

科顺股份 (300737)

增持 (维持)

短期利润承压，看好渠道+品类拓张

2023年04月28日

投资要点

市场数据

市场数据日期 2023-04-26

收盘价(元)	11.24
总股本(百万股)	1180.88
流通股本(百万股)	897.83
净资产(百万元)	5622.24
总资产(百万元)	12993.27
每股净资产(元)	4.76

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证建材】科顺股份2022年三季报点评: 成本拖累业绩, 关注业务结构优化》2022-10-26

《【兴证建材】科顺股份2022年中报点评: 成本上升拖累业绩, 经销业务高速增长》2022-08-31

《【兴证建材】科顺股份2021年报&2022一季报点评: 收入保持较快增长, 盈利能力有所下降》2022-04-29

分析师:

黄杨

huangyang@xyzq.com.cn

S0190518070004

季贤东

jixiandong@xyzq.com.cn

S0190522100003

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

- 2022年公司实现营业总收入76.61亿元, 同比-1.42%, 主要原因系房地产领域受宏观调控政策影响, 需求有所减缓, 同时公司基于风险管控考虑, 主动收缩部分客户的供应份额。公司的防水卷材、防水涂料、防水工程施工、其他、其他业务收入分别实现营业收入43.36亿元、16.81亿元、13.24亿元、0.27亿元、0.32亿元, 分别同比变动-4.79%、-0.20%、-13.40%、+3203.83%、+1037.90%, 2022年新增减隔震产品实现营业收入2.61亿元。
- 2022年公司实现综合毛利率21.21%, 较上年-7.30pct, 主要系公司上游沥青等石化相关原材料采购价格大幅上涨, 公司生产成本相应增加, 而公司的销售价格调整有一定滞后性所致。分产品来看, 公司的防水卷材、防水涂料、防水工程施工毛利率分别为18.79%、26.01%、21.81%, 分别同比变动-13.94pct、+3.87pct、-1.17pct。
- 2022年公司实现销售净利率2.32%, 较上年下降6.33pct; 期间费用率为16.05%, 同期比较+1.31pct。销售费用率为6.66%, 同比上升0.57pct; 管理费用率为3.93%, 同比上升0.20pct; 研发费用率为4.48%, 同比上升0.10pct; 财务费用率为0.99%, 同比上升0.44pct, 主要系银行借款增加导致利息支出增加所致。2022年资产减值损失+信用损失为-2.62亿元, 较上年同期-0.13亿元。22年底信用减值损失占利润总额比-125.70%, 21年同期占利润总额比-30.39%, 主要系计提应收账款坏账损失所致。
- 2022年公司经营性现金流净额为2.35亿元, 同比-61.50%; 每股经营性现金流净额为0.20元, 较上年减少0.32元/股。现金流方面, 从收、付现比的角度来看, 公司2022年度收、付现比分别为99.13%、112.14%, 分别较上年同期变动+10.76、+14.88个百分点。现金及现金等价物方面, 22年为0.31亿元, 同比-94.98%, 主要原因系2022年经营活动产生的现金流量净额减少所致。
- 盈利预测及评级: 我们调整盈利预测, 预计公司2023-2025年的归母净利润分别为7.56亿元、9.16亿元、11.06亿元, 4月26日收盘价对应的PE分别为17.6、14.5、12.0x, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 房地产基建市场需求下行; 产能拓展不及预期; 宏观经济波动; 煤炭原材料价格大幅波动。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7661	8825	10280	11819
同比增长	-1.4%	15.2%	16.5%	15.0%
归母净利润(百万元)	178	756	916	1106
同比增长	-73.5%	324.3%	21.1%	20.8%
毛利率	21.2%	26.8%	27.2%	27.6%
ROE	3.2%	12.0%	12.9%	13.8%
每股收益(元)	0.15	0.64	0.78	0.94
市盈率	74.5	17.6	14.5	12.0

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

- **公司发布年报:** 2022 年公司实现营业总收入 76.61 亿元, 同比-1.42%; 实现归母净利润 1.78 亿元, 同比-73.51%。其中 Q4 实现营业收入 17.04 亿元, 同比-18.39%; 实现归母净利润-0.90 亿元, 同比下降 12590.68%。
- **公司披露 2023 年一季报。** 实现营收 18.66 亿元, 同比+7.59%, 实现归母净利 0.58 亿元, 同比-41.37%; 扣非后归母净利 0.41 亿元, 同比-50.20%。

点评

- **2022 年公司实现营业总收入 76.61 亿元, 同比-1.42%, 主要原因系房地产领域受宏观调控政策影响, 需求有所减缓, 同时公司基于风险管控考虑, 主动收缩部分客户的供应份额。**
 - 1) 分季度来看, 公司在 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现营业收入 17.35 亿元、24.06 亿元、18.16 亿元、17.04 亿元, 分别同比变动+18.71%、+4.62%、-5.50%、-18.39%。
 - 2) 分产品来看, 公司的防水卷材、防水涂料、防水工程施工、其他、其他业务收入分别实现营业收入 43.36 亿元、16.81 亿元、13.24 亿元、0.27 亿元、0.32 亿元, 分别同比变动-4.79%、-0.20%、-13.40%、+3203.83%、+1037.90%, 2022 年新增减隔震产品实现营业收入 2.61 亿元。
 - 3) 分地区看, 中国境内及境外分别实现营收 75.59 亿元、1.02 亿元, 同比-1.78%、+36.42%。
 - 4) 产量、销量方面, 防水材料销量 4.74 亿平, 同比+3.88%; 产量 4.57 亿平, 同比+4.57%; 库存量 0.08 亿平, 同比-14.36%; 外购量 0.23 亿平, 同比+5.93%。
- **2022 年公司实现综合毛利率 21.21%, 较上年-7.30pct, 主要系公司上游沥青等石化相关原材料采购价格大幅上涨, 公司生产成本相应增加, 而公司的销售价格调整有一定滞后性所致。2023 年一季度实现综合毛利率 21.59%, 较上年同期-4.15pct, 主要系原材料价格上涨所致。**
 - 1) 分季度来看, 公司在 Q1、Q2、Q3、Q4 的毛利率分别为 25.74%、20.62%、18.98%、19.81%, 分别同比变动-6.39pct、-10.17pct、-10.97pct、-2.34pct, 各季度毛利率均有所下滑。
 - 2) 分产品来看, 公司的防水卷材、防水涂料、防水工程施工毛利率分别为 18.79%、26.01%、21.81%, 分别同比变动-13.94pct、+3.87pct、-1.17pct。
 - 3) 具体看防水材料销售业务成本构成: 直接材料、燃料动力、直接人工、制造费用、运费、外购产品分别为 40.07 亿元、0.88 亿元、0.69 亿元、1.91 亿元、2.26 亿元、1.84 亿元, 分别同比+9.05%、+4.17%、+2.47%、+5.47%、-4.77%、+40.73%。
- **2022 年公司实现销售净利率 2.32%, 较上年下降 6.33pct; 期间费用率为 16.05%, 同期比较+1.31pct。**

- 1) 销售费用率为 6.66%，同比上升 0.57pct，销售费用同比+7.81%；
 - 2) 管理费用率为 3.93%，同比上升 0.20pct，管理费用同比+3.87%；
 - 3) 研发费用率为 4.48%，同比上升 0.10pct，研发费用同比+0.92%；
 - 4) 财务费用率为 0.99%，同比上升 0.44pct，财务费用同比+77.53%，主要系银行借款增加导致利息支出增加所致。
 - 5) 2022 年资产减值损失+信用损失为-2.62 亿元，较上年同期-0.13 亿元。22 年底信用减值损失占利润总额比-125.70%，21 年同期占利润总额比-30.39%，主要系计提应收账款坏账损失所致。
- **公司 2023 年 Q1 实现销售净利率 3.10%，同比-2.61pct，主要系毛利率降幅较大；期间费用占比为 16.25%，较上年同期-0.09 个百分点。**
 - 1) 销售费用率 7.06%，同比-0.26 个百分点，销售费用同比+3.76%；
 - 2) 管理费用率 4.61%，同比-0.34 个百分点，管理费用同比+0.16%；
 - 3) 财务费用率 1.02%，相较于上年同期差异不大，财务费用同比+7.74%；
 - 4) 研发费用率 3.56%，同比+0.51 个百分点，研发费用同比+25.70%。
 - **2022 年公司经营性现金流净额为 2.35 亿元，同比-61.50%；每股经营性现金流净额为 0.20 元，较上年减少 0.32 元/股。**
 - 1) 分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3、Q4 每股经营性现金流净额分别为-0.93 元、0.36 元、-0.03 元、0.80 元，分别较上年同期变动-0.70 元、0.70 元、-0.07 元、-0.24 元。
 - 2) 从收、付现比的角度来看，公司 2022 年度收、付现比分别为 99.13%、112.14%，分别较上年同期变动+10.76、+14.88 个百分点。
 - 3) 现金流方面，投资活动产生的现金流量净额-3.34 亿元，同比+47.90%，主要原因系报告期内公司投资支出减少所致；筹资活动产生的现金流量净额 1.25 亿元，同比-80.74%，主要原因系上年同期公司发行股票筹资 22,529.84 万元，而报告期内未实施股权融资所致。
 - 4) 现金及现金等价物方面，22 年为 0.31 亿元，同比-94.98%，主要原因系报告期内经营活动产生的现金流量净额减少所致。
 - **公司 2023 年一季度经营性现金流净额为-6.57 亿元，同比+40.15%，主要系公司有效提高收现比所致；每股经营性现金流净额为-0.56 元，同比+0.37 元/股。**
 - 1) 从收、付现比的角度来看，公司 2023 年一季度收、付现比分别为 82.36%、136.55%，分别较上年同期变动+13.82、-19.26 个百分点。
 - 2) 现金流方面，投资活动产生的现金流量净额-1.17 亿元，同比-200.38%，主要系本期收到的理财投资款减少所致；筹资活动产生的现金流量净额 2.72 亿元，同比-46.94%，主要系本期银行借款到期偿还增加所致。
 - **扩渠道+拓品类持续推进。**1) 公司加大经销商客户的开发和培育，提高经销商全国地级市覆盖率，并逐步向县级城市渗透，以及对特定领域或产品进行

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

专项经销商补充，充分利用经销商多并广的业务触角和小且散的项目特征，逐步提升区县级市场占有率，提高经销收入占比，并顺利完成 2022 年经销收入占比达到 50% 的目标。2) 2022 年下半年，公司持续加强资源整合，实现民建业务的快速裂变，同时，对民建产品体系进行系统升级，形成防水体系、瓷砖胶、美缝剂体系以及其他辅材体系的产品结构，并持续加快民建卫星工厂的投建，提高民建产品全国配送效率；继续加大对优质家装公司、陶瓷企业等客户的开发，实现销售旗舰店和销售网点的快速增加，努力实现 2023 年民建收入超 10 亿的目标。

- **盈利预测及评级：**我们调整盈利预测，预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 7.56 亿元、9.16 亿元、11.06 亿元，4 月 26 日收盘价对应的 PE 分别为 17.6、14.5、12.0x，维持“增持”评级。
- **风险提示：**房地产基建市场需求下行；产能拓展不及预期；宏观经济波动；煤炭原材料价格大幅波动。

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	9493	10186	11753	13394	营业收入	7661	8825	10280	11819
货币资金	2334	2935	3342	3851	营业成本	6036	6462	7485	8558
交易性金融资产	74	73	61	67	税金及附加	37	48	56	64
应收票据及应收账款	4878	5033	6001	6945	销售费用	510	559	651	748
预付款项	138	176	194	221	管理费用	301	351	409	470
存货	554	546	636	736	研发费用	343	395	471	539
其他	1515	1422	1519	1574	财务费用	76	50	60	70
非流动资产	3146	3000	2993	2960	其他收益	54	30	20	20
长期股权投资	33	25	27	27	投资收益	4	2	2	2
固定资产	1953	1889	1752	1617	公允价值变动收益	41	10	10	10
在建工程	159	194	206	219	信用减值损失	-224	-120	-110	-110
无形资产	288	354	430	512	资产减值损失	-38	-39	-45	-52
商誉	101	51	59	63	资产处置收益	-3	-3	-3	-3
长期待摊费用	2	0	-2	-3	营业利润	191	840	1022	1237
其他	609	488	520	524	营业外收入	12	13	11	11
资产总计	12639	13187	14746	16354	营业外支出	3	3	3	4
流动负债	6109	5910	6654	7278	利润总额	201	851	1030	1245
短期借款	1162	973	1036	1015	所得税	23	95	115	139
应付票据及应付账款	3615	3,813	4,472	5,094	净利润	178	755	915	1105
其他	1332	1124	1145	1169	少数股东损益	-0	-1	-1	-1
非流动负债	913	970	1012	1072	归属母公司净利润	178	756	916	1106
长期借款	708	825	853	911	EPS(元)	0.15	0.64	0.78	0.94
其他	205	145	159	162					
负债合计	7022	6880	7665	8351					
股本	1181	1181	1181	1181	主要财务比率				
资本公积	2072	2072	2072	2072	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
未分配利润	2318	2990	3748	4642	成长性				
少数股东权益	1	0	-0	-1	营业收入增长率	-1.4%	15.2%	16.5%	15.0%
股东权益合计	5618	6306	7080	8003	营业利润增长率	-76.4%	338.9%	21.7%	21.0%
负债及权益合计	12639	13187	14746	16354	归母净利润增长率	-73.5%	324.3%	21.1%	20.8%
					盈利能力				
					毛利率	21.2%	26.8%	27.2%	27.6%
					归母净利率	2.3%	8.6%	8.9%	9.4%
					ROE	3.2%	12.0%	12.9%	13.8%
					偿债能力				
					资产负债率	55.6%	52.2%	52.0%	51.1%
					流动比率	1.55	1.72	1.77	1.84
					速动比率	1.46	1.63	1.67	1.74
					营运能力				
					资产周转率	65.4%	68.3%	73.6%	76.0%
					应收账款周转率	176.7%	185.4%	193.0%	189.1%
					存货周转率	1251.7%	1166.3%	1252.0%	1236.3%
					每股资料(元)				
					每股收益	0.15	0.64	0.78	0.94
					每股经营现金	0.20	0.88	0.53	0.73
					每股净资产	4.76	5.34	6.00	6.78
					估值比率(倍)				
					PE	74.5	17.6	14.5	12.0
					PB	2.4	2.1	1.9	1.7

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	178	756	916	1106
折旧和摊销	203	173	179	182
资产减值准备	262	349	2	12
资产处置损失	3	3	3	3
公允价值变动损失	-41	-10	-10	-10
财务费用	82	50	60	70
投资损失	-23	-2	-2	-2
少数股东损益	-0	-1	-1	-1
营运资金的变动	-459	-270	-528	-502
经营活动产生现金流量	235	1044	622	857
投资活动产生现金流量	-334	-66	-141	-145
融资活动产生现金流量	125	-377	-75	-202
现金净变动	31	602	406	509
现金的期初余额	1876	2334	2935	3342
现金的期末余额	1907	2935	3342	3851

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并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn