

科顺股份 (300737)

证券研究报告

2021年04月24日

业绩高增长持续，看好中长期成长

业绩高增长，中长期成长性值得期待，维持“买入”评级

公司发布20年年报及21年一季报，20年实现营收62.4亿元，yoy+34%，实现归母净利润8.9亿元，yoy+145%，扣非净利润yoy+156.8%，20Q4实现收入19亿元，同比+43.5%，实现归母净利润3.2亿元，同比+236.3%，利润增速显著高于收入增速或主要与沥青成本下降带来的毛利率提升及规模效应提升有关。21Q1公司继续实现营收及利润端高增长，且提出2025年200亿元收入目标，我们测算完成目标21-25年营收复合增速需达26%，我们认为行业进一步规范发展与公司产能扩张及布局优化，有望成为公司中长期持续成长的坚实基础，维持“买入”评级。

20Q2后业绩持续高速增长，产能高增长奠基扩张后劲

分季度看，20Q1-21Q1公司单季度营收增速24%/40%/24%/43%/81%，归母净利润增速-30%/110%/175%/236%/463%，扣非净利润增速23%/112%/173%/262%/235%，扣非净利已实现连续四个季度100%以上增长。分业务看，20FY卷材/涂料/施工服务营收40.6/11.52/9.9亿元，yoy+28%/25%/96%，包工包料业务取得高增长。20FY公司防水材料销量4.4亿平（含涂料折算），yoy+63.8%。公司预计21-23年产能复合增速至少达40%，我们认为公司直销区域分公司及经销商数量有望持续增长，随着公司产能布局进一步优化，后续营收持续较高增长可期。

毛利率受益原材料价格下降，规模效应有望逐步显现

我们测算公司20FY同口径毛利率40.94%，上行7.4pct，或主要受益于量原材料价格同比下行，21年沥青均价较20年或有所回升，但公司采购、管理端规模效应及全国化布局对运输费用的节约有望使盈利水平保持相对稳定。20FY销售（同口径）/管理（剔除股权激励）/研发/财务费用率同比变动-0.74/-0.6/+0.02/+0.01pct，销售及管理费用率降幅较明显，资产/信用减值损失同比增1.59亿元，主要系对华夏幸福应收款单项计提80%减值损失所致，体现公司会计谨慎性。20年公司CFO净额5.5亿元，同比增3.8亿元，总体看毛利率上行带来的成本节约或是主要原因，公司收现比同比略降。

业务结构亦有望逐步优化，维持“买入”评级

公司目标2021年经销收入占比达45%，经销商达2000家，同时拟通过收购丰泽股份实现品类与市场细分领域的扩张，我们认为公司后续经销比例及非房地产业务占比的提升，亦有望增强公司中长期成长持续性，提升公司渠道价值。根据公司20FY及21Q1经营情况，我们略微调整21年公司盈利预测，预计21-23年EPS1.74/2.24/2.88元（21/22年前值1.72/2.41元），21-23年CAGR+29%，结合可比公司估值，给予21年23倍PE，对应目标价40.02元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格涨幅超预期；地产大B端业务回款不及预期；基地投产进度不及预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,651.96	6,237.88	8,404.20	10,644.04	12,963.91
增长率(%)	50.22	34.09	34.73	26.65	21.80
EBITDA(百万元)	846.10	1,735.11	1,398.72	2,071.80	2,708.47
净利润(百万元)	363.36	890.33	1,108.54	1,421.91	1,830.79
增长率(%)	96.13	145.03	24.51	28.27	28.76
EPS(元/股)	0.57	1.40	1.74	2.24	2.88
市盈率(P/E)	57.62	23.51	18.89	14.72	11.44
市净率(P/B)	6.65	5.04	3.92	3.11	2.46
市销率(P/S)	4.50	3.36	2.49	1.97	1.61
EV/EBITDA	7.40	7.01	13.71	8.69	6.19

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/其他建材
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	34.3元
目标价格	40.02元

基本数据

A股总股本(百万股)	635.37
流通A股股本(百万股)	468.37
A股总市值(百万元)	21,793.25
流通A股市值(百万元)	16,065.13
每股净资产(元)	7.18
资产负债率(%)	47.71
一年内最高/最低(元)	35.32/17.53

作者

鲍荣富 分析师
SAC执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛
SAC执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

熊可为
xiongkewei@tfzq.com

股价走势



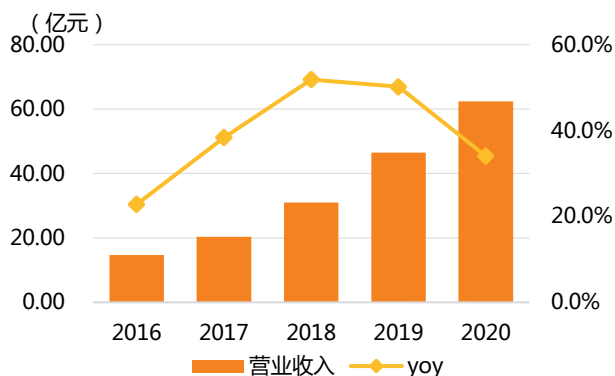
资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《科顺股份-季报点评:Q3净利润创新高，盈利能力持续上升》 2020-11-03
- 2 《科顺股份-公司深度研究:进击的防水行业头部企业，产能释放迎盈利拐点》 2020-10-21
- 3 《科顺股份-半年报点评:收入持续增长，盈利回升超预期》 2020-08-20

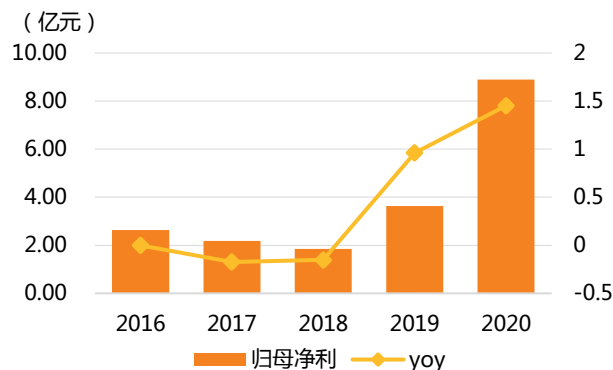
公司经营数据及可比公司估值表

图 1：公司历年营收及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：公司历年归母净利润及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

表 1：可比公司估值

公司名称	收盘价 (元/股)	市值 (百万元)	EPS			PE		
			20A	21E	22E	20E	21E	22E
东方雨虹	58.50	147,628	1.34	1.69	2.12	43.6	34.6	27.6
凯伦股份	50.31	8,591	1.63	2.55	3.76	30.8	19.7	13.4
亚士创能	62.30	12,845	1.57	2.23	3.10	39.7	27.9	20.1
兔宝宝	11.02	8,538	0.52	0.77	0.96	21.2	14.4	11.5
平均值						33.8	24.1	18.1
科顺股份	34.30	21,793	1.40	1.74	2.24	24.5	19.7	15.3

资料来源：wind，天风证券研究所，除科顺股份外其他盈利预测来源于wind一致预期，数据截至2021/04/23收盘

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,100.97	1,420.15	2,729.02	3,927.19	5,193.55
应收票据及应收账款	2,383.94	2,996.64	4,006.87	4,564.19	5,874.93
预付账款	88.38	150.91	130.95	243.58	221.23
存货	584.69	339.79	1,071.69	738.68	1,422.89
其他	341.17	1,182.77	751.88	734.37	1,075.76
流动资产合计	4,499.14	6,090.25	8,690.41	10,208.01	13,788.38
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	723.69	1,310.26	1,437.20	1,520.70	1,565.14
在建工程	504.33	369.26	257.56	202.53	151.52
无形资产	139.14	147.33	142.94	138.56	134.18
其他	126.98	231.28	136.99	162.95	175.69
非流动资产合计	1,494.14	2,058.13	1,974.69	2,024.74	2,026.53
资产总计	5,993.28	8,148.39	10,665.10	12,232.75	15,814.91
短期借款	510.76	659.19	759.19	859.19	959.19
应付票据及应付账款	1,584.00	2,011.15	2,945.42	3,344.00	4,273.36
其他	647.66	1,070.77	1,271.11	990.94	1,735.74
流动负债合计	2,742.43	3,741.10	4,975.72	5,194.13	6,968.29
长期借款	73.71	211.38	321.38	271.38	291.38
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	28.62	43.42	30.96	34.33	36.24
非流动负债合计	102.33	254.79	352.34	305.71	327.61
负债合计	2,844.76	3,995.90	5,328.05	5,499.84	7,295.90
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	(0.00)	(0.00)
股本	607.72	611.77	635.37	635.37	635.37
资本公积	1,830.69	1,909.00	1,909.00	1,909.00	1,909.00
留存收益	2,703.32	3,654.04	4,701.67	6,097.54	7,883.63
其他	(1,993.20)	(2,022.32)	(1,909.00)	(1,909.00)	(1,909.00)
股东权益合计	3,148.52	4,152.49	5,337.05	6,732.91	8,519.01
负债和股东权益总计	5,993.28	8,148.39	10,665.10	12,232.75	15,814.91

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	363.36	890.33	1,108.54	1,421.91	1,830.79
折旧摊销	65.68	101.37	49.15	55.90	60.96
财务费用	32.48	40.95	27.23	46.22	77.78
投资损失	(21.98)	27.98	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(313.05)	(817.12)	(293.32)	(221.01)	(579.59)
其它	48.22	308.67	(217.20)	(0.00)	72.40
经营活动现金流	174.71	552.18	674.40	1,303.02	1,462.34
资本支出	455.00	543.64	72.46	76.63	48.10
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(349.29)	(1,425.72)	301.94	(156.63)	(242.89)
投资活动现金流	105.71	(882.08)	374.39	(80.00)	(194.80)
债权融资	606.11	897.40	1,108.68	1,156.10	1,277.39
股权融资	(114.39)	104.34	109.69	(46.22)	(77.78)
其他	(541.91)	(353.72)	(958.30)	(1,134.72)	(1,200.80)
筹资活动现金流	(50.19)	648.02	260.08	(24.85)	(1.19)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	230.22	318.12	1,308.87	1,198.17	1,266.36

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,651.96	6,237.88	8,404.20	10,644.04	12,963.91
营业成本	3,092.15	3,933.65	5,511.28	6,978.31	8,418.28
营业税金及附加	32.90	42.40	57.13	74.51	90.75
营业费用	575.76	389.23	605.10	745.08	881.55
管理费用	205.80	243.37	319.36	404.47	492.63
研发费用	209.51	281.83	378.19	468.34	557.45
财务费用	20.16	27.23	27.23	46.22	77.78
资产减值损失	(15.15)	(34.92)	(33.62)	(42.58)	(51.86)
公允价值变动收益	0.00	0.20	(217.20)	0.00	72.40
投资净收益	20.73	(27.98)	0.00	0.00	0.00
其他	82.84	349.76	468.32	316.96	296.52
营业利润	427.27	1,033.12	1,288.41	1,652.71	2,128.42
营业外收入	5.39	8.34	8.40	10.64	12.96
营业外支出	1.04	2.61	3.36	4.26	5.19
利润总额	431.62	1,038.85	1,293.46	1,659.10	2,136.19
所得税	68.25	148.52	184.92	237.19	305.40
净利润	363.36	890.33	1,108.54	1,421.91	1,830.79
少数股东损益	(0.00)	0.00	0.00	(0.00)	(0.00)
归属于母公司净利润	363.36	890.33	1,108.54	1,421.91	1,830.79
每股收益(元)	0.57	1.40	1.74	2.24	2.88

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	50.22%	34.09%	34.73%	26.65%	21.80%
营业利润	92.88%	141.80%	24.71%	28.28%	28.78%
归属于母公司净利润	96.13%	145.03%	24.51%	28.27%	28.76%
获利能力					
毛利率	33.53%	36.94%	34.42%	34.44%	35.06%
净利率	7.81%	14.27%	13.19%	13.36%	14.12%
ROE	11.54%	21.44%	20.77%	21.12%	21.49%
ROIC	20.05%	35.97%	35.44%	40.67%	49.77%
偿债能力					
资产负债率	47.47%	49.04%	49.96%	44.96%	46.13%
净负债率	-15.72%	-12.59%	-30.36%	-41.16%	-45.97%
流动比率	1.64	1.63	1.75	1.97	1.98
速动比率	1.43	1.54	1.53	1.82	1.77
营运能力					
应收账款周转率	2.26	2.32	2.40	2.48	2.48
存货周转率	10.48	13.49	11.91	11.76	11.99
总资产周转率	0.85	0.88	0.89	0.93	0.92
每股指标(元)					
每股收益	0.57	1.40	1.74	2.24	2.88
每股经营现金流	0.27	0.87	1.06	2.05	2.30
每股净资产	4.96	6.54	8.40	10.60	13.41
估值比率					
市盈率	57.62	23.51	18.89	14.72	11.44
市净率	6.65	5.04	3.92	3.11	2.46
EV/EBITDA	7.40	7.01	13.71	8.69	6.19
EV/EBIT	8.01	7.43	14.21	8.93	6.33

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com