



## 买入（维持）

所属行业：化工  
当前价格(元)：15.37

### 证券分析师

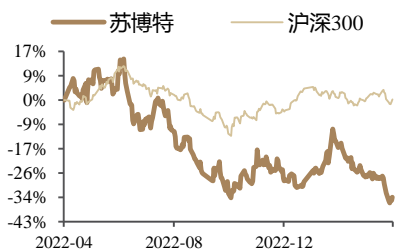
李骥

资格编号：S0120521020005

邮箱：lij3@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.26	-21.02	-7.67
相对涨幅(%)	-11.00	-20.66	-4.02

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《苏博特(603916.SH)：减水剂行业龙头，加速全国布局进入高速增长期》，2021.03.24
- 《苏博特(603916.SH)：业绩短期承压，看好减水剂龙头长期成长性》，2023.04.20

# 苏博特(603916.SH)：静待需求复苏，23年盈利弹性可期

## 投资要点

- **事件**：4月28日，公司发布2023年一季度报告。2023年一季度公司实现营业收入6.66亿元，同比下降7.06%。实现归母净利润0.40亿元，同比下降49.63%。实现扣非后归母净利润0.39亿元，同比下降47.60%。
- **公司减水剂及功能性材料同比降幅收窄**。2023年一季度公司高性能减水剂、高效减水剂、功能性材料分别实现营业收入3.76、0.21、0.97亿元，高性能减水剂、高效减水剂分别较2022年一季度同比下降12.74%、12.64%，功能性材料较2022年一季度同比增长2.32%。2023年一季度公司高性能减水剂、高效减水剂、功能性材料分别实现销量18.83、0.98、4.58万吨，高性能减水剂、高效减水剂分别较2022年一季度同比下降4.90%、20.33%，功能性材料销量与2022年一季度基本持平。我们认为公司一季度减水剂营收及销量同比下降主要受累于房地产需求仍然较为疲软。根据Wind及国家统计局数据，2023年1-3月中国房屋新开工面积累计同比下降19.20%，1-3月中国基础设施建设投资（不含电力）固定资产投资完成额累计同比增长8.80%。但是公司主要产品同比降幅已收窄。2022年四季度公司高性能减水剂、高效减水剂、功能性材料营收分别同比下降31.63%、41.93%、9.44%，2023年一季度各产品同比降幅均呈现收窄趋势。
- **公司盈利能力同比下降，环比有修复**。2023年一季度公司销售毛利率、销售净利率分别为36.57%、8.71%，分别较2022年一季度同比下降2.66pct、4.78pct，分别较2022年四季度环比增长1.87pct、1.13pct。我们认为公司盈利能力同比下降主要是因为公司减水剂及功能性材料产品产销量下降，导致成本摊薄效应减弱。我们认为公司盈利能力环比有修复主要是因为主要原材料环氧乙烷价格有所下降。根据Wind数据，2023年一季度环氧乙烷均价约为6706.56元/吨，较2022年四季度环比下滑3.47%。
- **减水剂需求回暖、全国化布局进一步完善，功能性材料打造第二成长曲线**。减水剂板块，随着地产复苏、基建发力，下游需求有望逐步回暖，带动公司减水剂业绩修复。公司广东江门基地已于2022年建设完成，进一步完善公司全国化布局，助力公司市占率提升。功能性材料方面，功能性化学外加剂、高性能水泥基材料和交通材料等产品主要应用于基建领域、海上及陆上风电设备基础加固等领域。随着2023年基建发力、风电装机量提升，功能性材料板块有望快速成长，成为减水剂外第二增长点。
- **投资建议**。随着下游需求回暖，我们看好减水剂龙头企业的长期成长性。我们预计2023-2025年公司每股收益分别为0.97、1.21、1.47元，对应PE分别为15.21、12.12、9.97，维持“买入”评级。
- **风险提示**：下游需求不及预期，项目建设进度不及预期，产品价格波动风险。



**股票数据**

总股本(百万股):	420.31
流通 A 股(百万股):	420.31
52 周内股价区间(元):	14.63-25.56
总市值(百万元):	6,460.17
总资产(百万元):	7,347.22
每股净资产(元):	10.07

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,522	3,715	4,242	4,848	5,618
(+/-)YOY(%)	23.8%	-17.8%	14.2%	14.3%	15.9%
净利润(百万元)	533	288	406	509	619
(+/-)YOY(%)	20.9%	-46.0%	41.0%	25.5%	21.6%
全面摊薄 EPS(元)	1.27	0.69	0.97	1.21	1.47
毛利率(%)	35.3%	34.3%	34.8%	35.5%	35.9%
净资产收益率(%)	13.6%	6.9%	9.1%	10.5%	11.6%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.69	0.97	1.21	1.47
每股净资产	9.98	10.64	11.55	12.73
每股经营现金流	0.52	2.41	2.46	1.95
每股股利	0.30	0.30	0.30	0.30
价值评估(倍)				
P/E	23.30	15.21	12.12	9.97
P/B	1.61	1.38	1.27	1.15
P/S	1.66	1.46	1.27	1.10
EV/EBITDA	11.19	8.06	6.54	5.56
股息率%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	34.3%	34.8%	35.5%	35.9%
净利润率	7.8%	9.6%	10.5%	11.0%
净资产收益率	6.9%	9.1%	10.5%	11.6%
资产回报率	3.7%	5.0%	5.7%	6.3%
投资回报率	6.3%	7.3%	8.0%	8.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-17.8%	14.2%	14.3%	15.9%
EBIT 增长率	-39.5%	18.0%	20.2%	19.1%
净利润增长率	-46.0%	41.0%	25.5%	21.6%
偿债能力指标				
资产负债率	40.7%	38.7%	38.4%	37.2%
流动比率	2.3	2.4	2.5	2.5
速动比率	2.1	2.1	2.2	2.2
现金比率	0.5	0.6	0.7	0.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	266.2	223.4	197.5	197.5
存货周转天数	68.5	68.5	68.5	68.5
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6
固定资产周转率	2.2	2.5	2.8	3.2

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	288	406	509	619
少数股东损益	70	99	124	151
非现金支出	237	292	333	370
非经营收益	27	87	81	79
营运资金变动	-403	127	-15	-399
经营活动现金流	219	1,011	1,032	820
资产	-293	-461	-536	-529
投资	-5	-35	-17	-21
其他	113	13	15	17
投资活动现金流	-185	-483	-538	-532
债权募资	768	-183	90	-36
股权募资	20	0	0	0
其他	-515	-221	-217	-218
融资活动现金流	272	-405	-127	-254
现金净流量	311	124	367	34

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 28 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,715	4,242	4,848	5,618
营业成本	2,441	2,764	3,128	3,599
毛利率%	34.3%	34.8%	35.5%	35.9%
营业税金及附加	31	36	41	47
营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	361	366	408	473
营业费用率%	9.7%	8.6%	8.4%	8.4%
管理费用	266	279	319	369
管理费用率%	7.2%	6.6%	6.6%	6.6%
研发费用	206	235	269	311
研发费用率%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
EBIT	441	521	626	745
财务费用	53	62	50	45
财务费用率%	1.4%	1.5%	1.0%	0.8%
资产减值损失	-4	-3	-3	-3
投资收益	12	13	15	17
营业利润	399	561	703	853
营业外收支	-3	-3	-3	-3
利润总额	395	557	699	850
EBITDA	663	810	955	1,112
所得税	37	53	66	80
有效所得税率%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%
少数股东损益	70	99	124	151
归属母公司所有者净利润	288	406	509	619

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,048	1,173	1,540	1,574
应收账款及应收票据	3,164	3,116	3,217	3,728
存货	458	515	584	672
其它流动资产	267	297	330	372
流动资产合计	4,938	5,101	5,670	6,345
长期股权投资	105	140	157	178
固定资产	1,685	1,708	1,757	1,780
在建工程	130	178	225	273
无形资产	457	539	637	726
非流动资产合计	2,809	3,011	3,229	3,407
资产总计	7,746	8,111	8,899	9,752
短期借款	820	637	627	611
应付票据及应付账款	839	950	1,076	1,238
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	452	511	576	659
流动负债合计	2,112	2,098	2,279	2,508
长期借款	166	166	166	146
其它长期负债	874	874	974	974
非流动负债合计	1,040	1,040	1,140	1,120
负债总计	3,152	3,139	3,419	3,628
实收资本	420	420	420	420
普通股股东权益	4,194	4,474	4,857	5,350
少数股东权益	400	499	623	774
负债和所有者权益合计	7,746	8,111	8,899	9,752

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

李骥，德邦证券化工行业首席分析师&周期组组长，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队2017年获新财富最佳分析师评比有色金属类第3名、水晶球第4名。2018年加入民生证券，任化工行业首席分析师，研究扎实，推票能力强，佣金增速迅猛，2021年2月加盟德邦证券。

## 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	<b>股票投资评级</b>	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。