

2021年08月29日

# Q2 毛利率及现金流承压，无碍长期竞争力

## 科顺股份(300737)

评级:	买入	股票代码:	300737
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	38.3/13.92
目标价格:	24.56	总市值(亿)	209.46
最新收盘价:	18.28	自由流通市值(亿)	154.15
		自由流通股数(百万)	843.27

**事件概述。**公司公布 2021 年中报。2021H1，公司实现收入 37.6 亿元，同比+41.42%，归母净利润 4.70 亿元，同比+41.75%；对应 Q2 单季度收入 23.0 亿元，同比+24.30%，归母净利润 3.03 亿元，同比+16.18%。

▶**渠道及品类拓展良好，原材料价格上升毛利率承压。**2021H1，新开工需求总体保持良好，防水行业集中度保持提升趋势，叠加公司加强渠道拓展，公司 2021H1 防水业务收入同比增长 43.8%，测算 Q2 单季度发货同比增长 30%左右，依旧保持较高增速，分渠道而言判断经销端增速总体高于集采端。分品类来看，防水卷材、防水涂料收入增速分别为 38.8%/58.9%，体现公司品类拓展较好，民建修缮等业务增速较快，带动粉料、砂浆等防水涂料类产品加速放量。但由于沥青等原材料价格同比涨幅较大，且 B 端的提价总体有所滞后，公司成本端压力增大，整体可比口径毛利率同比下降 4 个百分点左右，一定程度上压制了净利率增速。

▶**工程施工业务结构改善，毛利率提升。**2021H1 工程施工业务收入同比增长 41.5%至 6.81 亿元，毛利率同比提升 6 个百分点至 34.1%，我们判断毛利率改善的主要原因是公司施工业务增加了毛利率更高的企业及民用客户，同时包工包料的业务比重有所上升，成本能够更好转嫁。此外随着陕西、湖北基地投产，公司初步完成全国化布局，运输费用率同比有所下降，同时政府补助同比增长带动非经营盈利上升，从而使得 2021H1 公司净利率水平同比提升 1.6 个百分点，且利润增速高于收入增速。

▶**现金流压力有所增大，但风险总体可控。**2021H1，公司收现比同比下降 6.3 个百分点至 75.28%，判断主要因为经销商数量增长较快，且对于经销商的授信支持有所增加；此外，公司其他应收款规模同比增长 2.4 亿元至 4.6 亿元，支付其他与经营活动有关的现金流规模同比增加 4.9 亿元至 7.5 亿元左右，体现履约保证金规模同比有所增长。但 2021H1 公司加大高质量客户开发力度，应收账款年化周转率 2.48，同比有所提高，判断现金流风险总体可控。

▶**收购丰泽、参与联合集采公司，阵痛后长期竞争力或进一步提升。**我们认为 2021Q3，由于部分 B 端地产客户存在调价窗口，以及原材料价格可能逐渐回落，公司毛利率环比 Q2 将逐渐回升，但由于地产调控政策收紧，及 7-8 月部分地区疫情反复，短期内需求或仍受一定压制，增速存一定压力。但我们认为从渠道、产品品类及成本三个角度而言，公司中长期竞争力提升趋势仍然十分确定，有望成为防水行业新的百亿收入级白马公司：  
渠道：由于收购标的丰泽位于华北，且客户以基建为主，完成丰泽收购后，公司基建工程渠道以及华北产能、渠道布局更佳完善；

品类：减隔震产品未来扩容空间广阔，同时公司与圣戈班合作，预计高分子防水卷材产品有望加速发展；

成本：与北新、凯伦成立联合集采公司，有望借助北新优质的央企采购资源以及扩大联合采购规模进一步实现成本下降；

### 投资建议

维持盈利预测不变，预计 2021-2023 年，公司归母净利润 11.7/15.1/20.0 亿元，同比增长 31.0%/29.7%/32.3%。维持估值不变，考虑到股数变化，对应调整目标价至 24.56 元，维持“买入”评级。

### 风险提示

需求不及预期，成本高于预期，系统性风险。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4651.96	6237.88	8286.44	10843.78	13734.04
YoY (%)	50.22%	34.09%	32.84%	30.86%	26.65%
归母净利润(百万元)	363.36	890.33	1166.53	1513.08	2001.45
YoY (%)	96.13%	145.03%	31.02%	29.71%	32.28%
毛利率 (%)	33.53%	36.94%	34.75%	34.76%	34.91%
每股收益 (元)	0.32	0.78	1.02	1.32	1.75
ROE	11.54%	21.44%	20.16%	21.20%	22.43%
市盈率	57.65	23.53	17.96	13.84	10.47

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 戚舒扬

邮箱: qisy@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话: 0755-23948865

分析师: 郁暲

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521050001

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	6237.88	8286.44	10843.78	13734.04	净利润	890.33	1166.53	1513.08	2001.45
YoY (%)	34.09%	32.84%	30.86%	26.65%	折旧和摊销	101.37	122.16	140.06	165.06
营业成本	3933.65	5406.59	7074.62	8938.86	营运资金变动	-731.58	71.71	-92.66	-337.30
营业税金及附加	42.40	56.33	73.71	93.36	经营活动现金流	552.18	1454.48	1654.56	1923.28
销售费用	389.23	497.19	650.63	824.04	资本开支	-594.95	-425.92	-425.92	-425.92
管理费用	243.37	323.30	423.08	535.84	投资	-275.24	0.00	0.00	0.00
财务费用	27.23	24.36	11.05	-6.77	投资活动现金流	-882.08	-453.91	-453.91	-453.91
资产减值损失	34.92	34.92	34.92	34.92	股权募资	59.07	534.10	0.00	0.00
投资收益	-27.98	-27.98	-27.98	-27.98	债务募资	238.20	0.00	0.00	0.00
营业利润	1033.12	1381.38	1857.86	2465.28	筹资活动现金流	648.02	411.70	-217.22	-269.49
营业外收支	5.74	24.08	24.08	24.08	现金净流量	318.12	1412.28	983.43	1199.88
利润总额	1038.85	1405.46	1881.94	2489.36	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
所得税	148.52	238.93	368.86	487.91	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	890.33	1166.53	1513.08	2001.45	营业收入增长率	34.09%	32.84%	30.86%	26.65%
归属于母公司净利润	890.33	1166.53	1513.08	2001.45	净利润增长率	145.03%	31.02%	29.71%	32.28%
YoY (%)	145.03%	31.02%	29.71%	32.28%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.78	1.02	1.32	1.75	毛利率	36.94%	34.75%	34.76%	34.91%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利率率	14.27%	14.08%	13.95%	14.57%
货币资金	1420.15	2832.43	3815.86	5015.74	总资产收益率 ROA	10.93%	11.23%	11.92%	12.87%
预付款项	150.91	150.91	150.91	150.91	净资产收益率 ROE	21.44%	20.16%	21.20%	22.43%
存货	339.79	467.02	611.11	772.14	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	4179.40	4585.65	5490.17	6735.42	流动比率	<b>1.63</b>	<b>1.85</b>	<b>1.90</b>	<b>1.99</b>
流动资产合计	6090.25	8036.01	10068.05	12674.21	速动比率	1.50	1.71	1.76	1.84
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.38	0.65	0.72	0.79
固定资产	1310.26	1377.16	1558.85	1781.88	资产负债率	49.04%	44.30%	43.78%	42.61%
无形资产	147.33	142.90	138.47	134.04	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	2058.13	2351.05	2626.06	2876.08	总资产周转率	0.89	0.89	0.94	0.97
资产合计	8148.39	10387.06	12694.11	15550.29	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	659.19	659.19	659.19	659.19	每股收益	0.78	1.02	1.32	1.75
应付账款及票据	2011.15	2764.21	3617.02	4570.15	每股净资产	3.62	5.05	6.23	7.79
其他流动负债	1070.77	922.89	1026.02	1141.88	每股经营现金流	0.48	1.27	1.44	1.68
流动负债合计	3741.10	4346.29	5302.24	6371.22	每股股利	0.05	0.11	0.14	0.19
长期借款	211.38	211.38	211.38	211.38	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	43.42	43.42	43.42	43.42	PE	23.53	17.96	13.84	10.47
非流动负债合计	254.79	254.79	254.79	254.79	PB	5.92	3.62	2.93	2.35
负债合计	3995.90	4601.09	5557.03	6626.02					
股本	611.77	1145.87	1145.87	1145.87					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	4152.49	5785.97	7137.08	8924.28					
负债和股东权益合计	8148.39	10387.06	12694.11	15550.29					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁暲：建筑和建材行业研究员。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。