

科顺股份 (300737.SZ)

收入增速放缓, Q4 盈利水平有望回升

核心观点:

- **科顺股份公布 2021 年三季报。**2021 年前三季度公司实现营业收入 56.83 亿元, 同比+31.07%; 归母净利润 6.73 亿元, 同比+17.19%; 扣非净利润 6.24 亿元, 同比+7.47%。2021 年 Q3 实现收入 19.22 亿元, 同比+14.64%; 归母净利润 2.03 亿元, 同比-28.6%。
- **公司前三季度收入增速受行业需求下行影响逐季下行, 经销占比提升。**2021 年 Q1、Q2、Q3 收入增速分别为 80.57%、24.3%、14.6%, 公司收入增速逐季放缓, 原因主要是行业需求一般、在房企资金紧张背景下公司严控风险。前三季度公司经销收入占比有所提升。
- **原材料涨价影响 Q3 毛利率, 费用率继续摊薄, Q4 盈利水平有望回升。**2021 年前三季度公司毛利率 30.85%, 同比下降 8.78pct, 其中因将运费调整至营业成本后的会计影响大约为 3.5-4pct, 规模效应带来期间费用率继续下滑, 减轻原材料成本上涨压力。前三季度净利率 11.85%, 同比下降 1.4pct。单三季度净利率 10.57%, 同比下降 6.4pct。
- **应收款项增加使得经营性现金流承压。**前三季度公司经营性现金流净额-6.20 亿元, 同比-5.79 亿元; 收现比 0.84, 同比下滑 0.07pct, 净现比-0.92, 同比下滑 0.85pct。经营性现金流同比恶化主要系应收款项增加所致, 前三季度公司应收项目 54.57 亿元, 同比+57%。
- **盈利预测与投资建议。**公司是防水行业第二家实现全国产能布局的企业, 配合股权激励计划, 增长动能强劲, 人均效益显著提升, 新品类有望开拓新的业绩增长点。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.85/1.23/1.62 元, 按最新收盘价对应 PE 分别为 15.8/10.8/8.3 倍, 参考可比公司估值和公司未来增速, 我们给予公司 2022 年合理 PE 16x 的判断, 对应公司合理价值 19.75 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示。**上游原材料价格持续上涨, 下游需求大幅下滑。

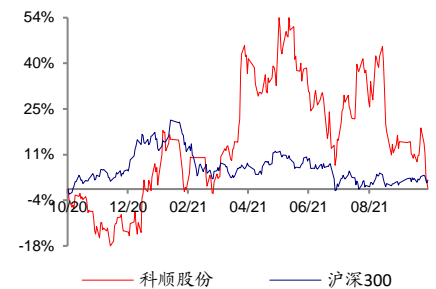
盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,652	6,238	8,096	10,136	12,637
增长率 (%)	50.2	34.1	29.8	25.2	24.7
EBITDA (百万元)	602	1,449	1,405	2,102	2,709
归母净利润 (百万元)	363	890	973	1,421	1,862
增长率 (%)	96.1	145.0	9.3	46.0	31.0
EPS (元/股)	0.60	1.46	0.85	1.23	1.62
市盈率 (P/E)	18.93	14.75	15.80	10.82	8.26
ROE (%)	11.5	21.4	16.9	20.3	21.6
EV/EBITDA	10.61	8.70	10.14	6.81	5.25

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	13.36 元
合理价值	19.75 元
前次评级	买入
报告日期	2021-11-01

相对市场表现



分析师:



邹戈

SAC 执证号: S0260512020001



021-38003689



zouge@gf.com.cn

分析师:



谢璐

SAC 执证号: S0260514080004

SFC CE No. BMB592



021-38003688



xielu@gf.com.cn

请注意, 邹戈并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

科顺股份 (300737.SZ):收入 2021-09-02

稳健增长, 规模效应提升盈利

韧性

科顺股份 (300737.SZ):成长 2021-06-06

与质量兼备的防水头部企业

联系人:

张乾 021-38003687

gzhangqian@gf.com.cn

科顺股份公布2021年三季报。2021年前三季度公司实现营业收入56.83亿元，同比+31.07%；归母净利润6.73亿元，同比+17.19%；扣非净利润6.24亿元，同比+7.47%。2021年Q3实现收入19.22亿元，同比+14.64%；归母净利润2.03亿元，同比-28.6%；扣非净利润1.91亿元，同比-30.56%。

公司前三季度收入增速受行业需求下行影响逐季下行，经销占比提升。2021年Q1、Q2、Q3收入增速分别为80.57%、24.3%、14.6%，公司收入增速逐季放缓，原因主要是行业需求一般、在房企资金紧张背景下公司严控风险。前三季度公司经销收入占比有所提升。

原材料涨价影响Q3毛利率，费用率继续摊薄，Q4盈利水平有望回升。2021年前三季度公司毛利率30.85%，同比下降8.78pct，其中Q3毛利率29.95%，同比下降10.69pct，其中因将运费调整至营业成本后的会计影响大约为3.5-4pct，其余主要系原材料成本上涨。从费用端来看，公司前三季度销售费用5.84%，同比-5.35pct；管理费用率3.82%，同比-0.61pct；研发费用率4.68%，同比+0.58pct；财务费用率0.55%，同比-0.07pct；单三季度销售费用5.25%，同比-4.4pct；管理费用率3.69%，同比-0.74pct；研发费用率6.55%，同比+1.50pct；财务费用率0.62%，同比-0.22pct；考虑运费后的销售费用率同比仍下滑，规模效应带来期间费用率继续下滑，减轻原材料成本上涨压力。前三季度净利率11.85%，同比下降1.4pct；单三季度净利率10.57%，同比下降6.4pct。

应收款项增加使得经营性现金流承压。前三季度公司经营性现金流净额-6.20亿元，同比-5.79亿元；收现比0.84，同比下滑0.07pct，净现比-0.92，同比下滑0.85pct。Q3公司经营性现金流净额0.55亿元，同比-2.35亿元；收现比1.00，同比下滑0.06pct，净现比0.27，同比下滑0.75pct。经营性现金流同比恶化主要系应收款项增加所致，前三季度公司应收账款及票据+应收款项融资+其他应收款54.57亿元，同比+57%；应付账款及票据+其他应付款27.92亿元，同比+18%。

盈利预测与投资建议。公司是防水行业第二家实现全国产能布局的企业，计划2021-2023年公司产能保持40%的复合增长，配合股权激励计划，增长动能强劲。公司管理优化和规模效应显现，人均效益显著提升，费用率仍有下行空间。近年来通过提升经销占比，持续强化渠道管理能力和改善现金流。通过收购丰泽股份拓展隔震和止排水产品，拓展砂浆和保温板等品类有望开拓新的业绩增长点。根据2020年年报，公司经营目标为2021年、2022年、2025年分别计划实现80亿元、100亿元、200亿元的营收规模，显示公司中长期发展信心。我们预计公司2021-2023年EPS分别为0.85/1.23/1.62元，按最新收盘价对应PE分别为15.8/10.8/8.3倍，参考可比公司估值和公司未来增速，我们给予公司2022年合理PE 16x的判断，对应公司合理价值19.75元/股，维持“买入”评级。

风险提示。上游原材料价格持续上涨，下游需求大幅下滑。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4,499	6,090	7,538	8,917	10,606
货币资金	1,101	1,420	1,610	1,820	1,950
应收及预付	2,472	3,148	4,041	5,027	6,245
存货	585	340	465	461	575
其他流动资产	341	1,183	1,422	1,609	1,837
非流动资产	1,494	2,058	2,825	3,609	4,311
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	724	1,310	1,967	2,543	3,037
在建工程	504	369	469	669	869
无形资产	139	147	157	166	174
其他长期资产	127	231	231	231	231
资产总计	5,993	8,148	10,363	12,526	14,917
流动负债	2,742	3,741	4,312	5,173	5,885
短期借款	511	659	194	414	396
应付及预收	1,815	2,011	2,779	3,227	3,678
其他流动负债	417	1,071	1,339	1,532	1,811
非流动负债	102	255	305	355	405
长期借款	74	211	261	311	361
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	29	43	43	43	43
负债合计	2,845	3,996	4,617	5,528	6,289
股本	608	612	1,151	1,151	1,151
资本公积	1,831	1,909	2,116	2,116	2,116
留存收益	873	1,745	2,593	3,844	5,474
归属母公司股东权益	3,149	4,152	5,747	6,998	8,628
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	5,993	8,148	10,363	12,526	14,917

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,652	6,238	8,096	10,136	12,637
营业成本	3,092	3,934	5,652	6,735	8,390
营业税金及附加	33	42	49	61	76
销售费用	576	389	461	568	670
管理费用	206	243	300	365	430
研发费用	210	282	348	436	505
财务费用	20	27	51	64	79
资产减值损失	-15	-35	-24	-30	-38
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	21	-28	0	0	0
营业利润	427	1,033	1,138	1,664	2,183
营业外收支	4	6	7	7	7
利润总额	432	1,039	1,145	1,671	2,190
所得税	68	149	172	251	329
净利润	363	890	973	1,421	1,862
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	363	890	973	1,421	1,862
EBITDA	602	1,449	1,405	2,102	2,709
EPS (元)	0.60	1.46	0.85	1.23	1.62

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	175	552	926	1,087	1,256
净利润	363	890	973	1,421	1,862
折旧摊销	66	101	119	131	144
营运资金变动	-333	-732	-222	-528	-830
其它	79	292	57	63	80
投资活动现金流	106	-882	-816	-818	-721
资本支出	-502	-595	-816	-818	-721
投资变动	576	-275	0	0	0
其他	32	-12	0	0	0
筹资活动现金流	-50	648	80	-59	-405
银行借款	880	1,267	-416	271	31
股权融资	0	59	539	0	0
其他	-930	-678	-44	-329	-436
现金净增加额	230	318	190	210	130
期初现金余额	709	938	1,420	1,610	1,820
期末现金余额	938	1,256	1,610	1,820	1,950

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	50.2%	34.1%	29.8%	25.2%	24.7%
营业利润增长	92.9%	141.8%	10.1%	46.3%	31.2%
归母净利润增长	96.1%	145.0%	9.3%	46.0%	31.0%
获利能力					
毛利率	33.5%	36.9%	30.2%	33.6%	33.6%
净利率	7.8%	14.3%	12.0%	14.0%	14.7%
ROE	11.5%	21.4%	16.9%	20.3%	21.6%
ROIC	12.0%	22.9%	17.6%	21.6%	23.2%
偿债能力					
资产负债率	47.5%	49.0%	44.5%	44.1%	42.2%
净负债比率	90.4%	96.2%	80.3%	79.0%	72.9%
流动比率	1.64	1.63	1.75	1.72	1.80
速动比率	1.40	1.40	1.49	1.48	1.53
营运能力					
总资产周转率	0.78	0.77	0.78	0.81	0.85
应收账款周转率	2.47	2.61	2.61	2.61	2.61
存货周转率	7.96	18.36	17.43	21.97	21.99
每股指标 (元)					
每股收益	0.60	1.46	0.85	1.23	1.62
每股经营现金流	0.29	0.90	0.80	0.94	1.09
每股净资产	5.18	6.79	4.99	6.08	7.50
估值比率					
P/E	18.93	14.75	15.80	10.82	8.26
P/B	2.18	3.16	2.68	2.20	1.78
EV/EBITDA	10.61	8.70	10.14	6.81	5.25

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐：资深分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 张乾：研究助理，南京大学硕士，2020年6月加入广发证券发展研究中心。
- 苗蒙：研究助理，南京大学材料工程硕士，2021年3月加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。