

增持 (维持)

亚士创能 (603378)

毛利率显著改善, 盈利修复弹性较大

2023年04月29日

市场数据

市场数据日期	2023-04-27
收盘价(元)	9.54
总股本(百万股)	431.16
流通股本(百万股)	428.60
净资产(百万元)	1725.56
总资产(百万元)	6583.26
每股净资产(元)	4.00

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证建材】亚士创能 2021 年报&2022 一季报点评: 收入较快增长, 原材料成本+减值使利润承压》2022-05-04

《【兴证建材】亚士创能: 收入大幅增长, 盈利能力有所下降》2021-08-18

《【兴证建材】亚士创能: 盈利能力提升, 下沉战略助力份额增长》2021-04-29

分析师:

黄杨

huangyang@xyzq.com.cn

S0190518070004

季贤东

jixiandong@xyzq.com.cn

S0190522100003

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

投资要点

- 2022 年公司实现营业总收入 31.08 亿元, 同比-34.09%, 主要系受大环境影响, 市场需求疲软, 导致公司整体营业收入下降。2023 年 Q1 实现营收 4.91 亿元, 同比+0.72%。2022 年公司的功能性建筑涂料、建筑节能材料、防水材料分别实现营业收入 21.83、7.10、1.33 亿元, 分别同比-27.00%、-48.96%、-37.55%。
- 2022 年公司实现综合毛利率 32.40%, 较去年+8.38pct。2023 年 Q1 实现综合毛利率 35.02%, 较去年同期+2.20pct。公司的功能性建筑涂料、建筑节能材料、防水材料、工程施工、其他产品毛利率分别为 37.21%、18.94%、7.79%、3.98%、5.62%, 分别同比变动+9.68pct、+3.17pct、-1.42pct、-0.63pct、-2.81pct。
- 2022 年公司实现销售净利率 3.40%, 较去年+14.94pct; 期间费用率为 26.04%, 同期比较+2.62pct。销售费用率为 14.74%, 同比上升 0.68pct, 销售费用同比-30.88%; 管理费用率为 5.04%, 同比上升 0.28pct, 管理费用同比-30.27%; 研发费用率为 3.16%, 同比上升 0.65pct, 研发费用同比-16.89%; 财务费用率为 3.11%, 同比上升 1.01pct, 财务费用同比-2.42%; 2022 年资产减值损失为-0.26 亿元, 信用减值损失-1.13 亿元。
- 2022 年公司经营性现金流净额为 3.24 亿元, 同比+131.61%, 主要系支付与经营活动相关的原材料及保证金减少; 每股经营性现金流净额为 0.75 元, 较去年+3.13 元/股。
- 盈利预测及评级: 我们调整盈利预测, 预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 2.99 亿元、3.59 亿元、4.36 亿元, 4 月 27 日收盘价对应的 PE 分别为 13.8、11.5、9.4x, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 原材料价格上涨、宏观经济下行、行业竞争加剧、产品价格波动。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3108	3733	4518	5497
同比增长	-34.1%	20.1%	21.0%	21.7%
归母净利润(百万元)	106	299	359	436
同比增长	119.4%	182.9%	19.9%	21.7%
毛利率	32.4%	30.9%	29.1%	27.6%
ROE	6.1%	15.0%	15.7%	16.6%
每股收益(元)	0.24	0.69	0.83	1.01
市盈率	39.0	13.8	11.5	9.4

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

报告正文

事件

- **公司发布年报:** 2022 年公司实现营业收入 31.08 亿元, 同比-34.09%; 实现归母净利润+1.06 亿元(去年-5.44 亿元)。其中 Q4 实现营业收入 7.77 亿元, 同比-25.12%; 实现归母净利润+0.36 亿元, 同比增长+105.29%。
- **公司披露 2023 年一季报。** 实现营收 4.91 亿元, 同比+0.72%, 实现归母净利润-0.16 亿元, 同比+58.04%; 扣非后归母净利-0.19 亿元, 同比+60.21%。

点评

- **2022 年公司实现营业总收入 31.08 亿元, 同比-34.09%, 主要系受大环境影响, 市场需求疲软, 导致公司整体营业收入下降。2023 年 Q1 实现营收 4.91 亿元, 同比+0.72%。**
 - 1) 分季度来看, 公司在 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现营业收入 4.88 亿元、9.25 亿元、9.18 亿元、7.77 亿元, 分别同比变动-18.77%、-45.68%、-33.21%、-25.12%。
 - 2) 分产品来看, 公司的功能性建筑涂料、建筑节能材料、防水材料分别实现营业收入 21.83、7.10、1.33 亿元, 分别同比-27.00%、-48.96%、-37.55%。2022 年度, 公司建筑节能保温与装饰材料产业实现营业收入 30.51 亿元, 同比下降 34.24%。
 - 3) 分地区看, 东北、东部、西部、中部实现营收 1.46、15.02、7.91、6.12 亿元, 分别同比-55.87%、-22.26%、-41.13%、-40.78%。
 - 4) 分销售模式看, 经销、直销实现营收 25.73、4.78 亿元, 分别同比-34.17%、-34.62%。
 - 5) 产量、销量方面, 工程涂料产量 36.12 万吨, 同比-28.43%, 销量 35.31 万吨, 同比-29.69%, 库存 0.81 万吨, 同比-8.23%; 保温装饰板产量 456.27 万平方米, 同比-11.06%, 销量 449.23 万平方米, 同比-10.53%, 库存量 19.99 万平方米, 同比+27.87%; 家装涂料产量 2.34 万吨, 同比-57.00%, 销量 2.37 万吨, 同比-54.33%, 库存量 0.22 万吨, 同比-3.79%; 保温板材产量 12.16 万立方米, 同比-55.74%, 销量 8.22 万立方米, 同比-61.48%, 库存量 0.55 万立方米, 同比-28.32%; 防水卷材产量 811.21 万立方米, 同比-36.32%, 销量 709.95 万立方米, 同比-41.36%, 库存 91.26 万立方米, 同比+67.30%, 防水涂料产量 0.33 万吨, 同比-21.77%, 销售量 0.28 万吨, 同比-28.98%, 库存量 0.05 万吨, 同比+76.94%, 所有产品生产量降幅较大, 主要是销售量大幅下降; 工程涂料、家装涂料、保温板材库存量同比下降, 主要是受生产量变动所致; 防水卷材库存量增幅较大, 主要是按库生产, 安全库存增加; 防水涂料库存量增幅较大, 系数较小。
- **2022 年公司实现综合毛利率 32.40%, 较去年+8.38pct。2023 年 Q1 实现综合毛利率 35.02%, 较去年同期+2.20pct。**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 1) 分季度来看,公司在 Q1、Q2、Q3、Q4 的毛利率分别为 32.82%、30.36%、32.70%、34.21%,分别同比变动+4.10pct、+7.17pct、+5.65pct、+15.55pct,各季度毛利率均有所上升,其中 Q4 上升幅度最大。
- 2) 分产品来看,公司的功能性建筑涂料、建筑节能材料、防水材料、工程施工、其他产品毛利率分别为 37.21%、18.94%、7.79%、3.98%、5.62%,分别同比变动+9.68pct、+3.17pct、-1.42pct、-0.63pct、-2.81pct。
- 3) 分地区看,东北、东部、西部、中部毛利率分别为 37.32%、32.29%、26.65%、34.01%,分别同比+18.76pct、+9.10pct、+3.95pct、+9.80pct。
- 4) 分销售模式来看,经销、直销毛利率分别为 31.65%、30.13%,同比变动+9.71pct、+1.80pct。
- 5) 具体看功能型建筑涂料成本构成:直接材料、直接人工、制造费用等成本分别为 12.52、0.26、0.93 亿元,分别同比-36.99%、-16.94%、-37.74%;建筑节能材料成本构成:直接材料、直接人工、制造费用等成本分别为 5.31、0.11、0.34 亿元,分别同比-44.39%、-30.72%、-29.99%;防水材料成本构成:直接材料、直接人工、制造费用等成本分别为 1.06、0.02、0.14 亿元。

● **2022 年公司实现销售净利率 3.40%,较去年+14.94pct;期间费用率为 26.04%,同期比较+2.62pct。**

- 1) 销售费用率为 14.74%,同比上升 0.68pct,销售费用同比-30.88%;
- 2) 管理费用率为 5.04%,同比上升 0.28pct,管理费用同比-30.27%;
- 3) 研发费用率为 3.16%,同比上升 0.65pct,研发费用同比-16.89%;
- 4) 财务费用率为 3.11%,同比上升 1.01pct,财务费用同比-2.42%;
- 5) 2022 年资产减值损失为-0.26 亿元,信用减值损失-1.13 亿元。

● **公司 2023 年 Q1 实现销售净利率-3.25%,同比+4.55pct;期间费用占比为 36.96%,较去年同期-6.95pct。**

- 1) 销售费用率 19.23%,同比-5.63pct;
- 2) 管理费用率 8.97%,同比-0.33pct;
- 3) 财务费用率 5.71%,同比+1.11pct;
- 4) 研发费用率 3.06%,同比-2.10pct。

● **2022 年公司经营性现金流净额为 3.24 亿元,同比+131.61%,主要系支付与经营活动相关的原材料及保证金减少;每股经营性现金流净额为 0.75 元,较去年+3.13 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-0.96 元、0.26 元、0.35 元、1.10 元,分别较去年同期变动+1.38 元、-0.51 元、+1.32 元、+0.94 元。
- 2) 从收、付现比的角度来看,公司 2022 年度收、付现比分别为 114.63%、175.27%,分别较上年同期变动+27.78pct、+63.11pct。
- 3) 现金流方面,投资活动产生的现金流量净额-3.96 亿元,同比+64.49%,主要

系新工厂基建工程陆续完工投产，投资额有所减少；筹资活动产生的现金流量净额-3.62 亿元，同比-123.47%，主要系筹资减少所致。

- **公司 2023 年一季度经营性现金流净额为-1.94 亿元，同比+53.16%；每股经营性现金流净额为-0.45 元，同比+0.51 元/股。**
 - 1) 从收、付现比的角度来看，公司 2023 年一季度收、付现比分别为 128.58%、237.74%，分别较上年同期变动-37.02pct、-143.55pct。
 - 2) 现金流方面，投资活动产生的现金流量净额-1.18 亿元，同比+50.91%；筹资活动产生的现金流量净额 2.28 亿元，同比-48.15%。
- **盈利预测及评级：**我们调整盈利预测，预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 2.99 亿元、3.59 亿元、4.36 亿元，4 月 27 日收盘价对应的 PE 分别为 13.8、11.5、9.4x，维持“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格上涨、宏观经济下行、行业竞争加剧、产品价格波动。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2925	3341	4108	5208
货币资金	298	843	889	1293
交易性金融资产	0	11	3	3
应收票据及应收账款	2118	1960	2579	3124
预付款项	36	21	30	41
存货	218	230	287	361
其他	256	276	320	386
非流动资产	3658	3609	3587	3543
长期股权投资	1	2	1	1
固定资产	1448	1696	1745	1693
在建工程	725	362	181	91
无形资产	530	625	729	833
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	7	6	4	1
其他	948	917	927	924
资产总计	6583	6950	7695	8751
流动负债	4029	4125	4448	4980
短期借款	1199	1408	1100	951
应付票据及应付账款	1623	1,792	2,372	3,038
其他	1208	925	975	990
非流动负债	828	836	965	1137
长期借款	577	661	776	933
其他	251	175	189	204
负债合计	4858	4961	5413	6117
股本	432	432	432	432
资本公积	751	751	751	751
未分配利润	358	620	914	1262
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1726	1989	2281	2634
负债及权益合计	6583	6950	7695	8751

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	106	299	359	436
折旧和摊销	101	123	142	152
资产减值准备	26	211	54	72
资产处置损失	2	0	0	0
公允价值变动损失	-14	0	0	0
财务费用	93	128	214	318
投资损失	-3	-3	-3	-3
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-133	-16	-153	-101
经营活动产生现金流量	324	688	619	888
投资活动产生现金流量	-396	-97	-108	-109
融资活动产生现金流量	-362	-46	-466	-375
现金净变动	-433	545	46	404
现金的期初余额	651	298	843	889
现金的期末余额	218	843	889	1293

利润表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3108	3733	4518	5497
营业成本	2101	2581	3205	3981
税金及附加	35	37	36	36
销售费用	458	431	470	485
管理费用	157	179	172	174
研发费用	98	105	103	103
财务费用	97	128	214	318
其他收益	69	45	51	56
投资收益	3	3	3	3
公允价值变动收益	14	0	0	0
信用减值损失	-113	0	0	0
资产减值损失	-26	0	0	0
资产处置收益	-2	0	0	0
营业利润	107	319	372	457
营业外收入	1	2	2	2
营业外支出	5	3	4	4
利润总额	103	318	370	455
所得税	-2	19	12	18
净利润	106	299	359	436
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	106	299	359	436
EPS(元)	0.24	0.69	0.83	1.01

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-34.1%	20.1%	21.0%	21.7%
营业利润增长率	115.3%	198.0%	16.6%	22.9%
归母净利润增长率	119.4%	182.9%	19.9%	21.7%
盈利能力				
毛利率	32.4%	30.9%	29.1%	27.6%
归母净利率	3.4%	8.0%	7.9%	7.9%
ROE	6.1%	15.0%	15.7%	16.6%
偿债能力				
资产负债率	73.8%	71.4%	70.4%	69.9%
流动比率	0.73	0.81	0.92	1.05
速动比率	0.67	0.75	0.86	0.97
营运能力				
资产周转率	45.2%	55.2%	61.7%	66.9%
应收账款周转率	130.4%	184.8%	202.6%	193.0%
存货周转率	804.7%	1129.6%	1196.1%	1191.1%
每股资料(元)				
每股收益	0.24	0.69	0.83	1.01
每股经营现金	0.75	1.59	1.43	2.06
每股净资产	4.00	4.61	5.28	6.10
估值比率(倍)				
PE	39.0	13.8	11.5	9.4
PB	2.4	2.1	1.8	1.6

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