

苏博特

603916

审慎增持  
(维持)

Q3 需求承压，后续关注区域市占率提升

2022年10月27日

## 市场数据

市场数据日期	2022-10-27
收盘价(元)	15.92
总股本(百万股)	420.31
流通股本(百万股)	418.54
总市值(百万元)	6691.32
流通市值(百万元)	6663.23
净资产(百万元)	4116.79
总资产(百万元)	7680.48
每股净资产(元)	9.79

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《【兴证建材】苏博特 2022 年中报点评: 毛利率有所提升, 功能性材料保持增长》2022-08-28

《【兴证固收. 转债】减水剂龙头品种——博 22 转债投资价值分析》2022-06-30

《【兴证建材】苏博特 2021 年报点评: 功能性材料增长较快, 盈利能力有望提升》2022-04-17

分析师:

黄杨

huangyang@xyzq.com.cn

S0190518070004

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

季贤东

jixiandong@xyzq.com.cn

S0190522100003

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4522	4018	4435	5150
同比增长	23.8%	-11.1%	10.4%	16.1%
归母净利润(百万元)	533	378	460	539
同比增长	20.9%	-29.0%	21.6%	17.2%
毛利率	35.3%	34.8%	35.0%	35.1%
净利率	13.2%	10.6%	11.7%	11.8%
净资产收益率	13.6%	9.1%	10.4%	11.2%
每股收益(元)	1.27	0.90	1.09	1.28
每股经营现金流(元)	0.80	2.13	1.20	1.08

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- 公司披露 2022 年三季度报告。2022 年前三季度实现营收 27.15 亿元, 同比-16.02%, 实现归母净利 2.35 亿元, 同比-35.80%, 扣非后归母净利 2.12 亿元, 同比-39.20%。其中, 单三季度实现营收 9.65 亿元, 同比-18.55%, 归母净利 0.71 亿元, 同比-52.72%, 扣非后归母 0.56 亿元, 同比-61.21%。
- 分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3 分别实现营业收入 7.16 亿元、10.33 亿元、9.65 亿元, 分别较去年同期变动-7.28%、-18.97%、-18.55%。分产品来看, 高性能减水剂、高效减水剂、功能性材料前三季度分别实现收入 17.31、0.70、3.58 亿元, 分别同比变动-18.48%、-58.45%、-10.03%。
- 公司 2022 年前三季度实现综合毛利率 34.15%, 较去年同期提升 0.23pct。分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3 分别实现毛利率 39.23%、33.90%、30.66%, 分别较去年同期变动-0.80pct、+2.73pct、-2.25pct。
- 公司 2022 年前三季度实现净利率 10.40%, 较去年同期下降 2.34pct, 主要系期间费率上升所致; 期间费用率为 22.93%, 同比增加 4.25pct。
- 公司 2022 年前三季度经营性现金流净额为-0.56 亿元, 较去年同期-1.67 亿元; 每股经营性现金流净额为-0.13 元, 较去年同期减少 0.40 元。分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3 每股经营性现金流净额分别为-0.10、-0.27、0.24 元, 分别较去年同期变动-0.22、+0.17、-0.34 元。从收、付现比的角度来看, 公司 2022 年前三季度收、付现比分别为 101.84%和 136.83%, 分别较去年同期变动+20.33pct、+41.52pct。现金流方面, 投资活动产生的现金流量净额同比+62.97%; 筹资活动产生的现金流量净额同比+1783.71%, 主要系借款增加所致。
- 资产负债表分析: 本报告期末资产负债率为 41.56%, 较去年期末变动-2.09pct, 主要系公司本期在建工程增加、应付票据及应付账款减少所致。
- 盈利预测及评级: 我们预计 2022-2024 年归母净利 3.78、4.60、5.39 亿元, 根据 10 月 27 日股价对应 PE 分别为 17.7X、14.5X、12.4X。维持“审慎增持”评级。

风险提示: 新建项目投产不及预期; 竞争激烈导致产品降价的风险; 原材料价格上升的风险; 基建和海上风电投资不及预期。

## 报告正文

### 事件

- 公司披露 2022 年三季度报告。2022 年前三季度实现营收 27.15 亿元，同比-16.02%，实现归母净利 2.35 亿元，同比-35.80%，扣非后归母净利 2.12 亿元，同比-39.20%。其中，单三季度实现营收 9.65 亿元，同比-18.55%，归母净利 0.71 亿元，同比-52.72%，扣非后归母 0.56 亿元，同比-61.21%。

### 点评

- 公司披露 2022 年三季度报告，前三季度实现营收 27.15 亿元，同比-16.02%，其中 Q3 收入 9.65 亿元，同比-18.55%。
- 1) 分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3 分别实现营业收入 7.16 亿元、10.33 亿元、9.65 亿元，分别较去年同期变动-7.28%、-18.97%、-18.55%，主要系受疫情反复、基建项目施工进度滞缓影响，叠加大宗商品成本上涨，下游需求承压、产品销量下滑所致。
- 2) 分产品来看，高性能减水剂、高效减水剂、功能性材料前三季度分别实现收入 17.31、0.70、3.58 亿元，分别同比变动-18.48%、-58.45%、-10.03%，高效减水剂收入下滑明显，主要系系减水剂整体需求下滑，公司主动缩减高效减水剂产销所致；
- 3) 单三季度，高性能减水剂的销量为 30.64 万吨，平均销售价格同比+5.60%；高效减水剂的销量为 1.03 万吨，平均销售价格同比-15.24%；功能性材料的销量为 7.05 万吨，平均销售价格同比-3.51%。

表 1、2022 年 Q1-Q3 公司主要产品的收入、销量及售价情况

		2022Q1	2022Q2	2022Q3
高性能减水剂	收入(万元)	43,034	65,695	64,327
	YOY	-9.05%	-25.07%	-16.78%
	销量(万吨)	19.80	31.64	30.64
	YOY	-11.96%	-25.08%	-21.19%
	平均售价(元/吨)	2173	2076	2099
	YOY	3.31%	0.01%	5.60%
高效减水剂	收入(万元)	2,352	2,852	1,760
	YOY	-47.46%	-51.26%	-72.63%
	销量(万吨)	1.23	1.42	1.03
	YOY	-55.91%	-63.96%	-67.71%
	平均售价(元/吨)	1912	2008	1708
	YOY	19.17%	35.25%	-15.24%
功能性材料	收入(万元)	9,493	13,817	12,470
	YOY	39.56%	-8.45%	-30.23%
	销量(万吨)	4.58	7.28	7.05
	YOY	40.92%	-22.39%	-27.69%
	平均售价(元/吨)	2073	1898	1769
	YOY	-0.96%	17.96%	-3.51%

资料来源：苏博特定期经营数据公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 公司 2022 年前三季度实现综合毛利率 34.15%，较去年同期提升 0.23pct。分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3 分别实现毛利率 39.23%、33.90%、30.66%，分别较去年同期变动-0.80pct、+2.73pct、-2.25pct，Q3 毛利率下滑，主要系需求压制下，产品价格下跌所致。
- 公司 2022 年前三季度实现净利率 10.40%，较去年同期下降 2.34pct，主要系期间费率上升所致；期间费用率为 22.93%，同比增加 4.25pct。
  - 1) 销售费用率 9.22%，同比增加 2.38pct；
  - 2) 管理费用率 7.42%，同比增加 1.39pct；
  - 3) 财务费用率 1.37%，同比增加 0.11pct；
  - 4) 研发费用率 4.92%，同比增加 0.38pct。
- 公司 2022 年前三季度经营性现金流净额为-0.56 亿元，较去年同期-1.67 亿元，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增长所致；每股经营性现金流净额为-0.13 元，较去年同期减少 0.40 元。
  - 1) 分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3 每股经营性现金流净额分别为-0.10、-0.27、0.24 元，分别较去年同期变动-0.22、+0.17、-0.34 元。
  - 2) 从收、付现比的角度来看，公司 2022 年前三季度收、付现比分别为 101.84% 和 136.83%，分别较去年同期变动+20.33pct、+41.52pct。
  - 3) 现金流方面，投资活动产生的现金流量净额同比+62.97%；筹资活动产生的现金流量净额同比+1783.71%，主要系借款增加所致。
- 资产负债表分析：本报告期末资产负债率为 41.56%，较去年期末变动 -2.09pct，主要系公司本期在建工程增加、应付票据及应付账款减少所致。
- 产能布局持续推进，基建发力有望带动需求释放。公司作为混凝土外加剂龙头，近几年保持一年一基地的产能扩张节奏。同时，公司进一步完善销售网络，目前复配生产基地已建成近 30 个，规模优势凸显。前三季度，疫情反复影响基建项目施工与物流运输，下游需求承压。随着疫情逐步稳定、“稳增长”政策推进下基建项目加速落地释放需求，公司产能扩张夯实龙头地位，有望迎来销量和盈利修复，继续保持韧性成长。
- 盈利预测及评级：我们预计 2022-2024 年归母净利 3.78、4.60、5.39 亿元，根据 10 月 27 日股价对应 PE 分别为 17.7X、14.5X、12.4X。维持“审慎增持”评级。
- 风险提示：新建项目投产不及预期；竞争激烈导致产品降价的风险；原材料价格上升的风险；基建和海上风电投资不及预期。

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	5047	5066	5549	6235
货币资金	842	1420	1511	1574
交易性金融资产	115	58	67	72
应收票据及应收账款	3323	2942	3251	3776
预付款项	99	103	110	126
存货	462	374	425	493
其他	206	170	185	194
<b>非流动资产</b>	2522	2685	2899	3078
长期股权投资	95	77	85	84
固定资产	1585	1769	1906	2010
在建工程	19	-5	-21	-30
无形资产	369	435	511	589
商誉	149	149	149	149
长期待摊费用	104	108	110	113
其他	201	151	160	164
<b>资产总计</b>	7570	7751	8448	9313
<b>流动负债</b>	2853	2616	2742	2953
短期借款	700	728	719	722
应付票据及应付账款	1363	1064	1203	1413
其他	790	824	821	818
<b>非流动负债</b>	451	614	828	1028
长期借款	300	480	689	889
其他	151	134	138	139
<b>负债合计</b>	3304	3230	3570	3981
股本	420	420	420	420
资本公积	1731	1731	1731	1731
未分配利润	1630	1857	2156	2541
少数股东权益	335	382	439	506
<b>股东权益合计</b>	4266	4521	4878	5333
<b>负债及权益合计</b>	7570	7751	8448	9313

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	533	378	460	539
折旧和摊销	180	168	194	217
资产减值准备	1	-32	21	33
资产处置损失	1	1	1	2
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	44	48	53	62
投资损失	-12	-12	-13	-15
少数股东损益	66	47	57	67
营运资金的变动	-532	280	-272	-448
<b>经营活动产生现金流量</b>	336	897	502	453
<b>投资活动产生现金流量</b>	-458	-295	-398	-380
<b>融资活动产生现金流量</b>	-51	-24	-13	-9
现金净变动	-175	579	91	64
现金的期初余额	837	842	1420	1511
现金的期末余额	662	1420	1511	1574

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	4522	4018	4435	5150
营业成本	2926	2621	2882	3340
税金及附加	39	34	38	44
销售费用	333	342	355	412
管理费用	260	261	266	309
研发费用	220	201	222	258
财务费用	54	48	53	62
其他收益	38	24	27	31
投资收益	12	12	13	15
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-51	-48	-53	-62
资产减值损失	-1	-2	-2	-3
资产处置收益	-1	-1	-1	-2
<b>营业利润</b>	686	495	602	706
营业外收入	1	2	2	2
营业外支出	2	2	3	3
<b>利润总额</b>	685	495	602	705
所得税	86	69	84	99
净利润	599	425	517	606
少数股东损益	66	47	57	67
<b>归属母公司净利润</b>	533	378	460	539
<b>EPS(元)</b>	1.27	0.90	1.09	1.28

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	23.8%	-11.1%	10.4%	16.1%
营业利润增长率	15.8%	-27.8%	21.6%	17.2%
归母净利润增长率	20.9%	-29.0%	21.6%	17.2%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	35.3%	34.8%	35.0%	35.1%
净利率	13.2%	10.6%	11.7%	11.8%
ROE	13.6%	9.1%	10.4%	11.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	43.6%	41.7%	42.3%	42.7%
流动比率	1.77	1.94	2.02	2.11
速动比率	1.61	1.79	1.87	1.94
<b>营运能力</b>				
资产周转率	64.7%	52.5%	54.8%	58.0%
应收帐款周转率	176.7%	146.7%	168.0%	170.7%
存货周转率	752.8%	626.5%	721.2%	727.8%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.27	0.90	1.09	1.28
每股经营现金	0.80	2.13	1.20	1.08
每股净资产	9.35	9.85	10.56	11.48
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	12.6	17.7	14.5	12.4
PB	1.7	1.6	1.5	1.4

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“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。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,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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保持在最新状态。同时,本公司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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn