

科顺股份 (300737.SZ)

业绩稳健增长，渠道快速拓展，外部合作多点开花

事件：公司发布 2021 年半年报。报告期内公司实现营收 37.61 亿元，同比增长 41.42%，归母净利润 4.70 亿元，同比增长 62.13%；其中，单 Q2 实现营收 23.00 亿元，同比增长 24.30%，归母净利润 3.03 亿元，同比增长 16.18%。

各项业务收入稳步增长，经销渠道快速扩张。分季度看，Q1-Q2 收入增速分别为 80.57%/24.30%，Q2 增速有所放缓，主要系上半年严控地产客户风险及经销端返利冲销部分收入。**分产品看**，防水卷材实现营收 22.50 亿元，同比增长 38.76%，防水涂料实现营收 8.26 亿元，同比增长 58.91%；工程施工实现营收 6.81 亿元，同比增长 41.51%，主要由于上半年包工包料及修缮业务增速较快。报告期内，公司经销收入占比持续提升，目前公司已在全国设立 56 个销售办事处，并与 2,000 多家经销商建立了稳固的合作关系。

受原材料价格上涨影响毛利率承压，期间费用率继续优化。毛利率方面，21H1 防水卷材毛利率 31.51%，同比下滑 10.89 个百分点；防水涂料毛利率 28.51%，同比下滑 11.56 个百分点，主要由于收入准则调整（20H1 运输费用率为 5.19%）及报告期内原材料价格大幅上涨；防水施工业务毛利率 34.07%，同比提升 5.93 个百分点，主要由于新拓展客户中毛利率较高的企业客户订单较多及修缮业务发展较快。**期间费用率方面**，销售费用率 6.13%，同口径下去年为 6.96%，同比下降 0.83 个百分点，主要由于广宣费同比降低 7%，职工薪酬增速远小于收入增速；管理费用率 3.89%，同比下降 0.54 个百分点，主要系职工薪酬增速小于收入增速，人均效能持续提升。

经营性现金流阶段性承压，付现比同比下降。期内公司经营性现金净流出 6.75 亿元，同比减少 103.99%。**1) 收现比情况：**期内公司收现比 75.28%，同比下降 6.35 个百分点，报告期末应收账款、应收票据、应收款项融资合计余额 45.8 亿元，同比增长 45%；**2) 付现比情况：**期内公司付现比 96.33%，同比下降 19.65 个百分点，报告期末公司应付账款及票据余额合计 22.1 亿元，同比增加 32.64%。

多维度合作探索，助力公司稳健成长。1) 期内公司收购丰泽股份，一方面在渠道端具备协同效应，另一方面为丰泽赋能拓展建筑减隔震业务；2) 公司与北新、凯伦等公司合资成立供应链公司，统一采购增加对上游议价能力；成立新材料公司经营无纺布生产，向上游延伸提升成本控制能力；3) 与圣戈班合作拓展高端高分子产品业务，提升产品核心竞争力。公司合作项目多点开发，有望助力公司稳健长期发展。

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 10.68 亿元、14.60 亿元和 19.25 亿元，对应 EPS 分别为 0.93、1.27、1.68 元，对应 PE 分别为 20、14、11 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	8,192	10,682	13,703
增长率 yoy (%)	50.2	34.1	31.3	30.4	28.3
归母净利润 (百万元)	363	890	1,068	1,460	1,925
增长率 yoy (%)	96.1	145.0	20.0	36.7	31.9
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.60	1.46	0.93	1.27	1.68
净资产收益率 (%)	11.5	21.4	19.9	21.9	22.9
P/E (倍)	30.6	12.6	19.6	14.3	10.9
P/B (倍)	6.7	5.0	3.9	3.1	2.5

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 8 月 27 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	其他建材
前次评级	买入
8月27日收盘价(元)	18.28
总市值(百万元)	20,946.46
总股本(百万股)	1,145.87
其中自由流通股(%)	73.59
30日日均成交量(百万股)	17.39

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

- 《科顺股份 (300737.SZ)：全年业绩超预期，优质成长开启双百亿征程》2021-04-22
- 《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
- 《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
流动资产	4499	6090	7882	8986	11436
现金	1101	1420	1638	2136	2741
应收票据及应收账款	2384	2997	4451	5044	6569
其他应收款	157	135	274	242	396
预付账款	88	151	113	231	211
存货	585	340	988	915	1103
其他流动资产	185	1048	417	417	417
非流动资产	1494	2058	2537	3176	3928
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	724	1310	1663	2102	2621
无形资产	139	147	217	318	440
其他非流动资产	631	601	656	755	867
资产总计	5993	8148	10419	12162	15364
流动负债	2742	3741	4804	5279	6750
短期借款	511	659	661	976	903
应付票据及应付账款	1584	2011	3175	3621	4827
其他流动负债	648	1071	967	682	1020
非流动负债	102	255	235	216	194
长期借款	74	211	192	172	150
其他非流动负债	29	43	43	43	43
负债合计	2845	3996	5040	5494	6943
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	608	612	1146	1146	1146
资本公积	1831	1909	1625	1625	1625
留存收益	873	1745	2703	4013	5740
归属母公司股东权益	3149	4152	5379	6668	8421
负债和股东权益	5993	8148	10419	12162	15364

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	175	552	651	1180	1839
净利润	363	890	1068	1460	1925
折旧摊销	66	101	112	150	196
财务费用	20	27	21	33	37
投资损失	-21	28	-25	-15	-15
营运资金变动	-355	-758	-534	-452	-310
其他经营现金流	101	263	8	4	5
投资活动现金流	106	-882	-574	-778	-939
资本支出	503	607	479	639	753
长期投资	576	-275	0	0	0
其他投资现金流	1184	-550	-95	-139	-187
筹资活动现金流	-50	648	89	-118	-173
短期借款	224	148	-50	100	50
长期借款	-52	138	-19	-20	-22
普通股增加	-3	4	534	0	0
资本公积增加	-12	78	-284	0	0
其他筹资现金流	-207	280	-92	-198	-201
现金净增加额	230	318	166	284	727

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4652	6238	8192	10682	13703
营业成本	3092	3934	5576	7136	9081
营业税金及附加	33	42	53	75	96
营业费用	576	389	492	641	822
管理费用	206	243	315	406	521
研发费用	210	282	311	427	548
财务费用	20	27	21	33	37
资产减值损失	-119	-278	-221	-288	-363
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
营业利润	427	1033	1250	1719	2270
营业外收入	5	8	8	8	8
营业外支出	1	3	4	5	5
利润总额	432	1039	1254	1722	2273
所得税	68	149	186	262	348
净利润	363	890	1068	1460	1925
少数股东损益	-0	0	0	0	0
归属母公司净利润	363	890	1068	1460	1925
EBITDA	500	1152	1367	1871	2458
EPS (元)	0.60	1.46	0.93	1.27	1.68

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	50.2	34.1	31.3	30.4	28.3
营业利润(%)	92.9	141.8	21.0	37.5	32.1
归属于母公司净利润(%)	96.1	145.0	20.0	36.7	31.9
获利能力					
毛利率(%)	33.5	36.9	31.9	33.2	33.7
净利率(%)	7.8	14.3	13.0	13.7	14.0
ROE(%)	11.5	21.4	19.9	21.9	22.9
ROIC(%)	9.7	17.8	17.0	18.5	20.1
偿债能力					
资产负债率(%)	47.5	49.0	48.4	45.2	45.2
净负债比率(%)	-15.6	-12.5	-13.6	-14.0	-19.3
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7
速动比率	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	2.3	2.3	2.2	2.3	2.4
应付账款周转率	2.2	2.2	2.2	2.1	2.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.60	1.46	0.93	1.27	1.68
每股经营现金流(最新摊薄)	0.15	0.48	0.57	1.03	1.60
每股净资产(最新摊薄)	2.75	3.62	4.69	5.82	7.35
估值比率					
P/E	30.6	12.6	19.6	14.3	10.9
P/B	6.7	5.0	3.9	3.1	2.5
EV/EBITDA	40.9	17.6	14.6	10.6	7.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 27 日收盘价

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：021-38124100

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