

# 科顺股份 (300737)

## 2022 年报及 2023 年一季报点评：渠道优化 经销占比过半，静待盈利修复

买入 (维持)

2023 年 04 月 27 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书: S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书: S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 任婕

执业证书: S0600522070003

renj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	7,661	9,618	11,394	13,118
同比	-1%	26%	18%	15%
归属母公司净利润 (百万元)	178	640	859	1,126
同比	-74%	259%	34%	31%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.15	0.54	0.73	0.95
P/E (现价&最新股本摊薄)	74.76	20.82	15.50	11.83

关键词: #业绩符合预期

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年报及 2023 年一季报。2022 年公司实现营收 76.61 亿元, 同比-1.42%; 归母净利 1.78 亿元, 同比-73.51%。2023Q1 实现营收 18.66 亿元, 同比+7.59%; 归母净利 5807.55 万元, 同比-41.37%。
- **渠道结构优化调整, 经销占比达到 50%以上。分季度看,** 公司 2022Q1-Q4 收入增速分别为+18.71%/+4.62%/-5.50%/-18.39%, Q3、Q4 主要受下游需求景气及疫情等因素影响。2023 年 Q1 公司收入同比增长 7.59%, 需求逐步复苏。**分产品看,** 2022 年防水卷材实现营收 43.36 亿元, 同比下滑 4.79%; 防水涂料 16.81 亿元, 同比下滑 0.2%; 防水工程施工 13.24 亿元, 同比下滑 13.40%; 减隔震产品 2.61 亿元。**分渠道看,** 2022 年公司积极推动渠道结构优化, 提升经销占比, 公司已与 2500 多家经销商建立了长期稳固的合作关系, 2022 年经销收入占比达到 50%以上。同时, 公司加快民建产品体系建设, 形成防水体系、瓷砖胶、美缝剂体系以及其他辅材体系的产品结构, 并持续加快民建卫星工厂的投建, 目标 2023 年民建集团收入超 10 亿元。
- **毛利率短期承压, 原材料价格回落盈利改善可期。** 公司 2022 年销售毛利率 21.21%, 同比变动-7.3pct; 2023Q1 公司销售毛利率 21.59%, 同比变动-4.15pct, 环比变动+1.78pct。分产品看, 2022 年公司防水卷材毛利率 18.79%, 同比-13.94 pct, 主要系沥青价格上涨较多; 防水涂料毛利率 26.01%, 同比+3.87pct; 防水工程施工毛利率 21.81%, 同比-1.17pct。随着原材料价格的回落及原材料冬储等措施, 预计毛利率将逐步得到修复。期间费用率方面, 2022 年公司销售/管理/研发/财务费用率同比变动+0.57/+0.2/+0.1/+0.44pct, 主要系收入规模下滑费用摊薄减少及银行借款增加导致利息支出增加。
- **加大应收款催收力度, 收现比同比提升显著。** 公司 2022 年经营活动现金净流量为 2.35 亿元, 同比下滑 61.5%, 主要系 2022 年原材料采购价格上涨导致购买原材料支付的现金增加所致。**1)收现比:** 2022 年公司收现比 99.13%, 同比变动+10.77pct, 主要系公司 22Q4 加大应收账款催收力度。**2)付现比:** 2022 年公司付现比 100.79%, 同比变动+15.32pct; 2022 年末公司应付账款及应付票据余额 36.15 亿元, 同比增长 5.55%。公司 2023 年 Q1 经营活动现金净流量为-6.57 亿元, 同比增加 40.15%。
- **盈利预测与投资评级:** 公司作为防水龙头受益于行业标准提升、客户集中度提升等; 随着新建基地陆续投产以及经销渠道加速布局, 加大对经销商的资源配置和扶持力度, 公司有望不断提升市场份额, 此外公司收购丰泽股份尝试品类延伸。考虑到需求回暖、盈利改善, 我们基本维持预测公司 2023-2024 年归母净利为 6.40/8.59 亿元, 新增 2025 年预测为 11.26 亿元, 对应 PE 分别为 21X/16X/12X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 下游房地产行业波动的风险; 原材料价格剧烈波动的风险; 行业竞争加剧风险; 计提大额信用减值损失的风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	11.28
一年最低/最高价	9.16/14.69
市净率(倍)	2.37
流通 A 股市值(百万元)	10,093.82
总市值(百万元)	13,320.31

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.76
资产负债率(% ,LF)	56.72
总股本(百万股)	1,180.88
流通 A 股(百万股)	894.84

### 相关研究

- 《科顺股份(300737): 成本及需求压力之下 Q3 经营承压, 渠道结构积极调整》  
2022-10-26
- 《科顺股份(300737): 2022 年半年报点评: 渠道结构优化, 业绩短期承压》  
2022-09-01

科顺股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>9,493</b>	<b>10,242</b>	<b>11,510</b>	<b>12,992</b>	<b>营业总收入</b>	<b>7,661</b>	<b>9,618</b>	<b>11,394</b>	<b>13,118</b>
货币资金及交易性金融资产	2,408	2,391	2,494	2,819	营业成本(含金融类)	6,036	7,345	8,661	9,940
经营性应收款项	5,335	6,026	6,994	7,886	税金及附加	37	48	57	66
存货	554	528	672	772	销售费用	510	577	649	695
合同资产	410	481	570	656	管理费用	301	327	359	400
其他流动资产	786	816	780	859	研发费用	343	370	422	459
<b>非流动资产</b>	<b>3,146</b>	<b>3,585</b>	<b>3,988</b>	<b>4,343</b>	财务费用	76	82	82	81
长期股权投资	33	33	33	33	加:其他收益	54	82	57	66
固定资产及使用权资产	1,996	2,282	2,538	2,759	投资净收益	4	-5	-6	-7
在建工程	159	287	390	472	公允价值变动	41	0	0	0
无形资产	288	313	357	410	减值损失	-262	-200	-210	-220
商誉	101	101	101	101	资产处置收益	-3	-10	-11	-13
长期待摊费用	2	2	2	2	<b>营业利润</b>	<b>191</b>	<b>736</b>	<b>994</b>	<b>1,304</b>
其他非流动资产	566	566	566	566	营业外净收支	9	5	5	5
<b>资产总计</b>	<b>12,639</b>	<b>13,827</b>	<b>15,498</b>	<b>17,335</b>	<b>利润总额</b>	<b>201</b>	<b>741</b>	<b>999</b>	<b>1,309</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,109</b>	<b>6,656</b>	<b>7,468</b>	<b>8,179</b>	减:所得税	23	101	140	183
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,703	1,703	1,703	1,703	<b>净利润</b>	<b>178</b>	<b>640</b>	<b>859</b>	<b>1,126</b>
经营性应付款项	3,615	3,783	4,390	4,902	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	390	441	520	596	<b>归属母公司净利润</b>	<b>178</b>	<b>640</b>	<b>859</b>	<b>1,126</b>
其他流动负债	401	730	856	978	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.15	0.54	0.73	0.95
非流动负债	913	913	913	913	EBIT	253	950	1,247	1,559
长期借款	708	708	708	708	EBITDA	469	1,241	1,594	1,964
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.21	23.63	23.99	24.23
租赁负债	8	8	8	8	归母净利率(%)	2.33	6.65	7.54	8.58
其他非流动负债	197	197	197	197	收入增长率(%)	-1.42	25.55	18.48	15.13
<b>负债合计</b>	<b>7,022</b>	<b>7,569</b>	<b>8,381</b>	<b>9,092</b>	归母净利润增长率(%)	-73.51	259.01	34.36	30.97
归属母公司股东权益	5,617	6,257	7,116	8,242					
少数股东权益	1	1	1	1					
<b>所有者权益合计</b>	<b>5,618</b>	<b>6,258</b>	<b>7,117</b>	<b>8,243</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>12,639</b>	<b>13,827</b>	<b>15,498</b>	<b>17,335</b>					

  

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	235	840	982	1,217	每股净资产(元)	4.76	5.30	6.03	6.98
投资活动现金流	-334	-739	-762	-775	最新发行在外股份(百万股)	1,181	1,181	1,181	1,181
筹资活动现金流	125	-117	-117	-117	ROIC(%)	3.09	9.82	11.77	13.27
现金净增加额	31	-17	103	325	ROE-摊薄(%)	3.17	10.22	12.08	13.66
折旧和摊销	216	291	347	405	资产负债率(%)	55.55	54.74	54.08	52.45
资本开支	-319	-735	-756	-768	P/E(现价&最新股本摊薄)	74.76	20.82	15.50	11.83
营运资本变动	-459	-717	-724	-710	P/B(现价)	2.37	2.13	1.87	1.62

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>

