

垒知集团 (002398)

Q1 业绩小幅下滑，中长期市占率提升空间仍存

23Q1 公司归母净利润 0.48 亿元，同比下滑 13.43%

公司发布 23 年一季报，实现收入 7.8 亿元，同比下滑 11.59%，归母净利润 0.48 亿元，同比下滑 13.43%，扣非归母净利润 0.42 亿元，同比下滑 16.99%，非经常性损益主要系政府扶持资金及科研项目经费等。

Q1 营收承压，净利率同比小幅下滑

公司 Q1 收入环比小幅下滑 12.2%，我们认为主要受下游需求低迷影响。1-3 月房屋新开工面积同比下滑 19%，对民用端减水剂需求造成较大拖累，但一季度基建投资同比增长 10.8%，我们预计工程端需求或好于民用端。公司 23Q1 销售毛利率 20.16%，同比增长 0.15pct，我们预计主要因原材料价格下降，Q1 环氧乙烷均价同比下降 11.88%。Q1 期间费用率 14.52%，同比 +1.69pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别 +0.62/+0.48/+0.43/+0.16pct，最终实现净利率 5.9%，同比下滑 0.45pct。公司 Q1 经营性现金实现净流出 0.69 亿元，同比多流出 0.66 亿元，但收现比仍维持在 111%的水平，同比基本持平。

拟募资 3 亿元用于产能新建和改扩产，中长期市占率仍有较大提升空间

公司拟通过向特定对象发行股票的方式，募集不超过 3 亿元资金，用于安徽、福建、湖南等地产能新建和改扩产项目，项目全部达产后公司将新增高性能混凝土减水剂 100 万吨（含母液），羧酸减水剂 25 万吨（含母液），公司持续布局国内产业基地，22 年外加剂合成产能达 138.9 万吨，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。随着未来新增产能的投产，中长期市占率仍有较大提升空间。

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。维持 23-25 年净利润预测 3.4/4.2/4.9 亿元，参考可比公司，给予公司 23 年 17 倍目标 PE，目标价 8.16 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，向特定对象发行股票核准时间不确定等。

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
归属母公司净利润(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)	16.31	21.04	12.86	10.61	9.12
市净率(P/B)	1.30	1.23	1.15	1.04	0.94
市销率(P/S)	0.90	1.12	0.94	0.81	0.74
EV/EBITDA	7.44	5.54	6.27	4.24	3.40

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	6.19 元
目标价格	8.16 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	716.56
流通 A 股股本(百万股)	581.71
A 股总市值(百万元)	4,435.50
流通 A 股市值(百万元)	3,600.77
每股净资产(元)	5.03
资产负债率(%)	38.56
一年内最高/最低(元)	7.46/5.40

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
wangtaoa@tfzq.com

朱晓辰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522120001
zhuxiaochen@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



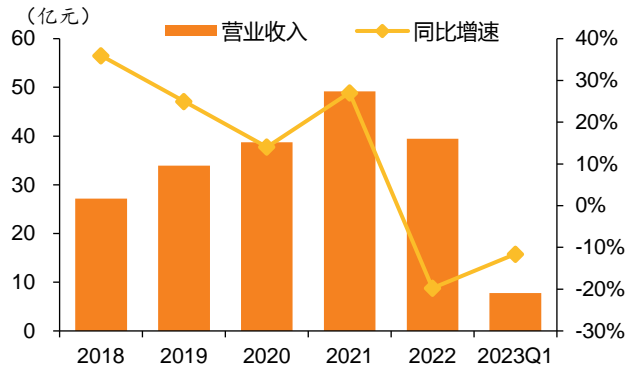
资料来源：聚源数据

相关报告

- 《垒知集团-年报点评报告:外加剂市占率逆势提升，新领域有望赋能》 2023-03-28
- 《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长极》 2022-09-07

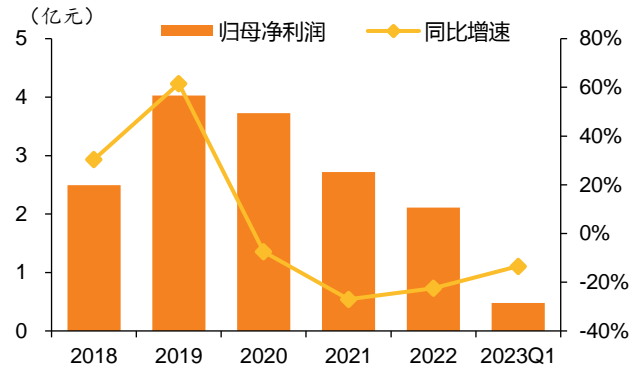
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2018–2023Q1 年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2018–2023Q1 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	61.7	14.69	1.39	1.27	0.69	1.23	10.6	11.6	21.3	11.9
603060.SH	国检集团	86.2	11.82	0.54	0.42	0.35	0.53	22.0	28.2	33.9	22.2
平均值								16.3	19.9	27.6	17.0
002398.SZ	垒知集团	44.4	6.19	0.52	0.38	0.29	0.48	11.9	16.3	21.0	12.9

注：数据截至 20230428 收盘，除垒知集团为天风预测外，其余公司 EPS 为 Wind 一致预测。

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)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	576.90	349.89	587.42	1,477.24	1,918.66	营业收入	4,917.75	3,946.67	4,712.97	5,466.21	5,979.53
应收票据及应收账款	3,571.41	3,398.45	3,932.83	3,962.81	4,009.89	营业成本	4,019.15	3,094.70	3,655.26	4,234.30	4,628.14
预付账款	41.01	22.09	33.70	35.81	44.52	营业税金及附加	20.21	20.54	24.53	28.45	31.12
存货	169.82	128.71	188.11	182.87	219.14	销售费用	205.44	191.06	223.87	258.01	281.04
其他	540.59	843.42	769.25	847.76	815.54	管理费用	163.43	158.58	186.16	214.82	233.20
流动资产合计	4,899.72	4,742.56	5,511.32	6,506.48	7,007.75	研发费用	188.00	187.90	221.51	256.91	281.04
长期股权投资	150.82	155.55	155.55	155.55	155.55	财务费用	4.76	13.20	13.25	15.09	11.86
固定资产	515.49	645.23	555.31	465.39	375.46	资产/信用减值损失	(71.64)	(105.10)	(40.00)	(30.00)	(10.00)
在建工程	191.97	116.81	116.81	116.81	116.81	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	167.08	268.02	259.52	251.03	242.54	投资净收益	22.74	27.12	23.99	24.62	25.24
其他	584.34	469.61	526.21	504.88	494.86	其他	66.91	126.12	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1,609.71	1,655.23	1,613.41	1,493.67	1,385.23	营业利润	298.74	232.55	372.39	453.26	528.38
资产总计	6,512.86	6,399.00	7,124.72	8,000.14	8,392.98	营业外收入	4.84	0.51	4.97	3.44	2.97
短期借款	225.63	4.53	100.00	100.00	100.00	营业外支出	2.19	4.36	3.26	3.27	3.63
应付票据及应付账款	2,445.62	1,949.74	2,597.89	3,043.08	2,918.75	利润总额	301.39	228.70	374.10	453.43	527.72
其他	227.09	246.47	317.96	335.12	352.38	所得税	26.65	21.46	35.11	42.55	49.52
流动负债合计	2,898.34	2,200.74	3,015.85	3,478.20	3,371.13	净利润	274.74	207.24	338.99	410.88	478.20
长期借款	0.00	56.50	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	2.84	(3.59)	(5.88)	(7.12)	(8.29)
应付债券	0.00	337.50	112.50	150.00	200.00	归属于母公司净利润	271.90	210.83	344.87	418.00	486.49
其他	70.36	79.42	60.85	70.21	70.16	每股收益(元)	0.38	0.29	0.48	0.58	0.68
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	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	77.83	67.39	62.23	55.90	48.26	成长能力					
股本	720.49	716.55	716.56	716.56	716.56	营业收入	27.05%	-19.75%	19.42%	15.98%	9.39%
资本公积	360.89	342.00	325.42	325.42	325.42	营业利润	-29.90%	-22.16%	60.13%	21.72%	16.57%
留存收益	2,445.20	2,616.73	2,919.45	3,290.90	3,739.51	归属于母公司净利润	-27.00%	-22.46%	63.58%	21.21%	16.39%
其他	(114.00)	(58.99)	(88.14)	(87.04)	(78.06)	获利能力					
股东权益合计	3,490.40	3,683.69	3,935.53	4,301.74	4,751.69	毛利率	18.27%	21.59%	22.44%	22.54%	22.60%
负债和股东权益总计	6,512.86	6,399.00	7,124.72	8,000.14	8,392.98	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					
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	46.41%	42.43%	44.76%	46.23%	43.38%
净利润	274.74	207.24	344.87	418.00	486.49	净负债率	-9.87%	1.53%	-9.41%	-28.38%	-33.93%
折旧摊销	73.64	90.43	98.42	98.42	98.42	流动比率	1.66	2.12	1.83	1.87	2.08
财务费用	8.24	22.37	13.25	15.09	11.86	速动比率	1.60	2.06	1.77	1.82	2.01
投资损失	(22.74)	(27.12)	(23.99)	(24.62)	(25.24)	营运能力					
营运资金变动	(162.11)	72.53	76.21	386.10	(156.86)	应收账款周转率	1.52	1.13	1.29	1.38	1.50
其它	149.82	54.52	(5.88)	(7.12)	(8.29)	存货周转率	30.71	26.44	29.75	29.47	29.75
经营活动现金流	321.58	419.97	502.88	885.86	406.37	总资产周转率	0.82	0.61	0.70	0.72	0.73
资本支出	245.44	188.23	18.57	(9.36)	0.05	每股指标(元)					
长期投资	(0.23)	4.73	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.38	0.29	0.48	0.58	0.68
其他	(186.44)	(604.51)	5.42	33.98	25.19	每股经营现金流	0.45	0.59	0.70	1.24	0.57
投资活动现金流	58.78	(411.55)	23.99	24.62	25.24	每股净资产	4.76	5.05	5.41	5.93	6.56
债权融资	224.55	160.75	(202.20)	24.01	38.05	估值比率					
股权融资	(74.29)	32.18	(87.15)	(44.67)	(28.25)	市盈率	16.31	21.04	12.86	10.61	9.12
其他	(417.93)	(259.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	市净率	1.30	1.23	1.15	1.04	0.94
筹资活动现金流	(267.67)	(66.07)	(289.34)	(20.66)	9.81	EV/EBITDA	7.44	5.54	6.27	4.24	3.40
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	8.42	6.41	7.65	5.07	4.01
现金净增加额	112.69	(57.64)	237.53	889.82	441.42						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com