



买入（维持）

所属行业：建筑材料  
当前价格(元)：11.28

证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

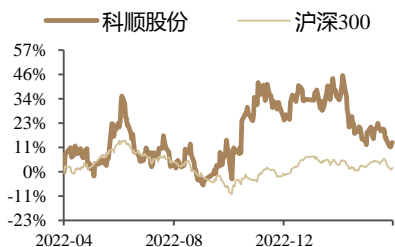
邮箱：yanguang@tebon.com.cn

研究助理

杨东谕

邮箱：yangdy@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.88	-15.00	-15.12
相对涨幅(%)	-0.28	-13.63	-10.51

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 1.《科顺股份(300737.SZ)：材料成本和坏账计提导致 22Q4 亏损，看好 23 年业绩弹性》，2023.2.21
- 2.《科顺股份(300737.SZ)：成本压力叠加行业需求下行，三季度或为业绩底》，2022.10.26
- 3.《科顺股份(300737.SZ)：疫情、原材料等因素影响当期业绩，现金流管控能力提升》，2022.8.31
- 4.《科顺股份(300737.SZ)：现金流和盈利承压，坚定 22 年百亿营收目标》，2022.4.28

# 科顺股份 (300737.SZ)：23Q1 营收增速转正，全年渠道转型为经营重点

投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年年报和 2023 一季报，2022 年公司实现营业收入 76.61 亿元，同比下降 1.42%；实现归母净利润 1.78 亿元，同比下降 73.51%；实现扣非净利润 4312.71 万元，同比下降 92.46%；2023 年一季度，公司实现营业收入 18.66 亿元，同比增长 7.59%；实现归母净利润 5807.55 万元，同比下降 41.37%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 4088.34 万元，同比下降 50.20%。
- **23Q1 收入转正，利润存在成本压力。**2022 年下游施工量骤减背景下，公司经营承压，分业务看，防水卷材收入 43.36 亿元，同比下降-4.79%，防水材料收入 16.81 亿元，同比下降-0.2%，防水工程施工收入 13.24 亿元，同比下降 13.4%，合并丰泽股份后，2022 年丰泽股份并表收入 2.91 亿元，占营业收入 4.4%。23Q1 收入端同比增速在前两季度为负的背景下再次转正，同期利润端在沥青（23Q1SBS 改性沥青价格同比增长 8.81%）、聚酯胎等石油化工产品的原材料价格高位等背景下依然存压力，23Q1 公司毛利率实现 21.59%，相比同期减少 4.15pct。公司费用率稳定，23Q1 期间费用率 16.3%，相比同期下降 0.1pct，除研发费用率相比同期增长 0.5pct，销售费率和管理费率相比同期减少 0.6pct，在防水新规出台前产品防水质保期已经提高至 30 年，公司不断通过研发赋能产品附加值。23Q1 信用减值损失 0.32 亿元，同比减少 29.4%。2022 年，公司经销占营收比重达到 50%，根据经营计划，2023 年公司计划继续深耕渠道转型，提高经销商全国地级市覆盖率，并逐步向县级城市渗透，并对非房领域专项经销商补充；大力发展民建集团零售业务，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，继续加大对优质家装公司、陶瓷企业等客户的开发，实现销售旗舰店和销售网点的快速增加，努力实现 2023 年民建收入超 10 亿的目标。
- **22 年资产减值计提 2.62 亿元，整体现金管控能力提升。**2022 年公司新增资产减值损失计提 3806.87 万元，其中合同资产/存货/商誉分别新增计提 1190.92/1065.75/1504.82 万元，新增信用减值损失计提 25857.3 万元，其中应收票据冲回 2975.14 万元，应收账款/预计负债分别新增计提 25860.3/1096.05 万元。23Q1，公司收现比为 0.82x，相比去年同期 0.69x 效率增长 0.14x，同期公司经营性现金流净额为-6.57 亿，相比去年同期增加 4.41 亿，应收账款和应收票据同比增长 12.2%，略缓于营收增速，同时应收票据同比大幅下降 76.2%，其他应收款同比下降 13.9%，应收账款同比上涨 24.9%，合同资产同比增加 21%。公司在此前可转债发行问询中详细披露应收账款计提方案，应收前十客户风险控制方案，我们认为，经历 21-22 年下行风险后，公司现金管控能力不断提升，现金回流效率加快。
- **2022 年丰泽业绩承诺暂未兑现，“2021 激励计划”本年暂不实行。**2022 年丰泽股份并表后实现净利润 3478.18 万元，未完成当期业绩承诺 5040 万元，主要系一方面项目招标、实施、交付及验收等环节均有所延迟，从而销售收入和毛利实现情况不及预期；另一方面，为布局市场，丰泽股份持续加大研发费用和销售费用投入。根据签订协议，丰泽股份原股东当期应补偿金额 4,117.27 万元，支付方式为股权支付股份 317.44 万股，现金支付补偿 44.55 元。同时《2021 年股权激励计划》中，根据方案业绩承诺，公司业绩考核目标为以“2021 年净利润为基数，2022 年净利润比 2021 年净利润增长不低于 25%；且 2022 年公司经营性现金流量净额大于零。”由于公司未达到首次授予第一个归属期公司层面业绩考核目标，公司将本激励计划 313 名激励对象已获授的首次授予第一个归属期对应的 561.60 万股

限制性股票数量进行作废失效，合计作废 757.60 万股限制性股票。

- 发行可转债募资近 22 亿，扩产为渠道下沉保驾护航。**2023 年 4 月，公司可转债发行方案获批，发行总额不超过 21.98 亿元，募集资金将主要用于建设安徽生产基地、福建生产基地扩建项目、重庆生产基地改扩建项目、原有工厂智能化改造项目及补充流动资金。随着产能基地多区域布局，公司产品运输半径进一步缩短，对于下沉渠道网络提供更高效产品供应，同时智能化改造项目将有望有效提升公司生产效率，降低制造成本费用。
- 投资建议：**虽然预计地产链经营压力犹存，我们预期 23 年地产销售好转并将传导至资金和开工端，同时原材料采购成本下行，我们调整 2023-2025 年公司归母净利润分别为 8.17/10.89/14.73 亿元，对应 EPS 分别为 0.69/0.92/1.25 元，对应 PE 估值分别为 16.31/12.23/9.04 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**地产投资力度下滑大幅超出预期；强制性新标落实力度不及预期；原材料价格大幅上涨导致成本压力提升。

股票数据		主要财务数据及预测					
		2021	2022	2023E	2024E	2025E	
总股本(百万股):	1,180.88						
流通 A 股(百万股):	894.84						
52 周内股价区间(元):	9.30-14.39						
总市值(百万元):	13,320.31						
总资产(百万元):	12,993.27						
每股净资产(元):	4.76						
资料来源: 公司公告							
		营业收入(百万元)	7,771	7,661	9,934	12,436	15,606
		(+/-)YOY(%)	24.6%	-1.4%	29.7%	25.2%	25.5%
		净利润(百万元)	673	178	817	1,089	1,473
		(+/-)YOY(%)	-24.5%	-73.5%	358.4%	33.3%	35.2%
		全面摊薄 EPS(元)	0.57	0.15	0.69	0.92	1.25
		毛利率(%)	28.5%	21.2%	25.8%	26.0%	26.2%
		净资产收益率(%)	13.5%	3.2%	12.7%	14.3%	16.0%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.15	0.69	0.92	1.25
每股净资产	4.76	5.47	6.45	7.78
每股经营现金流	0.20	-0.25	0.35	0.43
每股股利	0.05	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	83.37	16.31	12.23	9.04
P/B	2.64	2.06	1.75	1.45
P/S	1.74	1.34	1.07	0.85
EV/EBITDA	22.99	11.68	9.51	7.40
股息率%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	21.2%	25.8%	26.0%	26.2%
净利润率	2.3%	8.2%	8.8%	9.4%
净资产收益率	3.2%	12.7%	14.3%	16.0%
资产回报率	1.4%	5.9%	6.8%	7.8%
投资回报率	4.8%	9.8%	10.8%	12.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-1.4%	29.7%	25.2%	25.5%
EBIT 增长率	-59.4%	134.0%	24.9%	31.4%
净利润增长率	-73.5%	358.4%	33.3%	35.2%
偿债能力指标				
资产负债率	55.6%	53.5%	52.8%	51.6%
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.7
速动比率	1.4	1.4	1.4	1.5
现金比率	0.4	0.2	0.2	0.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	222.4	222.4	222.4	222.4
存货周转天数	33.5	33.5	33.5	33.5
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8
固定资产周转率	3.9	4.3	5.6	6.9

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	178	817	1,089	1,473
少数股东损益	-0	-1	-2	-2
非现金支出	478	306	278	286
非经营收益	6	67	67	67
营运资金变动	-426	-1,488	-1,017	-1,320
经营活动现金流	235	-300	415	504
资产	-319	-495	-296	-298
投资	-41	-7	0	0
其他	25	4	6	8
投资活动现金流	-334	-499	-290	-290
债权募资	1,713	27	0	0
股权募资	1	1	0	0
其他	-1,589	-77	-77	-77
融资活动现金流	125	-49	-77	-77
现金净流量	31	-847	48	137

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 27 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7,661	9,934	12,436	15,606
营业成本	6,036	7,367	9,200	11,517
毛利率%	21.2%	25.8%	26.0%	26.2%
营业税金及附加	37	48	60	75
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	510	661	828	1,039
营业费用率%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
管理费用	301	397	522	609
管理费用率%	3.9%	4.0%	4.2%	3.9%
研发费用	343	445	557	699
研发费用率%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
EBIT	434	1,016	1,269	1,668
财务费用	76	41	42	38
财务费用率%	1.0%	0.4%	0.3%	0.2%
资产减值损失	-38	-100	-50	-50
投资收益	4	5	6	8
营业利润	191	945	1,264	1,691
营业外收支	9	9	9	9
利润总额	201	954	1,274	1,700
EBITDA	650	1,223	1,497	1,904
所得税	23	139	186	229
有效所得税率%	11.3%	14.5%	14.6%	13.5%
少数股东损益	-0	-1	-2	-2
归属母公司所有者净利润	178	817	1,089	1,473

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,334	1,486	1,534	1,672
应收账款及应收票据	4,878	6,325	7,919	9,937
存货	554	677	845	1,058
其它流动资产	1,728	1,937	2,206	2,548
流动资产合计	9,493	10,425	12,504	15,214
长期股权投资	33	42	42	42
固定资产	1,953	2,326	2,231	2,275
在建工程	159	109	355	477
无形资产	288	281	274	266
非流动资产合计	3,146	3,470	3,613	3,772
资产总计	12,639	13,895	16,117	18,986
短期借款	1,162	1,189	1,189	1,189
应付票据及应付账款	3,615	3,835	4,663	5,680
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,332	1,503	1,738	2,025
流动负债合计	6,109	6,526	7,590	8,893
长期借款	708	708	708	708
其它长期负债	205	205	205	205
非流动负债合计	913	913	913	913
负债总计	7,022	7,439	8,503	9,806
实收资本	1,181	1,182	1,182	1,182
普通股股东权益	5,617	6,456	7,616	9,184
少数股东权益	1	-0	-2	-4
负债和所有者权益合计	12,639	13,895	16,117	18,986

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获2019年金牛奖建筑材料第二名；2019年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019年Wind金牌分析师建筑材料第一名；2020年Wind金牌分析师建筑材料第一名。

杨东谕 建筑建材行业研究助理，帝国理工学院硕士，主要负责消费建材板块，2021年加入德邦证券。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。