

亚士创能 (603378)

证券研究报告

2024年09月01日

防水板块持续扩张，期待地产边际改善

业绩显著下滑，地产景气度边际改善可期

公司发布24年半年报，24H1公司实现营业收入10.43亿元，同比-29.86%，实现归母净利润-0.19亿元，同比-148.80%，扣非归母净利润-0.34亿元，同比-206.62%，国内房地产市场仍在深度调整，导致公司上半年业绩显著承压。单季度看，24Q2公司实现营业收入7.48亿元，同比-24.85%，归母净利润0.63亿元，同比+13.47%，二季度利润已呈现改善趋势。5月17日，新一轮支持房地产的金融举措出炉，具体包括明确取消全国层面房贷利率政策下限、下调房贷首付款比例和公积金贷款利率、拟设立保障性住房再贷等措施，需求改善后公司有望持续受益。

涂料板块延续承压，防水板块快速拓张

分业务看，24H1公司功能型建筑涂料、建筑节能材料、防水材料分别实现收入6.10、2.53、1.35亿元，同比分别-41.37%、-13.68%、+20.95%。细分看：1)建筑涂料：24H1公司工程涂料、家装涂料分别实现收入4.7、0.5亿元，同比分别-43.0%、-28.5%，销售单价分别为4.39、4.65元/公斤，同比分别-10.22%、-8.10%；2)建筑节能材料：24H1保温装饰板、保温材料实现收入1.6、0.5亿元，同比分别-19.62%、+4.15%，均价分别为69.8、298.12元/平方米，同比分别-11.23%、-9.79%。3)防水材料：24H1防水卷材、防水涂料收入分别为1.1、0.2亿元，同比分别+21.57%、+17.72%。原材料方面，24H1乳液、钛白粉、树脂等价格同比均有一定上涨。

盈利能力下滑，减值冲回利润增加

24H1公司毛利率为23.12%，同比-10.83pct，其中功能型建筑涂料、建筑节能材料、防水材料分别为31.02%、12.39%、-10.08%，同比分别-9.73、-5.19、-14.86pct，24Q2单季度毛利率为24.43%，同比-9.0pct，盈利能力延续承压。24H1期间费用率为29.68%，同比+5.14pct，其中销售、管理、研发、财务费用率同比分别+0.74、+1.70、+0.55、+2.14pct，收入下滑导致费用未能有效摊薄。24H1公司资产及信用减值损失合计冲回0.25亿元，对净利润的影响同比增加1.05亿元，综合影响下净利率为-1.84%，同比-4.47pct。24H1公司CFO净额为-2.17亿元，同比多流出2.85亿元，收现比同比-11.93pct至87.21%，付现比同比+4.88pct至113.53%。

看好地产政策带来的催化，维持“买入”评级

当前行业内集中度仍然较低，我们认为公司有望依托渠道变革与风险防控，不断提升自身市占率。我们预计公司24-26年归母净利润为1.5、2.6、3.1亿元，若后续地产需求有所改善，则我们认为公司业绩仍具备较好的增长基础，维持“买入”评级。

风险提示：小B业务开拓不及预期，原材料价格大幅上涨，地产链景气度下行超预期。

| 财务数据和估值 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 3,107.70 | 3,110.39 | 3,046.39 | 3,307.83 | 3,757.42 |
| 增长率(%) | (34.09) | 0.09 | (2.06) | 8.58 | 13.59 |
| EBITDA(百万元) | 497.89 | 558.11 | 406.07 | 547.98 | 593.16 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 105.73 | 60.18 | 151.63 | 258.84 | 311.89 |
| 增长率(%) | (119.44) | (43.09) | 151.98 | 70.70 | 20.50 |
| EPS(元/股) | 0.25 | 0.14 | 0.35 | 0.60 | 0.73 |
| 市盈率(P/E) | 26.71 | 46.94 | 18.63 | 10.91 | 9.06 |
| 市净率(P/B) | 1.64 | 1.62 | 1.54 | 1.39 | 1.25 |
| 市销率(P/S) | 0.91 | 0.91 | 0.93 | 0.85 | 0.75 |
| EV/EBITDA | 11.67 | 7.62 | 9.20 | 6.78 | 6.05 |

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 | 6.59元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|-------------|------------|
| A股总股本(百万股) | 428.60 |
| 流通A股股本(百万股) | 428.60 |
| A股总市值(百万元) | 2,824.45 |
| 流通A股市值(百万元) | 2,824.45 |
| 每股净资产(元) | 3.90 |
| 资产负债率(%) | 75.05 |
| 一年内最高/最低(元) | 12.40/4.75 |

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 | |
| 任嘉禹 | 分析师 |
| SAC执业证书编号：S1110524070001 | |
| renjiayu@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《亚士创能-年报点评报告:盈利能力延续承压，期待24年困境反转》2024-04-30
- 《亚士创能-季报点评:Q3销量增长显著，价格下降拖累收入》2023-10-31
- 《亚士创能-半年报点评:原材料价格回落，盈利能力明显改善》2023-08-25

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 |