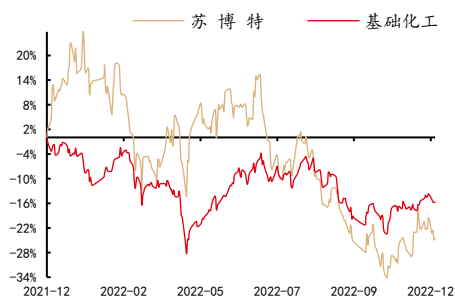


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	16.73
总股本/流通股本(亿股)	4.20 / 4.20
总市值/流通市值(亿元)	70 / 70
52 周内最高/最低价	28.31 / 14.63
资产负债率(%)	43.6%
市盈率	13.17
第一大股东	江苏博特新材料有限公司
持股比例(%)	38.8%

研究所

分析师: 丁士涛
SAC 登记编号: S1340522090005
Email: dingshitao@cnpsec.com

苏博特(603916)

混凝土外加剂龙头，关注需求回暖带动业绩修复

● 下游需求不佳拖累业绩，期待 2023 年基建实物工作量加速落地

2022 年前三季度，公司实现营业收入 27.15 亿元，同比下降 16.02%，归母净利润 2.35 亿元，同比下降 35.80%。我们认为公司业绩下滑主要原因为多地疫情反复影响基建重大工程项目开工、施工的节奏，公司减水剂销量减少；另一方面，疫情影响物流受限，公司发货受到影响。我们认为 2023 年随着疫情政策优化，且在基建投资高增速支撑下，各地重大项目开工、施工的进度也将相应加快，减水剂的市场需求或加速释放。同时，公司江门基地已进入试生产阶段，江门基地的建成投产将加强公司在大湾区的市场布局、提升公司在全国范围的市场占有率；此外，公司镇江项目将于年底前完成主体建设，预计于 2023 H1 投产；公司产能规模得到进一步优化。

● 规模效应短期减弱，期间费用率有所增加

2022 年前三季度，公司销售毛利率/净利率分别为 34.15%/10.40%，分别同比+0.23/-2.34 pct。2022 年主要原材料环氧乙烷价格整体处于相对合理水平，同时公司提价得以落实，毛利率环比改善。费用率方面，2022 年前三季度，公司期间费用率为 22.93%，同比提高 4.25 pct；其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为 9.22%/7.42%/4.92%/1.37%，分别同比提高 2.38/1.39/0.38/0.11 pct。公司主打“顾问式营销”，根据客户个性化需求定制完整的技术解决方案，在技术服务属性最强的建筑工程市场占据较高的份额，在终端销售环节中对销售人员的专业能力和技术服务水平要求亦较高。公司销售人员全部为混凝土及相关专业人员，因此公司销售费用偏高。2022 年前三季度营收下滑、导致规模效应减弱，期间费用率增加。

● 功能性材料逆势涨价，有望成为新一增长极

2022 年前三季度，公司高性能减水剂/高效减水剂/功能性材料实现销量 82.08/3.68/18.91 万吨，分别同比下降 20.77%/62.90%/15.50%；实现销售收入 17.31/0.70/3.58 亿元，分别同比下降 18.48%/58.45%/10.03%；销售价格分别为 2108/1892/1892 元/吨，同比提高 2.89%/12.02%/6.49%。公司高性能减水剂在经过前期适度降价获取较高市场份额并与下游客户实现深度绑定的铺垫，已具备较好的议价能力。在 2022 年基建工程项目施工滞后、需求疲软的情况下，公司依然顺利实现产品涨价。公司功能性材料业务销量降幅最下，产品亦获得提价。我们认为 2023 年公司风电灌浆料等功能性材料业务将有望展现较大的弹性。受益于 2023 年海上风电装机预期增加，风电灌浆料需求相应增长。公司是国内为数不多生产风电灌浆

料的企业，且公司风电灌浆料价格低于国外进口产品，未来国产替代空间广阔。同时，随着公司新基地的投产，产能规模释放也将使得公司功能性材料的规模效应显现，产品盈利水平有望进一步增长，功能性材料业务有望成为公司新一增长极。

● 盈利预测与投资建议

公司是混凝土外加剂行业龙头，在研发实力、销售渠道、技术服务领域具备较为完备的竞争基础；除减水剂主业之外的功能性材料业务体现出公司与竞争对手迥异的底层产品逻辑。短期内有望受益于基建工程项目实物工作量落地而带来的需求回暖，中长期来看，功能性材料业务发展潜力大，有望推动公司不断突破成长边界，成长为综合性新型土木工程技术和材料供应商。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为3.83/5.16/6.23亿元，对应EPS分别为0.91/1.23/1.48元，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

基建、房地产投资增速大幅下降风险；混凝土商品化率提升不及预期；环氧乙烷等原材料价格上涨风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4522	3974	4529	5171
增长率(%)	23.8%	-12.1%	14.0%	14.2%
EBITDA（百万元）	923	723	919	1054
归属母公司净利润（百万元）	533	383	516	623
增长率(%)	20.9%	-28.1%	34.8%	20.7%
EPS（元/股）	1.27	0.91	1.23	1.48
市盈率（P/E）	13.54	18.85	13.98	11.59
市净率（P/B）	9.35	9.84	11.06	12.55
EV/EBITDA	11.96	10.83	8.01	6.45

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	4522	3974	4529	5171	营业收入	23.8%	-12.1%	14.0%	14.2%
营业成本	2926	2637	2964	3376	营业利润	15.8%	-28.1%	34.7%	20.6%
税金及附加	39	32	36	41	归属于母公司净利润	20.9%	-28.1%	34.8%	20.7%
销售费用	333	332	353	403	获利能力				
管理费用	260	270	272	302	毛利率	35.3%	33.6%	34.6%	34.7%
研发费用	220	183	199	217	净利率	11.8%	9.6%	11.4%	12.0%
财务费用	54	47	55	47	ROE	13.6%	9.3%	11.1%	11.8%
资产减值损失	-1	-1	-1	-2	ROIC	12.0%	7.7%	9.5%	10.2%
营业利润	686	493	664	802	偿债能力				
营业外收入	1	2	2	3	资产负债率	43.6%	40.5%	39.2%	37.5%
营业外支出	2	3	4	4	流动比率	1.77	2.48	2.53	2.64
利润总额	685	492	663	800	营运能力				
所得税	86	61	83	100	应收账款周转率	1.91	1.57	1.89	1.99
净利润	599	430	580	700	存货周转率	11.63	9.05	10.02	10.43
归母净利润	533	383	516	623	总资产周转率	0.65	0.52	0.57	0.59
每股收益(元)	1.27	0.91	1.23	1.48	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.27	0.91	1.23	1.48
货币资金	842	1113	1537	2049	每股净资产	9.35	9.84	11.06	12.55
交易性金融资产	115	115	115	115	估值比率				
应收票据及应收账款	3323	2893	3125	3404	PE	13.54	18.85	13.98	11.59
预付款项	99	109	117	129	PB	1.84	1.75	1.55	1.37
存货	462	416	488	504	现金流量表				
流动资产合计	5047	4837	5605	6446	净利润	599	430	580	700
固定资产	1585	1623	1603	1527	折旧和摊销	194	174	182	189
在建工程	19	160	112	117	营运资本变动	-532	-432	-90	-110
无形资产	369	392	452	520	其他	75	60	81	79
非流动资产合计	2522	2752	2782	2825	经营活动现金流净额	336	232	752	857
资产总计	7570	7589	8388	9271	资本开支	-286	-389	-194	-210
短期借款	700	700	700	700	其他	-172	-4	-15	-19
应付票据及应付账款	1363	835	1059	1230	投资活动现金流净额	-458	-393	-209	-228
其他流动负债	790	416	457	516	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	2853	1950	2215	2445	债务融资	186	671	-47	-47
其他	451	1122	1075	1028	其他	-238	-59	-72	-70
非流动负债合计	451	1122	1075	1028	筹资活动现金流净额	-51	611	-119	-117
负债合计	3304	3072	3290	3473	现金及现金等价物净增加额	-175	451	424	512
股本	420	420	420	420					
资本公积金	1731	1731	1731	1731					
未分配利润	1630	1777	2215	2745					
少数股东权益	335	382	447	524					
其他	149	206	284	377					
所有者权益合计	4266	4517	5097	5798					
负债和所有者权益总计	7570	7589	8388	9271					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000