

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

买入

核心观点

Q2 收入增速略有放缓，减值计提拖累业绩承压。2023H1 公司实现营收 43.4 亿元，同比+4.7%，归母净利润 0.61 亿元，同比-75.2%，扣非归母净利润 0.53 亿元，同比-69.8%，EPS 为 0.05 元/股；其中 Q2 单季度实现营收 24.7 亿元，同比+2.7%，归母净利润 0.03 亿元，同比-98.3%，扣非归母净利润 0.12 亿元，同比-87.0%。收入增长总体稳健，Q2 增速略有放缓，主要受市场需求不振以及竞争加剧影响，同时减值损失大幅增加显著拖累业绩，2023H1 计提资产减值和信用减值合计 1.61 亿元，同比+59.4%。

盈利能力有所下滑，费用率小幅提升。2023H1 实现综合毛利率 21.1%，同比-1.65pp，其中 Q1、Q2 单季度毛利率分别为 21.6%/20.8%，同比-4.2/+0.1pp，受竞争加剧以及原材料沥青价格仍处于相对高位影响，毛利率有所下滑；分产品看，防水卷材/防水涂料/防水工程施工毛利率分别为 19.9%/20.5%/3.9%，同比-1.9/+0.4/-8.1pp，预计随着下半年原材料价格进一步回落以及公司成立降本专项小组，加大降本考核力度，强化降本增效有效降低成本，毛利率有望回归良性态势。2023H1 期间费用率 15.0%，同比+0.98pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别+0.67/+0.07/+0.02/+0.22pp，销售费用率提升主因加大 C 端市场投入所致。

现金流仍待修复，全面加强应收账款管理。2023H1 公司实现经营活动净现金流-7.5 亿元，较上年同期净流出增加 0.76 亿元，收现比/付现比分别为 0.83/1.03，上年同期为 0.81/0.99，现金流仍有待修复。截至 2023H1 应收票据及应收账款合计 57.3 亿元，较上年同期增加 1.2 亿元，应收款项同比略有增加，部分应收款项账龄变长，导致坏账准备计提增加，公司已将原有的应收管理小组升级为应收账款管理中心，加大回款考核力度并加快存量协议工抵房的去化处理，预计有望提升应收账款周转率、降低减值风险。

风险提示：地产复苏不及预期；原材料价格大幅上涨；应收账款风险

投资建议：优化收入结构+降本控费发力，盈利能力有望修复，维持“买入”

公司持续加大经销商客户的开发和培育，有效提高经销占比，提升下沉市场覆盖率，并加大 C 端市场开拓，不断丰富产品类别，优化收入结构。目前，可转债已顺利发行上市，有望巩固防水领域领先地位。考虑到短期减值计提扰动和需求恢复缓慢，下调盈利预测，预计 23-25 年 EPS 为 0.32/0.52/0.68 元/股（前值 0.52/0.75/0.99 元/股），对应 PE 为 25.2/15.5/11.9x，随着增长逐步回归正轨，叠加降本控费发力，盈利能力有望修复，业绩弹性依旧可期，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,771	7,661	9,078	10,857	12,757
(+/-%)	24.6%	-1.4%	18.5%	19.6%	17.5%
净利润(百万元)	673	178	376	613	797
(+/-%)	-24.5%	-73.5%	111.0%	63.0%	30.1%
每股收益(元)	0.57	0.15	0.32	0.52	0.68
EBIT Margin	13.8%	5.7%	7.3%	8.3%	8.9%
净资产收益率(ROE)	13.5%	3.2%	6.4%	9.6%	11.3%
市盈率(PE)	14.1	53.3	25.2	15.5	11.9
EV/EBITDA	12.5	25.9	20.0	16.9	15.1
市净率(PB)	1.91	1.69	1.60	1.48	1.35

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：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

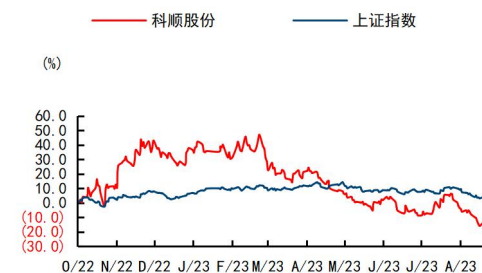
fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	8.06 元
总市值/流通市值	9489/7256 百万元
52 周最高价/最低价	14.69/7.68 元
近 3 个月日均成交额	149.33 百万元

市场走势



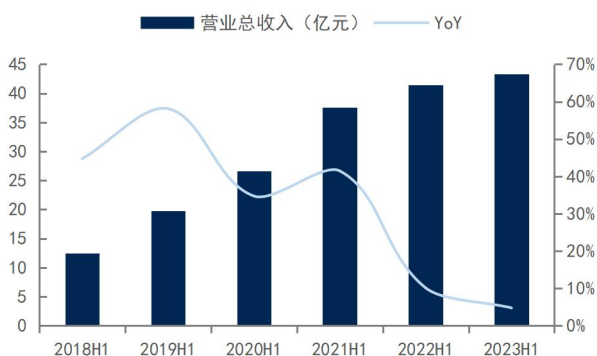
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《科顺股份（300737.SZ）-2022 年报及 2023 一季报点评：业绩短期承压，23 年弹性依旧可期》——2023-04-27
- 《科顺股份（300737.SZ）-2022 年三季报点评：业务布局稳步推进，有望受益新规落地》——2022-10-26
- 《科顺股份（300737.SZ）-2022 年中报点评：收入结构优化，Q2 现金流显著改善》——2022-08-31
- 《科顺股份（300737.SZ）-2021 年报及 2022 一季报点评：业绩阶段性承压，拟发行可转债助力产能扩张》——2022-04-28
- 《科顺股份-300737-2021 年中报点评：业务布局稳步推进，增长依旧突出》——2021-09-01

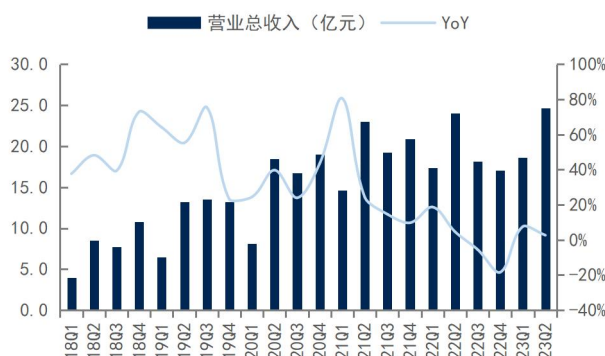
Q2 收入增速略有放缓，减值计提拖累业绩承压。2023H1 公司实现营收 43.4 亿元，同比+4.7%，其中防水卷材/防水涂料/防水工程施工分别实现收入 22.7/10.8/7.4 亿元，同比-4.8%/+24.9%/+16.3%，实现归母净利润 0.61 亿元，同比-75.2%，扣非归母净利润 0.53 亿元，同比-69.8%，EPS 为 0.05 元/股；其中 Q2 单季度实现营收 24.7 亿元，同比+2.7%，归母净利润 0.03 亿元，同比-98.3%，扣非归母净利润 0.12 亿元，同比-87.0%。收入增长总体稳健，Q2 增速略有放缓，主要受市场需求不振以及竞争加剧影响，同时减值损失大幅增加显著拖累业绩，2023H1 计提资产减值和信用减值合计 1.61 亿元，同比+59.4%。

图1：科顺股份营业收入及同比增速（单位：亿元、%）



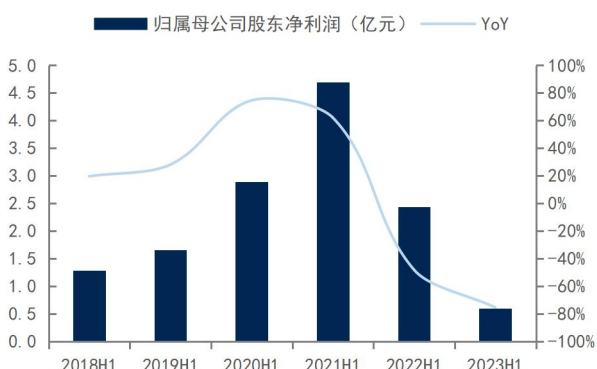
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：科顺股份单季营业收入及同比增速（单位：亿元、%）



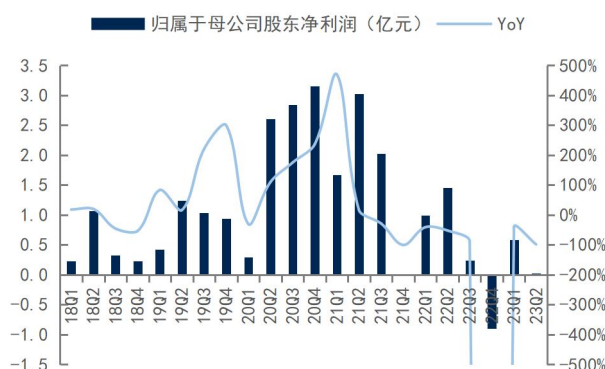
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

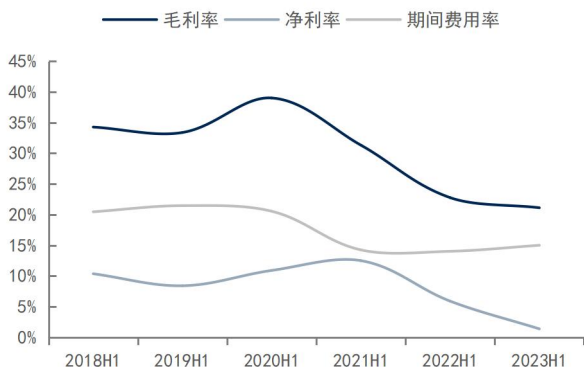
图4：科顺股份单季归母净利润及同比增速（单位：亿元、%）



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

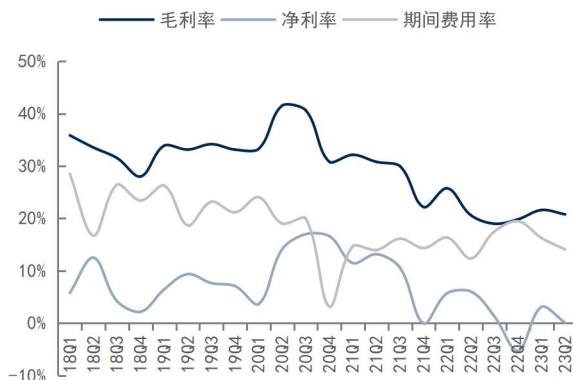
盈利能力有所下滑，费用率小幅提升。2023H1 实现综合毛利率 21.1%，同比-1.65pp，其中 Q1、Q2 单季度毛利率分别为 21.6%/20.8%，同比-4.2/+0.1pp，受竞争加剧以及原材料沥青价格仍处于相对高位影响，毛利率有所下滑；分产品看，防水卷材/防水涂料/防水工程施工毛利率分别为 19.9%/20.5%/3.9%，同比-1.9/+0.4/-8.1pp，预计随着下半年原材料价格进一步回落以及公司成立降本专项小组，加大降本考核力度，强化降本增效有效降低成本，毛利率有望回归良性态势。2023H1 期间费用率 15.0%，同比+0.98pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别+0.67/+0.07/+0.02/+0.22pp，销售费用率提升主因公司加大 C 端市场投入所致。

图5: 科顺股份毛利率和净利率、期间费用率（单位：%）



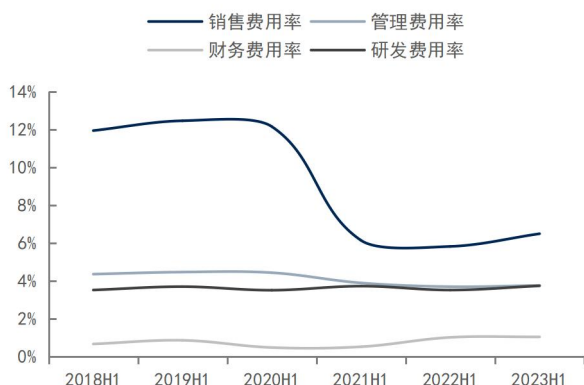
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 科顺股份单季度毛利率和净利率、期间费用率（单位：%）



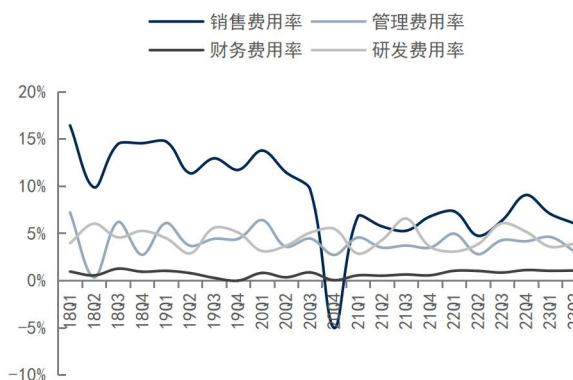
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 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8: 科顺股份单季度期间费用率（单位：%）

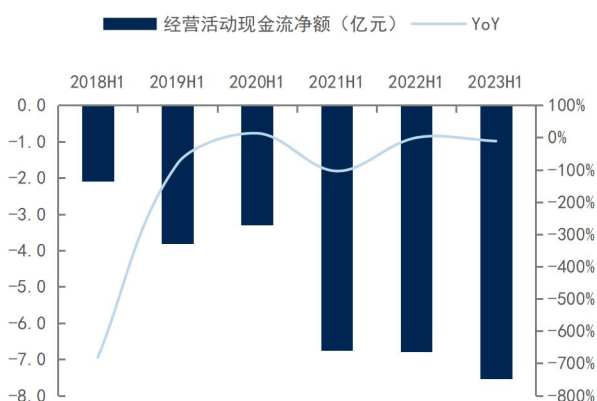


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

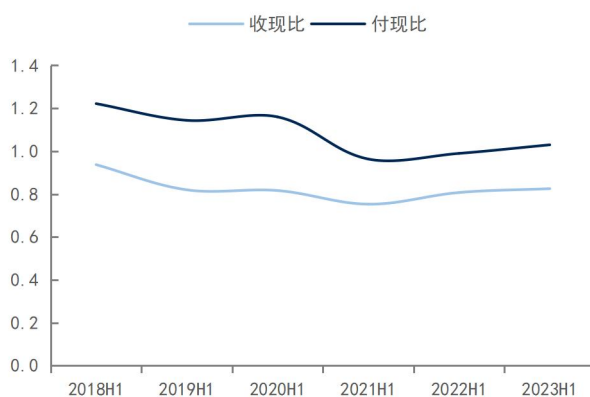
现金流仍待修复，全面加强应收账款管理。2023H1 公司实现经营活动净现金流-7.5 亿元，较上年同期净流出增加 0.76 亿元，收现比/付现比分别为 0.83/1.03，上年同期为 0.81/0.99，现金流仍有待修复。截至 2023H1 应收票据及应收账款合计 57.3 亿元，较上年同期增加 1.2 亿元，应收款项同比略有增加，部分应收款项账龄变长，导致坏账准备计提增加，公司已将原有的应收管理小组升级成为应收账款管理中心，加大回款考核力度并加快存量协议工抵房的去化处理，预计有望提升应收账款周转率、降低减值风险。

图9: 科顺股份经营性净现金流及增速（单位：亿元、%）

图10: 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



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：优化收入结构+降本控费发力，盈利能力有望修复，维持“买入”评级。公司持续加大经销商客户的开发和培育，有效提高经销占比，提升下沉市场覆盖率，并加大 C 端市场开拓，不断丰富产品类别，优化收入结构。目前，可转债融资 21.98 亿方案已顺利发行上市，募集资金主要用于扩建生产基地、原有工厂智能化改造项目以及部分补充流动资金，有望巩固防水领域领先地位。考虑到短期减值计提扰动和需求恢复缓慢，下调盈利预测，预计 23-25 年 EPS 为 0.32/0.52/0.68 元 / 股（前值 0.52/0.75/0.99 元 / 股），对应 PE 为 25.2/15.5/11.9x，随着增长逐步回归正轨，叠加降本控费发力，盈利能力有望修复，业绩弹性依旧可期，维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2189	2334	2500	2625	2756	营业收入	7771	7661	9078	10857	12757
应收款项	4383	5165	6610	8142	9663	营业成本	5555	6036	7035	8306	9695
存货净额	404	554	677	809	955	营业税金及附加	43	37	41	49	57
其他流动资产	1257	1367	1544	1892	2196	销售费用	473	510	617	738	867
流动资产合计	8233	9493	11405	13542	15644	管理费用	290	301	338	402	471
固定资产	1948	2112	2223	2372	2553	研发费用	340	343	381	456	536
无形资产及其他	144	288	277	265	254	财务费用	43	76	96	124	144
投资性房地产	440	712	712	712	712	投资收益	(3)	4	0	0	0
长期股权投资	24	33	49	62	76	资产减值及公允价值变动	(26)	3	(12)	(12)	(12)
资产总计	10789	12639	14666	16953	19239	其他收入	(528)	(517)	(531)	(556)	(636)
短期借款及交易性金融负债	686	1703	2537	3194	3573	营业利润	811	191	407	670	875
应付款项	3425	3615	4288	5173	6170	营业外净收支	10	9	10	10	10
其他流动负债	747	791	929	1096	1285	利润总额	821	201	417	680	885
流动负债合计	4858	6109	7755	9463	11027	所得税费用	148	23	42	68	88
长期借款及应付债券	857	708	708	708	708	少数股东损益	0	(0)	(1)	(1)	(1)
其他长期负债	107	205	285	374	459	归属于母公司净利润	673	178	376	613	797
长期负债合计	964	913	994	1083	1167	现金流量表（百万元）					
负债合计	5822	7022	8748	10546	12194	净利润	673	178	376	613	797
少数股东权益	0	1	1	0	(1)	资产减值准备	(2)	(13)	25	15	20
股东权益	4968	5617	5918	6408	7046	折旧摊销	153	202	248	277	307
负债和股东权益总计	10789	12639	14666	16953	19239	公允价值变动损失	26	(3)	12	12	12
关键财务与估值指标						财务费用	43	76	96	124	144
每股收益	0.57	0.15	0.32	0.52	0.68	营运资本变动	(621)	(997)	(828)	(856)	(681)
每股红利	0.12	0.07	0.06	0.10	0.14	其它	2	13	(25)	(16)	(21)
每股净资产	4.22	4.77	5.03	5.44	5.98	经营活动现金流	231	(619)	(193)	45	434
ROIC	15%	5%	6%	7%	8%	资本开支	0	(346)	(384)	(441)	(507)
ROE	14%	3%	6%	10%	11%	其它投资现金流	217	(74)	0	0	0
毛利率	29%	21%	23%	23%	24%	投资活动现金流	193	(429)	(400)	(454)	(522)
EBIT Margin	14%	6%	7%	8%	9%	权益性融资	0	1	0	0	0
EBITDA Margin	16%	8%	10%	11%	11%	负债净变化	645	(148)	0	0	0
收入增长	25%	-1%	18%	20%	18%	支付股利、利息	(147)	(79)	(75)	(123)	(159)
净利润增长率	-24%	-74%	111%	63%	30%	其它融资现金流	(651)	1646	834	657	379
资产负债率	54%	56%	60%	62%	63%	融资活动现金流	346	1192	759	534	219
股息率	1.6%	0.8%	0.8%	1.3%	1.7%	现金净变动	769	144	166	125	131
P/E	14.1	53.3	25.2	15.5	11.9	货币资金的期初余额	1420	2189	2334	2500	2625
P/B	1.9	1.7	1.6	1.5	1.3	货币资金的期末余额	2189	2334	2500	2625	2756
EV/EBITDA	12.5	25.9	20.0	16.9	15.1	企业自由现金流	0	(756)	(365)	(205)	135
						权益自由现金流	0	742	383	340	385

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 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	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
		低配	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