

603916.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 14.69

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 苏博特 2023 年一季报点评

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(7.8)	(10.3)	(7.7)	(30.5)
相对上证综指	(14.4)	(12.7)	(9.5)	(42.2)

发行股数 (百万)	420.31
流通股 (百万)	420.31
总市值 (人民币 百万)	6,174.36
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	86.10
主要股东	
江苏博特新材料有限公司	38.83

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2023 年 4 月 28 日收市价为标准

相关研究报告

- 《苏博特》20230421
- 《苏博特》20221028
- 《苏博特》20220829

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料: 装修建材
证券分析师: 陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090006

联系人: 林祚楨

qizhen.lin@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300121080012

联系人: 杨逸菲

yifei.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122030023

联系人: 郝子禹

ziyu.hao@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122060027

苏博特

Q1 业绩下滑, 盈利能力环比提升

公司发布 2023 年一季报, 2023Q1 实现收入 6.66 亿元, 同减 7.1%; 归母净利 0.40 亿元, 同减 49.6%; EPS0.10 元, 同减 47.4%。2023 年减水剂下游需求有望持续回升, 公司江门基地竣工投产进一步优化产业链布局。维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- 一季度业绩下滑, 经营现金流表现较好。2023Q1 公司实现营收 6.66 亿元, 同减 7.1%; 归母净利 0.40 亿元, 同减 49.6%; EPS0.10 元, 同减 47.4%。23Q1 公司经营现金流量净额为 1.22 亿元, 较上年同期由净流出转为净流入, 主要系一季度经营性付款低于上年同期所致。
- 23Q1 公司毛利率及归母净利率环比均提升。2023Q1 公司毛利率为 36.57%, 同减 2.66pct, 环比 22Q4 提升 2.27pct; 归母净利率为 6.07%, 同减 5.14pct, 环比 22Q4 增长 0.83pct。期间费用率方面, 2023Q1 公司期间费用率为 27.70%, 同减 0.96pct。其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.65%/9.96%/5.29%/1.80%, 同比分别变动-1.21/0.89/-0.64/-0.01pct。
- 23Q1 高性能减水剂销量小幅下滑。2023 年一季度, 公司高性能减水剂销量为 18.83 万吨, 同减 4.9%; 高效减水剂销量为 0.98 万吨, 同减 20.3%; 功能性材料销量为 4.58 万吨, 同比基本持平。据我们测算, 2023Q1 公司高性能减水剂单价为 1994.25 元/吨, 同减 8.24%; 高效减水剂单价为 2096.65 元/吨, 同增 9.65%; 功能性材料单价同比基本持平。
- 需求有望持续回升, 产业链布局持续优化。2023Q1 基建投资同比增速超 10%, 商品房销售面积降幅较 2022 年明显收窄, 且销售单价有所回升, 有望带动减水剂下游需求继续回升。3 月, 公司广东江门基地竣工投产, 有助于进一步优化公司产业链布局, 增强公司核心竞争力。

估值

- Q1 公司业绩下滑, 我们小幅调整盈利预测。预计 2023-2025 年公司收入为 41.8、49.5、57.9 亿元; 归母净利分别为 4.1、5.2、6.0 亿元; EPS 分别为 0.96、1.24、1.42 元。维持公司买入评级。

评级面临的主要风险

- 产能投放不及预期, 下游需求恢复不及预期, 原材料价格上涨超预期。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	4,522	3,715	4,183	4,945	5,790
增长率(%)	23.8	(17.8)	12.6	18.2	17.1
EBITDA(人民币 百万)	886	617	814	1,028	1,213
归母净利润(人民币 百万)	533	288	405	521	597
增长率(%)	20.9	(46.0)	40.6	28.6	14.6
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.27	0.69	0.96	1.24	1.42
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.01	1.27	
调整幅度(%)			(5.0)	(2.4)	
市盈率(倍)	11.6	21.4	15.2	11.9	10.3
市净率(倍)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA(倍)	12.5	13.2	8.3	7.8	6.2
每股股息(人民币)	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6
股息率(%)	1.4	1.9	2.9	3.7	4.2

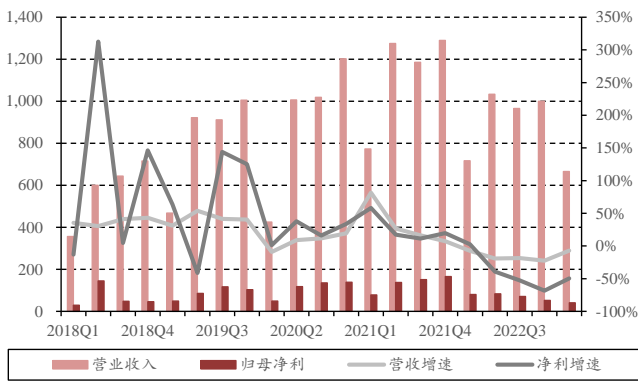
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

一、业绩下滑，毛利率及归母净利率环比提升

事件：2023年一季度公司实现营收6.66亿元，同减7.1%；归母净利0.40亿元，同减49.6%；扣非归母净利0.39亿元，同减47.6%；EPS0.10元，同减47.4%。2023Q1公司营收净利均有下降，其中归母净利降幅明显。现金流方面，23Q1公司经营现金流量净额为1.22亿元，较上年同期由净流出转为净流入，主要系一季度经营性付款低于上年同期所致。

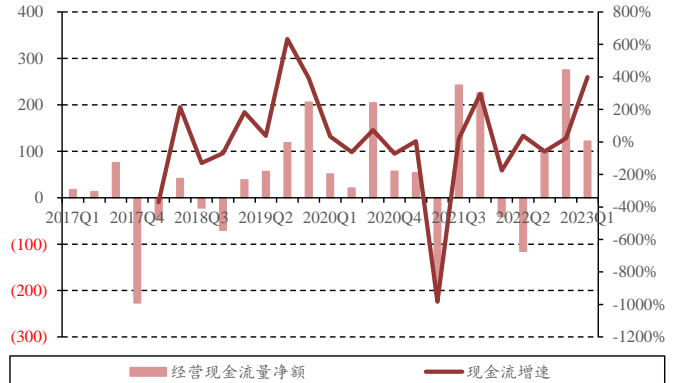
23Q1公司毛利率及归母净利率环比均有提升：2023年一季度公司毛利率为36.57%，同减2.66pct，环比22Q4小幅提升2.27pct；归母净利率为6.07%，同减5.14pct，环比22Q4则小幅增长0.83pct。期间费用率方面，2023Q1公司期间费用率为27.70%，同减0.96pct。其中销售/管理/研发/财务费用率分别为10.65%/9.96%/5.29%/1.80%，同比分别变动-1.21/0.89/-0.64/-0.01pct。

图表 1. 2023Q1 公司营收净利均有下滑（单位：百万）



资料来源：Wind，中银证券

图表 2. 2023Q1 公司经营现金流转为净流入（单位：百万）



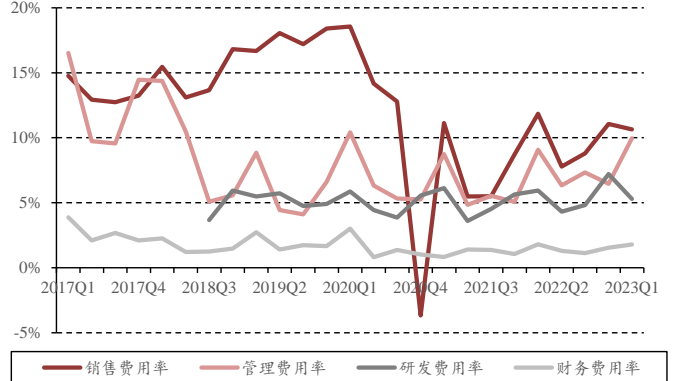
资料来源：Wind，中银证券

图表 3. 2023Q1 公司毛利率及归母净利率环比均有提升



资料来源：Wind，中银证券

图表 4. 2023Q1 公司期间费用率同比下降

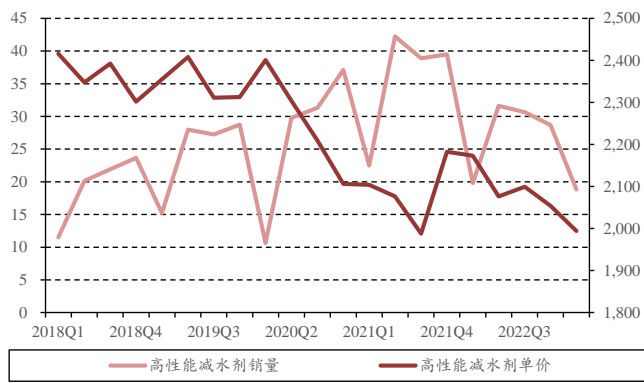


资料来源：Wind，中银证券

二、23Q1 高性能减水剂销量小幅下滑

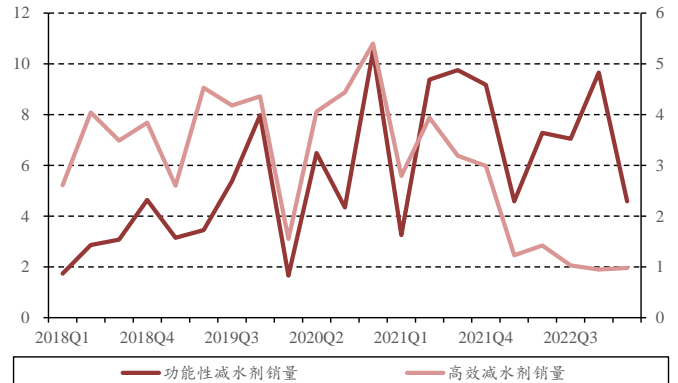
2023年一季度，公司高性能减水剂销量为18.83万吨，同减4.9%；高效减水剂销量为0.98万吨，同减20.3%；功能性材料销量为4.58万吨，同比基本持平。据我们测算，2023Q1公司高性能减水剂单价为1994.25元/吨，同减8.24%；高效减水剂单价为2096.65元/吨，同增9.65%；功能性材料单价同比基本持平。1-2月份，受到疫情拖尾及春节假期的影响，公司减水剂销量有所下滑；但2月下旬以来，随着各地建筑项目陆续复工，减水剂销量情况有所好转，3月份销量实现同比增长。

图表 5. 公司高性能减水剂销量及单价



资料来源: Wind, 中银证券

图表 6. 公司功能性材料及高效减水剂销量



资料来源: Wind, 中银证券

三、需求有望回升，产业链布局持续优化

2023 年一季度，基建投资完成额累计同比增速超过 10%，商品房销售面积降幅较 2022 年明显收窄，且销售单价有所回升。我们认为 2022 年基建投资有望保持较高增速，且房地产市场景气度有望回升，能够带动减水剂下游需求回升。3 月，公司广东江门基地竣工投产。江门基地作为高性能土木工程材料国家重点实验室的重要科技成果转化基地，其产品将广泛应用于华南地区的国家重点工程和市政民生工程，有助于进一步优化公司产业链布局，增强公司核心竞争力。

四、风险提示

产能投放不及预期，下游需求恢复不及预期，原材料价格上涨超预期

图表 7. 2022 年业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021	2022	同比增长(%)
营业收入	4,521.84	3,714.93	(17.84)
营业税及附加	39.46	31.07	(21.26)
净营业收入	4,482.39	3,683.87	(17.81)
营业成本	2,925.93	2,440.66	(16.59)
销售费用	333.45	360.96	8.25
管理费用	479.89	471.68	(1.71)
财务费用	54.33	52.52	(3.33)
资产减值损失	(15.37)	49.63	422.81
营业利润	686.23	398.66	(41.91)
营业外收入	0.91	7.46	723.93
营业外支出	1.97	10.67	440.09
利润总额	685.16	395.45	(42.28)
所得税	86.22	37.31	(56.73)
少数股东损益	66.12	70.19	6.16
归属母公司股东净利润	532.82	287.94	(45.96)
扣除非经常性损益的净利润	510.65	260.15	(49.05)
每股收益(元)	1.27	0.69	(45.67)
扣非后每股收益(元)	1.21	0.62	(48.76)
毛利率(%)	35.29	34.30	减少 0.99 个百分点
净利率(%)	13.25	9.64	减少 3.61 个百分点
销售费用率(%)	7.37	9.72	增加 2.34 个百分点
管理费用率(%)	5.76	7.16	增加 1.40 个百分点
研发费用率(%)	4.86	5.54	增加 0.68 个百分点
财务费用率(%)	1.20	1.41	增加 0.21 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. 2023Q1 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2022Q1	2023Q1	同比增长(%)
营业收入	716.17	665.62	(7.06)
营业税及附加	5.24	5.56	6.17
净营业收入	710.93	660.06	(7.16)
营业成本	435.22	422.20	(2.99)
销售费用	84.89	70.86	(16.53)
管理费用	107.45	101.56	(5.48)
财务费用	12.91	11.96	(7.37)
资产减值损失	78.70		
营业利润	111.16	71.18	(35.96)
营业外收入	0.11	0.12	7.18
营业外支出	3.08	1.32	(57.04)
利润总额	108.19	69.98	(35.32)
所得税	11.58	12.00	3.68
少数股东损益	16.36	17.56	7.29
归属母公司股东净利润	80.25	40.42	(49.63)
扣除非经常性损益的净利润	74.91	39.25	(47.60)
每股收益(元)	0.19	0.10	(47.37)
扣非后每股收益(元)	0.18	0.09	(50.00)
毛利率(%)	39.23	36.57	减少 2.66 个百分点
净利率(%)	13.49	8.71	减少 4.78 个百分点
销售费用率(%)	11.85	10.65	减少 1.21 个百分点
管理费用率(%)	9.07	9.96	增加 0.88 个百分点
研发费用率(%)	5.93	5.29	减少 0.64 个百分点
财务费用率(%)	1.80	1.80	增加 0.00 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,522	3,715	4,183	4,945	5,790
营业收入	4,522	3,715	4,183	4,945	5,790
营业成本	2,926	2,441	2,711	3,141	3,660
营业税金及附加	39	31	38	45	52
销售费用	333	361	356	422	516
管理费用	260	266	272	321	376
研发费用	220	206	230	272	318
财务费用	54	53	54	85	110
其他收益	38	46	33	39	39
资产减值损失	(1)	(4)	(2)	(2)	(3)
信用减值损失	(51)	(12)	(14)	(12)	(11)
资产处置收益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	12	12	9	11	10
汇兑收益	0	0	0	1	2
营业利润	686	399	549	695	794
营业外收入	1	7	3	4	5
营业外支出	2	11	6	6	8
利润总额	685	395	546	693	792
所得税	86	37	69	80	89
净利润	599	358	476	613	703
少数股东损益	66	70	71	92	105
归母净利润	533	288	405	521	597
EBITDA	886	617	814	1,028	1,213
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.27	0.69	0.96	1.24	1.42

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	5,047	4,938	6,324	6,941	8,568
现金及等价物	842	1,048	1,255	1,484	1,737
应收账款	2,768	2,709	3,458	3,832	4,704
应收票据	555	455	682	662	912
存货	462	458	564	620	760
预付账款	99	57	117	84	150
合同资产	89	69	107	97	141
其他流动资产	232	141	140	162	165
非流动资产	2,522	2,809	2,870	3,002	3,277
长期投资	112	112	122	127	132
固定资产	1,585	1,685	1,660	1,735	1,885
无形资产	369	457	560	622	675
其他长期资产	456	555	529	519	586
资产合计	7,570	7,746	9,194	9,944	11,846
流动负债	2,853	2,112	3,739	3,656	5,464
短期借款	700	820	1,209	1,755	2,210
应付账款	425	314	507	445	664
其他流动负债	1,728	977	2,023	1,456	2,590
非流动负债	451	1,040	562	1,010	663
长期借款	300	166	50	317	60
其他长期负债	151	874	512	693	602
负债合计	3,304	3,152	4,300	4,666	6,127
股本	420	420	420	420	420
少数股东权益	335	400	472	564	669
归属母公司股东权益	3,931	4,194	4,421	4,714	5,050
负债和股东权益合计	7,570	7,746	9,194	9,944	11,846

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	599	358	476	613	703
折旧摊销	194	222	253	298	360
营运资金变动	(413)	(642)	53	(1,015)	(22)
其他	(44)	281	22	87	95
经营活动现金流	336	219	805	(18)	1,135
资本支出	(297)	(297)	(305)	(425)	(630)
投资变动	(127)	107	(10)	(5)	(5)
其他	(34)	6	8	10	9
投资活动现金流	(458)	(185)	(307)	(420)	(626)
银行借款	181	(13)	273	812	199
股权融资	(255)	(326)	(177)	(228)	(262)
其他	23	612	(387)	82	(193)
筹资活动现金流	(51)	272	(291)	666	(256)
净现金流	(173)	306	207	229	254

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	23.8	(17.8)	12.6	18.2	17.1
营业利润增长率(%)	15.8	(41.9)	37.6	26.8	14.2
归属于母公司净利润增长率(%)	20.9	(46.0)	40.6	28.6	14.6
息税前利润增长(%)	11.5	(42.8)	41.9	30.2	16.9
息税折旧前利润增长(%)	16.9	(30.3)	32.0	26.3	18.0
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	20.9	(46.0)	40.6	28.6	14.6
获利能力					
息税前利润率(%)	15.3	10.6	13.4	14.8	14.7
营业利润率(%)	15.2	10.7	13.1	14.1	13.7
毛利率(%)	35.3	34.3	35.2	36.5	36.8
归母净利润率(%)	11.8	7.8	9.7	10.5	10.3
ROE(%)	13.6	6.9	9.2	11.1	11.8
ROIC(%)	13.4	6.0	8.9	9.1	10.8
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
净负债权益比	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
流动比率	1.8	2.3	1.7	1.9	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	1.9	1.4	1.4	1.4	1.4
应付账款周转率	10.9	10.0	10.2	10.4	10.4
费用率					
销售费用率(%)	7.4	9.7	8.5	8.5	8.9
管理费用率(%)	5.8	7.2	6.5	6.5	6.5
研发费用率(%)	4.9	5.5	5.5	5.5	5.5
财务费用率(%)	1.2	1.4	1.3	1.7	1.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.3	0.7	1.0	1.2	1.4
每股经营现金流(最新摊薄)	0.8	0.5	1.9	(0.0)	2.7
每股净资产(最新摊薄)	9.4	10.0	10.5	11.2	12.0
每股股息	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6
估值比率					
P/E(最新摊薄)	11.6	21.4	15.2	11.9	10.3
P/B(最新摊薄)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	12.5	13.2	8.3	7.8	6.2
价格/现金流(倍)	18.4	28.2	7.7	(346.3)	5.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371