

2023年06月01日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

一季度营收创历史新高，负重但仍在前行

—科顺股份（300737.SZ）公司动态研究报告

买入(维持)

投资要点

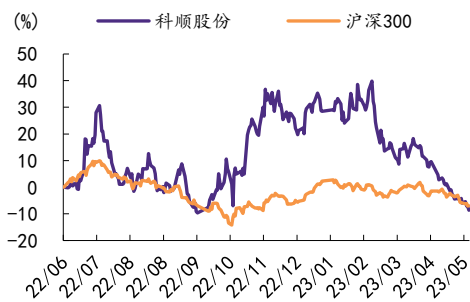
分析师：黄俊伟 S1050522060002
huang.jw@cfsc.com.cn
联系人：华潇 S1050122110013
huaxiao@cfsc.com.cn

基本数据

2023-06-01

当前股价(元)	9.28
总市值(亿元)	110
总股本(百万股)	1181
流通股本(百万股)	895
52周价格范围(元)	9.28-14.39
日均成交额(百万元)	169.81

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《科顺股份（300737）：业绩承压至暗时刻已过，多领域打开增长空间》2023-04-28
- 2、《科顺股份（300737）：短期压力充分释放，未来业绩弹性可期》2023-01-31
- 3、《科顺股份（300737）：地产政策+防水新规促需求提振，优化产能布局抓市场机遇》2022-12-13

利润端暂时承压，业务结构持续多元

收入端：公司2023年一季度实现营业收入18.66亿元。同比增长7.59%，收入规模创一季度新高。

利润端：公司2023年一季度归母净利润5807.55万元，同比减少41.37%；扣非归母净利润4088.34万元，同比减少50.20%；毛利率为21.59%，同比下降4.15pct；净利润/净利率为5784.32万元/3.10%，同比变化-41.60%/-2.61pct。利润同比下降主要原因是市场情况波动及防水工程复杂度提升，导致公司防水卷材平均售价同比下滑，叠加沥青等原材料价格上涨导致毛利率降低。

费用端：2023年一季度公司期间费用率12.69%，其中销售费用率为7.06%，同比-0.26pct；管理费用率为4.61%，同比-0.34pct；财务费用率为1.02%，与2022年一季度持平。2023年一季度公司研发费用/研发费用率为6651.00万元/3.56%，同比变化+25.70%/+0.51pct，系公司于2023年一季度开展新研发项目（沥青卷材用交叉膜、D100易施型堵漏宝等）所致。我们认为公司研发费用的增长有助于企业不断加强研发高附加值的防水产品，提高核心竞争力。

分产品来看，2023年一季度防水卷材/防水涂料/防水工程施工/减隔震类产品营业收入占比分别为53.42%/23.78%/17.99%/4.32%，基本与2022年一季度持平。2023年一季度防水卷材/防水涂料/防水工程施工毛利率分别为18.89%/26.65%/20.42%，同比-6.73pct/+2.38pct/-7.64pct。防水卷材毛利下滑主要系公司结合市场情况及供需情况等调整产品价格，防水卷材单价有所下降导致；防水工程施工业务毛利下滑主要是受到材料成本以及防水工程施工复杂度提升的影响。我们认为，随着原材料价格的回落公司毛利率将得到修复。

现金流：2023年一季度经营活动现金流净流出6.57亿元，流出额同比减少4.41亿元；收现比为0.82X，2022年同期为0.69X，同比增加13.82pct。2023年一季度末公司货币资金余额18.40亿元，同比增长14.07%。2023年一季度末资产负债率为56.72%，同比下降1.78pct；存货周转天数为61.62天，同比减少3.24天。公司资产质量边际提升。

募投项目持续推进，竣工端显著恢复

摘要内容 2023年4月公司可转债过会，拟募资21.98亿元，计划投资于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、智能化升级改造项以及用于补充流动资金。根据公司募集说明书，预计在建

设期第二年到第四年新增的防水卷材/防水涂料产能分别为 0.28 亿平方米/7.53 万吨、1.53 亿平方米/21.52 万吨、1.92 亿平方米 26.90 万吨，分别占公司 2022 年防水卷材产能 3.09 亿平方米及防水涂料产能 41.10 万吨的 9.20%/18.31%、49.66%/52.36%、62.07%/65.45%。我们认为公司发行可转债将在一定程度上缓解资金压力，随着募投项目逐渐实现效益，公司盈利能力将进一步提升。

下游地产开工端对防水材料需求拉动减弱，竣工端恢复显著。1) 开工端持续承压。2023 年 1-4 月份房屋新开工面积 2.37 亿平方米，同比下降 21.20%。2) 竣工端修复明显。2023 年 1-4 月份房屋竣工面积 3.12 亿平方米，同比增加 18.80%；各地保交楼政策相继落地，如《南京市商品房预售资金监管办法》于 2022 年 12 月 1 日正式实施等。我们认为，随着下游地产竣工端修复预期兑现及政府保交楼政策的持续推出与落实，地产“贝塔”脱离底部区域可期。

盈利预测

在不考虑公司募资影响的情况下，预测 2023-2025 年收入分别为 94.15、132.83、177.74 亿元，EPS 分别为 0.53、0.71、0.91 元，当前股价对应 PE 分别为 21.3、15.8、12.4 倍。公司此前横向拓展减隔震业务，并加速经销渠道布局，市占率有望进一步提升，因此维持“买入”投资评级。

风险提示

(1) 原材料价格波动风险；(2) 产能扩张不及预期风险；(3) 下游房地产需求恢复不及预期风险；(4) 行业竞争加剧风险；(5) 可转债募集进度不及预期风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入 (百万元)	7,661	9,415	13,283	17,774
增长率 (%)	-1.4%	22.9%	41.1%	33.8%
归母净利润 (百万元)	178	627	844	1,075
增长率 (%)	-73.5%	251.8%	34.6%	27.5%
摊薄每股收益 (元)	0.15	0.53	0.71	0.91
ROE (%)	3.2%	10.2%	12.3%	13.8%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	2,334	2,950	2,401	2,030
应收款	5,165	5,933	8,006	10,226
存货	554	581	774	1,035
其他流动资产	1,441	1,580	2,199	2,918
流动资产合计	9,493	11,044	13,381	16,209
非流动资产:				
金融类资产	74	74	74	74
固定资产	1,953	2,123	2,378	2,679
在建工程	159	314	425	420
无形资产	288	374	355	337
长期股权投资	33	56	56	56
其他非流动资产	712	712	712	712
非流动资产合计	3,146	3,579	3,928	4,205
资产总计	12,639	14,623	17,309	20,415
流动负债:				
短期借款	1,162	1,562	1,612	1,662
应付账款、票据	3,615	4,649	6,360	8,319
其他流动负债	942	942	942	942
流动负债合计	6,109	7,540	9,460	11,654
非流动负债:				
长期借款	708	728	778	778
其他非流动负债	205	205	205	205
非流动负债合计	913	933	983	983
负债合计	7,022	8,473	10,443	12,637
所有者权益				
股本	1,181	1,181	1,181	1,181
股东权益	5,618	6,150	6,865	7,778
负债和所有者权益	12,639	14,623	17,309	20,415

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	178	626	842	1074
少数股东权益	0	-1	-1	-2
折旧摊销	202	145	160	176
公允价值变动	41	0	0	0
营运资金变动	-185	97	-1016	-1056
经营活动现金净流量	235	867	-15	193
投资活动现金净流量	-334	-347	-367	-295
筹资活动现金净流量	715	326	-27	-111
现金流量净额	616	846	-409	-214

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,661	9,415	13,283	17,774
营业成本	6,036	7,026	10,030	13,410
营业税金及附加	37	45	64	85
销售费用	510	627	884	1,244
管理费用	301	370	521	729
财务费用	76	6	25	37
研发费用	343	422	595	796
费用合计	1,229	1,424	2,026	2,806
资产减值损失	-224	-235	-235	-270
公允价值变动	41	0	0	0
投资收益	4	0	0	0
营业利润	191	697	941	1,202
加: 营业外收入	12	12	12	12
减: 营业外支出	3	3	3	3
利润总额	201	706	950	1,211
所得税费用	23	80	107	137
净利润	178	626	842	1,074
少数股东损益	0	-1	-1	-2
归母净利润	178	627	844	1,075

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-1.4%	22.9%	41.1%	33.8%
归母净利润增长率	-73.5%	251.8%	34.6%	27.5%
盈利能力				
毛利率	21.2%	25.4%	24.5%	24.6%
四项费用/营收	16.0%	15.1%	15.3%	15.8%
净利率	2.3%	6.6%	6.3%	6.0%
ROE	3.2%	10.2%	12.3%	13.8%
偿债能力				
资产负债率	55.6%	57.9%	60.3%	61.9%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.8	0.9
应收账款周转率	1.5	1.6	1.7	1.7
存货周转率	10.9	12.2	13.0	13.0
每股数据(元/股)				
EPS	0.15	0.53	0.71	0.91
P/E	74.8	21.3	15.8	12.4
P/S	1.7	1.4	1.0	0.7
P/B	2.4	2.2	1.9	1.7

■ 建筑建材组介绍

黄俊伟：同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过 5 年建筑建材行业研究经验和 3 年建筑建材实业从业经验。

华潇：复旦大学金融学硕士。研究方向为建筑建材及新材料方向。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准

确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。