

## 股票投资评级

**增持|维持**

## 个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

## 公司基本情况

最新收盘价(元)	9.87
总股本/流通股本(亿股)	4.31 / 4.29
总市值/流通市值(亿元)	43 / 42
52周内最高/最低价	14.19 / 7.81
资产负债率(%)	73.8%
市盈率	39.48
第一大股东	上海创能明投资有限公司
持股比例(%)	26.3%

## 研究所

分析师:丁士涛  
 SAC 登记编号:S1340522090005  
 Email:dingshitao@cnpsec.com  
 研究助理:刘依然  
 SAC 登记编号:S1340122090020  
 Email:liuyiran@cnpsec.com

**亚士创能(603378.SH)**
**利润端逆势修复，现金流明显改善**
**● 事件**

2023年4月27日亚士创能发布2022年报及2023年一季报。2022年公司营业收入31.1亿元、YOY-34.1%，归母净利润1.1亿元、YOY+119.4%。2023年Q1营业收入4.9亿元、归母净利润-0.2亿元。

**● 投资要点**

**下游需求端承压，净利润扭亏为盈。**22年房地产基本面持续走弱、下游需求减少，销售端持续承压，公司工程涂料/保温装饰板/防水卷材销量分别为35.3万吨/449.2万m<sup>2</sup>/710.0万m<sup>2</sup>，同比-29.7%/-10.5%/-41.4%。分产品来看，建筑涂料/建筑节能材料/防水材料分别实现收入21.8/7.1/1.3亿元，其中建筑涂料贡献核心营收，占比升至70.3% (+6.8个pct)。22年下半年原料价格下降，乳液/助剂/钛白粉单价同比-6.1%/-9.3%/-5.0%，带动毛利率恢复至32.4% (+8.4个pct)。22年公司期间费用率26.1% (+2.6个pct)，主要系收入下滑导致费用未能摊薄。22年经营性净现金流3.2亿元，较21年改善13.5亿元，主要系采购款及保证金支付额减少。22年减值损失1.4亿元，较21年少计提6.6亿元。成本改善叠加减值修复，公司利润扭亏为盈，归母净利率升至3.40%。23年政策端持续发力，房地产竣工端得到修复，Q1收入端实现止跌(+0.7%)。

**经销渠道持续扩张，立体化营销网络日趋完善。**公司实施有质量的渠道下沉，近年经销端持续发力，22年经销收入占比提升至84.3%；截至22年末，经销商数量达到2.64万家，YOY+50.3%。公司打造立体化、平台化的营销网络体系，22年底建制44个省级营销机构、145个营销办事处，基本覆盖全国地级市。同时，渠道与集采、地产与公建、新建与翻新、产品与服务等相结合的业态结构持续优化。

**23年行业需求回暖，产能扩张助力市占率提升。**公司打造“1+6+N”全国产能布局，建立上海青浦等智能制造基地以及全国“N”个卫星工厂。通过涂料和保温装饰板500公里、保温板300公里、干粉砂浆200公里的就近供应，服务保障能力有效提升。目前国内建筑涂料、保温及防水行业市场集中度较低，公司持续推进产能扩张，市占率提升空间广阔。同时“保交楼”推动行业需求复苏，原料价格回落有效缓解公司成本端压力，未来业绩弹性有望释放。

**● 盈利预测与估值**

我们预计23-25年公司归母净利润为2.22(上调2.1%)/3.04(上调0.2%)/3.52亿元。按照23年4月28日收盘价计算，对应PE为19.2/14.0/12.1倍。维持“增持”评级。

**● 风险提示：**

房地产投资增速下滑；原材料价格大幅波动；应收账款坏账风险。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,107.70	3,984.80	4,683.70	5,512.56
增长率(%)	-34.09	28.22	17.54	17.70
EBITDA(百万元)	302.45	807.54	857.28	1,082.41
归属母公司净利润(百万元)	105.73	221.58	303.62	351.83
增长率(%)	119.44	109.57	37.02	15.88
EPS(元/股)	0.25	0.51	0.70	0.82
市盈率(P/E)	40.25	19.20	14.02	12.10
市净率(P/B)	2.47	2.17	1.87	1.61
EV/EBITDA	22.40	7.56	6.62	5.61

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表 (百万)					主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	3,107.70	3,984.80	4,683.70	5,512.56	营业收入	-34.09%	28.22%	17.54%	17.70%
营业成本	2,100.88	2,690.94	3,122.93	3,661.08	营业利润	115.32%	128.56%	37.48%	15.85%
税金及附加	35.01	30.28	42.15	49.61	归属于母公司净利	119.44%	109.57%	37.02%	15.88%
销售费用	458.01	557.87	679.14	799.32	<b>获利能力</b>				
管理费用	156.53	183.30	215.45	253.58	毛利率	32.40%	32.47%	33.32%	33.59%
研发费用	98.14	111.57	140.51	165.38	净利率	3.40%	5.56%	6.48%	6.38%
财务费用	96.56	49.05	53.05	57.05	ROE	6.13%	11.31%	13.32%	13.28%
资产减值损失	-26.45	-15.00	-17.00	-19.00	ROIC	5.04%	15.39%	14.41%	16.24%
<b>营业利润</b>	<b>107.09</b>	<b>244.77</b>	<b>336.51</b>	<b>389.85</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	1.06	2.00	3.00	5.00	资产负债率	73.79%	73.13%	74.29%	72.32%
营业外支出	4.88	3.00	5.50	7.80	流动比率	0.73	0.78	0.84	0.85
<b>利润总额</b>	<b>103.27</b>	<b>243.77</b>	<b>334.01</b>	<b>387.05</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	-2.46	22.18	30.40	35.22	应收账款周转率	1.47	1.67	1.61	1.61
<b>净利润</b>	<b>105.73</b>	<b>221.58</b>	<b>303.62</b>	<b>351.83</b>	存货周转率	12.26	17.59	16.07	16.08
<b>归母净利润</b>	<b>105.73</b>	<b>221.58</b>	<b>303.62</b>	<b>351.83</b>	总资产周转率	0.45	0.57	0.58	0.60
<b>每股收益 (元)</b>	<b>0.25</b>	<b>0.51</b>	<b>0.70</b>	<b>0.82</b>	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.25	0.51	0.70	0.82
货币资金	298.18	447.39	1,072.33	877.30	每股净资产	4.00	4.54	5.29	6.15
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收	2,117.55	2,704.50	3,174.31	3,744.87	PE	40.25	19.20	14.02	12.10
预付款项	36.12	40.36	46.84	54.92	PB	2.47	2.17	1.87	1.61
存货	217.58	235.40	347.55	337.89	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>2,925.22</b>	<b>3,525.39</b>	<b>4,813.39</b>	<b>5,168.31</b>	净利润	105.73	221.58	303.62	351.83
固定资产	1,447.72	1,395.63	1,487.54	1,707.99	折旧和摊销	114.17	87.09	100.09	127.54
在建工程	724.82	844.82	974.82	1,084.82	营运资本变动	-95.29	-388.70	211.23	-661.40
无形资产	529.66	564.66	626.66	648.66	其他	199.67	266.68	243.18	317.82
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,658.05</b>	<b>3,762.95</b>	<b>4,049.86</b>	<b>4,404.32</b>	<b>经营活动现金流净</b>	<b>324.27</b>	<b>186.66</b>	<b>858.12</b>	<b>135.79</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,583.26</b>	<b>7,288.35</b>	<b>8,863.25</b>	<b>9,572.63</b>	资本开支	-398.84	-191.00	-386.50	-482.80
短期借款	1,198.54	1,398.54	1,598.54	1,798.54	其他	3.13	6.37	6.37	9.03
应付票据及应付	1,622.67	1,755.96	2,581.44	2,503.39	<b>投资活动现金流净</b>	<b>-395.71</b>	<b>-184.63</b>	<b>-380.13</b>	<b>-473.77</b>
其他流动负债	1,208.23	1,347.21	1,576.01	1,792.62	股权融资	0.00	-3.77	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>4,029.44</b>	<b>4,501.71</b>	<b>5,756.00</b>	<b>6,094.55</b>	债务融资	-181.26	200.00	200.00	200.00
其他	104.53	104.53	104.53	104.53	其他	-180.63	-49.05	-53.05	-57.05
<b>非流动负债合计</b>	<b>828.26</b>	<b>828.26</b>	<b>828.26</b>	<b>828.26</b>	<b>筹资活动现金流净</b>	<b>-361.88</b>	<b>147.18</b>	<b>146.95</b>	<b>142.95</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,857.70</b>	<b>5,329.97</b>	<b>6,584.25</b>	<b>6,922.81</b>	<b>现金及现金等价物净</b>	<b>-433.31</b>	<b>149.21</b>	<b>624.94</b>	<b>-195.03</b>
股本	431.74	431.16	431.16	431.16					
资本公积金	751.16	747.97	747.97	747.97					
未分配利润	358.11	561.45	836.53	1,154.58					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	184.55	217.79	263.33	316.11					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,725.56</b>	<b>1,958.38</b>	<b>2,278.99</b>	<b>2,649.82</b>					
<b>负债和所有者权</b>	<b>6,583.26</b>	<b>7,288.35</b>	<b>8,863.25</b>	<b>9,572.63</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：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；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048