

Q4 同比承压明显，检测业务扩大贡献

2023 年 04 月 20 日

► **公司发布 2022 年年报：**全年实现营收 37.15 亿元，同比-17.84%，归母净利润 2.88 亿元，同比-45.96%，扣非净利 2.6 亿元，同比-49.05%。其中，22Q4 实现营收 10 亿元，同比-22.41%，归母净利 0.52 亿元，同比-68.4%，扣非净利 0.48 亿元，同比-70.22%。全年毛利率、净利率分别为 34.3%、9.64%，同比分别-0.99、-3.61pct，其中 22Q4 毛利率 34.7%，环比+4.05pct，同比-4.03pct。**收入结构上**，高性能减水剂占比 62.6%，同比-3.7pct，技术服务占比 18.2%，同比+4.5pct，功能性材料占比 13.6%，同比+1.2pct，高效减水剂占比 2.7%，同比-2.2pct。

► **高性能减水剂全年销量承压，单价同比稳定：**报告期内高性能减水剂营收 23.2 亿元，同比-22.3%。**产销量方面**，高性能销量 110.77 万吨，同比-32.31 万吨（对应下降比例 22.6%），产量 110.87 万吨，同比-32.11 万吨，下降主因下游需求承压以及疫情干扰。**单价方面**，全年高性能吨均价 2094 元，同比+8 元，价格全年保持相对稳定。**成本方面**，高性能吨营业成本 1440 元，同比+69 元。全年环氧乙烷采购价格同比-4.87%，我们判断单位成本上升主因产能利用率下降，2022 年产能利用率为 44.6%、2021 年为 64%。**盈利能力方面**，高性能吨毛利 655 元，同比-61 元。

22Q4 高性能减水剂营收 5.89 亿元，同比-31.6%。**产销量方面**，高性能销量 28.69 万吨，同比-10.79 万吨（对应下降比例 27.3%）、环比-1.95 万吨，产量 26.66 万吨，同比-10.66 万吨。**单价方面**，22Q4 高性能吨均价 2054 元，同比-129 元，环比-46 元。

报告期内高效减水剂营收 0.98 亿元，同比-54.7%，销量 4.63 万吨，同比-8.16 万吨（对应下降比例 63.8%）。全年高效减水剂吨均价 2126 元，同比+428 元。

► **功能性材料下滑幅度小于高性能，关注产品持续迭代：**报告期内功能性材料营收 5.02 亿元，同比-9.86%。**产销量方面**，全年功能性材料销量 28.56 万吨，同比-2.99 万吨（对应下降比例 9.5%）。**单价方面**，吨均价 1757 元，同比-7 元。**盈利能力方面**，吨毛利 528 元，同比-42 元。**产品研发方面**，UHPC 在隧道海域段正式推广应用，如汕头湾海底隧道等工程，交通工程材料开发出长寿命半柔性抗车辙路面等预防性养护新技术，推广应用于智轨廊道、BRT 专用道等重点工程。

► **检测业务收入逆势增长，盈利、现金流质量优：**报告期内技术服务业务营收 6.74 亿元，同比+9.5%，毛利率 50.33%，同比+1.47pct。子公司检测中心全年净利润 1.47 亿元（2021 年为 1.42 亿元），经营活动现金流量 1.48 亿元（2021 年为 1.24 亿元）。**检测中心全年净利率 21.74%**。

► **其他关注点：**（1）2022 年公司期间费用率合计 23.83%，同比+4.64pct，销售、管理、研发、财务费用率分别为 9.72%、7.16%、5.54%、1.41%，同比+2.34pct、+1.4pct、+0.68pct、+0.21pct。（2）2022 年收现比为 1.05，2020-2021 年分别为 0.73、0.84，2022 年净现比为 0.61，2020-2021 年分别为 0.68、0.56。（3）报告期内信用减值为 1172 万元，2021 年计提 5055 万元。

► **投资建议：**我们看好①疫后基建实物工作量落地加速，②减水剂销量回暖、产能利用率上升带动毛利率反弹，③功能性材料打开第二曲线，④检测业务逆势增长，盈利、现金流质量优。我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 4.81、5.85、7.06 亿元，现价对应动态 PE 分别为 14X、11X、9X。维持“推荐”评级。

风险提示：基建、市政项目推进不及预期；地产政策不及预期；新材料应用进程不及预期；原材料价格大幅波动的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3715	4479	5405	6378
增长率 (%)	-17.8	20.6	20.7	18.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	288	481	585	706
增长率 (%)	-46.0	67.0	21.7	20.7
每股收益 (元)	0.69	1.14	1.39	1.68
PE	23	14	11	9
PB	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 19 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

15.73 元



分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com



分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

邮箱：liuhairong@mszq.com

相关研究

1. 苏博特 (603916.SH) 2022 年半年报点评：Q2 减水剂销量承压，重视基建由预期向基本面过渡-2022/08/28
2. 苏博特 (603916.SH) 2022 年一季报点评：Q1 利润逆势增长，有望受益全面基建-2022/04/30
3. 苏博特 (603916.SH) 2021 年报点评：顺势提价传导压力，功能性材料保持高增-2022/04/17
4. 【民生建材】苏博特深度报告：功能新生，以技见长-2022/01/19

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3715	4479	5405	6378
营业成本	2441	2847	3443	4050
营业税金及附加	31	38	46	54
销售费用	361	412	497	587
管理费用	266	313	378	446
研发费用	206	232	280	330
EBIT	441	672	804	961
财务费用	53	53	50	50
资产减值损失	-4	0	0	0
投资收益	12	13	16	19
营业利润	399	633	770	931
营业外收支	-3	3	3	3
利润总额	395	636	773	934
所得税	37	70	85	103
净利润	358	566	688	831
归属于母公司净利润	288	481	585	706
EBITDA	663	732	891	1080

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1048	1322	1319	1452
应收账款及票据	3164	3742	4220	4631
预付款项	57	95	104	118
存货	458	461	582	700
其他流动资产	210	173	188	207
流动资产合计	4938	5793	6414	7107
长期股权投资	105	118	135	154
固定资产	1685	1821	1950	2077
无形资产	457	457	456	455
非流动资产合计	2809	2954	3082	3210
资产合计	7746	8747	9496	10317
短期借款	820	820	820	820
应付账款及票据	839	1127	1384	1541
其他流动负债	452	787	819	927
流动负债合计	2112	2734	3023	3288
长期借款	166	166	166	166
其他长期负债	874	874	874	874
非流动负债合计	1040	1040	1040	1040
负债合计	3152	3775	4063	4329
股本	420	420	420	420
少数股东权益	400	485	588	713
股东权益合计	4594	4972	5432	5988
负债和股东权益合计	7746	8747	9496	10317

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-17.84	20.56	20.69	18.00
EBIT 增长率	-39.52	52.41	19.59	19.59
净利润增长率	-45.96	67.00	21.66	20.73
盈利能力 (%)				
毛利率	34.30	36.44	36.30	36.50
净利率	7.75	10.74	10.82	11.07
总资产收益率 ROA	3.72	5.50	6.16	6.85
净资产收益率 ROE	6.87	10.72	12.08	13.39
偿债能力				
流动比率	2.34	2.12	2.12	2.16
速动比率	2.03	1.85	1.84	1.85
现金比率	0.50	0.48	0.44	0.44
资产负债率 (%)	40.70	43.15	42.79	41.96
经营效率				
应收账款周转天数	266.16	260.00	240.00	220.00
存货周转天数	68.45	59.05	61.73	63.08
总资产周转率	0.49	0.54	0.59	0.64
每股指标 (元)				
每股收益	0.69	1.14	1.39	1.68
每股净资产	9.98	10.68	11.52	12.55
每股经营现金流	0.52	1.70	1.20	1.66
每股股利	0.36	0.45	0.54	0.66
估值分析				
PE	23	14	11	9
PB	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	10.97	9.57	7.84	6.34
股息收益率 (%)	2.29	2.84	3.45	4.17

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	358	566	688	831
折旧和摊销	51	60	88	119
营运资金变动	-403	40	-320	-294
经营活动现金流	219	714	502	699
资本开支	-293	-188	-197	-225
投资	-5	0	0	0
投资活动现金流	-185	-188	-197	-225
股权募资	20	0	0	0
债务募资	768	0	-15	0
筹资活动现金流	272	-253	-309	-341
现金净流量	311	273	-3	133

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026