

垒知集团 (002398.SZ)

短期盈利承压，股权激励计划考核目标显示发展信心

事件：公司发布 2020 年三季报。公司前三季度实现营业收入 25.69 亿元，同比增长 9.00%，归属于上市公司股东的净利润 2.83 亿元，同比降低 8.87%；单 Q3 实现营业收入 10.59 亿元，同比增长 20.89%，归母净利润 1.08 亿元，同比增长 3.47%。

Q3 收入同比增长 21%，减水剂销量保持快增势头。Q1-Q3 收入分别同比增长 -25.21%、20.78%和 20.89%，Q2-Q3 收入保持快速增长。外加剂业务受益小企业加速退出，公司凭借完善的全国布局、优质的产品质量及专业的服务，份额持续扩大，销量保持快速增长，均价下降主要是在原材料价格下降趋势下，产品价格动态调整，同时部分区域选择份额优先的竞争策略下，价格上有所调整；检测业务恢复明显加快，三季度延续二季度增长趋势，受泉州事件影响区域内检测规范性提升，格局明显改善之下，预计四季度检测业务订单释放带来板块营收持续稳步扩张。

新收入准则调整核算导致毛利率、销售费用率同比较大波动，Q3 净利率同比下降，预计受到毛利率同比下降影响：前三季度公司实现净利率 11.22%，较上年同期下降了 2.48 个百分点。期内公司按照新收入准则将原在销售费用核算的运费调整到营业成本核算，导致毛利率、销售费用率同比变化较大，营业成本+销售费用占比口径来看，较上年同期增加 2.78 个百分点；前三季度公司实现毛利率 24.91%，单 Q3 毛利率 23.53%，环比下降 1.1 个百分点，预计部分原因系浙江工厂处于拆建阶段，Q3 主要靠代加工以及外购形式生产产品来供应市场需求致毛利率短期有所下行，同时低市占率区域市场选择份额优先策略，产品价格调整影响毛利率表现。费用端，公司加大研发投入，研发费用率同比提升 0.94 个百分点；管理费用率及财务费用率同比分别较去年下降 0.27 和 0.22 个百分点。受应收账款增加影响，公司前三季度计提信用减值损失 0.36 亿元，较上年同期增加 0.19 亿元。

经营性现金流有所下降，收现比持续改善。期内经营性现金流净额 1.45 亿，上年同期为净流入 2.11 亿元，较上年同期减少 0.65 亿元。1) 收现比情况：前三季度收现比 85.31%，较上年同期提升 3.56 个百分点，主要得益于公司加强销售回款的管控，效果持续显现，其中 Q3 收现比 77.69%，同比提升 1.24 个百分点；2) 付现比情况：前三季度付现比 80%，较上年同期提升了 6.1 个百分点，其中 Q3 付现比 58.22%，同比提升 5.43 个百分点，预计主要是原料储备增加致预付材料款项增多的影响。

投资建议：外加剂业务受益于客户集中度提升和小企业加速退出，公司份额提升、销量快速增长，份额优先策略下盈利短期有所承压；检测业务“跨区域、跨领域”战略推进外延并购加快落地，进一步增强了建设综合技术服务实力，区域竞争格局改善有望推动业绩改善。发布股权激励计划增强管理层经营活力和动力，业绩考核目标三年复合增长不低于 25%显示公司发展信心。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.60、0.75、0.95 元，对应 PE 分别为 13.8、11.0、8.7 倍；维持“增持”评级。

风险提示：下游基建及房地产行业波动风险、原材料价格波动风险、行业竞争风险、应收账款风险等。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,716	3,394	3,742	4,710	5,891
增长率 yoy (%)	35.9	25.0	10.3	25.9	25.1
归母净利润(百万元)	249	402	415	522	660
增长率 yoy (%)	30.4	61.5	3.1	25.8	26.5
EPS 最新摊薄(元/股)	0.36	0.58	0.60	0.75	0.95
净资产收益率 (%)	10.1	14.4	12.7	14.2	15.5
P/E (倍)	23.0	14.2	13.8	11.0	8.7
P/B (倍)	2.3	2.0	1.8	1.5	1.3

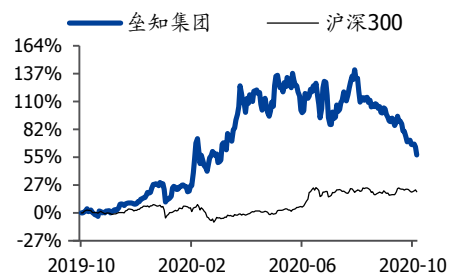
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持(维持)

股票信息

行业	其他建材
前次评级	增持
最新收盘价	8.28
总市值(百万元)	5,733.74
总股本(百万股)	692.48
其中自由流通股(%)	80.35
30 日日均成交量(百万股)	3.95

股价走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号：S0680518030009

邮箱：huangshitao@gszq.com

分析师 房大磊

执业证书编号：S0680518010005

邮箱：fangdalei@gszq.com

相关研究

- 1、《垒知集团(002398.SZ)：二季度营收恢复明显，期待下半年盈利改善》2020-08-25
- 2、《垒知集团(002398.SZ)：业绩高增，外加剂服务属性提升》2020-03-31
- 3、《建研集团(002398.SZ)：扣非业绩延续高增长，经营质量有所改善》2019-08-20



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2480	3110	3685	4359	5046	营业收入	2716	3394	3742	4710	5891
现金	235	254	482	670	910	营业成本	2000	2381	2809	3518	4381
应收票据及应收账款	1949	2316	2640	3069	3476	营业税金及附加	17	19	22	30	36
其他应收款	26	27	31	42	50	营业费用	210	265	168	212	265
预付账款	16	21	19	32	32	管理费用	110	128	131	165	206
存货	85	96	117	150	182	研发费用	83	124	137	170	206
其他流动资产	170	395	395	395	395	财务费用	-1	0	-3	-5	-2
非流动资产	1173	1339	1411	1580	1749	资产减值损失	45	-5	-34	-38	-47
长期投资	123	151	201	249	296	其他收益	15	17	20	20	18
固定资产	386	401	434	562	686	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	106	124	122	121	121	投资净收益	27	20	27	26	25
其他非流动资产	558	663	654	648	646	资产处置收益	0	1	0	0	0
资产总计	3653	4449	5096	5938	6795	营业利润	292	479	491	629	795
流动负债	1099	1517	1740	2106	2341	营业外收入	3	2	3	3	3
短期借款	2	13	13	13	13	营业外支出	1	2	2	1	2
应付票据及应付账款	914	1312	1497	1853	2041	利润总额	294	479	492	630	796
其他流动负债	183	193	230	239	287	所得税	40	62	69	89	111
非流动负债	28	33	33	33	33	净利润	254	416	423	541	684
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	5	14	8	19	24
其他非流动负债	28	33	33	33	33	归属母公司净利润	249	402	415	522	660
负债合计	1127	1551	1774	2139	2374	EBITDA	343	529	538	685	864
少数股东权益	51	64	72	91	115	EPS (元)	0.36	0.58	0.60	0.75	0.95
股本	693	693	693	693	693						
资本公积	259	230	230	230	230						
留存收益	1547	1911	2254	2694	3280						
归属母公司股东权益	2474	2835	3250	3708	4305						
负债和股东权益	3653	4449	5096	5938	6795						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	78	308	326	462	536
净利润	254	416	423	541	684
折旧摊销	55	58	56	72	92
财务费用	-1	0	-3	-5	-2
投资损失	-27	-20	-27	-26	-25
营运资金变动	-251	-182	-124	-120	-212
其他经营现金流	46	37	0	0	0
投资活动现金流	107	-189	-101	-214	-236
资本支出	41	104	22	121	122
长期投资	-13	-26	-50	-47	-47
其他投资现金流	135	-111	-129	-141	-160
筹资活动现金流	-118	-143	3	-59	-60
短期借款	2	11	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	347	0	0	0	0
资本公积增加	-340	-29	0	0	0
其他筹资现金流	-127	-125	3	-59	-60
现金净增加额	67	-24	228	188	240

主要财务比率					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	35.9	25.0	10.3	25.9	25.1
营业利润(%)	28.5	63.8	2.5	28.0	26.4
归属于母公司净利润(%)	30.4	61.5	3.1	25.8	26.5
获利能力					
毛利率(%)	26.3	29.8	24.9	25.3	25.6
净利率(%)	9.2	11.9	11.1	11.1	11.2
ROE(%)	10.1	14.4	12.7	14.2	15.5
ROIC(%)	10.0	14.3	12.6	14.1	15.3
偿债能力					
资产负债率(%)	30.9	34.9	34.8	36.0	34.9
净负债比率(%)	-8.7	-7.8	-13.7	-16.9	-20.0
流动比率	2.3	2.0	2.1	2.1	2.2
速动比率	2.0	1.9	2.0	1.9	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	1.6	1.6	1.5	1.7	1.8
应付账款周转率	2.5	2.1	2.0	2.1	2.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.58	0.60	0.75	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.45	0.47	0.67	0.77
每股净资产(最新摊薄)	3.57	4.09	4.69	5.35	6.22
估值比率					
P/E	23.0	14.2	13.8	11.0	8.7
P/B	2.3	2.0	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	16.2	10.0	9.5	7.2	5.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com