

## 科顺股份 (300737.SZ)

强烈推荐 (维持)

## 成本影响业绩承压，募资扩产维持成长动力

公司 2022 年前三季度实现营业收入 59.57 亿元，同比增长 4.82%；实现归母净利润 2.68 亿元，同比减少 60.16%；扣非后归母净利润 1.78 亿元，同比减少 71.44%；基本 EPS 为 0.23 元/股，同比减少 61.02%；加权平均 ROE 为 4.97%，同比减少 9.46pct。2022Q3 单季度实现营业收入 18.16 亿元，同比减少 5.50%；实现归母净利润 2374.48 万元，同比减少 88.31%。

□ 2022 年前三季度收入保持稳健，业绩与现金流阶段性承压。公司 22 年前三季度实现收入/归母净利润 59.57 亿元/2.68 亿元，分别同比+4.82%/-60.16%。分季度看，22Q1/Q2/Q3 收入分别为 17.35 亿元/24.06 亿元/18.16 亿元，同比+18.71%/+4.62%/-5.50%，归母净利润分别为 9904.90 万元/1.45 亿元/2374.48 万元，同比-40.82%/-51.96%/-88.31%，利润同比下降主因原材料沥青价格高涨致使成本增加。前三季度公司经营性现金流净流出 7.10 亿元，净流出额同比扩大 14.52%，主因应收账款增加及支付采购款增加；应收账款 53.38 亿元，同比+56.05%，主要系部分客户回款不及预期；应收账款周转率同比下降 0.41 次至 1.36 次；收现比/付现比分别为 0.83/0.98，与去年同期 0.84/0.98 基本保持一致。

□ 原材料价格高位影响利润率，费用率略增。公司 2022 年前三季度毛利率/净利率分别为 21.61%/4.50%，同比-9.24pct/-7.35pct，其中 22Q3 毛利率/净利率为 18.98%/1.30%，同比-10.97pct/-9.28pct，环比 Q2-1.64pct/-4.75pct，主因今年原材料沥青价格持续高位，行业整体利润空间受到压缩，22Q1-Q3 沥青价格分别同比+19.21%/+33.46%/+36.97%。未来随着冬储能力提升，规模效应增强，以及供应链子公司设立，原材料成本有望降低，公司利润率或将回升。费用率方面，前三季度期间费用率同比+0.19pct 至 15.08%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别 +0.14pct/+0.04pct/-0.39pct/+0.41pct 至 5.97%/3.86%/4.28%/0.96%，公司控费能力基本稳定。

□ 防水新规助推行业扩容，扩产+渠道优化维持稳健增长。行业层面，2022 年 10 月 24 日住建部发布国家标准《建筑与市政工程防水通用规范》，将自 2023 年 4 月 1 日起实施。新规对防水设计年限、防水道数等做出了更高的要求，对屋面工程/室内工程的防水工程设计工作年限不低于 20 年/25 年，产品质量和施工服务更佳的头部企业或将受益。公司层面，公司上半年发行可转债募资扩产，防水产能的提升有利于公司解决产能偏紧问题，把握行业扩容机遇，在行业市场空间提升的同时提高自身市占率。同时，公司提升经销渠道占比、降低直销渠道中地产占比，通过优化销售渠道和大力开拓央企客户，在当前地产风险敞口下保障回款质量和现金流，维持稳健增长。此外，公司充分发挥资源和渠道协同效应，助力丰泽在并购完成后业绩持续向好，未来在减隔震蓝海市场的第二增长曲线效益有望进一步显现。

□ 拟发可转债扩产，中长期竞争优势犹存。公司作为防水企业第二龙头，短期通过渠道调整和内控优化保障增长质量，中长期有望受益于防水行业提标扩容以及减隔震蓝海市场发展。公司近期拟公开发行不超过 21.98 亿元可转债募资扩产。我们预计公司 2022-2023 年 EPS 分别为 0.38 元、0.69 元，对应 PE 分别为 28.8x、16.0x，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：地产和基建投资增速大幅下滑、原材料成本大幅上涨、应收账款坏账风险。

中游制造/建材  
目标估值：NA  
当前股价：10.99 元

## 基础数据

总股本 (万股)	118088
已上市流通股 (万股)	88836
总市值 (亿元)	130
流通市值 (亿元)	98
每股净资产 (MRQ)	4.8
ROE (TTM)	4.7
资产负债率	56.5%
主要股东	陈伟忠
主要股东持股比例	26.95%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	17	2	-28
相对表现	23	7	-1



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 1、《科顺股份 (300737) —渠道优化护内生增长，减隔震打开成长空间》2022-10-11
- 2、《科顺股份 (300737) —业绩阶段性承压，渠道优化现金流改善》2022-09-01
- 3、《科顺股份 (300737) —成本拖累业绩，拟发可转债扩产》2022-04-28

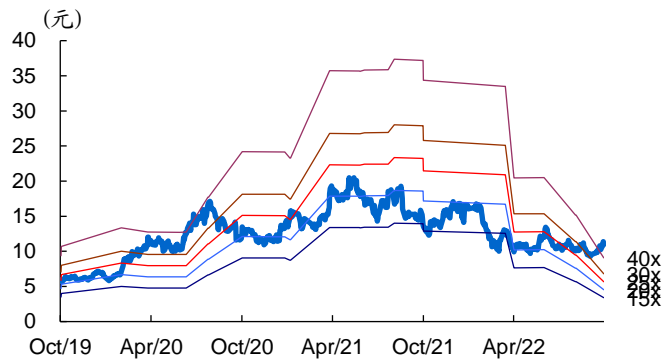
郑晓刚 S1090517070008  
zhengxiaogang@cmschina.com.cn  
袁定云 研究助理  
yuandingyun@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	6238	7771	8478	9810	11883
同比增长	34%	25%	9%	16%	21%
营业利润(百万元)	1033	811	543	987	1310
同比增长	142%	-22%	-33%	82%	33%
归母净利润(百万元)	890	673	450	813	1080
同比增长	145%	-24%	-33%	81%	33%
每股收益(元)	0.75	0.57	0.38	0.69	0.91
PE	14.6	19.3	28.8	16.0	12.0
PB	3.1	2.6	2.2	1.9	1.7

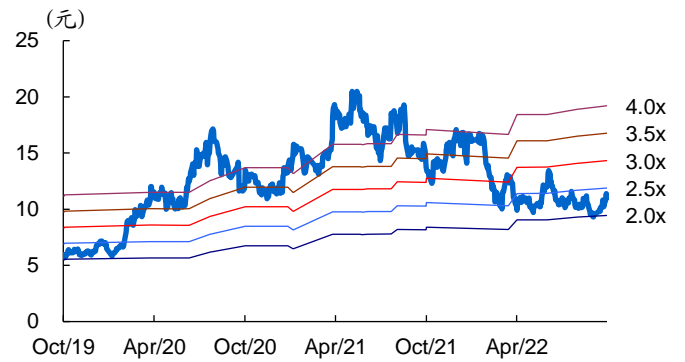
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 科顺股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 科顺股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	6090	8233	8830	9998	11765
现金	1420	2189	2224	2361	2520
交易性投资	217	0	0	0	0
应收票据	608	682	745	862	1044
应收款项	2388	3421	3711	4294	5201
其它应收款	135	0	0	0	0
存货	340	404	462	530	638
其他	981	1537	1688	1952	2363
<b>非流动资产</b>	2058	2556	2890	3189	3457
长期股权投资	0	24	24	24	24
固定资产	1310	1681	2030	2342	2622
无形资产商誉	147	144	130	117	105
其他	601	706	706	706	705
<b>资产总计</b>	<b>8148</b>	<b>10789</b>	<b>11720</b>	<b>13187</b>	<b>15222</b>
<b>流动负债</b>	3741	4858	4802	5456	6492
短期借款	659	596	0	0	0
应付账款	2011	3425	3994	4585	5521
预收账款	235	342	399	458	552
其他	836	496	409	413	420
<b>长期负债</b>	255	964	964	964	964
长期借款	211	857	857	857	857
其他	43	107	107	107	107
<b>负债合计</b>	<b>3996</b>	<b>5822</b>	<b>5765</b>	<b>6420</b>	<b>7456</b>
股本	612	1151	1181	1181	1181
资本公积金	1830	1547	2053	2053	2053
留存收益	1710	2270	2721	3534	4533
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	4152	4968	5954	6768	7766
<b>负债及权益合计</b>	<b>8148</b>	<b>10789</b>	<b>11720</b>	<b>13187</b>	<b>15222</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	552	611	736	666	757
净利润	890	673	450	813	1080
折旧摊销	101	163	191	226	257
财务费用	41	54	54	33	32
投资收益	28	(7)	(32)	(32)	(43)
营运资金变动	(447)	(277)	66	(382)	(580)
其它	(62)	5	6	8	10
<b>投资活动现金流</b>	(882)	(642)	(496)	(496)	(485)
资本支出	(607)	(422)	(528)	(528)	(528)
其他投资	(275)	(220)	32	32	43
<b>筹资活动现金流</b>	648	650	(205)	(33)	(113)
借款变动	545	465	(686)	0	0
普通股增加	4	539	30	0	0
资本公积增加	112	(284)	506	0	0
股利分配	0	(92)	0	0	(81)
其他	(12)	21	(54)	(33)	(32)
<b>现金净增加额</b>	<b>318</b>	<b>619</b>	<b>35</b>	<b>137</b>	<b>159</b>

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	6238	7771	8478	9810	11883
营业成本	3934	5555	6478	7437	8955
营业税金及附加	42	43	47	55	67
营业费用	389	473	525	489	581
管理费用	243	290	329	263	318
研发费用	282	340	413	459	544
财务费用	27	43	54	33	32
资产减值损失	(285)	(282)	(120)	(120)	(120)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	26	68	35	43	49
投资收益	(28)	(3)	(3)	(11)	(6)
<b>营业利润</b>	1033	811	543	987	1310
营业外收入	8	12	9	10	10
营业外支出	3	3	2	2	2
<b>利润总额</b>	1039	821	550	994	1318
所得税	149	148	99	181	238
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>890</b>	<b>673</b>	<b>450</b>	<b>813</b>	<b>1080</b>

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	34%	25%	9%	16%	21%
营业利润	142%	-22%	-33%	82%	33%
归母净利润	145%	-24%	-33%	81%	33%
<b>获利能力</b>					
毛利率	36.9%	28.5%	23.6%	24.2%	24.6%
净利率	14.3%	8.7%	5.3%	8.3%	9.1%
ROE	24.4%	14.7%	8.2%	12.8%	14.9%
ROIC	20.7%	12.1%	7.4%	11.6%	13.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	49.0%	54.0%	49.2%	48.7%	49.0%
净负债比率	11.0%	14.3%	7.3%	6.5%	5.6%
流动比率	1.6	1.7	1.8	1.8	1.8
速动比率	1.5	1.6	1.7	1.7	1.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
存货周转率	8.5	14.9	15.0	15.0	15.3
应收账款周转率	2.3	2.2	2.0	2.0	2.1
应付账款周转率	2.2	2.0	1.7	1.7	1.8
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.75	0.57	0.38	0.69	0.91
每股经营净现金	0.47	0.52	0.62	0.56	0.64
每股净资产	3.52	4.21	5.04	5.73	6.58
每股股利	0.08	0.00	0.00	0.07	0.09
<b>估值比率</b>					
PE	14.6	19.3	28.8	16.0	12.0
PB	3.1	2.6	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	14.3	16.4	21.0	13.3	10.3

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**郑晓刚：**毕业于英国东安吉利亚大学，经济学硕士，2017年1月加入招商证券，从事建材行业研究，2019年开始负责建筑与建材行业。所带团队入选2019年、2020年建筑材料行业最佳行业分析团队金牛奖，2021年新浪财经金麒麟新锐分析师建筑材料行业第一名。

**袁定云：**上海交通大学工学管理学双学士、管理学硕士，2021年7月加入招商证券，从事建材行业研究。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。