

公司研究 | 点评报告 | 亚士创能（603378.SH）

收入仍有承压，防水占比提升

报告要点

公司发布 2024 年三季报：2024Q1-3 实现收入 17.2 亿元，同比下降 28%，归属净利润约-0.19 亿元，同比下降 123%，扣非净利润同比下降 151%。2024Q3 实现收入 6.8 亿元，同比下降 24%，归属净利润 0.01 亿元，同比下降 99%，扣非净利润同比下降 107%。

分析师及联系人



范超

SAC: S0490513080001

SFC: BQK473



张佩

SAC: S0490518080002



董超

SAC: S0490523030002

亚士创能（603378.SH）

2024-11-12

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

收入仍有承压，防水占比提升

事件描述

亚士创能发布三季报：2024 年前三季度实现收入 17.2 亿元，同比下降 28%，归属净利润约-0.19 亿元，同比下降 123%，扣非净利润同比下降 151%。单 3 季度实现收入 6.8 亿元，同比下降 24%，归属净利润 0.01 亿元，同比下降 99%，扣非净利润同比下降 107%。

事件评论

- **收入承压下行，防水占比提升。**公司单 3 季度收入同比下降 24%，行业进一步承压之下，公司同比降幅与 2 季度类似。分结构看，建筑涂料、保温节能、防水材料占主营收入比重分别为 61%、22%、16%，对应收入增速分别为-33%、-25%、+40%，防水收入仍实现较快正增长。聚焦建筑涂料板块，工程涂料收入同比下降 33%（销量同比下降 35%）；家装涂料收入同比下降 28%（销量同比下降 14%）；配套材料收入同比下降 36%，仍以工程涂料为主导，收入在建筑涂料中占比约 80%。保温节能板块下滑幅度小于建筑涂料，收入同比降幅约 25%，其中保温装饰板收入同比下滑 24%（销量同比下滑 13%）。防水板块相对较优，实现了较快正增长，防水卷材收入同比增长 38%（销量同比增长 66%）、防水涂料收入同比增长 54%（销量同比增长 63%），但价格维度仍有压力。
- **产品价格整体承压，收入下行导致盈利能力承压，但减值冲回有所对冲。**公司 3 季度毛利率约 23.2%，环比下降 1.2 个百分点，同比下降 6.7 个百分点。3 季度工程涂料价格环比下降 4%，同比增长 4%；家装涂料价格环比下降 3%，同比下降 20%。而防水卷材价格环比下降 8%，同比下降 21%，防水涂料价格环比增长 4%，同比下降 6%，且防水工厂陆续转固，产能发挥尚未充分，导致防水毛利率偏低。公司单 3 季度期间费率约 19.4%，环比下降 0.4 个百分点，同比下降 1.2 个百分点，公司在收入下行之际持续降本控费，其中销售、管理、研发、财务费用率分别同比变动-0.9、+0.4、+0.5、-0.3 个百分点。公司 3 季度计提信用减值损失约 2300 万元（去年同期减值损失约 3100 万元）。最终，公司单 3 季度归属净利率约 0.1%，环比下降 8.3 个百分点，同比下降 4.6 个百分点。
- **现金流仍有一定压力。**公司前三季度经营性现金流净额约-2.21 亿元，而去年同期约+0.66 亿元，前三季度收现比约 0.89，而去年同期约 0.95 亿元，公司虽然进一步注重回款，但行业整体资金压力仍大。公司在应收账款层面有一定控制，3 季度末应收账款及票据约 18.24 亿元，而去年同期约 23.85 亿元，同比下降约 24%，与收入降幅整体接近。
- 公司当前仍处于主动调整期，持续渠道优化，关注地产政策以及化债政策带来的行业需求逐步企稳改善。预计 2024-2026 年公司归属净利润约 0.2、0.8、1.3 亿元，对应估值为 170、40、24 倍。

风险提示

- 1、地产行业持续低迷；
- 2、原材料价格大幅波动。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	7.32
总股本(万股)	42,860
流通A股/B股(万股)	42,860/0
每股净资产(元)	3.86
近12月最高/最低价(元)	10.40/4.75

注：股价为 2024 年 11 月 8 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《收入承压下行，2 季度利润环比改善》2024-09-14
- 《经营质量持续提升，开启第二成长曲线》2024-05-25
- 《涂料价格承压，防水快速增长》2023-11-07

更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

1、地产行业持续低迷：公司主要产品用于各类建筑内外墙的墙面涂装，主要客户为地产商、建筑工程公司及家庭装修客户。当前房地产行业尚未复苏，若地产持续低迷，传导至上游涂料企业，可能影响公司的产品需求。

2、原材料价格大幅波动：公司产品的主要原辅材料有乳液、树脂、钛白粉、各类有机溶剂、包装物等，各类化工原料及包装物成本占公司主营业务成本的比例较高。如果原材料市场价格大幅上涨，公司不能把原材料价格波动的风险及时转移到下游客户，会存在因材料价格上涨带来的主营业务成本增加的风险。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3110	2388	2727	3128	货币资金	469	395	355	327
营业成本	2161	1804	2005	2274	交易性金融资产	0	10	10	10
毛利	949	584	722	854	应收账款	1784	1052	1186	1361
%营业收入	31%	24%	26%	27%	存货	203	138	155	177
营业税金及附加	34	17	19	22	预付账款	36	11	12	14
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	260	355	397	447
销售费用	353	287	322	363	流动资产合计	2753	1960	2114	2336
%营业收入	11%	12%	12%	12%	长期股权投资	1	2	2	2
管理费用	152	124	136	150	投资性房地产	591	611	621	631
%营业收入	5%	5%	5%	5%	固定资产合计	1776	1662	1439	1165
研发费用	95	76	85	94	无形资产	456	756	856	956
%营业收入	3%	3%	3%	3%	商誉	0	0	0	0
财务费用	111	114	95	107	递延所得税资产	279	279	279	279
%营业收入	4%	5%	3%	3%	其他非流动资产	550	759	899	969
加: 资产减值损失	-11	-10	-10	-10	资产总计	6405	6028	6209	6337
信用减值损失	-207	5	-10	-10	短期贷款	1077	1421	1334	1077
公允价值变动收益	1	0	0	0	应付款项	1146	593	659	748
投资收益	0	0	1	1	预收账款	3	2	3	3
营业利润	44	21	87	145	应付职工薪酬	94	72	80	91
%营业收入	1%	1%	3%	5%	应交税费	32	36	41	47
营业外收支	4	-1	-1	-1	其他流动负债	1614	1430	1539	1685
利润总额	49	20	86	144	流动负债合计	3966	3554	3656	3652
%营业收入	2%	1%	3%	5%	长期借款	543	543	543	543
所得税费用	-12	2	7	12	应付债券	0	0	0	0
净利润	60	18	79	133	递延所得税负债	12	12	12	12
归属于母公司所有者的净利润	60	18	79	133	其他非流动负债	144	162	162	162
少数股东损益	0	0	0	0	负债合计	4666	4272	4374	4369
EPS (元)	0.14	0.04	0.18	0.31	归属于母公司所有者权益	1739	1756	1835	1968
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	0	0	0	0
	2023A	2024E	2025E	2026E	股东权益	1739	1756	1835	1968
经营活动现金流净额	438	444	563	638	负债及股东权益	6405	6028	6209	6337
取得投资收益收回现金	0	0	1	1	基本指标				
长期股权投资	0	-1	0	0		2023A	2024E	2025E	2026E
资本性支出	-217	-751	-401	-301	每股收益	0.14	0.04	0.18	0.31
其他	0	-29	-10	-10	每股经营现金流	1.02	1.04	1.31	1.49
投资活动现金流净额	-217	-780	-410	-310	市盈率	60.43	169.96	39.81	23.63
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.08	1.79	1.71	1.59
股权融资	0	-1	0	0	EV/EBITDA	18.22	10.57	9.08	7.46
银行贷款增加 (减少)	-155	344	-87	-257	总资产收益率	0.9%	0.3%	1.3%	2.1%
筹资成本	-98	-100	-105	-98	净资产收益率	3.5%	1.1%	4.3%	6.7%
其他	13	18	0	0	净利率	1.9%	0.8%	2.9%	4.2%
筹资活动现金流净额	-241	261	-192	-354	资产负债率	72.8%	70.9%	70.4%	68.9%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-20	-74	-40	-27	总资产周转率	0.49	0.40	0.44	0.49

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。