

科顺股份（300737.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



杜佳玲
建材研究员

2025年12月18日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	5.34
总市值	59.27亿
PE-TTM	-95.52
PB-MRQ	1.32

估值结果

DDM估值	价值	73.24亿
	上行空间	24%
	状态	合理估值

动态估值	价值	81.51亿
	上行空间	38%
	状态	偏低估

四维评级

成长空间	★ ★ ★ ★ ☆
盈利趋势	★ ★ ★ ★ ☆
产业格局	★ ★ ★ ★ ☆
护城河	★ ★ ★ ★ ☆

核心评级结论

科顺股份为国内防水行业规模第二的企业，当前公司围绕防水主业，积极拓展并构筑“同心圆”品类版图，涉及建筑和家庭修缮、减隔震、建筑涂料、管材、保温材料等多领域。

公司成长空间相对较弱，主因所属行业逐步迈入成熟期，业务增速有限；受地产下行周期及价格战影响，科顺股份当前盈利承压，后续随防水产品涨价及产品高端化趋势，盈利能力有望修复，盈利趋势星级相对较好；防水行业当前中小企业出清较多，进入壁垒随新规趋严改善，未来产业格局星级相对较好；公司对于中小企业有一定护城河，竞争对手难以复制其品牌及渠道优势。

基于未来业绩维持可观增速，业务市占率提升，盈利修复假设，当前公司估值偏低。

我们区别于市场的观点

市场投资往往着眼于行业景气度，当前防水行业景气度低，市场或过度担忧短期的行业性亏损压力而忽视企业的结构性潜力，我们认为科顺股份在行业下行周期中仍维持了超越行业平均水平的经营能力，当前市值无法反映其价值，公司或被低估。

风险提示

如未来行业需求不达预期，可能对公司的营业收入增长产生一定影响；公司应收账款余额较大，若不能按期收回或无法收回产生坏账，将对公司业绩产生一定影响；若市场竞争加剧，劣币驱逐良币现象仍存，或对公司市场份额造成一定影响；若沥青价格上涨将推升原材料成本，影响公司的盈利能力。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 研发高端度	5
3.3 营销强度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

科顺股份成立于1996年，于2018年在创业板上市，主要从事新型建筑防水材料研发、生产、销售并提供防水工程施工服务，此外，公司围绕防水主业，构筑“同心圆”品类版图，业务涉及建筑和家庭修缮、减隔震、建筑涂料、管材、保温材料等多领域。

2. 业务介绍

对于科顺股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

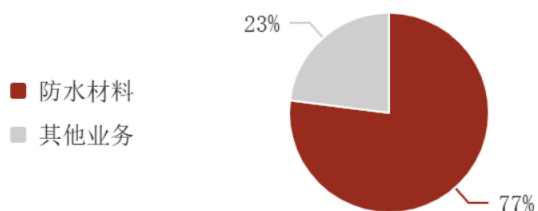
防水材料：

防水材料是建筑的重要功能材料，用于防止雨水、雪水、地下水渗透及空气中的湿气、蒸汽和其他有害气体与液体侵蚀建筑物，主要分为防水卷材与防水涂料两大类。公司所生产的防水材料基本覆盖了国内新型建筑防水材料的多数重要品种，主要涵盖防水卷材、防水涂料两大类100多个品种。我们对该业务的竞争市场界定为中国境内，当前公司防水材料业务规模位居国内第二。

其他业务：

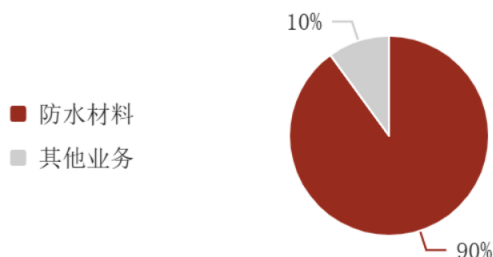
公司其他业务包含工程施工、减隔震产品销售等。我们对该业务的竞争市场界定为中国境内，当前各细分业务规模相对较小，未来发展空间有一定看点。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

科顺股份以建筑防水为核心，生产端依托全国及海外多座生产基地，保障规模化稳定供应；研发端聚焦防水高端领域，研发投入与技术转化力度强；销售端以直销与经销相结合，侧重客户关系维护与市场下沉，合作对象覆盖房企、基建项目及终端家装客户，有效分散经营风险，支撑业务持续稳健发展。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

科顺股份资产强度较高，2024年固定资产占比为17%，单位营收所需的固定资产为0.35，近几年随营收规模收缩，资产小幅扩张而有所抬升。公司防水材料生产需依赖大型生产线、仓储设备及自动化设备，科顺在全国布局十余座生产基地，覆盖核心经济带。

3.2 研发高端度

低 较低 中等 较高 高

科顺股份研发高端度较高。公司有较强的自主研发能力，研发团队超400人，近几年研发投入占营收比例均超过4%，支出相对稳定，公司研发中心不断增强在防水新材料方向的研发投入力度，实现多项新品量产，2024年受理专利共60项，发表多篇论文，研究深入性和前沿性较好。

3.3 营销强度

低 较低 中等 较高 高

科顺股份营销强度中等。2024年，公司销售费用率为9%，处于中游水平。工程渠道作为重要营收来源，依赖长期积累的客户关系及信任，费用相对可控，近年来随着其零售渠道转型，加速市场下沉，销售费用率有些许提升。

3.4 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

科顺股份客户集中度相对较低。2024年，科顺的前五大客户销售额占比为18.93%，第一大客户销售额占比为11.21%。公司近年来持续优化客户结构，经销收入占比持续提升，叠加主动收缩高风险客户及财政紧张的项目，稀释客户集中度。

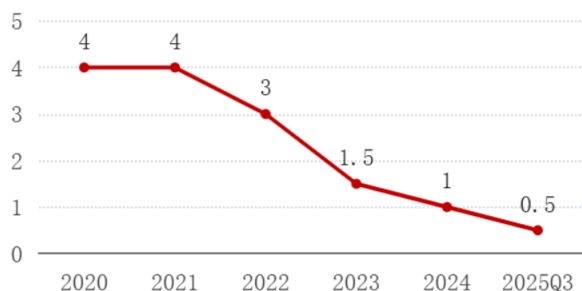
4. 历史经营绩效

近几年受地产下行周期影响，防水下游需求显著收缩，科顺股份业绩表现疲弱，持续承压，成长能力与盈利能力受限，叠加行业特性导致公司业务控制力不佳，现金流表现一般，公司股东回报则受限于盈利承压及分红不连贯，当前处于较低位置。

4.1 历史盈利能力

☆☆☆☆☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司近几年的盈利能力星级持续大幅下降，主要系受地产拖累，下游需求萎靡，行业内价格战持续，2022年沥青成本高企，扩大剪刀差，公司毛利率显著下滑，此外房企债务违约导致应收账款坏账高企，公司计提拖累业绩表现。

4.2 历史成长能力

☆☆☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司近几年的成长能力星级大幅下滑后维持低位，主要系行业内需求大幅下滑，叠加价格战及公司主动收缩地产类高风险客户（如民营房企）及地方财政紧张的政府项目，营业收入及利润增速受限，2024年星级有所反弹，主要系公司盈利有所改善。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

☆☆☆☆☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力星级始终维持偏低水平，主要为公司所处防水企业面对下游的议价能力较弱，长期为大客户垫资，下游占款严重，而地产项目受房企资金链断裂回款困难，现金流表现不佳，而近两年随公司优化收入结构，加强信用风险管控等，公司现金流有所改善，当前Q3时点或受公司回款集中在下半年影响，星级回落。

4.4 股东回报评级

☆☆☆☆☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

近几年，公司股东回报能力星级持续下滑，处于偏低水平。一方面受到公司业绩下滑，盈利能力承压影响，可分利润薄弱且波动，例如2023年亏损，公司未分红；另一方面，公司或有持续的再投资需求，进一步挤压分红空间，且公司分红政策缺乏连贯性，股东回报能力较低。

5. 四维评级

科顺股份成长能力偏弱，主要由于所处行业生命周期相对成熟，其盈利趋势、产业格局及护城河相对较好，总体来看公司基本面较为优秀。

5.1 成长空间

★★★★☆

科顺股份的主营业务为防水材料，所属行业相对成熟，未来成长空间相对有限。

防水材料(1.5星)：

公司防水材料规模当前位于行业第二，市占率在7%~8%左右，后续公司业务市占率或仍有一定提升空间；行业角度来看，防水行业未来需求有一定增量，但当前行业内应用场景拓展相对缓慢，新规实施不及预期，当前时点来看，公司防水业务的增速受到一定限制。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

科顺股份盈利趋势相对较好，随着防水行业逐步走出盈利底部，公司盈利能力有望改善。

防水材料(3.5星)：

公司防水盈利能力承压，主因产品同质化严重，行业价格战挤压盈利空间，但随着今年防水材料提价陆续落地，后续价格上涨的预期较强，公司盈利能力有望修复，长期来看，防水材料高端化占比提升趋势及防水新规实施也将带动产品价格上涨，叠加行业竞争格局清晰化，整体盈利趋势相对较好。

5.3 产业格局

★★★★☆

科顺股份的产业格局相对较好，当前防水中小企业大幅出清，未来行业格局相对稳定。

防水材料(3.5星)：

公司当前防水业务规模位于第二梯队，行业内“一超多强”，近几年需求大幅收缩，盈利底部，许多中小企业出清，公司市占率有一定发展空间；行业层面，进入和退出壁垒相对较低，但随防水新规等政策趋严有所提高，对上游议价能力较弱，属价格接受者，下游议价能力中等，整体产业格局中等。

5.4 护城河

★★★★☆

科顺股份相对其余中小竞争者有一定护城河，优势表现在品牌和渠道。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
防水材料	(3星) 公司防水业务护城河宽度星级中等。经壹评级调整后，2024年该业务ROIC为15%，公司市占率在8%左右，业务控制力为1.5星。公司拥有一定的品牌知名度和渠道宽度，相对于行业内大部分中小企业盈利能力更强。	(4星) 该业务具有品牌和渠道护城河。1) 公司具有一定品牌优势，地产首选率榜单常年位居第二位，消费者有其产品质量有一定信任度，品牌护城河衰退比例有限；2) 公司拥有渠道优势，稳健发展其民建零售及经销商网络，终端市场覆盖率持续提升，位居行业前列，护城河衰退相对较慢。其余中小竞争者建立以上优势的难度较大，护城河被颠覆的风险相对较低。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

根据壹评级的动态估值模型和DDM估值模型，基于市占率提升，盈利修复的假设，科顺股份当前处于偏低估位置。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：防水材料及其他业务，我们分业务进行盈利预测并估值，防水主业的预测核心假设及逻辑如下：

防水材料：

收入假设：我们参考行业规模以及公司市占率变化测算防水材料的营业收入规模，假设地产新开工面积后续2025/2026/2027/2028/2029年分别同比变化-20%/-12%/0%/+10%/+15%，行业规模增速趋势相对同步，公司市占率稳步提升，保守估计未来五年该业务的CAGR落在0%~5%之间。

盈利能力假设：

1) 随行业内集体提价实行以及行业产品结构高端化升级趋势，防水产品涨价预期较强；成本端，假设沥青等原材料价格维持相对中等位置，公司防水产品毛利率后续回升，于2029年升至32%左右的中枢水平；

2) 我们假设公司后续三年对应收账款减值进行计提，2025/2026/2027年分别计提约2.6/1.4/1.3亿元。

资产负债假设：根据行业对公司进行分类，理想状态下，当前公司资产负债率相对偏高，在未来年度进行一定下调。

表2：公司整体业绩预测

科顺股份	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	76.6	79.4	68.3	65.0	68.0	73.2	79.0	85.6
归母净利润(亿)	1.8	-3.4	0.4	0.7	2.1	3.7	6.5	8.3
归母净利润增速(%)	-73.5	-289.1	113.1	68.2	179.9	78.3	74.5	28.6
经营性净利润(亿)	1.8	-3.4	-0.8	0.2	1.5	3.1	5.9	7.8
经营性净利润增速(%)	-73.8	-289.9	74.8	118.5	853.2	109.0	88.5	31.5
经营性归母净利润(亿)	1.8	-3.3	-1.2	0.2	1.5	3.1	5.9	7.8
经营性归母净利润增速(%)	-73.8	-286.9	64.4	113.3	853.2	109.0	88.5	31.5

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

防水材料	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	60.2	61.0	53.4	50.0	51.2	55.8	61.0	67.1
收入增速(%)	-3.6	1.3	-12.4	-6.3	2.3	9.0	9.3	10.0
经营性净利润(亿)	1.4	-2.7	-0.7	0.4	1.5	3.0	5.6	7.4
经营性净利率(%)	2.3	-4.4	-1.3	0.8	3.0	5.4	9.1	11.0
经营性净利润增速(%)	-76.1	-298.4	74.1	159.4	267.6	97.7	84.1	32.1
其他业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	16.4	18.5	14.9	14.9	16.7	17.4	18.0	18.5
收入增速(%)	7.3	12.5	-19.6	0.4	12.3	3.6	3.5	2.7
经营性净利润(亿)	0.4	-0.7	-0.1	-0.3	-0.0	0.1	0.3	0.4
经营性净利率(%)	2.5	-3.6	-1.0	-1.7	-0.2	0.6	1.8	2.1
经营性净利润增速(%)	-61.5	-261.7	77.8	-76.4	86.9	403.7	218.0	20.6

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
防水材料	9.0%	中等	较好	较强	8.5%	15	6.5
其他业务	3.0%	中低	一般	一般	8.5%	10.28	0.4
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
防水材料(亿)	7.9	70.0	77.9	1.8	-	0.4	80.1
其他业务(亿)	-1.8	2.7	0.9	0.5	-	-	1.4
公司整体测算(亿)	6.1	72.7	78.8	2.4	-	0.4	81.5

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
防水材料(亿)	22.1	49.2	71.3	1.8	-	0.4	73.5
其他业务(亿)	-2.0	1.2	-0.8	0.5	-	-	-0.3
公司整体测算(亿)	20.1	50.4	70.5	2.4	-	0.4	73.2

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司的估值确定性一般。防水行业周期性显著，且由于中小企业众多且分散，缺乏统一的行业统计数据，信息跟踪难度较大且持续性较弱；公司维度，信披颗粒度有进一步优化的空间。若出现市场竞争加剧或其他重大事件，预计对公司营收、市占率、盈利能力等指标有较大影响。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。