

需求承压，静待基建提振

2023 年 10 月 27 日

► **公司披露 2023 年三季报：**23Q1-Q3 实现营收 25.76 亿元，同比-5.1%，归母净利润 1.41 亿元，同比-39.93%，扣非归母净利润 1.3 亿元，同比-38.84%。其中，23Q3 实现营收 9.16 亿元，同比-5.15%，归母净利润 0.44 亿元，同比-37.7%，扣非归母净利润 0.41 亿元，同比-26.49%。23Q1-Q3 毛利率 35.03%，同比+0.89pct，净利率 7.71%，同比-2.69pct。23Q3 毛利率 33.06%，环比-2.78pct，同比+2.4pct。**收入结构上**，23Q1-Q3 高性能减水剂占比 57.4%，其他业务（主要为检测）占比 25.6%，功能性材料占比 13.9%，高效减水剂占比 3.1%。

► **需求承压，高性能减水剂销量同比下滑：**

23Q3 高性能减水剂营收 5.07 亿元，同比-21.1%。**产销量方面**，23Q3 高性能销量 24.31 万吨，同比-6.33 万吨 (-20.7%)，产量 24.65 万吨，同比-7.07 万吨，预计主因系下游需求承压。**单价方面**，23Q3 高性能吨均价 2087 元，同比-13 元，环比+77 元。

23Q3 高效减水剂营收 2626 万元，同比+49.2%，销量 1.28 万吨，同比+0.25 万吨 (+24.3%)。23Q3 高效减水剂吨均价 2051 元，同比+343 元，环比-120 元。

成本方面，23Q1-Q3 公司环氧乙烷采购均价同比-15.7%。

► **功能性材料逆势实现两位数增速：**

23Q3 功能性材料营收 1.38 亿元，同比+10.3%。**产销量方面**，23Q3 功能性材料销量 7.29 万吨，同比+0.24 万吨 (+3.4%)，产量 7.21 万吨，同比+0.67 万吨。**单价方面**，功能性材料吨均价 1887 元，同比+118 元，环比-83 元。

► **经营性现金流同比改善：**

23Q1-Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.5%/8.4%/4.8%/1.4%，同比分别 +1.3/+1.0/-0.1/+0.1pct，前三季度期间费用率同比+2.2pct，预计主因系收入同比下滑。②23Q3 公司计提信用减值 1505 万元，对业绩影响较大，23Q1-Q2 分别为 1151、-2629 万元。③23Q1-Q3 经营活动产生的现金流量净额为 1.62 亿元，去年同期为-0.56 亿元，其中 23Q3 经营活动现金净流入为 3.26 亿元。

► **万亿国债有望带动基建需求：**

中央财政将在 23Q4 增发 2023 年国债 1 万亿元，增发国债全部通过转移支付方式安排给地方，集中力量支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板。全国财政赤字将由 3.88 万亿元增加到 4.88 万亿元，预计赤字率由 3%提高到 3.8%。**年内投资发力，万亿国债或有望带动 23Q4 及 2024 年基建需求。**

► **投资建议：**考虑到宏观环境变化较快，我们调整盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 2.05、2.87、3.65 亿元，现价对应 PE 为 23x、17x、13x。我们看好公司①万亿国债有望带动基建需求，②减水剂销量回暖、产能利用率上升，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，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	3503	4129	4770
增长率 (%)	-17.8	-5.7	17.9	15.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	288	205	287	365
增长率 (%)	-46.0	-28.6	39.8	27.1
每股收益 (元)	0.69	0.49	0.68	0.87
PE	16	23	17	13
PB	1.1	1.1	1.1	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

11.74 元



分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

相关研究

1. 苏博特 (603916.SH) 2022 年年报点评：Q4 同比承压明显，检测业务扩大贡献-2023/04/20
2. 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
3. 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
4. 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
5. 【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	3503	4129	4770
营业成本	2441	2291	2675	3077
营业税金及附加	31	30	35	41
销售费用	361	357	425	477
管理费用	266	284	330	382
研发费用	206	168	198	229
EBIT	441	373	486	593
财务费用	53	58	51	55
资产减值损失	-4	0	0	0
投资收益	12	0	0	0
营业利润	399	314	435	538
营业外收支	-3	-3	-3	-3
利润总额	395	311	432	535
所得税	37	37	54	67
净利润	358	274	378	468
归属于母公司净利润	288	205	287	365
EBITDA	663	604	754	903

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1048	2139	1795	1860
应收账款及票据	3164	3132	3487	3770
预付款项	57	77	81	89
存货	458	414	484	556
其他流动资产	210	138	148	160
流动资产合计	4938	5900	5994	6436
长期股权投资	105	105	105	105
固定资产	1685	1721	1791	1858
无形资产	457	457	456	455
非流动资产合计	2809	2838	2892	2939
资产合计	7746	8738	8886	9375
短期借款	820	820	820	820
应付账款及票据	839	907	1075	1171
其他流动负债	452	927	640	708
流动负债合计	2112	2653	2535	2699
长期借款	166	425	425	425
其他长期负债	874	872	872	872
非流动负债合计	1040	1297	1297	1297
负债合计	3152	3950	3832	3996
股本	420	420	420	420
少数股东权益	400	469	560	662
股东权益合计	4594	4788	5054	5379
负债和股东权益合计	7746	8738	8886	9375

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	-5.70	17.86	15.53
EBIT 增长率	-39.52	-15.47	30.32	22.06
净利润增长率	-45.96	-28.64	39.78	27.12
盈利能力 (%)				
毛利率	34.30	34.60	35.20	35.50
净利率	7.75	5.87	6.96	7.65
总资产收益率 ROA	3.72	2.35	3.23	3.89
净资产收益率 ROE	6.87	4.76	6.39	7.74
偿债能力				
流动比率	2.34	2.22	2.36	2.38
速动比率	2.03	1.99	2.09	2.09
现金比率	0.50	0.81	0.71	0.69
资产负债率 (%)	40.70	45.21	43.13	42.62
经营效率				
应收账款周转天数	266.16	290.00	270.00	250.00
存货周转天数	68.45	66.00	66.00	66.00
总资产周转率	0.49	0.43	0.47	0.52
每股指标 (元)				
每股收益	0.69	0.49	0.68	0.87
每股净资产	9.98	10.28	10.69	11.22
每股经营现金流	0.52	2.25	1.12	1.53
每股股利	0.36	0.19	0.27	0.34
估值分析				
PE	16	23	17	13
PB	1.1	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.79	9.63	7.73	6.45
股息收益率 (%)	3.19	1.69	2.36	3.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	358	274	378	468
折旧和摊销	222	232	268	310
营运资金变动	-403	347	-273	-233
经营活动现金流	219	946	472	645
资本开支	-293	-250	-308	-345
投资	-5	0	0	0
投资活动现金流	-185	-234	-308	-345
股权募资	20	0	0	0
债务募资	768	546	-302	0
筹资活动现金流	272	380	-507	-235
现金净流量	311	1091	-344	65

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