

科顺股份 (300737)

2021 年报及 2022 年一季报点评：22Q1 收入增速超预期，拟可转债募资扩产补流 买入（首次）

2022 年 04 月 28 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

研究助理 任婕

执业证书：S0600122030031

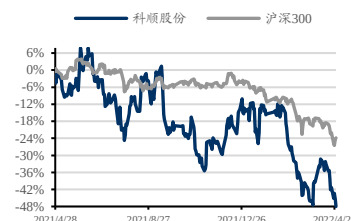
renj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	7,771	10,029	12,691	15,707
同比	25%	29%	27%	24%
归属母公司净利润（百万元）	673	922	1,294	1,696
同比	-24%	37%	40%	31%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.57	0.78	1.09	1.44
P/E（现价&最新股本摊薄）	18.25	13.31	9.49	7.24

投资要点

- **事件：**公司发布 21 年报&22 年一季报。21 年实现营收 77.71 亿元，同比+24.57%，归母净利 6.73 亿元，同比-24.45%；22Q1 实现营收 17.35 亿元，同比+18.71%；归母净利 9905 万元，同比-40.82%。
- **21Q4 主动防风险控发货，22Q1 收入增速超预期。**2021 年 Q1-Q4 营收增速分别为 80.57%/24.30%/14.64%/9.78%，Q3 以来公司做出“稳增长、控风险”的战略调整，主动控制发货，收入增速有所放缓。2022 年 Q1 公司收入增速 18.71%，在大 B 业务放缓之下公司维持较高增速主要得益于经销渠道及民建渠道的快速增长。
- **21Q4 减值计提拖累利润，22Q1 受原材料价涨及费用增加影响业绩。**分季度看，21 年 Q1-Q4 销售净利率分别为 11.45%/13.17%/10.57%/-0.03%。主要原因有：1) 核心原材料沥青、乳液、聚醚等价格自 Q2 以来大幅上涨；2) 2021 年全年计提信用减值损失 2.49 亿元，其中 2021Q4 计提 1.36 亿元。22Q1 归母净利同比下滑 40.82%，主要原因系：1) 22Q1 原材料均价相对于 21Q1 大幅上涨；2) 22Q1 收入占全年比重较小规模效应未能充分发挥，加之年初新到岗人员增加导致期间费用率同比提升。
- **21 年全年经营性现金流保持稳定，22Q1 阶段性承压。**公司 2021 年经营活动现金流量净额为 6.11 亿元，同比增长 10.68%，1) 收现比情况：2021 年公司收现比 88.36%，较上年同期变动-0.96pct；2) 付现比情况：2021 年公司付现比 85.47%，较上年同期变动-15.4pct。2022Q1 经营活动现金流量净额为-10.98 亿元，同比下滑 301.74%，主要系收到的货款减少以及支付采购款增加。
- **盈利预测与投资评级：**公司作为防水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以及经销渠道加速布局，加大对经销商的资源配置和扶持力度，公司有望不断提升市场份额，此外公司收购丰泽股份尝试品类延伸。同时，公司激励充分，管理改善，提质增效，为公司快速发展提供保障。公司此前提出 2022 年实现销售过 100 亿元，并力争在 2025 年达到 200 亿元营收，彰显公司发展信心。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 9.22/12.94/16.96 亿元，当前市值对应 PE 分别为 13X/9X/7X，公司拟发行可转债募资扩产补流，为公司经营发展助力，考虑到公司未来的成长弹性，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**下游房地产行业波动的风险；原材料价格剧烈波动的风险；行业竞争加剧风险；计提大额信用减值损失的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.92
一年最低/最高价	9.92/37.05
市净率(倍)	2.09
流通 A 股市值(百万元)	8,785.24
总市值(百万元)	11,721.23

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.75
资产负债率(% ,LF)	54.94
总股本(百万股)	1,181.58
流通 A 股(百万股)	885.61

相关研究

内容目录

1. 科顺股份：22Q1 收入超预期，拟可转债募资扩产补流.....	4
1.1. 21Q4 主动防风险控发货，22Q1 收入增速超预期.....	4
1.2. 21Q4 减值计提拖累利润，22Q1 受原材料价涨及费用增加影响业绩.....	4
1.3. 21 年全年经营性现金流保持稳定，22Q1 阶段性承压.....	6
1.4. 拟发行可转债募资 22 亿元扩产补流.....	7
2. 盈利预测与投资建议	7
3. 风险提示	7

图表目录

图 1: 科顺股份单季度营业收入及增速.....	4
图 2: 科顺股份单季度归母净利润及增速.....	4
图 3: 科顺股份单季度销售毛利率及销售净利率变动.....	5
图 4: 科顺股份分产品毛利率变动情况.....	5
图 5: 科顺股份期间费用率变动情况.....	6
图 6: 科顺股份单季度经营活动现金流量净额.....	6
图 7: 科顺股份单季度收现比及付现比变动情况.....	6
表 1: 科顺股份本次向不特定对象发行可转债的募集资金用途（万元）	7

1. 科顺股份：22Q1 收入超预期，拟可转债募资扩产补流

事件：公司发布 2021 年年报。实现营业总收入 77.71 亿元，同比增长 24.57%；实现归母净利润 6.73 亿元，同比下滑 24.45%；实现扣非归母净利润 5.72 亿元，同比下滑 35.42%。其中，2021Q4 单季营业收入为 20.88 亿元，同比增长 9.78%；归母净利润为-71 万元，同比下滑 100.22%。

公司发布 2022 年一季报。实现营业总收入 17.35 亿元，同比增长 18.71%；实现归母净利润 9905 万元，同比下滑 40.82%。

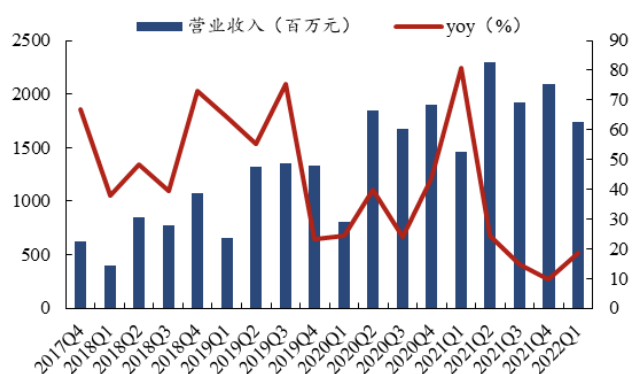
1.1. 21Q4 主动防风险控发货，22Q1 收入增速超预期

分季度来看，公司 2021 年 Q1-Q4 营收增速分别为 80.57%/24.30%/14.64%/9.78%，Q3 以来由于地产景气下行，下游地产客户信用风险频发，公司做出“稳增长、控风险”的战略调整，主动控制发货，收入增速有所放缓。2022 年 Q1 公司收入增速 18.71%，在大 B 业务放缓之下公司维持较高增速主要得益于经销渠道及民建渠道的快速增长。

分业务来看，2021 年防水卷材实现营业收入 45.55 亿元，同比增长 12.21%；防水涂料实现营业收入 16.84 亿元，同比增长 46.24%；防水工程施工实现营业收入 15.28 亿元，同比增长 54.41%。

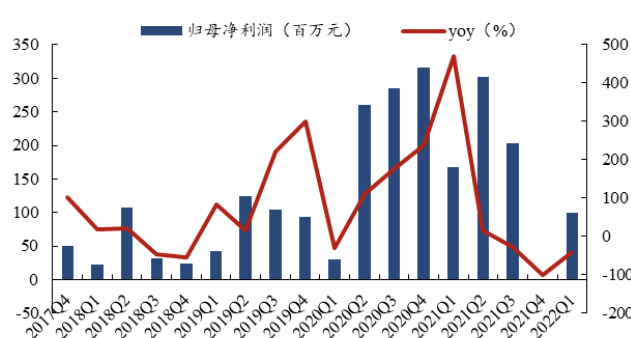
分渠道来看，公司持续加大经销业务占比，截至 2021 年末，公司已签约 2000 多家经销商。2022 年，公司将持续优化收入结构，一方面继续加大对经销商的资源配置，增加经销商数量，加大专项经销商开发，将经销商地级市覆盖率提高到 100%；同时，公司加大对核心经销商的扶持力度，未来经销渠道将会成为公司营收突破百亿重要基础。

图1：科顺股份单季度营业收入及增速



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图2：科顺股份单季度归母净利润及增速



数据来源：WIND，东吴证券研究所

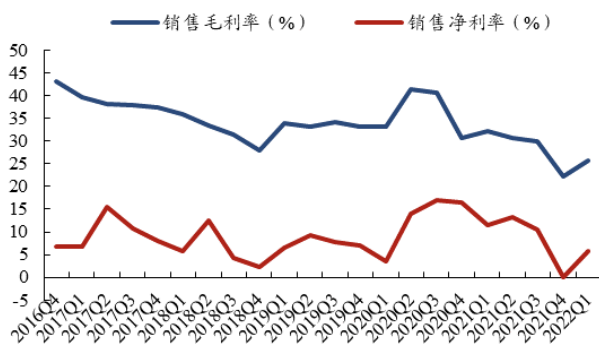
1.2. 21Q4 减值计提拖累利润，22Q1 受原材料价涨及费用增加影响业绩

2021 年公司销售毛利率为 28.51%，同比变动-8.43pct，主要系沥青、乳液等原材料价格大幅上涨。分季度来看，公司 2021 年 Q1-4 销售毛利率分别为

32.13%/30.78%/29.95%/22.16%，同比分别下滑 1.11/10.73/10.69/8.65pct，主要系核心原材料沥青、乳液、聚醚等价格自 Q2 以来大幅上涨。

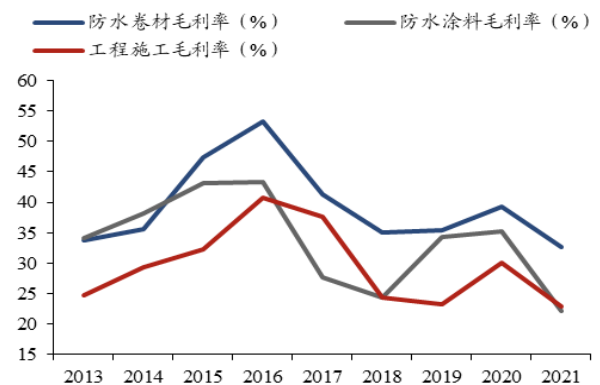
分产品来看，防水卷材销售毛利率 32.73%，同比下滑 6.58 个百分点，主要系沥青均价同比涨幅较大，21H2 防水卷材毛利率 33.91%（21H1 为 31.51%），下半年环比上半年有所提升，主要系公司高毛利的卷材销售有所增加；防水涂料销售毛利率 22.14%，同比下滑 13.11 个百分点，21H2 防水涂料毛利率 16.01%（21H1 为 28.51%），主要系进入 Q3 以来乳液、聚醚等原材料价格大幅上涨；防水工程施工毛利率 22.98%，同比下滑 7.13 个百分点，21H2 工程施工业务毛利率 14.06%（21H1 为 34.07%），主要原因系：1）公司施工业务为包工包料，受产品毛利率波动影响较大；2）施工业务工程结算影响。

图3：科顺股份单季度销售毛利率及销售净利率变动



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图4：科顺股份分产品毛利率变动情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

2021 年期间费用率继续改善。2021 年销售费用率 6.09%，同比变动-0.15pct，主要系广宣费同比减少；管理费用率 3.73%，同比变动-0.18pct，主要系职工薪酬等增速小于收入增速；研发费用率 4.38%，同比变动-0.14pct；财务费用率 0.55%，同比变动+0.11pct，主要系银行借款增加导致利息支出增加所致。

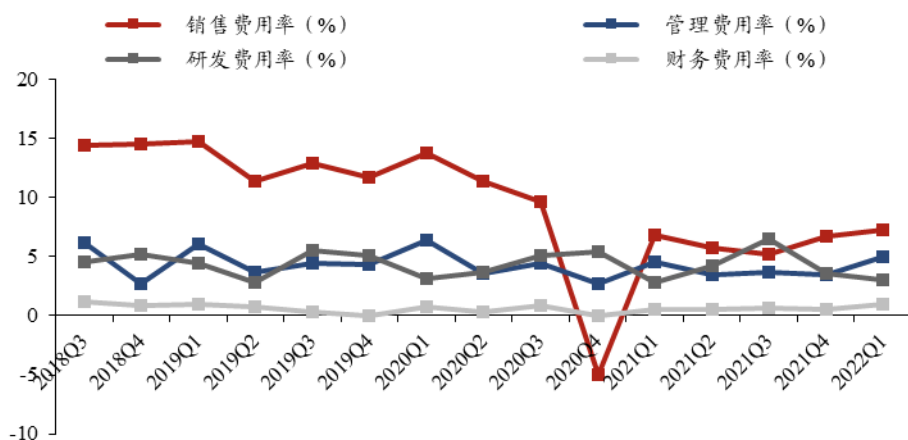
销售净利率为 8.66%，同比变动-5.62pct。分季度看，21 年 Q1-Q4 销售净利率分别为 11.45%/13.17%/10.57%/-0.03%。2021 年全年计提信用减值损失 2.49 亿元，其中 2021Q4 计提 1.36 亿元，主要系 2021 年公司针对风险客户的应收账款及应收票据单项计提坏账准备。

2022 年 Q1 销售毛利率 25.74%，同比下滑 6.39 个百分点，环比 21Q4 提升 3.58 个百分点，同比下滑的原因主要在于 22Q1 原材料均价相对于 21Q1 大幅上涨；环比提升的原因一方面在于施工业务收入确认问题贡献部分利润；另一方面在于公司 Q1 产品结构中高附加值、高毛利产品占比有所提升。

22Q1 期间费用率同比增加。22Q1 销售费用率 7.32%，同比变动+0.53pct；管理费用率 4.95%，同比变动+0.42pct；研发费用率 3.05%，同比变动+0.22pct；财务费用率 1.02%，同比变动+0.48pct，各项期间费用率均有所增加，主要系 22Q1 收入占全年比重较小规模

效应未能充分发挥，加之年初新到岗人员增加导致期间费用率同比提升。

图5：科顺股份期间费用率变动情况



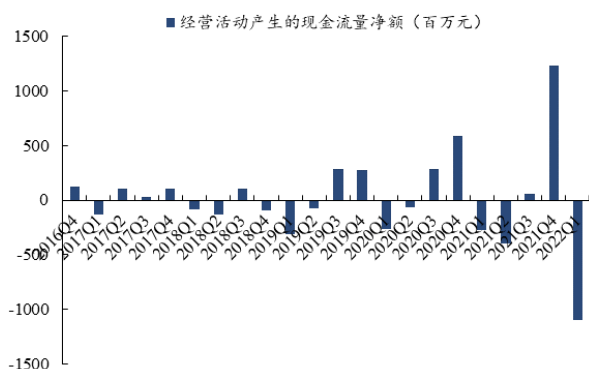
数据来源：WIND，东吴证券研究所

1.3. 21年全年经营性现金流保持稳定，22Q1 阶段性承压

公司 2021 年经营活动现金流量净额为 6.11 亿元，同比增长 10.68%，其中 21Q4 经营活动现金流量净额为 12.31 亿元，同比增长 107.44%。1) 收现比情况：2021 年公司收现比 88.36%，较上年同期变动-0.96pct，2021 年末公司应收账款及应收票据余额为 41.03 亿元，同比增长 36.92%；2) 付现比情况：2021 年公司付现比 85.47%，较上年同期变动-15.4pct，2021 年末公司应付账款及应付票据余额 34.25 亿元，同比增长 70.29%。

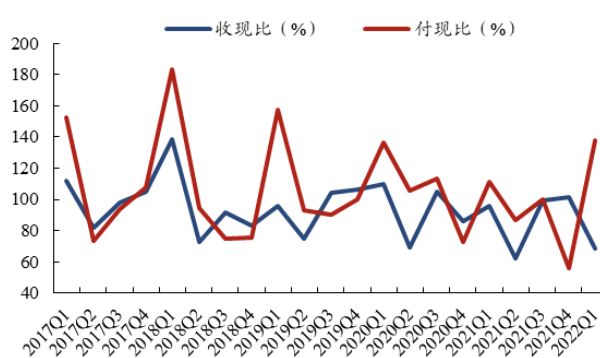
2022Q1 经营活动现金流量净额为-10.98 亿元，同比下滑 301.74%，主要系收到的的货款减少以及支付采购款增加。1) 收现比情况：2022Q1 收现比为 68.54%，同比变动 -27.62pct，22Q1 末公司应收账款及应收票据余额 48.26 亿元，较 21 年末增加 7.23 亿元；2) 付现比情况：2022Q1 付现比为 137.77%，同比+26.33pct。2022Q1 末存货余额 7.22 亿元，较 21 年年末增加 3.18 亿元，主要系原材料储备增加及丰泽股份存货转入。

图6：科顺股份单季度经营活动现金流量净额



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图7：科顺股份单季度收现比及付现比变动情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

1.4. 拟发行可转债募资 22 亿元扩产补流

公司发布向不特定对象发行可转换公司债券预案,拟发行可转债募集资金不超过 22 亿元,募集资金将投资于安徽滁州防水材料扩产项目、福建三明防水材料扩产项目、重庆长寿防水材料扩产项目、智能化升级改造项目以及用于补充流动资金。**预计扩产完成后,公司将新增 1.37 亿平沥青基防水卷材、2600 万平高分子防水卷材产能以及 25.5 万吨防水材料产能。**

公司 2021 年末资产负债率 53.96%,同比提升 4.94pct,公司可转债募集资金预计将强化公司资金实力,为公司长期发展奠定基础。

表1: 科顺股份本次向不特定对象发行可转债的募集资金用途(万元)

序号	项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
1	安徽滁州防水材料扩产项目	95,674.05	81,000.00
2	福建三明防水材料扩产项目	34,337.11	28,000.00
3	重庆长寿防水材料扩产项目	22,432.32	19,000.00
4	智能化升级改造项目	28,964.32	26,000.00
5	补充流动资金	66,000.00	66,000.00
合计		247,407.80	220,000.00

数据来源:公司公告,东吴证券研究所

2. 盈利预测与投资建议

公司作为防水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以及经销渠道加速布局,加大对经销商的资源配置和扶持力度,公司有望不断提升市场份额,此外公司收购丰泽股份尝试品类延伸。同时,公司激励充分,管理改善,提质增效,为公司快速发展提供保障。公司此前提出 2022 年实现销售过 100 亿元,并力争在 2025 年达到 200 亿元营收,彰显公司发展信心。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 9.22/12.94/16.96 亿元,当前市值对应 PE 分别为 13X/9X/7X,公司拟发行可转债募资扩产补流,为公司经营发展助力,考虑到公司未来的成长弹性,首次覆盖给予“买入”评级。

3. 风险提示

下游房地产行业波动的风险;原材料价格剧烈波动的风险;行业竞争加剧风险;计提大额信用减值损失的风险。

科顺股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	8,233	9,647	11,682	14,607	营业总收入	7,771	10,029	12,691	15,707
货币资金及交易性金融资产	2,189	2,170	2,497	3,378	营业成本(含金融类)	5,555	7,268	9,122	11,244
经营性应收款项	4,488	5,644	7,050	8,656	税金及附加	43	60	76	94
存货	404	523	710	879	销售费用	473	587	736	903
合同资产	393	501	635	785	管理费用	290	351	438	534
其他流动资产	758	808	791	909	研发费用	340	436	546	675
非流动资产	2,556	3,035	3,475	3,866	财务费用	43	60	60	55
长期股权投资	24	24	24	24	加:其他收益	68	25	32	39
固定资产及使用权资产	1,701	2,047	2,359	2,629	投资净收益	-3	-5	-6	-8
在建工程	266	373	458	527	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	144	169	213	266	减值损失	-275	-185	-200	-215
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-6	-10	-13	-16
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	811	1,092	1,526	2,002
其他非流动资产	418	418	418	418	营业外净收支	10	5	5	5
资产总计	10,789	12,681	15,157	18,473	利润总额	821	1,097	1,531	2,007
流动负债	4,858	5,828	7,010	8,630	减:所得税	148	174	237	311
短期借款及一年内到期的非流动负债	686	686	686	686	净利润	673	922	1,294	1,696
经营性应付款项	3,425	3,982	4,873	6,161	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	342	436	547	675	归属母公司净利润	673	922	1,294	1,696
其他流动负债	405	723	903	1,109	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.57	0.78	1.09	1.44
非流动负债	964	964	964	964	EBIT	1,070	1,327	1,774	2,256
长期借款	857	857	857	857	EBITDA	1,233	1,579	2,083	2,625
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	28.51	27.53	28.12	28.41
租赁负债	10	10	10	10	归母净利率(%)	8.66	9.20	10.19	10.79
其他非流动负债	97	97	97	97	收入增长率(%)	24.57	29.06	26.55	23.76
负债合计	5,822	6,791	7,973	9,594	归母净利润增长率(%)	-24.45	37.12	40.26	31.07
归属母公司股东权益	4,968	5,890	7,184	8,879					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	4,968	5,890	7,184	8,879					
负债和股东权益	10,789	12,681	15,157	18,473					

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	611	814	1,183	1,753	每股净资产(元)	4.32	5.12	6.24	7.71
投资活动现金流	-642	-740	-764	-779	最新发行在外股份(百万股)	1,182	1,182	1,182	1,182
筹资活动现金流	650	-93	-93	-93	ROIC(%)	15.16	15.98	18.53	19.89
现金净增加额	620	-19	326	881	ROE-摊薄(%)	13.54	15.66	18.01	19.10
折旧和摊销	163	252	309	369	资产负债率(%)	53.96	53.55	52.60	51.93
资本开支	-416	-735	-758	-771	P/E (现价&最新股本摊薄)	18.25	13.31	9.49	7.24
营运资本变动	-603	-916	-923	-727	P/B (现价)	2.41	2.03	1.66	1.35

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

