



股票投资评级

增持|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)	12.47
总股本/流通股本(亿股)	4.32 / 4.29
总市值/流通市值(亿元)	54 / 53
52周内最高/最低价	27.28 / 7.81
资产负债率(%)	77.4%
市盈率	-6.78
第一大股东	上海创能明投资有限公司
持股比例(%)	26.3%

研究所

分析师:丁士涛
SAC 登记编号:S1340522090005
Email:dingshitao@cnpsec.com
研究助理:刘依然
SAC 登记编号:S1340122090020
Email:liuyiran@cnpsec.com

亚士创能(603378)

B 端建筑涂料龙头，业绩高弹性可期

● B 端为主导的建筑涂料、保温材料头部企业

公司主营产品包括建筑涂料、建筑墙体保温装饰一体化材料、建筑节能保温材料、防水材料及其应用系统等；产品结构较丰富，且市场渠道相通，有利于客户资源充分共享。公司销售渠道主要为直销和经销两种模式，其中，直销面对的主要是房地产开发商等大 B 端客户；经销模式主要面对小 B 端和 C 端客户。2022 H1，公司经销/直销业务占主营业务收入比例分别为 83.44%/16.56%；经销占比同比提高 2.24 pct。近年来，公司加大经销渠道开拓力度，截至 2022 H1，公司注册经销商数量为 25,034 家，较 2021 年底增长 42.40%；拥有 49 个省级营销机构、212 个营销办事处，基本实现全国地级市营销网络全覆盖。相比于面向房企大 B 端的直销业务，经销业务的现金流更优，经销业务占比提升有利于改善公司现金流；2022 年前三季度，公司收现比为 108.33%，同比提高 33.09 pct。

● “保交楼”催化需求回暖，业绩有望彰显高弹性

2022 年前三季度，公司实现营业收入 23.31 亿元，同比下降 36.62%；实现归母净利润 0.70 亿元，同比下降 46.58%。从产品结构上来看，公司建筑涂料/建筑保温材料/防水材料分别实现销售收入 16.24/5.42/1.03 亿元，分别同比下降 27.62%/54.21%/40.34%。公司业绩下滑主要由于房地产基本面持续走弱、下游需求下滑较明显，同时，公司对大 B 端业务进行战略性收缩、工程涂料销量下滑。费用端来看，2022 年前三季度公司销售期间费用率为 27.21%，同比提高 6.94 pct；其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为 15.35%/5.90%/2.90%/3.07%，分别同比提高 2.90/1.70/0.93/1.41 pct。2022 年 11 月以来，房地产政策端持续发力，“三支箭”助力改善房企融资环境，推动“保交楼”落实，房地产竣工端预计率先获得修复；建筑涂料、防水涂料等竣工端建材需求有望复苏。公司 B 端工程涂料业务收入占比较高，2022 年前三季度占比为 56.28%；随着房地产竣工端修复带来的需求回暖，公司业绩的高弹性将更加凸显。

● 原材料价格下行、产品结构优化，毛利率持续改善

2022 年前三季度，公司实现销售毛利率 31.79%，同比提高 6.26 pct。2022 Q3 单季销售毛利率为 32.70%，同比提高 5.65 pct。我们认为公司毛利率获得显著改善主要得益于 1) 主要原材料乳液、钛白粉等价格下降；2022 年前三季度，公司乳液、钛白粉平均采购单价分别同比下降 0.72%/0.12%。2) 产品结构持续优化；毛利率较高的建筑涂料业务占比提升，毛利率相对较低的保温、防水材料占比有所下降。3) 主要产品涨价陆续落地；2022 年前三季度，公司工程/家装涂料平均销售单价分别为 5.08/5.61 元/kg，分别同比提高 7.40%

/31.38%;保温装饰板/保温材料平均销售单价分别为86.06/376.02元/m²，分别同比-0.20%/+5.95%。当前来看，建筑涂料主要原材料钛白粉、树脂价格持续处于低位运行；22Q4 涂料业务毛利率有望持续改善。同时，公司防水材料主要原材料沥青价格当前亦呈现下行趋势，23年防水材料毛利率修复空间较大。

● 拟定增募资促发展，实际控制人全额认购彰显信心

2022/11/28，公司公告《2021年度非公开发行A股股票预案（修订稿）》，拟非公开发行7604.56万股（含本数），发行对象为公司实际控制人李金钟；发行价格为7.89元/股，募集资金总额（含发行费用）不超过6亿元，扣除发行费用后将用于补充公司流动资金或偿还银行债务。截至2022/09/30，公司资产负债率为75.29%，总负债为52.01亿元。本次发行完成后，公司资产负债率得以降低、资金实力增强，一定程度上缓解流动资金紧张压力；有助于公司优化财务结构，提高偿债能力和抗风险能力。

● 盈利预测与投资评级

公司是B端建筑涂料的头部企业，短期来看，公司业绩有望受益于“保交楼”带来的行业需求修复以及原材料价格回落带来的成本端压力缓解；中长期来看，公司所处的建筑涂料、保温及防水行业市场集中度仍低，公司业务规模拓展、市占率提升空间广阔。我们预计公司2022-2024年归母净利润1.10/2.17/3.03亿元，EPS分别为0.26/0.50/0.70元。首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

房地产投资增速大幅下降风险；原材料价格大幅波动风险；行业竞争加剧、市场集中度提升不及预期；应收账款坏账风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4715	3127	3743	4398
增长率(%)	34.5%	-33.7%	19.7%	17.5%
EBITDA（百万元）	-535	335	481	618
归属母公司净利润（百万元）	-544	110	217	303
增长率(%)	-267.5%	120.3%	96.2%	40.0%
EPS（元/股）	-1.26	0.26	0.50	0.70
市盈率（P/E）	—	48.79	24.87	17.76
市净率（P/B）	3.75	3.10	3.60	4.30
EV/EBITDA	-15.48	20.25	14.61	11.48

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)					主要财务比率				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	4715	3127	3743	4398	营业收入	34.5%	-33.7%	19.7%	17.5%
营业成本	3583	2221	2635	3050	营业利润	-294.9%	119.3%	96.2%	40.0%
税金及附加	41	27	32	38	归属于母公司净利润	-267.5%	120.3%	96.2%	40.0%
销售费用	663	463	487	572	获利能力				
管理费用	224	172	187	209	毛利率	24.0%	29.0%	29.6%	30.7%
研发费用	118	81	90	101	净利率	-11.5%	3.5%	5.8%	6.9%
财务费用	99	53	71	80	ROE	-33.6%	8.3%	13.9%	16.3%
资产减值损失	-13	-15	-15	-20	ROIC	-14.8%	5.9%	8.9%	10.3%
营业利润	-699	135	264	370	偿债能力				
营业外收入	2	0	0	0	资产负债率	77.4%	78.1%	76.4%	74.4%
营业外支出	4	0	0	0	流动比率	0.87	0.73	0.74	0.78
利润总额	-701	135	264	370	营运能力				
所得税	-157	24	48	67	应收账款周转率	2.63	1.77	2.51	2.58
净利润	-544	110	217	303	存货周转率	19.25	12.42	16.00	16.78
归母净利润	-544	110	217	303	总资产周转率	0.76	0.47	0.59	0.64
每股收益(元)	-1.26	0.26	0.50	0.70	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-1.26	0.26	0.50	0.70
货币资金	1033	631	590	708	每股净资产	3.75	3.10	3.60	4.30
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	2388	1552	1746	2026	PE	—	48.79	24.87	17.76
预付款项	23	22	26	30	PB	3.32	4.03	3.47	2.90
存货	289	214	254	270	现金流量表				
流动资产合计	4211	2821	3031	3502	净利润	-544	110	217	303
固定资产	699	889	1028	1152	折旧和摊销	83	93	71	80
在建工程	863	1009	1130	1216	营运资本变动	-1218	-242	-244	-228
无形资产	542	541	540	541	其他	653	103	125	142
非流动资产合计	2971	3278	3537	3749	经营活动现金流净额	-1026	64	168	298
资产总计	7182	6100	6568	7251	资本开支	-1080	-400	-330	-292
短期借款	1007	1207	1407	1607	其他	-35	1	1	1
应付票据及应付账款	3054	1944	2038	2164	投资活动现金流净额	-1114	-399	-329	-291
其他流动负债	776	691	648	702	股权融资	0	-11	0	0
流动负债合计	4836	3841	4093	4473	债务融资	1815	196	0	0
其他	726	922	922	922	其他	-274	131	119	112
非流动负债合计	726	922	922	922	筹资活动现金流净额	1542	316	119	112
负债合计	5562	4763	5015	5395	现金及现金等价物净增加额	-599	-20	-42	118
股本	299	432	432	432					
资本公积金	896	751	751	751					
未分配利润	253	-36	148	406					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	173	189	222	267					
所有者权益合计	1620	1337	1553	1856					
负债和所有者权益总计	7182	6100	6568	7251					

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