

亚士创能 (603378.SH)

强烈推荐 (维持)

22年扭亏为盈，利润率和现金流显著改善

公司 2022 年/2023 年一季度分别实现营业总收入 31.08 亿元/4.91 亿元，分别同比-34.09%/+0.72%；归母净利润 1.06 亿元/-0.16 亿元，分别同比扭亏为盈/亏损收窄；扣非后归母净利润 0.36 亿元/-0.19 亿元，分别同比扭亏为盈/亏损收窄；加权平均 ROE 6.32%/-0.94%；基本 EPS 为 0.25 元/-0.04 元。

□ 22 年净利润扭亏为盈，23Q1 营收小幅增长。公司 2022 年实现收入 31.08 亿元，同比-34%；归母净利 1.06 亿元，同比扭亏为盈，21 年亏损 5.44 亿元。22Q4 单季度收入 7.77 亿元，同比-25%；归母净利 3573 万元，同比+105%。23Q1 收入 4.91 亿元，同比+0.72%；归母净利亏损 1596 万元，亏损同比收窄 58%。22 年收入下降的主因市场需求疲软叠加公司主动收缩高风险业务和低毛利率业务。分产品看，22 年建筑涂料/节能材料/防水材料收入分别同比-27%/-49%/-38%，工程施工收入同比-48%。建筑涂料产品涨价明显，工程/家装涂料价格分别同比+7%/+26%。

□ 公司降本控费有效，利润率显著提升。公司 2022 年综合毛利率，同比+8.38pct，净利率同比+14.94pct 至 3.40%。公司 2023 年一季度综合毛利率/净利率分别为 35.02%/-3.25%，同比+2.20pct/+4.55pct，公司不断推进全环节降本增效、提升运作效率和供应链保障效率，确保成本可控。费用率方面，22/23Q1 期间费用率分别为 26.04%/36.96%，分别同比+2.62pct/-6.95pct，其中，22 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.74%/5.04%/3.16%/3.11%，22 年业务人员及管理人员减少，公司销售费用同比-30.88%，管理费用同比-30.27%，22 年期间费用率增长的主要原因为收入下降规模效应减弱。23Q1 管理费用保持稳定，其余三项费用均大幅减少。

□ 经销业务占比逐渐提升，现金流好转。2022 年公司经销模式业务占主营收入比重 84.33%，直销模式业务占主营收入比重 15.67%。最近五年来，经销模式业务结构比逐年提高。23Q1 经销端复苏快于工程端，公司未来有望受益于经销端复苏，现金流和毛利率进一步改善。经销方面，公司 2022 年底注册经销商数量为 26419 家，比 2021 年底增长约 50.28%；公司建制 44 个省级营销机构，145 个营销办事处，基本实现全国地级市营销网络全覆盖，已具备高效立体化、平台化营销网络体系。公司 2022 年经营活动现金流净额为 3.24 亿元，同比由负转正；23Q1 为-1.94 亿元，22Q1 为-4.15 亿元，随着经销业务比重提升，公司现金流明显改善。

□ 看好后续业绩改善，维持“强烈推荐”投资评级。公司保温材料和保温装饰板具备品牌优势、营销网络优势、技术创新优势、产能优势和信息化优势。公司持续降本控费，看好后续经营环境改善、市场需求提升，公司业绩有望持续改善。预计公司 2023-2024 年 EPS 分别为 0.58 元、0.71 元，对应 PE 分别为 17.0x、14.0x，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：地产投资增速下滑、产能投放进度不及预期、定增进度不及预期。

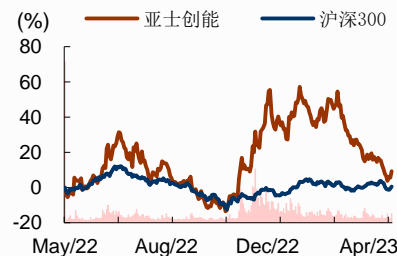
中游制造/建材
目标估值：NA
当前股价：9.87 元

基础数据

总股本 (万股)	43116
已上市流通股 (万股)	42860
总市值 (亿元)	43
流通市值 (亿元)	42
每股净资产 (MRQ)	4.0
ROE (TTM)	7.5
资产负债率	73.7%
主要股东	上海创能明投资有限公司
主要股东持股比例	26.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	21	17
相对表现	-12	7	14



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《亚士创能 (603378) — 涂料龙头稳健经营，基本面逐渐修复》
2023-01-16
- 《亚士创能 (603378) — 定增募资助力发展，实控人全额认购显信心》
2022-11-27
- 《亚士创能 (603378) — Q2 业绩转盈，加码渠道整合下探》
2022-08-19

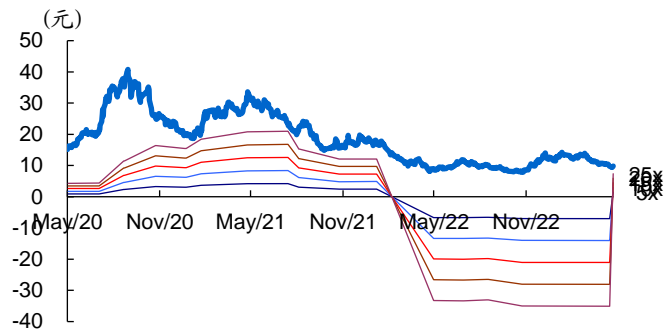
郑晓刚 S1090517070008
zhengxiaogang@cmschina.com.cn
袁定云 研究助理
yuandingyun@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4715	3108	3866	4687	5459
同比增长	34%	-34%	24%	21%	16%
营业利润(百万元)	(699)	107	247	300	334
同比增长	-295%	-115%	131%	21%	12%
归母净利润(百万元)	(544)	106	251	304	339
同比增长	-268%	-119%	137%	21%	12%
每股收益(元)	-1.26	0.25	0.58	0.71	0.79
PE	-7.8	40.2	17.0	14.0	12.5
PB	2.6	2.5	2.2	2.0	1.8

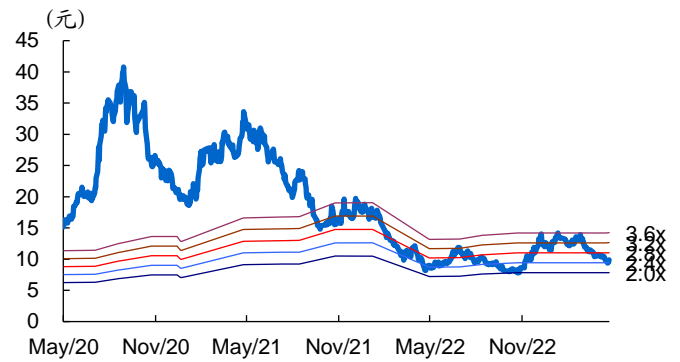
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 亚士创能历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 亚士创能历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	4211	2925	3601	4346	5074
现金	1033	298	368	428	514
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	258	27	34	41	48
应收款项	2130	2090	2576	3123	3637
其它应收款	0	180	224	272	317
存货	289	218	260	314	364
其他	501	111	139	168	195
非流动资产	2971	3658	4314	4918	5476
长期股权投资	3	1	1	1	1
固定资产	699	1448	2158	2811	3413
无形资产商誉	542	530	477	429	386
其他	1727	1680	1679	1677	1676
资产总计	7182	6583	7915	9264	10550
流动负债	4836	4029	5142	6263	7300
短期借款	1007	1199	2215	2896	3530
应付账款	3054	1623	2011	2429	2814
预收账款	72	75	92	112	129
其他	703	1134	823	826	828
长期负债	726	828	828	828	828
长期借款	436	577	577	577	577
其他	290	251	251	251	251
负债合计	5562	4858	5971	7091	8129
股本	299	432	432	432	432
资本公积金	864	731	731	731	731
留存收益	457	563	782	1011	1259
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1620	1726	1944	2173	2421
负债及权益合计	7182	6583	7915	9264	10550

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(1026)	324	300	384	518
净利润	(544)	106	251	304	339
折旧摊销	83	101	172	223	271
财务费用	72	93	144	185	224
投资收益	(1)	(3)	(77)	(91)	(85)
营运资金变动	(439)	46	(203)	(253)	(245)
其它	(197)	(18)	14	15	14
投资活动现金流	(1114)	(396)	(758)	(745)	(751)
资本支出	(1082)	(454)	(835)	(835)	(835)
其他投资	(32)	58	77	91	85
筹资活动现金流	1542	(362)	528	421	318
借款变动	1569	(223)	704	681	633
普通股增加	93	133	0	0	0
资本公积增加	(69)	(133)	0	0	0
股利分配	(95)	0	(32)	(75)	(91)
其他	44	(139)	(144)	(185)	(224)
现金净增加额	(599)	(433)	70	60	86

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4715	3108	3866	4687	5459
营业成本	3583	2101	2604	3145	3643
营业税金及附加	41	35	44	53	61
营业费用	663	458	570	686	794
管理费用	224	157	195	227	253
研发费用	118	98	122	143	161
财务费用	99	97	144	185	224
资产减值损失	(796)	(142)	(18)	(39)	(73)
公允价值变动收益	18	14	12	15	14
其他收益	90	69	61	73	68
投资收益	1	3	4	3	3
营业利润	(699)	107	247	300	334
营业外收入	2	1	2	2	2
营业外支出	4	5	5	5	5
利润总额	(701)	103	245	297	331
所得税	(157)	(2)	(6)	(7)	(8)
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	(544)	106	251	304	339

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	34%	-34%	24%	21%	16%
营业利润	-295%	-115%	131%	21%	12%
归母净利润	-268%	-119%	137%	21%	12%
获利能力					
毛利率	24.0%	32.4%	32.6%	32.9%	33.3%
净利率	-11.5%	3.4%	6.5%	6.5%	6.2%
ROE	-29.4%	6.3%	13.7%	14.8%	14.8%
ROIC	-15.3%	5.9%	9.4%	9.6%	9.4%
偿债能力					
资产负债率	77.4%	73.8%	75.4%	76.5%	77.1%
净负债比率	22.5%	31.7%	35.3%	37.5%	38.9%
流动比率	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
速动比率	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.5	0.5	0.5	0.6
存货周转率	14.6	8.3	10.9	11.0	10.7
应收账款周转率	2.1	1.4	1.6	1.6	1.6
应付账款周转率	1.5	0.9	1.4	1.4	1.4
每股资料(元)					
EPS	-1.26	0.25	0.58	0.71	0.79
每股经营净现金	-2.38	0.75	0.70	0.89	1.20
每股净资产	3.76	4.00	4.51	5.04	5.62
每股股利	0.00	0.08	0.17	0.21	0.24
估值比率					
PE	-7.8	40.2	17.0	14.0	12.5
PB	2.6	2.5	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	-16.8	30.3	15.7	12.5	10.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑晓刚：毕业于英国东安吉利亚大学，经济学硕士，2017年1月加入招商证券，从事建材行业研究，2019年开始负责建筑与建材行业。所带团队入选2019年、2020年建筑材料行业最佳行业分析团队金牛奖，2021年新浪财经金麒麟新锐分析师建筑材料行业第一名。

袁定云：上海交通大学工学管理学双学士、管理学硕士，2021年7月加入招商证券，从事建材行业研究。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。