

2023年05月02日

2022 年利润承压练内功，2023 年行业新规催生新机遇

科顺股份(300737)

评级:	买入	股票代码:	300737
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	14.69/9.16
目标价格:		总市值(亿)	127.30
最新收盘价:	10.78	自由流通市值(亿)	96.46
		自由流通股数(百万)	894.84

► **2022 年多因素致业绩承压，2023 开局收入有所恢复。** 公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报。2022 年公司实现收入 76.61 亿元，同比-1.42%，归母净利 1.78 亿元，同比-73.51%；扣非后归母净利 0.43 亿元，同比-92.46%；分季度看，22Q1/Q2/Q3/Q4 收入分别为 17.35 亿元/24.06 亿元/18.16 亿元/17.04 亿元，同比+18.71%/+4.62%/-5.50%/-18.39%，归母净利分别为 0.99 /1.45 /0.24/ -0.90 亿元。2022 年全年业绩承压，22Q4 公司业绩环比 Q3 降幅有所扩大。我们认为 2022 年全年业绩承压的原因系 1) 2022 年防水板块受到地产行业景气度下降影响（房地产开发投资同比-10.0%，新开工面积同比-39.4%，竣工面积同比-15.0%），建筑防水产量首次下降；2) 受到通货膨胀及地缘政治影响，防水材料上游原材料沥青、原油等采购价格大幅上涨，稀释产品毛利率；3) 公司防水材料价格调整频率较低，原材料上涨未能及时有效向下游客户传导。2023Q1，公司实现收入 18.66 亿元，同比+7.59%，归母净利润 0.58 亿元，同比-41.37%；扣非后归母净利 0.41 亿元，同比-50.02%，我们判断收入处于恢复期，业绩下滑的主要原因在原材料采购成本仍同比提升，以及 2023 年需求恢复时点较晚所致。

► **防水卷材承压较为明显，经营性现金流出减少。** 年度拆分来看，1) **防水材料**：2022 年全年收入 60.17 亿元，同比-3.6%，销售量 4.74 亿平方米，同比 3.9%，销售量方面有小幅上升，受原材料价格上涨影响，我们测算单位成本+4.8%，毛利降幅较大，同比-35.3%；其中防水卷材：2022 年全年收入 43.36 亿元，占收入比 56.6%，同比-4.8%，占比下降 2.01pct，毛利率 18.8%，防水卷材受原材料价格上涨影响较为明显，毛利率同比-13.9pct；防水涂料全年收入 16.81 亿元，占收入比 21.94%，收入端看，与去年基本持平，同比-0.2%，毛利率 26%，同比+3.9pct，同比有升；2) **防水施工**：全年收入 13.24 亿元，同比降幅较大，-13.4%，占收入比 17.28%；3) **减隔震**：公司新增减隔震公司丰泽股份，减隔震业务全年收入 2.61 亿元，占收入比 3.41%，毛利率 24.4%，当年丰泽股份完成利润 3478 万元，业绩完成率 69%，主要受到宏观经济影响，项目招标、实施、交付及验收等环节均有所延迟，从而导致销售收入和毛利实现情况不及预期。另外，从现金流角度看，2022 年公司经营性现金流净额 2.35 亿元同比较少 61.5%，小于利润同比下降幅度；23Q1 经营性现金流净额-6.57 亿元，比同期高出 4.41 亿元；

► **优化客户结构，销售网络不断强化。经销方面**：根据公司年报数据，公司与全国 30 省市、2500+家经销商建立了长期稳固的合作，已在全国范围内形成效率高、有梯队经销体系，公司同步继续加大经销商客户的开发，并逐步向县级城市渗透和针对性补充，进而逐步提升区县级市场占有率，提高经销收入占比，公司在 2022 年经销收入占比已经达到 50%+目标。**直销方面**：当地防水市场开拓及重大建设工程的招投标工作（公司通过设立负责与大型企业的战略合作的分公司）；公司在应对战略地产集采需求大幅下滑、及应收账款风险高企的市场环境下，公司转型持续开拓央企、国企类房开客户，2022 年，公司与中建三局、中建八局、中铁建设等知名央、国企，华为、新希望、中农联集团、信发集团等等大型非房地产企业及多家优质百强房企保持长期战略合作关系，公司已连续 12 年荣获中国房地产 500 强首选供应商品牌。

► **防水新规催化行业需求提升，公司募投项目加快投入。** 去年 10 月，住建部发布国内首部防水强制规范，在今年 4 月起正式实施，其对防水设计工作年限、防水等级、防水道数、材料厚度、施工工艺等均有具体要求，可直接增加防水材料的使用量，防水新规有效实施，势必会带来需求用量的增加，未来需求料将大幅增长。2023M4 公司可转债过会，拟募资 21.98 亿元，拟建设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、智能化升级改造项目等，及用于补充流动资金。根据募集说明书，预计在建设期第 2 年到第 4 年新增的防水卷材/防水涂料产能分别为 0.28 亿平米/7.5 万吨、1.5 亿平米/21.5 万吨、1.9 亿平米/26.9 万吨，分别占公司 2022 年防水卷材产能 3.09 亿平米及防水涂料产能 41.1 万吨的 9.20%/18.31%、49.66%/52.36%、62.07%/65.45%。防水行业在防水新规的政策背景下，需求的确定性加强，且具有较大情况，公司持续产能扩张以证明自身实力，我们判断未来空间料将增幅可观。

投资建议

结合今年整体市场的恢复情况，我们审慎判断地产投资增速承压，且外部环境有一定不确定性因素，我们下调 2023 年收入预测至 92.38 亿元（原：137.34 亿元）和归母净利润至 6.93 亿元（原：20.01 亿元），下调 EPS 预测至 0.59 元（原：1.75 元），新增 2024/2025 年营业收入 104.94/117.44 亿元，归母净利润 8.82/10.36 亿元，EPS0.75/0.88 元；对应 4 月 28 日 10.78 元收盘价 18.36/11.43/12.29xPE，维持“买入”评级。

风险提示

需求不及预期，原材料大幅度波动，产能投放不及预期，可转债募资项目不及预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,771	7,661	9,238	10,494	11,744
YoY (%)	24.6%	-1.4%	20.6%	13.6%	11.9%
归母净利润(百万元)	673	178	693	882	1,036
YoY (%)	-24.5%	-73.5%	289.1%	27.2%	17.4%
毛利率 (%)	28.5%	21.2%	25.8%	26.3%	26.9%
每股收益 (元)	0.60	0.15	0.59	0.75	0.88
ROE	13.5%	3.2%	11.1%	12.4%	12.7%
市盈率	18.09	71.87	18.36	14.43	12.29

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：戚舒扬

研究助理：金兵

邮箱：qisy1@hx168.com.cn

邮箱：jinbing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020003

SAC NO:

联系电话：

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7,661	9,238	10,494	11,744	净利润	178	693	881	1,035
YoY(%)	-1.4%	20.6%	13.6%	11.9%	折旧和摊销	216	260	321	361
营业成本	6,036	6,856	7,731	8,582	营运资金变动	-426	263	-1,696	125
营业税金及附加	37	50	55	61	经营活动现金流	235	1,519	-181	1,850
销售费用	510	591	675	758	资本开支	-319	-734	-647	-672
管理费用	301	356	405	454	投资	-41	-60	-73	-83
财务费用	76	-5	-17	20	投资活动现金流	-334	-799	-722	-758
研发费用	343	411	467	523	股权募资	1	-65	0	0
资产减值损失	-38	0	0	0	债务募资	219	264	311	338
投资收益	4	-6	-2	-3	筹资活动现金流	125	134	232	243
营业利润	191	797	1,013	1,187	现金净流量	31	854	-671	1,335
营业外收支	9	9	9	9					
利润总额	201	806	1,022	1,196	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	23	113	141	161	成长能力				
净利润	178	693	881	1,035	营业收入增长率	-1.4%	20.6%	13.6%	11.9%
归属于母公司净利润	178	693	882	1,036	净利润增长率	-73.5%	289.1%	27.2%	17.4%
YoY(%)	-73.5%	289.1%	27.2%	17.4%	盈利能力				
每股收益	0.15	0.59	0.75	0.88	毛利率	21.2%	25.8%	26.3%	26.9%
					净利率	2.3%	7.5%	8.4%	8.8%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	1.4%	5.3%	5.5%	6.2%
货币资金	2,334	3,188	2,517	3,852	净资产收益率 ROE	3.2%	11.1%	12.4%	12.7%
预付款项	138	187	201	222	偿债能力				
存货	554	394	722	521	流动比率	1.55	1.57	1.49	1.60
其他流动资产	6,467	5,684	8,460	7,495	速动比率	1.29	1.30	1.22	1.32
流动资产合计	9,493	9,453	11,900	12,090	现金比率	0.38	0.53	0.31	0.51
长期股权投资	33	45	58	71	资产负债率	55.6%	52.6%	55.6%	51.0%
固定资产	1,953	2,363	2,619	2,846	经营效率				
无形资产	288	384	479	583	总资产周转率	0.65	0.72	0.72	0.72
非流动资产合计	3,146	3,717	4,147	4,557	每股指标 (元)				
资产合计	12,639	13,170	16,048	16,647	每股收益	0.15	0.59	0.75	0.88
短期借款	1,162	1,424	1,733	2,070	每股净资产	4.76	5.29	6.04	6.91
应付账款及票据	3,615	3,203	4,907	4,108	每股经营现金流	0.20	1.29	-0.15	1.57
其他流动负债	1,332	1,382	1,364	1,389	每股股利	0.05	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	6,109	6,010	8,004	7,567	估值分析				
长期借款	708	708	708	708	PE	71.87	18.36	14.43	12.29
其他长期负债	205	207	209	210	PB	2.64	2.04	1.79	1.56
非流动负债合计	913	915	917	919					
负债合计	7,022	6,925	8,921	8,486					
股本	1,181	1,176	1,176	1,176					
少数股东权益	1	1	0	-1					
股东权益合计	5,618	6,245	7,126	8,161					
负债和股东权益合计	12,639	13,170	16,048	16,647					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：建筑建材+新材料团队首席分析师，FRM，香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于华泰证券、国泰君安证券等机构任建材行业分析师，7年卖方从业经验。曾作为核心成员获得2016、2017年新财富非金属建材第二、第一名，2020年个人获得21世纪金牌分析师金属、非金属类建材和新材料第五名、wind金牌分析师第二名、东方财富2020年最佳分析师第二名等奖项。

金兵：建筑建材+新材料行业研究助理，土木工程学士，金融学硕士；5年工程建设和融资经验，曾任职于百强房企资金管理部、咨询公司项目管理部；全程深度参与上海迪士尼乐园、合肥离子医学中心等重大工程建设开发，建筑建材从业经历和产业积累丰富。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。