

投资评级 优于大市 维持

22年归母净利润同比下降45.95%，海外业务逐渐成为新的增长点

股票数据

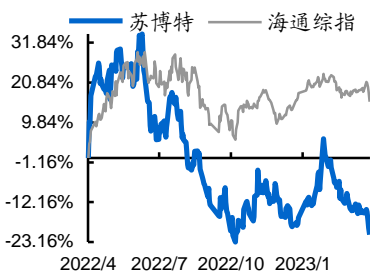
04月24日收盘价(元)	14.41
52周股价波动(元)	14.36-26.27
总股本/流通A股(百万股)	420/420
总市值/流通市值(百万元)	6057/6057

相关研究

《功能性材料上半年收入同比增长6.47%，广东江门基地将于近期建成投产》2022.09.04

《21年扣非归母净利润同比增长15.66%，多基地多产品布局持续发力》2022.05.05

《主营产品销量快速增长，3Q2021毛利率环比回升》2021.11.04

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-14.6	-24.6	-9.4
相对涨幅(%)	-13.5	-22.7	-4.7

资料来源：海通证券研究所

投资要点：

- 22年归母净利润同比下降45.96%**。2022年，公司实现营收37.15亿元，同比下降17.84%；实现归母净利润2.88亿元，同比下降45.96%；扣非净利润2.60亿元，同比减少49.05%。2022年主营外加剂业务方面，公司高性能减水剂营收23.20亿元，同比减少22.28%。高效减水剂营收9845万元，同比减少54.67%；功能性材料营收5.02亿元，同比减少9.86%；技术服务营收6.74亿元，同比增长9.48%。
- 产品研发方面，2022年公司功能性材料的技术开发与应用取得了较大进展**。抗裂混凝土材料在隧道海域段正式推广应用，解决了严酷环境下海底隧道衬砌结构的开裂与高耐久性的关键问题，应用于汕头湾海底隧道等工程。交通工程材料开发出长寿命半柔性抗车辙路面、超薄罩面、高性能路基注浆、反应型冷补材料等预防性养护新技术，解决了半柔性路面抗车辙与抗裂性的平衡设计与制备难题，大幅延长了沥青路面的服役寿命，并获得2022年度中国公路学会科学技术一等奖，推广应用于智轨廊道、BRT专用道等重点工程。
- 公司海外业务逐渐成为新的增长点**。2022年公司借助“一带一路”国家倡议，积极开拓东南亚、中亚、非洲等地海外市场，稳健实施海外市场布局；公司开拓了多个“一带一路”地区市场，逐渐成为新的业务增长点。同时检测业务保持了增长，体现了优秀的发展韧性与较好的盈利能力，与外加剂业务形成较好的协同。
- 项目放量为公司发展奠定基础**。公司4万吨高性能减水剂预计2023年完工；公司高效减水剂合成项目设计产能产能41万吨，2022年产能利用率仅2.0%，我们预计2023年产能爬坡放量将为公司带来业绩增长。
- 盈利预测与投资评级**：我们预计苏博特23-25年归母净利润分别为3.50、4.21、5.01亿元。公司为减水剂龙头给予一定估值溢价，我们给予2023年苏博特19-22倍PE估值，对应合理价值区间为15.77-18.26元/股，维持“优于大市”投资评级。
- 风险提示**：市场竞争风险；技术风险；人力资源风险；原材料价格波动风险。

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@haitong.com

证书:S0850515040001

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4522	3715	3945	4107	4450
(+/-)YoY(%)	23.8%	-17.8%	6.2%	4.1%	8.4%
净利润(百万元)	533	288	350	421	501
(+/-)YoY(%)	20.9%	-46.0%	21.4%	20.5%	18.9%
全面摊薄EPS(元)	1.27	0.69	0.83	1.00	1.19
毛利率(%)	35.3%	34.3%	33.1%	33.1%	32.5%
净资产收益率(%)	13.6%	6.9%	7.7%	8.5%	9.2%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

产量假设:

- 1) 高性能减水剂: 我们判断产量保持稳定, 假设 23-25 年产量增速为 0。
- 2) 高效减水剂: 根据 22 年产能利用率, 我们判断 23-25 年产能利用率逐年增长, 假设 23-25 年产能利用率分别为 30%、40%和 70%。

产销率假设:

- 1) 高性能减水剂: 根据 2022 年产销率, 我们判断产销率保持稳定, 假设 23-25 年产销率为 100%。
- 2) 高效减水剂: 根据 2022 年产销率, 我们判断产销率保持稳定, 假设 23-25 年产销率为 100%。

价格假设:

- 1) 高性能减水剂: 根据 2022 年价格, 我们判断价格保持稳定, 假设 23-24 年价格为 0.21 万元/吨。
- 2) 高效减水剂: 根据 2022 年价格, 我们判断价格保持稳定, 假设 23-24 年价格为 0.21 万元/吨。

毛利率假设:

- 1) 高性能减水剂: 根据 2022 年毛利率, 我们判断毛利率保持平稳, 假设 23-25 年毛利率分别为 30%。
- 2) 高效减水剂: 根据 2022 年毛利率, 我们判断毛利率保持平稳, 假设 23-25 年毛利率分别为 18%。
- 3) 技术服务: 根据 2022 年毛利率, 我们判断毛利率保持平稳, 假设 23-25 年毛利率分别为 50%。
- 4) 功能性材料: 根据 2022 年毛利率, 我们判断毛利率保持平稳, 假设 23-25 年毛利率分别为 30%。
- 5) 其他: 根据 2022 年毛利率, 我们判断毛利率保持平稳, 假设 23-25 年毛利率分别为 35%。

收入假设:

- 1) 技术服务: 根据 18-22 年复合增速, 我们判断技术服务增速下降, 假设 23-25 收入增速为 10%。
- 2) 功能性材料: 假设 23-25 收入增速为 0。

表 1 苏博特分业务盈利预测

项目	2022	2023E	2024E	2025E
总收入(百万元)	3714.93	3945.39	4106.68	4449.73
总成本(百万元)	2440.66	2638.88	2747.42	3002.63
总毛利(百万元)	1274.27	1306.51	1359.26	1447.09
总毛利率	34.30%	33.11%	33.10%	32.52%
高性能减水剂				
收入(百万元)	2319.79	2319.79	2319.79	2319.79
成本(百万元)	1594.78	1623.85	1623.85	1623.85
毛利(百万元)	725.02	695.94	695.94	695.94
毛利率	31.25%	30.00%	30.00%	30.00%
技术服务				
收入(百万元)	673.73	741.10	815.21	896.73
成本(百万元)	334.62	370.55	407.60	448.37
毛利(百万元)	339.10	370.55	407.60	448.37
毛利率	50.33%	50.00%	50.00%	50.00%
功能性材料				
收入(百万元)	501.80	501.80	501.80	501.80
成本(百万元)	350.91	351.26	351.26	351.26
毛利(百万元)	150.89	150.54	150.54	150.54
毛利率	30.07%	30.00%	30.00%	30.00%
高效减水剂				
收入(百万元)	98.45	261.53	348.71	610.24
成本(百万元)	80.85	214.45	285.94	500.39
毛利(百万元)	17.59	47.08	62.77	109.84
毛利率	17.87%	18.00%	18.00%	18.00%
其他				
收入(百万元)	121.17	121.17	121.17	121.17
成本(百万元)	79.50	78.76	78.76	78.76
毛利(百万元)	41.67	42.41	42.41	42.41
毛利率	34.39%	35.00%	35.00%	35.00%

资料来源: WIND, 公司 2022 年年报, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价(元)	EPS(元/股)			PE(倍)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
垒知集团	002398.SZ	6.10	0.29	0.48	0.56	20	13	11
安迪苏	600299.SH	9.04	0.46	0.59	0.67	18	15	14
		平均值				19	14	13

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 股价为 2023 年 04 月 24 日收盘价, 每股收益均为 WIND 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	3715	3945	4107	4450
每股收益	0.69	0.83	1.00	1.19	营业成本	2441	2639	2747	3003
每股净资产	9.98	10.81	11.81	13.00	毛利率%	34.3%	33.1%	33.1%	32.5%
每股经营现金流	0.52	1.74	0.67	1.64	营业税金及附加	31	32	33	36
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	361	345	300	280
P/E	22.44	18.48	15.33	12.89	营业费用率%	9.7%	8.8%	7.3%	6.3%
P/B	1.54	1.42	1.30	1.18	管理费用	266	276	271	289
P/S	1.74	1.64	1.57	1.45	管理费用率%	7.2%	7.0%	6.6%	6.5%
EV/EBITDA	11.19	10.53	8.93	7.17	EBIT	441	464	558	664
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	53	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	34.3%	33.1%	33.1%	32.5%	资产减值损失	-4	0	0	0
净利润率	7.8%	8.9%	10.3%	11.3%	投资收益	12	0	0	0
净资产收益率	6.9%	7.7%	8.5%	9.2%	营业利润	399	464	558	664
资产回报率	3.7%	3.9%	4.8%	4.9%	营业外收支	-3	-2	-2	-1
投资回报率	6.3%	5.9%	6.6%	7.3%	利润总额	395	462	557	662
盈利增长 (%)					EBITDA	663	631	740	861
营业收入增长率	-17.8%	6.2%	4.1%	8.4%	所得税	37	69	84	99
EBIT 增长率	-39.5%	5.3%	20.3%	18.9%	有效所得税率%	9.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-46.0%	21.4%	20.5%	18.9%	少数股东损益	70	43	52	62
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	288	350	421	501
资产负债率	40.7%	43.7%	37.5%	40.7%					
流动比率	2.34	2.11	2.58	2.31	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	2.03	1.85	2.26	2.03	货币资金	1048	1527	1556	1995
现金比率	0.50	0.54	0.70	0.65	应收账款及应收票据	3164	3631	3442	4222
经营效率指标					存货	458	539	499	636
应收账款周转天数	265.36	260.00	260.00	260.00	其它流动资产	267	265	283	292
存货周转天数	67.86	68.00	68.00	68.00	流动资产合计	4938	5962	5779	7144
总资产周转率	0.49	0.48	0.47	0.47	长期股权投资	105	105	105	105
固定资产周转率	2.27	2.29	2.28	2.39	固定资产	1685	1768	1836	1889
					在建工程	130	130	130	130
					无形资产	457	457	457	457
					非流动资产合计	2809	2892	2960	3013
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	7746	8854	8740	10157
净利润	288	350	421	501	短期借款	820	820	820	820
少数股东损益	70	43	52	62	应付票据及应付账款	839	1521	936	1749
非现金支出	237	167	182	197	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	27	2	2	1	其它流动负债	452	485	482	524
营运资金变动	-403	169	-376	-71	流动负债合计	2112	2826	2239	3093
经营活动现金流	219	731	280	691	长期借款	166	166	166	166
资产	-293	-252	-252	-251	其它长期负债	874	874	874	874
投资	-5	0	0	0	非流动负债合计	1040	1040	1040	1040
其他	113	0	0	0	负债总计	3152	3867	3279	4134
投资活动现金流	-185	-252	-252	-251	实收资本	420	420	420	420
债权募资	768	0	0	0	归属于母公司所有者权益	4194	4543	4965	5466
股权募资	20	0	0	0	少数股东权益	400	444	496	558
其他	-515	0	0	0	负债和所有者权益合计	7746	8854	8740	10157
融资活动现金流	272	0	0	0					
现金净流量	311	479	29	439					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 24 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业

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。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,湘潭电化,亚钾国际,新洋丰,梅花生物,百傲化学,建龙微纳,和远气体,华光新材,联瑞新材,利安隆,合盛硅业,七彩化学,万润股份,昊华科技,东华能源,德美化工,东材科技,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,巨化股份,苏博特,卓越新能,凯立新材,凌玮科技

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;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。	行业投资评级	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

本报告仅供海通证券股份有限公司(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,海通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,未经海通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,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,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,海通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。