

伟星新材（002372）：探寻稳定高盈利和成长的秘密

——伟星新材跟踪系列报告

2023年5月29日

强烈推荐/维持

伟星新材 公司报告

伟星新材以塑料管为主要产品，包含 PPR 管、PE 管和 PVC 管以及防水净水产品，其中 PPR 管是营业和毛利占比最大的拳头产品。多年以来公司形成了全覆盖的销售网络和品牌影响力。作为传统的塑管公司盈利水平不但比其他塑管上市公司高很多，并且在 5500 多支 A 股上市公司中排名前列，处在 100 多位。

多年稳定的优秀产品品质和服务打造出强产品力。 PPR 管是性价比的室内供水管，难以被其他管材替代。装修管材成本在总装修成本中占比较低，但是一旦出现问题会带来很高的损失和维修成本。公司依靠从原材料到生产，再到服务的严格管控，保证产品多年稳定的高品质，独创的星管家服务保证管材最终的使用效果，成为让客户放心产品，打造出公司的强产品力。

多年积累的口碑打造出公司的品牌力。 有高品质产品和服务做基础支撑，公司从 2002 年就开始品牌建设，通过各种媒体、标志性工程、形象代言和企业荣誉的获得等打造出“VASEN 伟星”的知名品牌。伟星品牌的产品能够保证高品质和高质量，特别是像 PPR 管等多年使用的隐蔽工程产品，品牌影响更大，公司多年积累出的品牌力形成公司隐性的护城河。

扁平化、全覆盖的完善销售网络形成渠道力。 公司多年来不断完善管理体系形成自己扁平化和全覆盖的销售网络，提升了市场竞争力。经销网络回款及时保证了公司现金的充裕，公司成为“现金牛”，保证稳定的现金高分红率。同时应对外部变化拓展直销模式，完善整体销售网络。公司销售人员占比逐年提升，超出东方雨虹和其他塑管上市公司，销售人员人均创收逐年提升。

渠道协同和品牌力保证同心圆业务稳定成长。 在渠道和品牌力的加持下，公司 PPR 管产品毛利率保持在 50% 以上，高出上市公司同类产品较多。营收和毛利年复合增速也高于塑管上市公司同类产品。同时，公司积极发展防水和净水业务，获得高速的协同发展，2016 年到 2022 年营收和毛利年复合增长率超过 52%，带来新发展空间，保证公司同心圆业务稳定持续的成长。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 16.12、19.81 和 24.02 亿元，对应 EPS 分别为 1.01、1.24 和 1.51 元。当前股价对应 2023-2025 年 PE 值分别为 20、16 和 13 倍。看好公司以产品力为基础，以扁平全覆盖渠道为支撑，在多年积累的品牌力推动下，公司成长性确定，发展空间更广，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：下游需求改善程度和速度低于预期。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	6387.63	6953.64	8033.86	9590.89	11354.93
增长率（%）	25.13%	8.86%	15.53%	19.38%	18.39%
归母净利润（百万元）	1223.35	1297.48	1612.33	1980.72	2402.00
增长率（%）	2.58%	6.06%	24.27%	22.85%	21.27%

公司简介：

公司是国内 PP-R 管道的技术先驱与龙头的品牌企业。产品分为三大系列：一是 PPR 系列管材管件，用于建筑内冷热给水；二是 PE 系列管材管件，用于市政供水、采暖、燃气、排水排污等领域；三是 PVC 系列管材管件，用于排水排污、电力护套等领域。

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

发债及交叉持股介绍：

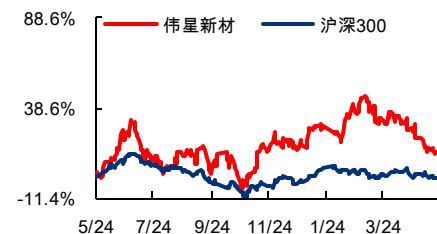
无

资料来源：同花顺、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	26.42-17.2
总市值（亿元）	328.92
流通市值（亿元）	300.31
总股本/流通 A 股（万股）	159,208/159,208
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	1.37

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：赵军胜

010-66554088

zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512070003

净资产收益率 (%)	24.93%	24.36%	27.97%	31.42%	34.53%
每股收益(元)	0.77	0.81	1.01	1.24	1.51
PE	26.39	24.88	20.03	16.30	13.44
PB	6.58	6.06	5.60	5.12	4.64

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 传统管材保持相对持续稳定的高盈利水平.....	4
1.1 公司主要业务是传统的塑料管材，以 PPR 管为主.....	4
1.2 传统塑管产品高利润率水平持续改善且高位稳定，比行业塑管上市公司高很多.....	5
1.3 公司 ROIC 和 ROE 在所有 A 股上市公司中处于较高水平.....	5
2. 隐性护城河保证高盈利和确定成长性.....	6
2.1 高品质产品和服务保证隐蔽工程的 PPR 管最终产品力.....	6
2.1.1 PPR 管是难以替代的室内装修用给水管.....	6
2.1.2 PPR 管安装成本占比低，但作为隐蔽工程材料漏水后的成本代价较高.....	7
2.1.3 优质产品和星管家服务打造公司高品控的产品力.....	8
2.2 多年的产品口碑打造出“VASEN 伟星”的品牌力.....	9
2.2.1 伟星新材品牌影响力的形成结构.....	9
2.2.2 伟星新材品牌影响力的打造和推广.....	9
2.2.3 伟星新材品牌影响力成为公司的护城河.....	11
2.3 扁平化全覆盖的渠道力.....	11
2.3.1 伟星新材扁平经销网络体系完善，覆盖广.....	11
2.3.2 经销渠道力保证货币资金充裕和高现金分红比例.....	12
2.3.3 直销助力，销售渠道更加完善.....	13
3. 渠道协同和品牌力带来同心圆业务稳定成长.....	14
3.1 品牌和渠道力保证公司 PPR 管引领行业，保持高盈利和成长.....	14
3.1.1 公司 PPR 管毛利率持续向上后高位波动，远超同行业上市公司水平.....	14
3.1.2 公司 PPR 管产品年复合增长速度快.....	15
3.2 同心圆防水和净水业务受益渠道协同和品牌力快速增长，带来发展新空间.....	16
4. 公司盈利预测及投资评级.....	16
5. 风险提示.....	17
相关报告汇总.....	19

插图目录

图 1： 伟星新材产品营业收入占比.....	4
图 2： 伟星新材产品毛利占比.....	4
图 3： 伟星新材国内生产基地分布.....	4
图 4： 伟星新材各区域销售占比.....	4
图 5： 各塑管上市公司毛利率.....	5
图 6： 各塑管上市公司净利润率.....	5
图 7： 伟星新材 ROE 在 A 股上市公司中的排名（%）.....	6
图 8： 伟星新材扣非后 ROE 变化（%）.....	6
图 9： 伟星新材 ROIC 在 A 股上市公司中的排名（%）.....	6
图 10： 伟星新材 ROIC 变化（%）.....	6

图 11: PPR 管的布线情况	8
图 12: 公司生产质保流程	8
图 13: 星管家服务流程	9
图 14: 伟星新材品牌影响力的构成	9
图 15: 伟星新材销售网络模式	11
图 16: 销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例 (%)	12
图 17: 伟星新材货币资金和应收账款占比 (%)	13
图 18: 公司现金分红股利支付率 (%)	13
图 19: 伟星新材销售人员人数 (个) 和增长	14
图 20: 伟星新材销售人员结构占比	14
图 21: 销售人员人均创收变化	14
图 22: 2022 年各塑管上市公司和东方雨虹销售人员占比	14
图 23: 各塑管上市公司 PPR 管毛利率水平	15
图 24: 各塑管上市公司 PE 管毛利率水平	15
图 25: 伟星新材 PPR 管营业收入增速	15
图 26: 伟星新材 PPR 管历年毛利和增速	15
图 27: 各塑管上市公司 PPR 管营业收入增速	16
图 28: 各塑管上市公司 PPR 管毛利增速	16
图 29: 伟星新材防水和净水业务营业收入和增速	16
图 30: 伟星新材防水和净水业务毛利和增速	16

表格目录

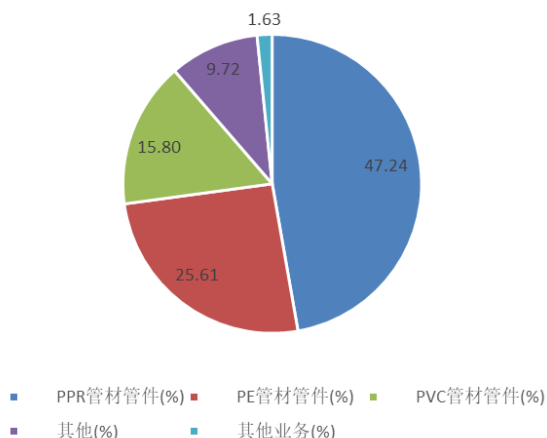
表 1: 各种塑料管性能比较	7
表 2: 各种品牌 PPR 管的网上销售价格	7
表 3: 公司历年的品牌推广和荣誉价值	10
表 4: 公司销售网点变化	12
表 5: 公司销售子公司个数变化	13

1. 传统管材保持相对持续稳定的高盈利水平

1.1 公司主要业务是传统的塑料管材，以 PPR 管为主

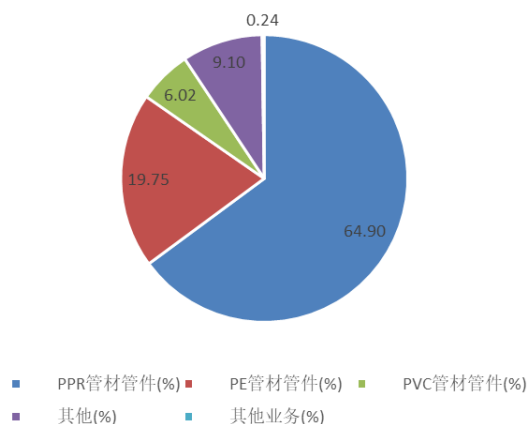
伟星新材是以塑料管材为主业的公司，主要产品有 PPR 管、PE 管和 PVC 管等。公司前身成立于 1999 年，2007 年变更为股份公司，2010 年上市。经过 20 多年的发展，公司已经成为 PPR 管行业龙头。PPR 管为公司的主打产品，2022 年营业收入和毛利分别为 32.85 亿元和 17.94 亿元，占比分别为 47.24%和 64.90%。另外，主要产品 PE 管和 PVC 管营业收入分别为 17.81 亿元和 10.99 亿元，占比分别为 25.61%和 17.95%，毛利分别为 5.46 亿元和 1.66 亿元，占比分别为 19.75%和 6.02%。

图1：伟星新材产品营业收入占比



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图2：伟星新材产品毛利占比



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

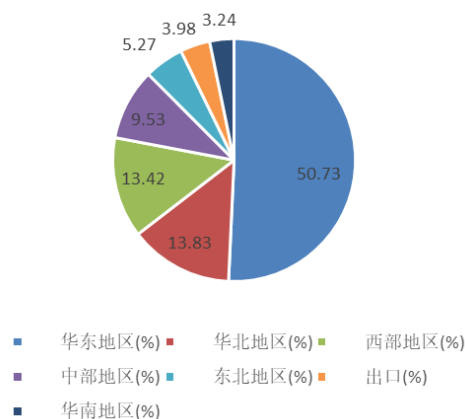
公司国内有浙江、上海、天津、重庆和西安五大生产基地，以及海外的泰国生产基地，形成了对市场需求的高效率和及时供应。公司产品供应以市场为导向，形成了以华东市场为主要区域，全国全覆盖的销售渠道，并进军海外市场。

图3：伟星新材国内生产基地分布



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图4：伟星新材各区域销售占比



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

公司依靠 PPR 管产品, 通过 20 多年的高品质输出, 已经打造出强有力业内的口碑, 形成了自身的很强品牌影响力。同时, 公司利用品牌和渠道优势也在积极拓展防水和净水业务, 打造以 PPR 管为核心的业务发展同心圆。

1.2 传统塑管产品高利润率水平持续改善且高位稳定, 比行业塑管上市公司高很多

公司综合毛利率水平从 2007 年以来总体上保持改善趋势, 并在近 10 年来在 39% 以上的高位波动。公司产品是以 PPR 管为主的传统塑料管, 行业壁垒较低。一般情况下, 这样的行业随着充分的竞争, 毛利率水平很难多年保持在高水平, 但是伟星新材的综合毛利率水平十年以来一直处于 39% 以上的高水平。

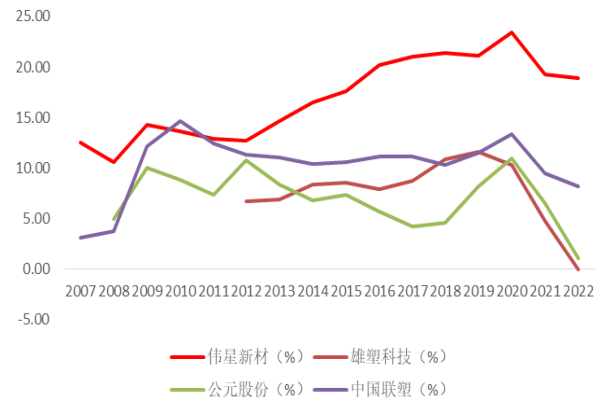
并且, 从 2007 年以来毛利率总体处于改善的态势, 从 2007 年的 30.88% 提升到 2018 年的最高水平 46.77%。虽然近年来略有下降但毛利率仍稳定在 39% 以上, 但比其他塑管上市公司的毛利率水平高很多。2022 年公司综合毛利率为 39.76%, 比塑管龙头中国联塑高出 12.97 个百分点。

图5: 各塑管上市公司毛利率



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

图6: 各塑管上市公司净利润率



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

公司综合净利率水平稳定在高位波动, 超出塑管行业龙头中国联塑较多。在高毛利率的带动下, 公司净利率水平 10 多年来也始终处于同行业塑料管材上市公司中的最高水平。仅在 2010 年伟星新材的净利率低于过塑管龙头公司中国联塑, 其他年份均高于包括塑管龙头中国联塑在内的所有塑管上市公司的净利率。2022 年伟星新材净利率为 18.85%, 超过中国联塑 10.68 个百分点。

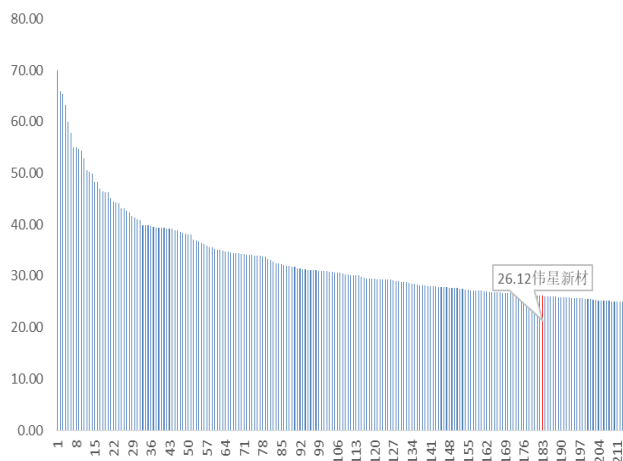
1.3 公司 ROIC 和 ROE 在所有 A 股上市公司中处于较高水平

公司扣非后 ROE 在 2022 年为 24.78%, 在 5000 多支 A 股上市公司中排名第 109 位; 近五年的平均 ROE 为 26.12%, 在所有 A 股上市公司中排名第 183 位, 处于所有上市公司中的较高水平。ROE 从 2011 年较低的 12.95% 的水平持续不断改善, 最高年份达到 27.39%, 并保持在高位水平稳定波动。

公司 ROIC 在 2022 年为 24.16%, 在 5000 多支 A 股上市公司中排名第 102 位; 近 5 年的平均 ROIC 为 26.25%, 在 A 股所有上市公司中排名第 126 位。同样, 公司的 ROIC 也是从 2011 年较低的 12.63% 开始逐年持续改善, 最高年份达到 28.60%, 并在保持高位水平稳定波动。

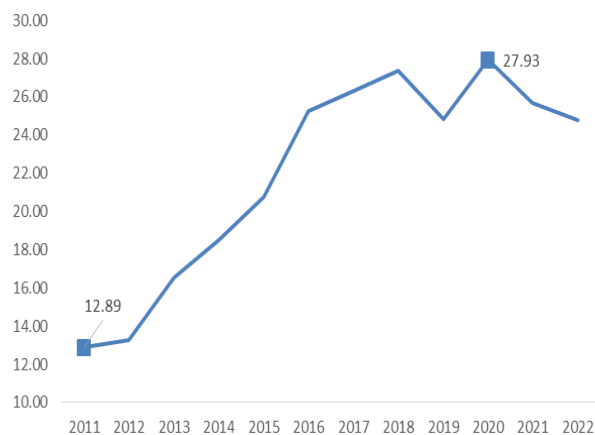
作为传统的塑料管材公司, 盈利水平能够不断提升后多年保持在高水平, 主要得益于公司以优质产品和服务为基础, 多年积累形成的品牌力和渠道优势。

图7：伟星新材 ROE 在 A 股上市公司中的排名（%）



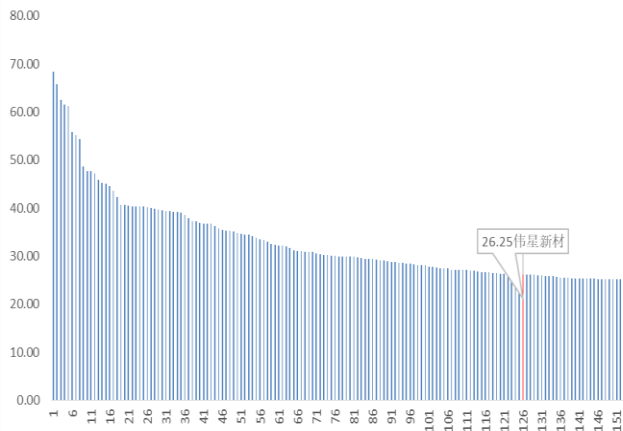
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图8：伟星新材扣非后 ROE 变化（%）



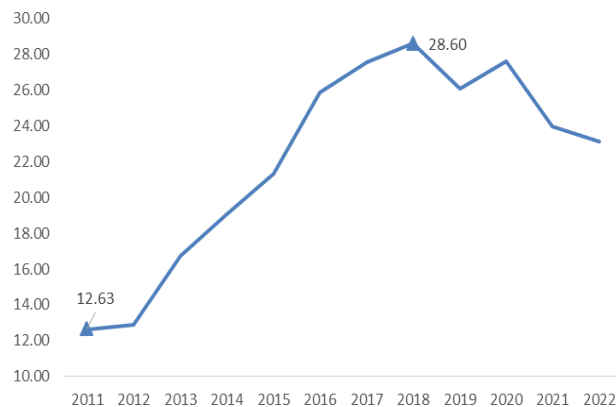
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图9：伟星新材 ROIC 在 A 股上市公司中的排名（%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图10：伟星新材 ROIC 变化（%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

2. 隐性护城河保证高盈利和确定成长性

2.1 高品质产品和服务保证隐蔽工程的 PPR 管最终产品力

2.1.1 PPR 管是难以替代的室内装修用给水管

PPR 管是行业内性价比高的室内装修用供水管。产品无毒卫生、保温节能、耐热性较好、使用寿命长、安装方便、连接可靠并且重量轻、耐腐蚀、不结垢，能够完全满足作为隐性工程的室内供水管的要求。PB 管虽然也具备较好的室内供水管的特性要求，但是原料进口较多，价格高。而 PPR 管在中国市场产业链更完备，性价比更高。在 2000 年建设部、国家石化局等五部门联合出台《关于加强技术创新推进化学建材产业化的若干意见》后，塑料管由于其优异的性能和较高的性价比开始对金属管进行替代，PPR 管作为国内的室内给

水管在市场上开始逐步推广和应用。经过 20 多年的发展，PPR 管成为中国市场上主要的供水管。在市场供给和需求端的双重推动之下，PPR 管作为最普遍使用的室内装修用供水管，地位稳固。

表1：各种塑料管性能比较

类型	应用领域	特性	使用寿命	缺点	原材料、成本和价格
PPR 管	建筑冷热水、采暖、纯净水供水系统等	无毒卫生、保温节能、耐热性较好、安装方便、连接可靠、重量轻、耐腐蚀、不结垢	70℃、压力 1.0MPa 条件下 50 年以上；常温（20℃）可达 100 年以上。	耐高温高压稍差（不能长期超过 70℃），不能直接弯曲施工	国内有成熟完善的原材料供应链，成本低，价格低
PB 管	给水及热水、供暖系统、农业及园艺、除雪、温泉及消防用管	耐久性能好，无毒无害、耐腐蚀、重量轻，柔软性好、抗冻耐热性好、热伸缩性好，连接方式先进、管壁光滑，不结垢	50-100 年	外壁有划痕的地方随着时间会开裂漏水	原材料主要是国外企业生产，成本高，价格高。
PE	城镇供水、排水、天然气和煤气输送等	柔韧性好、耐腐蚀性强、质轻、抗冲击性能优良、系统安全可靠、施工成本低等	50 年	造价高、不能用于热水管、阳光下易老化、机械强度低	国内原材料供应充足、
PVC	排水、给水、电线护套、化工用管道等	质轻、耐化学品性能好、阻力小、绝缘性能好、水密性好、防咬啮	50 年	添加剂对健康不利、易脆裂。	国内原材料供应充足、
金属管（铸铁管、镀锌管和钢管等）	建筑给水系统、供水和排水系统等	承压能力强、耐冲击、耐摩擦、破损率为零、过水能力强	30 年	重量大、耐腐蚀性比塑管差，粗糙程度适中、施工机械多、工期长、成本高	原材料充足、产品价格高，性能差于塑管，在产业政策中正逐步淘汰

资料来源：管购网、鄂尔多斯建筑业协会、东兴证券研究所

2.1.2 PPR 管安装成本占比低，但作为隐蔽工程材料漏水后的成本代价较高

使用 PPR 管的成本较低。从网上销售渠道的终端价格看，每米约为 6-55 元不等。假设每平米使用 PPR 管 0.55 米，每平米的装修费用为 1100-2000 元计算，则 PPR 管的装修成本占比仅甚至不到 1-3% 左右，占总装修费用的比例很低。

表2：各种品牌 PPR 管的网上销售价格

类型	单位：元/米	四分管		六分管	
		品牌	淘宝/天猫	京东	淘宝/天猫
国内品牌	伟星	14.50	13.05	22.50	20.25
	金牛	11.97	7	19.47	13
	联塑	8.40	13	12.45	24.97
	日丰	31.00	31	43.00	43
	金德	9.95	20	15.00	-
	公元	5.5（折前 11.46）	6.39	8.43（折前 17.57）	10.33
土耳其品牌	皮尔萨	13.65	-	16.8	-

德国品牌	微法	20.19	-	28.52	-
	洁水	26.07	26.07	35.82	35.82
	阔盛	36.2	36.2	54.8	54.8

资料来源：淘宝、京东、东兴证券研究所

供水管有水压并且是隐蔽工程，对管材品质要求很高。一旦 PPR 管材出现损坏，漏水会比较严重，会对屋内和楼下邻居的房屋家具带来破坏，以及带来家庭其他财产的损失，损坏容易造成很大的代价。并且 PPR 管材施工后埋在墙里、地下或者吊顶内，维修需要砸墙等，对原有墙体和装修会造成破坏。维修比较困难且耗时，对家居生活造成很大的影响和不便。所以，使用质量较差的 PPR 管需要在未来很长的时间内去承担 PPR 管损坏后造成的财产损失风险，以及较大的维修成本和代价。

图11：PPR 管的布线情况



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图12：公司生产质保流程



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

2.1.3 优质产品和星管家服务打造公司高品控的产品力

公司从原材料到制造，再到检测等各个环节把关，保证公司产品品质。公司原材料采购和巴塞尔、北欧化工、中石油和中石化等国内外 PPR 原材料商合作，并且对进厂原材料多程序检测，保证原料质量。生产使用德国和英国先进设备，集中供料系统等以及在线质量控制系统技术，保证产品各种指标的准确和稳定。

同时，公司不断地推进智慧工厂建设，利用大品质管理信息平台 and 智能化监控系统监控原材料、管材和管件的品质，智能报警系统能够快速处理质量隐患，实现生产的全流程精准话、精细化和智能化的管理与控制。公司每一根管子都有身份识别以及防伪码，可验证真伪，可对生产地和批次进行追溯，杜绝假冒产品对于公司正品的负面影响。公司通过科学检测体系运用国内外高端设备从材料、力学、应用和液压等方面对产品进行检测，高标准保障产品品质。公司成立的 20 多年来，不断完善的产品体系，保证了产品的高品质和始终的稳定。

星管家服务保证产品的施工效果，提升最终产品力。公司在业内率先推出免费的“星管家服务”，成为行业内服务标杆。购买伟星新材产品的客户在安装完毕后，可以免费预约“星管家”上门验收服务。通过查询产品真伪、水压测试等检查管道密封性，拍摄管道走向图，告知消费者注意事项等，保证施工后的管道系统能够安全可靠，从而达到公司 PPR 管的最终产品力提升。在公司稳定高品质产品和星管家服务的双重作用下保证了客户最终的使用效果，打造出公司最终的产品力。

图13：星管家服务流程



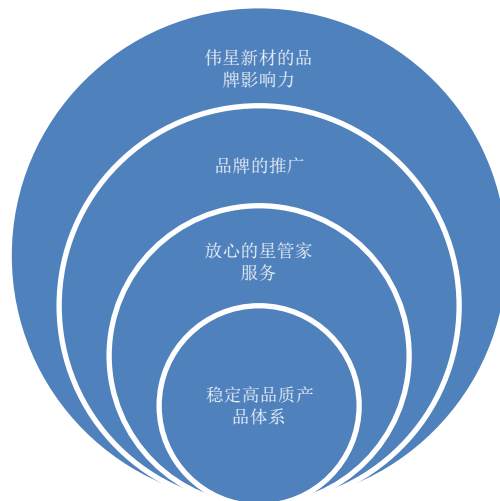
资料来源：公司网站，东兴证券研究所

2.2 多年的产品口碑打造出“VASEN 伟星”的品牌力

2.2.1 伟星新材品牌影响力的形成结构

公司得益于从原材料筛选到生产制造，再到检测，再到星管家服务的全流程品质管控，成立以来一直保持着稳定的高质量的产品品质。同时，不断地研发，提升技术水平，改进产品的性能。在保证产品稳定品质的同时，不断提升产品各方面性能，提升客户的满意度。有了高品质稳定的产品性能作为坚实的基石，公司才能够通过星管家和各种品牌推广建设方式，通过时间检验和多年积累，打造出伟星新材强有力的品牌影响力。

图14：伟星新材品牌影响力的构成



资料来源：东兴证券研究所

2.2.2 伟星新材品牌影响力的打造和推广

有产品的基础支撑，公司从 2002 年开始伟星管业的品牌化建设，加大产品及企业形象的宣传，通过央视及重点省市的电视广告等方式提升产品的品牌形象。2009 年聘请喜剧演员高雅琳，2013 年聘请著名演员导演张国立作为形象代言人。2005 年公司树立了“以品牌统领营销，以服务支撑品牌”的品牌策略。10 多年来，公司不断强化和提升品牌影响力，以提供环保健康高品质产品和优质专业的服务，给客户贴心、安心和舒心

的使用体验。“VASEN 伟星”品牌的在市场上的影响力越来越大，伟星新材的产品在工长、水电工等业内人士和消费者眼中形成了让人使用放心的口碑和品牌形象。

表3：公司历年的品牌推广和荣誉价值

时间	品牌推广	品牌荣誉和价值
2005年	伟星管业第一家旗舰店开业	-
2006年	打造“伟星管业”品牌旗舰店终端形象	塑料管材管件被认定为“中国名牌产品”；“上海名牌产品”；2005中国管业极具成长性企业；高新技术企业
2007年	产品在鸟巢、水立方、老山自行车场等奥运工程中使用；主编的建设部行业标准 CJ/T258-2007《纤维增强无规共聚聚丙烯复合管》发布实施	成为省级高新技术研究开发中心；当选中国塑料加工工业协会第五届理事会副会长单位；浙江省绿色企业
2008年	-	浙江省工商行政管理认定为驰名商标
2009年	聘请著名喜剧演员高亚麟为形象代言人；启用新版VI，传达“关爱与责任”的品牌价值	中国塑料行业先进单位
2010年	产品在世博中国馆深圳大运会工程中使用	浙江专利示范企业；浙江创新型试点企业；浙江工商企业信用AAA级守合同重信用单位
2011年	借助媒介展会，全新企业形象宣传片，打造“高品质生活的支持者”的企业形象	全国质量信得过单位；中国地暖管十大品牌；全国房地产总工优先品牌产品；中国最具成长性新上市公司；浙江省质量奖等
2012年	行业首创星管家服务品牌；产品用于巴西世界杯场馆	中国家装管道行业十大品牌；科技创新优秀企业；浙江省著名商标；浙江省博士后科研工作站试点单位
2013年	产品用于国家体育馆鸟巢、国家游泳中心水立方、世博会中国馆等国家级重点工程，聘请张国立形象代言	全国质量信得过单位；质量服务信誉AAA企业；浙江省首批先进质量管理孵化基地等，国家免检、中国名牌和中国驰名商标
2014年	多渠道加大品牌宣传推广力度；步完善并优化“星管家”服务的流程与管理体系	中国家装管道行业十大品牌；消费者信赖的家装管道品牌等
2015年	强化“高端管道典范”形象；多渠道加强品牌推广力度；升级“星管家”服务体系	中国家居产业影响力品牌；消费者信赖的家装管道品牌；质量服务信誉AAA企业等
2016年	“升级”星管家服务体系，创新“双质保”体验，注册“星工会”商标，推动平台发展	中国著名品牌；先进质量管理孵化基地；浙江省塑料行业名优品牌产品等
2017年	全国各地星工会陆续成立，创新星管家app水工软件	“浙江制造”企业品牌价值评估中公司品牌价值强度得分912分（满分1000），品牌价值为54.44亿元，位居浙江省建材装饰行业第二位
2018年	亮相央视《新闻联播》；用于北京大兴国际机场；中国第一座综合型滑冰馆：黑龙江滑冰馆；第一艘试航北极的集装箱船；泰国曼谷新地标：暹罗天地	中国品牌价值评价信息中品牌强度和品牌价值位居全国建筑建材行业第六位、塑料管道行业首位
2019年	VASEN 伟星品牌新形象发布	中国品牌价值评价信息中品牌强度和品牌价值再入榜，位居全国建筑建材行业第六位、塑料管道行业首位
2020年	发布 VASEN 伟星 2020 年品牌形象宣传片	中国品牌价值评价信息中品牌强度和品牌价值入榜，位居全国建筑建材行业第五位、塑料管道行业首位；2019

		中国舒适家居行业畅销品牌（伟星地暖）、浙江省塑料行业名优品牌产品；浙江省人民政府质量奖等
2021年	坚持以“高品质生活的支持者”为使命，提供环保健康的产品、优质专业的服务	中国品牌价值评价信息品牌价值为80.56亿元，位列建筑建材行业第四位
2022年	泰国工业园以“强制造、优品质、树品牌”为主线，打造海外生产的“桥头堡”	2021年度浙江出口名牌；中国品牌价值评价信息，品牌强度和品牌价值位居全国建筑建材行业第七位

资料来源：公司网站、公司年报、东兴证券研究所

2.2.3 伟星新材品牌影响力成为公司的护城河

PPR管产品作为隐蔽的工程材料，在使用成本较低，但是一旦用到劣质产品将会带来比较大的维修和置换成本以及其他的财产损失，所以，对于产品的选用，质量成为购买产品的首要标准并且是必要条件。没有一个稳定可靠的高质量品质，产品就会失去其真正的商品价值，低价并不会带来价格竞争力和需求的改善。再加上管材的成本占总装修比例较低，客户对于价格的变化敏感性较低。

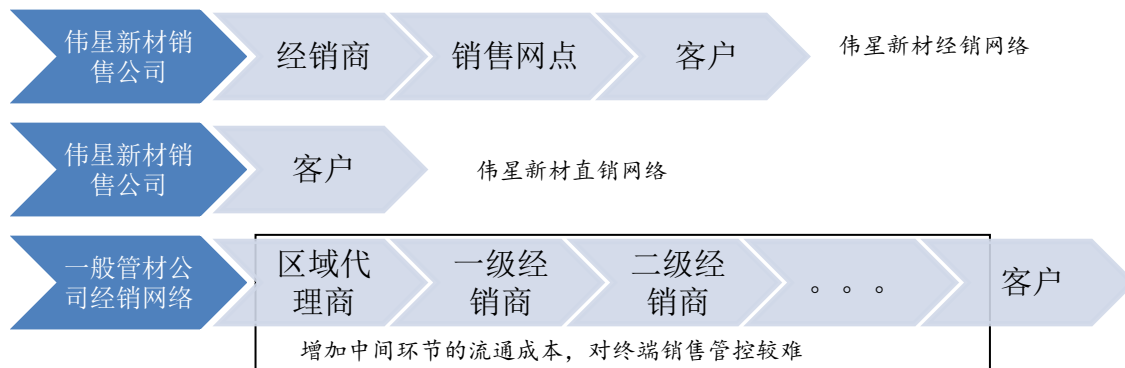
伟星新材依靠自己多年稳定的高质量产品、放心贴心的星管家服务，已经形成了使用放心、让人安全的口碑，这也使得消费者、水电工和工长等愿意选择伟星新材的产品。加上品牌的不断推广，公司的产品品牌力已经深入人心，形成了公司隐性的护城河，公司多年积累走出来的品牌力成为公司能够稳健成长和持续发展的保证。

2.3 扁平化全覆盖的渠道力

2.3.1 伟星新材扁平经销网络体系完善，覆盖广

经过多年发展，公司建立起了全国覆盖的扁平经销网络，形成了完善的经销管理体系。公司的经销网络只有公司和一级经销商两个层次，属于比较扁平式的经销网络模式。这种扁平模式可以减少销售的中间环节，减少了销售的中间成本，有利于获得较高的毛利率和提升经销商的利润率，提升产品终端的价格竞争力；这种模式能够提升公司对销售终端的管控，有利于公司能够及时有效地获取市场需求的信息，解决终端销售出现的问题，使得产品能够更符合市场需求，提升综合市场竞争力。

图15：伟星新材销售网络模式



资料来源：东兴证券研究所

公司通过标准化销售合同对经销商进行管理，包括窜货控制、价格管理、打假维权、客户服务操作流程指导、广告促销审批及核销管理等，通过 ERP 分销系统对经销商进行管理，保证公司和经销商的利益，保证市场需求能够得到更好地满足。

经过 20 多年的发展，公司形成了成熟完善的经销管理体系，形成了全国覆盖的深入扁平式销售网络。在 2009 年经销网点总数已达到 13625 家，到 2022 年营销网点则高达 30000 多个。公司以华东为根据地，实现全国范围的覆盖，并且还在不断地下沉网络，实现市场的更高占比。

表4：公司销售网点变化

年份	2017	2018	2019	2020	2021	2022
经销网点数（个）	20000 多个	25000 多个	27000 多个	28000 多个	30000 多个	30000 多个

资料来源：公司年报、东兴证券研究所

2.3.2 经销渠道力保证货币资金充裕和高现金分红比例

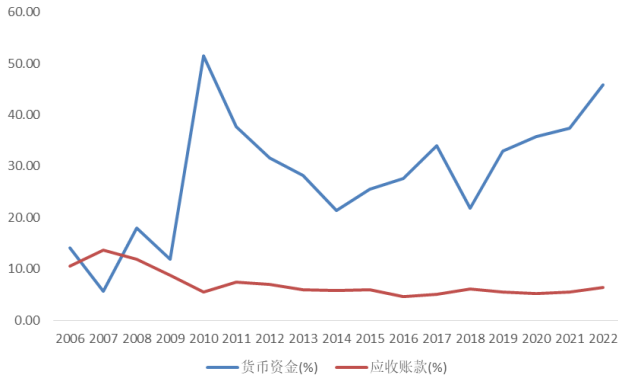
公司的经销网络回款较好。根据经销商规模不同，采取现货销售、月结和 30-45 天信用期等形式，现货交易和较短的账期保证了公司良好的经营现金流。从公开数据看，公司销售商品提供劳务收到的现金占营业收入的比例一直在 107% 以上。

图16：销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例（%）

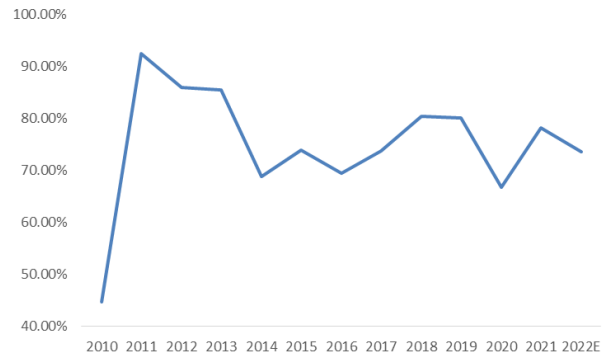


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

经销网络带给公司充裕的货币资金。良好的现金流不但能够满足自身发展的需要，而且还每年都给股东较高比例的分红。2022 年货币资金占比高达 45.79%，成为名副其实的“现金牛”。同时，应收账款占比也一直都比较低，近十年来一直在 5% 左右，为公司抗风险和更好地发展提供了坚实的资金基础。充裕的现金流也保证了股东的现金分红，每年公司的现金分红占净利润的比例都比较高，从 2011 年以来股利支付率均在 66% 以上，最高时达到 92.64%，2022 年预计股利支付率依然高达 73.62%。

图17: 伟星新材货币资金和应收账款占比 (%)


资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

图18: 公司现金分红股利支付率 (%)


资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

2.3.3 直销助力, 销售渠道更加完善

直销助力经销, 完善渠道。完善的经销网络成为公司稳健发展的基石, 同时在面对市场变化 (精装房的较快的增长) 的情况下, 公司也在不断地完善直销网络, 以弥补经销网络不能够较好匹配大地产企业集采的需要。叠加公司 PE 管工程管的渠道, 2021 年和 2022 年公司直销营业收入占比分别为 30.38% 和 23.74%, 公司的直销渠道的拓展进一步完善了公司的销售网络, 形成了经销为主, 直销为辅的成熟的、全覆盖的销售网络。

销售渠道逐步完善和优化。经过多年的发展, 公司销售子公司数量从十年前的 20 多家已增加到 40 多家。销售人员从 2009 年的 596 人发展到 2022 年的 1745 人。销售人员占总员工人数比例从 2009 年的 35.60% 提升到 2022 年的 38.99%, 公司的销售网络逐步扩大和提升。

表5: 公司销售子公司个数变化

年份	2017	2018	2019	2020	2021	2022
销售公司数 (个)	30 多家	30 多家	30 多家	30 多家	30 多家	40 多家

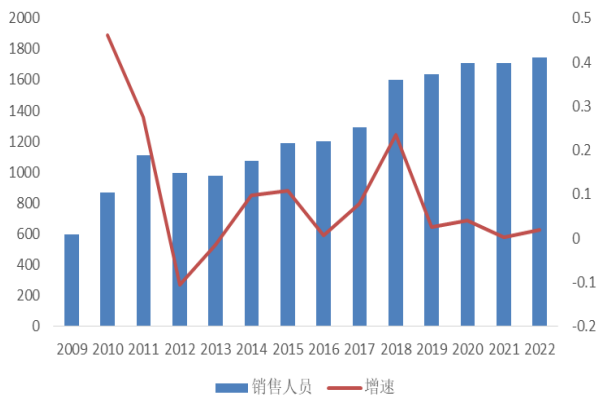
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

在公司经销网络为基础, 直销为辅的情况下, 公司的销售网络更加完善, 保证公司能够应对行业环境的新变化。在 2022 年需求低迷的环境下, 销售人员的人均创收依然保持增长, 人均创收为 398.49 万元, 同比增长 6.74%。

在各塑管上市公司和东方雨虹的比较中也可以看出, 伟星新材的销售人员占总员工人数的比例最高。2022 年公司销售人员占比高达 38.99%, 甚至比防水材料龙头东方雨虹仍高出 3.78 个百分点。

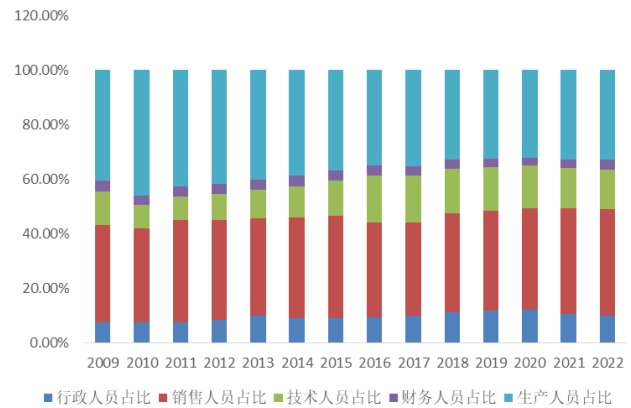
伟星新材的销售网络经过多年的完善, 扁平全覆盖的销售网络和直销为辅的模式更加成熟和完备, 提升伟星新材的市场竞争力, 有利于新品的推广, 成为公司发展的又一道护城河。

图19：伟星新材销售人员人数（个）和增长



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图20：伟星新材销售人员结构占比



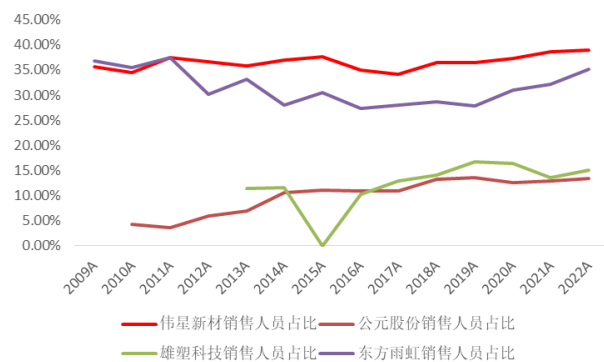
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图21：销售人员人均创收变化



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图22：2022年各塑管上市公司和东方雨虹销售人员占比



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

3. 渠道协同和品牌力带来同心圆业务稳定成长

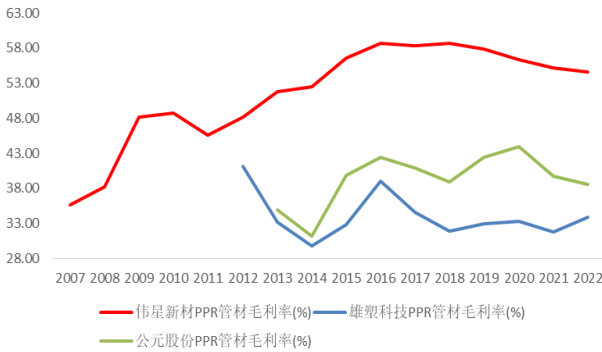
3.1 品牌和渠道力保证公司 PPR 管引领行业，保持高盈利和成长

3.1.1 公司 PPR 管毛利率持续向上后高位波动，远超同行业上市公司水平

PPR 管是公司品牌的引领产品，是零售渠道的主要产品。受益于公司多年积累的品牌口碑，在渠道力的加持下公司 PPR 管毛利率水平不断改善，并且持续保持在高位波动，并且毛利率水平大大超出行业同类产品的毛利率水平。

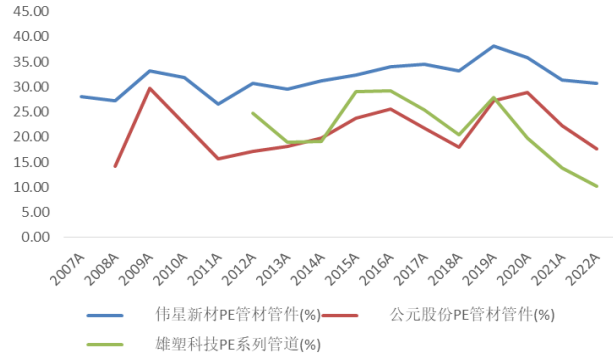
PPR 管作为传统的塑料装饰管，行业壁垒较低。一般情况下，行业壁垒较低产品的毛利率水平很难多年保持在高水平。但是伟星新材的 PPR 管毛利率十六年来一直处于很高的水平。

图23: 各塑管上市公司 PPR 管毛利率水平



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

图24: 各塑管上市公司 PE 管毛利率水平



资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

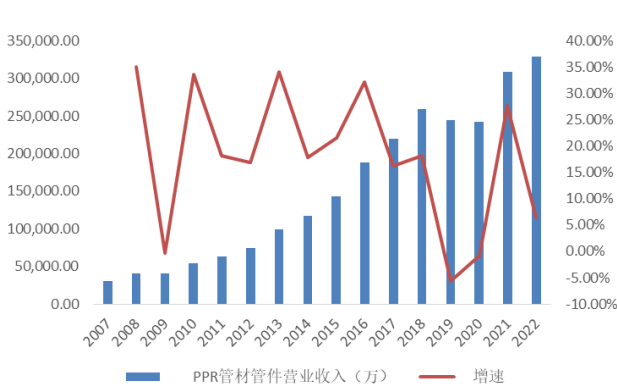
从 2007 年以来, 公司 PPR 管材产品毛利率水平总体保持向上趋势。PPR 管毛利率从 2007 年的 35.59% 提升到 2016 年的历史最高水平 58.74%。并在近年来, 毛利率稳定在 50% 以上波动。2022 年公司 PPR 管毛利率为 54.63%, 超出公元股份 16.06 个百分点, 超出雄塑科技 20.74 个百分点。

3.1.2 公司 PPR 管产品年复合增长速度快

品牌和渠道优势保证公司 PPR 管业务的较好成长。依赖公司不断积累起来的品牌优势, 伟星管材的 PPR 管成为水电工和消费者信的过产品, 加上渠道的发力, PPR 管作为装修管材, 作为公司的拳头产品, 也同比实现了快速的增长。

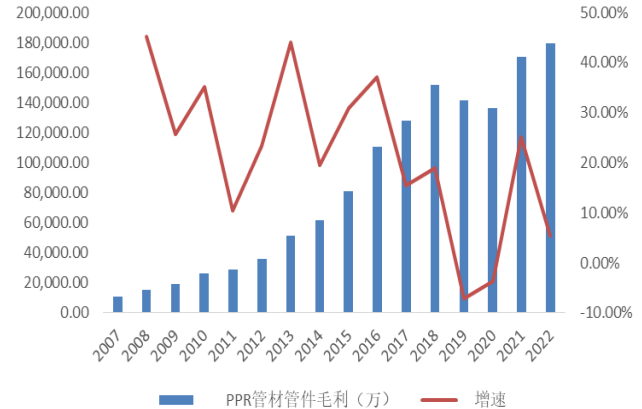
伟星新材在 2007 年的 PPR 管营业收入规模仅为 3.00 亿元, 但 2022 年达到 32.85 亿元, 增长了 10.95 倍, 年复合增长率达到 17.31%。毛利从 2007 年的 1.07 亿元, 到 2022 年达到 17.94 亿元, 增长了 16.77 倍, 年复合增长高达 20.71%。而公元股份 2008 年到 2022 年的 PPR 管营业收入和毛利年复合增速仅为 11.07% 和 13.61%; 雄塑科技 2012 年到 2022 年 PPR 管营业收入和毛利的年复合增长率分别为 11.74% 和 9.58%。伟星新材的 PPR 管产品营业收入和毛利的年复合增速高于同类公司的年复合增速较多。

图25: 伟星新材 PPR 管营业收入增速



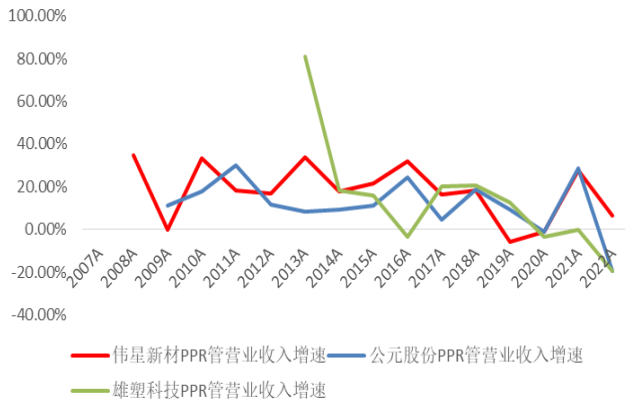
资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

图26: 伟星新材 PPR 管历年毛利和增速



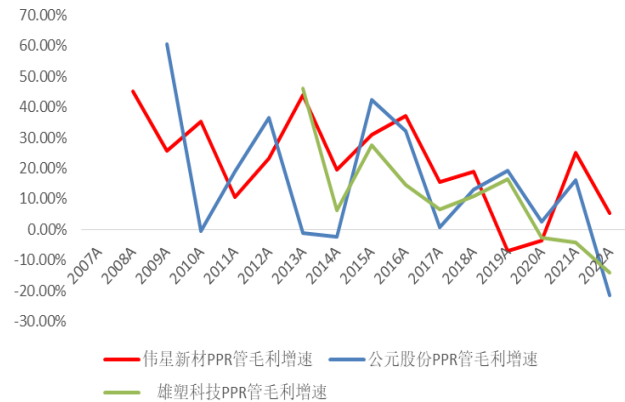
资料来源: 同花顺, 东兴证券研究所

图27：各塑管上市公司 PPR 管营业收入增速



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图28：各塑管上市公司 PPR 管毛利增速



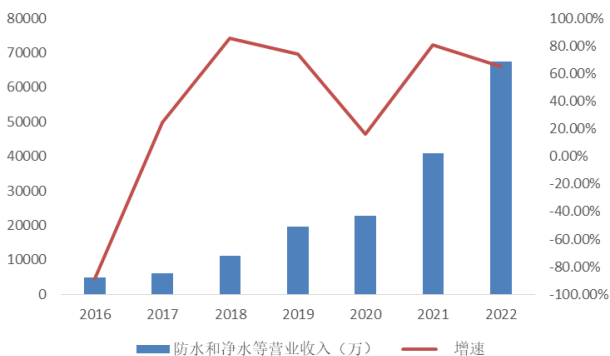
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

3.2 同心圆防水和净水业务受益渠道协同和品牌力快速增长,带来发展新空间

进军防水和净水协同较好。2017 年公司以自有资金和五位核心区域经销商设立防水材料子公司，开启同心多元化战略，布局防水和净水业务。防水材料也属于隐蔽工程，净水业务的客户粘性很高。防水材料施工是 PPR 管安装的下道工序，和 PPR 管具有很高的协同效应。同时，净水业务也是在管道安装之后，产品属性较好，和 PPR 管道的渠道协同性也很高。

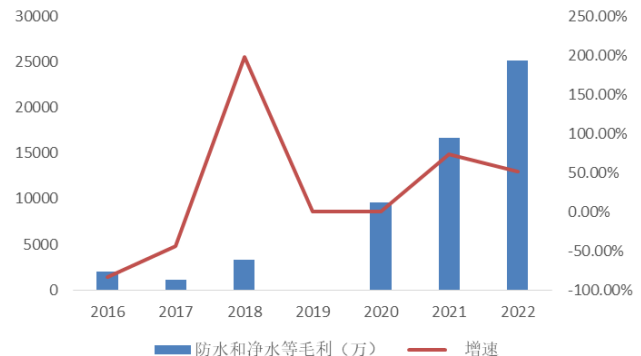
公司打造的品牌力也会对净水业务的推广起到积极的推动，叠加渠道的协同，公司防水和净水业务近几年保持较高的增速。2022 年防水和净水等其他产品营业收入和毛利分别已达到 6.76 亿元和 2.52 亿元，同比增长 64.82%和 50.87%。从同心圆业务开启的六年以来，营业收入的年复合增长率达到 55.08%，毛利的年复合增长率达到 52.8%。防水和净水业务能够较好地发挥公司的品牌和渠道力，为公司发展带来的新的空间。

图29：伟星新材防水和净水业务营业收入和增速



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图30：伟星新材防水和净水业务毛利和增速



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

4. 公司盈利预测及投资评级

我们假设在 2023 年疫情的影响消除，公司原材料成本下降，在保交楼政策的推进下，消费建材需求得到较好的释放，PPR 营收增速回归到正常水平。PE 管材在 2023 年工程订单增长恢复到 2021 年的水平。PVC

管材营业收入继续延续 2022 年的较低增速。防水和净水等其他业务继续保持高增长的态势。2024 年和 2025 年需求保持稳定的释放，

我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 16.12、19.81 和 24.02 亿元，对应 EPS 分别为 1.01、1.24 和 1.51 元。当前股价对应 2023-2025 年 PE 值分别为 20、16 和 13 倍。看好公司以产品力为基础，以扁平全覆盖渠道为支撑，在多年积累的品牌力推动下，公司成长性确定，发展空间更广，维持公司“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

下游需求的改善程度和速度低于预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表		单位：百万元					利润表		单位：百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		
流动资产合计	3557.31	4306.07	4927.38	6064.48	7195.53	营业收入	6387.6	6953.6	8033.86	9590.89	11354.9		
货币资金	2410.04	3177.47	3926.11	4662.05	5500.22	营业成本	3845.9	4188.8	4705.30	5540.80	6482.20		
应收账款	409.46	523.89	583.65	696.77	824.92	营业税金及附加	48.13	57.97	63.64	75.98	89.95		
其他应收款	26.55	95.25	61.85	73.84	87.42	营业费用	597.44	749.62	803.39	959.09	1135.49		
预付款项	78.37	138.53	120.03	143.29	169.64	管理费用	337.87	278.35	388.59	463.91	549.23		
存货	1073.05	891.64	1189.51	1400.73	1638.72	财务费用	-45.91	-60.47	-11.70	-14.74	-17.63		
其他流动资产	308.60	100.60	183.33	218.86	259.11	研发费用	184.54	189.20	232.16	277.15	328.13		
非流动资产合计	2130.13	2011.41	1757.57	1502.03	1252.54	资产减值损失	0.00	-29.24	-11.26	-13.44	-15.91		
长期股权投资	482.62	278.48	285.94	293.40	300.86	公允价值变动收益	1.80	0.00	0.00	0.00	0.00		
固定资产	1234.47	1298.85	1104.57	908.58	710.88	投资净收益	-25.60	-17.41	9.82	9.82	9.82		
无形资产	255.32	285.73	238.11	190.49	142.87	加：其他收益	51.36	37.99	48.64	48.64	48.64		
其他非流动资产	0.96	0.95	0.95	0.95	0.95	营业利润	1441.3	1532.9	1892.80	2325.12	2819.53		
资产总计	6436.20	6938.79	7822.05	8697.56	9732.57	营业外收入	2.26	3.02	2.43	2.43	2.43		
流动负债合计	1456.36	1355.21	1794.11	2122.87	2494.06	营业外支出	3.84	0.89	3.05	3.05	3.05		
短期借款	0.00	14.02	0.00	0.00	0.00	利润总额	1439.7	1535.0	1892.18	2324.50	2818.91		
应付账款	385.25	438.34	538.34	633.93	741.63	所得税	211.37	224.00	270.77	332.64	403.39		
预收款项	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	1228.4	1311.0	1621.40	1991.86	2415.51		
一年内到期的非流动负债	1071.10	902.86	1255.77	1488.94	1752.42	少数股东损益	5.07	13.56	9.07	11.14	13.51		
非流动负债合计	44.54	133.18	130.23	127.46	124.89	归属母公司净利润	1223.3	1297.4	1612.33	1980.72	2402.00		
长期借款	7.17	10.24	7.30	4.53	1.96	主要财务比率							
应付债券	37.37	122.93	122.93	122.93	122.93		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		
负债合计	1500.90	1488.39	1924.34	2250.33	2618.95	成长能力							
少数股东权益	27.81	123.36	132.43	143.57	157.08	营业收入增长	25.13%	8.86%	15.53%	19.38%	18.39%		
实收资本（或股本）	1592.11	1592.11	1592.11	1592.11	1592.11	营业利润增长	3.93%	6.35%	23.48%	22.84%	21.26%		
资本公积	433.63	471.63	471.63	471.63	471.63	归属于母公司净利润增	2.58%	6.06%	24.27%	22.85%	21.27%		
未分配利润	2881.75	3263.30	3701.54	4239.91	4892.79	获利能力							
归属母公司股东权益合计	4935.30	5450.40	5897.71	6447.23	7113.62	毛利率(%)	39.79%	39.76	41.43%	42.23%	42.91%		
负债和所有者权益	6436.20	6938.79	7822.05	8697.56	9732.57	净利率(%)	19.23%	18.85	20.18%	20.77%	21.27%		
现金流量表	单位：百万元					总资产净利润(%)	19.01%	18.70	20.61%	22.77%	24.68%		
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE(%)	24.93%	24.36	27.97%	31.42%	34.53%		
经营活动现金流	1592.76	1526.92	1932.19	2170.51	2576.42	偿债能力							
净利润	1228.42	1311.04	1570.12	1940.58	2364.23	资产负债率(%)	23.32%	21.45	24.60%	25.87%	26.91%		
折旧摊销	145.89	148.03	261.30	263.01	256.94	流动比率	2.96	3.64	3.38	3.39	3.40		
财务费用	-45.91	-60.47	-11.70	-14.74	-17.63	速动比率	2.07	2.80	2.55	2.56	2.57		
应收账款减少	-8.71	-114.43	-59.76	-113.12	-128.15	营运能力							
预收账款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.99	1.00	1.03	1.10	1.17		
投资活动现金流	-264.80	-103.78	-4.20	-4.20	-4.20	应收账款周转率	15.60	13.27	13.76	13.76	13.76		
公允价值变动收益	1.80	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	9.98	9.56	8.74	8.74	8.74		
长期投资减少	-262.65	-149.52	149.52	0.00	0.00	每股指标(元)							
投资收益	-25.60	-20.09	9.82	9.82	9.82	每股收益(最新摊薄)	0.77	0.81	1.01	1.24	1.51		
筹资活动现金流	-796.80	-873.73	-1179.3	-1430.3	-1734.0	每股净现金流(最新摊)	0.33	0.35	0.47	0.46	0.53		
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊)	3.10	3.42	3.70	4.05	4.47		
长期借款增加	7.17	3.07	-2.94	-2.77	-2.57	估值比率							
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	26.39	24.88	20.03	16.30	13.44		
资本公积增加	113.59	38.00	0.00	0.00	0.00	P/B	6.58	6.06	5.60	5.12	4.64		
现金净增加额	526.20	555.18	748.64	735.94	838.16	EV/EBITDA	23.91	19.50	13.68	11.17	9.18		

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	伟星新材（002372）：同心圆业务稳定成长可期	2023-04-28
公司普通报告	伟星新材（002372）：品牌、渠道和产品力打造稳定成长性	2023-04-21
公司普通报告	伟星新材（002372）：行业低迷中稳健成长	2023-02-28
公司普通报告	伟星新材（002372）：行业低迷中显现优势	2022-10-28
公司普通报告	伟星新材（002372）：品牌渠道力依然稳固，现金充裕保困境中稳健发展	2022-08-17
公司普通报告	伟星新材（002372）：品牌和渠道保发展稳健	2022-04-06
行业深度报告	2023 年建筑建材行业报告：内需之重下的新启航	2022-11-29
行业深度报告	建材行业：立足后周期，着眼新变化	2022-08-31
行业普通报告	建材行业 2022 年 2 季度基金重仓股分析：着眼集中度提升和业绩弹性	2022-07-26
行业普通报告	建材行业报告：水泥价格持续下跌哪家强？	2022-06-30
行业深度报告	2022 年中期建筑建材产业发展报告：先基建后地产，行稳致远强者愈强	2022-05-30
行业普通报告	建材行业报告：着眼周期新变化，龙头和优秀公司仍是重要方向	2022-03-07
行业深度报告	2022 年建材行业发展总述报告：内需之变和绿色增长下的行业走向	2021-12-28
行业普通报告	中央经济工作会议点评：关注高效绿色稳增长模式下基建的相关机会	2021-12-15

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师2014和2015年第4和第3名。东方财富中国最佳分析师2015年、2016年和2017年建材第3名、建材第1名和建材第3名和建筑装饰第1名。卖方分析师水晶球奖2016和2017年公募基金榜连续入围。2018年今日投资“天眼”唯一3年五星级分析师，2014、2016、2017和2018年获最佳分析师，选股第3和第1名、盈利预测最准确分析师等。2019年“金翼奖”第1名。2020年WIND金牌分析师第3名、东方财富最佳行业分析师第3名。2021年wind金牌分析师第2名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526