

苏博特 (603916.SH)

混凝土外加剂龙头，基建保障中期确定性

混凝土外加剂龙头，业绩底部回升。苏博特主营混凝土外加剂的研发、生产和销售，在江苏、四川、天津、新疆、广东、广西等地建有生产基地，2024年受行业竞争以及减值影响，公司收入35.6亿元，同比下降0.75%，归母净利润1.0亿元，同比下降40.2%，2025年Q1在大型基建项目拉动下，公司实现收入6.8亿元，同比增长17.8%，归母净利润0.2亿元，同比增长15.4%，业绩底部回升。

基建托底需求，供给加速出清。地产表现疲软，2024年规模以上混凝土产量24.9亿立方米，同比下滑10.1%。2025年的地产数据仍在下行，外加剂需求仍在收缩中，基建起重要托底作用，部分对冲了地产带来的需求下滑，根据钢联数据，上半年重点项目水泥直供量略有提升，供给端在市场化推动下陆续出清，参考Wind企业库数据，已有接近60%的外加剂企业退出，产能持续出清中。

大型基建拉动需求公司发货端改善，利润率有望修复，经营质量持续优化。1) 公司双院士坐镇，技术领先，参与三峡工程、白鹤滩水电站、川藏铁路、田湾核电站等重大工程，积累坚实口碑与客户基础。在基建需求拉动下，公司发货量自2024年二季度同比转正，未来2-3年将迎川藏铁路、滇藏铁路、新藏铁路、雅下水电站等基建高峰，发货端有望持续提升，伴随规模效应释放，成本费用优化将驱动利润率改善。2) 功能性材料高增放量，2024年收入6.7亿元，同比增长29.5%，毛利率30.5%；检测业务保持稳健，2024年收入7.71亿元，同比增长0.5%，净利润1.58亿元，净利率达20.4%，经营活动现金流量1.35亿元，对公司利润、现金流形成有益补充。3) 公司应收账款减值高峰已过，回款持续加强，2024年经营活动现金流量净额5.8亿元，同比增长57.0%，截至2025年Q1末，公司整体带息债务23.9亿元，现金类资产合计16.0亿元，合并口径银行授信45.29亿元，未使用余额为32.81亿元，备用流动性充足。

盈利预测与投资建议：公司为减水剂行业龙头，技术底蕴深厚，参与大量重点工程建设，客户认可度高，同时通过功能性材料和检测业务增厚收入、业绩，在基建需求拉动下，公司减水剂发货端已开始复苏，同时成本持续优化，利润率有望迎来改善。预计公司2025-2027年营收分别为38.0亿元、42.6亿元、46.7亿元，归母净利润分别为1.59亿元、2.04亿元、2.46亿元，三年业绩增速24.4%，对应PE分别为26X、20X、17X，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：需求不及预期风险，行业价格战加剧风险，原材料价格持续快速上涨风险，假设和测算误差风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,582	3,555	3,799	4,261	4,669
增长率 yoy (%)	-3.6	-0.7	6.8	12.2	9.6
归母净利润(百万元)	160	96	159	204	246
增长率 yoy (%)	-44.3	-40.2	65.8	28.6	20.1
EPS 最新摊薄(元/股)	0.37	0.22	0.37	0.47	0.57
净资产收益率(%)	3.8	2.2	3.7	4.6	5.3
P/E(倍)	25.7	43.1	26.0	20.2	16.8
P/B(倍)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9

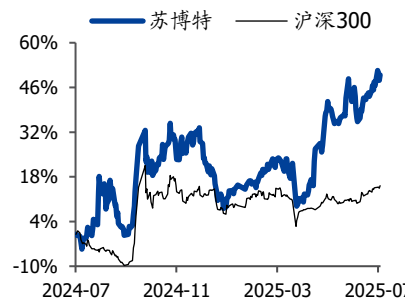
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2025年07月17日收盘价

增持(首次)

股票信息

行业	化学制品
07月17日收盘价(元)	9.55
总市值(百万元)	4,131.46
总股本(百万股)	432.61
其中自由流通股(%)	97.16
30日日均成交量(百万股)	6.72

股价走势



作者

分析师	沈猛
执业证书编号:	S0680522050001
邮箱:	shenmeng@gszq.com
分析师	张润
执业证书编号:	S0680524110002
邮箱:	zhangrun@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4931	4824	5020	5378	5736
现金	1003	869	818	724	684
应收票据及应收账款	2792	2864	2977	3308	3580
其他应收款	60	55	60	67	74
预付账款	71	83	86	97	106
存货	453	419	458	498	538
其他流动资产	552	534	621	683	755
非流动资产	3029	3061	2984	2902	2805
长期投资	110	114	118	122	126
固定资产	1861	1741	1858	1862	1810
无形资产	473	462	449	436	423
其他非流动资产	586	743	558	481	445
资产总计	7960	7885	8004	8279	8541
流动负债	2153	2018	1984	2084	2146
短期借款	630	781	681	631	581
应付票据及应付账款	508	647	652	747	809
其他流动负债	1014	589	651	706	755
非流动负债	1094	1056	1050	1045	1040
长期借款	155	100	100	100	100
其他非流动负债	939	956	950	945	940
负债合计	3248	3073	3034	3129	3187
少数股东权益	483	543	615	683	752
股本	420	433	433	433	433
资本公积	1732	1800	1800	1800	1800
留存收益	1971	2002	2088	2201	2336
归属母公司股东权益	4229	4268	4355	4467	4602
负债和股东权益	7960	7885	8004	8279	8541

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	370	581	374	348	416
净利润	233	174	230	273	315
折旧摊销	251	241	284	310	325
财务费用	53	55	25	23	21
投资损失	-9	-12	-12	-13	-15
营运资金变动	-208	39	-216	-311	-297
其他经营现金流	50	84	62	67	67
投资活动现金流	-604	-326	-249	-272	-270
资本支出	-333	-240	-185	-216	-216
长期投资	-8	-11	-54	-54	-54
其他投资现金流	-263	-76	-10	-2	0
筹资活动现金流	138	-443	-176	-170	-187
短期借款	-190	151	-100	-50	-50
长期借款	-11	-55	0	0	0
普通股增加	0	12	0	0	0
资本公积增加	-3	69	0	0	0
其他筹资现金流	342	-620	-76	-120	-137
现金净增加额	-96	-188	-52	-93	-40

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3582	3555	3799	4261	4669
营业成本	2324	2390	2572	2882	3147
营业税金及附加	30	31	32	36	40
营业费用	375	377	380	426	467
管理费用	305	285	304	341	374
研发费用	217	184	198	222	243
财务费用	52	51	48	48	52
资产减值损失	-5	-16	-10	-10	-10
其他收益	44	55	46	51	56
公允价值变动收益	0	5	0	0	0
投资净收益	9	12	12	13	15
资产处置收益	-2	-4	-3	-4	-4
营业利润	258	196	260	307	354
营业外收入	1	1	3	2	2
营业外支出	5	3	6	5	4
利润总额	254	194	257	304	351
所得税	21	20	26	31	36
净利润	233	174	230	273	315
少数股东损益	73	78	71	68	69
归属母公司净利润	160	96	159	204	246
EBITDA	559	490	588	662	727
EPS (元/股)	0.37	0.22	0.37	0.47	0.57

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-3.6	-0.7	6.8	12.2	9.6
营业利润(%)	-35.2	-24.3	32.9	18.1	15.2
归属母公司净利润(%)	-44.3	-40.2	65.8	28.6	20.1
获利能力					
毛利率(%)	35.1	32.8	32.3	32.4	32.6
净利率(%)	4.5	2.7	4.2	4.8	5.3
ROE(%)	3.8	2.2	3.7	4.6	5.3
ROIC(%)	4.2	3.4	4.1	4.6	5.2
偿债能力					
资产负债率(%)	40.8	39.0	37.9	37.8	37.3
净负债比率(%)	23.1	19.2	18.0	18.1	17.1
流动比率	2.3	2.4	2.5	2.6	2.7
速动比率	2.0	2.1	2.2	2.2	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4
应付账款周转率	6.9	7.4	8.2	8.2	8.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.22	0.37	0.47	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.86	1.34	0.86	0.80	0.96
每股净资产(最新摊薄)	9.78	9.87	10.07	10.33	10.64
估值比率					
P/E	25.7	43.1	26.0	20.2	16.8
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	9.6	8.5	8.5	7.6	6.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年07月17日收盘价

内容目录

1 混凝土外加剂龙头，业绩底部回升	5
2 行业：基建托底需求，供给加速出清	7
2.1 需求：地产下滑仍有拖累，基建有结构性亮点	7
2.2 供给：市场化推动出清，集中度有望提升	9
3 公司：大型基建拉动需求，经营质量优化	11
3.1 大型基建拉动发货持续改善，利润率有望修复	11
3.2 功能性材料拓增量，检测业务稳利润、现金流	14
3.3 财务结构优化，现金流显著增强	16
4 盈利预测与估值	18
4.1 盈利预测	18
4.2 估值及投资建议	19
风险提示	19

图表目录

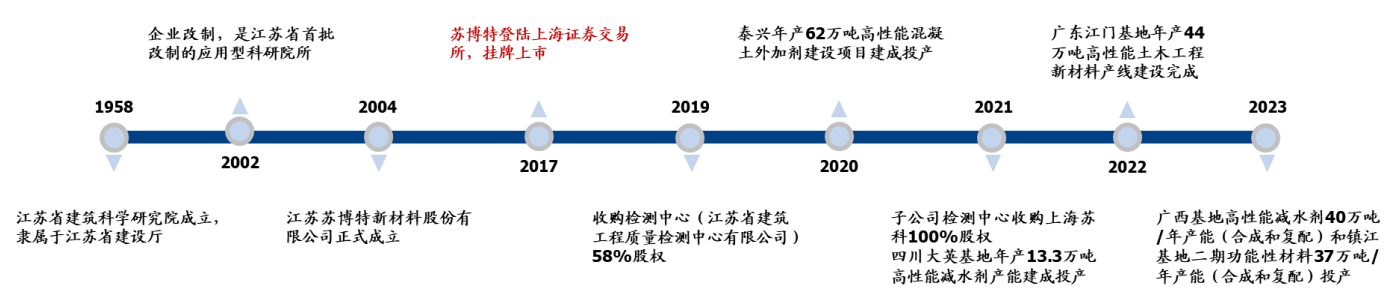
图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司分产品收入结构 (单位: %)	5
图表 3: 公司分产品毛利率 (单位: %)	5
图表 4: 公司营业总收入及同比 (单位: 亿元; %)	6
图表 5: 公司归母净利润及同比 (单位: 亿元; %)	6
图表 6: 公司及可比公司销售毛利率情况 (单位: %)	6
图表 7: 公司及可比公司销售净利率情况 (单位: %)	6
图表 8: 公司及可比公司销售费用率情况 (单位: %)	7
图表 9: 公司及可比公司管理费用率情况 (单位: %)	7
图表 10: 公司股权结构 (截至 2025 年一季度末)	7
图表 11: 混凝土外加剂产业链情况	8
图表 12: 2023 年混凝土外加剂产品结构	8
图表 13: 水泥下游需求结构 (单位: %)	8
图表 14: 混凝土产量及同比增速 (左轴: 亿立方米; 右轴: %)	8
图表 15: 房地产开发资金、新开工面积及施工面积累计同比 (单位: %)	8
图表 16: 混凝土周度发运量 (单位: 万立方米)	8
图表 17: 基建固定资产投资额及不含电力投资额累计同比 (单位: %)	9
图表 18: 水泥直供量 (单位: 万吨)	9
图表 19: 地方政府新增专项债发行情况 (单位: 亿元)	9
图表 20: 地方政府特殊再融资专项债发行情况 (单位: 亿元)	9
图表 21: 混凝土外加剂上市公司销量及增速 (左轴: 万吨; 右轴: %)	10
图表 22: 混凝土外加剂上市公司单价及增速 (左轴: 元/吨; 右轴: %)	10
图表 23: 混凝土外加剂上市公司营业收入及增速 (单位: 亿元; %)	10
图表 24: 混凝土外加剂上市公司归母净利润及增速 (单位: 亿元; %)	10
图表 25: 2023 年国内混凝土外加剂市场格局 (单位: %)	10
图表 26: 2023 年国内高性能减水剂市场格局 (单位: %)	10
图表 27: 外加剂上市公司研发费用率对比 (单位: %)	11
图表 28: 公司研发支出及同比增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)	11
图表 29: 公司减水剂合成产能基地布局	11
图表 30: 公司高性能及高效减水剂产能 (单位: 万吨)	11
图表 31: 公司参与的重大工程——三峡工程	12
图表 32: 公司高性能减水剂季度销量情况 (左轴: 万吨; 右轴: %)	12
图表 33: 西藏自治区“十四五”及中长期铁路网规划	12
图表 34: 公司高性能减水剂收入及同比增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)	13
图表 35: 公司高性能减水剂毛利率 (单位: %)	13

图表 36:	公司高性能减水剂吨价、吨成本、吨毛利情况 (单位: 元/吨)	13
图表 37:	公司高性能减水剂合成产能利用率较低 (左轴: 万吨; 右轴: %)	13
图表 38:	公司产能利用率不足导致折旧摊销较高 (单位: %)	13
图表 39:	公司期间费用率较高 (单位: %)	13
图表 40:	苏博特高性能减水剂成本构成	14
图表 41:	公司聚醚产量及占同期使用比重 (左轴: 万吨; 右轴: %)	14
图表 42:	奥克股份聚醚单体毛利率 (单位: %)	14
图表 43:	中国: 现货价: 环氧乙烷 (单位: 元/吨)	14
图表 44:	公司功能性材料收入及增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)	15
图表 45:	公司功能性材料毛利率 (单位: %)	15
图表 46:	公司功能性材料季度销量及同比增速 (左轴: 万吨; 右轴: %)	15
图表 47:	公司功能性材料单位价格、成本及毛利 (单位: 元/吨)	15
图表 48:	公司检测中心收入及增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)	15
图表 49:	公司检测中心净利润及增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)	15
图表 50:	公司检测业务毛利率及净利率 (单位: %)	16
图表 51:	公司检测业务经营活动现金流量及净现比 (单位: 亿元; %)	16
图表 52:	公司应收账款账龄结构 (单位: 亿元)	16
图表 53:	公司信用及资产减值准备情况 (单位: 亿元)	16
图表 54:	公司应收项及应收账款周转天数 (左轴: 亿元; 右轴: 天)	17
图表 55:	公司经营性现金流量净额及收现比、净现比 (左轴: 亿元)	17
图表 56:	公司资本性支出情况 (单位: 亿元)	17
图表 57:	公司自由现金流情况 (单位: 亿元)	17
图表 58:	公司偿还债务支付的现金及资产负债率情况 (单位: 亿元; %)	17
图表 59:	带息债务、现金类资产及现金类资产/带息债务比 (单位: 亿元)	17
图表 60:	公司主要业务收入及毛利率预测	18
图表 61:	可比公司估值表	19

1 混凝土外加剂龙头，业绩底部回升

技术武装的混凝土外加剂龙头，重点工程底蕴雄厚。苏博特主营混凝土外加剂的研发、生产和销售，在江苏、四川、天津、新疆、广东、广西等地建有生产基地，2017年11月在上交所主板挂牌上市。公司始终坚持走科技创新的发展道路，人才团队包括中国工程院院士、国家杰出青年基金获得者、国家重点人才计划专家等，产品成功应用于港珠澳大桥、深中通道、田湾核电站、阳江核电站、白鹤滩水电站、乌东德水电站、兰新高铁、南水北调工程、青岛胶州湾第二海底隧道、无锡太湖隧道等重点工程。

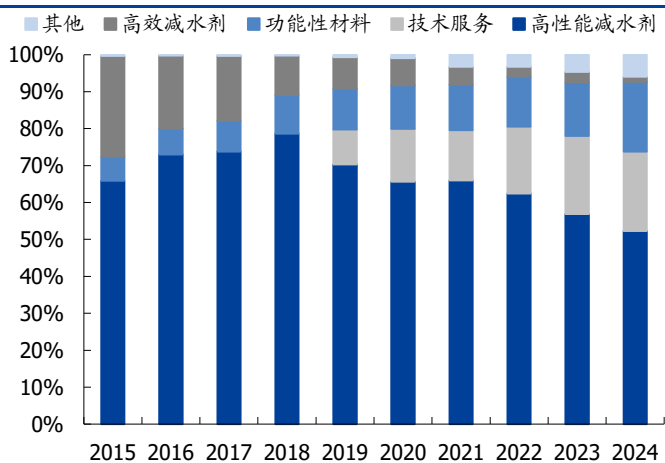
图表1: 公司发展历程



资料来源: 苏博特微信公众号, 苏博特投资者问答, 公司公告, 国盛证券研究所

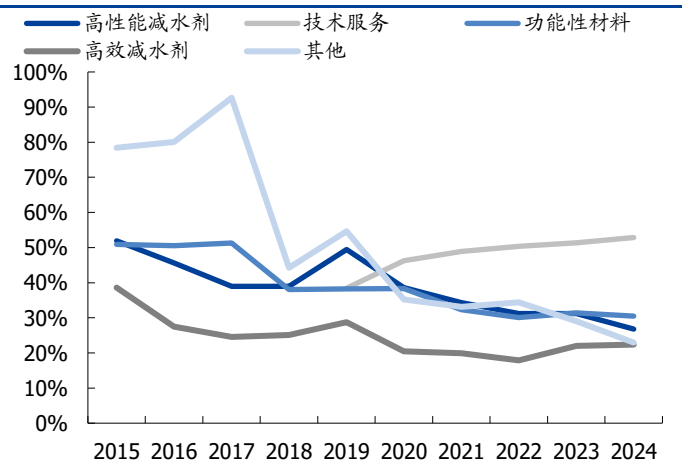
公司收入来源包括减水剂、功能性材料以及技术服务等。**1) 减水剂:** 2024年高性能减水剂收入18.6亿元, 同比下滑8.8%, 收入占比52.3%, 毛利率26.8%, 同比下降4.4pct, 高效减水剂收入0.5亿元, 同比下滑52.0%, 占比降至1.4%, 毛利率22.4%, 同比提升0.4pct; **2) 功能性材料:** 包括功能性化学外加剂、高性能水泥基材料和交通材料等, 2024年收入6.7亿元, 同比增长29.5%, 占比18.9%, 同比提升4.4pct, 毛利率30.5%, 同比下降0.9pct; **3) 技术服务:** 检验检测业务, 2024年收入7.6亿元, 同比增长0.8%, 占比21.4%, 毛利率52.9%, 同比增长1.5pct。 **4) 其他:** 主要为不锈钢管道、涂料等, 2024年收入2.1亿元, 同比增长26.2%, 占比5.9%, 毛利率22.9%, 同比下滑6.1%。

图表2: 公司分产品收入结构(单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 公司分产品毛利率(单位: %)



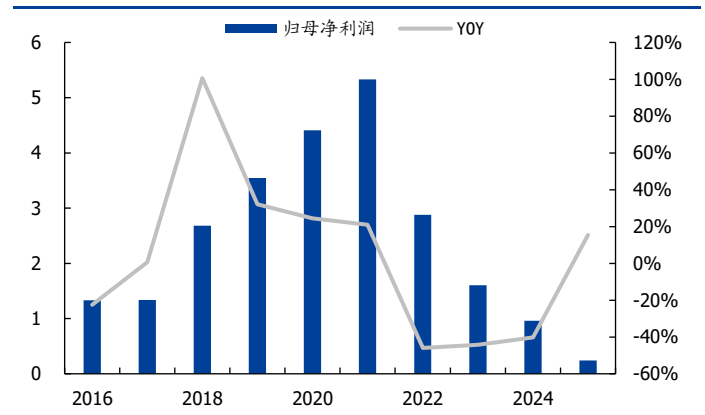
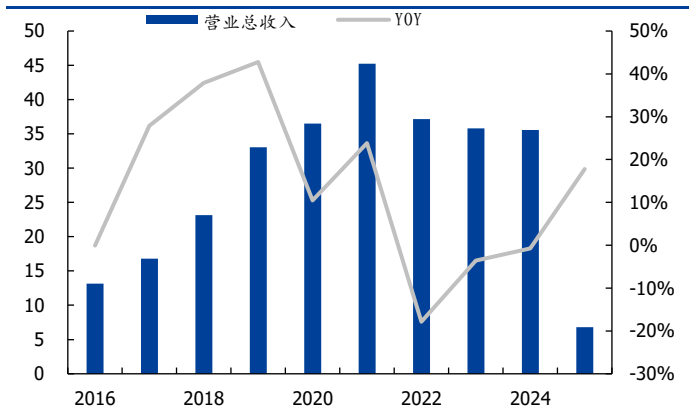
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

价格战及减值拖累 2024 年业绩，基建项目带动 25Q1 业绩恢复。2024 年公司实现收入 35.6 亿元, 同比下降 0.75%, 归母净利润 1.0 亿元, 同比下降 40.2%, 业绩下滑较大一方面系需求收缩, 行业竞争激烈, 公司拓展核电、桥梁、高铁等基建工程市场, 高性能减水剂销量虽同比增长 3.1%, 但吨价及吨毛利分别同比下滑 11.5%、24.0%, 另一方面系公司计提减值 1.1 亿元。2025 年 Q1 公司实现收入 6.8 亿元, 同比增长 17.8%,

归母净利润 0.2 亿元，同比增长 15.4%，收入业绩双增长主要系大型基建项目拉动，高性能减水剂和功能性材料销量分别同比增长 27.7%、41.4%，对冲了价格端的下滑。

图表4: 公司营业总收入及同比 (单位: 亿元; %)

图表5: 公司归母净利润及同比 (单位: 亿元; %)



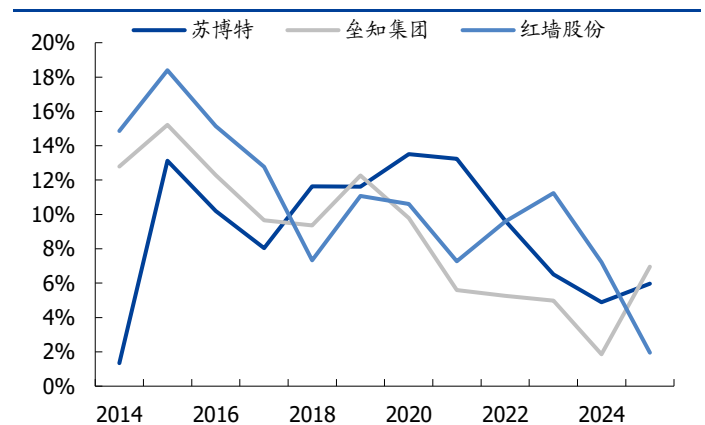
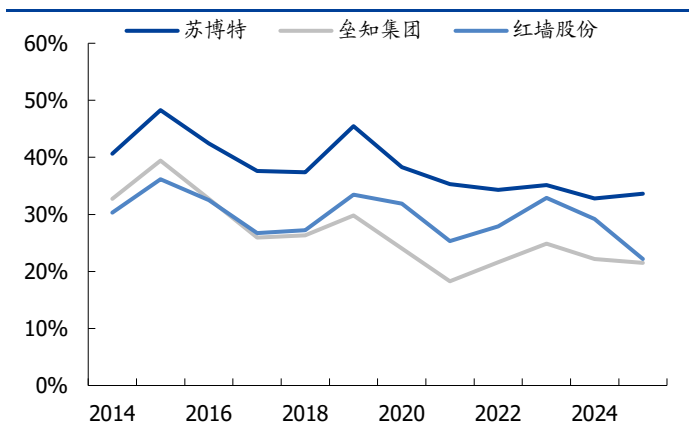
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

毛利率领先同业,参与大型项目导致销售、管理费用率偏高。2024 年行业价格竞争激烈,公司毛利率 32.8%,同比降低 2.3pct,通过技术服务以及功能性材料等高毛利业务调节,整体毛利率仍高于可比公司。公司整体费用率偏高,2024 年管理费用率 8.0%,销售费用率 10.6%,主要系公司近年参与国家重大基础设施项目增多,同时拓展土木工程材料相关领域业务,业务类子公司数量增加,技术团队、销售人员数量、管理人员数量以及激励力度等需要相应匹配,导致职工薪酬、业务推广费用以及商务活动费用等增长,2024 年公司销售净利率 4.9%,同比降低 1.6pct。

图表6: 公司及可比公司销售毛利率情况 (单位: %)

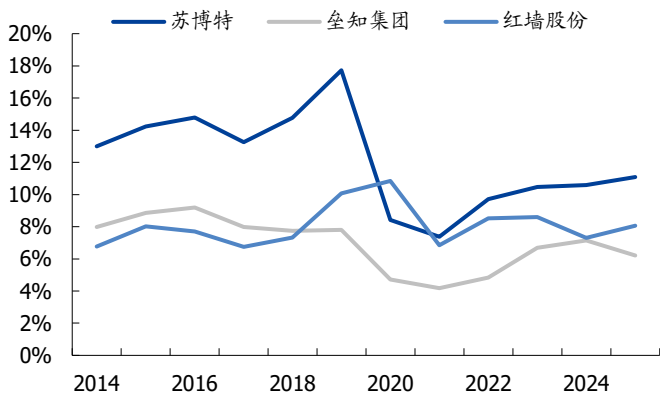
图表7: 公司及可比公司销售净利率情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

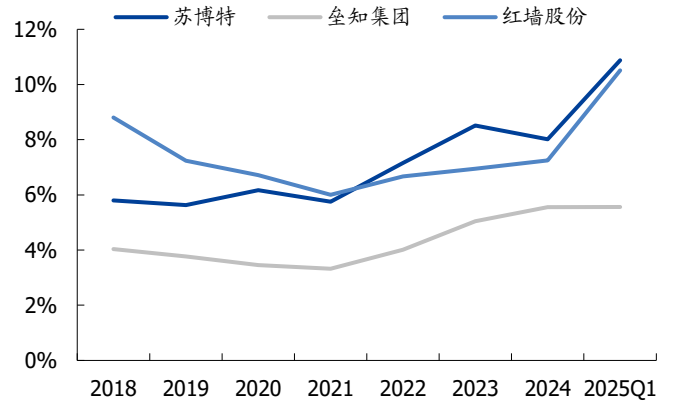
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 公司及可比公司销售费用率情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

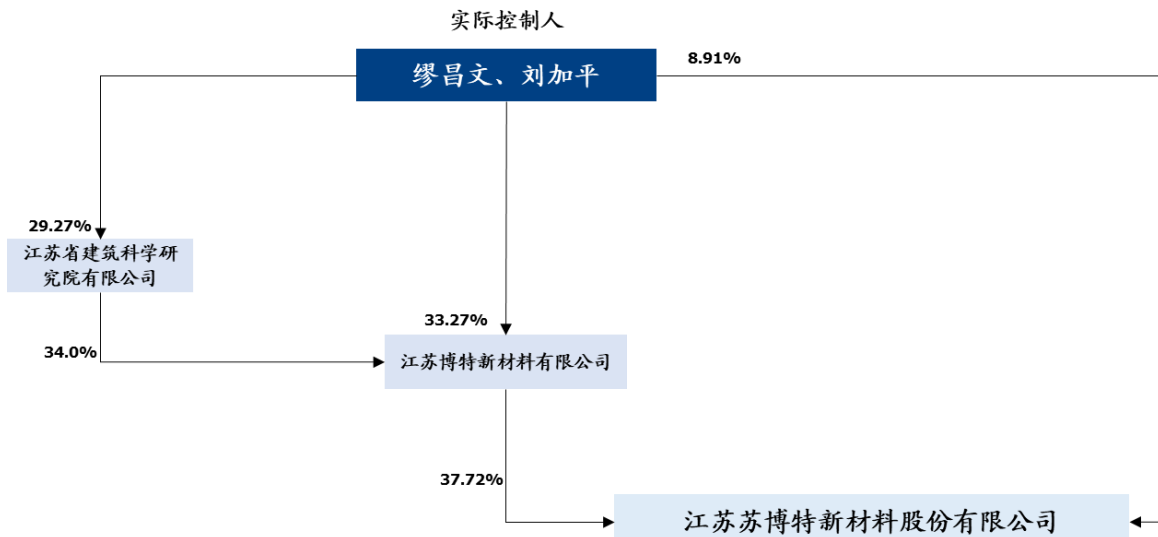
图表9: 公司及可比公司管理费用率情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

实控人合计持股 **46.63%**, 股权结构稳定。截至 2025 年 Q1 末, 公司实际控制人缪昌文院士以及刘加平院士直接及间接合计持有公司 46.63% 股权。

图表10: 公司股权结构 (截至 2025 年一季度末)



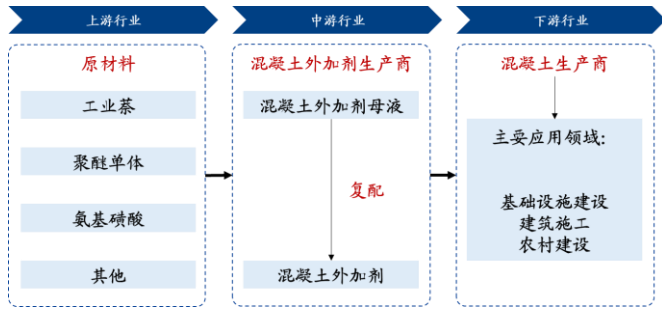
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2 行业: 基建托底需求, 供给加速出清

2.1 需求: 地产下滑仍有拖累, 基建有结构性亮点

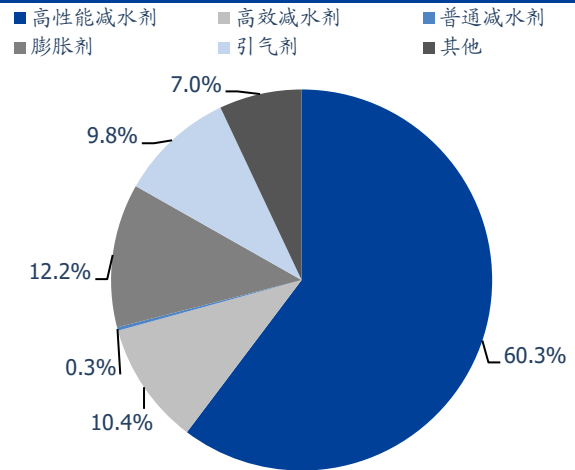
地产及民用需求占比 **60%**, 2022 年以来商混产量持续下降。混凝土外加剂上游原材料包括工业萘、聚醚单体及氨基磺酸等, 中游为外加剂生产商, 减水剂应用最广泛, 2023 年产量口径下占比约 71.0%, 生产工艺流程包括化学合成和物理复配, 下游客户为房地产、基建工程等商混使用企业。参考水泥下游需求结构, 2024 年地产、基建、民用 (家装及农村) 占比分别为 38%、40%、22%, 2022 年以来地产表现疲软, 导致外加剂的直接下游混凝土规模收缩, 2024 年规模以上混凝土产量 24.9 亿立方米, 同比下滑 10.1%。

图表11: 混凝土外加剂产业链情况



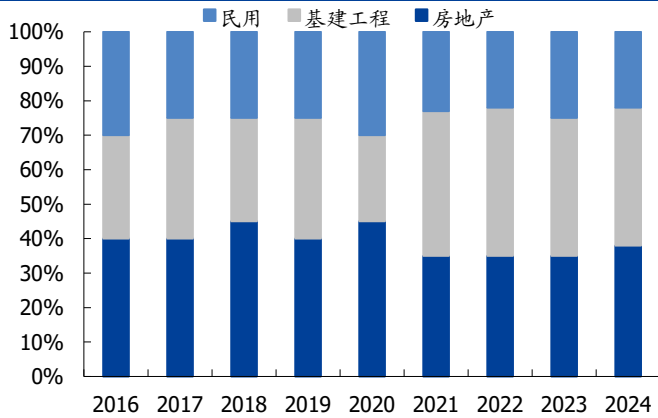
资料来源: 海螺材料科技招股说明书, 国盛证券研究所

图表12: 2023年混凝土外加剂产品结构



资料来源: 海螺材料科技招股说明书, 国盛证券研究所

图表13: 水泥下游需求结构 (单位: %)



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

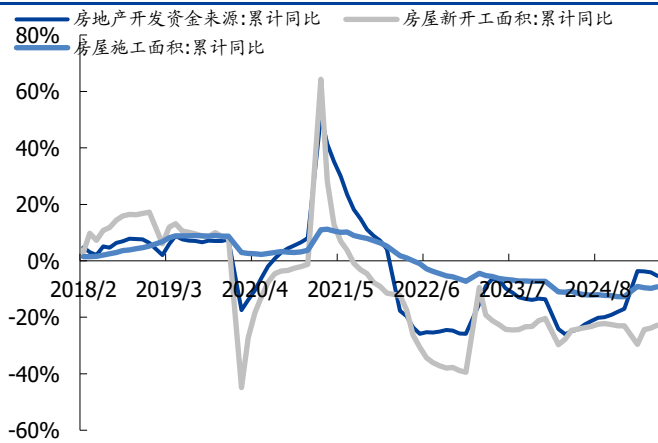
图表14: 混凝土产量及同比增速 (左轴: 亿立方米; 右轴: %)



资料来源: Wind, 中国混凝土与水泥制品协会, 混凝土与水泥制品网, 国盛证券研究所

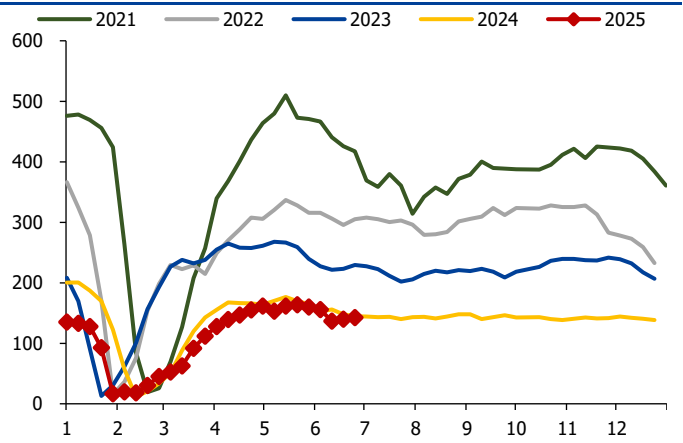
地产仍处在下行期, 外加剂需求仍然承压。2025年的地产数据仍在下行中, 1-6月地产开发资金来源累计值 5.02 万亿元, 同比下跌 6.2%, 房屋新开工面积累计值 3.04 亿平, 同比下跌 20.0%, 房屋施工面积累计值 63.3 亿平, 同比下跌 9.1%。在此背景下, 外加剂需求仍旧承压, 根据钢联数据显示, 截至 2025 年 6 月 27 日, 样本混凝土企业发运量合计 2877.5 万方, 同比下跌 14.4%, 外加剂需求仍在收缩中。

图表15: 房地产开发资金、新开工面积及施工面积累计同比 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表16: 混凝土周度发运量 (单位: 万立方米)



资料来源: 钢联数据, 国盛证券研究所

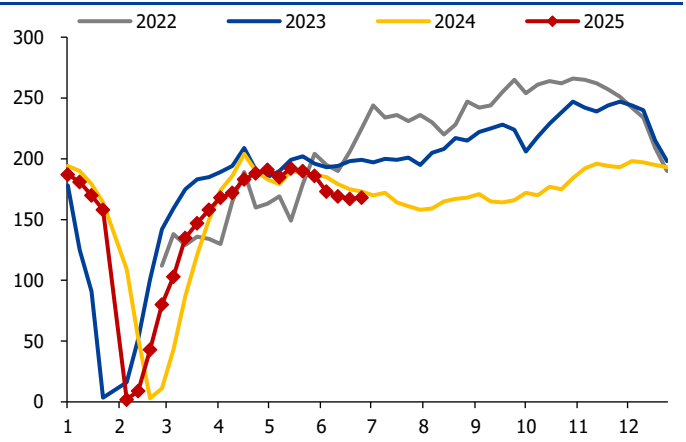
基建起重要托底作用，实物工作量略有好转。基建投资保持韧性，2025年1-6月基建全口径投资额同比增长8.9%，不含电力口径下累计同比增长4.6%，部分对冲了地产带来的需求下滑。从实物工作量来看，参考钢联数据，截至2025年6月27日，重点项目水泥直供量合计3705万吨，同比微增0.2%，基建仍是需求的主要支撑。

图表17: 基建固定资产投资额及不含电力投资额累计同比 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

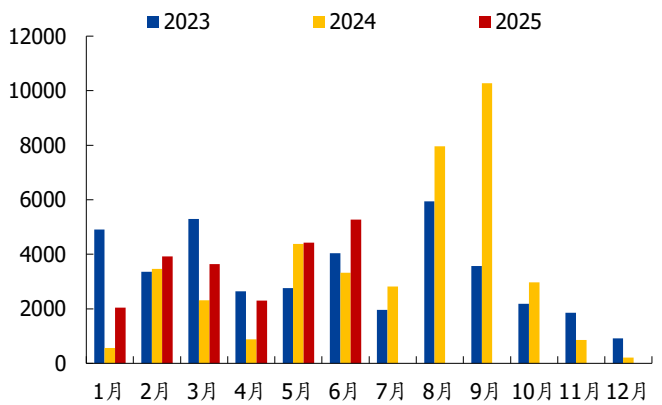
图表18: 水泥直供量 (单位: 万吨)



资料来源: 钢联数据, 国盛证券研究所

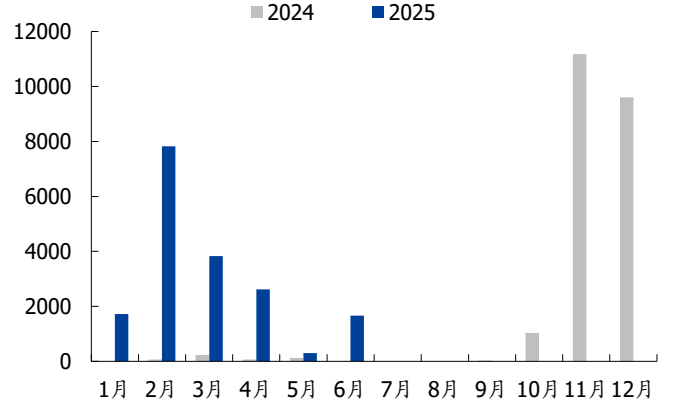
现有政策加快落地，增量政策有望出台，预计下半年基建资金面继续改善。2025年上半年共计发行新增专项债2.16万亿元，同比+0.67万亿元，占全年4.4万亿目标的49.1%，特殊再融资债券1.80万亿元，占全年2万亿目标的90%。财政部部长蓝佛安向十四届全国人大常委会第十六次会议作2024年中央决算的报告表示：“下一步，将用好用足更加积极的财政政策，根据形势变化及时推出增量储备政策”，基建资金面有望继续改善，并加快实物工作量的落地。

图表19: 地方政府新增专项债发行情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 数据截止到2025年6月30日)

图表20: 地方政府特殊再融资专项债发行情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 数据截止到2025年6月30日)

2.2 供给：市场化推动出清，集中度有望提升

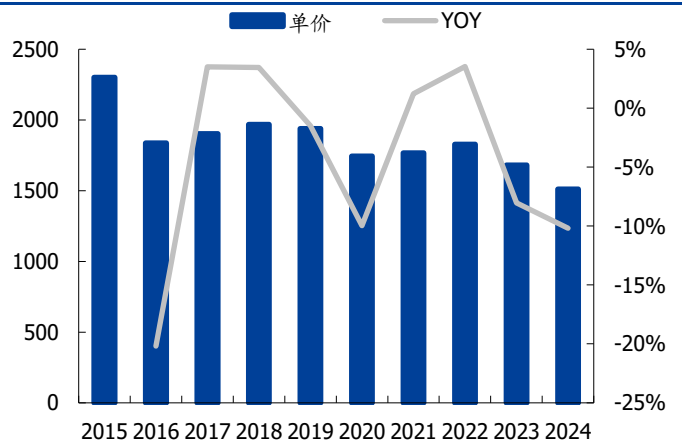
需求下行，市场化推动行业出清。2022年以来需求下滑，行业产能利用率下滑，外加剂产量收缩，以三家外加剂上市公司为例，2024年外加剂合计销量299.9万吨，同比下滑1.7%，销售均价1510.6元/吨，同比下滑10.2%。三家上市公司2024年整体收入68.5亿元，同比下滑7.5%，归母净利润1.9亿元，同比下滑52.1%，头部企业盈利大幅减弱，尾部企业经营更加艰难，参考Wind企业库数据，已有接近60%的外加剂企业退出，产能持续出清中。

图表21: 混凝土外加剂上市公司销量及增速 (左轴: 万吨; 右轴: %)



资料来源: iFind, 国盛证券研究所 (注: 上市公司为苏博特、垒知集团、红墙股份)

图表22: 混凝土外加剂上市公司单价及增速 (左轴: 元/吨; 右轴: %)



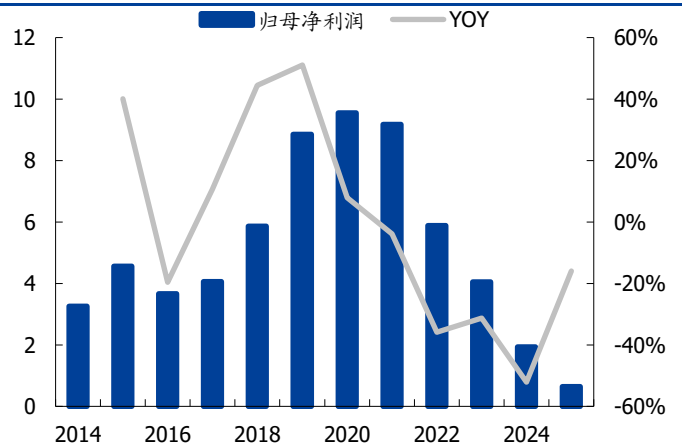
资料来源: iFind, 国盛证券研究所 (注: 上市公司为苏博特、垒知集团、红墙股份)

图表23: 混凝土外加剂上市公司营业收入及增速 (单位: 亿元; %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 上市公司为苏博特、垒知集团、红墙股份)

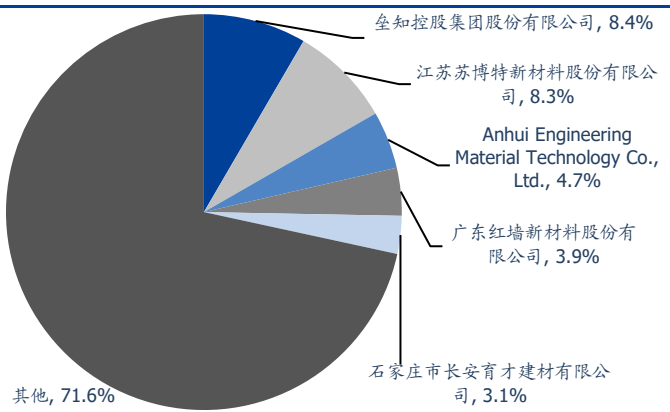
图表24: 混凝土外加剂上市公司归母净利润及增速 (单位: 亿元; %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 上市公司为苏博特、垒知集团、红墙股份)

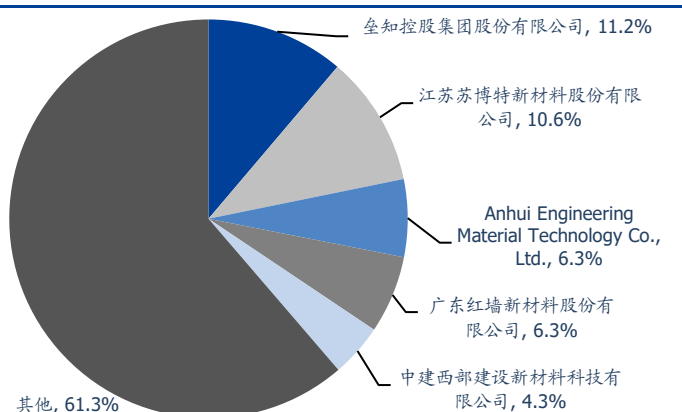
市场格局分散, 尾部企业退出, 集中度有望提升。中国混凝土外加剂市场相当分散, 根据海螺材料科技招股说明书数据, 2023 年外加剂销量及高性能减水剂销量口径下, 国内市场 CR5 分别为 28.4%、38.7%, 市场格局分散, 垒知集团和苏博特均位列前二。随着尾部企业在市场化推动下的出清, 行业集中度有望迎来提升。

图表25: 2023 年国内混凝土外加剂市场格局 (单位: %)



资料来源: 海螺材料科技招股说明书, 国盛证券研究所

图表26: 2023 年国内高性能减水剂市场格局 (单位: %)



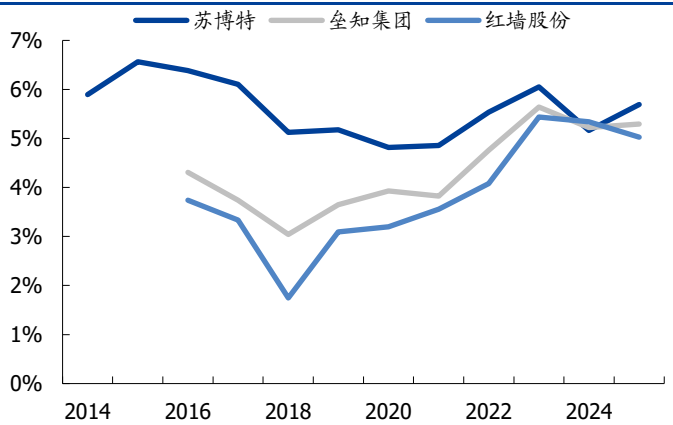
资料来源: 海螺材料科技招股说明书, 国盛证券研究所

3 公司：大型基建拉动需求，经营质量优化

3.1 大型基建拉动发货持续改善，利润率有望修复

双院士科研团队，顾问式营销提供系统性解决方案。公司拥有研发人员 200 余人，其中缪昌文院士三十多年来一直活跃在重大工程建设项目第一线，刘加平院士深耕收缩裂缝控制与超高性能化研究，成果成功应用于港珠澳大桥、太湖隧道等 110 余项重大工程。公司技术团队强劲，同时采用顾问式营销，营销服务人员全部为混凝土及相关专业人员，针对客户个性化需求定制完整的技术解决方案，技术推广人员根据现场工况及技术表现，不断调整、更新产品配方，令混凝土达到最佳施工状态。

图表27: 外加剂上市公司研发费用率对比 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

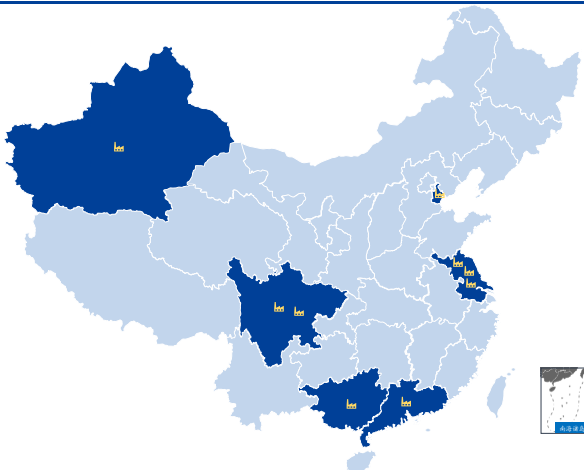
图表28: 公司研发支出及同比增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

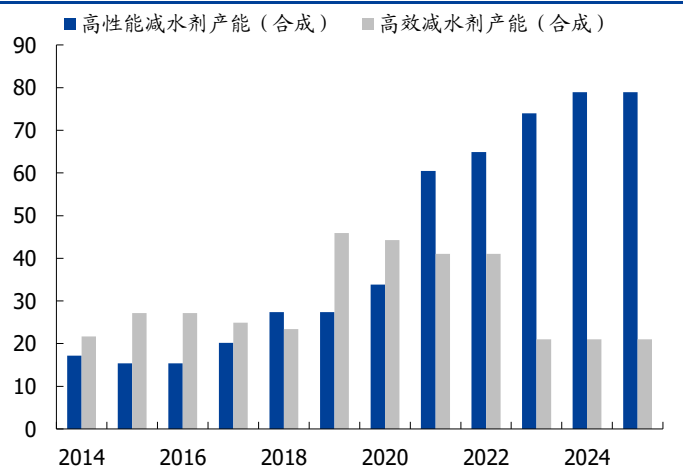
全国化销售网络，高效的响应及供货能力。公司拥有江苏（南京、泰州、镇江）、天津、四川（大英、攀枝花）、新疆（乌鲁木齐）、广东（江门）、广西（贵港）等 9 大合成基地，截至 2025Q1 末，公司共有高性能减水剂合成产能 78.9 万吨，自上市以来持续增长，高效减水剂合成产能 21 万吨。同时公司在浙江、广东、山东、西藏等二十多个省份、自治区建设了多个复配基地，扩大市场覆盖范围，提高及时响应与交付能力，辐射全国市场。

图表29: 公司减水剂合成产能基地布局



资料来源: 公司公告, 公司微信公众号, 国盛证券研究所

图表30: 公司高性能及高效减水剂产能 (单位: 万吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

基建重点工程排头兵，24Q2 起发货同比持续改善。公司技术储备和科技进步成果雄厚，配合顾问式营销和全国化的销售网络，能够有效解决市政、高铁、桥梁、核电、国防和大坝等重大工程中对混凝土性能的高要求，参与三峡工程、港珠澳大桥、川藏铁路、白鹤滩水电站、田湾核电站等重点项目。过往的重大工程项目也为公司积累了良好的口碑和客户粘性，打响了知名度，为后续重大工程开拓奠定了基础。在“适度超前”加快基

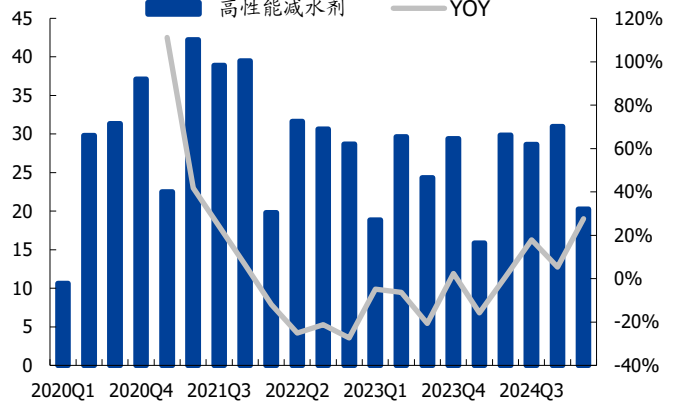
基础设施建设的宏观背景下，公司 24Q2 起发货端同比转正，25Q1 在大型基建项目拉动下，高性能减水剂销量同比增长 27.7%。

图表31: 公司参与的重大工程——三峡工程



资料来源: 苏博特微信公众号, 国盛证券研究所

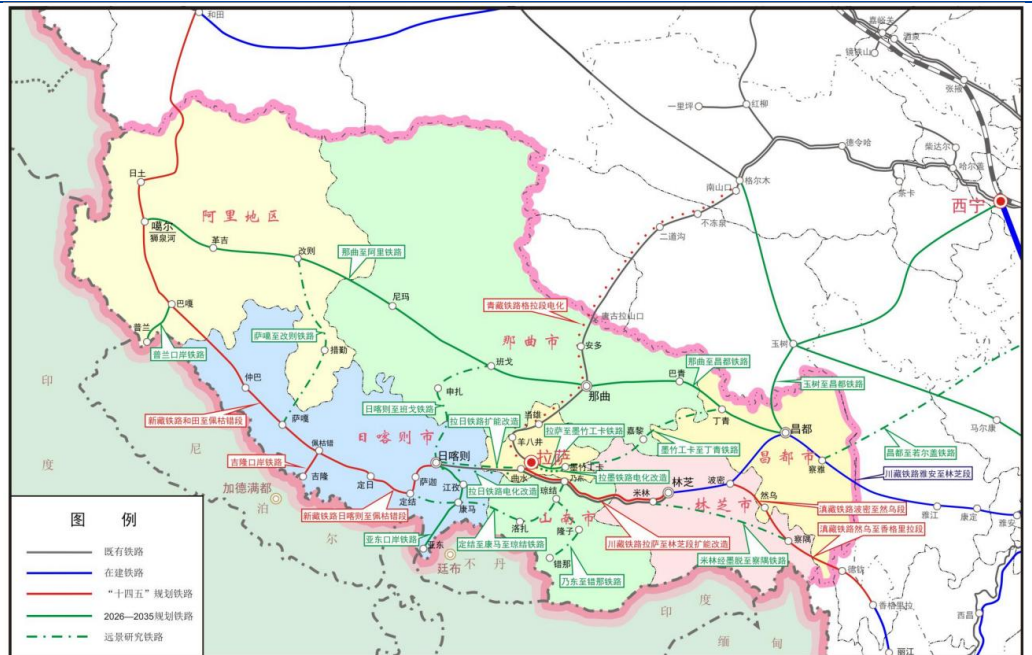
图表32: 公司高性能减水剂季度销量情况 (左轴: 万吨; 右轴: %)



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

未来 2-3 年为基建项目高峰期，有望持续贡献增量：1) 川藏铁路：雅安至林芝段仍处于施工阶段，需求有持续性，拉林段扩能改造工程（单线改双线）将于 2026 年底前开工；2) 滇藏铁路：计划 2025 年下半年开工建设；3) 新藏铁路：力争年内开工；4) 四川交通建设：2035 年四川将形成总规模 2.0 万公里高速公路网，较 2024 年底翻倍；5) 雅下水电站：项目已获得政府核准，根据华夏能源网数据，其装机容量可高达近 7000 万千瓦，是三峡装机容量的三倍，预估项目总投资额超万亿元。6) 核电：我国核电进入大规模建设高峰期，已颁发建造许可证的机组 31 台，核准待建机组 13 台，未来还将有新的机组核准。大型项目叠加释放下，公司发货端有望迎来较大的边际提升。

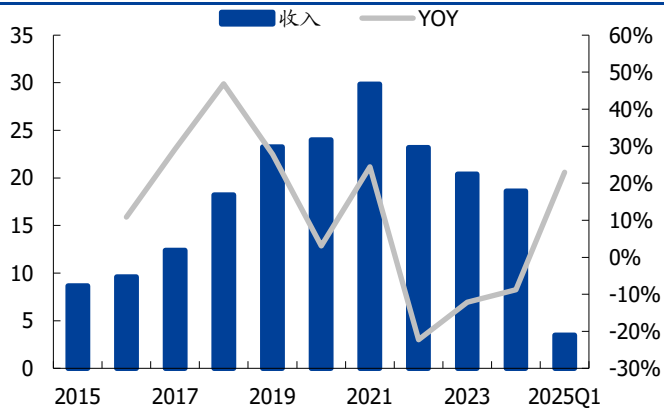
图表33: 西藏自治区“十四五”及中长期铁路网规划



资料来源: 西藏自治区发展和改革委员会, 国盛证券研究所

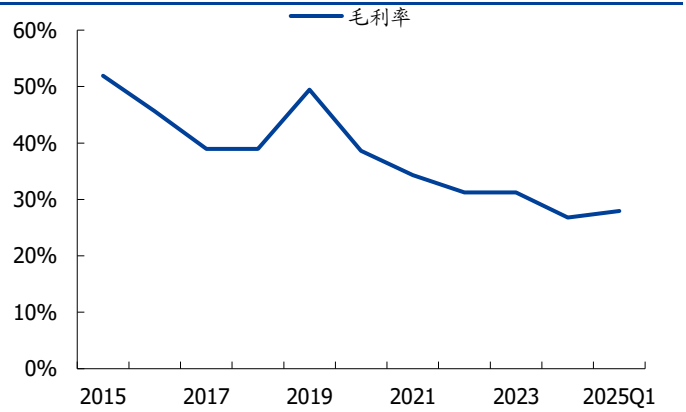
基建拉动收入规模重回增长，利润率有望改善。2021 年以来公司减水剂吨毛利持续下滑，一方面系价格竞争，另一方面系 2024 年高性能减水剂成本中，折旧、运费等制造费用占比达 14.2%，需要规模效应摊薄，然而公司 2021 年起持续扩张产能，2022 年后遭遇需求疲软，导致产能利用率不足、收入下滑，2024 年折旧摊销占营收比例达 6.8%，期间费用率也在较高水平，成本费用难以有效摊薄。但 2024 年 Q2 起，在基建需求拉动下，公司发货端已同比转正，高性能减水剂 2025 年 Q1 收入增长 23.0%，成本、费用有望继续优化，迎来利润率改善。

图表34: 公司高性能减水剂收入及同比增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)



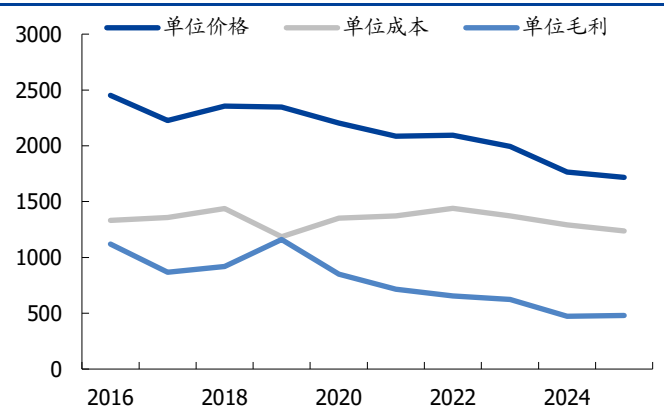
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表35: 公司高性能减水剂毛利率 (单位: %)



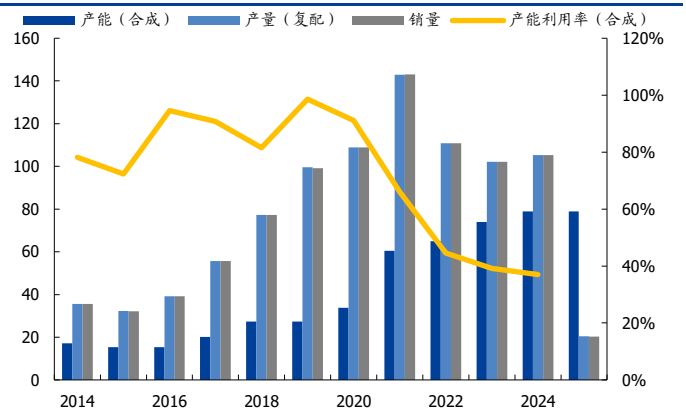
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表36: 公司高性能减水剂吨价、吨成本、吨毛利情况 (单位: 元/吨)



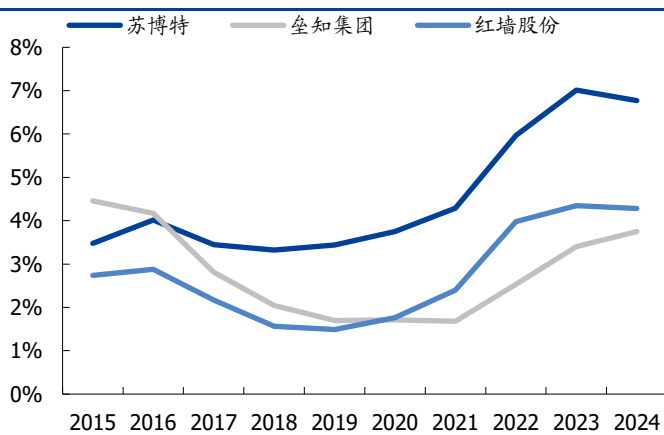
资料来源: iFind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表37: 公司高性能减水剂合成产能利用率较低 (左轴: 万吨; 右轴: %)



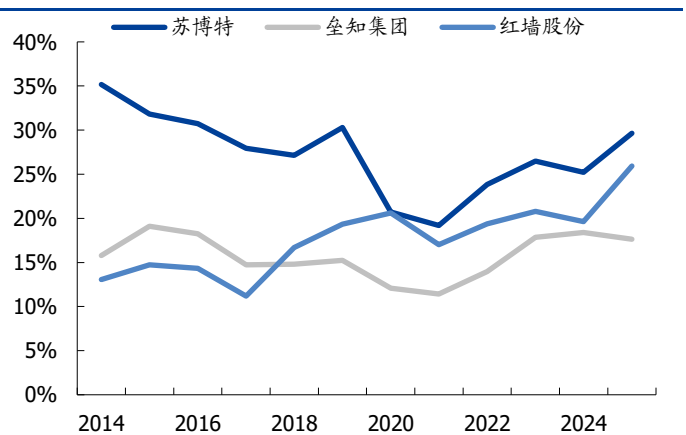
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表38: 公司产能利用率不足导致折旧摊销较高 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表39: 公司期间费用率较高 (单位: %)

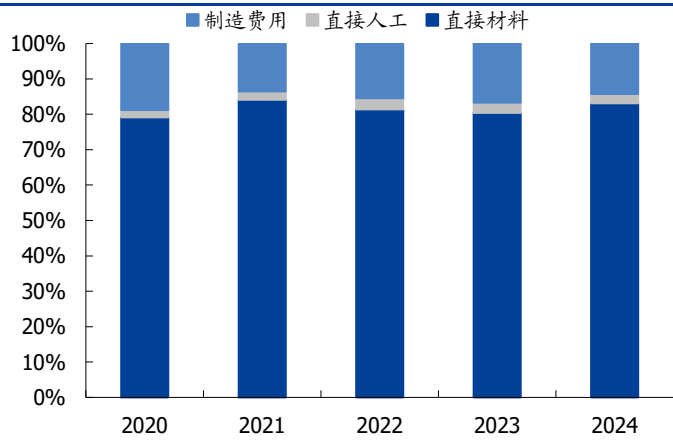


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

环氧乙烷价格下滑, 原材料成本压力减轻。2024 年公司高性能减水剂中直接材料占比 83.1%, 是其成本核心, 原材料供应商以大型央企为主, 集中度较高且供货较为稳定, 公司议价能力弱。但与其他企业不同, 公司具备以环氧乙烷生产聚醚的能力, 可通过减少中间环节以提升利润率。目前公司聚醚产能约 20 万吨, 2025Q1 自产聚醚占同期使用

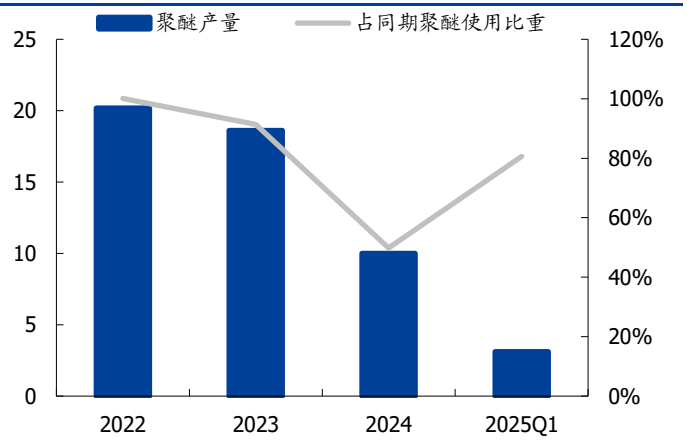
比例约 80.6%，可根据市场情况选择自产或外购聚醚，2025 年以来环氧乙烷价格同环比均有回落，材料成本压力减轻。

图表40: 苏博特高性能减水剂成本构成



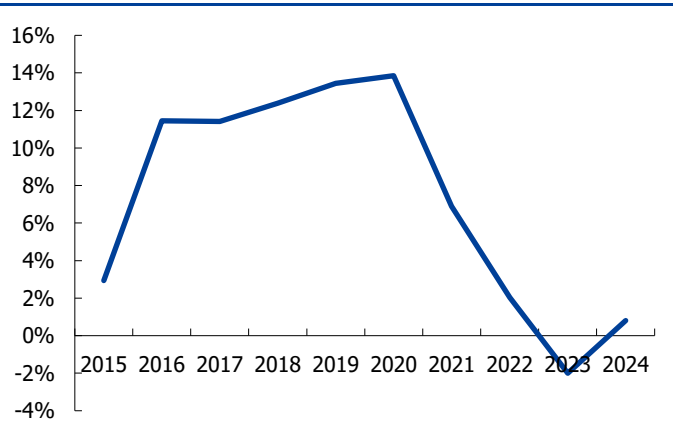
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表41: 公司聚醚产量及占同期使用比重 (左轴: 万吨; 右轴: %)



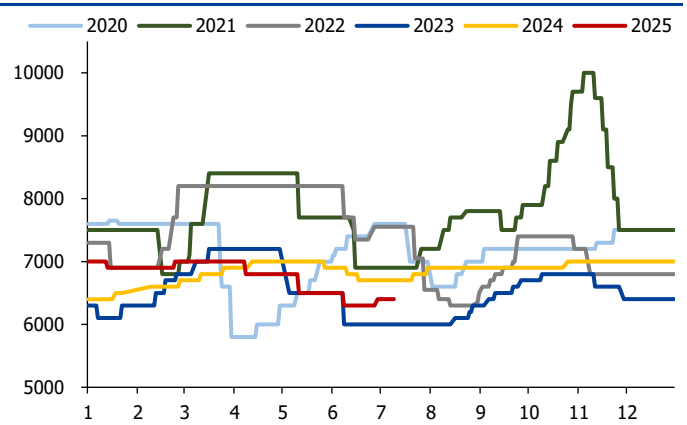
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表42: 奥克股份聚醚单体毛利率 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表43: 中国: 现货价: 环氧乙烷 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2 功能性材料拓增量, 检测业务稳利润、现金流

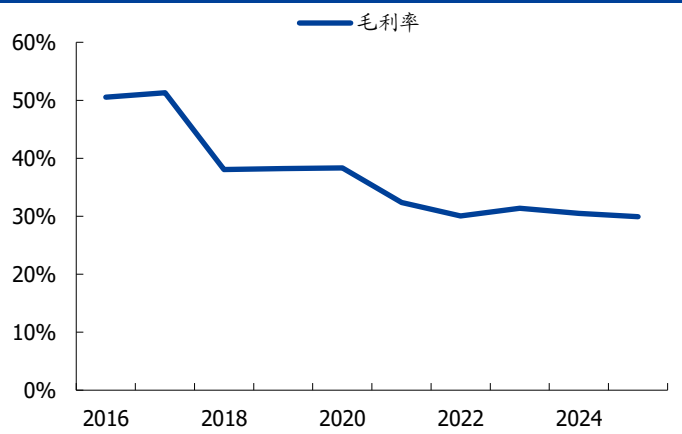
功能性材料高增放量, 成为业绩重要补充。公司功能性材料包括抗裂剂、UHPC (超高性能混凝土)、专用阻锈剂、功能防护涂料、灌浆料等, 在重大基础设施和民用工程中广泛应用, 参与川藏铁路、叶巴滩水电站、阳江风电等重点项目建设, 2024 年销量 31.4 万吨, 同比增长 16.5%, 实现收入 6.7 亿元, 同比增长 29.5%, 毛利率 30.5%, 2025Q1 在重大工程拉动下, 功能性材料销量 6.45 万吨, 同比增速高达 41.4%, 收入 1.37 亿元, 同比增长 25.1%, 毛利率维持在 30% 左右, 已成为公司收入、利润的重要补充。

图表44: 公司功能性材料收入及增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)



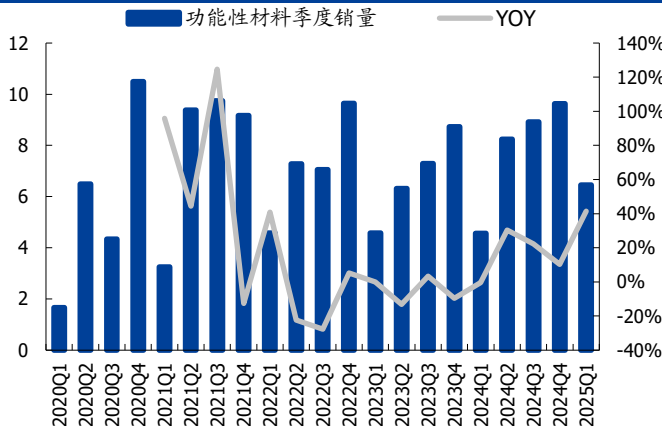
资料来源: iFind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表45: 公司功能性材料毛利率 (单位: %)



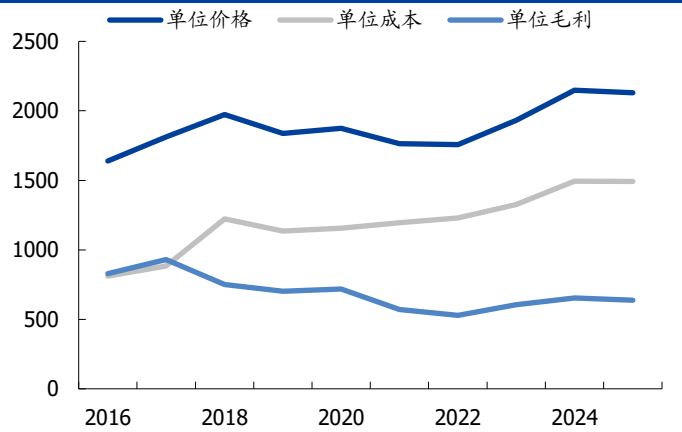
资料来源: iFind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表46: 公司功能性材料季度销量及同比增速 (左轴: 万吨; 右轴: %)



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

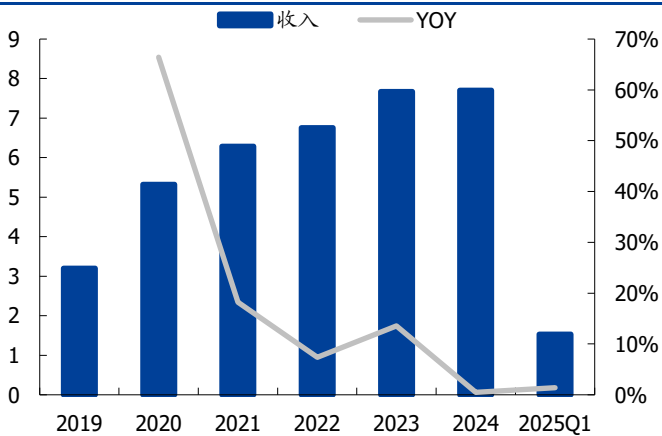
图表47: 公司功能性材料单位价格、成本及毛利 (单位: 元/吨)



资料来源: iFind, 公司公告, 国盛证券研究所

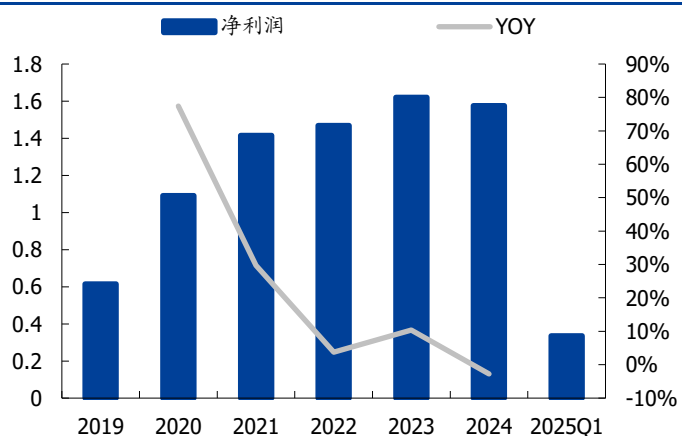
检测业务稳健, 提供稳定利润与现金流。公司检测业务由子公司检测中心 (持股 58%) 开展, 下游客户主要集中在市政、地铁、交通及水运等行业, 近年来保持稳健, 2024 年收入 7.71 亿元, 同比增长 0.5%, 净利润 1.58 亿元, 同比下滑 2.8%, 2024 年毛利率 52.9%, 净利率达 20.4%。同时, 检测业务主要通过现金结算, 流动性较强, 2024 年经营活动现金流量 1.35 亿元, 净现比 0.86, 对公司利润、现金流形成有益补充。

图表48: 公司检测中心收入及增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)



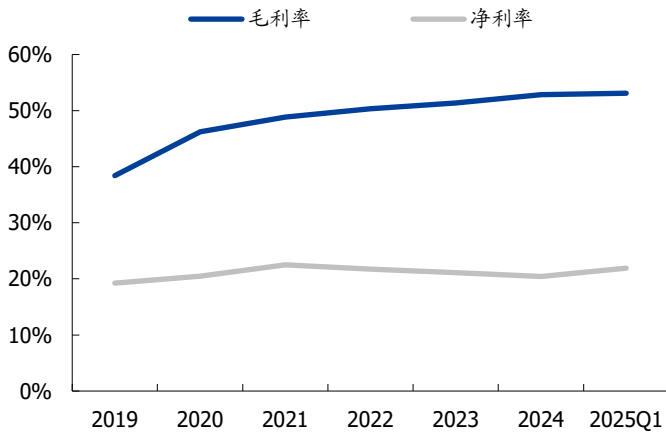
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表49: 公司检测中心净利润及增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)



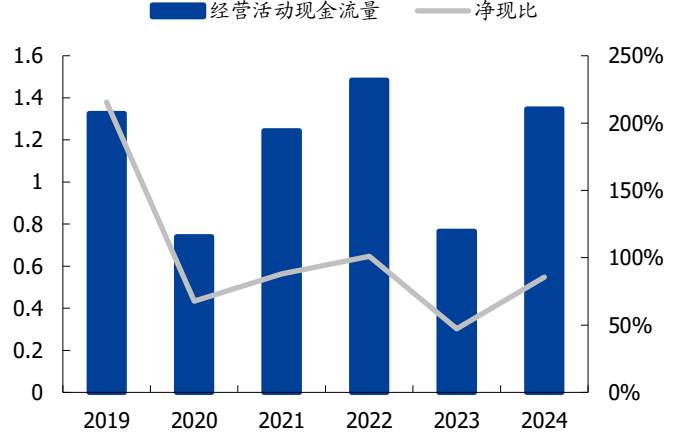
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表50: 公司检测业务毛利率及净利率 (单位: %)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表51: 公司检测业务经营活动现金流量及净现比 (单位: 亿元; %)

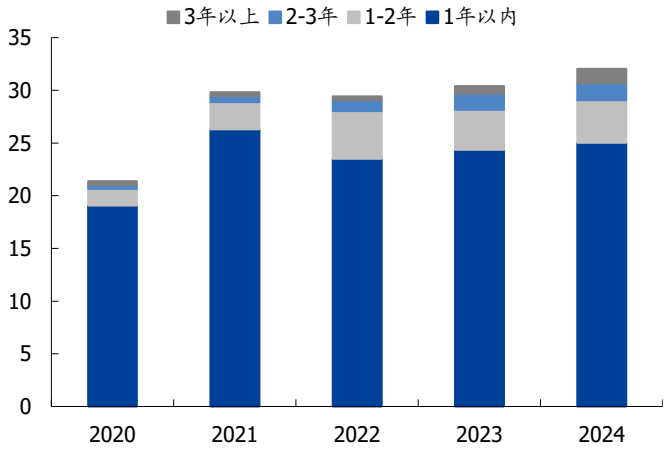


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.3 财务结构优化, 现金流显著增强

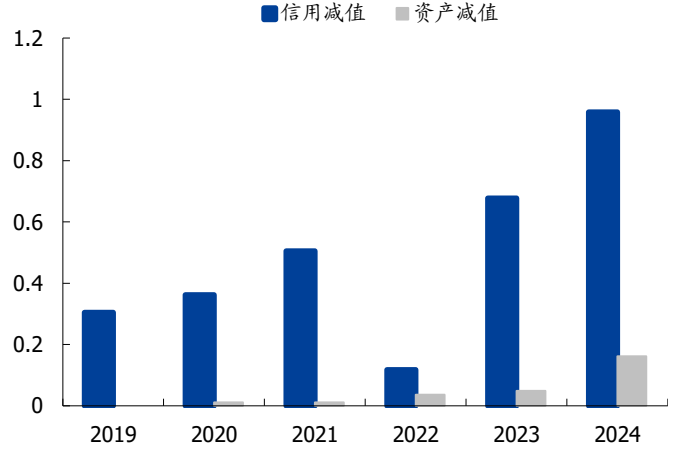
信用减值风险释放, 集中减值高峰已过。公司对3年以上应收账款采取100%的计提政策, 2021年及之前因地产风险暴露形成的相关应收款项, 在2024年已基本计提完毕, 2024年全年计提信用减值损失0.96亿元, 由历史遗留高风险应收款引发的减值损失对利润的侵蚀压力将显著减轻。

图表52: 公司应收账款账龄结构 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表53: 公司信用及资产减值准备情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

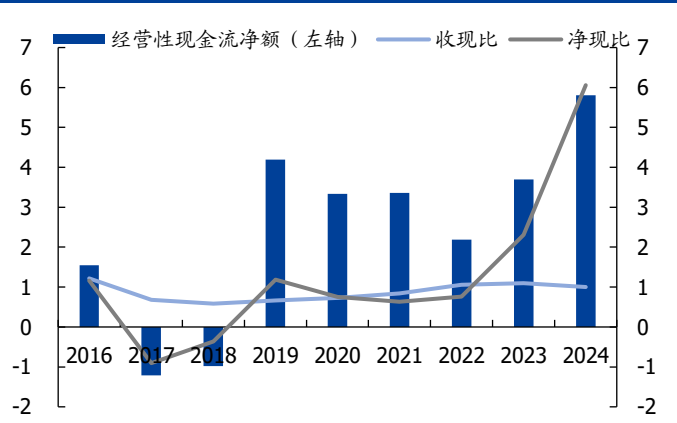
应收账款管控加强, 资本开支降低, 现金流持续改善。公司下游客户市场地位较高, 大多会转嫁垫资风险, 因此公司应收账款规模较大, 2024年应收项合计29.2亿元。目前公司客户包括央、国企在内的大型基建类客户, 付款周期较长但偿付能力有保障, 公司加强回款管控, 2024年经营活动现金流量净额达5.8亿元, 同比增长57.0%, 收现比1.0, 净现比6.1。公司资本开支高峰期已过, 2024年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金降低至2.5亿元, 自由现金流3.3亿元, 2023年以来实现转正。

图表54: 公司应收项及应收账款周转天数 (左轴: 亿元; 右轴: 天)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表55: 公司经营性现金流量净额及收现比、净现比 (左轴: 亿元)



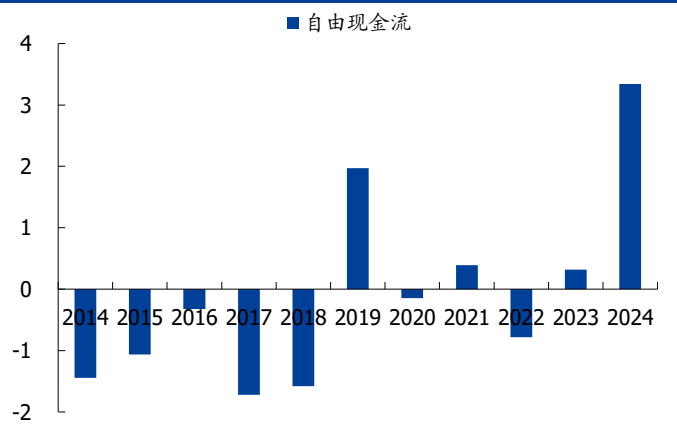
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表56: 公司资本性支出情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

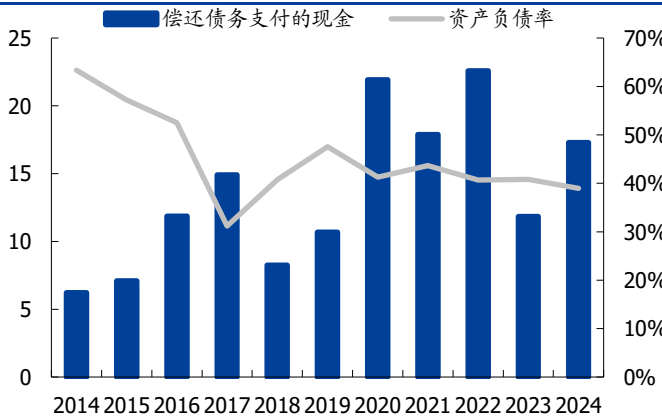
图表57: 公司自由现金流情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 自由现金流=经营性现金流净额-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金)

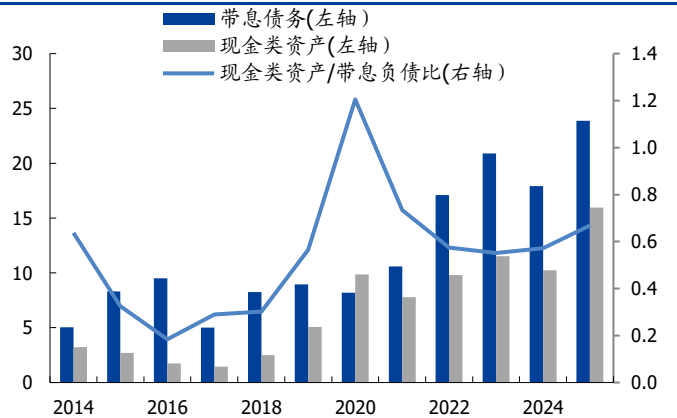
现金类资产增加, 流动性安全垫增厚。公司 2024 年资产负债率 39.0%, 较 2023 年降低 1.8pct, 主要系公司优化债务结构, 偿还部分银行借款, 2024 年偿还债务支付的现金 17.3 亿元。截至 2025 年 Q1 末, 公司整体带息债务 23.9 亿元, 其中可转债剩余规模 7.43 亿元, 2028 年到期, 现金类资产合计 16.0 亿元, 现金类资产/带息债务比为 0.67, 25Q1 末公司合并口径银行授信 45.29 亿元, 未使用余额为 32.81 亿元, 备用流动性较充足。

图表58: 公司偿还债务支付的现金及资产负债率情况 (单位: 亿元; %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表59: 带息债务、现金类资产及现金类资产/带息债务比 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 现金类资产为非受限货币资金+交易性金融资产)

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

营业收入及毛利率：我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 38.0、42.6、46.7 亿元，同比变动 6.8%/12.2%/9.6%；综合毛利率分别为 32.3%/32.4%/32.6%。

- **高性能减水剂：**2025 年减水剂需求仍在收缩，但基建需求持续发力，2026 年起随着新开工降幅的自然收敛，叠加供给侧产能的出清，行业贝塔有望持续改善，预计 2025-2027 年收入分别为 21.4 亿元/24.1 亿元/26.8 亿元，分别同比变动 15.2%/12.7%/10.9%，公司规模效应提升叠加成本优化有望带来利润率改善，预计 2025-2027 年毛利率分别为 26%/27%/28%。
- **功能性材料：**公司功能性材料规模快速增长，成为收入、利润重要补充，预计 2025-2027 年收入分别为 8.5 亿元/10.4 亿元/11.8 亿元，同比增速分别为 26.0%/22.5%/13.9%，预计 2025-2027 年毛利率保持在 30%左右。
- **技术服务业务：**规模较为稳定，预计 2025-2027 年收入分别为 7.65 亿元/7.69 亿元/7.72 亿元，保持微增态势，2025-2027 年毛利率保持在 53%左右。
- **高效减水剂及其他业务：**高效减水剂被高性能减水剂替代，预计规模收缩，2025-2027 年收入 0.42 亿元/0.39 亿元/0.37 亿元，分别同比-15%/-8%/-5%，毛利率维持在 22%左右；其他业务 2025-2027 年收入分别为 2.3 亿元/2.5 亿元/2.8 亿元，增速维持在 10%左右，毛利率 25%左右。

图表 60: 公司主要业务收入及毛利率预测

	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
公司总营收(百万元)	3582.12	3555.39	3798.60	4261.32	4669.13
YOY	-3.6%	-0.7%	6.8%	12.2%	9.6%
毛利率	35.1%	32.8%	32.3%	32.4%	32.6%
高性能减水剂业务:					
收入(百万元)	2038.28	1859.63	2142.29	2414.36	2677.05
YOY	-12.1%	-8.8%	15.2%	12.7%	10.9%
毛利率	31.2%	26.8%	26.0%	27.0%	28.0%
功能性材料业务:					
收入(百万元)	520.05	673.57	848.70	1039.65	1183.65
YOY	3.6%	29.5%	26.0%	22.5%	13.9%
毛利率	31.4%	30.5%	30.0%	30.0%	30.0%
技术服务业务:					
收入(百万元)	756.25	762.41	765.46	768.52	771.60
YOY	12.2%	0.8%	0.4%	0.4%	0.4%
毛利率	51.3%	52.9%	53.0%	53.0%	53.0%
高效减水剂业务:					
收入(百万元)	103.31	49.59	42.15	38.78	36.84
YOY	4.9%	-52.0%	-15.0%	-8.0%	-5.0%
毛利率	22.0%	22.4%	22.0%	22.0%	22.0%
其他业务:					
收入(百万元)	164.22	210.19	231.21	254.33	279.77
YOY	35.5%	28.0%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	29.0%	22.9%	25.0%	25.0%	25.0%

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

4.2 估值及投资建议

估值及投资建议：苏博特主要从事混凝土外加剂生产和销售，选取垒知集团、红墙股份、奥克股份三家企业作为可比公司，与苏博特业务接近。三家可比公司 2025 年 PE 平均值为 68.6X。预计公司 2025-2027 年营收分别为 38.0 亿元、42.6 亿元、46.7 亿元，归母净利润分别为 1.59 亿元、2.04 亿元、2.46 亿元，三年业绩增速 24.4%，对应 PE 分别为 26X、20X、17X。公司作为减水剂行业龙头，技术底蕴深厚，参与大量重点工程建设，客户认可度高，同时通过功能性材料和检测业务增厚收入、业绩，在基建需求拉动下，公司减水剂发货端已开始复苏，同时成本持续优化，利润率有望迎来复苏，首次覆盖给予“增持”评级。

图表61: 可比公司估值表

	股价 元	EPS (元人民币)			PE			总市值 亿元
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
002398.SZ 垒知集团	5.16	0.24	0.31	0.40	21.16	16.46	12.95	36.02
002809.SZ 红墙股份	12.36	0.26	0.45	0.57	47.56	27.53	21.80	26.15
300082.SZ 奥克股份	7.25	0.05	0.07	0.08	137.05	107.25	86.52	49.31
	平均 PE				68.59	50.41	40.42	
603916.SH 苏博特	9.55	0.37	0.47	0.57	25.99	20.21	16.82	41.31

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 股价为 2025 年 7 月 17 日收盘价数据; 备注: 苏博特为预测值, 其余为 wind 一致预期

风险提示

- 1) 需求不及预期风险：**外加剂与地产新开工和基建需求关联度较高，存在地产新开工大幅下滑或基建需求不及预期，影响收入业绩的风险。
- 2) 行业价格战加剧风险：**存在需求下行，产能出清不及预期，行业陷入持续价格战，挤压利润的风险。
- 3) 原材料价格持续快速上涨风险：**外加剂中原材料占比较大，存在环氧乙烷价格大幅上涨，挤压利润率的风险。
- 4) 假设和测算误差风险：**报告中公司盈利预测基于一定数据假设，因此测算结果存在误差风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com