东兴证券 DONGXING SECURITIES

垒知集团（002398）：全国布局应对疫情冲击，2季度盈利水平稳定修复较好

2020 年 08 月 25 日

强烈推荐/维持

垒知集团 | 公司报告

公司发布 2020 年半年报，2020 年上半年实现营业收入和归母净利分别为 15.10 亿元和 1.75 亿元，分别同比增长 1.96%和下降 15.14%，实现每股收益 0.25 元。

得益于全国布局，2 季度经营情况基本恢复。公司是全国布局的减水剂行业龙头，在 12 个省份拥有合成生产基地。公司在福建、重庆、贵州、陕西等市场市占第一，在江浙沪地区市占第二。虽然 2020 年 1 季度主要受疫情影响销量同比下降近 20%左右，但是 2 季度公司销量快速回升至约 30%左右。公司营业收入第 2 季度增速达到 20.78%的增长，实现了增速的 V 型反转。公司全国布局使得公司在疫情后复工基本正常后实现了销售的快速反弹。

由于受减水剂价格上涨公司对下游客户调价滞后，公司的毛利率水平略受影响，加上运费调整进入成本端，第 2 季度毛利率同比大幅下降 6.09 个百分点。但是净利润率水平仅下降 1.91 个百分点；净资产收益率仅下降 0.33 个百分点；扣非后归母净利润同比增长 6.15%；经营活动产生的现金流量净额实现 9499 万元。第 2 季度的经营情况良好，疫情对于公司的影响基本上得到很好地恢复。

全国布局下运营优势依然较好，盈利水平和同行业龙头相当。公司整体盈利水平 2 季度恢复较好。单季度扣非 ROE 水平为 3.95%，相对于苏博特略低 0.48 个百分点。而单季度 ROA 为 2.84%，高出苏博特 0.53 个百分点。从营业周期看垒知集团上半年为 254.1 天，较苏博特少 9.77 天。固定资产周转率为 3.78 次，较苏博特高 2.56 次。垒知集团总体的运营效率较高，这和公司在全国布局下能够有效的对接客户需求有关。公司的销售距离短，能够很好地相应市场客户的需求，提升资产的运营效率。

全国布局有先发优势性价比高，保证业绩的高弹性。公司全国布局的优势，行业内企业如果想跟上需要一个较长的布局时间，而且还要面对市场竞争带来的不确定性。公司的全国布局让公司能够以较低的成本来满足市场的需求，运费低，周转快。并且更能够比较及时的提供高效的技术服务，满足不同区域客户对减水剂因不同区域水泥、砂石等不同所需要配方不同的变化。公司有着较多的数据积累，能够提供很好的客户服务体验。这种优势一旦需求改善，就会带来公司业绩的高弹性。

检测业务跨区域和多品类发展保证稳定增长。公司作为福建的检测龙头，也在通过收购不断地在区域外扩张。同时，公司检测业务也在多品类发展，在自己工程检测的基础上，发展像汽车电子检测等。2020 年拿到的甲级公路检测资质等也将进一步提升是检测的综合竞争力。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020 到 2022 年的营业收入为 39.34 亿元、53.39 亿元和 66.88 亿元，归属于母公司的净利润为 4.93 亿元、6.74 亿元和 8.52 亿元，对应的 EPS 分别为 0.71、0.97 和 1.23 元，对应的动态 PE 分别为 17 倍、13 倍和 10 倍，考虑到公司作为行业龙头，综合竞争优势突出，

公司简介：

公司为混凝土外加剂行业龙头，提供高性能混凝土制造和施工解决方案；作为建设综合技术服务行业领军企业，发展成为中国建筑行业信息化和智能化服务商。

未来 3-6 个月重大事项提示：

-

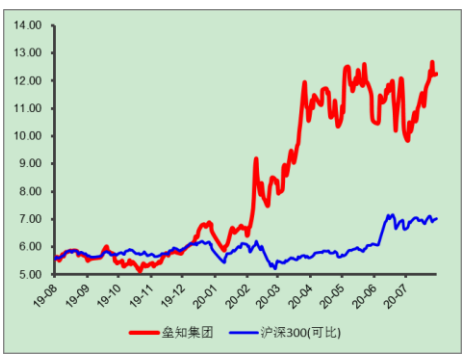
发债及交叉持股介绍：

-

交易数据

52 周股价区间（元）	12.96-5.11
总市值（亿元）	84.82
流通市值（亿元）	68.16
总股本/流通 A 股（万股）	69,248/55393
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.93

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：赵军胜

010-66554088 zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480512070003

研究助理：韩宇

010-66554041 hanyu_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119070045

全国布局的优势下，疫情后快速恢复，市占率快速提升阶段，维持公司“强烈推荐”的投资评级。

风险提示：减水剂需求释放情况不及预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,715.70	3,393.52	3,934.61	5,338.73	6,688.28
增长率（%）	35.94%	24.96%	15.94%	35.69%	25.28%
归母净利润（百万元）	249.13	402.44	493.91	674.00	852.30
增长率（%）	30.37%	61.54%	22.73%	36.46%	26.45%
净资产收益率（%）	10.07%	14.20%	14.84%	16.84%	17.56%
每股收益(元)	0.360	0.580	0.713	0.973	1.231
PE	34	21	17	13	10
PB	3.429	2.993	2.549	2.120	1.748

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	2479.58	3110.1	3675.96	4835.13	6122.76	**营业收入**	2715.70	3393.52	3934.61	5338.73	6688.28
货币资金	235.33	254.08	560.36	709.37	1026.37	**营业成本**	2000.18	2381.36	2825.23	3822.36	4774.24
应收账款	1518.39	1934.7	2242.19	3042.35	3811.40	营业税金	17.37	19.26	22.43	30.43	38.12
其他应收款	25.59	27.32	31.68	42.98	53.85	营业费用	210.22	265.00	190.04	257.86	323.04
预付款项	15.61	21.09	21.09	21.09	21.09	管理费用	109.56	128.07	331.29	449.52	563.15
存货	84.52	96.12	116.11	157.08	196.20	财务费用	(0.86)	(0.36)	(1.25)	(2.54)	(3.47)
其他流动资产	169.87	9.56	9.56	9.56	9.56	资产减值	45.49	(5.26)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合	1173.47	1338.9	1144.51	1241.63	1370.02	公允价值	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	123.11	151.04	151.00	151.00	151.00	投资净收	26.52	20.47	21.00	21.00	21.00
固定资产	385.69	400.63	494.94	614.44	760.22	**营业利润**	292.44	479.07	587.87	802.10	1014.18
无形资产	106.30	124.11	111.70	99.29	86.87	营业外收	3.03	1.58	1.60	1.60	1.60
其他非流动资	10.00	39.90	40.00	40.00	40.00	营业外支	1.33	1.95	1.96	1.96	1.96
资产总计	3653.05	4449.0	4820.47	6076.76	7492.78	**利润总额**	294.14	478.70	587.51	801.74	1013.82
流动负债合计	1099.32	1517.1	1740.98	2287.35	2808.93	所得税	39.72	62.21	76.38	104.23	131.80
短期借款	2.20	12.98	0.00	0.00	0.00	**净利润**	254.42	416.49	511.14	697.51	882.03
应付账款	350.73	582.14	681.15	921.56	1151.05	少数股东	5.29	14.05	17.23	23.51	29.72
预收款项	46.39	42.41	42.41	42.41	42.41	归属母公	249.13	402.44	493.91	674.00	852.30
一年内到期的	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	345.63	534.28	644.91	865.63	1086.78
非流动负债合	27.78	33.39	18.20	18.20	18.20	**EPS（元）**	0.36	0.58	0.71	0.97	1.23
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	**主要财务比率**	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
负债合计	1127.09	1550.5	1759.18	2305.55	2827.13	**成长能力**					
少数股东权益	51.49	63.90	81.12	104.63	134.35	营业收入	35.94%	24.96%	15.94%	35.69%	25.28%
实收资本(或股	692.62	692.51	692.48	692.48	692.48	营业利润	28.45%	63.82%	22.71%	36.44%	26.44%
资本公积	259.03	230.37	230.37	230.37	230.37	归属于母	30.37%	61.54%	22.73%	36.46%	26.45%
未分配利润	1487.86	1850.8	2343.55	3015.87	3866.04	**获利能力**					
归属母公司股	2474.47	2834.6	3327.66	4001.67	4853.97	毛利率	26.35%	29.83%	28.20%	28.40%	28.62%
负债和所有者	3653.05	4449.0	4820.47	6076.76	7492.78	净利率	9.17%	11.86%	12.55%	12.62%	12.74%
现金流量表				单位:百万元		总资产净		6.96%	9.36%	9.89%	10.88%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	10.07%	14.20%	14.84%	16.84%	17.56%
经营活动现金	77.89	308.30	391.55	276.26	484.57	**偿债能力**					
净利润	254.42	416.49	511.14	697.51	882.03	资产负债	30.85%	34.85%	34.04%	35.96%	36.17%
折旧摊销	54.04	55.57	1.07	66.08	76.07	流动比率	2.26	2.05	2.11	2.11	2.18
财务费用	(0.86)	(0.36)	(1.25)	(2.54)	(3.47)	速动比率	2.18	1.99	2.04	2.05	2.11
应付帐款的变	(20.18)	231.41	99.01	240.41	229.49	**营运能力**					
预收帐款的变	20.07	(3.99)	0.00	0.00	0.00	总资产周	0.80	0.84	0.85	0.98	0.99
投资活动现金	106.58	(188.8	(86.51)	(129.79)	(171.04)	应收账款	2.04	1.97	1.88	2.02	1.95
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款	4.29	3.77	3.53	3.69	3.90
长期股权投资	6.73	27.93	(0.04)	0.00	0.00	**每股指标**					
投资收益	26.52	20.47	21.00	21.00	21.00	每股收益	0.36	0.58	0.71	0.97	1.23
筹资活动现金	(118.05)	(143.4	1.24	2.54	3.47	每股净现	0.10	(0.03)	0.44	0.22	0.46
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资	3.57	4.09	4.81	5.78	7.01
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	**估值比率**					
普通股增加	346.51	(0.12)	(0.03)	0.00	0.00	P/E	34.03	21.12	17.17	12.59	9.95
资本公积增加	(340.18)	(28.66)	0.00	0.00	0.00	P/B	3.43	2.99	2.55	2.12	1.75
现金净增加额	66.43	(24.03)	306.28	149.01	317.00	EV/EBITD	23.87	15.43	12.28	8.98	6.86

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	垒知集团（002398）2020年1季报点评：疫情影响已过，市占率提升继续	2020-04-27
公司普通报告	垒知集团（002398）：议价能力提升，业绩高增长持续	2020-03-31
公司普通报告	垒知集团（002398）：定增助力全国布局，龙头集中度加速提升	2020-03-05
公司普通报告	垒知集团（002398）：全国布局优势逐步显现	2020-02-28
公司深度报告	垒知集团（002398）深度报告：致高行远	2020-01-03
公司财报点评	建研集团（002398）：外加剂业务助力公司业绩高增	2019-09-06

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011 年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师 2014 第 4、2015 年第 3 名。东方财富中国最佳分析师 2015 年、2016 年和 2017 年上半年建材第 3 名、建材第 1 名和建材第 3 名和建筑装饰第 1 名。卖方分析师水晶球奖 2016 和 2017 年公募基金榜连续入围。2018 年今日投资“天眼”唯一 3 年五星级分析师，2014、2016、2017 和 2018 年获最佳分析师，选股第 3 和第 1 名、盈利预测最准确分析师等。2019 年“金翼奖”第 1 名。

研究助理简介

研究助理：韩宇

应用经济学硕士，四川大学金属材料工程学士，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，从事建材行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街5号新盛大厦B座16层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526