

## 毛利率连续改善，市占率稳步提高

2023 年 04 月 27 日

➤ **公司披露 2022 年报：**全实现营收 76.61 亿元，同比-1.42%，归母净利润 1.78 亿元，同比-73.51%，扣非后归母净利润 0.43 亿元，同比-92.46%。其中，22Q4 实现营收 17.04 亿元，同比-18.39%，归母净利润-0.9 亿元，上年同期微亏，扣非后归母净利润-1.35 亿元，上年同期-0.52 亿元。全年综合毛利率 21.21%，同比-7.3pct，净利率 2.32%，同比-6.33pct，其中 22Q4 毛利率 19.81%，同比-2.34pct，净利率-5.29%，同比-5.26pct。

➤ **同时披露 2023 年一季报：**23Q1 实现营收 18.66 亿元，同比+7.59%，归母净利润 0.58 亿元，同比-41.37%；扣非后归母净利润 0.41 亿元，同比-50.20%；综合毛利率 21.59%，同比-4.15pct，净利率 3.1%，同比-2.61pct。

➤ **收入节奏上，**2022 年扣除减隔震产品，收入同比下滑 4.8%。此外，2022 年收入增速逐季回落，23Q1 开始恢复正增，22Q1-22Q4 单季收入同比表现分别为+18.71%、+4.62%、-5.50%、-18.39%，与宏观经济表现相一致，但优于防水本行业，全年收入微降 1.42%，而防水行业 922 家规上防水企业主营业务收入下降 8.6%。23Q1 公司收入扭转势头、实现同比增长 7.59%，一方面与 22Q4 需求积压释放有关，另一方面经济复苏阶段需求回暖，预计减隔震业务 Q1 淡季贡献有限。公司市占率实现逐年提高，以公司收入/规上主营，2019-22 年分别为 4.7%、5.7%、6.2%、6.4%。

➤ **产品结构上，**占比最大的防水卷材 (43.36 亿，占比 56.6%) 收入 yoy-4.79%，占比下降 2.01pct，防水涂料 (16.81 亿，占比 21.94%) 收入基本持平 (yoy-0.2%)，防水施工下滑幅度最大 (13.24 亿，占比 17.28%)，yoy-13.4%，新增并表减隔震 2.61 亿 (丰泽)，占比 3.41%。

➤ **渠道结构上，**为应对战略集采缩量，公司一方面积极开拓市政基建、工商建筑、光伏屋面、修缮、雨水管理、抹灰石膏等业务，以及协同发展减隔震，另一方面发力经销渠道，2022 年经销占比实现 50% 的目标，构建全国 2500 余家经销商网络，由地入县提高市占率，2023 年民建集团目标实现营收 10 亿+，2022 年系统升级民建产品体系，形成防水、瓷砖胶、美缝剂及其他辅材的产品结构，通过覆盖民建卫星工厂来提高配送效率；同时直销渠道开发央企、国企客户，包括中建三局、中建八局、中铁建投，以及华为、新希望、信发集团为代表的非房客户。2022 年前五大客户销售占比继续维持在偏低水平，2020-22 年分别为 14.02%、17.67%、17.42%。

➤ **毛利率方面，**23Q1、22Q4 毛利率连续环比改善。2022 年毛利率同比-7.3pct，其中防水卷材毛利率大幅下降 13.90pct 至 18.79%，是原材料价格影响最大的产品。2022 年沥青价格长期维持 4000 元/吨+的高位直至年末有所回落，以活跃合约沥青期货结算价为例，2022 年全国均价 3911 元/吨，同比+27%，Q2 达到峰值，Q3-4 逐步回落，23Q1 环比微涨，例如 23Q1 均价 3779 元/吨，同比+4%、环比+3%，叠加冬储，因此 23Q1 综合毛利率实现 21.59%，同比-5.15pct、环比+1.78pct。2022 年防水涂料毛利率同比+3.9%至 26.01%，防水施工毛利率同比-1.2pct 至 21.81%。

➤ **费用方面，**2022 年期间费用率 15.50%，同比微增 1.20pct。销售费用同比+7.81%，占比 56%的职工薪酬 yoy+8.5%，占比 15%的广告宣传费 yoy-5.6%；管理费用同比+3.9%，占比 15%的折摊费 yoy+19.6%，占比 10%的股份支付费 yoy+24.6%。全年员工数量较为稳定，2021-22 年底分别为 4113、4042 人。财务费用同比增长 77.53%，主因利息支出增加，2022 年底短期借款 11.62 亿元，上年期末 5.96 亿元，一年内到期非流 5.41 亿元，上年同期 0.91 亿元，长期借款 7.08 亿元，上年期末 8.57 亿元，有所收缩。公司整体资产负债率 55.55%，小幅提高 1.60pct。23Q1 期间费用率 16.25%，同比小幅回落 0.1pct。

➤ **现金流方面，**收现比 0.99 同比改善 (2020-21 年为 0.89、0.88)，净现比 1.32 有较大幅度提升 (2020-21 年为 0.62、0.91)。期末应收账款及票据 48.78 亿元，同比+18.88%，应收/销售占比 63.67% (2020-21 年为 48.04%、52.80%)；应收账款周转天数为 190.06 天 (2020-21 年为 123.16、134.56 天)。1-2 年账龄的应收/整体应收比例有所增加，从 2021 年 17.82%提升至 32.40%，2 年内应收/整体应收比例有小幅减少，从 2021 年的 90.34%减少至 81.75%。期末其他应收款 2.87 亿元，期初为 2.80 亿元，变动较小。经营活动现金流量净额 2.35 亿元，在前三季度-7.10 亿元及 Q4 疫情压力较大的背景下，加大回款力度实现净流入实属不易。23Q1 因淡季、经营性现金流出现为正常现象。2022 年信用减值损失 2.24 亿元 (22Q4 计提 1.23 亿元)，比 2020-21 年的 2.43、2.49 亿元有所减少，加回减值后净利率从 2.33%提高至 5.25%，三道红线出台以来，公司 3 年累计信用计提 7.16 亿元，相对充分。

➤ **投资建议：**考虑经济持续复苏、防水新规于 4.1 号落地执行利好行业龙头，我们预计 2023-25 年归母净利润分别为 10.0、12.5、14.5 亿，当前市值对应动态 PE 为 13x、11x、9x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**地产政策变动不及预期；原材料价格波动的风险。

### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)       | 7661  | 10346 | 12591 | 14860 |
| 增长率 (%)          | -1.4  | 35.1  | 21.7  | 18.0  |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 178   | 1004  | 1248  | 1452  |
| 增长率 (%)          | -73.5 | 463.3 | 24.3  | 16.4  |
| 每股收益 (元)         | 0.15  | 0.85  | 1.06  | 1.23  |
| PE               | 74    | 13    | 11    | 9     |
| PB               | 2.4   | 2.0   | 1.7   | 1.5   |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 26 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

11.24 元


**分析师 李阳**

执业证书：S0100521110008

电话：15270997227

邮箱：liyanyang\_yj@mszq.com

## 相关研究

1.科顺股份 (300737.SZ) 2022 年业绩快报点评：减值压力释放，业绩弹性可期-2023/04/27

2.科顺股份 (300737.SZ) 事件点评：携手保利，合作加快-2022/11/01

3.科顺股份 (300737.SZ) 2022 年三季报点评：短期盈利承压，长期有望受益新规落地、空间打开-2022/10/26

4.科顺股份 (300737.SZ) 2021 年报及 2022 年一季报点评：Q1 收入表现超预期，原材料大涨盈利增速承压-2022/04/28

5.【民生建材】科顺股份深度报告：昂首百亿，行稳致远-2022/01/31

**公司财务报表数据预测汇总**

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入     | 7661  | 10346 | 12591 | 14860 |
| 营业成本      | 6036  | 7530  | 9160  | 10870 |
| 营业税金及附加   | 37    | 62    | 76    | 89    |
| 销售费用      | 510   | 641   | 781   | 921   |
| 管理费用      | 301   | 393   | 478   | 565   |
| 研发费用      | 343   | 466   | 567   | 669   |
| EBIT      | 253   | 1234  | 1520  | 1751  |
| 财务费用      | 76    | 48    | 44    | 30    |
| 资产减值损失    | -38   | -22   | -26   | -31   |
| 投资收益      | 4     | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润      | 191   | 1165  | 1450  | 1689  |
| 营业外收支     | 9     | 9     | 9     | 9     |
| 利润总额      | 201   | 1174  | 1460  | 1699  |
| 所得税       | 23    | 170   | 212   | 246   |
| 净利润       | 178   | 1004  | 1248  | 1452  |
| 归属于母公司净利润 | 178   | 1004  | 1248  | 1452  |
| EBITDA    | 469   | 1465  | 1779  | 2039  |

| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金        | 2334  | 2949  | 4038  | 5844  |
| 应收账款及票据     | 4878  | 5567  | 6099  | 6400  |
| 预付款项        | 138   | 188   | 229   | 272   |
| 存货          | 554   | 700   | 852   | 1011  |
| 其他流动资产      | 1589  | 1491  | 1696  | 1889  |
| 流动资产合计      | 9493  | 10895 | 12914 | 15416 |
| 长期股权投资      | 33    | 33    | 33    | 33    |
| 固定资产        | 1953  | 1991  | 2019  | 2044  |
| 无形资产        | 288   | 288   | 287   | 286   |
| 非流动资产合计     | 3146  | 3254  | 3306  | 3327  |
| 资产合计        | 12639 | 14150 | 16220 | 18743 |
| 短期借款        | 1162  | 1162  | 1162  | 1162  |
| 应付账款及票据     | 3615  | 4332  | 5019  | 5956  |
| 其他流动负债      | 1332  | 1134  | 1352  | 1580  |
| 流动负债合计      | 6109  | 6628  | 7533  | 8698  |
| 长期借款        | 708   | 840   | 840   | 840   |
| 其他长期负债      | 205   | 198   | 197   | 195   |
| 非流动负债合计     | 913   | 1038  | 1037  | 1036  |
| 负债合计        | 7022  | 7667  | 8570  | 9734  |
| 股本          | 1181  | 1181  | 1181  | 1181  |
| 少数股东权益      | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 股东权益合计      | 5618  | 6483  | 7650  | 9009  |
| 负债和股东权益合计   | 12639 | 14150 | 16220 | 18743 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标          | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力 (%)</b> |        |        |        |        |
| 营业收入增长率         | -1.42  | 35.05  | 21.70  | 18.02  |
| EBIT 增长率        | -70.99 | 387.46 | 23.14  | 15.19  |
| 净利润增长率          | -73.51 | 463.29 | 24.33  | 16.38  |
| <b>盈利能力 (%)</b> |        |        |        |        |
| 毛利率             | 21.21  | 27.22  | 27.25  | 26.85  |
| 净利率             | 2.33   | 9.70   | 9.91   | 9.77   |
| 总资产收益率 ROA      | 1.41   | 7.09   | 7.69   | 7.75   |
| 净资产收益率 ROE      | 3.17   | 15.48  | 16.31  | 16.12  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |
| 流动比率            | 1.55   | 1.64   | 1.71   | 1.77   |
| 速动比率            | 1.29   | 1.36   | 1.42   | 1.48   |
| 现金比率            | 0.38   | 0.44   | 0.54   | 0.67   |
| 资产负债率 (%)       | 55.55  | 54.18  | 52.84  | 51.93  |
| <b>经营效率</b>     |        |        |        |        |
| 应收账款周转天数        | 222.43 | 180.00 | 160.00 | 140.00 |
| 存货周转天数          | 33.52  | 35.00  | 35.00  | 35.00  |
| 总资产周转率          | 0.65   | 0.77   | 0.83   | 0.85   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益            | 0.15   | 0.85   | 1.06   | 1.23   |
| 每股净资产           | 4.76   | 5.49   | 6.48   | 7.63   |
| 每股经营现金流         | 0.20   | 1.24   | 1.31   | 1.93   |
| 每股股利            | 0.05   | 0.07   | 0.08   | 0.80   |
| <b>估值分析</b>     |        |        |        |        |
| PE              | 74     | 13     | 11     | 9      |
| PB              | 2.4    | 2.0    | 1.7    | 1.5    |
| EV/EBITDA       | 28.49  | 8.49   | 6.38   | 4.68   |
| 股息收益率 (%)       | 0.44   | 0.63   | 0.72   | 7.12   |

| 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润         | 178   | 1004  | 1248  | 1452  |
| 折旧和摊销       | 216   | 231   | 259   | 288   |
| 营运资金变动      | -426  | 50    | -161  | 324   |
| 经营活动现金流     | 235   | 1463  | 1552  | 2279  |
| 资本开支        | -319  | -294  | -290  | -287  |
| 投资          | -41   | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金流     | -334  | -305  | -290  | -287  |
| 股权募资        | 1     | -65   | 0     | 0     |
| 债务募资        | 219   | -318  | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流     | 125   | -544  | -174  | -187  |
| 现金净流量       | 31    | 615   | 1089  | 1806  |

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

| 投资建议评级标准                                                                                                              |      | 评级   | 说明                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 公司评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                       |      | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
|                                                                                                                       | 行业评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026