

垒知集团 (002398)

证券研究报告

2023年03月28日

外加剂市占率逆势提升，新领域有望赋能

公司 22 年归母净利润 2.11 亿元，同比下降 22.46%

22 年公司实现营业收入 39.47 亿元，同比下降 19.75%，归母净利润 2.11 亿元，同比下降 22.46%，扣非归母净利润 1.84 亿元，同比下降 23.41%，其中 Q4 单季度实现收入/归母净利润 8.89/0.01 亿元，同比下降 34.4%/96.3%，扣非归母净利润-748 万元，公司 22 年资产减值损失 5064 万元，拖累净利润，主要系计提商誉减值损失所致。

外加剂市占率逆势提升，价格仍保持坚挺

22 年外加剂业务收入 25.19 亿，同比下降 17.88%，销量 138 万吨，同比下降 17%，测算吨均价 1825 元/吨，同比基本持平。22 年环氧乙烷均价同比下滑 5%，受益于原材料价格下降，公司外加剂业务毛利率同比提升 3.5pct 达 22.4%，全年实现净利润 1.67 亿元，同比增长 5%。公司持续布局国内产业基地，市占率实现逆势提升，同比增长 0.3pct 达到 9.8%，尤其在长三角及珠三角区域提速明显。我们认为 23 年外加剂需求有望回暖，在嘉善、重庆、四川、云南、安徽等新增产能释放的推动下，公司市占率有望继续增长。

技术服务继续推进“跨区域，跨领域”发展，23 年业绩有望增长

22 年技术服务业务收入 4.69 亿元，同比下降 8.5%，22 年公司继续深耕建工检测主业，在上海、深圳等市场开拓成效显著，交通工程检测业务持续增长，同时兼顾跨品类发展，电子电气检测中心检测品类已从通信电子、汽车电子领域，拓展至工业及新能源电子、医疗电子、军工电子等领域，全年收入超过 3000 万元。22 年技术服务毛利率 33.6%，同比提升 2.3pct，实现净利润 2840 万元，同比下滑 23%，23 年公司将继续推进“跨区域，跨领域”发展，在提升各区域工程检测业务的市场份额的同时，提高交通工程检测及电子电气检测的业绩贡献比例，我们预计利润同比有望实现增长。

新能源、数字建筑等有望为公司成长赋能，维持“买入”评级

公司是我国首家整体上市的建筑科研机构，外加剂+检测业务双轮驱动，在新能源、数字建筑等领域的布局有望为公司未来成长赋能。考虑到需求端恢复较为缓慢，下调公司 23-24 年归母净利润预测至 3.4/4.2 亿元（前值：3.8/4.5 亿元），新增 25 年归母净利润预测 4.9 亿元，参考可比公司估值，给予公司 23 年 18 倍目标 PE，目标价 8.64 元，维持“买入”评级。

风险提示：产能投放不及预期、需求下滑、原材料价格大幅上涨、新能源等业务拓展进度低于预期等。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,917.75	3,946.67	4,712.97	5,466.21	5,979.53
增长率(%)	27.05	(19.75)	19.42	15.98	9.39
EBITDA(百万元)	610.29	647.34	544.05	606.76	643.65
净利润(百万元)	271.90	210.83	344.87	418.00	486.49
增长率(%)	(27.00)	(22.46)	63.58	21.21	16.39
EPS(元/股)	0.38	0.29	0.48	0.58	0.68
市盈率(P/E)	17.81	22.98	14.05	11.59	9.96
市净率(P/B)	1.42	1.34	1.25	1.14	1.03
市销率(P/S)	0.98	1.23	1.03	0.89	0.81
EV/EBITDA	7.44	5.54	7.02	4.92	4.03

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	6.76 元
目标价格	8.64 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	716.55
流通 A 股股本(百万股)	576.77
A 股总市值(百万元)	4,843.85
流通 A 股市值(百万元)	3,898.97
每股净资产(元)	4.95
资产负债率(%)	42.43
一年内最高/最低(元)	8.55/5.40

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	
林晓龙	联系人
linxiaolong@tfzq.com	

股价走势



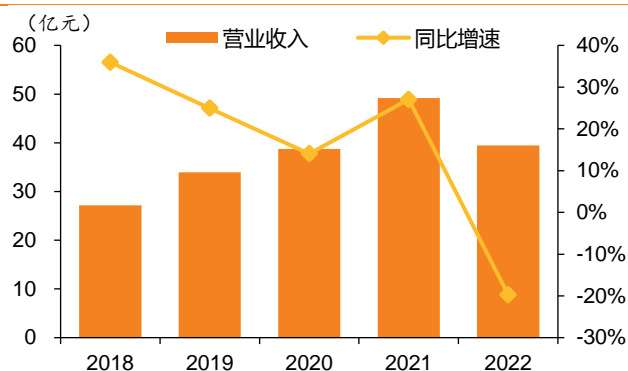
资料来源：聚源数据

相关报告

- 《垒知集团-季报点评:Q3 毛利率稳步提升，主业市占率仍有提升空间》2022-10-31
- 《垒知集团-首次覆盖报告:建设综合技术服务商，有望进军新能源打造新增增长极》2022-09-07
- 《建研集团-季报点评:减水剂龙头稳步向前，外延医药 CRO 受益药改新政》2017-10-22

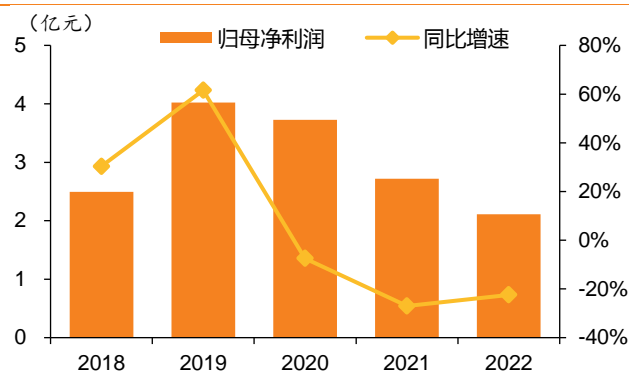
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2018–2022 年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2018–2022 年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2020	2021	2022	2023E	2020	2021	2022	2023E
603916.SH	苏博特	68.8	16.37	1.39	1.27	0.89	1.19	11.8	12.9	18.4	13.7
603060.SH	国检集团	95.9	13.15	0.54	0.42	0.35	0.48	24.5	31.4	37.6	27.4
平均值								18.1	22.2	28.0	20.5
002398.SZ	垒知集团	48.4	6.76	0.52	0.38	0.29	0.48	13.0	17.8	23.0	14.0

注：数据截至 20230328 收盘，除垒知集团为天风预测外，其余公司 EPS 为 Wind 一致预测，苏博特、国检集团 2022 年为预测值。

资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	576.90	349.89	587.40	1,477.23	1,918.64
应收票据及应收账款	3,571.41	3,398.45	3,932.83	3,962.81	4,009.89
预付账款	41.01	22.09	33.70	35.81	44.52
存货	169.82	128.71	188.11	182.87	219.14
其他	540.59	843.42	769.25	847.76	815.54
流动资产合计	4,899.72	4,742.56	5,511.30	6,506.46	7,007.74
长期股权投资	150.82	155.55	155.55	155.55	155.55
固定资产	515.49	645.23	555.31	465.39	375.46
在建工程	191.97	116.81	116.81	116.81	116.81
无形资产	167.08	268.02	259.52	251.03	242.54
其他	584.34	469.61	526.21	504.88	494.86
非流动资产合计	1,609.71	1,655.23	1,613.41	1,493.67	1,385.23
资产总计	6,512.86	6,399.00	7,124.71	8,000.13	8,392.96
短期借款	225.63	4.53	100.00	100.00	100.00
应付票据及应付账款	2,445.62	1,949.74	2,597.89	3,043.08	2,918.75
其他	227.09	246.47	317.96	335.12	352.38
流动负债合计	2,898.34	2,200.74	3,015.85	3,478.20	3,371.13
长期借款	0.00	56.50	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	337.50	112.50	150.00	200.00
其他	70.36	79.42	60.85	70.21	70.16
非流动负债合计	70.36	473.41	173.35	220.21	270.15
负债合计	3,022.45	2,715.31	3,189.19	3,698.40	3,641.29
少数股东权益	77.83	67.39	62.23	55.90	48.26
股本	720.49	716.55	716.55	716.55	716.55
资本公积	360.89	342.00	325.42	325.42	325.42
留存收益	2,445.20	2,616.73	2,919.45	3,290.90	3,739.51
其他	(114.00)	(58.99)	(88.14)	(87.04)	(78.06)
股东权益合计	3,490.40	3,683.69	3,935.52	4,301.72	4,751.67
负债和股东权益总计	6,512.86	6,399.00	7,124.71	8,000.13	8,392.96

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	274.74	207.24	344.87	418.00	486.49
折旧摊销	73.64	90.43	98.42	98.42	98.42
财务费用	8.24	22.37	13.25	15.09	11.86
投资损失	(22.74)	(27.12)	(23.99)	(24.62)	(25.24)
营运资金变动	(162.11)	72.53	76.21	386.10	(156.86)
其它	149.82	54.52	(5.88)	(7.12)	(8.29)
经营活动现金流	321.58	419.97	502.88	885.86	406.37
资本支出	245.44	188.23	18.57	(9.36)	0.05
长期投资	(0.23)	4.73	0.00	0.00	0.00
其他	(186.44)	(604.51)	5.42	33.98	25.19
投资活动现金流	58.78	(411.55)	23.99	24.62	25.24
债权融资	224.55	160.75	(202.20)	24.01	38.05
股权融资	(74.29)	32.18	(87.16)	(44.67)	(28.25)
其他	(417.93)	(259.00)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(267.67)	(66.07)	(289.36)	(20.66)	9.80
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	112.69	(57.64)	237.51	889.82	441.42

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,917.75	3,946.67	4,712.97	5,466.21	5,979.53
营业成本	4,019.15	3,094.70	3,655.26	4,234.30	4,628.14
营业税金及附加	20.21	20.54	24.53	28.45	31.12
销售费用	205.44	191.06	223.87	258.01	281.04
管理费用	163.43	158.58	186.16	214.82	233.20
研发费用	188.00	187.90	221.51	256.91	281.04
财务费用	4.76	13.20	13.25	15.09	11.86
资产/信用减值损失	(71.64)	(105.10)	(40.00)	(30.00)	(10.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	22.74	27.12	23.99	24.62	25.24
其他	66.91	126.12	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	298.74	232.55	372.39	453.26	528.38
营业外收入	4.84	0.51	4.97	3.44	2.97
营业外支出	2.19	4.36	3.26	3.27	3.63
利润总额	301.39	228.70	374.10	453.43	527.72
所得税	26.65	21.46	35.11	42.55	49.52
净利润	274.74	207.24	338.99	410.88	478.20
少数股东损益	2.84	(3.59)	(5.88)	(7.12)	(8.29)
归属于母公司净利润	271.90	210.83	344.87	418.00	486.49
每股收益(元)	0.38	0.29	0.48	0.58	0.68

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	27.05%	-19.75%	19.42%	15.98%	9.39%
营业利润	-29.90%	-22.16%	60.13%	21.72%	16.57%
归属于母公司净利润	-27.00%	-22.46%	63.58%	21.21%	16.39%
获利能力					
毛利率	18.27%	21.59%	22.44%	22.54%	22.60%
净利率	5.53%	5.34%	7.32%	7.65%	8.14%
ROE	7.97%	5.83%	8.90%	9.84%	10.34%
ROIC	12.55%	8.27%	11.34%	14.90%	20.52%
偿债能力					
资产负债率	46.41%	42.43%	44.76%	46.23%	43.39%
净负债率	-9.87%	1.53%	-9.40%	-28.38%	-33.93%
流动比率	1.66	2.12	1.83	1.87	2.08
速动比率	1.60	2.06	1.77	1.82	2.01
营运能力					
应收账款周转率	1.52	1.13	1.29	1.38	1.50
存货周转率	30.71	26.44	29.75	29.47	29.75
总资产周转率	0.82	0.61	0.70	0.72	0.73
每股指标(元)					
每股收益	0.38	0.29	0.48	0.58	0.68
每股经营现金流	0.45	0.59	0.70	1.24	0.57
每股净资产	4.76	5.05	5.41	5.93	6.56
估值比率					
市盈率	17.81	22.98	14.05	11.59	9.96
市净率	1.42	1.34	1.25	1.14	1.03
EV/EBITDA	7.44	5.54	7.02	4.92	4.03
EV/EBIT	8.42	6.41	8.57	5.87	4.76

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	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：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com