

# 科顺股份 (300737.SZ)

## 全年业绩超预期，优质成长开启双百亿征程

**事件：公司发布 2020 年报及 2021 年一季报。1) 2020 年报：**实现营收 62.38 亿元，同比+34.09%；归母净利润 8.9 亿元，同比+145.03%。**2) 2021 年一季报：**Q1 实现营收 14.61 亿元，同比+80.58%；归母净利润 1.65 亿元，同比+463.19%。

**营业收入稳步增长，产能及渠道布局逐步完善。分业务来看，**业务规模快速增长，市场份额稳步提升。防水卷材营收 40.59 亿元，同比+28.09%；防水涂料实现营收 11.52 亿元，同比+24.72%；工程施工业务实现营收 9.90 亿元，同比+96.24%，期内公司渠道及产能布局进一步完善，各项业务快速增长，市场份额从 2019 年的 4.7% 提升至 2020 年的 5.7%。**分季度来看，**公司 2020 年 Q1-Q4 营收增速分别为 24.47%/39.72%/23.98%/43.49%，Q4 收入增长进一步加速。2021 年 Q1 收入增速 80.57%，主要由于春节就地过年政策下复工复产好于往年，年初地产基建需求旺盛，公司在 20Q1 有一定增速的情况下仍然保持高增速，业绩持续靓丽。

**盈利能力大幅提升，降本增效成果持续显现。公司 2020 年销售毛利率为 36.94%，同比增长 3.41pct（去年同期运输费 5.44%，同口径计算下综合毛利率预计提升 8-9 个点）。**我们认为，毛利率提升主要来自于：1) 原材料价跌；2) 规模效应不断提升。期间费用率方面，除运输费用外其他各项销售费率合计同比下降 0.7 个百分点，2020 年销售人员人均创收 472.92 万元，同比增长 14%，经营效率持续提升，降本增效工作取得显著成效。2) 管理费用率 3.90%，同比下降 0.52 个百分点，降本增效成果持续显现。3) 报告期内公司加大研发投入，直接投入费用增长 40%。

**受净利大增影响现金流量持续向好，收现比略有承压。**公司期内经营性活动现金流量净额为 5.52 亿元，较上年同期增加 3.77 亿元，去年同期为 1.75 亿元（净现比从 2019 年的 0.48 提升至 2020 年的 0.62），主要系公司期内净利润大幅增加。**1) 收现比情况：**期内收现比 89.32%，较上年同期变动-6.1pct，期末公司应收账款及应收票据余额为 29.97 亿元，上年同期为 23.84 亿元，同比增长 25.70%，期末合同资产 3.65 亿元，应收及合同资产合计余额同比增长 41%，略高于收入增速，主要系受三道红线及疫情等因素影响下游客户回款节奏有所放缓；**2) 付现比情况：**期内付现比 100.86%，较上年同期变动-2.6pct，随着公司规模效应显现，议价能力有所提升。

**投资建议：**防水行业需求稳定增长，公司作为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，公司有望不断提升市场份额，规模和效益有望持续快速增长。同时，公司上市以来加快产能和渠道布局，激励充分，管理改善，提质增效，为公司快速发展提供保障。公司提出确保 2022 年实现销售过百亿，并力争在 2025 年达到 200 亿营收规模，彰显公司发展信心。我们预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 11.90 亿元、15.63 亿元和 20.16 亿元，对应 EPS 分别为 1.87、2.46、3.17 元，对应 PE 分别为 18、13、10 倍；相较于同业目前公司估值水平较为低估，考虑到公司较好的成长性与经营质量，维持“买入”评级。

**风险提示：**下游需求波动的风险；原材料价格波动的风险；市场竞争加剧的风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,652	6,238	8,295	10,797	13,653
增长率 yoy (%)	50.2	34.1	33.0	30.2	26.5
归母净利润(百万元)	363	890	1,190	1,563	2,016
增长率 yoy (%)	96.1	145.0	33.7	31.3	28.9
EPS 最新摊薄(元/股)	0.57	1.40	1.87	2.46	3.17
净资产收益率(%)	11.5	21.4	22.7	23.5	23.7
P/E(倍)	57.6	23.5	17.6	13.4	10.4
P/B(倍)	6.6	5.0	4.0	3.1	2.5

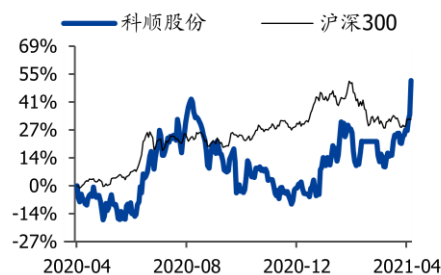
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 22 日收盘价

买入（维持）

### 股票信息

行业	其他建材
前次评级	买入
04 月 22 日收盘价	32.95
总市值(百万元)	20,935.49
总股本(百万股)	635.37
其中自由流通股(%)	73.72
30 日日均成交量(百万股)	6.23

### 股价走势



### 作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号：S0680518030009

邮箱：huangshitao@gszq.com

分析师 房大磊

执业证书编号：S0680518010005

邮箱：fangdalei@gszq.com

研究助理 任婕

邮箱：renjie@gszq.com

### 相关研究

- 1、《科顺股份(300737.SZ)：收购进入非房领域，协同发展建筑减隔震产品》2021-03-22
- 2、《科顺股份(300737.SZ)：产能+渠道扩张提升份额，优化管理开启优质成长》2021-01-11



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	4499	6090	7765	9018	11452
现金	1101	1420	1659	2159	2731
应收票据及应收账款	2384	2997	4377	5012	6559
其他应收款	157	135	234	259	356
预付账款	88	151	117	232	209
存货	585	340	962	940	1180
其他流动资产	185	1048	417	417	417
<b>非流动资产</b>	1494	2058	2567	3208	3909
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	724	1310	1683	2124	2611
无形资产	139	147	221	323	437
其他非流动资产	631	601	663	761	861
<b>资产总计</b>	5993	8148	10332	12227	15360
<b>流动负债</b>	2742	3741	4844	5360	6668
短期借款	511	659	750	1014	945
应付票据及应付账款	1584	2011	3135	3656	4725
其他流动负债	648	1071	959	691	998
<b>非流动负债</b>	102	255	237	217	192
长期借款	74	211	194	173	149
其他非流动负债	29	43	43	43	43
<b>负债合计</b>	2845	3996	5081	5577	6861
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	608	612	1101	1101	1101
资本公积	1831	1909	1420	1420	1420
留存收益	873	1745	2813	4215	6023
归属母公司股东权益	3149	4152	5251	6649	8500
<b>负债和股东权益</b>	5993	8148	10332	12227	15360

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	175	552	868	1234	1749
净利润	363	890	1190	1563	2016
折旧摊销	66	101	113	152	197
财务费用	20	27	28	37	39
投资损失	-21	28	-25	-15	-15
营运资金变动	-355	-758	-446	-506	-493
其他经营现金流	101	263	8	4	5
<b>投资活动现金流</b>	106	-882	-604	-782	-888
资本支出	503	607	509	641	701
长期投资	576	-275	0	0	0
其他投资现金流	1184	-550	-96	-141	-187
<b>筹资活动现金流</b>	-50	648	-166	-115	-171
短期借款	224	148	-50	100	50
长期借款	-52	138	-18	-20	-25
普通股增加	-3	4	489	0	0
资本公积增加	-12	78	-489	0	0
其他筹资现金流	-207	280	-98	-195	-197
<b>现金净增加额</b>	230	318	98	337	690

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	4652	6238	8295	10797	13653
营业成本	3092	3934	5532	7130	9010
营业税金及附加	33	42	54	76	96
营业费用	576	389	498	648	819
管理费用	206	243	315	410	519
研发费用	210	282	361	486	614
财务费用	20	27	28	37	39
资产减值损失	-119	-278	-150	-200	-200
其他收益	11	26	30	32	25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	21	-28	25	15	15
资产处置收益	-1	-8	-8	-4	-5
<b>营业利润</b>	427	1033	1405	1854	2391
营业外收入	5	8	8	8	8
营业外支出	1	3	4	5	5
<b>利润总额</b>	432	1039	1409	1857	2394
所得税	68	149	218	293	378
<b>净利润</b>	363	890	1190	1563	2016
少数股东损益	-0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	363	890	1190	1563	2016
EBITDA	500	1152	1525	2011	2582
EPS (元)	0.57	1.40	1.87	2.46	3.17

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	50.2	34.1	33.0	30.2	26.5
营业利润(%)	92.9	141.8	36.0	32.0	29.0
归属于母公司净利润(%)	96.1	145.0	33.7	31.3	28.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	33.5	36.9	33.3	34.0	34.0
净利率(%)	7.8	14.3	14.4	14.5	14.8
ROE(%)	11.5	21.4	22.7	23.5	23.7
ROIC(%)	9.7	17.8	19.1	19.8	20.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	47.5	49.0	49.2	45.6	44.7
净负债比率(%)	-15.6	-12.5	-12.6	-13.7	-18.5
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7
速动比率	1.3	1.3	1.3	1.4	1.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	2.3	2.3	2.3	2.3	2.4
应付账款周转率	2.2	2.2	2.2	2.1	2.2
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.57	1.40	1.87	2.46	3.17
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	0.87	1.37	1.94	2.75
每股净资产(最新摊薄)	4.96	6.54	8.26	10.47	13.38
<b>估值比率</b>					
P/E	57.6	23.5	17.6	13.4	10.4
P/B	6.6	5.0	4.0	3.1	2.5
EV/EBITDA	71.6	30.9	23.2	17.5	13.4

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 22 日收盘价

## 内容目录

科顺股份：全年业绩超预期，优质成长开启双百亿征程 .....	4
营业收入稳步增长，产能及渠道布局逐步完善 .....	4
受原材料价格下跌等因素影响，盈利能力大幅提升 .....	5
期间费用率不断优化，降本增效成果持续显现 .....	5
受净利大增影响现金流量持续向好，收现比略有承压 .....	6
投资建议 .....	6
风险提示 .....	6

## 图表目录

图表 1: 科顺股份分季度营业收入及增速 .....	4
图表 2: 科顺股份分季度归母净利润及增速 .....	4
图表 3: 科顺股份毛利率、净利率变化 .....	5
图表 4: 科顺股份分业务毛利率变化 (%) .....	5
图表 5: 科顺股份经营性现金流净额变化 (百万元) .....	6
图表 6: 科顺股份季度收现比、付现比变化 .....	6

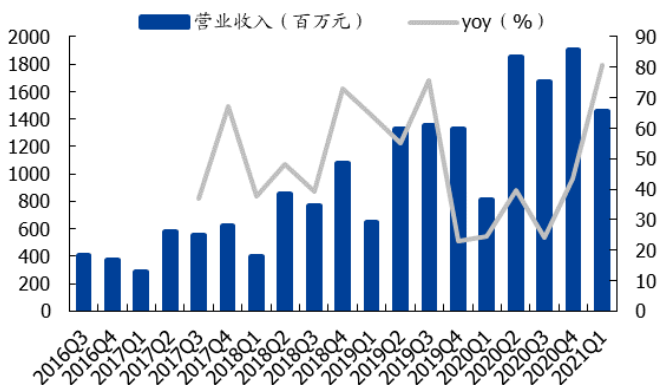
## 科顺股份：全年业绩超预期，优质成长开启双百亿征程

公司发布 2020 年年报及 2021 年一季报。1) 2020 年报：公司实现营业总收入 62.38 亿元，同比增长 34.09%；实现归母净利润 8.9 亿元，同比增长 145.03%；实现扣非后归母净利润 8.86 亿元，同比增长 156.78%。2) 2021 年一季报：公司 Q1 实现营业收入 14.61 亿元，同比增长 80.58%；实现归母净利润 1.65 亿元，同比增长 463.19%。

### 营业收入稳步增长，产能及渠道布局逐步完善

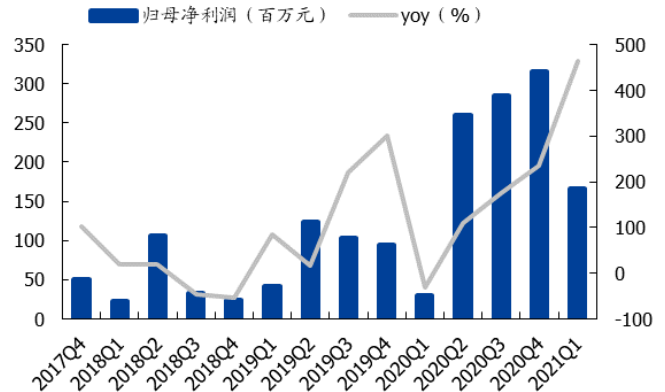
- ✓ 分业务来看，业务规模快速增长，市场份额稳步提升。公司防水卷材实现营业收入 40.59 亿元，同比增长 28.09%；防水涂料实现营业收入 11.52 亿元，同比增长 24.72%；防水工程施工业务实现营收 9.90 亿元，同比增长 96.24%。随着主要产品销售规模的持续扩大，科顺市场份额（占规模以上防水企业主营比例）从 2019 年的 4.7% 进一步提升至 2020 年的 5.7%。公司已在广东佛山、江苏昆山、重庆长寿、山东德州、辽宁鞍山、江苏南通、湖北荆门、陕西渭南建有生产基地，在建福建科顺、德州科顺三期项目生产基地，预计全面投产后，公司产能将大幅增长，产品供应区域将进一步扩大和优化，产能布局优势更加凸显。
- ✓ 分季度来看，2020 年 Q1-Q4 营收增速分别为 24.47%/39.72%/23.98%/43.49%，Q4 收入增长进一步加速。2021 年 Q1 收入增速 80.57%，主要由于春节就地过年政策下复工复产好于往年，年初地产基建需求旺盛，公司在 20Q1 有一定增速的情况下之下仍然保持高增速，业绩持续靓丽。
- ✓ 规划双百亿目标，成长优质优速。防水行业需求稳定，份额持续向头部企业集中，随着未来防水新规有望在 21 年年内落地，公司作为行业领先的防水材料供应商，在产能布局和渠道开拓方面不断完善，同时加强研发费用投入，提升产品质量，公司未来有望率先受益于行业标准提升带来的结构性利好。公司在年报提出确保 2022 年公司实现销售过百亿，其中 2021 年实现 80 亿元营收，并力争在 2025 年达到 200 亿营收规模，彰显公司未来发展信心。

图表 1：科顺股份分季度营业收入及增速



资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表 2：科顺股份分季度归母净利润及增速



资料来源：WIND，国盛证券研究所

## 受原材料价格下跌等因素影响，盈利能力大幅提升

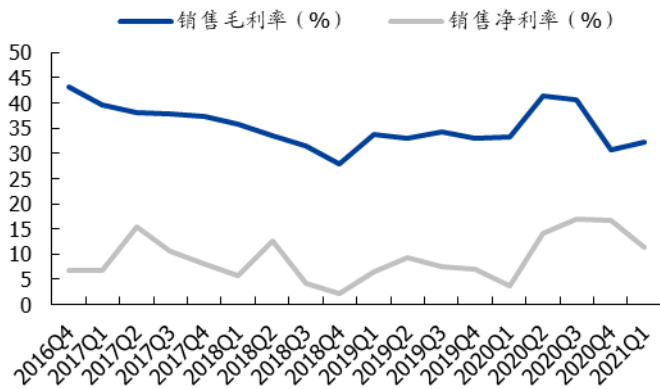
毛利率方面，公司2020年销售毛利率为36.94%，同比增长3.41pct（运输费用率接近5个百分点，同口径计算下综合毛利率预计提升8个百分点）；从产品结构看，防水卷材毛利率39.31%，同比提升3.89个百分点；防水涂料毛利率35.25%，同比提升0.92个百分点；工程施工业务毛利率30.11%，同比提升6.8个百分点。我们认为，毛利率提升主要来自于：**1) 原材料价跌：**期内主要原材料沥青等价格下跌带动毛利率提升；**2) 规模效应提升：**公司报告期内荆门科顺和渭南科顺投产，产能和销售规模提升，规模效应日益显现，带动主要产品效益提升。

净利率方面，公司2020年销售净利率为14.27%，同比提升6.46pct，**相对毛利率改善幅度有所收窄的主要原因系公司应收减值准备计提较为充分（期末信用减值损失2.42亿元，年初为1.04亿元，其中华夏幸福基业按80%计提，应收账款及应收票据坏账准备合计计提），**在此背景下净利率仍有较大提升，公司业绩弹性十足。**21年Q1公司销售净利率11.32%，同比大幅提升7.69个百分点，**主要是由于公司Q1仍使用前期采购的低价原材料冬储库存带来的毛利率提升以及期间费用率较去年同期的大幅下降。

## 期间费用率不断优化，降本增效成果持续显现

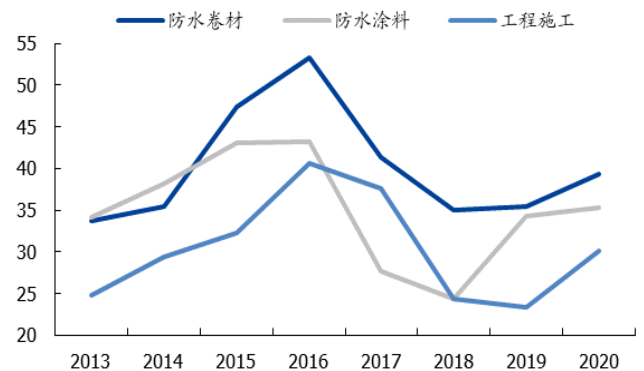
期间费用率方面，1) 公司2020年销售费用率6.24%，同比变动-6.14pct，一方面由于会计准则调整将运输装卸费调整至营业成本中（2019年为5.44%），20年全年运输费用率5个百分点左右，主要系公司生产基地布局逐步完善规模效应渐显，另一方面，公司费用管控能力较强，**除运输费用外其他各项销售费率合计同比下降0.7个百分点，**职工薪酬、广宣费等支出均小于收入增速，**2020年销售人员人均创收472.92万元，同比增长14%，经营效率持续提升，降本增效工作取得显著成效。**从销售人员数量方面，2020年科顺股份销售人员数量1319人，同比增长17%，销售人员人均薪酬16.26万元，同比增长7.5%。2) 管理费用率3.90%，同比下降0.52个百分点；3) 研发费用率4.52%，同比基本持平，细分项来看，研发人工费用低于收入增速，主要系研发人员统计口径调整，除人工费用外，此外直接投入费用增长40%，折旧及长期待摊费用增长106%，主要系研发项目增加致相关物料支出及相关器械转固；4) 财务费用率0.44%，与上年同期基本持平。

图表3：科顺股份毛利率、净利率变化



资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表4：科顺股份分业务毛利率变化 (%)

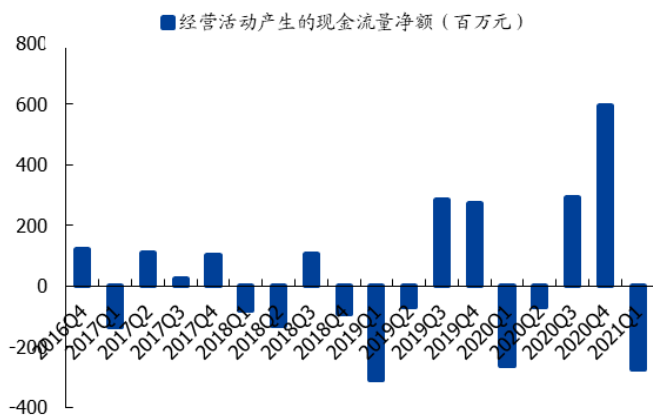


资料来源：WIND，国盛证券研究所

## 受净利大增影响现金流量持续向好，收现比略有承压

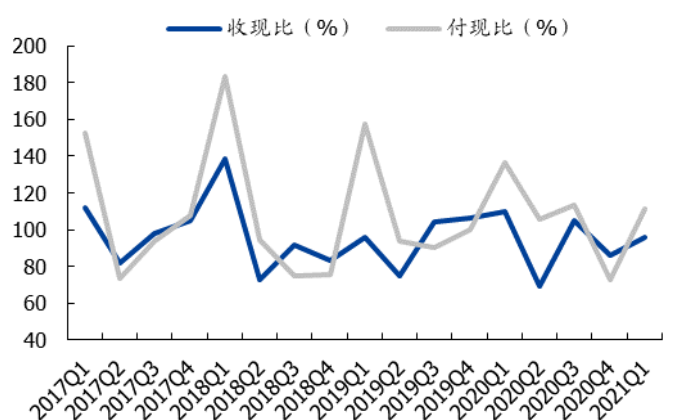
公司期内经营性活动现金流量净额为 5.52 亿元，较上年同期增加 3.77 亿元，去年同期为 1.75 亿元（净现比从 2019 年的 0.48 提升至 2020 年的 0.62），主要系公司期内净利润大幅增加及加大经销业务收入占比。**1）收现比情况：**期内公司收现比 89.32%，较上年同期变动-6.1pct，期末公司应收账款及应收票据余额为 29.97 亿元，上年同期为 23.84 亿元，同比增长 25.70%，期末合同资产 3.65 亿元，应收及合同资产合计余额同比增长 41%，略高于收入增速，主要系受三道红线及疫情等因素影响下游客户回款节奏有所放缓；**2）付现比情况：**期末公司应付账款及应付票据余额为 20.11 亿元，上年同期为 15.84 亿元，同比增长 26.97%，期末合同负债 2.35 亿元。期内公司付现比 100.86%，较上年同期变动-2.6pct，主要系随着公司规模效应逐步显现，议价能力有所提升；年末公司存货较期初减少 41.89%，主要系根据新的会计准则，将建造合同形成的已完工未结算资产列示至合同资产项目中。

图表 5：科顺股份经营性现金流净额变化（百万元）



资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表 6：科顺股份季度收现比、付现比变化



资料来源：WIND，国盛证券研究所

## 投资建议

防水行业需求稳定增长，公司作为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，公司有望不断提升市场份额，规模和效益有望持续快速增长。同时，公司上市以来加快产能和渠道布局，激励充分，管理改善，提质增效，为公司快速发展提供保障。公司提出确保 2022 年实现销售过百亿，并力争在 2025 年达到 200 亿营收规模，彰显公司发展信心。我们预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 11.90 亿元、15.63 亿元和 20.16 亿元，对应 EPS 分别为 1.87、2.46、3.17 元，对应 PE 分别为 18、13、10 倍；相较于同业目前公司估值水平较为低估，考虑到公司较好的成长性与经营质量，维持“买入”评级。

## 风险提示

### 下游需求波动的风险

房地产行业是公司建筑防水材料销售和防水施工的主要领域之一。近年来，以供给侧结构性改革为主线，房地产行业经历了多轮降杠杆、去库存、资金收紧等政策调控，中央与地方进一步明确住房的居住定位，改革完善住房市场体系和保障体系，使得房地产业正在经历结构性改变。未来，公司下游需求可能因房地产市场宏观调控及行业景气度的

变化而波动。

#### **原材料价格波动的风险**

公司生产所需的原材料主要包括沥青、聚醚、聚酯胎基、扩链剂、乳液、MDI 和 SBS 改性剂等，其中石油化工产品占较大比重，受国际原油价格变化以及石油化工产品供给和需求的影响也较大。全球原油价格出现波动时，会导致与其相关的石油化工产品价格出现一定的波动。因此，若上述原材料市场价格出现较大幅度波动，将可能对公司的盈利水平产生一定影响。

#### **市场竞争加剧的风险**

目前整个行业仍处于“大行业、小企业”的格局，市场集中度较低。随着行业转型升级加速，企业利用社会资本意识增强、固定资产投资增速较快等特点不断显现，竞争对手成长迅速，在部分区域性市场与公司开展竞争。加上部分欧美大型建材企业与国内非防水领域企业纷纷进入防水市场，公司在市场拓展、产品竞争力及占有率保持上具有一定的风险。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com