

垒知集团 (002398)

 证券研究报告
 2024年08月21日

需求景气低迷，检测业务盈利能力提升

公司上半年实现归母净利润 7238 万元，同比下滑 42.02%

公司 24 年上半年实现收入 11.8 亿元，同比下滑 21.06%，归母净利润 7238 万元，同比下滑 42.02%，扣非归母净利润 5982 万元，同比下滑 48.19%，其中 Q2 单季度实现收入 6.6 亿元，同比下滑 22.91%，归母净利润 3050 万元，同比下滑 60.3%，扣非归母净利润 2507 万元，同比下滑 65.71%。

外加剂业务受地产拖累，盈利同比下滑

公司 24H1 实现新型建筑材料（外加剂为主）业务收入 9.6 亿元，同比下滑 19.19%，我们预计主要受地产端需求下行拖累。24H1 新型建筑材料（外加剂为主）业务毛利率 19.81%，同比下降 3.47pct，我们预计主要系供需矛盾加剧导致价格下滑。上半年公司外加剂产能进一步扩张至 148.9 万吨，已具备聚羧酸合成、萘系合成、脂肪族合成、氨基合成等多种外加剂合成生产线，在福建、贵州、重庆、海南、陕西、上海的市场占有率均排名第一，其中，福建、海南在当地市场占有率均已超过 30%。公司同时进一步响应国家“一带一路”发展战略，在老挝布局外加剂产业基地，上半年海外收入 1275 万元，未来有望继续提升。

检测业务毛利率逆势提升，继续推进“新产品、新市场、新领域”发展

公司 24H1 实现技术服务业务收入 1.54 亿元，同比下滑 19.87%，服务范围涵盖建设工程、交通工程、电子电气、新能源汽车电子、生态环境及消防安全等领域，其中在汽车电子领域，在汽车电子领域，健研检测已获得赛力斯、东风柳汽认可的第三方实验室资质授权，可以在认可范围内为其供应链电子零部件企业开展检测服务。上半年公司技术服务业务毛利率达 38%，同比提升 3.56pct，子公司健研检测净利润 2144 万元。公司将专注“新产品、新市场、新领域”，交通工程及电子电气检测仍是主要增长点，同时新能源汽车检测市场有望贡献新增量。

新能源、数字建筑等有望为公司成长赋能，维持“买入”评级

公司是我国首家整体上市的建筑科研机构，外加剂+检测业务双轮驱动，在新能源、AI 智能建筑等领域的布局有望为公司未来成长赋能。考虑到需求景气度下滑，下调 24-26 年归母净利润预测至 1.6/2.2/2.6 亿元（前值 2.0/2.4/3.0 亿元），给予公司 25 年 14 倍 PE，目标价 4.32 元，维持“买入”评级。

风险提示：产能投放不及预期、需求下滑、原材料价格大幅上涨、新能源等业务拓展不及预期。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,946.67	3,058.21	2,955.35	3,316.54	3,647.09
增长率(%)	(19.75)	(22.51)	(3.36)	12.22	9.97
EBITDA(百万元)	647.34	534.50	285.23	347.90	400.43
归属母公司净利润(百万元)	210.83	158.88	158.18	215.22	264.73
增长率(%)	(22.46)	(24.64)	(0.44)	36.06	23.00
EPS(元/股)	0.30	0.23	0.23	0.31	0.38
市盈率(P/E)	11.49	15.24	15.31	11.25	9.15
市净率(P/B)	0.67	0.66	0.64	0.61	0.59
市销率(P/S)	0.61	0.79	0.82	0.73	0.66
EV/EBITDA	5.54	5.06	3.39	2.69	0.96

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/装修建材
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	3.47 元
目标价格	4.32 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	698.01
流通 A 股股本(百万股)	579.36
A 股总市值(百万元)	2,422.11
流通 A 股市值(百万元)	2,010.38
每股净资产(元)	5.07
资产负债率(%)	38.54
一年内最高/最低(元)	5.64/3.10

作者

鲍荣富 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110520120003
 baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110521010001
 wangtao@tfzq.com

林晓龙 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110523050002
 linxiaolong@tfzq.com

股价走势



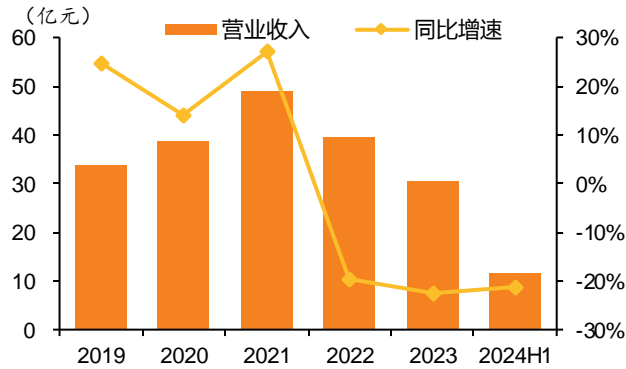
资料来源：聚源数据

相关报告

- 《垒知集团-年报点评报告:外加剂市占率进一步提升，检测业务开拓新领域》2024-04-16
- 《垒知集团-半年报点评:外加剂盈利逆势增长，积极拓展海外市场》2023-08-31
- 《垒知集团-季报点评:Q1 业绩小幅下滑，中长期市占率提升空间仍存》2023-05-03

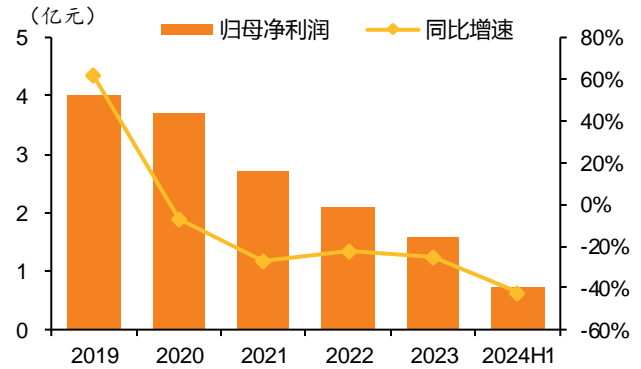
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2019–2024 上半年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2019–2024 上半年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E
603916.SH	苏博特	32.3	7.46	0.69	0.38	0.47	0.54	10.8	19.6	15.9	13.7
603060.SH	国检集团	44.8	5.57	0.35	0.32	0.35	0.40	16.0	17.4	15.8	13.8
	平均值							13.4	18.5	15.8	13.7
002398.SZ	垒知集团	24.2	3.47	0.30	0.23	0.23	0.31	11.5	15.2	15.3	11.3

注：数据截至 20240820 收盘，除垒知集团为天风预测外，其余公司 24 年 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	349.89	319.55	927.07	1,050.71	1,591.84	营业收入	3,946.67	3,058.21	2,955.35	3,316.54	3,647.09
应收票据及应收账款	3,398.45	3,107.18	2,146.77	3,380.79	2,292.46	营业成本	3,094.70	2,298.42	2,264.15	2,503.83	2,726.97
预付账款	22.09	20.52	19.12	27.99	21.88	营业税金及附加	20.54	19.44	18.79	21.09	23.19
存货	128.71	120.22	94.47	155.58	105.75	销售费用	191.06	204.58	195.05	215.57	233.41
其他	843.42	1,134.82	1,088.72	1,109.24	1,127.65	管理费用	158.58	154.16	147.77	164.17	179.80
流动资产合计	4,742.56	4,702.29	4,276.15	5,724.31	5,139.58	研发费用	187.90	172.49	162.54	182.41	200.59
长期股权投资	155.55	154.16	154.16	154.16	154.16	财务费用	13.20	14.39	10.54	11.04	11.30
固定资产	645.23	607.31	525.58	443.84	362.11	资产/信用减值损失	(105.10)	(95.52)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
在建工程	116.81	359.14	359.14	359.14	359.14	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	268.02	260.19	252.22	244.25	236.28	投资净收益	27.12	20.58	23.48	23.73	22.59
其他	469.61	384.28	428.56	407.78	401.80	其他	126.12	99.44	0.00	(0.00)	(0.00)
非流动资产合计	1,655.23	1,765.09	1,719.65	1,609.16	1,513.48	营业利润	232.55	170.22	169.98	232.16	284.42
资产总计	6,399.00	6,472.39	5,995.80	7,333.47	6,653.06	营业外收入	0.51	2.18	2.51	1.73	2.14
短期借款	4.53	0.00	100.00	100.00	100.00	营业外支出	4.36	2.00	2.85	3.07	2.64
应付票据及应付账款	1,949.74	2,050.21	1,527.81	2,629.29	1,789.21	利润总额	228.70	170.40	169.64	230.82	283.92
其他	246.47	183.94	252.53	260.58	267.18	所得税	21.46	17.85	17.78	24.19	29.75
流动负债合计	2,200.74	2,234.15	1,880.34	2,989.86	2,156.39	净利润	207.24	152.54	151.87	206.63	254.17
长期借款	56.50	70.33	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(3.59)	(6.34)	(6.31)	(8.59)	(10.56)
应付债券	337.50	358.28	231.92	309.23	299.81	归属于母公司净利润	210.83	158.88	158.18	215.22	264.73
其他	79.42	50.28	66.69	65.46	60.81	每股收益(元)	0.30	0.23	0.23	0.31	0.38
非流动负债合计	473.41	478.89	298.61	374.70	360.62						
负债合计	2,715.31	2,744.54	2,178.95	3,364.56	2,517.01						
少数股东权益	67.39	40.07	35.51	29.49	22.19	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
股本	716.55	713.62	698.01	698.01	698.01	成长能力					
资本公积	342.00	320.89	304.31	304.31	304.31	营业收入	-19.75%	-22.51%	-3.36%	12.22%	9.97%
留存收益	2,616.73	2,756.94	2,871.24	3,022.06	3,205.17	营业利润	-22.16%	-26.80%	-0.14%	36.58%	22.51%
其他	(58.99)	(103.68)	(92.22)	(84.96)	(93.62)	归属于母公司净利润	-22.46%	-24.64%	-0.44%	36.06%	23.00%
股东权益合计	3,683.69	3,727.85	3,816.85	3,968.91	4,136.05	获利能力					
负债和股东权益总计	6,399.00	6,472.39	5,995.80	7,333.47	6,653.06	毛利率	21.59%	24.84%	23.39%	24.50%	25.23%
						净利率	5.34%	5.20%	5.35%	6.49%	7.26%
						ROE	5.83%	4.31%	4.18%	5.46%	6.44%
						ROIC	8.27%	5.37%	5.41%	9.36%	10.79%
						偿债能力					
						资产负债率	42.43%	42.40%	36.34%	45.88%	37.83%
						净负债率	1.53%	3.17%	-15.39%	-15.96%	-28.62%
						流动比率	2.12	2.08	2.27	1.91	2.38
						速动比率	2.06	2.02	2.22	1.86	2.33
						营运能力					
						应收账款周转率	1.13	0.94	1.13	1.20	1.29
						存货周转率	26.44	24.57	27.53	26.53	27.91
						总资产周转率	0.61	0.48	0.47	0.50	0.52
						每股指标(元)					
						每股收益	0.30	0.23	0.23	0.31	0.38
						每股经营现金流	0.60	0.63	1.08	0.13	0.90
						每股净资产	5.18	5.28	5.42	5.64	5.89
						估值比率					
						市盈率	11.49	15.24	15.31	11.25	9.15
						市净率	0.67	0.66	0.64	0.61	0.59
						EV/EBITDA	5.54	5.06	3.39	2.69	0.96
						EV/EBIT	6.41	6.11	4.95	3.62	1.24

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com