



买入（维持）

所属行业：建筑材料/装修建材
当前价格(元)：4.00

证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

邮箱：yanguang@tebon.com.cn

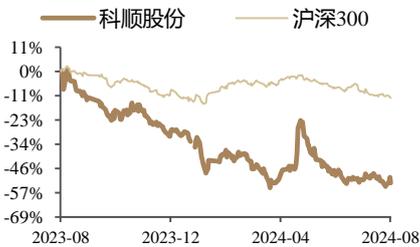
王逸枫

资格编号：S0120524010004

邮箱：wangyf6@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.61	-7.41	-30.56
相对涨幅(%)	-0.01	-2.55	-20.95

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《科顺股份(300737.SZ)：Q3收入保持稳定，减值影响当期业绩》，2023.10.27
- 《科顺股份(300737.SZ)：Q2减值影响当期业绩，可转债落地助力新一轮成长》，2023.9.5

科顺股份(300737.SZ)：积极降本增效，毛利率有所改善

投资要点

- 事件**：2024年8月27日，公司发布2024年半年度报告，24H1公司实现营收约34.71亿元，同比-19.96%，实现归母净利润约0.94亿元，同比+54.90%，实现扣非归母净利润约0.42亿元，同比-21.90%。单季度来看，24Q2公司实现营收约19.86亿元，同比-19.61%，实现归母净利润约0.41亿元，同比+1527.20%，实现扣非归母净利润约0.18亿元，同比+47.00%。同时公司中期分红预案为拟每10股派发现金红利0.80元(含税)，合计现金分红0.90亿元，占当期归母净利润的96.10%
- 主动压降风险致收入下滑，毛利率有所提升**。受房地产政策调整、基建拉动作用有限、原材料价格高位运行等多重因素影响，防水行业产量、收入均承压下滑。24H1公司实现营业收入约34.71亿元，同比-19.96%，主要系受行业周期性因素影响，下游需求减少，以及公司基于稳健经营考虑，对部分中高风险客户控制发货所致。24H1公司毛利率约为23.45%，同比+2.71pct，单季度来看，24Q2公司毛利率约为23.17%，同比+2.42pct，我们认为毛利率表现改善主要系公司提出“高质量发展”的经营思路，积极开拓市场，持续优化收入及产品结构，降本增效工作成效显著所致。
- 费用率增长较多，回款状况明显改善**。费用端来看，24H1公司费用率约17.32%，同比+2.31pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为7.93%/4.37%/3.49%/1.52%，分别同比+1.44/+0.62/-0.24/+0.49pct。24H1公司销售费用率同比增长较多，主要系公司加大对民建市场开拓，开发新产品、新业务，相应广告宣传及市场推广费用增加所致；财务费用率同比增长较多，主要系可转债计提利息增加所致。但因公司销售毛利率提升，叠加减值损失有所减少，24H1公司归母净利润率约2.70%，同比仍+1.31pct。现金流方面，24H1公司经营活动产生的现金流量净额为-14.31亿元，虽同比23H1有所减少，但主要系公司基于资金状况及综合成本考虑，提高对供应商的现金支付比例，导致上半年原材料采购所支付的现金大幅增加。实际回款方面，公司持续加强回款力度，截至24H1收现比达到92.50%，同比+9.99pct，我们认为公司收现比的显著提升能够帮助实现更加稳健的变现能力，为改善中长期现金流表现打下基础。
- 防水行业持续加速出清，防水新规保障行业健康发展**。防水新规要求提高防水材料耐久性要求、增加防水道数和材料厚度，满足更高工作年限要求等，自落地实施以来，我们认为该政策为产品质量更好，性能更优的头部大厂创造了更多市场空间。同时随着监管政策趋严，合规成本不断上升，未来防水行业的进入门槛及行业集中度有望继续提高，部分小规模企业仍将面临较大的生存压力。根据中国建筑防水协会的披露，2020-2022年建筑材料产品质量国家监督抽查(国抽)不合格率分别为11.1%、16.4%、18.8%，近年来防水产品非标率呈上升趋势。2023年防水新规实施后，最新国抽不合格率显著下滑至15.9%，或意味着防水新规的实施能够有效抑制非标率上升，小厂或会被加速出清，头部大厂竞争力增强。
- 投资建议**：我们认为，考虑到当前地产磨底带来的需求承压下公司已在降本控费提质增效等方面取得一定进展，体现为上半年盈利能力已有所改善。我们预测公司24-26年归母净利润分别为2.62、4.31和6.23亿元，维持“买入”评级。
- 风险提示**：地产投资大幅下滑，行业新规落地执行力度不及预期，原材料价格大幅上涨超预期，落后产能退出进度不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,177.29		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	900.00	营业收入(百万元)	7,661	7,944	8,370	9,243	10,448
52 周内股价区间(元):	3.82-8.50	(+/-)YOY(%)	-1.4%	3.7%	5.4%	10.4%	13.0%
总市值(百万元):	4,709.16	净利润(百万元)	178	-338	262	431	623
总资产(百万元):	14,149.62	(+/-)YOY(%)	-73.5%	-289.4%	177.6%	64.5%	44.3%
每股净资产(元):	4.32	全面摊薄 EPS(元)	0.15	-0.29	0.22	0.37	0.53
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	21.2%	21.2%	23.3%	24.1%	25.0%
		净资产收益率(%)	3.2%	-6.7%	5.0%	7.6%	9.9%
		资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	-0.29	0.22	0.37	0.53
每股净资产	4.28	4.47	4.83	5.36
每股经营现金流	0.16	0.50	0.44	0.53
每股股利	0.05	0.05	0.07	0.08
价值评估(倍)				
P/E	—	17.96	10.92	7.56
P/B	1.44	0.89	0.83	0.75
P/S	0.59	0.56	0.51	0.45
EV/EBITDA	14.57	8.59	7.35	5.89
股息率%	0.8%	1.3%	1.7%	2.1%
盈利能力指标(%)				
毛利率	21.2%	23.3%	24.1%	25.0%
净利润率	-4.2%	3.1%	4.7%	6.0%
净资产收益率	-6.7%	5.0%	7.6%	9.9%
资产回报率	-2.4%	1.9%	2.9%	3.9%
投资回报率	3.2%	4.9%	5.7%	6.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	3.7%	5.4%	10.4%	13.0%
EBIT 增长率	-13.4%	50.8%	20.2%	31.1%
净利润增长率	-289.4%	177.6%	64.5%	44.3%
偿债能力指标				
资产负债率	62.9%	62.1%	61.0%	59.6%
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.7
速动比率	1.5	1.4	1.4	1.5
现金比率	0.4	0.3	0.3	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	189.2	189.2	189.2	189.2
存货周转天数	25.8	25.8	25.8	25.8
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7
固定资产周转率	3.3	3.1	3.6	4.0

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	-338	262	431	623
少数股东损益	-5	4	6	9
非现金支出	1,083	450	392	381
非经营收益	-106	138	135	132
营运资金变动	-443	-264	-447	-520
经营活动现金流	192	590	517	625
资产	-482	-621	-269	-267
投资	-1,149	-7	0	0
其他	-137	-1	-0	-0
投资活动现金流	-1,768	-629	-269	-267
债权募资	3,390	-107	0	0
股权募资	86	0	0	0
其他	-1,811	-228	-246	-266
融资活动现金流	1,665	-335	-246	-266
现金净流量	89	-374	2	93

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 28 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,944	8,370	9,243	10,448
营业成本	6,262	6,417	7,012	7,834
毛利率%	21.2%	23.3%	24.1%	25.0%
营业税金及附加	50	52	58	65
营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	629	662	731	827
营业费用率%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%
管理费用	308	335	388	407
管理费用率%	3.9%	4.0%	4.2%	3.9%
研发费用	319	337	372	420
研发费用率%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
EBIT	376	567	682	894
财务费用	82	140	140	139
财务费用率%	1.0%	1.7%	1.5%	1.3%
资产减值损失	-61	-200	-120	-100
投资收益	-0	-0	-0	-0
营业利润	-442	306	509	754
营业外收支	13	13	13	13
利润总额	-429	319	521	766
EBITDA	636	817	954	1,175
所得税	-87	53	83	135
有效所得税率%	20.2%	16.5%	16.0%	17.6%
少数股东损益	-5	4	6	9
归属母公司所有者净利润	-338	262	431	623

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,329	1,955	1,957	2,050
应收账款及应收票据	4,162	4,385	4,842	5,473
存货	442	453	495	553
其它流动资产	2,883	2,906	3,023	3,185
流动资产合计	9,815	9,698	10,318	11,261
长期股权投资	32	40	40	40
固定资产	2,378	2,712	2,589	2,596
在建工程	40	140	370	485
无形资产	175	170	165	160
非流动资产合计	3,965	4,402	4,505	4,621
资产总计	13,781	14,100	14,822	15,882
短期借款	1,516	1,408	1,408	1,408
应付票据及应付账款	3,198	3,340	3,554	3,863
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,240	1,290	1,366	1,489
流动负债合计	5,953	6,039	6,329	6,760
长期借款	318	318	318	318
其它长期负债	2,394	2,394	2,394	2,394
非流动负债合计	2,712	2,712	2,712	2,712
负债总计	8,665	8,751	9,041	9,473
实收资本	1,177	1,177	1,177	1,177
普通股股东权益	5,034	5,264	5,689	6,309
少数股东权益	81	85	92	101
负债和所有者权益合计	13,781	14,100	14,822	15,882

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获 2019 年金牛奖建筑材料第二名；2019 年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名；2020 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名。

王逸枫 建筑建材行业分析师，剑桥大学经济学硕士，2022 年加入德邦证券，主要负责水泥、玻璃、玻纤和新材料。曾任职于浙商证券以及平安集团旗下不动产投资平台，拥有产业和卖方研究复合背景。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。