2.00	1.95	1.95
其他应收款	57.77	46.70	52.23	49.46	50.85	存货周转率	14.56	11.63	12.93	12.83	12.43
存货	315.02	462.36	182.68	663.51	390.56	流动资产周转率	0.98	0.97	0.85	0.96	0.99
非流动资产	2,173.78	2,522.45	2,532.21	2,584.03	2,616.49	总资产周转率	0.64	0.65	0.56	0.66	0.71
固定资产	1,433.60	1,585.19	1,669.51	1,713.02	1,720.20	偿债能力					
资产总计	6,412.52	7,569.65	7,323.79	9,054.79	9,413.97	资产负债率	41.29%	43.65%	36.45%	40.77%	36.02%
流动负债	2,488.43	2,852.69	2,451.81	3,467.33	3,172.58	流动比率	1.70	1.77	1.95	1.87	2.14
短期借款	785.27	699.59	671.61	1,075.57	591.01	速动比率	1.58	1.61	1.88	1.67	2.02
应付款项	848.63	822.96	877.61	1,092.67	1,374.41	每股指标 (元)					
非流动负债	159.23	451.43	217.71	224.07	217.89	EPS	1.39	1.27	1.07	1.57	1.89
长期借款	33.23	300.00	79.00	79.00	76.00	每股净资产	8.24	9.35	10.16	11.66	13.01
负债合计	2,647.66	3,304.12	2,669.52	3,691.40	3,390.48	每股经营现金流	0.79	0.80	4.44	-4.50	7.53
股东权益	3,764.86	4,265.53	4,654.26	5,363.39	6,023.50	每股经营现金/EPS	0.57	0.63	4.15	-2.87	3.98
股本	350.26	420.31	420.31	420.31	420.31	估值					
留存收益	3,179.31	3,528.96	3,850.12	4,481.79	5,049.16	PE	11.32	12.39	14.70	10.02	8.32
少数股东权益	301.57	334.94	383.83	461.29	554.02	PEG	0.79	0.88	1.61	0.70	0.59
负债和权益总计	6,412.52	7,569.65	7,323.79	9,054.79	9,413.97	PB	1.91	1.68	1.55	1.35	1.21
现金流量表						EV/EBITDA	10.10	11.76	6.63	6.88	3.93
						EV/SALES	2.19	2.42	1.30	1.42	0.80
经营活动现金流	333.37	335.93	1,867.47	-1,893.47	3,166.09	EV/IC	2.34	2.71	1.76	1.28	1.28
其中营运资本减少	-363.25	-711.42	1,176.94	-2,854.92	2,025.06	ROIC/WACC	1.56	1.57	1.13	2.15	1.32
投资活动现金流	-526.67	-457.99	-138.23	-235.96	-229.03	REP	1.50	1.72	1.56	0.60	0.97
其中资本支出	31.55	93.47	254.88	218.51	206.82						
融资活动现金流	478.71	-51.35	-427.93	321.32	-794.94						
净现金总变化	285.41	-173.41	1,301.31	-1,808.11	2,142.12						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>