

# 科顺股份 (300737.SZ)

优于大市

## 2024 年报及 2025 一季报点评：调结构控风险，盈利和质量稳步改善

### 核心观点

**收入同比仍有承压，减值减少助力扭亏。**2024 年公司实现营收 68.3 亿元，同比-14.0%，归母净利润 0.44 亿元，上年同期-3.38 亿元，同比扭亏为盈，扣非归母净利润-2.53 亿元，上年同期-4.28 亿元，同比减亏，EPS 为 0.04 元/股，并拟 10 派 3 元（含税），2024 年度累计分红 4.22 亿元，公司主动调整业务布局，审慎收缩高风险业务，收入同比仍有承压，业绩改善主因信用减值损失大幅减少，2024 年计提信用减值损失 2.7 亿元，上年同期为 7.6 亿元。2025Q1 实现营收 14.0 亿元，同比-6.1%，归母净利润 0.41 亿元，同比-23.2%，扣非归母净利润 0.23 亿元，同比-4.0%。

**25Q1 毛利率和费用率均同环比改善。**分产品看，防水卷材/防水涂料/防水工程施工/减隔震分别实现收入 35.6/17.9/12.1/1.1 亿元，同比-15.4%/-5.7%/-17.5%/-62%，毛利率分别为 19.2%/33.7%/11.4%/41.2%，分别同比+1.1/+2.1/-2.8/+9.9pp。2024 年综合毛利率 21.8%，同比+0.6pp，受益原材料价格下降及内部降本增效，毛利率同比提升，期间费用率 19.5%，同比+2.64pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比+1.16/+1.41/+0.07/+0.01pp，费用率提升主因收入下滑导致未能有效摊薄，同时销售费用和管理费用同比有所增加所致，系深化零售市场布局，加大开拓投入和相关激励力度，以及 2023 年股份支付费用冲回影响。2025Q1 毛利率 24.4%，同比+0.6pp/环比+6.5pp，期间费用率 18.3%，同比-0.2pp/环比-5.8pp，毛利率和费用率均同环比改善。

**加强回款和风控考核，现金流持续修复。**2024 年公司实现经营活动净现金流 3.2 亿元，同比+64.5%，收现比和付现比 1.08/1.05，上年同期 1.04/1.09；2025Q1 经营活动现金流净流出 3.8 亿元，上年同期净流出 9.8 亿元，收现比和付现比 1.05/1.42，上年同期 0.85/1.73，受益收入结构持续优化，并加强回款和风控考核管控，回款同比改善，同时优化采购付款方式，保持合理非现金支付比例，付现比有所降低，现金流持续修复。截至 2024 年末应收账款和票据合计 40.9 亿元，较上年同期减少 0.7 亿元，应收规模持续下降，资产负债率 64.6%，同比+1.7pp，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；应收账款回收风险

**投资建议：**积极调整改善盈利，中期受益格局持续优化，维持“优于大市”

公司积极调整优化收入结构，多措并举降本控费，并强化回款和风控考核，经营质量明显提升，盈利能力已呈改善趋势，考虑行业持续加速出清带来供给格局优化，公司作为头部企业未来有望进一步受益。由于需求整体依旧疲弱，下调盈利预测，预计 25-27 年 EPS 为 0.18/0.30/0.42 元/股，对应 PE 为 25.4/15.4/11.1x，随着后续增长逐步回归正轨，盈利有望进一步修复，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

|              | 2023    | 2024    | 2025E  | 2026E | 2027E |
|--------------|---------|---------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)    | 7,944   | 6,829   | 6,860  | 7,420 | 8,112 |
| (+/-%)       | 3.7%    | -14.0%  | 0.5%   | 8.2%  | 9.3%  |
| 净利润(百万元)     | -338    | 44      | 205    | 338   | 469   |
| (+/-%)       | -289.5% | -113.1% | 365.1% | 64.8% | 38.9% |
| 每股收益(元)      | -0.29   | 0.04    | 0.18   | 0.30  | 0.42  |
| EBIT Margin  | 4.7%    | 2.8%    | 6.1%   | 7.6%  | 7.9%  |
| 净资产收益率 (ROE) | -6.7%   | 0.9%    | 4.1%   | 6.4%  | 8.4%  |
| 市盈率 (PE)     | -16.4   | 118.1   | 25.4   | 15.4  | 11.1  |
| EV/EBITDA    | 22.8    | 30.7    | 21.1   | 17.7  | 16.6  |
| 市净率 (PB)     | 1.10    | 1.06    | 1.03   | 0.99  | 0.93  |

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

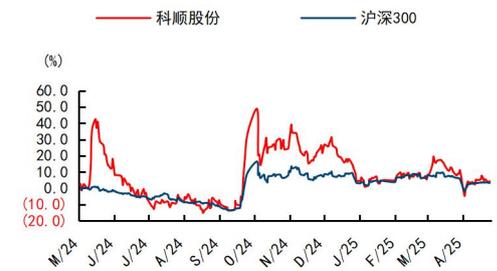
chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

#### 基础数据

|             |               |
|-------------|---------------|
| 投资评级        | 优于大市(维持)      |
| 合理估值        |               |
| 收盘价         | 4.69 元        |
| 总市值/流通市值    | 5206/4160 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 7.17/3.82 元   |
| 近 3 个月日均成交额 | 74.90 百万元     |

#### 市场走势



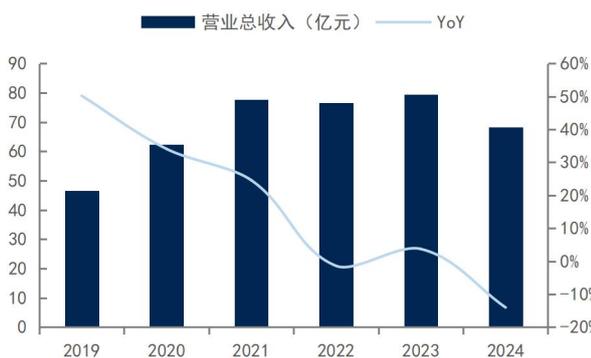
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《科顺股份 (300737.SZ)-2024 年中报点评：积极调整改善盈利，毛利率明显提升》——2024-09-04
- 《科顺股份 (300737.SZ)-2023 年报及 2024 一季报点评：减值计提释放风险，静待盈利修复》——2024-05-08
- 《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

**收入同比仍有承压，减值减少助力扭亏为盈。**2024 年公司实现营收 68.3 亿元，同比-14.0%，归母净利润 0.44 亿元，上年同期-3.38 亿元，同比扭亏为盈，扣非归母净利润-2.53 亿元，上年同期-4.28 亿元，同比减亏，EPS 为 0.04 元/股，并拟 10 派 3 元（含税），2024 年度累计分红 4.22 亿元，公司主动调整业务布局，审慎收缩高风险业务，收入同比仍有承压，业绩改善主因信用减值损失大幅减少，2024 年计提信用减值损失 2.7 亿元，上年同期为 7.6 亿元。2025Q1 实现营收 14.0 亿元，同比-6.1%，归母净利润 0.41 亿元，同比-23.2%，扣非归母净利润 0.23 亿元，同比-4.0%。

图1：科顺股份营业收入及同比增速（单位：亿元、%）



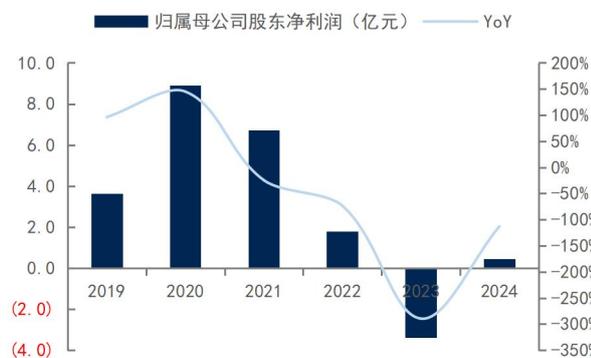
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）

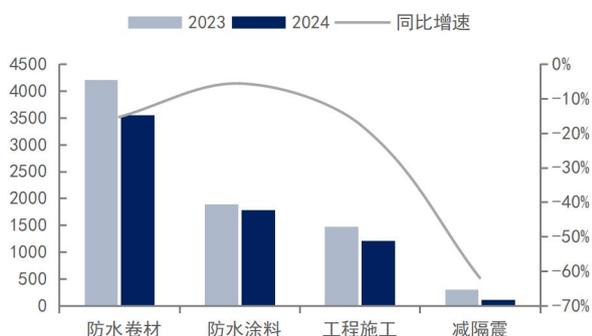


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 (22Q4=-12590.7%)

**25Q1 毛利率和费用率均同环比改善。**分产品看，防水卷材/防水涂料/防水工程施工/减隔震分别实现收入 35.6/17.9/12.1/1.1 亿元，同比-15.4%/-5.7%/-17.5%/-62%，毛利率分别为 19.2%/33.7%/11.4%/41.2%，分别同比+1.1/+2.1/-2.8/+9.9pp。2024 年综合毛利率 21.8%，同比+0.6pp，受益原材料价格下降及内部降本增效，毛利率同比提升，期间费用率 19.5%，同比+2.64pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比+1.16/+1.41/+0.07/+0.01pp，费用率提升主因收入下滑导致未能有效摊薄，同时销售费用和管理费用同比有所增加所致，系深化零售市场布局，加大开拓投入和相关激励力度，以及 2023 年股份支付费用冲回影响。2025Q1 毛利率 24.4%，同比+0.6pp/环比+6.5pp，期间费用率 18.3%，

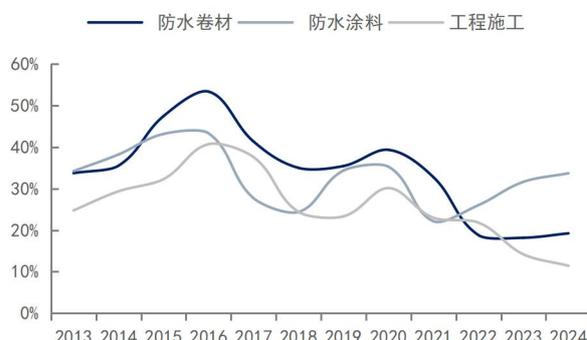
同比-0.2pp/环比-5.8pp, 毛利率和费用率均同环比改善。

图5: 科顺股份分产品收入及同比增速 (单位: 万元、%)



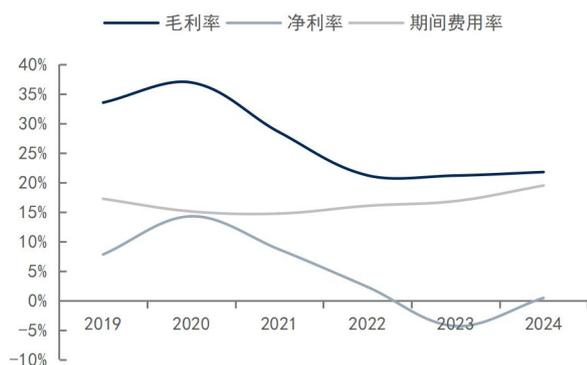
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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: %)



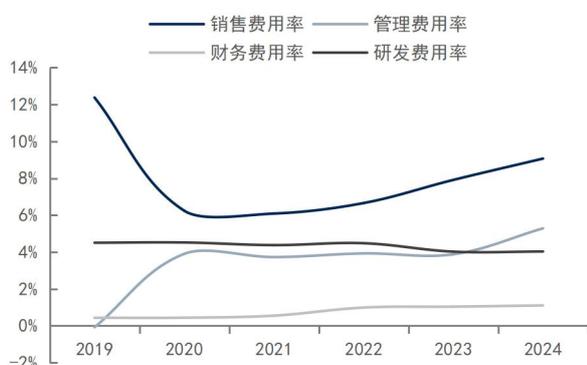
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 科顺股份单季度毛利率和净利率、期间费用率 (单位: %)



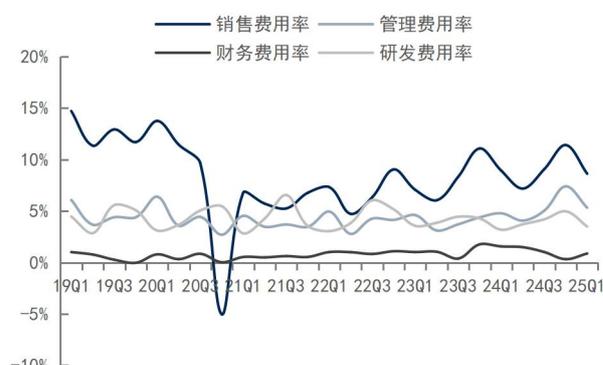
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

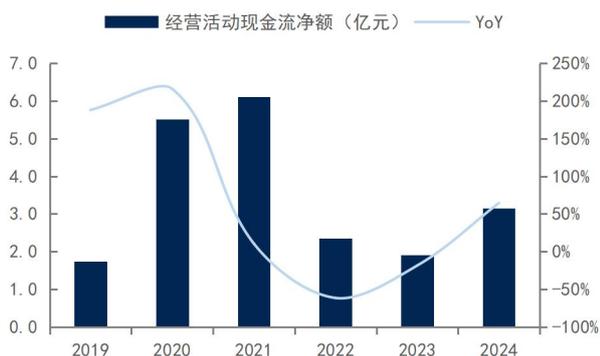
图10: 科顺股份单季度期间费用率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

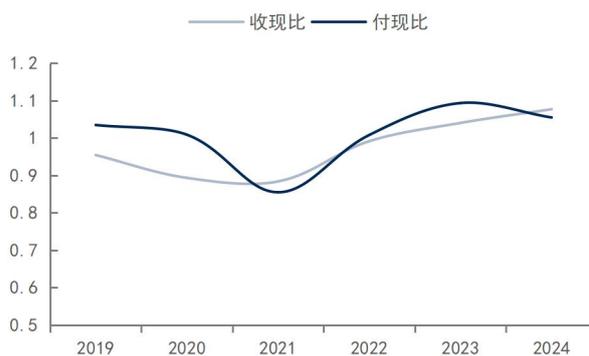
**加强回款和风控考核，现金流持续修复。**2024 年公司实现经营活动净现金流 3.2 亿元，同比+64.5%，收现比和付现比 1.08/1.05，上年同期 1.04/1.09；2025Q1 经营活动现金流净流出 3.8 亿元，上年同期净流出 9.8 亿元，收现比和付现比 1.05/1.42，上年同期 0.85/1.73，受益收入结构持续优化，并加强回款和风控考核管控，回款同比改善，同时优化采购付款方式，保持合理非现金支付比例，付现比有所降低，现金流持续修复。截至 2024 年末应收账款和票据合计 40.9 亿元，较上年同期减少 0.7 亿元，应收规模持续下降，资产负债率 64.6%，同比+1.7pp，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

**投资建议：积极调整改善盈利，中期受益格局优化，维持“优于大市”评级。**公司积极调整优化收入结构，多措并举降本控费，并强化回款和风控考核，经营质量明显提升，盈利能力已呈改善趋势，考虑行业持续加速出清带来供给格局优化，公司作为头部企业未来有望进一步受益。由于需求整体依旧疲弱，下调盈利预测，预计 25-27 年 EPS 为 0.18/0.30/0.42 元/股，对应 PE 为 25.4/15.4/11.1x，随着后续增长逐步回归正轨，盈利有望进一步修复，维持“优于大市”评级。

## 财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      |              |              |              |              |              | 利润表 (百万元)          |               |              |              |              |              |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |                    | 2023          | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
| 现金及现金等价物         | 2329         | 3415         | 3985         | 4462         | 5000         | 营业收入               | 7944          | 6829         | 6860         | 7420         | 8112         |
| 应收款项             | 4566         | 4429         | 4227         | 4480         | 4800         | 营业成本               | 6262          | 5342         | 5227         | 5577         | 6075         |
| 存货净额             | 442          | 502          | 516          | 556          | 612          | 营业税金及附加            | 50            | 43           | 41           | 45           | 49           |
| 其他流动资产           | 1031         | 1246         | 1071         | 1256         | 1320         | 销售费用               | 629           | 619          | 583          | 594          | 649          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>9815</b>  | <b>9919</b>  | <b>10126</b> | <b>11082</b> | <b>12060</b> | 管理费用               | 308           | 361          | 320          | 345          | 376          |
| 固定资产             | 2419         | 2490         | 2460         | 2451         | 2466         | 研发费用               | 319           | 275          | 274          | 297          | 324          |
| 无形资产及其他          | 175          | 276          | 265          | 254          | 243          | 财务费用               | 82            | 75           | 75           | 73           | 71           |
| 投资性房地产           | 1340         | 1328         | 1328         | 1328         | 1328         | 投资收益               | (0)           | 11           | 10           | 10           | 10           |
| 长期股权投资           | 32           | 30           | 29           | 27           | 25           | 资产减值及公允价值变动        | (49)          | 111          | (40)         | (40)         | (40)         |
| <b>资产总计</b>      | <b>13781</b> | <b>14044</b> | <b>14208</b> | <b>15141</b> | <b>16122</b> | 其他收入               | (1006)        | (475)        | (424)        | (447)        | (424)        |
| 短期借款及交易性金融负债     | 1856         | 1705         | 2000         | 2200         | 2420         | 营业利润               | (442)         | 34           | 160          | 309          | 437          |
| 应付款项             | 3198         | 3214         | 3210         | 3492         | 3883         | 营业外净收支             | 13            | 21           | 40           | 20           | 20           |
| 其他流动负债           | 899          | 1204         | 963          | 1132         | 1176         | <b>利润总额</b>        | <b>(429)</b>  | <b>55</b>    | <b>200</b>   | <b>329</b>   | <b>457</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>5953</b>  | <b>6124</b>  | <b>6173</b>  | <b>6824</b>  | <b>7478</b>  | 所得税费用              | (87)          | 24           | 40           | 66           | 91           |
| 长期借款及应付债券        | 2489         | 2730         | 2730         | 2730         | 2730         | 少数股东损益             | (5)           | (12)         | (45)         | (74)         | (103)        |
| 其他长期负债           | 223          | 211          | 214          | 210          | 209          | <b>归属于母公司净利润</b>   | <b>(338)</b>  | <b>44</b>    | <b>205</b>   | <b>338</b>   | <b>469</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>2712</b>  | <b>2941</b>  | <b>2945</b>  | <b>2940</b>  | <b>2939</b>  | <b>现金流量表 (百万元)</b> |               |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>8665</b>  | <b>9065</b>  | <b>9118</b>  | <b>9764</b>  | <b>10418</b> | 净利润                | (338)         | 44           | 205          | 338          | 469          |
| 少数股东权益           | 81           | 85           | 53           | 104          | 103          | 资产减值准备             | 561           | (781)        | 0            | (1)          | (0)          |
| 股东权益             | 5034         | 4894         | 5037         | 5274         | 5602         | 折旧摊销               | 247           | 277          | 265          | 285          | 305          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>13781</b> | <b>14044</b> | <b>14208</b> | <b>15141</b> | <b>16122</b> | 公允价值变动损失           | 49            | (111)        | 40           | 40           | 40           |
| <b>关键财务与估值指标</b> |              |              |              |              |              | 财务费用               | 82            | 75           | 75           | 73           | 71           |
| 每股收益             | (0.29)       | 0.04         | 0.18         | 0.30         | 0.42         | 营运资本变动             | 691           | (599)        | 121          | (32)         | (7)          |
| 每股红利             | 0.10         | 0.12         | 0.06         | 0.09         | 0.13         | 其它                 | (568)         | 807          | (32)         | 51           | (1)          |
| 每股净资产            | 4.28         | 4.41         | 4.54         | 4.75         | 5.05         | <b>经营活动现金流</b>     | <b>642</b>    | <b>(363)</b> | <b>599</b>   | <b>681</b>   | <b>807</b>   |
| ROIC             | 3%           | 1%           | 3%           | 5%           | 6%           | 资本开支               | 0             | 335          | (264)        | (304)        | (349)        |
| ROE              | -7%          | 1%           | 4%           | 6%           | 8%           | 其它投资现金流            | (1374)        | 1121         | 0            | 0            | 0            |
| 毛利率              | 21%          | 22%          | 24%          | 25%          | 25%          | <b>投资活动现金流</b>     | <b>(1373)</b> | <b>1458</b>  | <b>(263)</b> | <b>(302)</b> | <b>(348)</b> |
| EBIT Margin      | 5%           | 3%           | 6%           | 8%           | 8%           | 权益性融资              | 1             | 15           | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 8%           | 7%           | 10%          | 11%          | 12%          | 负债净变化              | (390)         | 169          | 0            | 0            | 0            |
| 收入增长             | 4%           | -14%         | 0%           | 8%           | 9%           | 支付股利、利息            | (122)         | (135)        | (61)         | (101)        | (141)        |
| 净利润增长率           | -289%        | -113%        | 365%         | 65%          | 39%          | 其它融资现金流            | 1749          | (92)         | 295          | 200          | 220          |
| 资产负债率            | 63%          | 65%          | 65%          | 65%          | 65%          | <b>融资活动现金流</b>     | <b>726</b>    | <b>(9)</b>   | <b>233</b>   | <b>99</b>    | <b>79</b>    |
| 股息率              | 2.3%         | 2.6%         | 1.2%         | 1.9%         | 2.7%         | <b>现金净变动</b>       | <b>(5)</b>    | <b>1086</b>  | <b>570</b>   | <b>477</b>   | <b>538</b>   |
| P/E              | (16.4)       | 118.1        | 25.4         | 15.4         | 11.1         | 货币资金的期初余额          | 2334          | 2329         | 3415         | 3985         | 4462         |
| P/B              | 1.1          | 1.1          | 1.0          | 1.0          | 0.9          | 货币资金的期末余额          | 2329          | 3415         | 3985         | 4462         | 5000         |
| EV/EBITDA        | 22.8         | 30.7         | 21.1         | 17.7         | 16.6         | 企业自由现金流            | 0             | 122          | 454          | 399          | 460          |
|                  |              |              |              |              |              | 权益自由现金流            | 0             | 198          | 688          | 540          | 623          |

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<br>投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数10%以上    |
|   |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间   |
|   |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上    |
|   |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点     |
|   | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 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 |
|   |            | 弱于大市 | 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