

科顺股份 (300737.SZ)

2022 年报及 2023 一季报点评：业绩短期承压，23 年弹性依旧可期

买入

核心观点

全年业绩承压明显，23Q1 收入端同比回正。2022 年公司实现营收 76.61 亿元，同比-1.42%，归母净利 1.78 亿元，同比-73.5%，扣非归母净利 0.43 亿元，同比-92.5%，EPS 为 0.15 元/股，并拟 10 派 0.5 元（含税），收入略有下滑主要受下游需求放缓及基于风险管控主动收缩部分客户供应影响，业绩承压主因沥青等原材料价格大幅上涨所致，此外报告期计提信用减值准备 2.24 亿元，上年同期 2.49 亿元。2023Q1 实现营收 18.66 亿元，同比+7.59%，归母净利润 0.58 亿元，同比-41.37%，扣非归母净利润 0.41 亿元，同比-50.20%，收入端重回增长，但利润仍有承压。

盈利能力明显下滑，2023Q1 环比改善。分产品看，防水卷材/防水涂料/防水工程施工分别实现收入 43.36/16.81/13.24 亿元，同比-4.79%/-0.20%/-13.40%，毛利率分别为 18.79%/26.01%/21.81%，分别同比-13.94%/+3.87%/-1.17pct；此外减隔震业务贡献收入 2.61 亿元。2022 年综合毛利率 21.21%，同比-7.30pct，主要受沥青价格大幅上涨及渠道结构变化影响，期间费用率 16.05%，同比+1.31pct，其中销售/管理/财务/研发费用率 6.66%/3.93%/0.99%/4.48%，同比+0.57%/+0.2%/+0.44%/+0.1pct，净利率 2.32%，同比-6.33pct。2023Q1 毛利率 21.59%，净利率 3.1%，同比-4.15%/-2.61pct，环比+1.78%/+8.39pct，期间费用率 16.25%，同比-0.09pct，环比-3.19pct，盈利能力和费用率环比均有明显改善。

现金流同步承压，收现比持续向好。2022 年公司实现经营活动现金流净额 2.35 亿元，同比-61.5%，主因原材料价格上涨导致采购付现增加，收现比 0.99，上年同期为 0.88，付现比 1.01，上年同期 0.85。2023Q1 经营活动现金流净额-6.57 亿元，去年同期为-10.98 亿元，收现比 0.82，上年同期 0.69，付现比 1.23，上年同期 1.38，同比提高 0.14，收现状况持续向好，反映出公司主动控制风险、优化收入结构的效果逐步体现

风险提示：地产投资下行超预期；沥青价格上涨超预期；项目建设不及预期

投资建议：可转债助力发展，23 年弹性可期，维持“买入”评级

2023 年 4 月 20 日，公司可转债顺利过会，主要用于安徽滁州、福建三明、重庆长寿扩产以及智能化升级改造和补充流动资金，奠定未来成长基础，同时防水新规已于 2023 年 4 月开始执行，有望推动行业扩容和格局优化，进一步利好龙头市占率持续提升，此外收购丰泽布局减隔震，打造第二成长曲线，23 年业绩弹性可期。预计 23-25 年 EPS 分别为 0.52/0.75/0.98 元/股，对应 PE 为 21.6/15.0/11.5x，维持“买入”评级。

公司研究 · 财报点评

建筑材料 · 装修建材

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	11.28 元
总市值/流通市值	13320/10094 百万元
52 周最高价/最低价	14.69/9.16 元
近 3 个月日均成交额	151.83 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) - 2022 年三季报点评：业务布局稳步推进，有望受益新落地》——2022-10-26
- 《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》——2022-08-31
- 《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

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,771	7,661	9,519	11,729	14,100
(+/-%)	24.6%	-1.4%	24.3%	23.2%	20.2%
净利润(百万元)	673	178	617	886	1160
(+/-%)	-24.5%	-73.5%	246.5%	43.5%	30.9%
每股收益(元)	0.58	0.15	0.52	0.75	0.98
EBIT Margin	13.8%	5.7%	10.2%	11.3%	11.8%
净资产收益率 (ROE)	13.5%	3.2%	10.1%	13.0%	15.0%
市盈率 (PE)	19.3	74.8	21.6	15.0	11.5
EV/EBITDA	15.4	32.0	18.2	15.2	13.3
市净率 (PB)	2.61	2.37	2.18	1.95	1.72

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

全年业绩承压明显，23Q1 收入端同比回正。2022 年公司实现营收 76.61 亿元，同比-1.42%，归母净利润 1.78 亿元，同比-73.5%，扣非归母净利润 0.43 亿元，同比-92.5%，EPS 为 0.15 元/股，并拟 10 派 0.5 元（含税），其中 Q4 单季收入 17.04 亿元，同比-18.39%，归母净利润-0.9 亿元，上年同期-0.01 亿元，扣非归母净利润-1.35 亿元，上年同期-0.52 亿元，收入略有下滑主要受下游需求放缓及基于风险管控主动收缩部分客户供应影响，业绩承压主因沥青等原材料价格大幅上涨所致，此外报告期计提信用减值准备 2.24 亿元，上年同期 2.49 亿元。2023Q1 实现营收 18.66 亿元，同比+7.59%，归母净利润 0.58 亿元，同比-41.37%，扣非归母净利润 0.41 亿元，同比-50.20%，收入端重回增长，但利润仍有承压。

图1：科顺股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



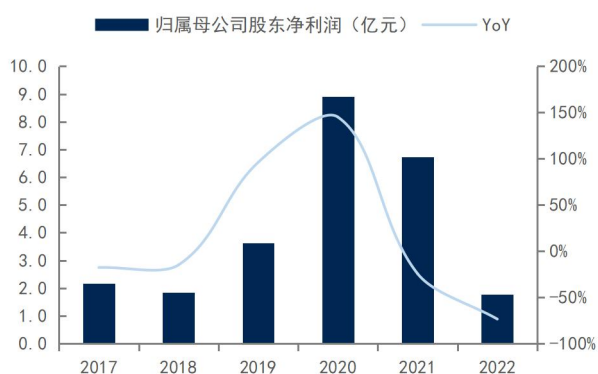
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：科顺股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



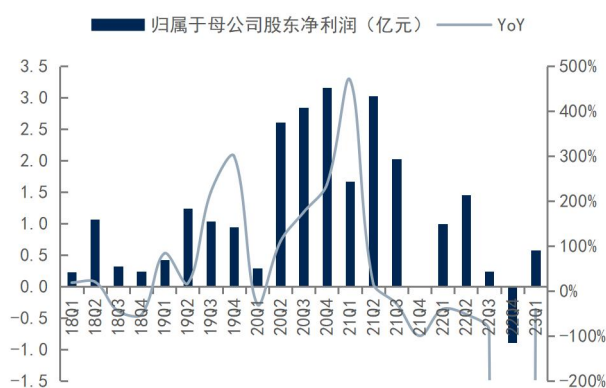
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）

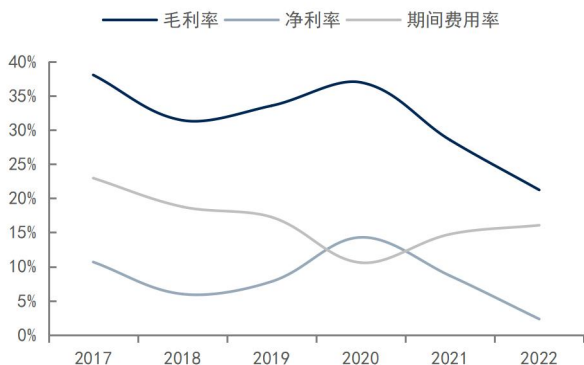


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（22Q4 增速=-12590.68%）

盈利能力明显下滑，2023Q1 环比改善。分产品看，防水卷材/防水涂料/防水工程施工分别实现收入 43.36/16.81/13.24 亿元，同比-4.79%/-0.20%/-13.40%，毛利率分别为 18.79%/26.01%/21.81%，分别同比-13.94%/+3.87%/-1.17pct；此外减隔震业务贡献收入 2.61 亿元。2022 年综合毛利率 21.21%，同比-7.30pct，主要受沥青价格大幅上涨及渠道结构变化影响，期间费用率 16.05%，同比+1.31pct，其中销售/管理/财务/研发费用率 6.66%/3.93%/0.99%/4.48%，同比

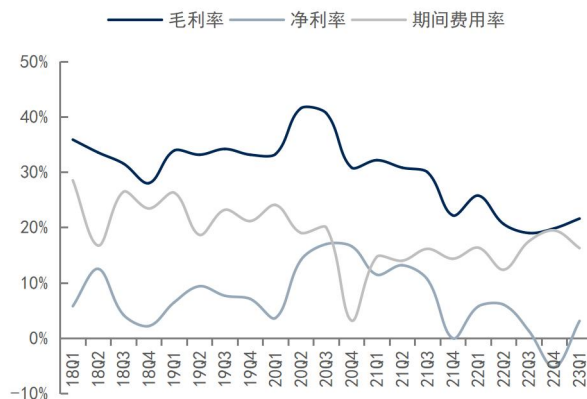
+0.57/+0.2/+0.44/+0.1pct,净利率 2.32%,同比-6.33pct。2023Q1 毛利率 21.59%,净利率 3.1%,同比-4.15/-2.61pct,环比+1.78/+8.39pct,期间费用率 16.25%,同比-0.09pct,环比-3.19pct,盈利能力和费用率环比均有明显改善。

图5: 科顺股份毛利率、净利率及期间费用率 (单位: %)



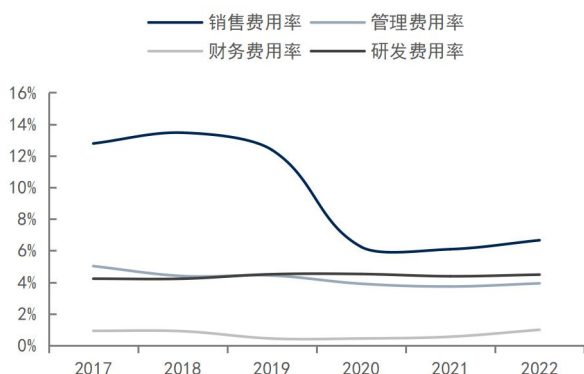
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 科顺股份单季度毛利率、净利率及期间费用率 (单位: %)



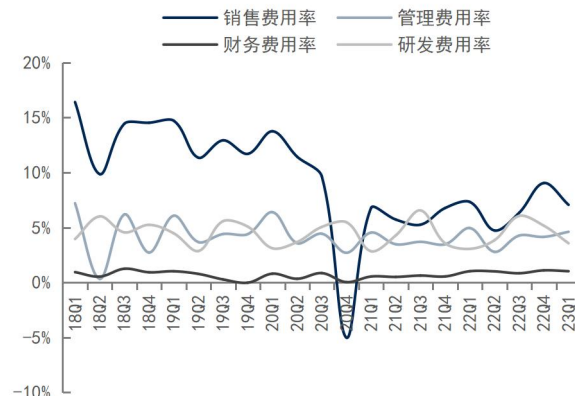
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 科顺股份销售/管理/财务/研发费用率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

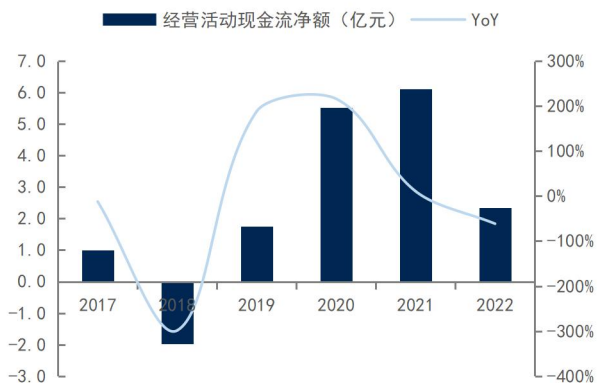
图8: 科顺股份单季度销售/管理/财务/研发费用率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

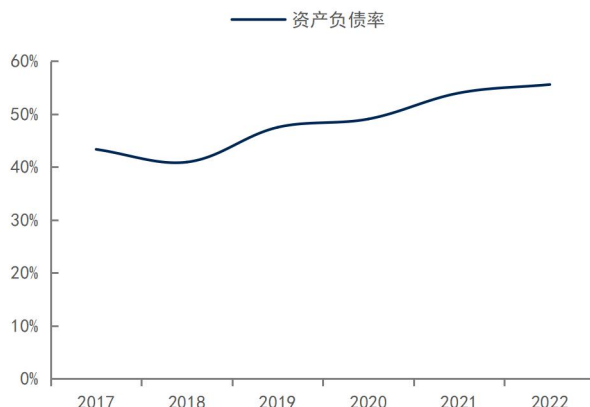
现金流同步承压, 收现比持续向好。2022 年公司实现经营活动现金流净额 2.35 亿元, 同比-61.5%, 主因原材料价格上涨导致采购付现增加, 收现比 0.99, 上年同期为 0.88, 付现比 1.01, 上年同期 0.85。截至 2022 年末资产负债率 55.55%, 同比+1.6pct, 资债结构总体良好。2023Q1 经营活动现金流净额-6.57 亿元, 去年同期为-10.98 亿元, 收现比 0.82, 上年同期 0.69, 付现比 1.23, 上年同期 1.38, 同比提高 0.14, 收现状况持续向好, 反映出公司主动控制风险、优化收入结构的效果逐步体现。

图9：科顺股份经营性现金流净额及增速（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：可转债助力发展，23年弹性可期，维持“买入”评级。2023年4月20日，公司可转债顺利过会，主要用于安徽滁州、福建三明、重庆长寿扩产以及智能化升级改造和补充流动资金，奠定未来成长基础，同时防水新规已于2023年4月开始执行，有望推动行业扩容和格局优化，进一步利好龙头市占率持续提升，此外收购丰泽布局减隔震，打造第二成长曲线，23年业绩弹性可期。预计23-25年EPS分别为0.52/0.75/0.98元/股，对应PE为21.6/15.0/11.5x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2189	2334	2500	2625	2756	营业收入	7771	7661	9519	11729	14100
应收款项	4383	5165	6931	8796	10680	营业成本	5555	6036	7139	8679	10363
存货净额	404	554	688	848	1025	营业税金及附加	43	37	52	65	78
其他流动资产	1257	1367	1619	2044	2427	销售费用	473	510	571	704	846
流动资产合计	8233	9493	11812	14386	16962	管理费用	290	301	354	434	519
固定资产	1948	2112	2223	2372	2553	研发费用	340	343	426	525	632
无形资产及其他	144	288	277	265	254	财务费用	43	76	99	130	148
投资性房地产	440	712	712	712	712	投资收益	(3)	4	0	0	0
长期股权投资	24	33	49	62	76	资产减值及公允价值变动	(26)	3	(12)	(12)	(12)
资产总计	10789	12639	15074	17798	20557	其他收入	(528)	(517)	(576)	(675)	(782)
短期借款及交易性金融负债	686	1703	2669	3332	3656	营业利润	811	191	715	1031	1352
应付款项	3425	3615	4361	5422	6618	营业外净收支	10	9	10	10	10
其他流动负债	747	791	939	1142	1370	利润总额	821	201	725	1041	1362
流动负债合计	4858	6109	7969	9896	11644	所得税费用	148	23	109	156	204
长期借款及应付债券	857	708	708	708	708	少数股东损益	0	(0)	(1)	(1)	(2)
其他长期负债	107	205	285	374	459	归属于母公司净利润	673	178	617	886	1160
长期负债合计	964	913	994	1083	1167	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	5822	7022	8963	10979	12811	净利润	673	178	617	886	1160
少数股东权益	0	1	0	(1)	(2)	资产减值准备	(2)	(13)	25	15	20
股东权益	4968	5617	6111	6820	7747	折旧摊销	153	202	248	277	307
负债和股东权益总计	10789	12639	15074	17798	20557	公允价值变动损失	26	(3)	12	12	12
						财务费用	43	76	99	130	148
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(621)	(997)	(1153)	(1081)	(915)
每股收益	0.58	0.15	0.52	0.75	0.98	其它	2	13	(25)	(16)	(22)
每股红利	0.13	0.07	0.10	0.15	0.20	经营活动现金流	231	(619)	(276)	93	562
每股净资产	4.32	4.76	5.17	5.78	6.56	资本开支	0	(346)	(384)	(441)	(507)
ROIC	15%	5%	9%	10%	11%	其它投资现金流	217	(74)	0	0	0
ROE	14%	3%	10%	13%	15%	投资活动现金流	193	(429)	(400)	(454)	(522)
毛利率	29%	21%	25%	26%	26%	权益性融资	0	1	0	0	0
EBIT Margin	14%	6%	10%	11%	12%	负债净变化	645	(148)	0	0	0
EBITDA Margin	16%	8%	13%	14%	14%	支付股利、利息	(147)	(79)	(123)	(177)	(232)
收入增长	25%	-1%	24%	23%	20%	其它融资现金流	(651)	1646	966	663	323
净利润增长率	-24%	-74%	247%	43%	31%	融资活动现金流	346	1192	843	486	91
资产负债率	54%	56%	59%	62%	62%	现金净变动	769	144	166	125	131
股息率	1.1%	0.6%	0.9%	1.3%	1.7%	货币资金的期初余额	1420	2189	2334	2500	2625
P/E	19.3	74.8	21.6	15.0	11.5	货币资金的期末余额	2189	2334	2500	2625	2756
P/B	2.6	2.4	2.2	2.0	1.7	企业自由现金流	0	(756)	(459)	(121)	297
EV/EBITDA	15.4	32.0	18.2	15.2	13.3	权益自由现金流	0	742	423	431	494

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±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±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提及的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