

## 公司研究 | 点评报告 | 科顺股份 (300737.SZ)

# 下滑收敛，经营优化

### 报告要点

科顺股份 2024 年实现收入 68 亿元,同比下降 14%,归属净利润约 0.44 亿元,同比增长 113%,扣非净利润约-2.5 亿元。1 季度实现营业收入 14 亿元,同比下降 6%,归属净利润 0.4 亿元,同比下降 23%,扣非净利润约 0.2 亿元,同比下降 4%。

### 分析师及联系人



范超

SAC: S0490513080001

SFC: BQK473



张佩

SAC: S0490518080002

## 下滑收敛，经营优化

### 事件描述

公司 2024 年实现收入 68 亿元，同比下降 14%，归属净利润约 0.44 亿元，同比增长 113%，扣非净利润约-2.5 亿元。1 季度实现营业收入 14 亿元，同比下降 6%，归属净利润 0.4 亿元，同比下降 23%，扣非净利润约 0.2 亿元，同比下降 4%。

### 事件评论

- 1 季度收入下降幅度收敛。**2024 年仍是防水行业高度承压的一年，中国建筑防水协会统计 2024 年防水材料总产量为 25.4 亿平米，同比下降 17%，总产量较 2021 年历史峰值累计下降 38%。在此背景下，公司 2024 年收入同比下降 14%，其中原主业收入下降 12%（防水卷材收入下降 15%、防水涂料收入下降 6%、工程施工收入下降 17%），减隔震收入同比下降 62%。分渠道看，公司经销收入占比超 55%，其中零售收入逆势增长，公司根据不同的细分市场实施多品牌分销策略，针对家装市场的“科顺建材”品牌、针对堵漏修补市场的“科顺修缮”品牌，针对 C 端市场的“科顺美家”品牌，已与 3200 多家经销商建立了长期稳固的合作关系。此外 2024 年公司开始开拓海外市场，收入占比约 2%。1 季度公司收入下降 6%，下滑幅度较去年收敛，主要源于渠道结构优化且行业下行压力缓解。
- 1 季度毛利率出现改善。**2024 年公司毛利率约 21.8%，同比提升 0.6 个百分点，主要系公司销售价格保持稳定，而单位成本有所降低所致。全年毛利率逐季下降，但 1 季度毛利率约 24.4%，同比提升 0.6 个百分点，环比显著改善，主要源于渠道结构优化，其次原材料价格有所下跌（隆众数据显示 1 季度沥青均价同比下降 1%）。若加回信用减值损失的影响，2021-2024 年公司经营净利率分别为 11.4%、4.8%、3.9%、4.0%，我们认为防水行业价格战已跌至历史底部水平，因防水行业尚实现盈利的企业较少，价格战进一步扩大的空间很小。1 季度归属净利率约 2.9%，同比下降 0.6 个百分点，盈利出现企稳迹象。
- 经营性现金流逐步改善。**公司过去三年收现比为 0.99、1.04、1.08，环比持续改善，主要源于收入结构逐步优化。2024 年底应收账款及票据为 41 亿元，同比 2023 年底小幅下降；由于 2024 年付现比有所下降，最终经营活动产生的现金流净额为 3.2 亿元。由于季节性原因，公司 1 季度现金流净额仍为负，但同比去年出现改善，从-10 亿元到-4 亿元。
- 部分募投项目推迟。**公司 2023 年发行可转换公司债券，募集资金为 22.0 亿元，截至 2025 年 1 季度剩余可转债票面金额为 22.0 亿元。截至 2024 年公司募集资金已使用 8 亿元，考虑到终端需求下滑的程度及产线生产效率的提升，在募集资金投资用途及投资规模不发生变更的前提下，公司决定对“安徽滁州防水材料扩产项目”“福建三明防水材料扩产项目”“重庆长寿防水材料扩产项目”和“智能化升级改造项目”达到预定可使用状态的日期延长至 2028 年底。此外公司开始通过内生增长获得经营性现金流，偿债能力有望增强。
- 公司收入规模仍在寻底，但经营质量和盈利能力已出现改善，经受住下行期的考验。**预计公司 2025-2026 年归属净利润约 3.3、5.0 亿元，对应估值为 16、11 倍。

### 风险提示

- 1、地产行业需求低预期；
- 2、原材料价格继续上涨。

请阅读最后评级说明和重要声明

### 公司基础数据

当前股价(元)	4.74
总股本(万股)	110,997
流通A股/B股(万股)	88,692/0
每股净资产(元)	4.41
近12月最高/最低价(元)	7.17/3.82

注：股价为 2025 年 4 月 25 日收盘价

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

### 相关研究

- 《收入仍旧承压，经营质量优化》2024-11-03
- 《收入承压，盈利企稳》2024-08-31
- 《行业需求承压，毛利率底部回升》2024-05-22



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 风险提示

1、地产行业需求低预期：防水行业是一个与房地产息息相关的行业，国家不断强化对房地产市场的宏观调控，最终会传导到防水企业，影响到防水行业的发展，若房地产行业回暖不及预期，最终会影响到行业总需求与企业应收账款回收等。

2、原材料价格继续上涨：公司生产所需的原材料主要包括沥青、SBS 改性剂、聚酯胎基、乳液、聚醚、TDI、MDI、TPO 树脂等，其中石油化工产品占较大比重，受国际原油价格变化以及石油化工产品供给和需求的影响也较大。全球原油价格出现波动时，会导致与其相关的石油化工产品价格出现一定的波动。因此，若上述原材料市场价格出现较大幅度波动，将可能对公司的盈利水平产生一定影响。

## 财务报表及预测指标

利润表 (百万元)	2024A				2025E				2026E				2027E			
	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>6829</b>	<b>6883</b>	<b>7334</b>	<b>8126</b>	货币资金	3415	2725	2783	2880							
营业成本	5342	5323	5581	6146	交易性金融资产	267	267	267	267							
<b>毛利</b>	<b>1487</b>	<b>1560</b>	<b>1753</b>	<b>1980</b>	应收账款	4073	4105	4374	4846							
%营业收入	22%	23%	24%	24%	存货	502	500	524	577							
营业税金及附加	43	44	46	51	预付账款	166	166	174	191							
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	1496	1502	1551	1635							
销售费用	619	468	477	488	<b>流动资产合计</b>	<b>9919</b>	<b>9265</b>	<b>9672</b>	<b>10397</b>							
%营业收入	9%	7%	7%	6%	长期股权投资	30	30	30	30							
管理费用	361	275	293	325	投资性房地产	92	92	92	92							
%营业收入	5%	4%	4%	4%	固定资产合计	2392	2580	2719	2875							
研发费用	275	277	295	327	无形资产	276	356	436	516							
%营业收入	4%	4%	4%	4%	商誉	23	23	23	23							
财务费用	75	87	108	156	递延所得税资产	409	409	409	409							
%营业收入	1%	1%	1%	2%	其他非流动资产	903	903	903	903							
加: 资产减值损失	-42	-24	-26	-28	<b>资产总计</b>	<b>14044</b>	<b>13658</b>	<b>14284</b>	<b>15245</b>							
信用减值损失	-268	-80	-80	-80	短期贷款	1378	800	800	800							
公允价值变动收益	153	0	0	0	应付款项	1620	1614	1692	1864							
投资收益	11	0	0	0	预收账款	0	0	0	0							
<b>营业利润</b>	<b>34</b>	<b>333</b>	<b>457</b>	<b>557</b>	应付职工薪酬	149	148	156	171							
%营业收入	0%	5%	6%	7%	应交税费	66	67	71	79							
营业外收支	21	0	0	0	其他流动负债	2911	2902	3025	3295							
<b>利润总额</b>	<b>55</b>	<b>333</b>	<b>457</b>	<b>557</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>6124</b>	<b>5531</b>	<b>5744</b>	<b>6208</b>							
%营业收入	1%	5%	6%	7%	长期借款	487	487	487	487							
所得税费用	24	53	73	89	应付债券	2243	2243	2243	2243							
净利润	32	280	384	468	递延所得税负债	39	39	39	39							
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>44</b>	<b>333</b>	<b>496</b>	<b>580</b>	其他非流动负债	172	172	172	172							
少数股东损益	-12	-53	-112	-112	<b>负债合计</b>	<b>9065</b>	<b>8473</b>	<b>8685</b>	<b>9149</b>							
<b>EPS (元)</b>	<b>0.04</b>	<b>0.30</b>	<b>0.45</b>	<b>0.52</b>	归属于母公司所有者权益	4894	5153	5679	6288							
					少数股东权益	85	32	-80	-193							
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>股东权益</b>	<b>4978</b>	<b>5185</b>	<b>5598</b>	<b>6095</b>							
					<b>负债及股东权益</b>	<b>14044</b>	<b>13658</b>	<b>14284</b>	<b>15245</b>							
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>316</b>	<b>589</b>	<b>600</b>	<b>653</b>	<b>基本指标</b>											
取得投资收益收回现金	42	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E							
长期股权投资	2	0	0	0	每股收益	0.04	0.30	0.45	0.52							
资本性支出	-114	-463	-420	-434	每股经营现金流	0.28	0.53	0.54	0.59							
其他	937	0	0	0	市盈率	127.69	15.82	10.61	9.07							
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>867</b>	<b>-463</b>	<b>-420</b>	<b>-434</b>	市净率	1.15	1.02	0.93	0.84							
债券融资	72	0	0	0	EV/EBITDA	14.29	8.92	7.29	6.16							
股权融资	15	0	0	0	总资产收益率	0.3%	2.4%	3.5%	3.8%							
银行贷款增加 (减少)	31	-578	0	0	净资产收益率	0.9%	6.5%	8.7%	9.2%							
筹资成本	-135	-136	-122	-122	净利率	0.6%	4.8%	6.8%	7.1%							
其他	-836	-103	0	0	资产负债率	64.5%	62.0%	60.8%	60.0%							
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-852</b>	<b>-817</b>	<b>-122</b>	<b>-122</b>	总资产周转率	0.49	0.50	0.51	0.53							
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>330</b>	<b>-691</b>	<b>59</b>	<b>97</b>												

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层  
P.C / (100032)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。