

科顺股份 (300737.SZ)

2022 年中报点评：收入结构优化，Q2 现金流显著改善

买入

核心观点

收入增长稳健、结构优化，成本上升+需求下滑致业绩承压。2022H1 公司实现营收 41.4 亿元，同比+10.1%，其中防水卷材、防水涂料、防水工程施工分别实现收入 23.86/8.93/7.14 亿元，同比+6.02%/+8.11%/+4.75%，实现归母净利润 2.4 亿元，同比-48.0%，扣非归母净利润 1.8 亿元，同比-59.3%，EPS 为 0.21 元/股；其中 Q2 单季度实现营收 24.1 亿元，同比+4.6%，归母净利润 1.5 亿元，同比-52.0%，扣非归母净利润 0.9 亿元，同比-65.3%，收入增长稳健、结构进一步优化，经销收入占比达到 51.1%，业绩阶段性承压主因地产业调控和疫情影响导致需求有所下降，叠加上游原材料价格大幅上涨，进一步压缩盈利空间。

原材料上涨继续拖累毛利率，费用管控良好。2022H1 实现综合毛利率 22.8%，同比-8.6pp，其中 Q1、Q2 单季度毛利率分别为 25.7%/20.6%，同比-6.4/-10.2pp，主要受上游沥青等原材料价格大幅上涨拖累；分产品看，防水卷材/防水涂料/防水工程施工毛利率分别为 21.8%/24.5%/24.4%，同比-9.7/-4.0/-9.6pp。期间费用率 14.0%，同比-0.23pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 5.8%/3.7%/1.0%/3.5%，同比-0.3/-0.2/+0.5/-0.2pp，费用总体管控良好，财务费用增加主因银行贷款增加所致。

Q2 现金流显著改善并转正，负债水平有所提升。2022H1 实现经营性现金流净额-6.78 亿元，上年同期为-6.75 亿元，其中 Q2 单季度 4.20 亿元，上年同期为-4.01 亿元，收现比/付现比为 89.5%/72.8%，上年同期为 62%/86.9%，受益经销占比提升以及风险管控、货款回收等方面成果显著，Q2 现金流显著改善。截至 2022H1 资产负债率 56.6%，同比+6.9pp，负债率有所提升但依然保持合理可控水平。

风险提示：地产投资下行超预期；原材料涨价超预期；产能释放不及预期

投资建议：转债助力防水产能扩张，非防水业务贡献新增长点，维持“买入”

公司作为国内防水材料龙头之一，面对地产需求承压，积极优化营收结构，提高经销商、非房收入占比，可转债发行有望进一步完善产能布局，如按规划如期 2025 年全部达产，产能年均复合增速预计 10%-15%区间，奠定长期发展基础，同时成功收购丰泽股份正式进入减隔震行业，拓展非防水业务贡献新增长点，看好中长期成长。考虑到地产需求及成本因素影响，下调盈利预测，预计 22-24 年 EPS 分别为 0.54/0.72/0.99 元/股（前值 0.81/1.09/1.46 元/股），对应 PE 为 18.8/14.0/10.1x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,238	7,771	9,167	11,042	13,512
(+/-%)	34.1%	24.6%	18.0%	20.4%	22.4%
净利润(百万元)	890	673	633	848	1173
(+/-%)	145.0%	-24.5%	-5.8%	33.9%	38.3%
每股收益(元)	0.75	0.57	0.54	0.72	0.99
EBIT Margin	26.1%	18.1%	14.8%	15.8%	16.8%
净资产收益率(ROE)	21.4%	13.5%	11.6%	13.8%	16.5%
市盈率(PE)	13.4	17.7	18.8	14.0	10.1
EV/EBITDA	9.2	11.3	14.3	11.7	9.8
市净率(PB)	2.87	2.40	2.17	1.93	1.68

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑材料·装修建材

证券分析师：黄道立

0755-82130685

huangdl@guosen.com.cn

S0980511070003

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

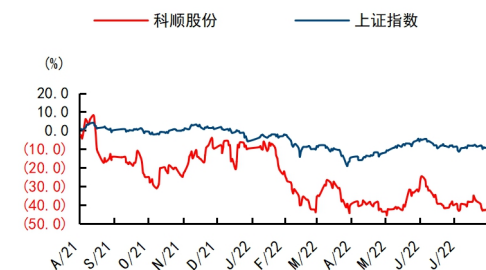
fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	10.08 元
总市值/流通市值	11904/8951 百万元
52 周最高价/最低价	19.93/9.49 元
近 3 个月日均成交额	197.98 百万元

市场走势



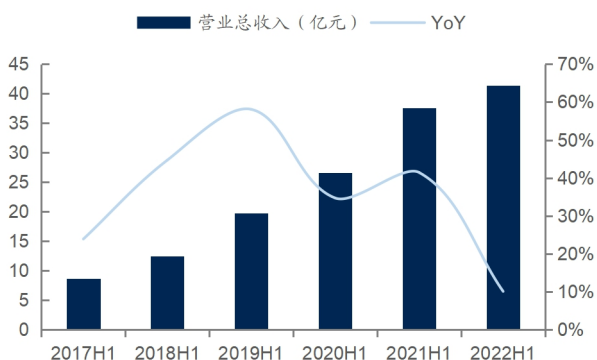
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《科顺股份(300737.SZ)-2021 年报及 2022 一季报点评：业绩阶段性承压，拟发行可转债助力产能扩张》——2022-04-28
- 《科顺股份-300737-2021 年中报点评：业务布局稳步推进，增长依旧突出》——2021-09-01
- 《科顺股份-300737-2020 年年报及 2021 年一季报点评：百亿战略优质成长，业绩超预期》——2021-04-23
- 《科顺股份-300737-2020 年中报点评：逆势增长超预期，百亿战略开启新征程》——2020-08-21
- 《科顺股份-300737-19 年年报及 20 年一季报点评：产能布局有序推进，定增提升发展潜力》——2020-04-22

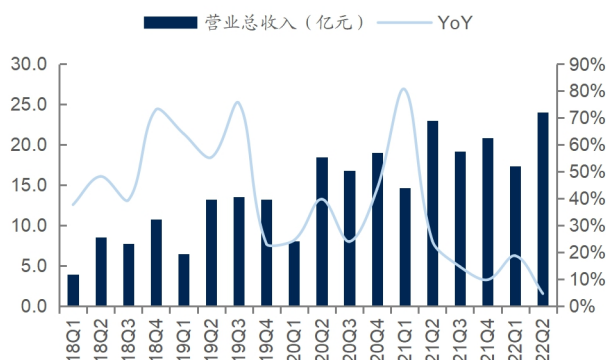
收入增长稳健、结构优化，成本上升+需求下滑致业绩承压。2022H1 公司实现营业收入 41.4 亿元，同比+10.1%，其中防水卷材、防水涂料、防水工程施工分别实现收入 23.86/8.93/7.14 亿元，同比+6.02%/+8.11%/+4.75%，实现归母净利润 2.4 亿元，同比-48.0%，扣非归母净利润 1.8 亿元，同比-59.3%，EPS 为 0.21 元/股；其中 Q2 单季度实现营收 24.1 亿元，同比+4.6%，归母净利润 1.5 亿元，同比-52.0%，扣非归母净利润 0.9 亿元，同比-65.3%，收入增长稳健、结构进一步优化，经销收入占比达到 51.1%，业绩阶段性承压主因地产调控和疫情影响导致需求有所下降，叠加上游原材料价格大幅上涨，进一步压缩盈利空间。

图1：科顺股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



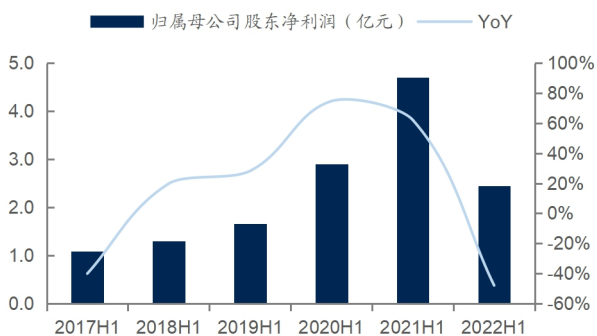
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：科顺股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



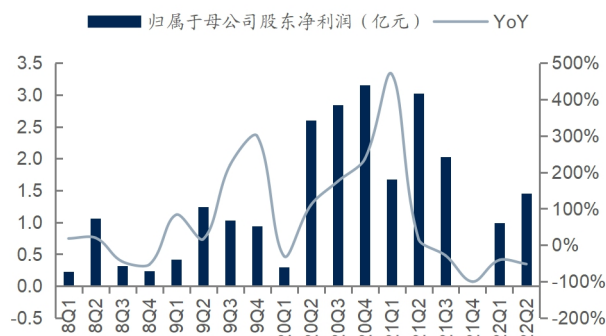
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：科顺股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

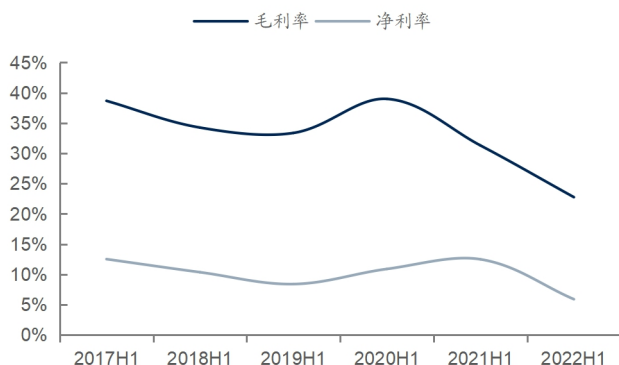
图4：科顺股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

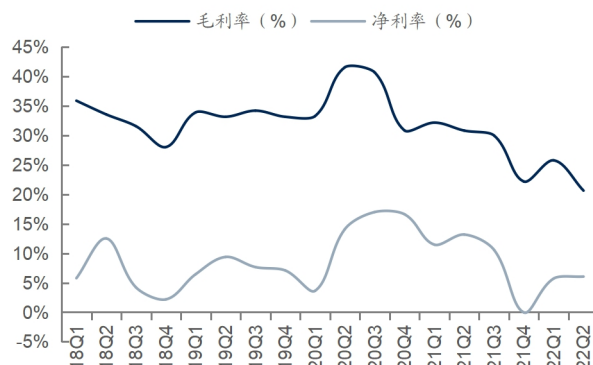
原材料上涨继续拖累毛利率，费用管控良好。2022H1 实现综合毛利率 22.8%，同比-8.6pp，其中 Q1、Q2 单季度毛利率分别为 25.7%/20.6%，同比-6.4/-10.2pp，主要受上游沥青等原材料价格大幅上涨拖累；分产品看，防水卷材/防水涂料/防水工程施工毛利率分别为 21.8%/24.5%/24.4%，同比-9.7/-4.0/-9.6pp。期间费用率 14.0%，同比-0.23pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 5.8%/3.7%/1.0%/3.5%，同比-0.3/-0.2/+0.5/-0.2pp，费用总体管控良好，财务费用增加主因银行贷款增加所致。

图5：科顺股份毛利率和净利率（单位：%）



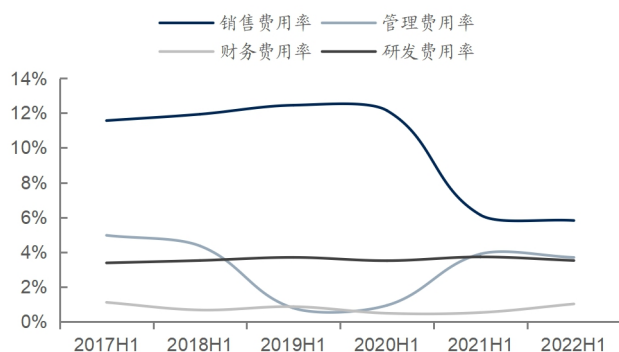
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：科顺股份单季度毛利率和净利率（单位：%）



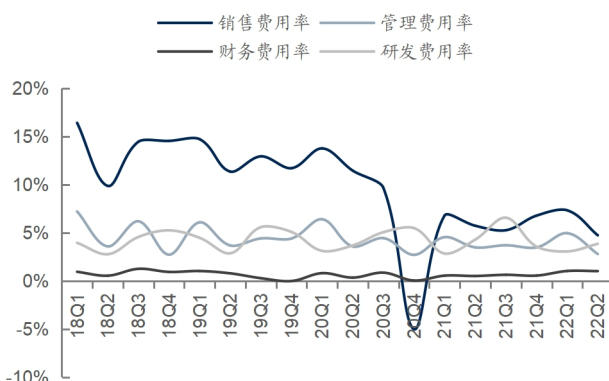
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：科顺股份期间费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

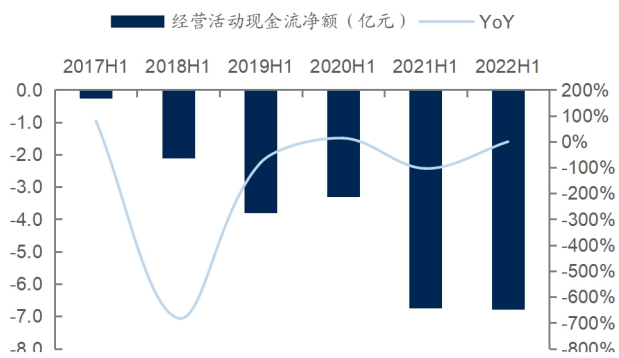
图8：科顺股份单季度期间费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

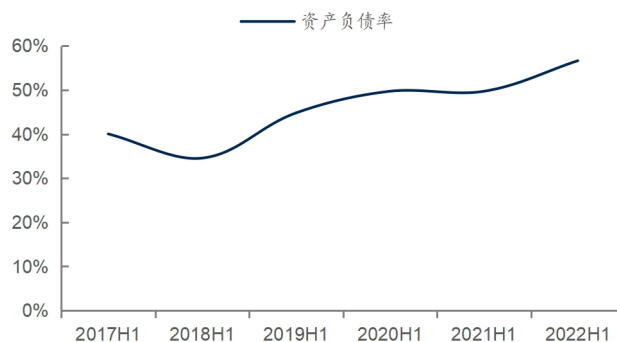
Q2 现金流显著改善并转正，负债水平有所提升。2022H1 实现经营性现金流净额 -6.78 亿元，上年同期为 -6.75 亿元，其中 Q2 单季度 4.20 亿元，上年同期为 -4.01 亿元，收现比/付现比为 89.5%/72.8%，上年同期为 62%/86.9%，受益经销占比提升以及风险管控、货款回收等方面成果显著，Q2 现金流显著改善。截至 2022H1 资产负债率 56.6%，同比+6.9pp，负债率有所提升但依然保持合理可控水平。

图9：科顺股份经营性净现金流及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：科顺股份资产负债率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：可转债助力防水产能扩张，非防水业务贡献新增长点，维持“买入”评级。公司作为国内防水材料龙头之一，面对地产需求承压，积极优化营收结构，提高经销商、非房收入占比，可转债发行有望进一步完善产能布局，如按规划如期 2025 年全部达产，产能年均复合增速预计 10%-15% 区间，奠定长期发展基础，同时成功收购丰泽股份正式进入减隔震行业，拓展非防水业务贡献新增长点，看好中长期成长。考虑到地产需求及成本因素影响，下调盈利预测，预计 22-24 年 EPS 分别为 0.54/0.72/0.99 元/股（前值 0.81/1.09/1.46 元/股），对应 PE 为 18.8/14.0/10.1x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1420	2189	4512	4056	4091	营业收入	6238	7771	9167	11042	13512
应收款项	3132	4383	5429	6735	8324	营业成本	3934	5555	6875	8171	9864
存货净额	340	404	509	611	746	营业税金及附加	42	43	50	61	74
其他流动资产	981	1257	1463	1774	2163	销售费用	389	473	550	663	811
流动资产合计	6090	8233	11912	13177	15324	管理费用	243	290	336	403	492
固定资产	1680	1948	2262	2703	3260	财务费用	27	43	104	149	154
无形资产及其他	147	144	139	133	127	投资收益	(28)	(3)	0	0	0
投资性房地产	231	440	440	440	440	资产减值及公允价值变动	35	26	30	40	50
长期股权投资	0	24	37	55	70	其他收入	(576)	(580)	(550)	(650)	(800)
资产总计	8148	10789	14790	16508	19222	营业利润	1033	811	732	985	1366
短期借款及交易性金融负债	686	686	600	660	726	营业外净收支	6	10	10	10	10
应付款项	2011	3425	4361	5287	6514	利润总额	1039	821	742	995	1376
其他流动负债	1044	747	1352	1355	1793	所得税费用	149	148	111	149	206
流动负债合计	3741	4858	6313	7302	9033	少数股东损益	0	0	(3)	(2)	(3)
长期借款及应付债券	211	857	2857	2857	2857	归属于母公司净利润	890	673	633	848	1173
其他长期负债	43	107	146	197	243						
长期负债合计	255	964	3003	3054	3099	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	3996	5822	9316	10356	12132	净利润	890	673	633	848	1173
少数股东权益	0	0	(1)	(1)	(1)	资产减值准备	159	(2)	79	60	81
股东权益	4152	4968	5475	6153	7091	折旧摊销	99	153	128	151	176
负债和股东权益总计	8148	10789	14790	16508	19222	公允价值变动损失	(35)	(26)	(30)	(40)	(50)
						财务费用	27	43	104	149	154
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(141)	(621)	302	(680)	(321)
每股收益	0.75	0.57	0.54	0.72	0.99	其它	(159)	2	(80)	(60)	(82)
每股红利	0.03	0.12	0.11	0.14	0.20	经营活动现金流	813	179	1033	279	977
每股净资产	3.52	4.21	4.64	5.21	6.01	资本开支	0	(441)	(485)	(607)	(758)
ROIC	33%	20%	18%	21%	24%	其它投资现金流	(217)	217	0	0	0
ROE	21%	14%	12%	14%	17%	投资活动现金流	(217)	(248)	(497)	(625)	(774)
毛利率	37%	29%	25%	26%	27%	权益性融资	(0)	284	0	0	0
EBIT Margin	26%	18%	15%	16%	17%	负债净变化	138	645	0	0	0
EBITDA Margin	28%	20%	16%	17%	18%	支付股利、利息	(31)	(147)	(127)	(170)	(235)
收入增长	34%	25%	18%	20%	22%	其它融资现金流	(490)	(441)	(86)	60	66
净利润增长率	145%	-24%	-6%	34%	38%	融资活动现金流	(277)	839	1787	(110)	(169)
资产负债率	49%	54%	63%	63%	63%	现金净变动	319	769	2322	(455)	35
息率	0.3%	1.2%	1.1%	1.4%	2.0%	货币资金的期初余额	1101	1420	2189	4512	4056
P/E	13.4	17.7	18.8	14.0	10.1	货币资金的期末余额	1420	2189	4512	4056	4091
P/B	2.9	2.4	2.2	1.9	1.7	企业自由现金流	(42)	247	1097	348	1027
EV/EBITDA	9.2	11.3	14.3	11.7	9.8	权益自由现金流	(394)	451	922	281	961

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032