

科顺股份 (300737)

2022 年半年报点评：渠道结构优化，业绩短期承压

买入（维持）

2022 年 09 月 01 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 任婕

执业证书：S0600522070003

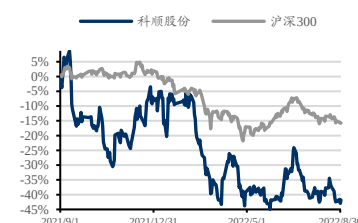
renj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	7,771	9,051	11,347	13,523
同比	25%	16%	25%	19%
归属母公司净利润（百万元）	673	631	1,017	1,319
同比	-24%	-6%	61%	30%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.57	0.53	0.86	1.12
P/E（现价&最新股本摊薄）	18.05	19.22	11.93	9.20

投资要点

- **事件：公司发布 2022 年半年报。**2022H1 公司实现营业收入 41.41 亿元，同比+10.09%；归母净利润 2.44 亿元，同比-47.99%。其中，Q2 实现营收 24.06 亿元，同比+4.62%；归母净利润 1.45 亿元，同比-51.96%。
- **Q2 受疫情影响增速放缓，经销、C 端渠道快速增长：**公司 22Q1-Q2 营业收入分别同比变动+18.71%/+4.62%。分产品看，22H1 防水卷材实现营收 23.86 亿元，同比增长 6.02%；防水涂料实现营收 8.93 亿元，同比增长 8.11%，防水施工实现营收 7.14 亿元，同比增长 4.75%。按最终项目性质分，22H1 房建相关领域的收入占比较 2021 年下降近 20 个百分点，工商建、市政基建项目及收入增速快速发展。按渠道分，22H1 经销收入占比达到 51.13%，经销收入同比增长 62.28%，同时 22H1C 端市场增幅接近 50%。
- **Q2 毛利率承压，期间费用控制情况较好：**分季度看，22Q1-Q2 毛利率分别为 25.74%/20.62%。分产品看，22H1 防水卷材/涂料/施工业务毛利率分别为 21.81%/24.50%/24.43%，同比分别变动-9.70pct/-4.01pct/-9.64pct，主要系沥青等原材料价格大幅上涨影响毛利率水平以及经销占比提升。期间费用率方面，22H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.81%/3.69%/3.51%/1.01%，同比分别变动-0.32pct/-0.20pct/-0.21pct/+0.50pct，财务费用增加主要系银行贷款增加导致借款利息增加。
- **22H1 经营性现金流同比持平，Q2 收现比改善显著。**22H1 公司经营活动现金净流量-6980 万元，与上年同期基本持平，Q2 单季度经营性现金净流入 4.2 亿元。1) **收现比情况：**22H1 公司收现比 80.71%，同比变动+5.43pct，22H1 末公司应收账款及应收票据余额 56.03 亿元，同比增长 29.90%；2) **付现比情况：**22H1 公司付现比 98.96%，同比变动+2.63pct，22H1 末公司应付账款及应付票据余额 42.66 亿元，同比增长 92.99%。
- **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。考虑到疫情反复及原材料价格高位的影响，我们下调公司 2022-2024 年归母净利润为 6.31/10.17/13.19 亿元（前值为 9.22/12.94/16.96 亿元），对应 PE 为 19X/12X/9X，维持“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)	30.70
一年最低/最高价	28.32/33.83
市净率(倍)	2.91
流通 A 股市值(百万元)	298071.37
总市值(百万元)	298071.37

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.54
资产负债率(%，LF)	83.53
总股本(百万股)	9724.20
流通 A 股(百万股)	9709.17

相关研究

《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》

2022-04-28

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	8,887	10,433	12,402	营业总收入	7,771	9,051	11,347	13,523
货币资金及交易性金融资产	2,189	1,859	1,847	2,282	营业成本(含金融类)	5,555	6,968	8,529	10,104
经营性应收款项	4,488	5,300	6,599	7,809	税金及附加	43	50	68	81
存货	404	500	661	785	销售费用	473	477	567	669
合同资产	393	453	567	676	管理费用	290	290	352	412
其他流动资产	758	776	758	849	研发费用	340	339	420	494
非流动资产	2,556	3,149	3,739	4,315	财务费用	43	60	63	61
长期股权投资	24	24	24	24	加:其他收益	68	72	57	68
固定资产及使用权资产	1,701	2,092	2,470	2,834	投资净收益	-3	-5	-6	-7
在建工程	266	443	611	770	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	144	169	213	266	减值损失	-275	-200	-210	-220
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-6	-9	-11	-14
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	811	726	1,178	1,529
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	12,036	14,171	16,716	利润总额	821	731	1,183	1,534
流动负债	4,858	5,473	6,591	7,817	减:所得税	148	100	166	215
短期借款及一年内到期的非流动负债	686	686	686	686	净利润	673	631	1,017	1,319
经营性应付款项	3,425	3,684	4,556	5,537	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	342	418	512	606	归属母公司净利润	673	631	1,017	1,319
其他流动负债	405	684	837	988	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.57	0.53	0.86	1.12
非流动负债	964	964	964	964	EBIT	873	928	1,412	1,762
长期借款	857	857	857	857	EBITDA	1,036	1,065	1,572	1,946
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	28.51	23.02	24.84	25.28
租赁负债	10	10	10	10	归母净利率(%)	8.66	6.98	8.97	9.75
其他非流动负债	97	97	97	97	收入增长率(%)	24.57	16.48	25.37	19.17
负债合计	5,822	6,436	7,555	8,781	归母净利润增长率(%)	-24.45	-6.11	61.12	29.62
归属母公司股东权益	4,968	5,599	6,617	7,936					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	4,968	5,599	6,617	7,936					
负债和股东权益	10,789	12,036	14,171	16,716					

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	501	843	1,303	每股净资产(元)	4.32	4.86	5.75	6.89
投资活动现金流	-642	-739	-762	-775	最新发行在外股份(百万股)	1,181	1,181	1,181	1,181
筹资活动现金流	650	-93	-93	-93	ROIC(%)	12.37	11.72	15.85	17.17
现金净增加额	620	-331	-11	435	ROE-摊薄(%)	13.54	11.28	15.38	16.62
折旧和摊销	163	138	160	184	资产负债率(%)	53.96	53.48	53.31	52.53
资本开支	-416	-734	-756	-769	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.05	19.22	11.93	9.20
营运资本变动	-603	-831	-820	-589	P/B(现价)	2.38	2.11	1.79	1.49

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>

