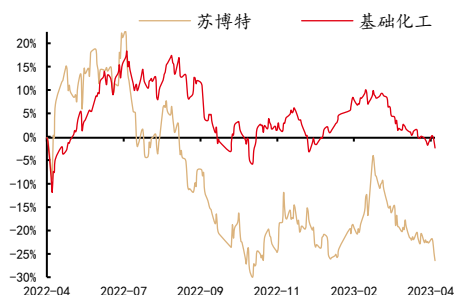


股票投资评级

买入 | 维持

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)	15.37
总股本/流通股本(亿股)	4.20 / 4.20
总市值/流通市值(亿元)	65 / 65
52 周内最高/最低价	25.56 / 14.63
资产负债率(%)	40.7%
市盈率	22.28
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
研究助理: 刘依然
SAC 登记编号: S1340122090020
Email: liuyiran@cnpsec.com

苏博特(603916)

减水剂主业承压，23 年业绩弹性值得期待

● 事件：

公司发布 2022 年度报告，2022 年实现营业收入 37.15 亿元，同比下降 17.84%；实现归母净利润 2.88 亿元，同比下降 45.96%；扣非归母净利润 2.60 亿元，同比下降 49.05%。

2022 Q4 单季度实现营业收入 10.00 亿元，同比下降 22.41%；归母净利润 0.52 亿元，同比下降 68.40%；扣非归母净利润 0.48 亿元，同比下降 70.22%。

● 减水剂主业承压，功能性材料具备韧性，检测逆势增长

分业务来看，2022 年，公司高性能减水剂/高效减水剂/功能性材料/检测服务业务分别实现收入 23.20/0.98/5.02/6.74 亿元，分别同比-22.28%/-54.67%/-9.86%/+9.48 pct。销量方面，高性能减水剂/高效减水剂/功能性材料分别实现销量 110.77/4.63/28.56 万吨，分别同比下降 22.58%/64.14%/9.48%。2022 年受疫情等因素影响工程项目施工，减水剂销量下滑较多；抗裂材料、交通工程材料等功能性材料在行业需求明显下行期间彰显较强的韧性；检测服务业务收入逆势增长，与主业形成协同。Q4 单季公司功能性材料销量 9.65 万吨，同/环比分别增长 5.23%/36.88%。2023 年来看，Q1 全国基建投资（不含电力）同比增长 8.8%；铁路基建投资同比增长 17.6%，增速高于上年同期 20.5 pct。基建重大工程项目是公司核心优势领域，随着各地重大项目开复工提速，外加剂需求有望加速释放。同时，风电装机提速与防水新规落地将提振公司高性能水泥基风电灌浆料、固化剂及防水材料等功能性材料需求。

● 产能利用率下滑拖累盈利，产品售价稳健彰显龙头实力

2022 年，公司销售毛利率为 34.30%，同比下降 0.99 pct；Q4 单季毛利率为 34.70%，环比提高 4.05 pct。分业务来看，高性能减水剂/高效减水剂/功能性材料/检测服务业务毛利率分别为 31.25%/17.87%/30.07%/50.33%，分别同比-3.03%/-2.02%/-2.27%/+1.47 pct。2022 年，公司高性能减水剂/高效减水剂/功能性材料销售均价分别为 2094/2126/1757 元/吨，分别同比+0.39%/+26.39%/-0.42%；主要原材料环氧乙烷/甲醛/工业萘采购均价分别同比-4.87%/+20.91%/+2.93%。在主要原材料价格下降的同时，减水剂产品价格依然实现上涨，彰显公司作为外加剂龙头对下游较强的议价能力。费用方面，2022 年，公司期间费用率为 23.83%，同比提高 4.64 pct；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.72%/7.16%/5.54%/1.41%，分别同比提高 2.34%/1.40%/0.68%/0.21 pct。我们认为公司 2022 年盈利承压主要由于行业需求疲软导致产品产销量下滑、产能利用率降低，规模效应减弱拖累盈利；截至 2022 年末，公司具备高性能减水剂合成产能 64.9 万吨，2022 年产能利用率为 44.6%，同比下降 21.4 pct。2023 年，随着下游需求回暖与公司全国区域布局完善而带来的市占率提升，公司产能释放将有望修复规模效应、提振盈利水平。

● 盈利预测与投资建议

公司是混凝土外加剂龙头，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。考虑到房地产新开工端处于底部，房建领域需求修复仍需时间等待，我们小幅下调盈利预测；预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.25/5.23/6.30（分别下调 17.7%/16.1%/-）亿元，EPS 分别为 1.01/1.24/1.50 元，当前股价对应 P/E 分别为 15.20/12.36/10.25 倍，维持“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；功能性材料等新业务发展不及预期；环氧乙烷等原材料价格大幅上涨风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3715	4403	5198	5937
增长率(%)	-17.84	18.51	18.06	14.23
EBITDA（百万元）	662.78	828.18	972.59	1128.99
归属母公司净利润（百万元）	287.94	424.90	522.71	630.15
增长率(%)	-45.96	47.56	23.02	20.55
EPS(元/股)	0.69	1.01	1.24	1.50
市盈率（P/E）	22.44	15.20	12.36	10.25
市净率（P/B）	1.54	1.43	1.32	1.20
EV/EBITDA	11.19	8.48	7.07	5.89

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)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	3715	4403	5198	5937	营业收入	-17.8%	18.5%	18.1%	14.2%
营业成本	2441	2891	3405	3868	营业利润	-41.9%	46.7%	23.1%	20.5%
税金及附加	31	37	44	50	归属于母公司净利润	-46.0%	47.6%	23.0%	20.6%
销售费用	361	396	457	517	获利能力				
管理费用	266	286	327	374	毛利率	34.3%	34.3%	34.5%	34.9%
研发费用	206	203	229	249	净利率	7.8%	9.7%	10.1%	10.6%
财务费用	53	44	44	42	ROE	6.9%	9.4%	10.7%	11.7%
资产减值损失	-4	-1	-1	-2	ROIC	6.3%	8.5%	9.5%	10.5%
营业利润	399	585	720	867	偿债能力				
营业外收入	7	8	9	10	资产负债率	40.7%	38.9%	38.7%	37.3%
营业外支出	11	10	12	13	流动比率	2.34	2.52	2.53	2.69
利润总额	395	583	717	864	营运能力				
所得税	37	58	72	86	应收账款周转率	1.36	1.57	1.69	1.73
净利润	358	525	645	778	存货周转率	8.08	9.29	9.73	9.62
归母净利润	288	425	523	630	总资产周转率	0.49	0.55	0.60	0.63
每股收益(元)	0.69	1.01	1.24	1.50	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.69	1.01	1.24	1.50
货币资金	1048	1164	1356	1584	每股净资产	9.98	10.74	11.67	12.79
交易性金融资产	8	8	8	8	估值比率				
应收票据及应收账款	3164	3426	3886	4259	PE	22.44	15.20	12.36	10.25
预付款项	57	87	102	116	PB	1.54	1.43	1.32	1.20
存货	458	490	578	656	现金流量表				
流动资产合计	4938	5408	6196	6912	净利润	358	525	645	778
固定资产	1685	1723	1728	1739	折旧和摊销	222	195	199	204
在建工程	130	80	60	30	营运资本变动	-403	-351	-347	-334
无形资产	457	437	467	547	其他	42	58	62	65
非流动资产合计	2809	2790	2819	2895	经营活动现金流净额	219	427	559	713
资产总计	7746	8198	9015	9807	资本开支	-293	-167	-218	-269
短期借款	820	840	880	830	其他	108	2	3	3
应付票据及应付账款	839	838	1021	1122	投资活动现金流净额	-185	-165	-216	-266
其他流动负债	452	466	545	617	股权融资	20	0	0	0
流动负债合计	2112	2145	2447	2569	债务融资	768	20	40	0
其他	1040	1040	1040	1090	其他	-515	-166	-192	-219
非流动负债合计	1040	1040	1040	1090	筹资活动现金流净额	272	-146	-152	-219
负债合计	3152	3185	3487	3659	现金及现金等价物净增加额	311	116	192	228
股本	420	420	420	420					
资本公积金	1735	1735	1735	1735					
未分配利润	1756	2012	2326	2704					
少数股东权益	400	500	623	770					
其他	282	346	424	519					
所有者权益合计	4594	5013	5527	6148					
负债和所有者权益总计	7746	8198	9015	9807					

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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

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