

垒知集团 (002398)

2021 年报及 2022 年一季报点评：市占率继续提升，受成本上升影响利润承压 增持（首次）

2022 年 05 月 04 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

研究助理 任婕

执业证书：S0600122030031

renj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	4,918	6,087	7,688	9,197
同比	27%	24%	26%	20%
归属母公司净利润（百万元）	272	430	574	736
同比	-27%	58%	34%	28%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.38	0.60	0.80	1.02
P/E（现价&最新股本摊薄）	16.56	10.48	7.85	6.12

投资要点

- **事件：公司发布 2021 年报及 2022 年一季报。**21 年公司营收 49.18 亿元，同比+27.05%；归母净利 2.72 亿元，同比-27.00%。22Q1 实现营收 8.83 亿元，同比-0.92%，归母净利 5546 万元，同比-23.16%。
- **外加剂市占率继续提升，受地产景气影响收入增速放缓。**21Q1-Q4 营收增速分别为 96.54%/31.04%/21.53%/4.10%，Q3、Q4 受地产景气下行影响公司发货节奏有所放缓。2022 年 Q1 营业收入同比下滑 0.92%，主要由于 Q1 局部地区受疫情影响较大影响公司发货。2021 年外加剂业务营收同比增长 15.97%，外加剂销售量 166 万吨，同比上涨 15.28%，单价 1848 元/吨，同比上涨 0.6%。外加剂业务公司 2021 年市场占有率达到 9.5%，较 2020 年同期提升 1 个百分点。技术服务业务同比增长 6.56%。
- **原材料成本上涨拖累业绩，Q3 提价以来毛利率逐季改善。**分季度来看，Q1-Q4 销售毛利率同比分别变动-8.29/-6.62/-5.91/-4.37pct，毛利率同比降幅逐季收窄，主要由于公司 21Q3 以来对下游提价，毛利率逐步修复。2022Q1 销售毛利率 20.01%，环比提升 2.09 个百分点。2021Q1-Q4 销售净利率分别为 8.29%/5.79%/6.49%/2.74%。Q4 净利率同比下滑 4.21 个百分点，主要系 21Q4 公司所得税率 25.90%，20 年同期为 6.8%。2022 年 Q1 销售净利率 6.35%，同比下滑 1.94 个百分点，主要系期间费用率有所增加。
- **经营性现金流保持稳定，22Q1 同比改善。**公司 2021 年经营性活动现金流量净额为 3.22 亿元，与 2020 年同期基本持平。1) 收现比情况：2021 年公司收现比 81.58%，较上年同期变动+1.89pct，2021 年末公司应收账款及应收票据余额为 35.71 亿元，去年同期为 29.2 亿元，同比增长 22.30%；2) 期内公司付现比 72.03%，较上年同期变动+1.16pct。公司 2022 年 Q1 经营性活动现金流量净额为-249 万元，同比增长 97.74%。
- **盈利预测与投资评级：**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，同时技术服务属性带来附加值提升逐渐显现；检测业务“跨区域、跨领域”战略推进外延并购加快落地，提高业绩的同时进一步增强了建设综合技术服务实力，后续区域扩张值得期待。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.30/5.74/7.36 亿元，对应 PE 分别为 10X/8X/6X。考虑到公司跨区域和跨领域扩张潜力，首次覆盖，给予“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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.25
一年最低/最高价	5.87/8.49
市净率(倍)	1.30
流通 A 股市值(百万元)	3,613.07
总市值(百万元)	4,501.44

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.81
资产负债率(% LF)	45.57
总股本(百万股)	720.23
流通 A 股(百万股)	578.09

相关研究

内容目录

1. 垒知集团：市占率持续提升，受成本上升影响利润承压	4
1.1. 外加剂市占率持续提升，受地产景气影响收入增速放缓.....	4
1.2. 原材料成本上涨拖累业绩，Q3 提价以来毛利率逐季改善.....	5
1.3. 经营性现金流保持稳定.....	6
2. 盈利预测与投资评级	7
3. 风险提示	7

图表目录

图 1:	垒知集团单季度收入变化（百万元，%）	5
图 2:	垒知集团单季度归母净利润变化（百万元，%）	5
图 3:	垒知集团毛利率、净利率变动情况（%）	5
图 4:	垒知集团分业务毛利率变动情况（%）	5
图 5:	垒知集团分季度期间费用率变动情况（%）	6
图 6:	垒知集团经营性现金流净额变动情况（百万元）	7
图 7:	垒知集团分季度收现比、付现比情况（%）	7

1. 垒知集团：市占率持续提升，受成本上升影响利润承压

事件：公司发布 2021 年年报。实现营业总收入 49.18 亿元，同比增长 27.05%；实现归母净利润 2.72 亿元，同比下滑 27.00%；实现扣非归母净利润 2.4 亿元，同比下滑 29.48%。其中，2021Q4 单季营业收入为 13.55 亿元，同比增长 4.10%；归母净利润为 3960 万元，同比下滑 55.59%。

公司发布 2022 年一季报。2022Q1 实现营业收入 8.83 亿元，同比下滑 0.92%，归母净利润 5546 万元，同比下滑 23.16%。

1.1. 外加剂市占率持续提升，受地产景气影响收入增速放缓

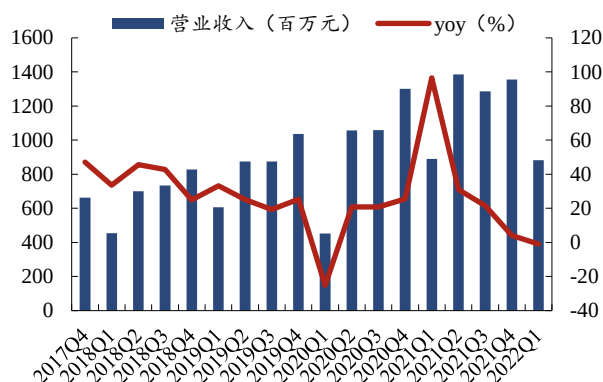
分季度来看，公司 2021Q1-Q4 营收增速分别为 96.54%/31.04%/21.53%/4.10%，Q3、Q4 受地产景气下行影响公司发货节奏有所放缓。

2022 年 Q1 营业收入同比下滑 0.92%，主要由于 Q1 局部地区受疫情影响较大影响公司发货。

分业务来看，外加剂价格保持平稳，主要靠销量拉动。2021 年外加剂业务实现营收 30.68 亿元，同比增长 15.97%，外加剂销售量 166 万吨，同比上涨 15.28%，单价 1848 元/吨，同比上涨 0.6%。外加剂业务公司 2021 年市场占有率达到 9.5%，较 2020 年同期提升 1 个百分点。技术服务业务实现营业收入 5.12 亿元，同比增长 6.56%；商品混凝土业务实现营收 2.30 亿元，同比增长 38.69%。

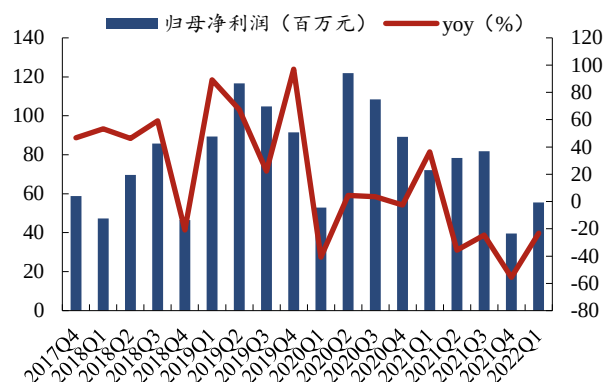
- 外加剂新材料业务：科之杰集团以“提升市占率，攻克新区域，拓展新领域”为目标，2021 年混凝土外加剂销售量保持稳定增长，下属子集团科之杰集团外加剂新材料业务实现营业收入 30.68 亿元、净利润 1.59 亿元。
- 综合技术服务业务：健研检测坚持“跨区域、跨领域”的发展思路，2021 年公司下属子集团健研检测集团综合技术服务业务稳步发展，实现营业收入 5.12 亿元、净利润 3,682.12 万元。跨领域方面，深圳电子电气检测中心完成项目扩充及资质获取，截至 2021 年末电子电气检测业务营业收入已超过 2000 万元。

图1: 垒知集团单季度收入变化 (百万元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 垒知集团单季度归母净利润变化 (百万元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

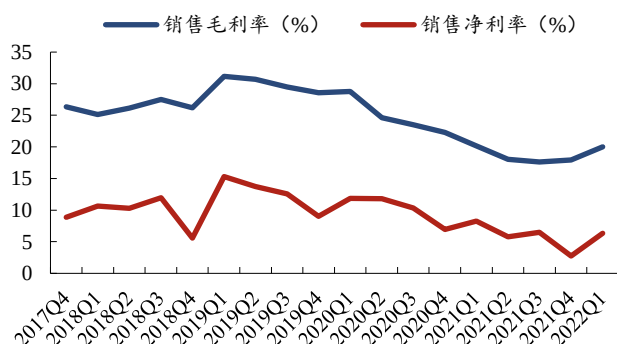
1.2. 原材料成本上涨拖累业绩, Q3 提价以来毛利率逐季改善

2021 年公司销售毛利率为 18.27%，同比下滑 5.75 个百分点；2022Q1 公司销售毛利率 20.01，同比略降 0.15 个百分点。

分季度来看，2021Q1-Q4 销售毛利率分别为 20.16%/18.01%/17.62%/17.92%，同比分别变动-8.29/-6.62/-5.91/-4.37pct，毛利率同比降幅逐季收窄，主要由于公司 21Q3 以来对下游提价，毛利率逐步修复。2022Q1 销售毛利率 20.01%，环比提升 2.09 个百分点，同比略降 0.15 个百分点。

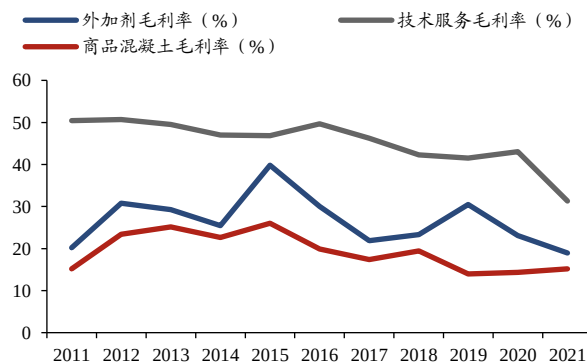
分业务来看，2021 年外加剂新材料毛利率 18.95%，同比下滑 4.12 个百分点，主要系原材料成本上涨影响；技术服务业务毛利率 31.31%，同比下滑 11.77%，一方面由于深圳电子电气检测中心 2021 年内进行项目扩充及资质获取尚处于投入阶段，另一方面由于 21H2 以来市场竞争较为激烈；商品混凝土业务毛利率 15.20%，同比提升 0.85 个百分点。

图3: 垒知集团毛利率、净利率变动情况 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 垒知集团分业务毛利率变动情况 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

期间费用率方面，2021 年公司销售费用率 4.18%，同比变动-0.54pct，主要系代理服

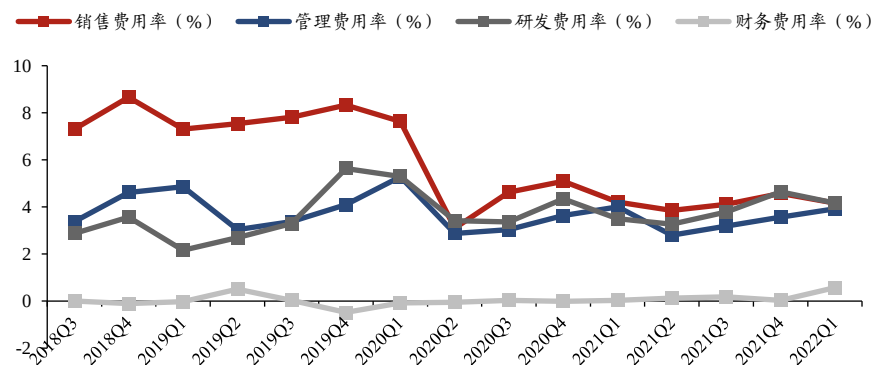
务费支出远小于营业收入增速;管理费用率 3.32%,同比变动-0.13pct;研发费用率 3.82%,同比变动-0.11pct;财务费用率 0.10%,同比变动+0.11pct,主要原因系本报告期借款增加以及首次执行新租赁准则确认租赁利息费用所致。

2022Q1 销售费用率 4.17%,同比变动-0.04pct;管理费用率 3.92%,同比变动-0.08pct;研发费用率 4.17%,同比变动+0.67pct;财务费用率 0.57%,同比变动+0.54pct。

2021 年销售净利率为 5.59%,同比下滑 4.2 个百分点;2022 年 Q1 销售净利率 6.35%,同比下滑 1.94 个百分点。

分季度来看,公司 2021Q1-Q4 销售净利率分别为 8.29%/5.79%/6.49%/2.74%。Q4 净利率同比下滑 4.21 个百分点,主要系 21Q4 公司所得税率 25.90%,20 年 Q4 为 6.8%。

图5: 垒知集团分季度期间费用率变动情况 (%)



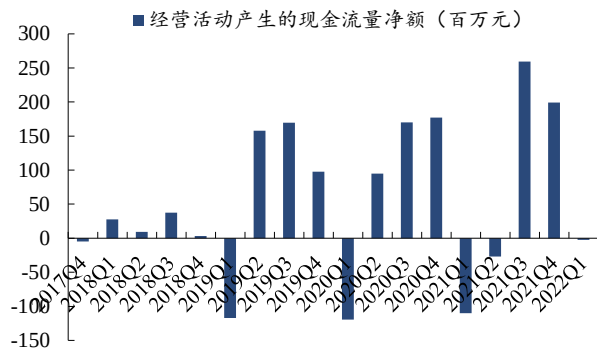
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3. 经营性现金流保持稳定

公司 2021 年经营活动现金流量净额为 3.22 亿元,与 2020 年同期基本持平。1) 收现比情况:2021 年公司收现比 81.58%,较上年同期变动+1.89pct,2021 年末公司应收账款及应收票据余额为 35.71 亿元,去年同期为 29.2 亿元,同比增长 22.30%;2) 期内公司付现比 72.03%,较上年同期变动+1.16pct。

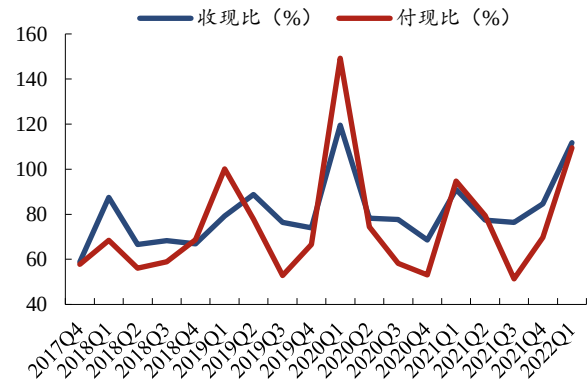
公司 2022 年 Q1 经营活动现金流量净额为-249 万元,同比增长 97.74%。

图6: 垒知集团经营性现金流净额变动情况 (百万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 垒知集团分季度收现比、付现比情况 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 盈利预测与投资评级

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, 同时技术服务属性带来附加值提升逐渐显现; 检测业务“跨区域、跨领域”战略推进外延并购加快落地, 提高业绩的同时进一步增强了建设综合技术服务实力, 后续区域扩张值得期待。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.30/5.74/7.36 亿元, 对应 PE 分别为 10X/8X/6X。考虑到公司跨区域和跨领域扩张潜力, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

3. 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。

垒知集团三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,903	5,997	7,483	8,964	营业总收入	4,918	6,087	7,688	9,197
货币资金及交易性金融资产	689	993	1,472	2,096	营业成本(含金融类)	4,019	4,867	6,139	7,307
经营性应收款项	3,941	4,711	5,646	6,437	税金及附加	20	30	38	46
存货	170	208	264	315	销售费用	205	256	311	368
合同资产	3	12	15	18	管理费用	163	201	250	294
其他流动资产	100	73	86	97	研发费用	188	234	296	354
非流动资产	1,610	1,692	1,791	1,906	财务费用	5	0	0	0
长期股权投资	151	151	151	151	加:其他收益	29	37	46	55
固定资产及使用权资产	555	620	697	786	投资净收益	23	30	38	46
在建工程	192	190	192	197	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	167	187	207	227	减值损失	-72	-75	-80	-85
商誉	245	245	245	245	资产处置收益	2	1	2	2
长期待摊费用	11	11	11	11	营业利润	299	493	659	846
其他非流动资产	289	289	289	289	营业外净收支	3	3	3	3
资产总计	6,513	7,689	9,275	10,870	利润总额	301	496	662	849
流动负债	2,952	3,692	4,695	5,543	减:所得税	27	59	79	102
短期借款及一年内到期的非流动负债	232	232	232	232	净利润	275	436	582	747
经营性应付款项	2,452	3,061	3,962	4,716	减:少数股东损益	3	7	9	11
合同负债	54	73	92	110	归属母公司净利润	272	430	574	736
其他流动负债	214	326	408	485	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.38	0.60	0.80	1.02
非流动负债	70	70	70	70	EBIT	286	500	653	828
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	369	567	729	913
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	18.27	20.06	20.14	20.55
租赁负债	33	33	33	33	归母净利率(%)	5.53	7.06	7.46	8.00
其他非流动负债	37	37	37	37	收入增长率(%)	27.05	23.79	26.29	19.63
负债合计	3,022	3,762	4,765	5,613	归母净利润增长率(%)	-27.00	58.02	33.54	28.25
归属母公司股东权益	3,413	3,842	4,416	5,152					
少数股东权益	78	84	93	104					
所有者权益合计	3,490	3,927	4,509	5,256					
负债和股东权益	6,513	7,689	9,275	10,870					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	322	419	611	773	每股净资产(元)	4.74	5.33	6.13	7.15
投资活动现金流	59	-115	-132	-149	最新发行在外股份(百万股)	720	720	720	720
筹资活动现金流	-268	0	0	0	ROIC(%)	7.41	11.06	12.81	14.15
现金净增加额	113	303	479	624	ROE-摊薄(%)	7.97	11.18	12.99	14.28
折旧和摊销	83	68	76	85	资产负债率(%)	46.41	48.93	51.38	51.64
资本开支	-104	-146	-170	-195	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.56	10.48	7.85	6.12
营运资本变动	-85	-264	-154	-158	P/B(现价)	1.32	1.17	1.02	0.87

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>