

科顺股份 (300737)

2023 年半年报点评: 经销渠道加大投入, 信用减值计提拖累业绩

买入 (维持)

2023 年 08 月 31 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 石峰源

执业证书: S0600521120001

shify@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	7,661	8,485	10,078	11,631
同比	-1%	11%	19%	15%
归属母公司净利润 (百万元)	178	337	607	854
同比	-74%	89%	80%	41%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.15	0.29	0.52	0.73
P/E (现价&最新股本摊薄)	53.25	28.17	15.64	11.11

关键词: #业绩不及预期

投资要点

- **事件: 公司发布 2023 年中报。**2023H1 公司实现营收 43.37 亿元, 同比 +4.73%; 归母净利润 6060 万元, 同比-75.21%。其中, Q2 实现营收 24.70 亿元, 同比+2.67%; 归母净利 253 万元, 同比-98.26%。
- **需求缓慢修复, 防水涂料增长较快。**分季度看, 23Q1-Q2 营收分别同比 +7.59%/+2.67%, 需求端缓慢恢复。分产品看, 23H1 防水卷材营收 22.72 亿元, 同比-4.77%; 防水涂料营收 10.76 亿元, 同比+20.49%; 防水工程施工营收 7.41 亿元, 同比+3.86%。公司除“科顺”品牌外还推出了针对家装市场的“科顺建材”品牌、针对堵漏修补市场的“科顺修缮”品牌, 公司已与全国 30 个省市的 2500 多家经销商建立了长期稳固的合作关系。23H1 丰泽股份实现营收 2.22 亿元, 同比增长 48.05%, 减隔震业务快速发展。
- **渠道投入加大, 信用减值计提影响当期业绩。**分产品看, 23H1 防水卷材毛利率 19.91%, 同比变动-1.90pct; 防水涂料毛利率 24.92%, 同比变动+0.42pct; 防水工程施工毛利率 16.31%, 同比变动-8.12pct。期间费用率略有增加, 23H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比变动 +0.68/+0.07/+0.22/+0.02pct, 其中销售费用增加主要系公司加大市场开发力度, 尤其加大 C 端市场的投入, 以及加大对核心经销商的支持赋能。此外, 公司 23H1 计提信用减值损失 1.55 亿元, 主要系公司应收款项同比略有增加, 部分应收款项账龄变长, 导致计提的坏账准备增加。
- **经营活动现金流量净额同比下降。**23H1 公司经营活动产生的现金流量净额为-7.54 亿元, 同比下滑 11.16%。1) 收现比: 23H1 公司收现比 82.51%, 同比变动+1.8pct; 23H1 末公司应收账款及票据余额 57.27 亿元, 同比+2.20%。2) 付现比: 23H1 公司付现比 102.96%, 同比变动 +4.00pct; 23H1 末公司应付账款及应付票据余额 38.23 亿元, 同比-10.39%。
- **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。由于需求恢复较缓及减值计提因素, 我们下调公司 2023-2025 年归母净利润 3.37/6.07/8.54 亿元 (前值为 6.40/8.59/11.26 亿元), 对应 PE 分别为 28X/16X/11X, 考虑到公司未来业绩修复弹性, 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)	8.06
一年最低/最高价	7.68/14.69
市净率(倍)	1.71
流通 A 股市值(百万元)	7,256.16
总市值(百万元)	9,488.93

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.70
资产负债率(% ,LF)	59.26
总股本(百万股)	1,177.29
流通 A 股(百万股)	900.27

相关研究

《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》

2023-04-27

《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
流动资产	9,493	9,258	10,366	11,450	营业总收入	7,661	8,485	10,078	11,631
货币资金及交易性金融资产	2,408	1,819	1,793	1,813	营业成本(含金融类)	6,036	6,617	7,784	8,918
经营性应收款项	5,335	5,774	6,722	7,549	税金及附加	37	42	50	58
存货	554	463	600	688	销售费用	510	522	582	640
合同资产	410	424	504	582	管理费用	301	305	333	366
其他流动资产	786	778	748	818	研发费用	343	335	383	419
非流动资产	3,146	3,585	3,988	4,343	财务费用	76	82	91	91
长期股权投资	33	33	33	33	加:其他收益	54	72	50	58
固定资产及使用权资产	1,996	2,282	2,538	2,759	投资净收益	4	-4	-5	-6
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	-265	-210	-220
商誉	101	101	101	101	资产处置收益	-3	-8	-10	-12
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	191	376	680	959
其他非流动资产	566	566	566	566	营业外净收支	9	5	5	5
资产总计	12,639	12,844	14,355	15,793	利润总额	201	381	685	964
流动负债	6,109	5,984	6,906	7,515	减:所得税	23	52	96	135
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,703	1,703	1,703	1,703	净利润	178	329	589	829
经营性应付款项	3,615	3,227	3,967	4,398	减:少数股东损益	0	-8	-18	-25
合同负债	390	397	467	535	归属母公司净利润	178	337	607	854
其他流动负债	401	658	770	878	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.15	0.29	0.52	0.73
非流动负债	913	913	913	913	EBIT	253	663	946	1,230
长期借款	708	708	708	708	EBITDA	469	954	1,293	1,635
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.21	22.02	22.76	23.32
租赁负债	8	8	8	8	归母净利率(%)	2.33	3.97	6.02	7.35
其他非流动负债	197	197	197	197	收入增长率(%)	-1.42	10.75	18.78	15.42
负债合计	7,022	6,897	7,819	8,428	归母净利润增长率(%)	-73.51	89.05	80.16	40.78
归属母公司股东权益	5,617	5,954	6,561	7,415					
少数股东权益	1	-7	-25	-50					
所有者权益合计	5,618	5,947	6,536	7,365					
负债和股东权益	12,639	12,844	14,355	15,793					

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	266	851	909	每股净资产(元)	4.76	5.04	5.56	6.28
投资活动现金流	-334	-738	-760	-772	最新发行在外股份(百万股)	1,177	1,177	1,177	1,177
筹资活动现金流	125	-117	-117	-117	ROIC(%)	3.09	6.98	9.39	11.29
现金净增加额	31	-588	-26	20	ROE-摊薄(%)	3.17	5.66	9.25	11.52
折旧和摊销	216	291	347	405	资产负债率(%)	55.55	53.70	54.47	53.36
资本开支	-319	-733	-755	-767	P/E(现价&最新股本摊薄)	53.25	28.17	15.64	11.11
营运资本变动	-459	-1,007	-565	-713	P/B(现价)	1.69	1.60	1.45	1.28

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>