

增持 (维持)

森特股份 (603098)

归母净利润增长 63%，业务新引擎 BIPV 开始发力

2023 年 04 月 29 日

## 市场数据

市场数据日期	2023-04-28
收盘价(元)	24.59
总股本(百万股)	538.80
流通股本(百万股)	538.80
净资产(百万元)	2699.22
总资产(百万元)	7020
每股净资产(元)	5.01

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《【兴证建筑】森特股份 2022 年三季报点评: 前三季新签订单同比+95%, 静待 BIPV 业务爆发》2022-10-31

《【兴证建筑】森特股份 2021 年年报及 2022 一季报点评: 大额减值计提导致 2021 年利润下滑, 重点关注公司 BIPV 业务发展》2022-04-30

《【兴证建筑】森特股份深度报告: 深耕中高端金属围护, 加速布局光伏建筑》2022-03-15

## 分析师:

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

童彤

tongtong@xyzq.com.cn

S0190522020001

郁隲

yuliang23@xyzq.com.cn

S0190523040003

## 投资要点

- **森特股份发布 2022 年报&2023 年一季报:** 公司 2022 年实现营业收入 42.34 亿元, 同比增长 34.85%; 实现归母净利润 0.54 亿元, 同比增长 63.09%。其中, Q4 实现营业收入 14.98 亿元, 同比增长 42.62%; 实现归母净利润-0.47 亿元, 同比下降 10.91%。公司 2023 年 Q1 实现营业收入 9.85 亿元, 同比增长 60.86%; 实现归母净利润 0.23 亿元, 同比下降 44.72%。
- **公司 2022 年新增签约额 67.97 亿元, 同比上升 61.53%。**
- **公司 2022 年实现营业收入 42.34 亿元, 同比增长 34.85%。**分产品来看, 公司金属围护系统、BIPV、声屏障系统、土壤修复分别实现收入 30.94 亿元、6.50 亿元、1.59 亿元、3.27 亿元, 同比分别增长 11.21%、20332.43%、283.73%、6.99%。主业金属围护在精准承接高端优质项目下稳步扩容; 新兴布局产业 BIPV 通过依托森特-隆基双品牌的产品优势和渠道优势, 顺利实现从 0 到 1 的良好开局。在后续建筑节能政策强制实施推进及光伏产业链降本增效发展下, BIPV 业务有望逐步成长为公司业绩增长新引擎。
- **公司 2022 年实现综合毛利率 15.28%, 同比减少 2.02pct; 实现净利率 1.29%, 同比增长 0.29pct。**毛利率下降, 而净利率上升, 主要系其他收益增加、所得税减少所致。分产品来看, 2022 年公司金属围护系统、BIPV、声屏障系统、土壤修复业务毛利率分别为 14.31%、17.59%、17.28%、18.51%, 同比分别变动-2.24pct、-2.41pct、+3.51pct、-4.82pct。其中金属围护、BIPV 毛利率均有所下滑, 我们判断分别系受钢材等原材料价格波动、光伏组件价格上涨及赛道竞争加剧所致。
- **双品牌战略加速驱动, BIPV 新业务落地放量可期。**2022 年 3 月 7 日, 森特股份公告中标 BIPV 行业有史以来最大的单体项目——山东重工集团权属公司屋面分布式光伏发电项目, 标志着隆基森特“双品牌”战略在 BIPV 领域的绝对竞争优势, 同时也进一步增强公司后续项目的承揽能力。今年在供大于求既定态势下, 硅料价格持续走低, 自 2022 年下半年 30 万元/吨降低至目前 20 万元/吨以下, 带动光伏产业链多环节价格持续下降。伴随 BIPV 原材料逐步回调, 持有观望态度的客户有望扭转预期, 推动公司 BIPV 项目落地实施, 实现业绩新增长。
- **盈利预测及评级:** 我们调整对公司的盈利预测, 预计公司 2023-2025 年的 EPS 分别为 0.23 元、0.31 元、0.37 元, 4 月 28 日收盘价对应的 PE 分别为 107.8 倍、80.0 倍、67.0 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** BIPV 市场空间不及预期风险、项目进度不及预期风险、硅料等原材料价格大幅增长风险、竞争加剧导致 BIPV 利润水平下降风险。

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4234	5857	7564	9392
同比增长	34.8%	38.4%	29.1%	24.2%
归母净利润(百万元)	54	123	166	198
同比增长	63.1%	129.7%	34.7%	19.4%
毛利率	15.3%	15.5%	15.7%	15.8%
ROE	2.0%	4.4%	5.7%	6.4%
每股收益(元)	0.10	0.23	0.31	0.37
市盈率	247.6	107.8	80.0	67.0

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 报告正文

## 事件

- **森特股份发布 2022 年报&2023 年一季报:** 公司 2022 年实现营业收入 42.34 亿元, 同比增长 34.85%; 实现归母净利润 0.54 亿元, 同比增长 63.09%; 实现扣非后归母净利润 0.36 亿元, 同比增长 25.52%。其中, Q4 实现营业收入 14.98 亿元, 同比增长 42.62%; 实现归母净利润-0.47 亿元, 同比下降 10.91%; 实现扣非后归母净利润-0.58 亿元, 同比增长 4.06%。公司 2023 年 Q1 实现营业收入 9.85 亿元, 同比增长 60.86%; 实现归母净利润 0.23 亿元, 同比下降 44.72%; 实现扣非后归母净利润 0.22 亿元, 同比下降 46.03%。

## 点评

- 公司 2022 年新增新签项目 244 个, 其中建筑装饰板块新签项目 190 个, 环保板块新签项目 23 个, 光伏板块新签项目 30 个; 新增签约额 67.97 亿元, 同比上升 61.53%。

- 公司 2022 年实现营业收入 42.34 亿元, 同比增长 34.85%。

- 分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现收入 6.12 亿元、10.25 亿元, 10.99 亿元、14.98 亿元, 同比分别变动+0.75%、+34.64%、+52.48%、+42.62%。伴随 BIPV 业务的加速落地, 公司收入实现较快增长。
- 分产品来看, 公司金属围护系统、BIPV、声屏障系统、土壤修复分别实现收入 30.94 亿元、6.50 亿元、1.59 亿元、3.27 亿元, 同比分别增长 11.21%、20332.43%、283.73%、6.99%。主业金属围护在精准承接高端优质项目下稳步扩容; 新兴布局产业 BIPV 通过依托森特-隆基双品牌的产品优势和渠道优势, 顺利实现从 0 到 1 的良好开局。在后续建筑节能政策强制实施推进及光伏产业链降本增效发展下, BIPV 业务有望逐步成长为公司业绩增长新引擎。

- 公司 2022 年实现综合毛利率 15.28%, 同比减少 2.02pct; 实现净利率 1.29%, 同比增长 0.29pct。毛利率下降, 而净利率上升, 主要系其他收益增加、所得税减少所致。

分产品来看, 2022 年公司金属围护系统、BIPV、声屏障系统、土壤修复业务毛利率分别为 14.31%、17.59%、17.28%、18.51%, 同比分别变动-2.24pct、-2.41pct、+3.51pct、-4.82pct。其中金属围护、BIPV 毛利率均有所下滑, 我们判断分别系受钢材等原材料价格波动、光伏组件价格上涨及赛道竞争加剧所致。

- 公司 2023 年 Q1 实现综合毛利率 15.91%，同比减少 3.64pct；实现净利率 2.28%，同比减少 4.39pct。净利率较毛利率下滑较多主要系公司大力开展 BIPV 业务人员规模扩大及研发投入增加所致。
- 公司 2022 年期间费用 4.32 亿元，占收入端比重为 10.21%，同比增加 0.03pct。公司 2023 年 Q1 期间费用 1.12 亿元，占收入端比重为 11.37%，同比增加 0.35pct。
  - 2022 年公司销售费用率为 2.41%，同比增加 0.09pct；管理费用率为 3.13%，同比增加 0.06pct；研发费用率为 3.48%，同比减少 0.03pct；财务费用率为 1.20%，同比减少 0.10pct。销售费用率、管理费用率有所提升，主要系本期为推进新业务，增加人员配置及业务推广活动所致。
  - 2023 年 Q1 公司销售费用率为 2.75%，同比减少 0.02pct；管理费用率为 3.53%，同比减少 0.10pct；研发费用率为 3.75%，同比增加 0.65pct；财务费用率为 1.34%，同比减少 0.17pct。
- 公司 2022 年资产+信用减值损失为 1.83 亿元，占收入端比重为 4.33%，同比减少 1.44pct，主要是信用减值冲回所致。
  - 2022 年公司资产减值损失 0.32 亿元，同比减少 0.43 亿元；信用减值损失 1.51 亿元，同比增加 0.45 亿元。
  - 2023 年 Q1 公司资产减值损失 0.04 亿元，同比增加 0.09 亿元；信用减值损失 0.05 亿元，同比增加 0.02 亿元。
- 公司 2022 年每股经营性现金流净额为 0.58 元，同比多流入 0.52 元。从收、付现比来看，公司 2022 年收、付现比分别为 91.7%、91.0%，同比分别变动 12.8pct、2.7pct。本期公司加大应收账款催收力度，回款情况较好；公司 2023 年 Q1 每股经营性现金流净额为-0.52 元，同比多流出 0.53 元，主要系公司为保证项目正常运营，维护供应链稳定对上游供应商正常付款，购买商品接受劳务支付的现金本年较上年同期增长所致。
- 双品牌战略加速驱动，BIPV 新业务落地放量可期
  - 1) 携手光伏组件龙头隆基，布局 BIPV 新赛道。2021 年 3 月隆基股份通过股权转让方式取得森特股份 24.74% 股权，成为森特股份第二大股东。2022 年 3 月 31 日，森特股份公告拟 6848.9 万元收购西安隆基绿能建筑科技有限公司持有的隆基绿能光伏工程有限公司 100% 股权，并于 22 年 4 月 25 日完成工商变更。目前二者深度绑定，彼此互为 BIPV 领域的唯一合作伙伴。我们认

为,光伏企业核心竞争力在于BIPV产品开发,建材、施工层面缺乏经验,项目资源有限,而建筑企业项目资源、施工经验丰富,但BIPV产品开发技术壁垒高,难以快速进入赛道。隆基股份与森特股份通过深度绑定,有望在快速增长的BIPV赛道中抢得先机,快速提升市占率。

2) 标杆项目已然树立,双龙头绝对实力获得认可。2022年3月7日,森特股份公告中标8亿元山东重工集团权属公司屋面分布式光伏发电项目,系BIPV行业有史以来最大的单体项目。此次中标是森特股份与隆基股份合作后的首个光伏项目大订单,标志着隆基森特“双品牌”战略在BIPV领域的绝对竞争优势,同时也将进一步增强公司后续项目的承揽能力,以树立标杆项目为豁口开创行业新局面。

3) 光伏产业链价格持续下跌,公司战略协议转化有望。供大于求既定态势下,今年硅料价格持续走低,自2022年下半年30万元/吨降低至目前20万元/吨以下,带动光伏产业链多环节价格持续下降。伴随BIPV原材料逐步回调,持有观望态度的客户有望扭转预期,推动公司BIPV项目落地实施,实现业绩新增长。截止2022年末,公司已与全国最大的绿色建筑新材料集团—北新建材、中国化学下属公司中国化学工业桂林有限公司(CGEC)、福建省铝行业龙头企业—南平铝业、浪潮工业互联网股份有限公司、北京大潮资本有限公司、海大集团等重点客户签署战略合作协议,提前锁定BIPV客户资源。同时公司还开发“i-roof建筑光伏一体化智慧系统”数字化运维平台,实现了对公司交付的建筑光伏一体化(BIPV)项目进行24小时不间断实时监测,进一步优化产品品质,增强客户弹性。在绿色建筑政策支持推动及产业链降本增效下,公司BIPV业务加速扩容有望。

- **盈利预测与评级:**我们调整对公司的盈利预测,预计公司2023-2025年的EPS分别为0.23元、0.31元、0.37元,4月28日收盘价对应的PE分别为107.8倍、80.0倍、67.0倍,维持“增持”评级。
- **风险提示:**BIPV市场空间不及预期风险、项目进度不及预期风险、硅料等原材料价格大幅增长风险、竞争加剧导致BIPV利润水平下降风险。

## 附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	6553	5944	6833	7799
货币资金	1700	1034	1051	1103
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1735	2126	2746	3409
预付款项	70	99	128	158
存货	586	297	383	475
其他	2462	2389	2526	2654
<b>非流动资产</b>	846	743	693	633
长期股权投资	61	50	50	50
固定资产	467	418	365	310
在建工程	14	7	4	2
无形资产	96	94	92	90
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	9	-2	-13	-24
其他	198	175	195	205
<b>资产总计</b>	7399	6687	7526	8431
<b>流动负债</b>	4270	3460	4164	4914
短期借款	980	400	400	400
应付票据及应付账款	1953	2227	2870	3559
其他	1337	833	894	955
<b>非流动负债</b>	430	428	428	428
长期借款	403	403	403	403
其他	27	25	25	25
<b>负债合计</b>	4700	3888	4592	5342
股本	539	539	539	539
资本公积	947	947	947	947
未分配利润	983	1061	1173	1302
少数股东权益	21	21	21	21
<b>股东权益合计</b>	2699	2799	2933	3090
<b>负债及权益合计</b>	7399	6687	7526	8431

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	54	123	166	198
折旧和摊销	56	70	71	71
资产减值准备	32	0	0	0
资产处置损失	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	53	29	21	19
投资损失	4	0	0	0
少数股东损益	1	0	0	0
营运资金的变动	-9	-89	-46	-54
<b>经营活动产生现金流量</b>	313	22	101	135
<b>投资活动产生现金流量</b>	-105	-2	-12	-12
<b>融资活动产生现金流量</b>	678	-687	-72	-71
现金净变动	883	-666	17	52
现金的期初余额	590	1700	1034	1051
现金的期末余额	1473	1034	1051	1103

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	4234	5857	7564	9392
营业成本	3587	4949	6377	7909
税金及附加	12	21	27	34
销售费用	102	152	204	263
管理费用	132	223	303	394
研发费用	147	204	263	327
财务费用	51	29	21	19
其他收益	22	5	6	7
投资收益	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-151	-60	-80	-100
资产减值损失	-32	-80	-100	-120
资产处置收益	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	37	145	195	232
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	38	145	195	232
所得税	-16	22	29	35
<b>净利润</b>	54	123	166	198
少数股东损益	1	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	54	123	166	198
<b>EPS(元)</b>	0.10	0.23	0.31	0.37

## 主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	34.8%	38.4%	29.1%	24.2%
营业利润增长率	32.2%	286.2%	34.7%	19.4%
归母净利润增长率	63.1%	129.7%	34.7%	19.4%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	15.3%	15.5%	15.7%	15.8%
归母净利率	1.3%	2.1%	2.2%	2.1%
ROE	2.0%	4.4%	5.7%	6.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	63.5%	58.1%	61.0%	63.4%
流动比率	1.53	1.72	1.64	1.59
速动比率	1.40	1.63	1.55	1.49
<b>营运能力</b>				
资产周转率	67.1%	83.2%	106.4%	117.7%
应收帐款周转率	270.7%	307.6%	313.1%	307.7%
存货周转率	970.5%	1121.1%	1876.9%	1845.4%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.10	0.23	0.31	0.37
每股经营现金	0.58	0.04	0.19	0.25
每股净资产	4.97	5.16	5.41	5.70
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	247.6	107.8	80.0	67.0
PB	4.9	4.8	4.5	4.3

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn