

垒知集团 (002398.SZ)

买入

2021 年报及 2022 年一季报点评：成本端制约业绩表现，积极布局开拓区域市场

核心观点

全年营收稳步增长，利润端有所承压。2021 年公司实现营收 49.18 亿，同比+27.05%，归母净利润 2.72 亿，同比-27.00%，扣非后归母净利润 2.40 亿，同比-29.48%，EPS 为 0.38 元/股，拟 10 派 0.8 元（含税），符合此前业绩快报，在市场环境不佳的情况下，公司积极抢占份额，实现营收规模显著增长，受原材料成本上涨影响，利润端有所承压。2022 年 Q1 公司收入 8.83 亿，同比-0.92%，归母净利润 0.55 亿，同比-23.16%，业绩下降主要由于疫情管控导致公司部分区域混凝土外加剂销售受到制约，以及部分费用小幅增加。

两大业务全年收入齐升，盈利水平受成本端制约。公司全年外加剂和技术服务检测业务收入分别为 30.68 亿（+15.98%）和 5.12 亿（+6.49%），外加剂销量实现 166 万吨，同比+15.28%；两大业务毛利率分别为 18.95%（-4.12pct）和 31.31%（-11.77pct），净利率分别为 5.18%（-3.36pct）和 7.19%（-12.9pct）。费用管控优化，期间费用率实现 11.42%，同比-0.7pct，其中销售/管理/财务/研发费用率实现 4.2%/3.3%/0.1%/3.8%，同比-0.5pct/-0.1pct/+0.1pct/-0.1pct，财务费用率上升主要因为本期借款增加，以及首次执行新租赁准则确认租赁利息费用。应收账款周转率为 1.78 次，同比小幅下降 0.18 次，整体保持相对平稳。

Q1 业绩小幅承压，现金流改善。2022Q1 公司毛利率实现 20.0%，同比-0.2pct，净利率实现 6.3%，同比-1.9pct。期间费用率实现 12.8%，同比+1.1pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别变化-0.04/-0.1/+0.5/+0.7pct，财务费用率上升主要因为本期借款增加利息费用增加。现金流方面，经营活动现金流净额实现-0.02 亿元，同比+97.7%，主要因为报告期内销售商品、提供劳务收到的现金增加。资产负债率环比下降 0.84pct 至 45.57%。

风险提示：业务拓展不及预期；成本上涨超预期；需求不及预期。

投资建议：积极布局开拓区域市场，维持“买入”评级。

公司为国内外外加剂和福建省建设工程质量检测龙头企业，今年可转债成功发行，募集资金助力产能建设完成后将有望进一步提升西南、华东等地外加剂市场占有率，同时，公司检测业务将加大对各地子公司扶持力度，提升重庆、海南、上海市占率，在推进和扩大已有检测业务规模的同时，培训新的高附加值检测业务。预计 22-24 年 EPS 为 0.52/0.62/0.70 元/股，对应 PE 为 12.1/10.1/8.9x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,871	4,918	5,929	6,941	7,939
(+/-%)	14.1%	27.0%	20.6%	17.1%	14.4%
净利润(百万元)	372	272	371	447	504
(+/-%)	-7.5%	-27.0%	36.5%	20.4%	12.7%
每股收益(元)	0.52	0.38	0.52	0.62	0.70
EBIT Margin	11.4%	6.5%	6.5%	6.8%	6.7%
净资产收益率 (ROE)	11.6%	8.0%	10.1%	11.2%	11.6%
市盈率 (PE)	12.1	16.6	12.1	10.1	8.9
EV/EBITDA	13.2	19.2	17.8	15.7	14.8
市净率 (PB)	1.40	1.32	1.23	1.13	1.04

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑材料·装修建材

证券分析师：黄道立

0755-82130685

huangdl@guosen.com.cn

S0980511070003

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	6.25 元
总市值/流通市值	4500/3613 百万元
52 周最高价/最低价	8.55/5.82 元
近 3 个月日均成交额	121.22 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《垒知集团-002398-2021 年中报点评：市场开拓顺利，盈利能力小幅承压》——2021-09-03

《垒知集团-002398-2020 年年报点评：两大业务逆势扩张，看好未来成长性》——2021-04-01

《垒知集团-002398-2020 年中报点评：业务拓展稳步推进，稳健成长可期》——2020-08-25

《垒知集团-002398-2019 年财报点评：业绩高增长，双引擎提供未来持续发展动力》——2020-04-02

《建研集团-002398-2018 年三季报点评：双引擎助力业绩增长，竞争力持续增强》——2018-11-02

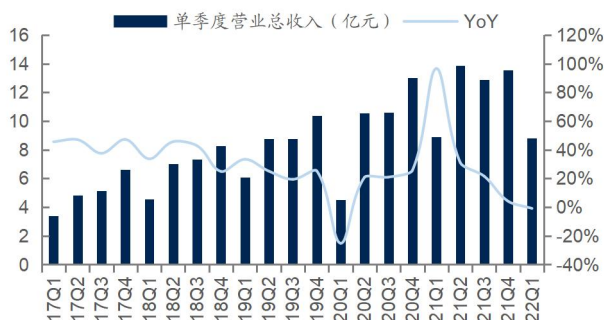
全年营收稳步增长，利润端有所承压。2021 年公司实现营收 49.18 亿，同比+27.05%，归母净利润 2.72 亿，同比-27.00%，扣非后归母净利润 2.40 亿，同比-29.48%，EPS 为 0.38 元/股，拟 10 派 0.8 元（含税），符合此前业绩快报，在市场环境不佳的情况下，公司积极抢占份额，实现营收规模显著增长，受原材料成本上涨影响，利润端有所承压。2022 年 Q1 公司收入 8.83 亿，同比-0.92%，归母净利润 0.55 亿，同比-23.16%，业绩下降主要由于疫情管控导致公司部分区域混凝土外加剂销售受到制约，以及部分费用小幅增加。

图1：垒知集团营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：垒知集团单季度营业收入及增速



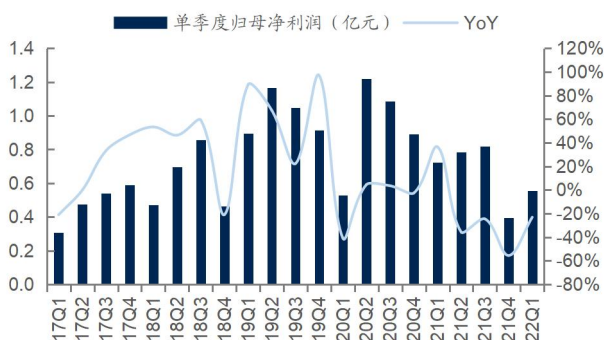
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：垒知集团归母净利润营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：垒知集团单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

两大业务全年收入齐升，盈利水平受成本端制约。公司全年外加剂和技术服务检测业务收入分别为 30.68 亿（+15.98%）和 5.12 亿（+6.49%），外加剂销量实现 166 万吨，同比+15.28%；两大业务毛利率分别为 18.95%（-4.12pct）和 31.31%（-11.77pct），净利率分别为 5.18%（-3.36pct）和 7.19%（-12.9pct）。费用管控优化，期间费用率实现 11.42%，同比-0.7pct，其中销售/管理/财务/研发费用率实现 4.2%/3.3%/0.1%/3.8%，同比-0.5pct/-0.1pct/+0.1pct/-0.1pct，财务费用率上升主要因为本期借款增加，以及首次执行新租赁准则确认租赁利息费用。应收账款周转率为 1.78 次，同比小幅下降 0.18 次，整体保持相对平稳。

图5：垒知集团外加剂业务收入及增速



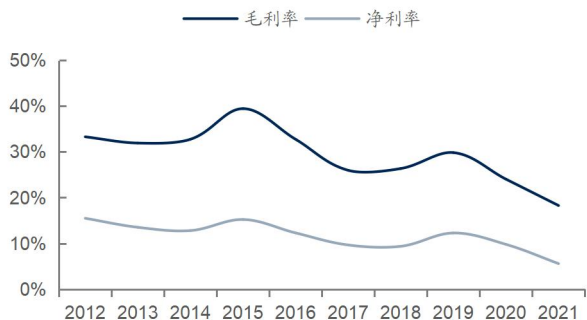
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：垒知集团技术服务（检测）业务收入及增速



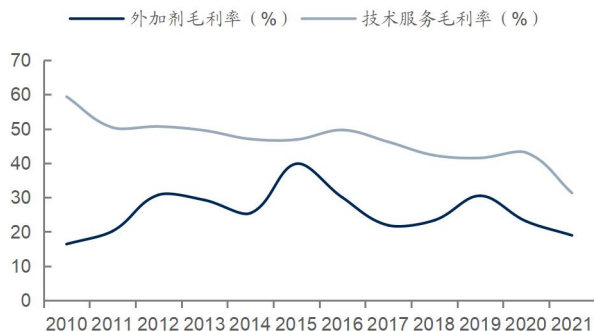
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：垒知集团毛利率及净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：垒知集团外加剂毛利率及技术服务毛利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：垒知集团经营活动现金流净额及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：垒知集团应收账款周转率（次）

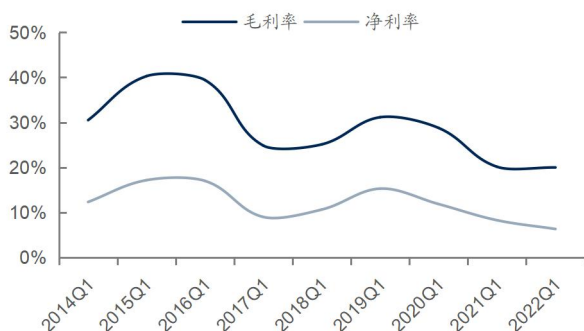


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

Q1 业绩小幅承压，现金流改善。2022Q1 公司毛利率实现 20.0%，同比-0.2pct，净利率实现 6.3%，同比-1.9pct。期间费用率实现 12.8%，同比+1.1pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别变化-0.04/-0.1/+0.5/+0.7pct，财务费用率上涨

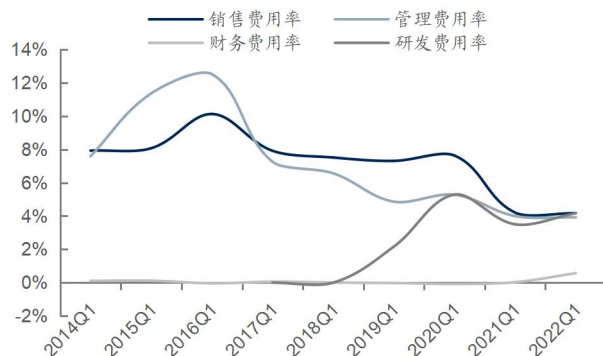
主要因为本期借款增加利息费用增加。现金流方面，经营活动现金流净额实现-0.02 亿元，同比+97.7%，主要因为报告期内销售商品、提供劳务收到的现金增加。资产负债率环比下降 0.84pct 至 45.57%。

图 11: 垒知集团一季度毛利率和净利率 (%)



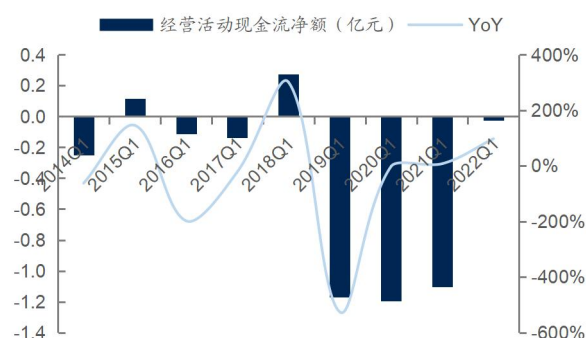
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 垒知集团一季度期间费用率 (%)



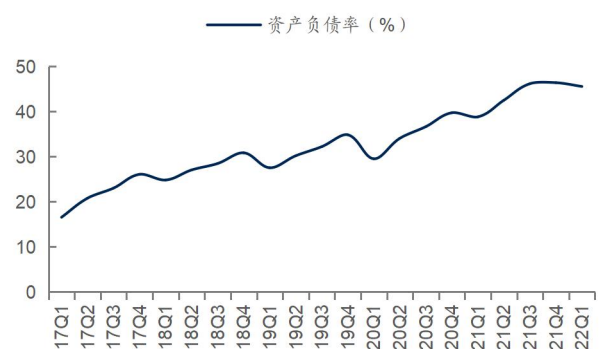
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 垒知集团一季度经营性现金流净额及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 垒知集团一季度资产负债率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

积极布局开拓区域市场，维持“买入”评级。公司为国内外加剂和福建省建设工程质量检测龙头企业，今年可转债成功发行，募集资金助力产能建设完成后将有望进一步提升西南、华东等地外加剂市场占有率，同时，公司检测业务将加大对各地子公司扶持力度，提升重庆、海南、上海市占率，在推进和扩大已有检测业务规模的同时，培训新的高附加值检测业务。预计 22-24 年 EPS 为 0.52/0.62/0.70 元/股，对应 PE 为 12.1/10.1/8.9x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	455	577	600	600	600	营业收入	3871	4918	5929	6941	7939
应收款项	2950	3646	4457	5182	5948	营业成本	2941	4019	4834	5652	6472
存货净额	150	170	227	252	296	营业税金及附加	19	20	24	29	33
其他流动资产	208	398	399	515	561	销售费用	183	205	248	285	325
流动资产合计	3997	4903	5796	6661	7518	管理费用	134	163	208	237	270
固定资产	514	707	741	781	796	研发费用	152	188	230	269	306
无形资产及其他	140	167	161	156	150	财务费用	(1)	5	(6)	(7)	(8)
投资性房地产	644	584	584	584	584	投资收益	22	23	22	22	22
长期股权投资	151	151	151	151	150	资产减值及公允价值变动	0	7	(7)	(7)	(7)
资产总计	5447	6513	7433	8333	9199	其他收入	(191)	(236)	(216)	(255)	(292)
短期借款及交易性金融负债	3	232	427	476	355	营业利润	426	299	420	506	570
应付款项	1847	2446	2999	3476	4000	营业外净收支	6	3	0	0	0
其他流动负债	282	274	396	424	507	利润总额	433	301	420	506	570
流动负债合计	2132	2952	3821	4376	4862	所得税费用	54	27	45	54	61
长期借款及应付债券	0	0	(230)	(230)	(230)	少数股东损益	6	3	4	5	5
其他长期负债	33	70	89	117	140	归属于母公司净利润	372	272	371	447	504
长期负债合计	33	70	(141)	(113)	(90)	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	2165	3022	3680	4263	4772	净利润	372	272	371	447	504
少数股东权益	68	78	81	85	89	资产减值准备	32	4	25	6	3
股东权益	3214	3413	3672	3985	4338	折旧摊销	63	71	74	88	95
负债和股东权益总计	5447	6513	7433	8333	9199	公允价值变动损失	(0)	(7)	(7)	(7)	(7)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	(1)	5	(6)	(7)	(8)
每股收益	0.52	0.38	0.52	0.62	0.70	营运资本变动	(70)	(213)	(151)	(326)	(223)
每股红利	0.08	0.09	0.15	0.19	0.21	其它	(27)	(2)	(22)	(3)	1
每股净资产	4.46	4.74	5.10	5.53	6.02	经营活动现金流	371	124	291	205	374
ROIC	15%	9%	10%	11%	12%	资本开支	0	(270)	(121)	(121)	(101)
ROE	12%	8%	10%	11%	12%	其它投资现金流	20	122	0	0	0
毛利率	24%	18%	18%	19%	18%	投资活动现金流	20	(148)	(121)	(121)	(101)
EBIT Margin	11%	7%	6%	7%	7%	权益性融资	(0)	7	0	0	0
EBITDA Margin	13%	8%	8%	8%	8%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
收入增长	14%	27%	21%	17%	14%	支付股利、利息	(56)	(63)	(111)	(134)	(151)
净利润增长率	-7%	-27%	37%	20%	13%	其它融资现金流	(77)	265	194	50	(122)
资产负债率	41%	48%	51%	52%	53%	融资活动现金流	(189)	146	(147)	(85)	(273)
息率	1.2%	1.4%	2.5%	3.0%	3.4%	现金净变动	201	122	23	0	0
P/E	12.1	16.6	12.1	10.1	8.9	货币资金的期初余额	254	455	577	600	600
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	货币资金的期末余额	455	577	600	600	600
EV/EBITDA	13.2	19.2	17.8	15.7	14.8	企业自由现金流	0	(119)	147	61	247
						权益自由现金流	0	145	117	116	134

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032