

增持 (维持)

垒知集团 (002398)

Q4 业绩继续承压，毛利率环同比改善

2023年03月28日

市场数据

市场数据日期	2023-03-27
收盘价(元)	6.59
总股本(百万股)	716.55
流通股本(百万股)	576.77
净资产(百万元)	3616.29
总资产(百万元)	6399
每股净资产(元)	5.05

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证固收·转债】双轮驱动的外加剂品种——垒知转债投资价值分析》2022-04-20

《【兴证建材】垒知集团: Q2 收入增长 31%，盈利能力有所下降》2021-08-24

《垒知集团: 外加剂保持较快增长, Q4 收入增长 25%》2021-03-30

分析师:

季贤东

jixiandong@xyzq.com.cn

S0190522100003

黄杨

huangyang@xyzq.com.cn

S0190518070004

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

投资要点

- 公司披露 2022 年报。实现营收 39.47 亿元，同比-19.75%，实现归母净利 2.11 亿元，同比-22.46%，扣非后归母净利 1.84 亿元，同比-23.41%。其中，单四季度实现营收 8.89 亿元，同比-34.43%，归母净利 0.01 亿元，同比-96.34%，扣非后归母-0.07 亿元，同比-123.58%，主因第四季度内，资产减值损失-0.51 亿元，同比-570.76%，信用减值损失-0.20 亿元，同比-3.47%。
- 公司 2022 年度实现综合毛利率 21.59%，较上年同期+3.32pct。1) 分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现毛利率 20.01%、20.35%、20.97%、25.44%，分别较上年同期变动-0.15、+2.34、+3.35、+7.53 个百分点；2) 分产品来看，公司的外加剂新材料、技术服务的毛利率分别为 22.44%、33.57%，分别同比变动+3.49pct、+2.26pct。
- 公司 2022 年期间费用占比为 13.95%，较上年同期+2.53 个百分点。销售费用率 4.84%，同比+0.66 个百分点；2) 管理费用率 4.02%，同比+0.69 个百分点；3) 财务费用率为 0.33%，同比+0.24 个百分点；4) 研发费用率 4.76%，同比+0.94 个百分点。公司期末资产负债率 42.43%，同比-3.97pct。短期借款 0.05 亿 (21 年同期 2.26 亿)，同比减少 97.99%，长期借款 0.57 亿 (21 年同期 0 亿)。
- 公司 2022 年度经营性现金流净额为 4.20 亿元，较上年同期+0.98 亿；每股经营性现金流净额为 0.59 元，同比+0.14 元/股。1) 分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3、Q4 每股经营性现金流净额分别为 0.00 元、0.20 元、0.02 元、0.36 元，分别较上年同期变动+0.15、+0.24、-0.34、+0.08 元/股；2) 从收、付现比的角度来看，公司 2022 年度收、付现比分别为 105.32%、111.30%，分别较上年同期变动+23.74、+28.93 个百分点。3) 现金流方面，经营活动产生的现金流量净额 4.20 亿元，同比+30.60%；投资活动产生的现金流量净额-4.12 亿元，同比-800.12%；筹资活动产生的现金流量净额-0.6607 亿元，同比+75.32%。
- 盈利预测: 我们预计 2023-2025 年归母净利分别为 2.64、3.15、3.76 亿元，EPS 分别为 0.37、0.44、0.53 元，3 月 27 日股价对应动态 PE 分别为 17.9、15.0、12.6X，维持“增持”评级。

风险提示: 原材料价格波动; 宏观经济波动; 市场竞争加剧; 下游需求不及预期; 投产进展不及预期; 产品价格波动风险

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3947	4355	5043	5901
同比增长	-19.7%	10.4%	15.8%	17.0%
归母净利润(百万元)	211	264	315	376
同比增长	-22.5%	25.4%	19.2%	19.4%
毛利率	21.6%	21.7%	21.7%	21.8%
ROE	5.8%	6.8%	7.6%	8.4%
每股收益(元)	0.29	0.37	0.44	0.53
市盈率	22.4	17.9	15.0	12.6

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**

- **公司披露 2022 年报。**实现营收 39.47 亿元,同比-19.75%,实现归母净利 2.11 亿元,同比-22.46%,扣非后归母净利 1.84 亿元,同比-23.41%。其中,单四季度实现营收 8.89 亿元,同比-34.43%,归母净利 0.01 亿元,同比-96.34%,扣非后归母-0.07 亿元,同比-123.58%,主因第四季度内,资产减值损失-0.51 亿元,同比-570.76%,信用减值损失-0.20 亿元,同比-3.47%。

点评

- **公司披露 2022 年报,实现营收 39.47 亿元,同比-19.75%。**

1)分季度来看,公司 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现营业收入 8.83 亿元、11.23 亿元、10.52 亿元、8.89 亿元,分别较上年同期变动-0.92%,-18.90%,-18.22%,-34.43%;

2)分产品来看,公司的外加剂新材料、技术服务、建筑材料批发、软硬件销售及服务、商品混凝土分别实现营业收入 25.19 亿元、4.69 亿元、3.47 亿元、2.62 亿元、2.34 亿元,分别同比变动-17.88%、-8.53%、-44.63%、-30.40%、1.76%。

外加剂新材料实现销量 138 万吨,同比-16.87%;营业收入 25.19 亿元,同比-17.88%;营业成本 19.54 亿元,同比-21.42%;毛利 5.65 亿元,同比-2.75%。单吨售价 1825.41 元,同比-22.57 元;单吨成本 1415.77 元,同比-82.05 元;单吨毛利 409.64 元,同比+59.48 元。

商品混凝土实现销量 62 万平方米,同比+16.98%;营业收入 2.34 亿元,同比+1.76%。单位均价 377.57 元/平方米,同比-56.47 元/平方米。

- **公司 2022 年度实现综合毛利率 21.59%,较上年同期+3.32pct。**

1)分季度来看,公司 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现毛利率 20.01%、20.35%、20.97%、25.44%,分别较上年同期变动-0.15、+2.34、+3.35、+7.53 个百分点;

2)分产品来看,公司的外加剂新材料、技术服务的毛利率分别为 22.44%、33.57%,分别同比变动+3.49pct、+2.26pct。

- **公司 2022 年期间费用占比为 13.95%,较上年同期+2.53 个百分点。**

1)销售费用率 4.84%,同比+0.66 个百分点;2)管理费用率 4.02%,同比+0.69 个百分点;3)财务费用率为 0.33%,同比+0.24 个百分点;4)研发费用率 4.76%,同比+0.94 个百分点。

公司期末资产负债率 42.43%,同比-3.97pct。短期借款 0.05 亿(21 年同期 2.26

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

亿), 同比减少 97.99%, 长期借款 0.57 亿(21 年同期 0 亿)。

- 公司 2022 年度经营性现金流净额为 4.20 亿元, 较上年同期+0.98 亿; 每股经营性现金流净额为 0.59 元, 同比+0.14 元/股。

1) 分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3、Q4 每股经营性现金流净额分别为 0.00 元、0.20 元、0.02 元、0.36 元, 分别较上年同期变动+0.15、+0.24、-0.34、+0.08 元/股;

2) 从收、付现比的角度来看, 公司 2022 年度收、付现比分别为 105.32%、111.30%, 分别较上年同期变动+23.74、+28.93 个百分点。

3) 现金流方面, 经营活动产生的现金流量净额 4.20 亿元, 同比+30.60%; 投资活动产生的现金流量净额-4.12 亿元, 同比-800.12%; 筹资活动产生的现金流量净额-0.6607 亿元, 同比+75.32%。

综合技术服务业务聚焦新领域业务, 拓展高利润、高附加值技术服务项目。2022 年, 建筑工程检测市场进入充分竞争阶段, 各地市场化程度进一步提升, 继重庆检测之后, 上海、深圳检测业务市场开拓成效显著, 为公司综合技术服务业务“跨区域”发展提供稳定支撑。尽管 2022 年全国交通工程开工率不足, 健研检测依旧保持市场开拓的积极性, 主动出击, 连续中标厦门市 BRT 桥梁和车站结构定期检测、海口市市政桥梁自然灾害综合风险普查和 19 座人行天桥健康检测、合肥市新站高新区市政道路空洞检测、新疆昌吉市“网红桥”——头屯河大桥竣工质量综合检测等多个项目, 实现交通工程检测业务持续增长的态势。电子电气检测业务方面, 电子电气检测中心检测资质及项目不断延伸, 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。截至本报告期末, 电子电气检测业务营业收入已超过 3,000 万元。报告期内, 公司下属子集团健研检测集团综合技术服务业务稳步发展, 实现营业收入 4.69 亿元、净利润 2,840 万元。

秉承“科技创建新家园”的企业愿景, 通过持续“创新机制、创新科技、创新人才”提升公司科技核心竞争力。创新引领科技先行, 2022 年公司围绕建设综合技术服务、外加剂新材料两大主营方向, 及时把握行业技术动向, 开展了一系列的研究、创新和转化, 取得良好的社会和经济效益。报告期内, 公司新增科技项目 125 项、科技奖励 4 项、发表论文 65 篇、授权专利 89 件、科技资质 8 个、科技平台 3 个。

盈利预测: 我们预计 2023-2025 年归母净利分别为 2.64、3.15、3.76 亿元, EPS 分别为 0.37、0.44、0.53 元, 3 月 27 日股价对应动态 PE 分别为 17.9、15.0、12.6X, 维持“增持”评级。

风险提示: 原材料价格波动; 宏观经济波动; 市场竞争加剧; 下游需求不及预期; 投产进展不及预期; 产品价格波动风险

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	4744	4812	5494	6238
货币资金	350	426	400	409
交易性金融资产	384	293	324	313
应收票据及应收账款	3398	3503	4126	4824
预付款项	22	28	31	37
存货	129	143	165	193
其他	461	420	449	462
非流动资产	1655	1989	2184	2353
长期股权投资	156	153	154	154
固定资产	645	889	1045	1157
在建工程	117	73	49	36
无形资产	268	338	416	491
商誉	194	220	216	214
长期待摊费用	11	10	8	7
其他	265	306	296	294
资产总计	6399	6801	7678	8591
流动负债	2242	2539	3048	3562
短期借款	5	130	293	393
应付票据及应付账款	1950	2124	2469	2883
其他	288	285	286	286
非流动负债	473	332	407	463
长期借款	57	94	138	180
其他	417	237	269	283
负债合计	2715	2871	3455	4026
股本	717	717	717	717
资本公积	342	342	342	342
未分配利润	2537	2798	3080	3420
少数股东权益	67	68	68	67
股东权益合计	3684	3930	4223	4565
负债及权益合计	6399	6801	7678	8591

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	211	264	315	376
折旧和摊销	90	114	156	195
资产减值准备	105	129	-3	6
资产处置损失	-3	-2	-2	-2
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	22	14	9	16
投资损失	-27	-24	-25	-25
少数股东损益	-4	1	-0	-1
营运资金的变动	24	-85	-310	-337
经营活动产生现金流	420	398	145	229
投资活动产生现金流	-412	-329	-358	-328
融资活动产生现金流	-66	6	188	108
现金净变动	-58	76	-25	8
现金的期初余额	334	350	426	400
现金的期末余额	276	426	400	409

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3947	4355	5043	5901
营业成本	3095	3411	3948	4617
税金及附加	21	23	25	29
销售费用	191	200	232	274
管理费用	159	165	212	260
研发费用	188	191	201	215
财务费用	13	14	9	16
其他收益	27	23	25	20
投资收益	27	24	25	25
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-54	-60	-63	-70
资产减值损失	-51	-46	-55	-48
资产处置收益	3	2	2	2
营业利润	233	295	350	419
营业外收入	1	4	5	4
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	229	295	351	418
所得税	21	30	36	43
净利润	207	265	315	376
少数股东损益	-4	1	-0	-1
归属母公司净利润	211	264	315	376
EPS(元)	0.29	0.37	0.44	0.53

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-19.7%	10.4%	15.8%	17.0%
营业利润增长率	-22.2%	26.7%	18.6%	19.7%
归母净利润增长率	-22.5%	25.4%	19.2%	19.4%
盈利能力				
毛利率	21.6%	21.7%	21.7%	21.8%
归母净利率	5.3%	6.1%	6.2%	6.4%
ROE	5.8%	6.8%	7.6%	8.4%
偿债能力				
资产负债率	42.4%	42.2%	45.0%	46.9%
流动比率	2.12	1.90	1.80	1.75
速动比率	2.06	1.84	1.75	1.70
营运能力				
资产周转率	61.1%	66.0%	69.7%	72.5%
应收帐款周转率	120.5%	134.6%	139.6%	139.6%
存货周转率	2073.3%	2514.2%	2569.0%	2582.1%
每股资料(元)				
每股收益	0.29	0.37	0.44	0.53
每股经营现金	0.59	0.56	0.20	0.32
每股净资产	5.05	5.39	5.80	6.28
估值比率(倍)				
PE	22.4	17.9	15.0	12.6
PB	1.3	1.2	1.1	1.1

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 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发送、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