

苏博特 (603916)

证券研究报告
2024年08月27日

外加剂量价齐跌，检测业务持续向好，有望受益西部重点工程建设

公司上半年实现归母净利润 0.53 亿元，同比下滑 45.06%

公司发布 24 年中报，上半年实现收入/归母净利润 15.63/0.53 亿元，同比 -5.86%/-45.06%，实现扣非归母净利润 0.46 亿元，同比 -48.68%。其中 Q2 单季度实现收入/归母净利润 9.85/0.32 亿元，同比 -1.04%/-43.08%，扣非归母净利润 0.25 亿元，同比 -49.29%。

外加剂量价齐跌，检测业务持续向好，有望受益西部大开发建设

24H1 公司高性能减水剂/高效减水剂/功能性材料分别实现收入 8.16/0.24/2.77 亿元，同比分别 -16%/-55%/+25%，H1 销量分别为 45.73/0.88/12.8 万吨，同比分别 -6%/-64%/+17%，减水剂缩量预计主要受民用端地产需求下行拖累，而铁路、隧道、核电等基建需求具备一定支撑性，功能性材料增长预计主要受风电等需求驱动。价格方面，H1 高性能减水剂/高效减水剂/功能性材料价格为 1784/2714/2165 元/吨，同比分别 -11%/+27%/+6%。公司海外业务实现较快增长，在东南亚等“一带一路”地区持续开拓多个新地区市场，体现了较强的增长潜力。24H1 公司检测业务营收/净利润分别为 3.67/0.95 亿元，同比+5.4%/+24.4%，实现优质增长。公司在交通行业持续进行开拓的同时，聚焦高附加值检测业务，取得了较为良好的经营业绩。近期中央对西部地区建设的政策指引力度加大，先后印发《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》和《进一步推动西部大开发形成新格局的若干政策措施》，西南水电建设及西部基础设施建设预期提升。公司具备显著的技术优势，曾参与三峡、白鹤滩等水利工程，以及川藏铁路、平陆运河、狮子洋大桥等基建项目，公司同时亦具备区位优势（24H1 西部和西南地区收入占 18.86%，同比+1.5pct），未来有望参与西部大开发重点项目建设。

成本上升进一步拖累盈利，现金流有所改善

公司上半年实现毛利率 34.87%，同比 -1.26pct，预计成本端有拖累，24H1 环氧乙烷/丙烯酸平均采购价格同比分别+4.73%/+3.15%。24H1 期间费用率 28.06%，同比+1.85pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.64/+0.75/-0.01/+0.48pct，最终实现净利率 6.38%，同比 -1.70pct。单季度来看，Q2 毛利率/净利率分别为 34.76%/6.48%，同比分别 -1.07/-1.18pct，环比分别 -0.27/+0.28pct。24 年上半年末资产负债率 39.81%，同比 -0.92pct，资本结构有所优化。24H1 经营性现金流净额 0.72 亿元，同比+2.36 亿元，收现比同比+1.66pct 达 100.59%，付现比同比 -16.77pct 达 87.11%。

外加剂龙头具备显著技术优势，维持“买入”评级

公司作为外加剂领域的龙头企业，有望凭借行业领先的技术优势，不断扩大在交通、能源、水利、军工等领域的市场份额。考虑到上半年利润下滑，下调 24-26 年归母净利润预测至 1.5/1.9/2.2 亿元（前值 2.4/2.8/3.3 亿元），给予公司 24 年 0.9 倍 PB，目标价 8.92 元，维持“买入”评级。

风险提示：产能投放不及预期，需求下滑，原材料价格上涨等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,714.93	3,582.12	3,596.00	4,003.82	4,461.47
增长率(%)	(17.84)	(3.58)	0.39	11.34	11.43
EBITDA(百万元)	801.65	754.50	580.85	658.47	738.91
归属母公司净利润(百万元)	287.94	160.45	148.45	187.56	224.62
增长率(%)	(45.96)	(44.28)	(7.47)	26.34	19.76
EPS(元/股)	0.67	0.37	0.34	0.43	0.52
市盈率(P/E)	10.76	19.32	20.88	16.53	13.80
市净率(P/B)	0.74	0.73	0.72	0.70	0.68
市销率(P/S)	0.83	0.87	0.86	0.77	0.69
EV/EBITDA	9.35	6.98	3.34	6.55	2.30

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	基础化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	7.16 元
目标价格	8.92 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	432.89
流通 A 股股本(百万股)	420.31
A 股总市值(百万元)	3,099.51
流通 A 股市值(百万元)	3,009.44
每股净资产(元)	9.51
资产负债率(%)	39.81
一年内最高/最低(元)	12.93/6.10

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

唐婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001
tjie@tfzq.com

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

股价走势



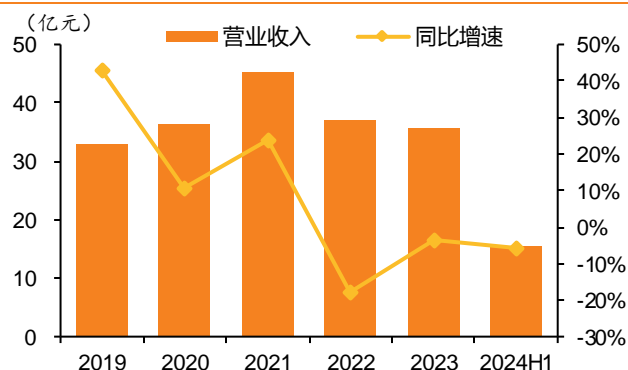
资料来源：聚源数据

相关报告

- 《苏博特-年报点评报告:技术检测业绩向好，外加剂暂承压》2024-04-26
- 《苏博特-季报点评:Q3 减水剂业绩承压，功能性材料稳步增长》2023-10-27
- 《苏博特-半年报点评:需求不佳减水剂承压，检测业务稳健增长》2023-08-26

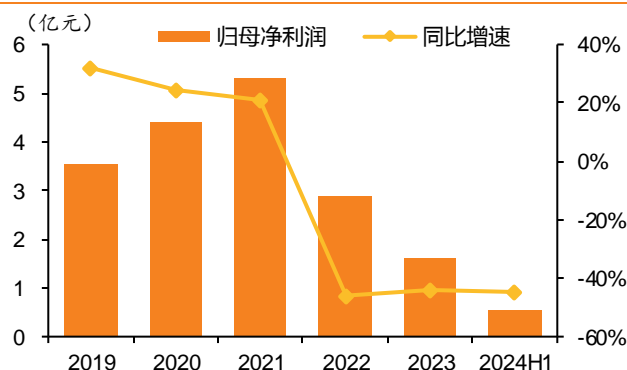
公司历年经营情况及可比公司估值

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)	BPS (元)				PB (倍)			
				2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E
002398.SZ	垒知集团	26	3.66	4.95	5.07	5.41	5.59	0.74	0.72	0.68	0.65
300737.SZ	科顺股份	47	4.03	4.76	4.33	4.45	4.71	0.85	0.93	0.91	0.86
603060.SH	国检集团	47	5.90	2.44	2.38	2.64	2.94	2.42	2.48	2.24	2.01
	平均值							1.34	1.38	1.27	1.17
603916.SH	苏博特	31	7.16	9.69	9.77	9.91	10.23	0.74	0.73	0.72	0.70

注：数据截至 20240826 收盘，除苏博特为天风预测外，其余公司 24 年 BPS 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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,048.40	1,002.53	2,804.81	763.45	3,536.29
应收票据及应收账款	3,164.09	2,792.30	1,802.59	3,090.97	2,114.08
预付账款	56.98	70.85	72.66	81.79	85.78
存货	457.73	453.47	344.24	606.05	386.30
其他	141.02	532.00	351.39	424.79	413.30
流动资产合计	4,868.22	4,851.15	5,375.69	4,967.04	6,535.75
长期股权投资	105.00	110.17	110.17	110.17	110.17
固定资产	1,684.72	1,860.50	1,865.11	1,859.72	1,844.33
在建工程	130.19	157.06	157.06	157.06	157.06
无形资产	456.93	472.67	457.03	441.39	425.76
其他	431.92	428.79	392.82	348.46	340.86
非流动资产合计	2,808.78	3,029.20	2,982.20	2,916.80	2,878.17
资产总计	7,746.47	7,960.20	8,357.89	7,883.85	9,413.92
短期借款	820.15	630.39	600.00	600.00	600.00
应付票据及应付账款	839.37	508.30	1,205.68	484.61	1,501.20
其他	359.67	910.81	860.24	726.13	1,034.55
流动负债合计	2,019.19	2,049.50	2,665.91	1,810.75	3,135.74
长期借款	166.00	155.00	200.00	200.00	200.00
应付债券	674.82	705.51	460.11	613.48	593.04
其他	199.66	233.97	195.02	209.55	212.85
非流动负债合计	1,040.49	1,094.49	855.13	1,023.04	1,005.89
负债合计	3,152.43	3,247.65	3,521.05	2,833.79	4,141.63
少数股东权益	400.32	483.38	545.19	619.45	709.99
股本	420.31	420.31	432.89	432.89	432.89
资本公积	1,734.94	1,731.51	1,731.51	1,731.51	1,731.51
留存收益	1,934.63	1,970.57	2,063.27	2,174.67	2,310.47
其他	103.84	106.78	63.98	91.53	87.43
股东权益合计	4,594.04	4,712.55	4,836.84	5,050.06	5,272.29
负债和股东权益总计	7,746.47	7,960.20	8,357.89	7,883.85	9,413.92

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	358.14	233.42	148.45	187.56	224.62
折旧摊销	206.86	234.26	211.03	221.03	231.03
财务费用	41.82	53.23	47.75	53.82	56.91
投资损失	(11.56)	(9.44)	(11.03)	(10.68)	(10.38)
营运资金变动	(380.44)	(297.96)	2,104.68	(2,487.93)	2,458.17
其它	4.30	156.41	98.97	125.04	149.75
经营活动现金流	219.12	369.93	2,599.85	(1,911.16)	3,110.09
资本支出	430.35	383.80	238.95	185.47	196.70
长期投资	10.36	5.17	0.00	0.00	0.00
其他	(625.64)	(993.37)	(271.35)	(374.79)	(386.32)
投资活动现金流	(184.92)	(604.40)	(32.40)	(189.32)	(189.62)
债权融资	599.02	328.16	(642.03)	158.50	4.51
股权融资	0.40	(65.41)	(123.14)	(99.38)	(152.14)
其他	(327.22)	(124.54)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	272.20	138.21	(765.17)	59.12	(147.62)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	306.40	(96.26)	1,802.28	(2,041.37)	2,772.85

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,714.93	3,582.12	3,596.00	4,003.82	4,461.47
营业成本	2,440.66	2,324.23	2,312.83	2,559.29	2,833.79
营业税金及附加	31.07	30.15	30.27	33.70	37.55
销售费用	360.96	374.99	377.58	410.39	455.07
管理费用	265.94	304.80	302.06	334.32	370.30
研发费用	205.74	216.71	219.36	244.23	272.15
财务费用	52.52	51.93	47.75	53.82	56.91
资产/信用减值损失	(15.39)	(72.65)	(44.88)	(34.88)	(34.88)
公允价值变动收益	0.00	0.21	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11.56	9.44	11.03	10.68	10.38
其他	(36.78)	83.91	0.00	0.00	0.00
营业利润	398.66	258.41	272.29	343.86	411.20
营业外收入	7.46	0.87	3.08	3.80	2.58
营业外支出	10.67	5.07	5.90	7.21	6.06
利润总额	395.45	254.22	269.47	340.45	407.72
所得税	37.31	20.80	22.05	27.85	33.36
净利润	358.14	233.42	247.42	312.60	374.37
少数股东损益	70.19	72.97	98.97	125.04	149.75
归属于母公司净利润	287.94	160.45	148.45	187.56	224.62
每股收益(元)	0.67	0.37	0.34	0.43	0.52

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-17.84%	-3.58%	0.39%	11.34%	11.43%
营业利润	-41.91%	-35.18%	5.37%	26.28%	19.58%
归属于母公司净利润	-45.96%	-44.28%	-7.47%	26.34%	19.76%
获利能力					
毛利率	34.30%	35.12%	35.68%	36.08%	36.48%
净利率	7.75%	4.48%	4.13%	4.68%	5.03%
ROE	6.87%	3.79%	3.46%	4.23%	4.92%
ROIC	10.14%	5.78%	5.64%	11.65%	7.61%
偿债能力					
资产负债率	40.70%	40.80%	42.13%	35.94%	43.99%
净负债率	13.66%	22.36%	-27.76%	18.03%	-34.15%
流动比率	2.34	2.29	2.02	2.74	2.08
速动比率	2.12	2.08	1.89	2.41	1.96
营运能力					
应收账款周转率	1.15	1.20	1.57	1.64	1.71
存货周转率	8.08	7.86	9.02	8.43	8.99
总资产周转率	0.49	0.46	0.44	0.49	0.52
每股指标(元)					
每股收益	0.67	0.37	0.34	0.43	0.52
每股经营现金流	0.51	0.85	6.01	-4.41	7.18
每股净资产	9.69	9.77	9.91	10.23	10.54
估值比率					
市盈率	10.76	19.32	20.88	16.53	13.80
市净率	0.74	0.73	0.72	0.70	0.68
EV/EBITDA	9.35	6.98	3.34	6.55	2.30
EV/EBIT	11.87	9.36	5.25	9.86	3.35

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