

# 科顺股份 (300737)

公司研究/点评报告

## 营收高增长，毛利率及现金流承压

—科顺股份 2021 年半年度业绩点评

点评报告/建材

2021 年 08 月 30 日

### 一、事件概述

2021 年 8 月 27 日，公司发布 2021 年上半年业绩公告，上半年实现营收 37.6 亿元，同比增长 41.4%；实现归母净利润 4.7 亿元，同比增长 62.1%；实现扣非归母净利润 4.3 亿元，同比增长 41.8%。其中，21Q2 单季度实现营收 23.0 亿元，同比增长 24.3%，归母净利润 3.0 亿元，同比增长 16.2%。

### 二、分析与判断

#### ➤ 营收高增长，毛利率及现金流承压

**收入端：分产品看**，2021H1 防水卷材、防水涂料和防水施工分别实现营收 22.5/8.3/6.8 亿元，同比+38.8%/+58.9%/41.5%，均实现高增长。**毛利率方面**：2021H1 公司综合毛利率为 31.3%，同比下降 7.68 个百分点，剔除会计准则变更影响后综合毛利率降低约 4 个百分点，主要系原材料价格上涨影响；其中，防水卷材、防水涂料和防水施工毛利率分别为 31.5%/28.5%/34.1%，同比-10.9%/-11.6%/+5.9%，防水卷材和涂料毛利均出现较大降幅。**现金流量端**：2021H1 公司经营性现金流量净额为-6.7 亿元，同比下降 104.0%，主要系应收账款增加所致，现金流承压。

#### ➤ 供给端看行业集中度提升，需求端看多样化需求支撑

**供给端看行业集中度提升，需求端看多样化需求支撑**。防水行业成长性十足：2021 年上半年，防水行业的产量增速达到 34.4%。**从供给端看**，行业集中度提升，龙头深度受益：一方面，在地商集中采购政策下，产能全国布局且具有资金优势的防水龙头更受青睐，市场份额快速提升；另一方面，环保政策加严，中小企业陆续淘汰，市场竞争格局逐步改善，行业集中度继续提升。**从需求端来看**，在房地产需求受到“三条红线”及“房住不炒”政策制约的情况下，财政政策发力带动的基建端需求回暖及老旧小区改造带动的修缮需求（据测算，旧改防水市场规模超 1000 亿元）将支撑防水需求继续增长。

#### ➤ 向外收购丰泽股份扩品类，向内完善渠道巩固基本盘

**收购丰泽股份，布局减隔震行业，增加业绩增长点**：公司收购丰泽股份，进军减隔震行业；而随着《建设工程抗震管理条例》的发行，减隔震行业迎来市场扩容良机，公司收购的丰泽股份为行业领先企业之一，有望在政策催化下快速成长。**加大防水基地布局及完善“直销+经销”双渠道布局，巩固防水基本盘**：一方面，公司目前已形成 9 大防水基地，并仍在布局新基地，扩张新产能，进而降低运输费用及提升快速响应及配套能力。另一方面，公司持续完善“双渠道”布局；直销渠道方面，公司加强与头部、国企和央企类房地产商合作，提升业绩的同时保障回款质量；经销渠道方面，公司继续扩张销售门店，布局下沉市场，加大重点区域的覆盖密度，提升客户触达率。

### 三、投资建议

预计公司 2021-2023 年营业收入为 81.5/105.9/137.9 亿元，归母净利润为 11.6/15.7/21.6 亿元，EPS 为 1.01/1.37/1.88 元，对应 PE 为 18.1/13.3/9.7 倍。考虑到可比公司东方雨虹、凯伦股份和北新建材 2021 年的平均 PE 为 22.4 倍，维持“推荐”评级。

### 四、风险提示：

房地产开工数据下降；防水行业集中度提升速度大幅放缓；原材料价格上涨。

推荐

维持评级

当前价格： 18.28 元

交易数据 2021-8-27

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 近 12 个月最高/最低(元) | 37.05/14.31 |
| 总股本(百万股)        | 1,146       |
| 流通股本(百万股)       | 843         |
| 流通股比例(%)        | 73.59       |
| 总市值(亿元)         | 209         |
| 流通市值(亿元)        | 154         |

该股与沪深 300 走势比较



分析师：杨侃

执业证号： S0100516120001

电话： 0755-22662010

邮箱： yangkan@mszq.com

研究助理：曾杰煌

执业证号： S0100121070026

电话： 0755-22662096

邮箱： zengjiehuang@mszq.com

相关研究

1. 科顺股份(300737)公司深度研究:集中度提升及品类扩张,看好公司持续成长
2. 科顺股份(300737)2020 年三季度点评报告:毛利率大幅提升,净利同比增 113%

**盈利预测与财务指标**

| 项目/年度            | 2020   | 2021E | 2022E  | 2023E  |
|------------------|--------|-------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 6,238  | 8,151 | 10,590 | 13,789 |
| 增长率 (%)          | 34.1%  | 30.7% | 29.9%  | 30.2%  |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 890    | 1,159 | 1,571  | 2,159  |
| 增长率 (%)          | 145.0% | 30.1% | 35.6%  | 37.5%  |
| 每股收益 (元)         | 1.48   | 1.01  | 1.37   | 1.88   |
| PE (现价)          | 12.4   | 18.1  | 13.3   | 9.7    |
| PB               | 2.7    | 3.7   | 2.9    | 2.3    |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元)          | 2020  | 2021E | 2022E  | 2023E  |
|--------------------|-------|-------|--------|--------|
| 营业总收入              | 6,238 | 8,151 | 10,590 | 13,789 |
| 营业成本               | 3,934 | 5,181 | 6,635  | 8,603  |
| 营业税金及附加            | 42    | 56    | 73     | 95     |
| 销售费用               | 389   | 773   | 941    | 1,192  |
| 管理费用               | 243   | 339   | 436    | 565    |
| 研发费用               | 282   | 364   | 475    | 618    |
| EBIT               | 1,347 | 1,437 | 2,030  | 2,716  |
| 财务费用               | 27    | 161   | 172    | 153    |
| 资产减值损失             | (35)  | (76)  | 22     | 33     |
| 投资收益               | (28)  | (4)   | (8)    | (10)   |
| 营业利润               | 1,033 | 1,362 | 1,844  | 2,535  |
| 营业外收支              | 6     | 4     | 5      | 5      |
| 利润总额               | 1,039 | 1,367 | 1,849  | 2,540  |
| 所得税                | 149   | 209   | 278    | 380    |
| 净利润                | 890   | 1,159 | 1,571  | 2,159  |
| 归属于母公司净利润          | 890   | 1,159 | 1,571  | 2,159  |
| EBITDA             | 1,449 | 1,583 | 2,214  | 2,940  |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> |       |       |        |        |
| 货币资金               | 1420  | 2293  | 3136   | 3967   |
| 应收账款及票据            | 2997  | 3916  | 5088   | 6624   |
| 预付款项               | 151   | 174   | 228    | 299    |
| 存货                 | 340   | 879   | 681    | 1341   |
| 其他流动资产             | 239   | 239   | 239    | 239    |
| 流动资产合计             | 6090  | 8392  | 10549  | 13639  |
| 长期股权投资             | 0     | (4)   | (12)   | (22)   |
| 固定资产               | 1310  | 1699  | 2121   | 2559   |
| 无形资产               | 147   | 154   | 161    | 168    |
| 非流动资产合计            | 2058  | 2312  | 2490   | 2654   |
| 资产合计               | 8148  | 10705 | 13039  | 16293  |
| 短期借款               | 659   | 659   | 659    | 659    |
| 应付账款及票据            | 2011  | 2649  | 3392   | 4398   |
| 其他流动负债             | 370   | 370   | 370    | 370    |
| 流动负债合计             | 3741  | 4744  | 5680   | 6946   |
| 长期借款               | 211   | 211   | 211    | 211    |
| 其他长期负债             | 43    | 43    | 43     | 43     |
| 非流动负债合计            | 255   | 255   | 255    | 255    |
| 负债合计               | 3996  | 4999  | 5935   | 7201   |
| 股本                 | 612   | 1146  | 1146   | 1146   |
| 少数股东权益             | 0     | (0)   | (0)    | (0)    |
| 股东权益合计             | 4152  | 5705  | 7104   | 9092   |
| 负债和股东权益合计          | 8148  | 10705 | 13039  | 16293  |

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

| 主要财务指标             | 2020   | 2021E | 2022E | 2023E   |
|--------------------|--------|-------|-------|---------|
| <b>成长能力</b>        |        |       |       |         |
| 营业收入增长率            | 34.1%  | 30.7% | 29.9% | 30.2%   |
| EBIT 增长率           | 151.5% | 6.7%  | 41.2% | 33.8%   |
| 净利润增长率             | 145.0% | 30.1% | 35.6% | 37.5%   |
| <b>盈利能力</b>        |        |       |       |         |
| 毛利率                | 36.9%  | 36.4% | 37.3% | 37.6%   |
| 净利润率               | 14.3%  | 14.2% | 14.8% | 15.7%   |
| 总资产收益率 ROA         | 10.9%  | 10.8% | 12.0% | 13.3%   |
| 净资产收益率 ROE         | 21.4%  | 20.3% | 22.1% | 23.8%   |
| <b>偿债能力</b>        |        |       |       |         |
| 流动比率               | 1.6    | 1.8   | 1.9   | 2.0     |
| 速动比率               | 1.5    | 1.6   | 1.7   | 1.8     |
| 现金比率               | 0.4    | 0.5   | 0.6   | 0.6     |
| 资产负债率              | 0.5    | 0.5   | 0.5   | 0.4     |
| <b>经营效率</b>        |        |       |       |         |
| 应收账款周转天数           | 123.2  | 123.2 | 123.2 | 123.2   |
| 存货周转天数             | 42.3   | 42.3  | 42.3  | 42.3    |
| 总资产周转率             | 0.9    | 0.9   | 0.9   | 0.9     |
| <b>每股指标 (元)</b>    |        |       |       |         |
| 每股收益               | 1.5    | 1.0   | 1.4   | 1.9     |
| 每股净资产              | 6.8    | 5.0   | 6.2   | 7.9     |
| 每股经营现金流            | 0.5    | 0.8   | 1.3   | 1.3     |
| 每股股利               | 0.2    | 0.2   | 0.2   | 0.2     |
| <b>估值分析</b>        |        |       |       |         |
| PE                 | 12.4   | 18.1  | 13.3  | 9.7     |
| PB                 | 2.7    | 3.7   | 2.9   | 2.3     |
| EV/EBITDA          | 11.8   | 10.0  | 7.0   | 5.0     |
| 股息收益率              | 0.8%   | 0.8%  | 0.8%  | 0.8%    |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> |        |       |       |         |
| 净利润                | 890    | 1,159 | 1,571 | 2,159   |
| 折旧和摊销              | 136    | 69    | 206   | 257     |
| 营运资金变动             | (758)  | (350) | (399) | (1,026) |
| 经营活动现金流            | 283    | 933   | 1,436 | 1,450   |
| 资本开支               | 595    | 367   | 365   | 393     |
| 投资                 | (275)  | 0     | 0     | 0       |
| 投资活动现金流            | (882)  | (367) | (365) | (393)   |
| 股权募资               | 59     | 534   | 0     | 0       |
| 债务募资               | 238    | 0     | 0     | 0       |
| 筹资活动现金流            | 648    | 307   | (227) | (227)   |
| 现金净流量              | 49     | 873   | 843   | 831     |

## 分析师与研究助理简介

**杨侃**，南京大学地科院与Rutgers化工系联合培养博士，拥有资深地质学及化工领域背景，在JGR、JCIS、Energy & Fuel等发表多篇论文，涉及钻井岩心分析、介观尺度地质流体计算模拟等。2014年10月加入民生证券，从事石化、建材行业研究，擅长大周期行业研究及自上而下的选股策略。2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选采掘行业最佳选股分析师第二名，2019年获得《财经》金榜最佳独立见解分析师。

**曾杰煌**，石化&建材行业助理分析师，西南财经大学硕士，拥有理工&金融复合背景。2021年7月加入民生证券，从事石化、建材行业研究，曾有过汽车、交运和军工行业相关研究经验。

## 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12个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来股价涨幅15%以上      |
|                           | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间   |
|                           | 中性   | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间   |
|                           | 回避   | 分析师预测未来股价跌幅5%以上       |
| 行业评级标准                    |      |                       |
| 以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来行业指数涨幅5%以上     |
|                           | 中性   | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间 |
|                           | 回避   | 分析师预测未来行业指数跌幅5%以上     |

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。