

# 科顺股份 (300737.SZ)

买入

## 2023 年报及 2024 一季报点评：减值计提释放风险，静待盈利修复

### 核心观点

**23 年收入同比小幅增长，减值计提拖累业绩。**2023 年公司实现营收 79.4 亿元，同比+3.7%，归母净利润-3.4 亿元，上年同期 1.8 亿元，扣非归母净利润-4.3 亿元，上年同期 0.4 亿元，EPS 为-0.29 元/股，业绩承压主因针对高风险地产客户应收账款，以及存货、合同资产、抵债房产等计提信用减值损失 7.6 亿元、资产减值损失 0.6 亿元，合计 8.2 亿元，同比+214%。2024Q1 营收 14.9 亿元，同比-20.4%，归母净利润 0.53 亿元，同比-9.2%，Q1 收入同比下滑因 2023 年 9 月起子公司丰泽不再纳入合并范围及开工整体较晚、市场需求偏弱影响，目前已重新取得实质性控制权并表。

**利润率同比环比改善，费用率小幅提升。**分产品看，防水卷材/防水涂料/防水工程施工分别实现收入 42.0/18.9/14.7 亿元，同比-3.1%/+12.7%/+11.1%，毛利率 18.2%/31.6%/14.2%，同比-0.6/+5.6/-7.6pp；此外减隔震贡献收入 3.0 亿元，同比+15.0%。2023 年综合毛利率 21.2%，同比基本持平，期间费用率 16.9%，同比+0.8pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比+1.2/-0.1/+0.1/-0.5pp，销售费用率提升主因公司加大 C 端市场投入所致。2024Q1 毛利率 23.8%，净利率 3.4%，同比+2.2pp/+0.3pp，环比+2.7pp/+28.2pp，期间费用率 18.5%，同比+2.2pp/环比-3.1pp，盈利能力同比环比改善，费用率提升主因收入下滑导致未能有效摊薄。

**现金流仍待修复，强化存量清减、应收规模降低。**2023 年公司实现经营活动净现金流 1.9 亿元，同比-18.5%，收现比/付现比 1.04/1.09，上年同期 0.99/1.01，2024Q1 经营活动现金流净流出 9.8 亿元，同比多流出 3.2 亿元，收现比/付现比 0.85/1.73，上年同期 0.82/1.23，现金流仍有待修复主因付现比提高所致，收现状况向好反映公司主动控制风险、优化收入结构效果逐步体现。截至 2023 年末应收票据及应收账款、其他应收款和合同资产合计 49.9 亿元，同比-5.8 亿元，资产负债率 62.9%，同比+7.3pp，主因可转债发行影响，2024Q 资产负债率 61.6%，环比降低 1.3pp，负债率总体依旧可控。

**风险提示：**地产复苏不及预期；原材料价格大幅上涨；应收账款风险

**投资建议：**减值释放风险轻装上阵，盈利能力有望修复，维持“买入”评级

公司持续优化收入结构，并多措并举降本控费，随着计提减值相对充分，风险释放有望轻装上阵。关注防水领域加速出清带来龙头市占率提升，考虑需求恢复偏慢及减值计提扰动，下调盈利预测，预计 24-26 年 EPS 为 0.26/0.34/0.41 元/股，对应 PE 为 17.7/13.7/11.3x，随着增长逐步回归正轨，叠加降本控费发力，盈利有望修复，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,661	7,944	8,780	9,766	10,761
(+/-%)	-1.4%	3.7%	10.5%	11.2%	10.2%
净利润(百万元)	178	-338	311	401	486
(+/-%)	-73.5%	-289.5%	192.2%	28.8%	21.1%
每股收益(元)	0.15	-0.29	0.26	0.34	0.41
EBIT Margin	5.7%	4.7%	6.5%	7.3%	7.7%
净资产收益率 (ROE)	3.2%	-6.7%	5.9%	7.2%	8.3%
市盈率 (PE)	30.9	-16.3	17.7	13.7	11.3
EV/EBITDA	19.7	22.8	16.1	14.2	13.1
市净率 (PB)	0.98	1.09	1.05	1.00	0.94

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：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：陈颖

0755-81981825

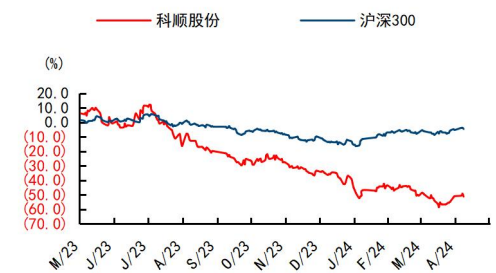
chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	4.50 元
总市值/流通市值	5298/4051 百万元
52 周最高价/最低价	10.84/3.73 元
近 3 个月日均成交额	63.35 百万元

#### 市场走势



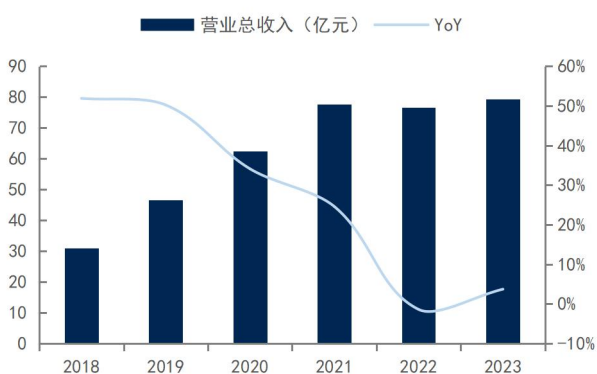
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《科顺股份 (300737.SZ)——2023 年中报点评-减值计提拖累业绩，盈利能力和质量有待修复》——2023-08-31
- 《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》——2023-04-27
- 《科顺股份 (300737.SZ)——2022 年三季报点评：业务布局稳步推进，有望受益新规落地》——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

**23 年收入同比小幅增长，减值计提拖累业绩。**2023 年公司实现营收 79.4 亿元，同比+3.7%，归母净利润-3.4 亿元，上年同期 1.8 亿元，同比-289.5%，扣非归母净利润-4.3 亿元，上年同期 0.4 亿元，EPS 为-0.29 元/股，基本符合此前业绩预告，其中 Q4 单季收入 17.0 亿元，同比-0.03%，归母净利润-4.2 亿元，上年同期-0.9 亿元，扣非归母净利润-4.4 亿元，上年同期-1.4 亿元，业绩承压主因信用减值及资产减值损失增加所致，其中针对高风险地产客户应收账款，以及存货、合同资产、抵债房产等计提信用减值损失 7.6 亿元、资产减值损失 0.6 亿元，合计 8.2 亿元，同比+214%。2024Q1 实现营收 14.9 亿元，同比-20.4%，归母净利润 0.53 亿元，同比-9.2%，扣非归母净利润 0.23 亿元，同比-42.6%，Q1 收入同比下滑因 2023 年 9 月起子公司丰泽不再纳入合并范围以及开工整体较晚、市场需求偏弱影响，目前公司重新取得对丰泽股份公司的实质性控制权并重新并表。

图1：科顺股份营业收入及同比增速（单位：亿元、%）



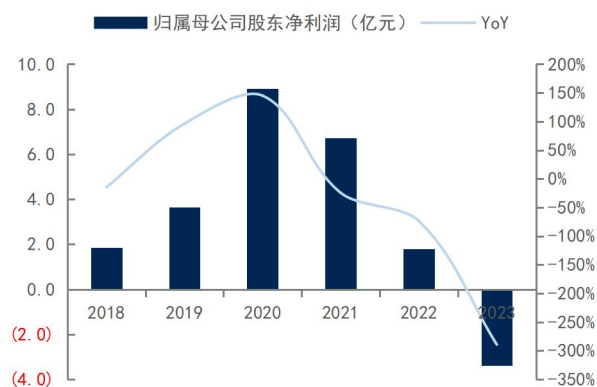
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：科顺股份单季营业收入及同比增速（单位：亿元、%）



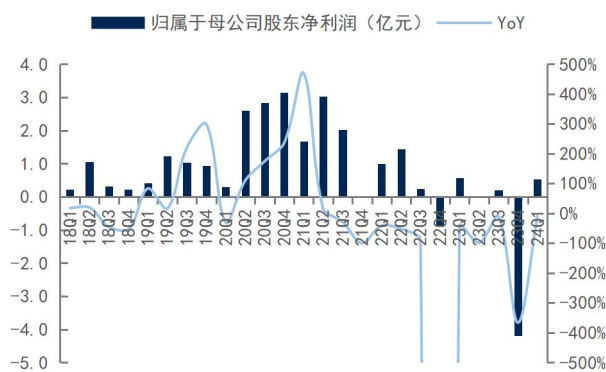
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：科顺股份归母净利润及同比增速（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同比增速（单位：亿元、%）

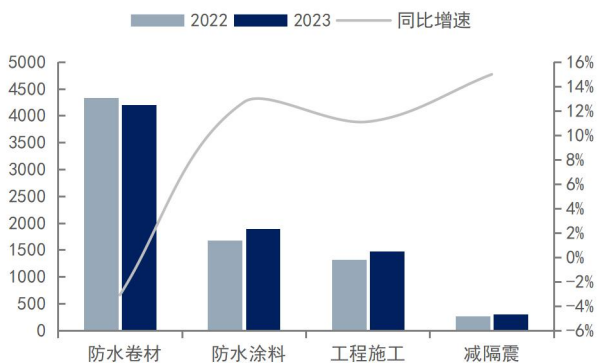


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 (22Q4=-12590.7%)

**利润率同比环比改善，费用率小幅提升。**分产品看，防水卷材/防水涂料/防水工程施工分别实现收入 42.0/18.9/14.7 亿元，同比-3.1%/+12.7%/+11.1%，毛利率分别为 18.2%/31.6%/14.2%，分别同比-0.6/+5.6/-7.6pp；此外减隔震贡献收入 3.0 亿元，同比+15.0%。2023 年综合毛利率 21.2%，同比基本持平，期间费用率 16.9%，同比+0.8pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比

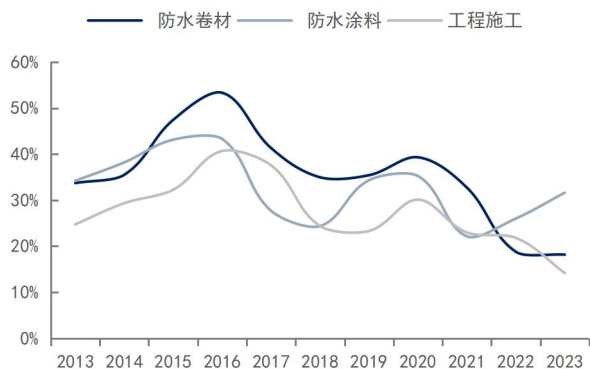
+1.2/-0.1/+0.1/-0.5pp，销售费用率提升主因公司加大 C 端市场投入所致。2024Q1 毛利率 23.8%，净利率 3.4%，同比+2.2pp/+0.3pp，环比+2.7pp/+28.2pp，期间费用率 18.5%，同比+2.2pp/环比-3.1pp，盈利能力同比环比改善，费用率提升主因收入下滑导致未能有效摊薄。

图5: 科顺股份分产品收入及同比增速 (单位: 万元、%)



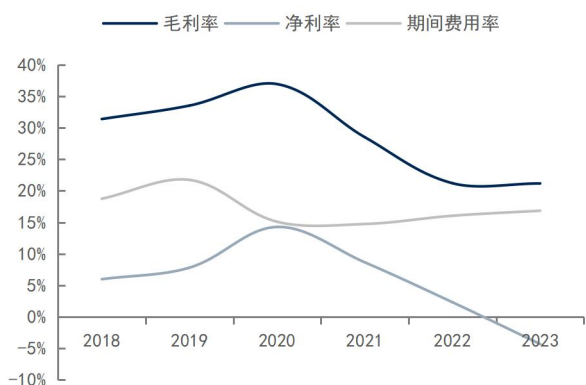
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 科顺股份分产品毛利率 (单位: %)



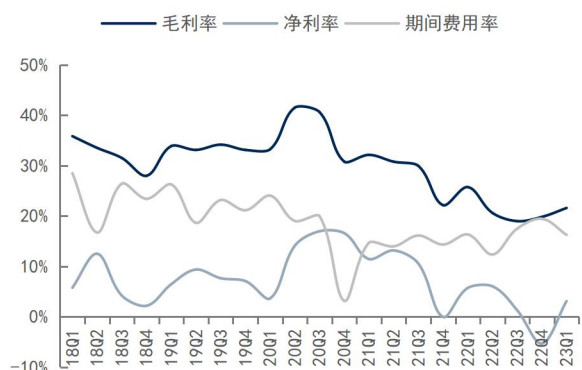
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 科顺股份毛利率和净利率、期间费用率 (单位: %)



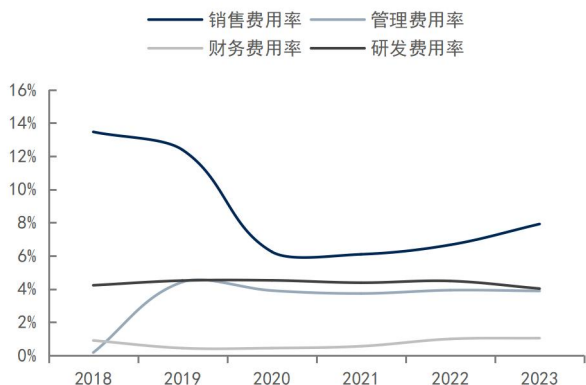
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 科顺股份单季度毛利率和净利率、期间费用率 (单位: %)



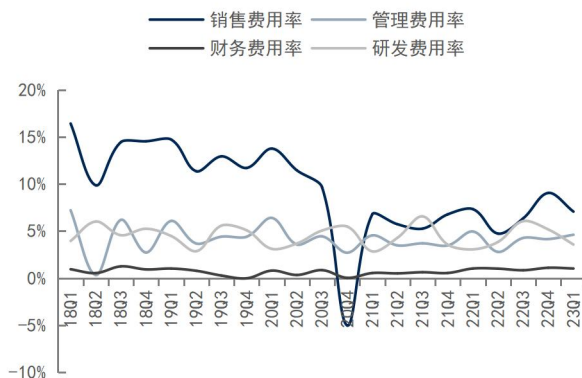
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 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10: 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

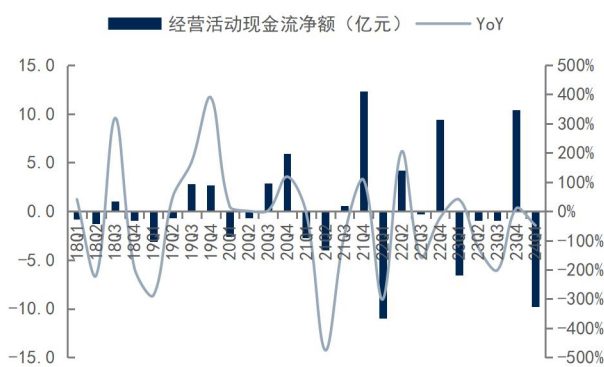
**现金流仍待修复, 强化存量清减、应收规模降低。**2023 年公司实现经营活动净现金流 1.9 亿元, 同比-18.5%, 收现比/付现比 1.04/1.09, 上年同期 0.99/1.01, 2024Q1 经营活动现金流净流出 9.8 亿元, 较上年同期多流出 3.2 亿元, 收现比/付现比 0.85/1.73, 上年同期 0.82/1.23, 现金流仍有待修复主因付现比提高所致, 收现状况向好反映出公司主动控制风险、优化收入结构的效果逐步体现。截至 2023 年末应收票据及应收账款、其他应收款和合同资产合计 49.9 亿元, 同比-5.8 亿元, 公司坚持应收只减不增底线, 持续加强存量款项清减工作, 加大回款考核力度并加快存量协议工抵房去化处理, 预计有望提升周转率、降低减值风险。截至 2023 年末资产负债率 62.9%, 同比+7.3pp, 主因可转债发行增加影响, 2024Q1 末资产负债率 61.6%, 环比降低 1.3pp, 负债率总体依旧可控。

图11: 科顺股份经营性净现金流及增速 (单位: 亿元、%)



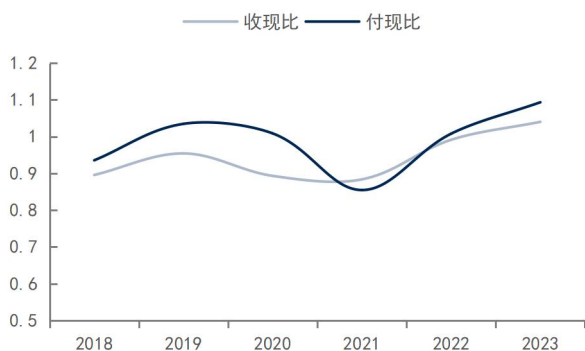
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 科顺股份单季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13: 科顺股份收现比/付现比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 科顺股份资产负债率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议: 减值释放风险轻装上阵, 盈利能力有望修复, 维持“买入”评级。**关注防水领域加速出清带来龙头市占率提升, 考虑需求恢复偏慢及减值计提扰动, 下调盈利预测, 预计 24-26 年 EPS 为 0.26/0.34/0.41 元/股, 对应 PE 为 17.7/13.7/11.3x, 随着增长逐步回归正轨, 叠加降本控费发力, 盈利有望修复, 维持“买入”评级。



## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2334	2329	2329	2698	2966	营业收入	7661	7944	8780	9766	10761
应收款项	5165	4566	4794	5225	5642	营业成本	6036	6262	6789	7472	8191
存货净额	554	442	496	552	611	营业税金及附加	37	50	53	59	65
其他流动资产	1367	1031	1353	1386	1593	销售费用	510	629	685	762	839
<b>流动资产合计</b>	<b>9493</b>	<b>9815</b>	<b>10419</b>	<b>11309</b>	<b>12260</b>	管理费用	301	308	332	368	405
固定资产	2112	2419	2561	2747	2964	研发费用	343	319	351	391	430
无形资产及其他	288	175	168	161	154	财务费用	76	82	90	91	92
投资性房地产	712	1340	1340	1340	1340	投资收益	4	(0)	0	0	0
长期股权投资	33	32	35	37	39	资产减值及公允价值变动	3	(49)	(20)	(20)	(20)
<b>资产总计</b>	<b>12639</b>	<b>13781</b>	<b>14524</b>	<b>15593</b>	<b>16757</b>	其他收入	(517)	(1006)	(451)	(526)	(580)
短期借款及交易性金融负债	1703	1856	2000	2200	2420	营业利润	191	(442)	361	468	569
应付款项	3615	3198	3490	3918	4379	营业外净收支	9	13	10	10	10
其他流动负债	791	899	927	1043	1132	<b>利润总额</b>	<b>201</b>	<b>(429)</b>	<b>371</b>	<b>478</b>	<b>579</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6109</b>	<b>5953</b>	<b>6417</b>	<b>7161</b>	<b>7931</b>	所得税费用	23	(87)	56	72	87
长期借款及应付债券	708	2489	2489	2489	2489	少数股东损益	(0)	(5)	4	6	7
其他长期负债	205	223	281	320	368	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>178</b>	<b>(338)</b>	<b>311</b>	<b>401</b>	<b>486</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>913</b>	<b>2712</b>	<b>2771</b>	<b>2809</b>	<b>2857</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>7022</b>	<b>8665</b>	<b>9188</b>	<b>9970</b>	<b>10788</b>	净利润	178	(338)	311	401	486
少数股东权益	1	81	84	90	96	资产减值准备	(13)	561	35	38	58
股东权益	5617	5034	5252	5533	5872	折旧摊销	202	247	344	378	418
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12639</b>	<b>13781</b>	<b>14524</b>	<b>15593</b>	<b>16757</b>	公允价值变动损失	(3)	49	20	20	20
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	76	82	90	91	92
每股收益	0.15	(0.29)	0.26	0.34	0.41	营运资本变动	(997)	691	(191)	100	(26)
每股红利	0.07	0.10	0.08	0.10	0.12	其它	13	(568)	(32)	(32)	(53)
每股净资产	4.77	4.28	4.46	4.70	4.99	<b>经营活动现金流</b>	<b>(619)</b>	<b>642</b>	<b>486</b>	<b>905</b>	<b>903</b>
ROIC	5%	3%	5%	7%	8%	资本开支	0	(1052)	(534)	(614)	(706)
ROE	3%	-7%	6%	7%	8%	其它投资现金流	(74)	(1374)	0	0	0
毛利率	21%	21%	23%	23%	24%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(82)</b>	<b>(2424)</b>	<b>(537)</b>	<b>(615)</b>	<b>(708)</b>
EBIT Margin	6%	5%	7%	7%	8%	权益性融资	5	86	0	0	0
EBITDA Margin	8%	8%	10%	11%	12%	负债净变化	(148)	(390)	0	0	0
收入增长	-1%	4%	11%	11%	10%	支付股利、利息	(79)	(122)	(93)	(120)	(146)
净利润增长率	-74%	-289%	-192%	29%	21%	其它融资现金流	1296	2715	144	200	220
资产负债率	56%	63%	64%	65%	65%	<b>融资活动现金流</b>	<b>846</b>	<b>1777</b>	<b>51</b>	<b>80</b>	<b>74</b>
股息率	1.4%	2.2%	1.7%	2.2%	2.6%	<b>现金净变动</b>	<b>144</b>	<b>(5)</b>	<b>(0)</b>	<b>369</b>	<b>269</b>
P/E	30.9	(16.3)	17.7	13.7	11.3	货币资金的期初余额	2189	2334	2329	2329	2698
P/B	1.0	1.1	1.0	1.0	0.9	货币资金的期末余额	2334	2329	2329	2698	2966
EV/EBITDA	19.7	22.8	16.1	14.2	13.1	企业自由现金流	0	186	104	471	391
						权益自由现金流	0	2512	172	594	534

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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