

科顺股份(300737.SZ)

业绩短期承压，经销贡献过半

推荐 (维持)

股价:11.24元

主要数据

行业	建材
公司网址	www.keshun.com.cn
大股东/持股	陈伟忠/26.95%
实际控制人	陈伟忠,阮宜宝
总股本(百万股)	1,181
流通A股(百万股)	898
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	133
流通A股市值(亿元)	101
每股净资产(元)	4.76
资产负债率(%)	56.7

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】科顺股份(300737.SZ)*事项点评*多因素冲击业绩，轻装上阵再出发*推荐20230302

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
BQV514
YANGKAN034@pingan.com.cn

郑南宏 投资咨询资格编号
S1060521120001
ZHENGNAHONG873@pingan.com.cn



事项:

公司公布2022年年报及2023年一季报，2022年营收76.6亿元，同比降1.4%，归母净利润1.8亿元，同比降73.5%，扣非归母净利润0.4亿元，同比降92.5%；2023Q1实现营收18.7亿元，同比增7.6%，归母净利润0.6亿元，同比降41.4%。公司2022年度拟每10股派发现金红利0.5元（含税）。

平安观点:

- **业绩短期承压，但市占率逆市提升。**公司2022年营收同比降1.4%、归母净利润同比降73.5%，主要因：1)需求端，下游地产需求疲弱、新冠疫情反复影响开工施工，同时公司基于风控考虑主动收缩部分客户供应份额；2)成本端，沥青价格受油价上涨带动、需求疲弱导致成本传导较为不畅、低毛利的经销业务收入占比提升，2022年毛利率同比降7.3pct至21.2%；3)期间费率同比提升1.3pct至16.0%；4)部分地产客户资金紧张背景下，公司基于审慎原则计提信用减值2.2亿元（21年为2.5亿元）。2023年一季度，因沥青成本仍处高位，公司毛利率同比降4.2pct至21.6%，导致归母净利润同比降41.4%。但也要看到，一方面公司市占率逆市提升，中国建筑防水协会预计2022年防水总产量为34.67亿平方米，同比降15.4%，公司全年营收降幅远低于行业，并且2023Q1在上年基数相对较高背景下，仍取得7.6%增长实属不易；另一方面得益于产品涨价逐步落实且2022Q4以来沥青价格回落，公司单季度毛利率连续两个季度改善，2023Q1毛利率较2022Q3的19%增长2.6pct，全年有望延续改善。

- **经销收入贡献过半，涂料毛利率同比改善。**从产品类型看，2022年防水卷材收入43.4亿元，同比降4.8%，毛利率18.8%，同比降13.9pct；防水涂料收入16.8亿元，同比降0.2%，毛利率26.0%，同比增3.9pct；防水工程13.2亿元，同比降13.4%，毛利率21.8%，同比降1.2pct；减隔震产品2.6亿元。目前公司产品和服务涉及工程防水、家庭防水（包括瓷砖胶、美缝剂等）、建筑修缮、减隔震、光伏屋面等。从销售模式看，面

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,771	7,661	9,576	11,587	13,325
YOY(%)	24.6	-1.4	25.0	21.0	15.0
净利润(百万元)	673	178	649	834	925
YOY(%)	-24.5	-73.5	264.2	28.6	10.9
毛利率(%)	28.5	21.2	24.0	23.5	23.5
净利率(%)	8.7	2.3	6.8	7.2	6.9
ROE(%)	13.5	3.2	10.4	11.8	11.7
EPS(摊薄/元)	0.57	0.15	0.55	0.71	0.78
P/E(倍)	19.7	74.5	20.5	15.9	14.3
P/B(倍)	2.7	2.4	2.1	1.9	1.7

对地产集采需求萎缩且风险较高的环境，公司一是加大经销客户开发培育、提高市占率，2022年经销收入占比达50%，二是加大与央国企地产客户合作力度，抢占政府类、总包类集采的新阵地，三是加大民建领域拓展，2023年民建目标收入超10亿。

- **收现比同比改善，可转债发行获交易所通过。**面对下游地产频繁违约，公司及时调整战略，强调稳增长、控风险，加大应收款项的回收力度，更加重视经营性现金流量，2022年公司经营性现金流量净额为2.35亿元，同比下滑主要系原材料价格上涨导致支付采购款增加导致，期内收现比同比提升10.8pct至99.1%，付现比提高15.3pct至100.8%。2023Q1经营性现金流量净额（-6.6亿元）、收现比、付现比均较2022Q1有所改善。此外公司拟发行可转债、总额不超过21.98亿元，投资于滁州项目、三明项目、长寿项目、智能化改造项目以及补充流动资金（6.58亿元），已获得深圳证券交易所上市审核委员会审议通过，有助于改善公司资金状况。
- **投资建议：**维持公司2023-2024年盈利预测，并新增2025年盈利预测，预计2023-2025年归母净利润分别为6.5亿元、8.3亿元、9.3亿元，当前市值对应PE分别为20.5倍、15.9倍、14.3倍。随着防水行业基本面逐步改善，公司作为防水龙头，兼具品牌、渠道与产品优势，未来成长性无须过度担忧，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 原材料价格波动风险：公司生产所需的原材料主要包括沥青、膜类（含隔离膜）、聚酯胎基、SBS改性剂、聚醚、乳液、基础油、石蜡、异氰酸酯等，属于石油化工产品，若后续上述原材料采购价格继续上涨，将对公司盈利能力产生负面影响；2) 房地产需求不达预期的风险：房地产行业是公司销售收入的主要来源，若后续房地产行业修复不达预期、新开工大幅下滑，将对公司的业绩增长带来不利影响；3) 应收账款回收风险：若后续地产资金环境未出现明显改善，公司服务的房企客户出现财务状况恶化，将导致公司应收账款不能按期收回或无法收回产生坏账。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	9,493	11,300	13,663	15,702
现金	2,334	2,394	2,897	3,331
应收票据及应收账款	5,607	7,008	8,480	9,752
其他应收款	287	359	434	499
预付账款	138	173	209	241
存货	554	668	814	936
其他流动资产	573	698	829	943
非流动资产	3,146	3,053	2,958	2,864
长期投资	33	32	31	29
固定资产	1,996	1,959	1,922	1,883
无形资产	288	274	259	245
其他非流动资产	829	788	746	706
资产总计	12,639	14,353	16,621	18,566
流动负债	6,109	7,359	8,986	10,201
短期借款	1,162	1,394	1,730	1,853
应付票据及应付账款	3,615	4,358	5,308	6,105
其他流动负债	1,332	1,607	1,948	2,243
非流动负债	913	751	588	426
长期借款	716	554	392	229
其他非流动负债	197	197	197	197
负债合计	7,022	8,110	9,574	10,627
少数股东权益	1	1	0	-0
股本	1,181	1,181	1,181	1,181
资本公积	2,072	2,072	2,072	2,072
留存收益	2,364	2,990	3,794	4,686
归属母公司股东权益	5,617	6,243	7,047	7,939
负债和股东权益	12,639	14,353	16,621	18,566

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	223	100	448	596
净利润	178	649	834	925
折旧摊销	203	93	93	93
财务费用	76	78	82	82
投资损失	-4	-4	-4	-4
营运资金变动	-459	-728	-569	-512
其他经营现金流	229	13	13	13
投资活动现金流	-334	-8	-8	-8
资本支出	234	0	0	-0
长期投资	-41	0	0	0
其他投资现金流	-527	-8	-8	-8
筹资活动现金流	125	-32	62	-154
短期借款	566	232	336	123
长期借款	-150	-162	-162	-162
其他筹资现金流	-291	-101	-111	-115
现金净增加额	19	60	503	435

利润表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,661	9,576	11,587	13,325
营业成本	6,036	7,278	8,864	10,193
税金及附加	37	55	66	76
营业费用	510	448	485	600
管理费用	301	354	429	493
研发费用	343	383	463	533
财务费用	76	78	82	82
资产减值损失	-38	-44	-54	-62
信用减值损失	-224	-239	-232	-266
其他收益	54	54	54	54
公允价值变动收益	41	0	0	0
投资净收益	4	4	4	4
资产处置收益	-3	-3	-3	-3
营业利润	191	750	967	1,073
营业外收入	12	12	12	12
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	201	759	976	1,082
所得税	23	110	142	157
净利润	178	649	834	925
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	178	649	834	925
EBITDA	480	930	1,151	1,257
EPS (元)	0.15	0.55	0.71	0.78

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入(%)	-1.4	25.0	21.0	15.0
营业利润(%)	-76.4	291.6	28.9	11.0
归属于母公司净利润(%)	-73.5	264.2	28.6	10.9
获利能力				
毛利率(%)	21.2	24.0	23.5	23.5
净利率(%)	2.3	6.8	7.2	6.9
ROE(%)	3.2	10.4	11.8	11.7
ROIC(%)	3.4	10.3	11.3	11.1
偿债能力				
资产负债率(%)	55.6	56.5	57.6	57.2
净负债比率(%)	-8.1	-7.1	-11.0	-15.7
流动比率	1.6	1.5	1.5	1.5
速动比率	1.4	1.3	1.3	1.3
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	1.4	1.4	1.4	1.4
应付账款周转率	3.4	3.4	3.4	3.4
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.55	0.71	0.78
每股经营现金流(最新摊薄)	0.19	0.08	0.38	0.51
每股净资产(最新摊薄)	4.76	5.29	5.97	6.72
估值比率				
P/E	74.5	20.5	15.9	14.3
P/B	2.4	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	33.6	16.1	13.2	12.0

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023号平安金融中心B座25层
邮编:518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333号平安金融大厦26楼
邮编:200120

北京

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心北楼16层
邮编:100033