

## 伟星新材 (002372.SZ)

2023年06月25日

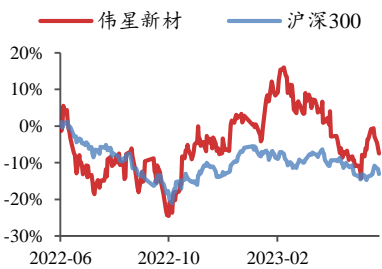
## 管材零售龙头护城河深厚，同心圆助力成长

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2023/6/21
当前股价(元)	20.45
一年最高最低(元)	26.66/16.88
总市值(亿元)	325.58
流通市值(亿元)	297.25
总股本(亿股)	15.92
流通股本(亿股)	14.54
近3个月换手率(%)	26.43

### 股价走势图



数据来源：聚源

张绪成（分析师）

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号：S0790520020003

朱思敏（联系人）

zhusimin@kysec.cn

证书编号：S0790122050026

### ● 管材零售龙头护城河深厚，同心圆助力成长

公司实施差异化竞争策略，以 PPR 管材切入零售市场，渠道扁平化以及“产品+服务”商业模式加速提升品牌影响力，构筑宽深护城河，目前公司已成为塑料管材零售赛道的龙头企业。目前精装房渗透率趋缓，且随着地产进入存量时代，塑料管材零售市场规模增速有望呈现较强的韧性，随着渠道下沉以及持续拓展空白市场，公司 PPR 管材业务有望延续稳增长态势。同时同心圆与 PPR 管材协同效应较强，有望成为公司业绩增长亮点。我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 76.51、87.53、101.88 亿元，同比增速分别为+10.0%、+14.4%、+16.4%；归母净利润分别 16.91、20.39、24.77 亿元，同比增速分别为+30.3%、+20.6%、+21.5%；对应当前股价 PE 为 19.3、16.0、13.1 倍；对应当前股价 PB 为 5.4、4.5、3.7 倍；首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 渠道+服务构筑护城河，管理文化筑牢发展基石

公司管理层管理经验丰富，在经营中具备高度的战略前瞻性和定力；且核心管理层在公司任职时间较长，为公司长期战略的制定和实施奠定了坚实基础。渠道+服务构筑宽深护城河，公司成为塑料管材零售赛道龙头企业：（1）渠道优势，相较于传统经销模式，公司零售经销渠道具有扁平化和分公司取代省级代理商两大特点，一方面，在稳步拓展市场的基础上，保持较高的市场敏感度，充分了解消费痛点，2012 年创新性提出“星管家”服务模式，品牌影响力加速提升；另一方面，公司对渠道掌控力更强，同时提升经销商利润空间。（2）公司成为行业开创“产品+服务”商业模式的先驱，星管家服务有效解决消费者痛点，带来较高产品溢价，PPR 管材业务进入新一轮成长周期。

### ● 同心圆有望成为公司业绩增长亮点，捷流助力商业模式持续升级

塑料管材零售市场增速有望维持较强韧性：（1）政策驱动乏力，精装修对零售渠道的冲击或将减弱；（2）地产或将步入存量时代，重修有望对需求形成一定支撑。公司未来有三个增长点：（1）完善渠道布局，在市占率较高的城市加速渠道下沉，同时加速开拓较薄弱或空白市场；（2）同心圆有望成为公司业绩增长亮点，防水、净水与 PPR 管材业务协同性较强，防水领域，公司率先打造“产品+施工+服务”一站式解决方案，防水业务有望进入快速成长通道；净水领域，公司全力打造全屋净水体系，客单价有望显著提升。（3）开创“系统集成+服务”商业模式，2022 年 1 月公司收购捷流，公司借助捷流出色的系统集成设计与研发能力，推动商业模式创新升级，成为行业内首家提出“系统集成+服务”概念的管材企业，从中长期来看，“系统集成+服务”商业模式有望全方位解决渗漏痛点，进一步加速市场渗透、提升产品附加值，成为公司未来发展亮点，同时有望推动公司估值中枢进一步抬升。

● **风险提示：**原材料价格上涨风险；同心圆业务拓展不及预期风险；渠道拓展不及预期风险；下游需求修复节奏不及预期风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,388	6,954	7,651	8,753	10,188
YOY(%)	25.1	8.9	10.0	14.4	16.4
归母净利润(百万元)	1,223	1,297	1,691	2,039	2,477
YOY(%)	2.6	6.1	30.3	20.6	21.5
毛利率(%)	39.8	39.8	42.0	43.3	44.7
净利率(%)	19.2	18.7	22.1	23.3	24.3
ROE(%)	24.9	24.1	27.4	27.9	28.0
EPS(摊薄/元)	0.77	0.81	1.06	1.28	1.56
P/E(倍)	26.6	25.1	19.3	16.0	13.1
P/B(倍)	6.6	6.1	5.4	4.5	3.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目录

1、	管材零售龙头，经营稳健彰显长期投资价值	4
1.1、	实施差异化竞争策略，成为零售行业龙头	4
1.2、	公司股权结构稳定，股权激励夯实中长期发展基石	8
1.3、	公司业绩逆势增长，经营稳健彰显长期投资价值	9
2、	重修支撑零售需求增速韧性，基建市政多点开花	12
2.1、	塑料管材性能优异，应用领域广泛	12
2.2、	重修支撑零售需求增速韧性，基建市政多点开花	14
2.2.1、	家装需求：精装修对零售渠道的冲击或将减弱，重修有望支撑需求韧性	15
2.2.2、	基建市政需求：政策驱动，多点开花	17
2.2.3、	建筑需求：竣工端加速修复，短期建筑管材需求有望稳步回暖	20
3、	渠道+服务构筑护城河，管理文化筑牢发展基石	21
3.1、	管理层具备高度前瞻性和定力，筑牢发展基石	21
3.2、	渠道扁平化+“产品和服务”商业模式，共筑企业核心竞争力	23
3.2.1、	扁平化助力渠道稳健拓展，市场渗透率仍有较大提升空间	24
3.2.2、	开创“产品+服务”商业模式，PPR 管材业务进入新一轮成长周期	25
4、	同心圆助力成长，商业模式创新升级	28
4.1、	同心圆与 PPR 管材协同性较强，有望成为业绩增长亮点	28
4.1.1、	协同效应较强+引领标准化施工，防水业务进入快速成长通道	29
4.1.2、	公司全力打造全屋净水体系，有望成为业绩增长亮点	30
4.2、	捷流研发设计优势显著，助力“系统集成+服务”商业模式升级	32
5、	盈利预测与投资建议	32
5.1、	盈利预测	32
5.2、	估值分析	33
6、	风险提示	34
附：	财务预测摘要	35

## 图表目录

图 1：	2004-2008 年之前上游原材料价格持续上涨	5
图 2：	2006-2011 年公司步入快速发展期	6
图 3：	根据经营策略不同，公司高质量发展阶段可划分为三个子阶段	6
图 4：	2016-2020 年房地产行业市场集中度显著提升	7
图 5：	公司西部、华中市场营收均实现较高速增长	8
图 6：	截至 2023 年 3 月末，公司实控人直接以及间接持股比例为 21.69%	8
图 7：	公司现金分红金额保持稳健增长的趋势	9
图 8：	公司股利支付率较稳定且显著高于同行可比公司	9
图 9：	2011-2022 年公司营业收入呈现稳健增长态势	10
图 10：	2012-2022 年公司营业收入 CAGR 为 14.1%	10
图 11：	2022 年公司营收增速表现优于其他消费建材企业	10
图 12：	2022 年公司华东地区营业收入占比为 51%	10
图 13：	PPR 管材是公司营收的主要来源	11
图 14：	PPR 管材和公司营收增速趋势基本一致	11
图 15：	2022 年公司归母净利润同比增长 6.06%	11
图 16：	公司净利率显著高于其他管材企业	11
图 17：	公司毛利率显著高于其他管材企业	12
图 18：	PPR 管材是公司毛利的主要来源	12
图 19：	公司 PPR 管材毛利率维持较高水平	12
图 20：	塑料管材上游是石油化工行业，主要应用于农业灌溉、建筑和市政领域	13
图 21：	目前 PVC 管仍为主流塑料管材产品	14
图 22：	PPR 管和 PVC 管应用领域相对独立	14
图 23：	目前我国塑料管材市场处于稳增长阶段	15
图 24：	塑料管材市场集中度逐步提升	15

图 25: 2021 年中国精装房渗透率达 34.6% .....	16
图 26: 2022 年中国精装修市场规模同比降低 49% .....	16
图 27: 截至 2020 年末, 房龄超过 20 年住宅占比 35%.....	16
图 28: 2021-2022 年新开工改造城镇老旧小区 10.81 万个.....	18
图 29: 燃气和供水普及率接近饱和 .....	19
图 30: 2016-2021 年新建排水管道长度 CAGR 为 13.43% (新建管道长度, 单位: 万公里) .....	19
图 31: 2023 年地产竣工加速修复.....	21
图 32: 2023 年 1-4 月中国商品房累计销售面积同比-5.36% .....	21
图 33: 从整个行业来看, 2021 年公司市占率仅 2.04%.....	21
图 34: 公司零售业务营收占比维持在 65%左右 .....	21
图 35: 公司应收账款周转率位于行业较高水平.....	23
图 36: 2022 年公司信用减值损失为 858 万元.....	23
图 37: 公司经营活动现金流量净额呈现上升趋势.....	23
图 38: 公司收现比较稳定 .....	23
图 39: 公司零售经销渠道具有扁平化和分公司取代区域代理商两大特征.....	24
图 40: 公司销售费用率远高于其他塑料管材公司.....	24
图 41: 自 2013 年公司销售人员呈现稳步增长趋势.....	25
图 42: 公司销售人员占比远高于同行其他企业.....	25
图 43: 在渠道下沉的同时, 公司积极开拓华中、东北等空白市场.....	25
图 44: 卫生间和厨房的给排水管道通常采用嵌墙暗敷的方式.....	26
图 45: 公司“星管家”给水验收服务流程.....	27
图 46: 2012-2018 年公司 PPR 管材营收 CAGR 为 23.10% .....	28
图 47: 公司 PPR 管材毛利率较高 .....	28
图 48: 2016 年公司推出安内特前置过滤器, 2017 年推出咖乐防水涂料, 2019 年推出 VASEN 品牌净水产品 .....	28
图 49: 2017-2022 年公司净水、防水等其他主营业务收入 CAGR 为 62%.....	29
图 50: 受疫情影响, 自 2020 年国内净水市场规模体量有所下降 .....	30
图 51: 国内净水普及率不足 10% .....	30
图 52: 受疫情影响, 自 2020 年国内净水线下销售渠道占比快速降低.....	30
图 53: 国内净水市场仍以一二线城市为主.....	30
图 54: 前置过滤器通常安装在 PPR 管道前端.....	31
图 55: 安内特是德国领先的前置过滤器品牌.....	31
图 56: 全屋净水系统设计方案 .....	32
图 57: 2021 年末端净水产品市占率为 66.4% .....	32
表 1: 公司以中高端产品切入国内管材市场.....	4
表 2: 公司实施股权激励计划提高高管积极性.....	9
表 3: 塑料管材是目前主流的管材 .....	13
表 4: PE 管对 PVC 管具有一定的替代性, PPR 管和 PVC 管应用领域相对独立 .....	14
表 5: 2025 年塑料管材家装需求有望达到 205.74 亿元, 2021-2025 年 CAGR 为 2.17% .....	17
表 6: 国家大力支撑海绵城市建设 .....	20
表 7: 公司管理层管理经验丰富 (截至 2022 年 12 月 31 日) .....	22
表 8: 预计 2023-2025 年公司营收分别为 76.51、87.53、101.88 亿元.....	33
表 9: 对应当前股价, 我们预测 2023-2025 年公司 PE 分别为 19.3、16.0、13.1 倍.....	34

## 1、管材零售龙头，经营稳健彰显长期投资价值

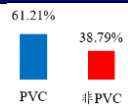
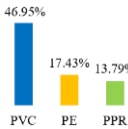
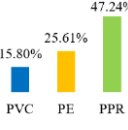
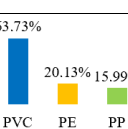
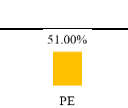
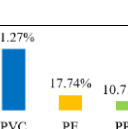
### 1.1、实施差异化竞争策略，成为零售行业龙头

伟星新材成立于 1999 年 10 月，2010 年 3 月在深圳证券交易所上市（股票代码：002372.SZ）。公司致力于研发、生产、销售 PPR、PE、PVC 等中高端新型塑料管道，产品广泛应用于建筑给排水、市政给排水、燃气、供暖等领域，目前公司已成为国内 PPR 管道行业的技术先驱。根据公司经营策略的转变，公司发展历程分为三个阶段：

#### 第一阶段：初步发展期（1999 年-2005 年）

**明确“差异化”战略发展方向。**相较于欧美国家，中国塑料管道行业起步较晚，20 世纪 90 年代中国塑料管道行业仍处于初步发展阶段，21 世纪初进入产业化生产阶段。与国内其他管材企业初始布局 PVC 不同，公司创立之初以 PE 管材、PPR 管材切入市场，实施差异化竞争策略。公司首先在浙江临海建立生产基地，率先引进德国 Krauss Maffei 管材全电脑自动化挤出生产线和德国 DROSSBACH 双壁波纹管生产设备，实现小批量、较高质量的生产。自 2002 年起公司重点推进品牌化建设，2003 年成为 2008 北京奥运等国家重点工程项目的供应商，2005 年构建品牌战略体系，提出“以品牌统领营销，以服务支撑品牌”的品牌策略。公司立足产品和品牌，初步打造差异化竞争优势。

表1：公司以中高端产品切入国内管材市场

公司名称	创立时间	注册地点	2022 年管材营收占比
中国联塑	1996 年	广东佛山	
公元股份	1993 年	浙江台州	
伟星新材	1999 年	浙江临海	
顾地科技	1999 年	湖北鄂州	
沧州明珠	1995 年	河北沧州	
雄塑科技	2004 年	广州佛山	

数据来源：Wind、中国联塑 2022 年度报告、开源证券研究所

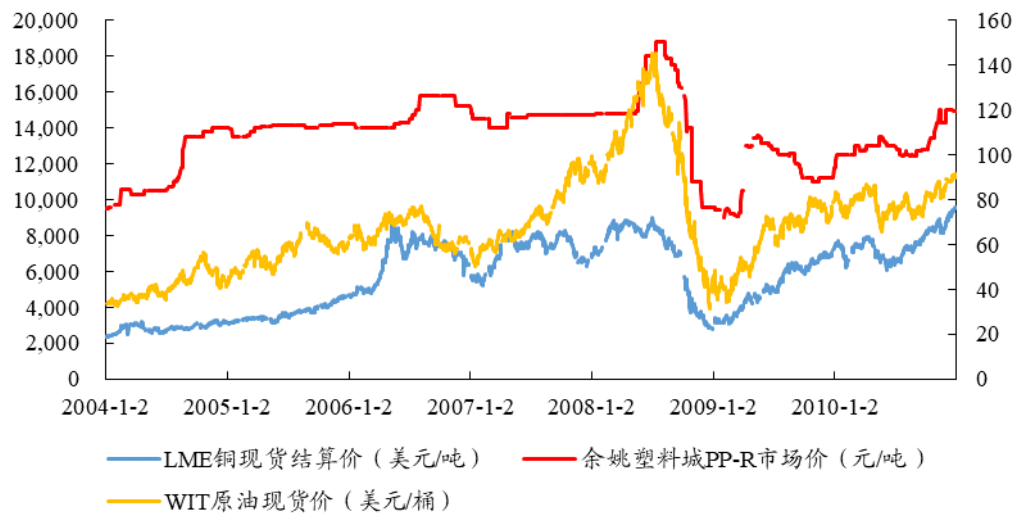
#### 第二阶段：高速发展期（2006 年-2011 年）

**渠道扁平化有利于提高公司盈利能力。**根据业务模式划分，公司业务主要分为



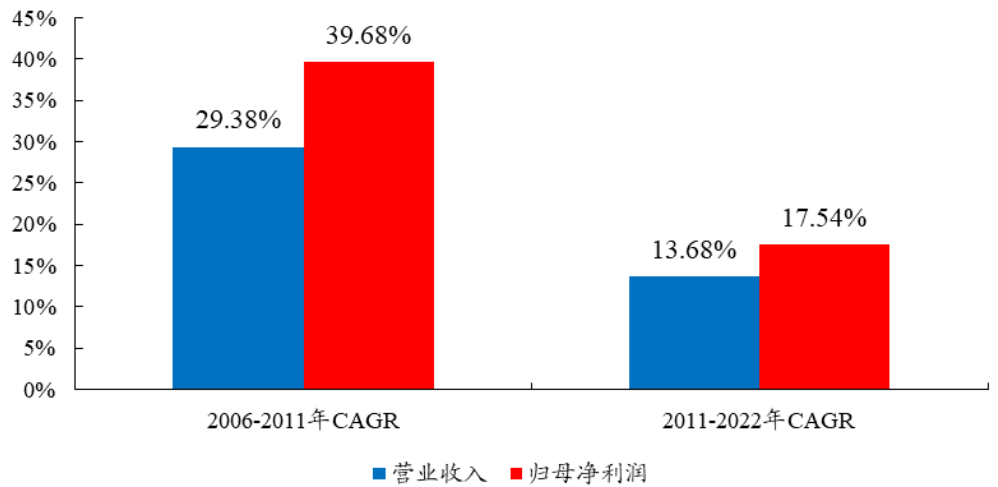
零售业务和工程业务：零售业务主要包含 PPR 管材管件，销售模式为经销；工程业务主要包含 PE、PVC 管材管件，销售模式主要为直销和经销。2004-2008 年原油、PPR、铜等原材料价格持续上涨，传统代理商营销模式设置区域代理商和多层经销商，公司难以通过提高终端价格维持利润稳定性，因此公司推进 PPR 零售渠道扁平化改革。公司在主要市场设立销售公司替代传统模式的区域代理商，销售公司采用 EPS 分销系统，快速响应跨区域客户采购需求，具有销售、仓储、工程服务一体化的功能。同时，公司采用扁平化的经销模式，经销层级仅设置 2-3 级，相较于传统多层分销模式，一方面降低渠道销售成本，提高公司盈利能力；另一方面，当原材料价格波动较大时，渠道扁平化有效提高成本传导至终端的效率，增强盈利稳定性。

**图1：2004-2008 年之前上游原材料价格持续上涨**



数据来源：Wind、开源证券研究所

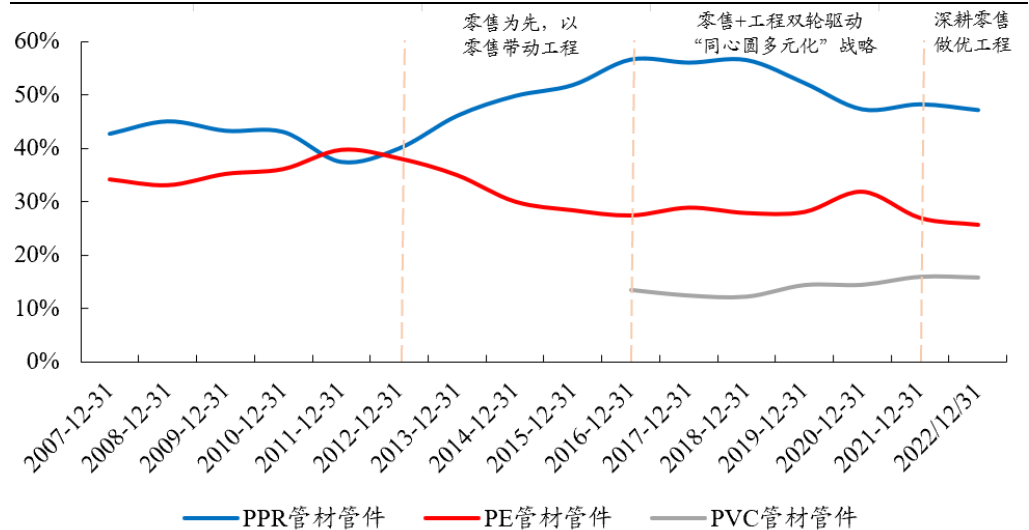
**积极扩大产能规模，公司步入高速发展期。**在初步构建营销网络的基础上，公司积极扩大产能规模，2006-2011 年新建天津以及临海新工业园，扩建临海本部工业园。同时，在 2008 年国家四万亿政策的刺激下，房地产行业进入快速发展期，带动公司收入利润高速增长，2006-2011 年营收 CAGR 为 29.38%，归母净利润 CAGR 为 39.68%。

**图2：2006-2011年公司步入快速发展期**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 第三阶段：高质量发展期（2012年-至今）

根据制定经营策略的不同，公司高质量发展阶段可划分为三个子阶段：

**图3：根据经营策略不同，公司高质量发展阶段可划分为三个子阶段**


数据来源：Wind、开源证券研究所

#### （1）零售为先，以零售带动工程（2012年-2016年）

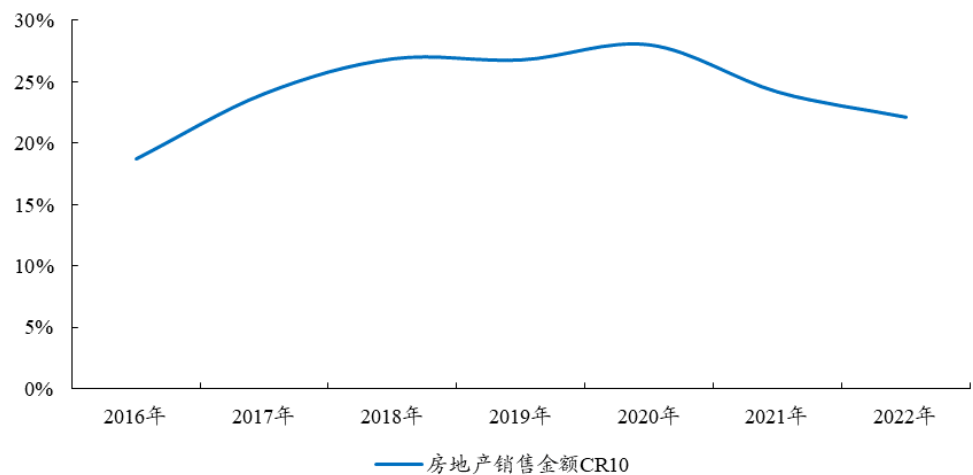
受益于零售为先的经营战略，PPR业务高速增长。2012年中国宏观政策以“控房价”、“抑通胀”为主基调，房地产、市政工程行业增速显著放缓。公司创新性提出“产品+服务”的零售商业模式，推出“星管家”服务体系，采取“零售为先，以零售带动工程”的经营策略。此阶段，公司零售PPR业务呈现高速增长态势，2011-2016年营收CAGR为24.26%，远高于工程业务的9.70%；PPR营收占比

由 2011 年的 37.49% 上升至 2016 年的 56.74%。受益于高端管材产品占比的提升，公司盈利能力显著提升，毛利率由 2011 年的 34.25% 增长至 2016 年的 46.55%。

## (2) 零售+工程双轮驱动（2017 年-至今）

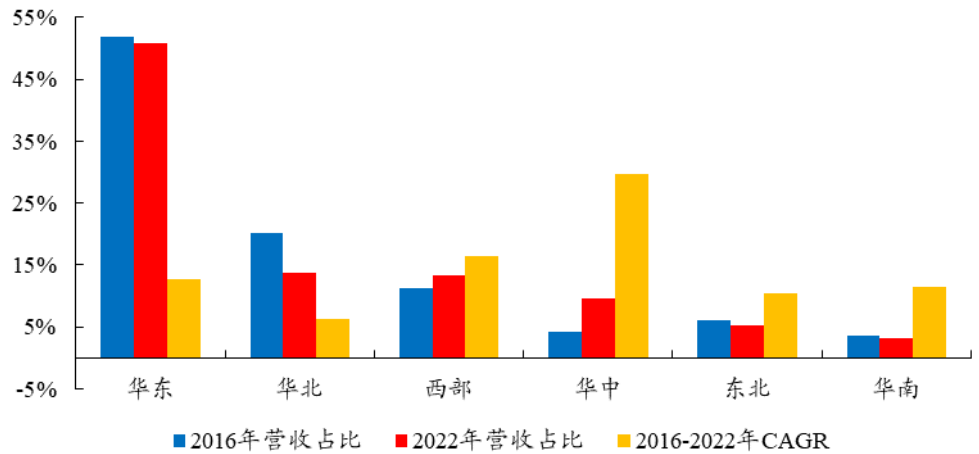
自 2017 年塑料管材的零售市场受到不利冲击，工程市场迎来新机遇，主要原因：①十三五期间，国家大力发展装配式住宅和全装修交付，精装修渗透率由 2016 年的 12% 高速增长至 2020 年的 30%；②自 2016 年 12 月国家首提“房住不炒”定位，地产调控政策不断趋严，房企规模效应凸显，地产 CR10 集中度显著提升，由 2016 年的 18.7% 上升至 2020 年的 28.0%，且房企逐渐重视对原材料成本、品质、服务等方面的管控，集采成为主流趋势；③2015 年国务院出台《关于推进城市地下综合管廊建设的指导意见》，十三五期间重点推进地下管网的建设，进一步拉动塑料管材工程市场需求。

**图4：2016-2020 年房地产行业市场集中度显著提升**



数据来源：Wind、明源地产研究院微信公众号、克而瑞地产研究微信公众号、开源证券研究所

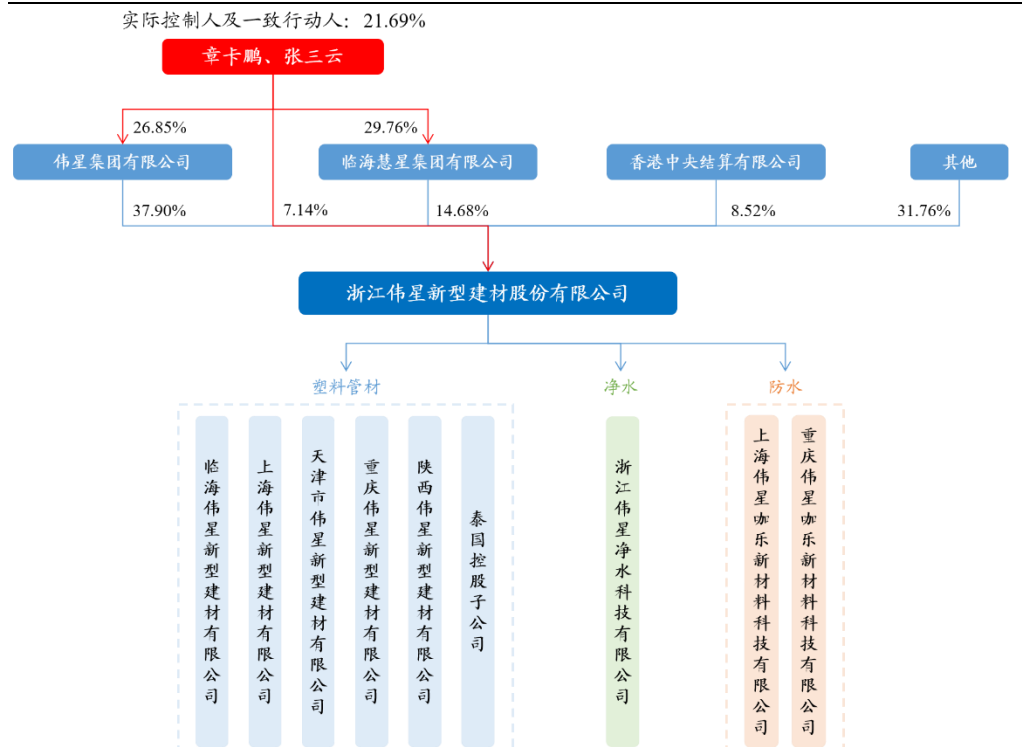
为应对家装市场受到的不利冲击，公司调整经营策略：①**发展战略转变为“零售+工程双轮驱动”**，顺势大力布局市政工程、燃气领域等工程业务，加大优质客户与项目的储备与开发；②**推进“同心圆多元化”战略**，积极扩展家装防水、净水等新品类业务，提升产品配套率，在一定程度上缓解零售业务受到的不利冲击；③**加速开拓薄弱市场**，西部、华中市场营收均实现较高速增长，2016-2022 年 CAGR 分别为 16.50%、29.60%，**同时针对成熟市场，加快渠道下沉与营销网点的渗透**，营销网点由 2017 年的 2 万多个增长至 2022 年的 3 万多个。此期间，公司业绩稳健增长，2016-2022 年公司营业收入 CAGR 为 13.10%，归母净利润 CAGR 为 11.63%。

**图5：公司西部、华中市场营收均实现较高速增长**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、公司股权结构稳定，股权激励夯实中长期发展基石

公司股权结构稳定，管理层经验丰富。公司属于民营控股企业，控股股东为伟星集团有限公司，截至2023年3月末，控股股东持股数量为6.03亿股，占当前总股本的37.9%。公司实际控制人为章卡鹏和张三云，张三云为一致行动人，截至2023年3月末，实控人直接以及间接持股比例约21.69%。公司股权结构较稳定，章卡鹏和张三云自2007年开始在公司任职，目前均担任公司董事，拥有30-40年企业决策管理经验，管理层经验丰富。

**图6：截至2023年3月末，公司实控人直接以及间接持股比例为21.69%**


资料来源：公司公告、爱企查、开源证券研究所



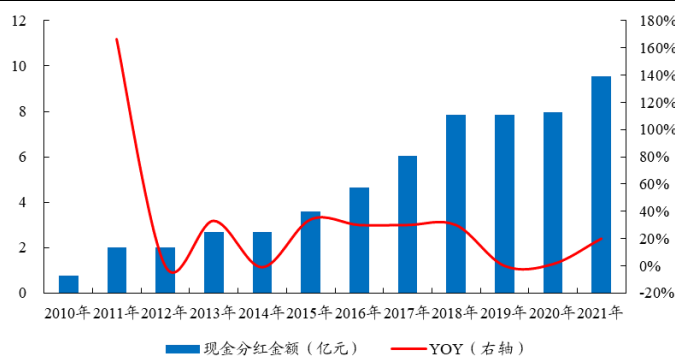
**股权激励绑定核心员工，夯实中长期发展基石。**自 2011 年公司共实施 3 次股票激励计划，公司股权激励充分，业绩兑现度较高：（1）计划激励对象主要为公司高管、主要中层管理骨干及核心技术和业务骨干，有利于绑定核心员工，较低的授予价格也能充分激发员工创效动能；（2）业绩考核目标主要为净利润、净资产收益率，员工参与激励计划的积极性增强，彰显对公司中长期业绩增长的信心。

**表2：公司实施股权激励计划提高高管积极性**

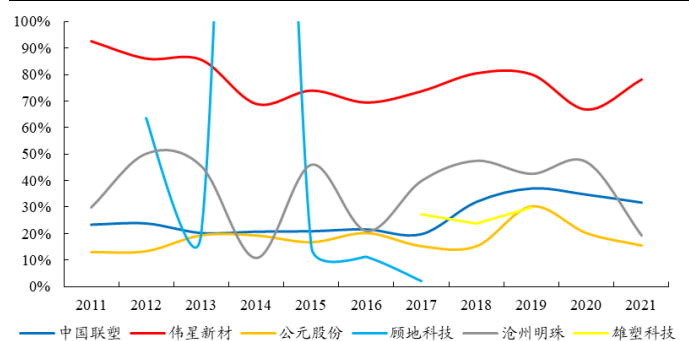
激励计划	存续期间	业绩考核目标	期数	行权/解锁日	行权/解锁数量（万股）	行权/解锁对象（人）	行权/解锁价格（元/股）
首期股票期权激励计划	2011-2014	2011-2013 年加权平均净资产收益率分别不低于 10%、11%、12%；以 2010 年为基数，2011-2013 年净利润增长率不低于 15%、30%、45%	第一期	2013/9/23	390	13	12.15
			第二期	2014/1/14	390		12.15
			第三期	2015/1/19	676		8.73
第二期股权激励计划	2016-2018	2016-2018 年加权平均净资产收益率均不低于 15%；以 2013-2015 年平均值为基数，2016-2018 年的净利润增长率不低于 35%、50%、70%	第一解锁期	2016/6/6	913	57	7.23
			第二解锁期	2018/6/13	1,384		7.23
			第三解锁期	2019/6/19	1,661		7.23
第三期股权激励计划	2020-2022	以 2017-2019 年度平均扣非净利润为基数，2020-2022 年增长率不低于 8.5%、23%、38%	第一解锁期	2021/12/21	570	143	7.00
			第二解锁期	2022/12/21	569	142	7.00
			第三解锁期		-	-	-

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**分红率持续位于高位，凸显公司长期投资价值。**自 2012 年公司滚动制定未来三年股东分红计划，分红政策保持较高的稳定性，现金分红金额呈现持续增长的趋势，2011-2021 年 CAGR 达 16.77%。公司股利支付率相对稳健，自 2014 年基本维持在 70%-80% 之间，显著高于同平均水平，分红率持续位于高位，凸显公司长期投资价值。

**图7：公司现金分红金额保持稳健增长的趋势**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图8：公司股利支付率较稳定且显著高于同行可比公司**


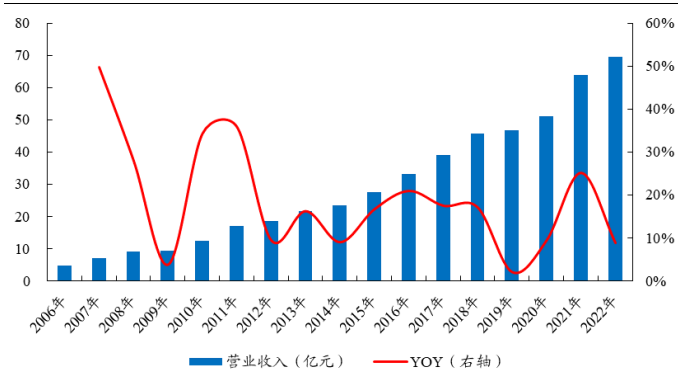
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.3、公司业绩逆势增长，经营稳健彰显长期投资价值

自上市以来，公司营业收入呈现稳健增长态势，2012-2022 年营业收入 CAGR 为 14.1%，显著高于其他管材企业。在地产景气度下行的背景下，2022 年公司营业收入仍实现正增长，同比增速达 8.86%，表现优于其他消费建材企业，主要原因：

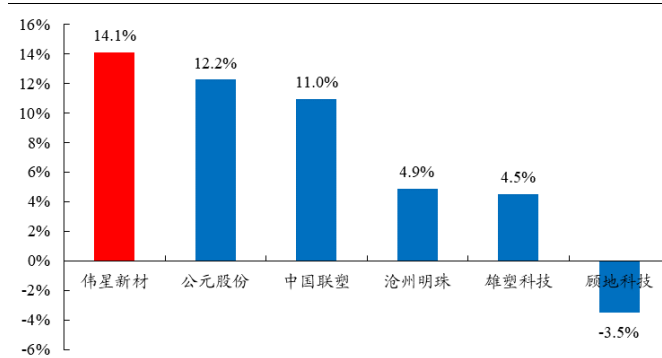
(1) 公司零售业务占比较高，零售市场竞争格局较分散，渗透率仍有较大提升空间，受地产景气度下行的影响较小；(2) 2022Q4 疫情管控宽松，公司开展促销活动，抢占经销商库存；(3) 同心圆战略发力，防水涂料和净水产品配套率持续提升，其他主营业务营收同比增速达 64.82%。受 2022Q4 促销活动、高基数效应等因素的影响，2023Q1 公司营收同比降低 10.87%。从中期来看，公司同心圆战略持续发力，同时积极开拓“集成系统+服务”模式，我们认为公司零售业务仍具备持续增长动能。**从短期来看，我们认为 2023 年公司营收有望延续稳健增长的趋势：**(1) 目前精装修渗透率提升速度趋缓，对管材零售端的冲击或将减弱；(2) 随着保交楼和融资端政策逐步落地，竣工端有望延续回暖趋势。**分季度来看，我们认为 2023Q2 公司营收有望加速修复：**(1) 公司营业收入主要来源于华东地区，2022 年营收占比为 51%，2022Q2 公司营收受疫情影响呈现低基数效应；(2) 2023Q1 二手房和新房销售脉冲式回暖，家装需求具有一定的时滞性。

图9：2011-2022 年公司营业收入呈现稳健增长态势



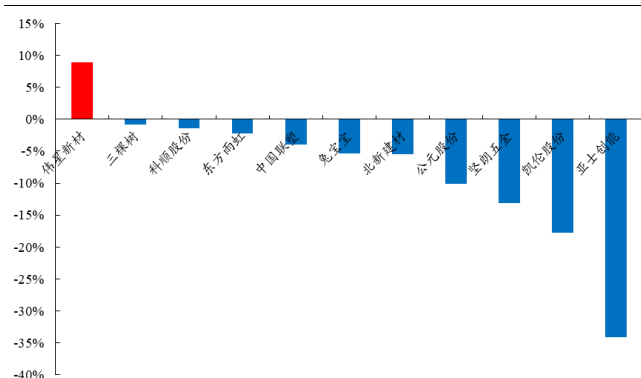
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2012-2022 年公司营业收入 CAGR 为 14.1%



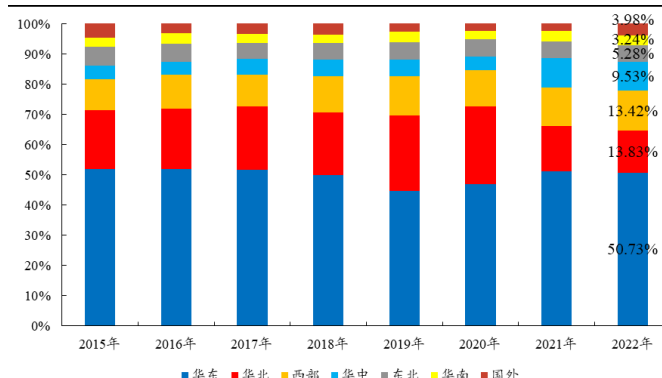
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2022 年公司营收增速表现优于其他消费建材企业



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2022 年公司华东地区营业收入占比为 51%

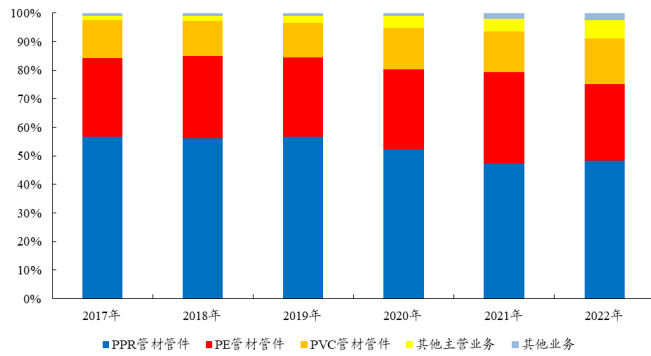


数据来源：Wind、开源证券研究所

**PPR 管材管件是公司营收的主要来源，整体维持稳健增长趋势。**分业务来看，PPR 管材管件是公司营业收入的主要来源，自 2015 年营收占比基本维持 47%-57% 之间，近几年营收占比略有下降，主要原因：(1) 2016-2019 年精装修渗透率加速提升，建筑业务占比增加；(2) 同心圆战略推进顺利，其他主营业务营收占比由 2017 年 1.46% 提升至 2022 年 6.42%，营收 CAGR 为 62%。公司与 PPR 管材管件营

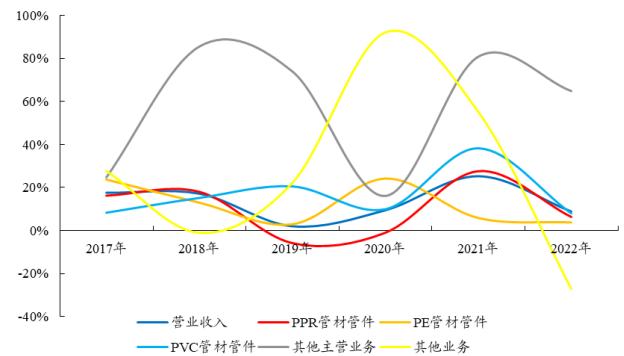
收增速趋势基本一致，2019-2020 年受精装房加速渗透的影响，PPR 管材管件增速放缓，随着精装房渗透速度趋缓以及渠道下沉持续推进，PPR 管材管件业务整体维持稳健增长趋势。

图13: PPR 管材是公司营收的主要来源



数据来源: Wind、开源证券研究所

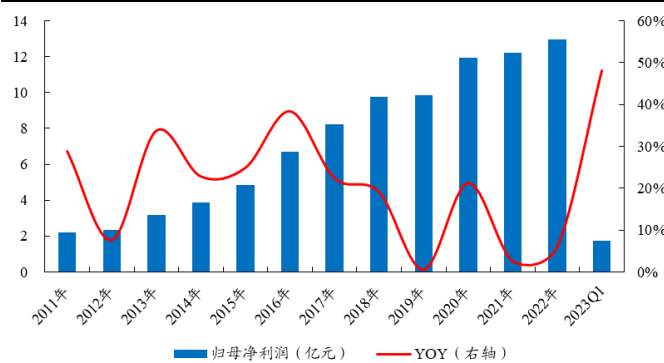
图14: PPR 管材和公司营收增速趋势基本一致



数据来源: Wind、开源证券研究所

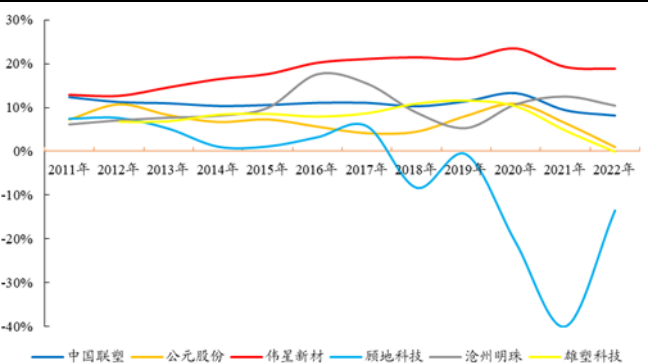
公司归母净利润逆势增长，盈利能力显著高于同行其他公司。自上市以来，公司归母净利润呈现稳健增长的态势，2012-2022 年 CAGR 为 18.59%。在面临需求疲软、原材料价格高增、地产信用风险蔓延的压力下，2022 年公司归母净利润仍保持正增长，同比增长 6.06%，主要原因：(1) 相较于 B 端业务，C 端业务盈利能力较高，且稳定性更强，公司深耕零售业务，毛利率显著高于其他管材企业；(2) 公司聚焦优质客户，回款情况较好，产生坏账风险较小。2023Q1 公司归母净利润为 1.74 亿元，同比增长 48.19%，主要系宁波东鹏合立股权投资合伙企业（有限合伙）公允价值变动收益增加所致，如果扣除这部分影响，归母净利润是同比下降，主要系 2023Q1 营收下降所致。公司净利率与毛利率走势基本一致，相较于同行其他企业，公司实施差异化竞争策略，深耕零售业务，盈利能力显著高于同行其他公司。

图15: 2022 年公司归母净利润同比增长 6.06%

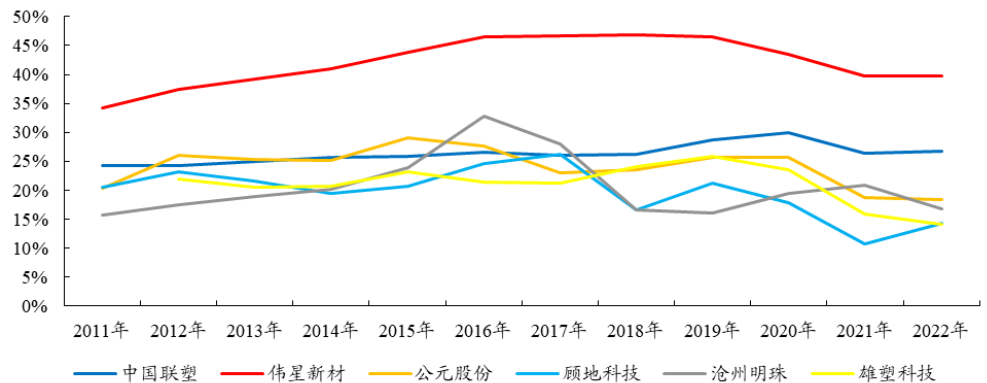


数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 公司净利率显著高于其他管材企业

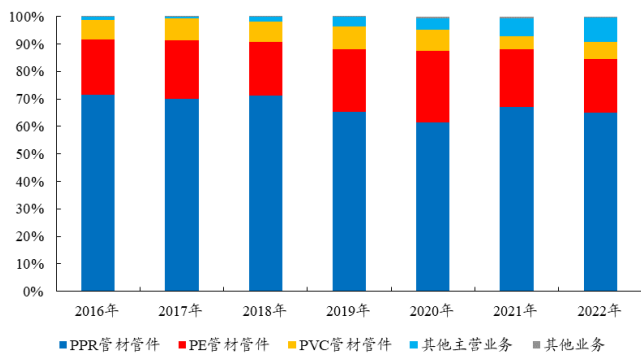


数据来源: Wind、开源证券研究所

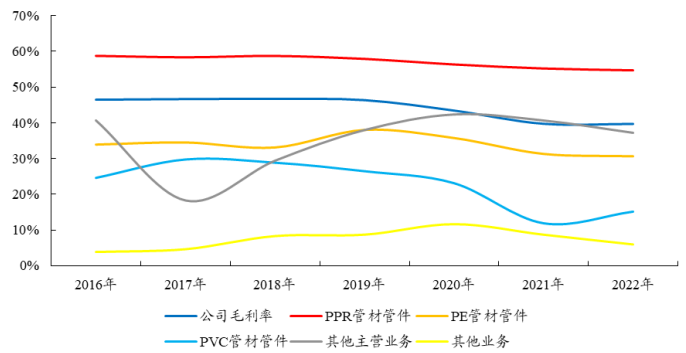
**图17：公司毛利率显著高于其他管材企业**


数据来源：Wind、开源证券研究所

PPR 管材是公司盈利的主要来源，公司毛利率韧性较强。分业务来看，PPR 管材、PE 管材、PVC 管材是公司盈利的重要来源，2022 年毛利占比分别为 64.90%、19.75%、6.02%，毛利率分别为 54.62%、30.66%、15.14%。PPR 管材主要通过零售渠道销售，PE 管材主要通过工程渠道销售。相较于工程产品，零售产品主要通过“产品+服务”的模式进行销售，渠道议价权较强，零售产品具有一定的溢价，PPR 管材毛利率显著高于 PE 管材和 PVC 管材；且零售产品成本传导更顺畅，在原材料价格上涨的情况下，公司毛利率韧性较强。

**图18：PPR 管材是公司毛利的主要来源**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图19：公司 PPR 管材毛利率维持较高水平**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、重修支撑零售需求增速韧性，基建市政多点开花

### 2.1、塑料管材性能优异，应用领域广泛

塑料管材是市场主流管材。管道是由管材、管件、阀门以及其他联接件联接而成，主要用于输送气体、液体或带固体颗粒的流体的装置。根据材质不同，管材主要分为金属管道、塑料管道和水泥管道。塑料管材是以塑料树脂为原料、加入稳定剂、润滑剂、填充剂、着色剂等进行混合，通过高温、高压等加工工艺而制成；塑料管材具有耐压强度高、耐腐蚀、质量轻、环保节能、施工维修简便、使用寿命长等优势，广泛应用于农业灌溉、建筑给排水、市政给排水、燃气管道等领域，成为市场主流管材。

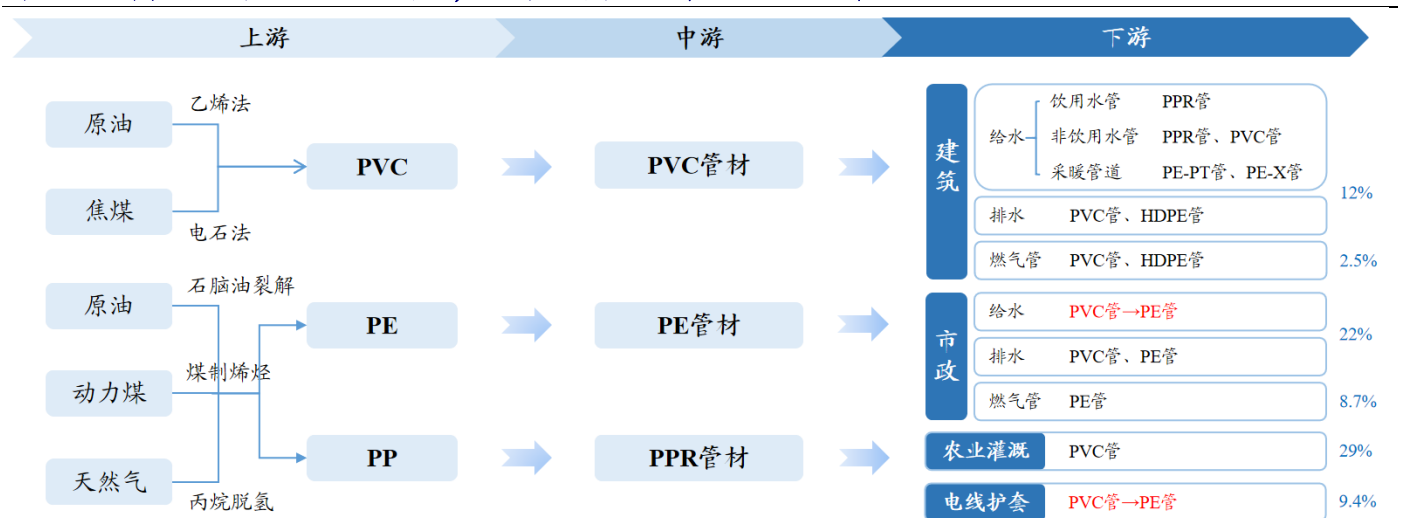
表3：塑料管材是目前主流的管材

性能指标	水泥管道	金属管道	塑料管道
承压强度	较低	较高	较高
使用寿命	20-30年	30年	50年
卫生情况	不卫生	不卫生	卫生
重复利用	产生许多不可回收利用的建筑垃圾	可回收利用	可回收利用
理化性能	耐冲击、不耐腐蚀、耐磨性差	耐冲击、耐磨性、易生锈、易腐蚀	耐腐蚀、冲击、摩擦
粗糙度	较高	适中	几乎为零
破损率	较高	几乎为零	较低
过水能力	较弱	较强	较强
施工难度	施工机械多、工期长	施工机械多、工期长	无需借助大型机械、工期短
工程造价	管材价格较低、施工成本高	管材价格较高、施工成本高	管材价格较高，施工成本低
重量	重	重	轻
产业政策导向	/	逐渐淘汰	鼓励

资料来源：华经产业研究院、开源证券研究所

塑料管材上游主要是石油化工行业，下游应用领域主要包含农业、建筑、市政。塑料管材上游是煤炭和石油化工行业，主要包含 PVC、PE、PP 等高分子聚合物，原材料成本与原油或煤炭价格相关性较高。中游是塑料管材生产供应环节，根据原材料不同，塑料管材主要分为 PVC 管、PE 管、PPR 管。塑料管材下游应用主要为农业、市政、建筑、电力材料行业，2020 年需求占比分别为 29%、30.4%、14.5%、9.4%。

图20：塑料管材上游是石油化工行业，主要应用于农业灌溉、建筑和市政领域



资料来源：华经产业研究院、开源证券研究所

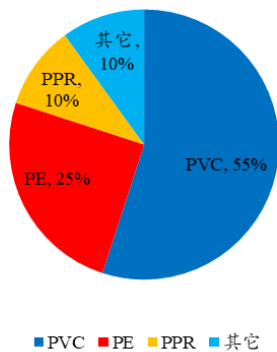
注：百分比数据为 2020 年塑料管材下游应用占比

目前 PVC 管仍为我国主流塑料管材产品，PE 管对 PVC 管具有一定的替代性；PPR 管和 PVC 管应用领域相对独立。根据原材料不同，国内塑料管材主要分为聚氯乙烯（PVC）管、聚乙烯（PE）管、冷热水用聚丙烯（PPR）管，2020 年产量市占率分别为 55%、25%、10%。PVC 管是我国应用最广泛的塑料管材，生产技术相对成熟，价格优势明显，且具有抗压性强、输水效率高、水密性强等优势，广泛应



用于建筑排水、市政给排水、电缆电线护套、农业灌溉。随着 PE 管应用领域不断拓展，PE 管对 PVC 管具有一定的替代性；PPR 管和 PVC 管替代性较弱：(1) **PPR 管和 PVC 管应用领域相对独立**；PVC 管在高温紫外线照射下易产生有毒物质且耐热性较差，不宜用于直接饮用水管、热水管；PPR 管具有环保无毒、耐高温、保温性较强、机械强度大等优势，主要应用于建筑给水（包含直接引用水管）、采暖管道。(2) **PE 管将在市政给水和电线电缆护套领域逐步替代 PVC 管，农业灌溉领域仍以经济性较强的 PVC 管为主，市政燃气以耐腐蚀性以及韧性较强的 PE 管为主**；相较于 PVC 管，高性能 PE 阻燃性、腐蚀性更强且密度更低，在电线电缆护套领域将逐步替代 PVC 管；PE 管柔韧性、耐热耐寒性更强，在市政给水领域将加速替代 PVC 管材。

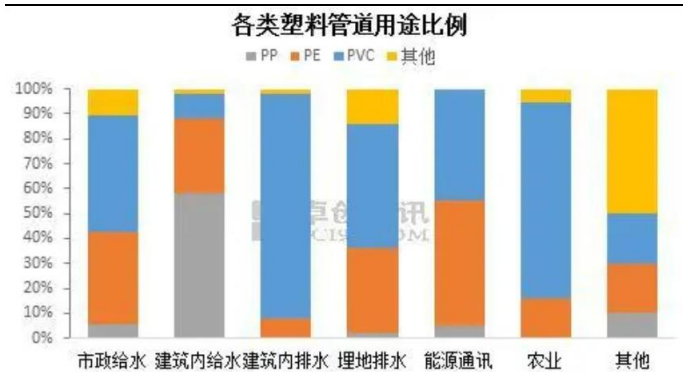
图21：目前 PVC 管仍为主流塑料管材产品



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

注：2020年中国塑料管道产量结构

图22：PPR 管和 PVC 管应用领域相对独立



资料来源：卓创资讯

表4：PE 管对 PVC 管具有一定的替代性，PPR 管和 PVC 管应用领域相对独立

管材种类	优点	缺点	主要应用领域
PVC	抗压性能较强；输水效率高；耐酸碱性强；水密性较强；硬度较强	耐压能力低，易爆裂；耐热性差；在高温紫外线照射下，聚氯乙烯易降解产生有毒物质	建筑排水、市政给排水、电缆电线护套、农业灌溉
PE	柔韧度较高；无毒环保；耐热耐寒性能较强；刚性和韧性较强	抗压性和强度较差	市政给排水、市政燃气、农业灌溉、电力和光纤护套、采暖管道
PPR	环保无毒；机械强度大；水流阻力小；耐高温，保温性强	抗压性较差	建筑给水（可用于饮用水管）、高压电缆护套、采暖管道

资料来源：伟星新材招股说明书、华经产业研究院、开源证券研究所

## 2.2、重修支撑零售需求增速韧性，基建市政多点开花

根据客户进行划分，塑料管材需求分为三类：(1) 家装需求，主要来源于毛坯房装修以及存量房、二手房翻新需求；(2) 市政需求，主要来源于市政给排水、采暖、燃气管道的需求，与基建投资的相关性较高；(3) 建筑需求，主要来源于建筑给排水、采暖、燃气管道的需求，与地产竣工面积的相关性较高。

我国塑料管材行业发展分为两个阶段：

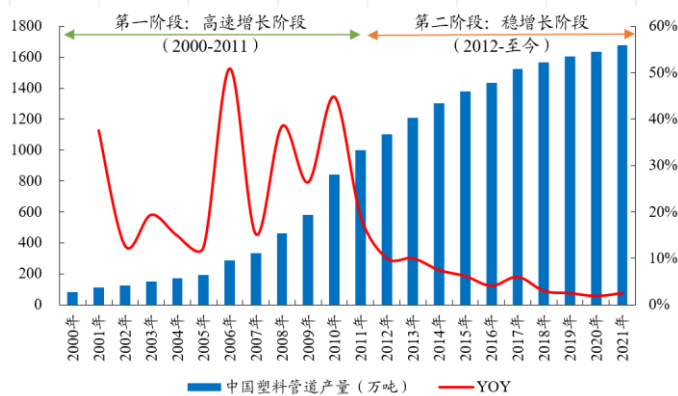
## 第一阶段：高速增长阶段（2000-2011年）

“以塑代钢”政策是核心驱动力。建设部等四部门发布《关于在住宅建设中淘汰落后产品的通知》，规定自2000年6月1日起，PVC-U管替代易生锈的铸铁管用于建筑排水领域，PPR、PE-X替代易生锈的镀锌钢管用于建筑给水领域。塑料管材生产技术、资金壁垒比较低，在“以塑代钢”政策以及地产黄金十年催化下，国内塑料管材行业步入快速扩张期，产量由2000年80万吨快速增长至2011年的1000万吨，CAGR达25.8%。

## (2) 第二阶段：高质量发展阶段（2012-至今）

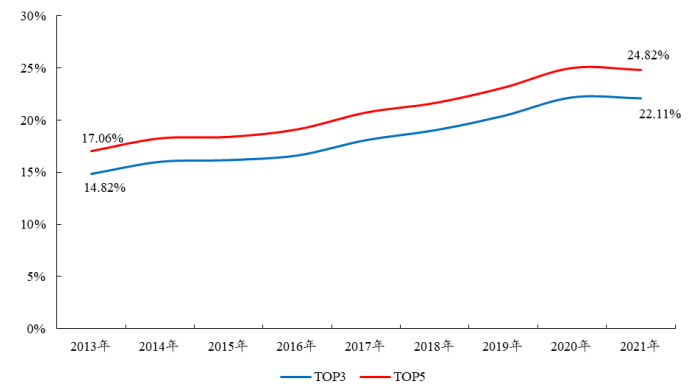
由于塑料管材的技术和资金壁垒较低，市场呈现高度分散的特征，低端产品产能过剩。随着地产增速以及城镇化进程趋缓，同时行业标准化水平不断提升，塑料管材行业步入高质量发展阶段，行业产销量增速趋缓，2012-2021年产量、销量CAGR分别为4.8%、4.5%。在此阶段，龙头竞争优势更加凸显，市场竞争格局逐步优化，TOP5市占率由2012年的17.1%增长至2021年的24.8%。

图23：目前我国塑料管材市场处于稳增长阶段



数据来源：可行性研究报告网、智研咨询、华经产业研究院、中国塑料加工工业协会、开源证券研究所

图24：塑料管材市场集中度逐步提升

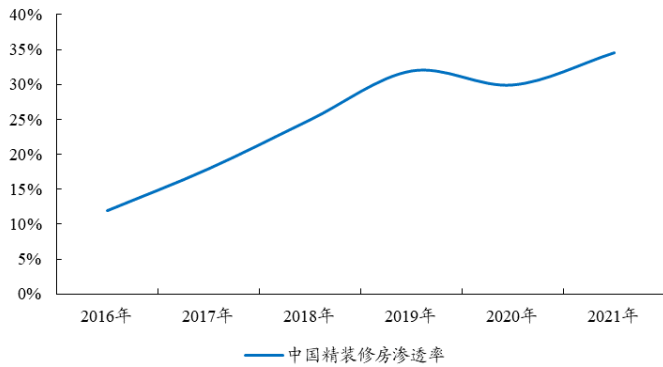


数据来源：智研咨询、中研网、各公司公告、开源证券研究所

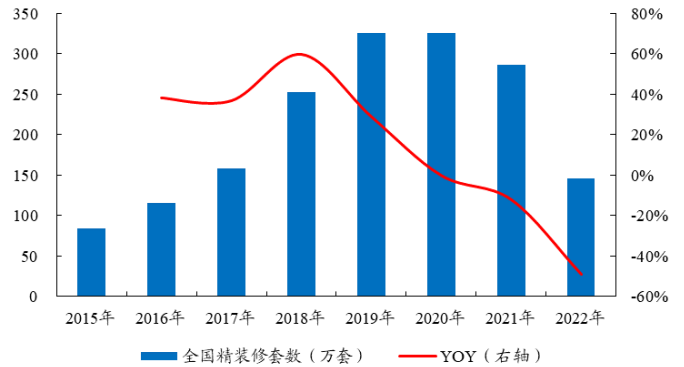
注：根据销量计算市占率

### 2.2.1、家装需求：精装修对零售渠道的冲击或将减弱，重修有望支撑需求韧性

政策驱动乏力，精装修对零售渠道的冲击或将减弱。2017年住建部出台《建筑业发展“十三五”规划》，规定“到2020年新开工全装修成品住宅面积达到30%”，在政策驱动下精装房渗透率加速提升，由2016年的12%增长至2020年的30%，2016-2020年国内精装修市场规模CAGR达29.44%，对消费建材零售渠道冲击较大。2022年1月住建部出台《“十四五”建筑业发展规划》，未对精装修渗透率提出具体目标，政策驱动乏力，叠加信用风险导致地产行业景气度下行，2022年全国精装修市场规模同比降低49%。且精装房存在质量难以保障、高价低配、装修风格单一等痛点，我们认为，在精装修痛点未有效缓解且政策驱动乏力的情况下，精装房渗透率的提升或将减缓，对消费建材零售渠道的冲击或将减弱。

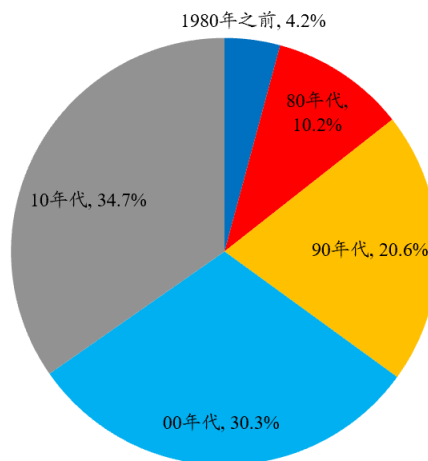
**图25：2021年中国精装房渗透率达34.6%**


数据来源：观研天下、中国房地产网、凤凰网房产、开源证券研究所

**图26：2022年中国精装修市场规模同比降低49%**


数据来源：奥维云网、中研网、开源证券研究所

**地产进入存量时代，重装有望支撑需求韧性。**2000年之前住房装修普遍使用镀锌管，镀锌管存在易生锈、易生细菌、使用寿命短等问题，自1999年底政策出台后塑料管道在家装领域的渗透率快速提升。一般情况下，2000年前装修的住房，重装时需全部替换成塑料管材；2000年之后装修的住房，水电翻新周期约15-20年。从中长期来看，“房住不炒”主基调不变，房地产逐步进入存量时代，二手房和存量房重装有望支撑管材需求韧性：（1）**二手房交易占比提升**，新建住房市场增速趋缓，二手房在国内住宅市场的重要性有望逐步提升，按照销售额口径，2021年二手房交易占比为28%；按照销售面积口径，2021年二手房交易占比为17%；（2）**存量房释放翻新改造需求**，根据统计局2020年人口普查数据，房龄为10-20年的住房占比约30.3%，房龄超过20年的住房占比约35%，存量房翻新改造需求或将逐步释放。

**图27：截至2020年末，房龄超过20年住宅占比35%**


数据来源：第一财经、开源证券研究所

我们对管材家装需求进行测算，作出如下假设：

（1）假设2023-2025年全国商品房销售面积同比增速分别为0%、-5%、-5%；其中期房占比分别为80%、77%、75%；

(2) 假设 2023-2025 年全国房屋竣工面积同比增速分别为 12%、-2%、-3%；

(3) 2021 年精装房渗透率为 34.6%，国家未进一步对精装房渗透率制定具体目标，我们认为精装房渗透率提升速率有望趋缓，假设 2022-2025 年精装房渗透率分别为 35%、35.5%、36%、36.5%；

(4) 假设 100 平方米的住房配置一厨一卫，单户管材需求量为 60 米；

(5) 假设 2021 年管材单位售价 30 元/米，随着重装需求逐步释放，假设售价逐年增长 1 元/米；

(6) 随着房地产市场逐步进入存量时代，二手房交易占比有望逐步提升，2022-2025 年二手房交易面积占比分别为 19%、20%、21%、22%；二手房成交中，假设 10% 进行水电改造。

根据我们测算，2025 年塑料管材家装需求有望达到 205.74 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 2.17%。其中 2025 年新房需求为 128.89 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 -0.5%，市场规模占比由 2021 年的 69.7% 下降至 2025 年的 62.6%；2025 年二手房和存量房重装需求达到 76.85 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 7.62%，市场规模占比由 2021 年的 30.3% 提升至 2025 年的 37.4%。随着地产逐步进入存量时代，重装有望带来新增量空间，支撑管材需求韧性。

**表5：2025 年塑料管材家装需求有望达到 205.74 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 2.17%**

	2021 年	2022 年	2023E	2024E	2025E
管材单位用量 (米/100 平方米)	60	60	60	60	60
单位售价 (元/米)	30	31	32	33	34
<b>新房市场</b>					
中国商品房销售面积 (亿平方米)	17.94	13.58	13.58	12.90	12.26
YOY		-24.3%	0%	-5%	-5%
其中：期房占比	87.0%	82.7%	80.0%	77.0%	75.0%
中国房屋竣工面积 (亿平方米)	10.14	8.62	9.66	9.46	9.18
YOY		-15%	12%	-2%	-3%
精装房渗透率	34.5%	35.0%	35.5%	36.0%	36.5%
毛坯房装修需求 (亿平方米)	7.31	6.16	6.74	6.56	6.32
<b>塑料管材市场规模-毛坯房需求 (亿元)</b>	<b>131.52</b>	<b>114.62</b>	<b>129.32</b>	<b>129.95</b>	<b>128.89</b>
<b>重装市场</b>					
存量房重装需求 (亿平方米)	2.81	2.96	3.10	3.26	3.42
二手房重装需求 (亿平方米)	0.39	0.32	0.34	0.34	0.35
二手房交易占比	17%	19%	20%	21%	22%
水电改造比例	10%	10%	10%	10%	10%
重装需求 (亿平方米)	3.21	3.27	3.44	3.60	3.77
<b>塑料管材市场规模-重装需求 (亿元)</b>	<b>57.28</b>	<b>60.90</b>	<b>66.10</b>	<b>71.31</b>	<b>76.85</b>
<b>塑料管材市场规模 (亿元)</b>	<b>188.80</b>	<b>175.52</b>	<b>195.42</b>	<b>201.26</b>	<b>205.74</b>

数据来源：Wind、中国房地产网、凤凰网房产、澎湃新闻、乐居网、中国网财经、开源证券研究所

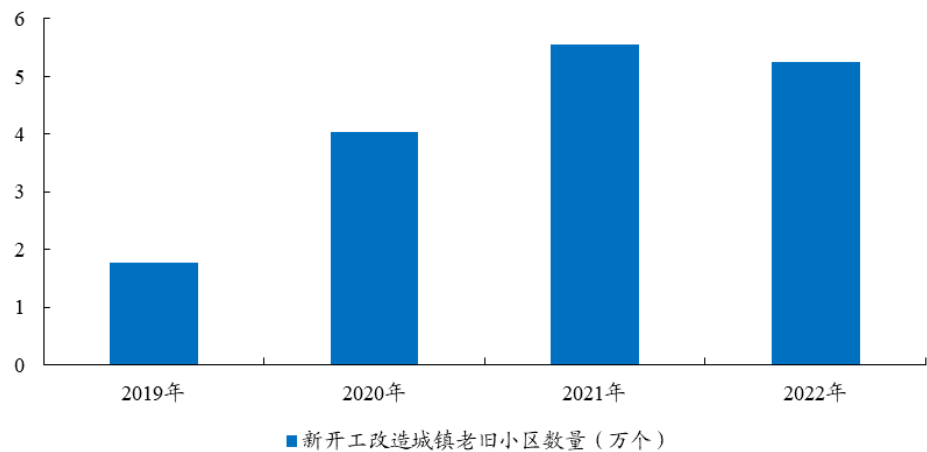
### 2.2.2、基建市政需求：政策驱动，多点开花

根据用途划分，管道在市政基建领域的应用主要分为给水管、排水管道、燃气管道、供热管道、电力电缆管道。塑料管材应用领域多点开花，从中期来看，旧改存量管材更新、市政老旧管材更新、海绵城市有望拉动塑料管材市政和基建需求，成为行业增长新亮点。

**旧改全面取代棚改，有望拉动 555 亿元塑料管道需求。**2021 年底住建部发布

《“十四五”公共服务规划》，2021-2025 年计划完成对在 2000 年建成的 21.9 万个城镇老旧小区的改造任务，2021-2022 年已开工改造城镇老旧小区 10.81 万个，已开工占比为 49.36%。旧改对管材需求拉动主要来源于两方面：（1）**室内给排水系统**，2000 年前建筑给排水管基本使用镀锌管，按照政策规定给水管更换成 PPR 管材，排水管更换成 PVC 管材；（2）**室外雨污排水系统**，主要使用双壁波纹管。我们对旧改塑料管材需求进行测算，21.9 万个城镇老旧小区对应建筑面积 31.54 亿平方米，参考《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》（2017），假设 100 平方米住房室内需要安装 60 米塑料管道，每个小区污水外线长度为 1240m；室内管材平均价格为 25 元/米，双壁波纹管价格为 30 元/米；根据我们测算，2021-2025 年老旧小区改造有望拉动 555 亿元塑料管道需求。中期来看，老旧小区改造有望成为行业增长新亮点。

**图28：2021-2022 年新开工改造城镇老旧小区 10.81 万个**



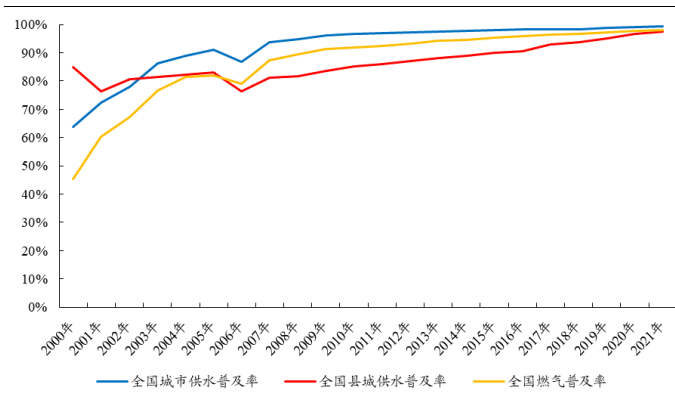
数据来源：前瞻经济学人、新华社、凤凰网房产、人民网、开源证券研究所

**海绵城市试点+老旧管道更新，有望进一步支撑市政基建需求稳健增长。**受益于城镇化的加速推进，市政管道需求保持稳健增长，截至 2021 年末，城市排水/供水/燃气管道存量长度为 87.23/105.99/92.91 万公里，2002-2021 年 CAGR 达 8.89%/6.64%/16.92%。从细分领域来看，2021 年城市供水和燃气普及率分别达到 99.38%、98.04%，接近饱和，给水管道和燃气管道增速趋缓；随着人口基数增长以及降雨量逐年增加，排水系统的重要性日益凸显，2016-2021 年新建排水管道长度 CAGR 为 13.43%，高于供水管道（2.68%）和燃气管道（8.21%）。根据上述分析特征，我们认为从中期来看，塑料管材在市政基建领域的增长点主要来源于两方面：

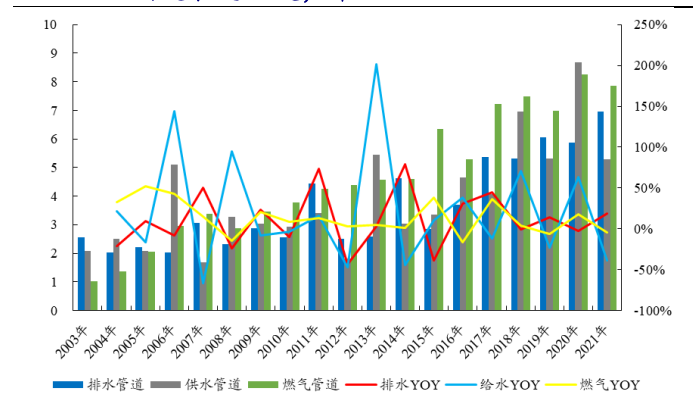
### （1）政策支持力度加大，助力老旧管道更新需求加速释放

目前市政管网系统中有很多老旧管道，存在管道材质差、变形坍塌、漏水等问题，潜在改造更新需求较大。2022 年 7 月住建部发布《“十四五”全国城市基础设施建设规划》，预计新建改造供水、污水、燃气管网的长度分别为 10.4、8、24.7 万公里。政策支持力度加大，有望驱动存量管道更新需求加速释放，我们对塑料管材需求量进行测算，2021-2025 年新建改造管网、燃气管道有望拉动 75 亿元塑料管材需求。



**图29：燃气和供水普及率接近饱和**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图30：2016-2021 年新建排水管道长度 CAGR 为 13.43% (新建管道长度, 单位: 万公里)**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## (2) 海绵城市进入快速发展期，排水管道潜在需求空间广阔

海绵城市是指充分发挥建筑物、道路、绿地等对雨水的系统、渗透和缓释作用，有效控制雨水径流，实现自然积累、自然渗透和自然净化的城市发展模式。海绵城市能够有效解决城市内涝灾害、雨水净径流污染、水资源短缺等突出问题。2022年7月住建部发布《“十四五”全国城市基础设施建设规划》，2021-2025年计划选取约50个城市开展示范。目前我国海绵城市仍处于理论阶段，建设工程尚未成熟，“海绵体”体积较小且效果不明显。从中长期来看，原有市政雨水排水模式具有水资源浪费、环境污染、加大城市内涝灾害风险等缺点，不符合可持续发展，海绵城市是未来城市发展的大趋势；随着政策大力推进，海绵城市建设进入快速发展期，随着海绵城市建设体系逐步成熟，排水管道潜在需求空间广阔。

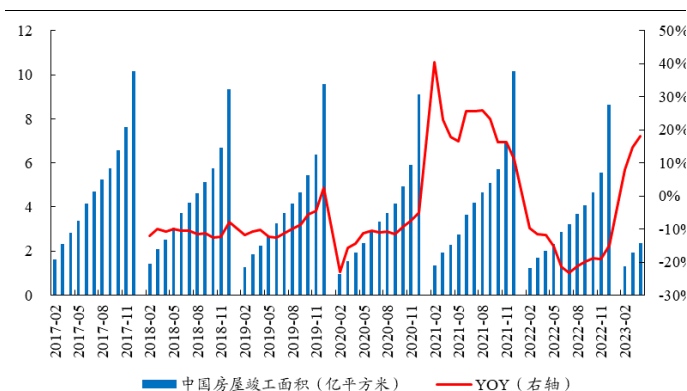
**表6：国家大力支持海绵城市建设**

时间	来源	政策内容
2014年2月	《住房和城乡建设部城市建设司2014年工作要点》	提出建设海绵型城市的新概念，将编制《中国城市排水防涝设施建设规划》。
2014年10月	《海绵城市建设技术指南——低影响开发雨水系统构建（试行）》	给出海绵城市技术指导、定义、规划标准等。
2014年12月	《关于开展中央财政支持海绵城市建设试点工作的通知》	中央财政对海绵城市建设试点给予专项资金补助，一定三年，具体补助数额按城市规模分档确定，直辖市每年6亿元，省会城市每年5亿元，其他城市每年4亿元。
2015年10月	《关于推进海绵城市建设的指导意见》	通过海绵城市建设，综合采取“渗、滞、蓄、净、用、排”等措施，最大限度地减少城市开发建设对生态环境的影响，将70%的降雨就地消纳和利用。到2020年，城市建成区20%以上的面积达到目标要求；到2030年，城市建成区80%以上的面积达到目标要求。
2016年2月	《国务院关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》	推进海绵建设，在城市新区、各类园区、成片开发区全面推进海绵城市建设。在老城区结合棚户区、危房改造和老旧小区有机更新，妥善解决城市防洪安全、雨水收集利用、黑臭水体治理等问题。加强海绵型建筑与小区、海绵型槽沟与广场、海绵型公园与绿地、绿色蓄排与净化利用设施等建设。
2017年5月	关于印发全国城市市政基础设施建设“十三五”规划的通知	提出加快推进海绵城市建设，2020年20%以上城市建成区面积须达到海绵城市目标要求，2030年该比例达到80%。
2019年5月	《城市地下综合管廊运行维护及安全技术标准》	对海绵城市建设的评价内容、评价方法等作了规定。要求海绵城市的建设要保护自然生态格局，采用“渗、滞、蓄、净、用、排”等方法实现海绵城市建设的综合目标。
2021年12月	《黄河流域水资源节约集约利用实施方案》	促进雨水利用，将海绵城市建设理念融入城市规划建设管理各环节，提升雨水资源涵养能力和综合利用水平。
2022年4月	《关于进一步明确海绵城市建设工作有关要求的通知》	落实“十四五”规划《纲要》有关要求，扎实推动海绵城市建设，增强城市防洪排涝能力。
2022年11月	《“十四五”生态环境领域科技创新专项规划》	研究气候变化等多重胁迫下区域水生态环境响应机制，研发基于海绵城市建设理念的排水系统及绿色基础设施建设范式。
2023年4月	《关于做好2023年城市排水防涝工作的通知》	践行海绵城市建设理念。提升城市韧性，把海绵城市理念融入到排水防涝规划建设项目中，坚持生态措施与工程措施相结合，充分发挥城市河道、湖泊、湿地、绿地以及调蓄设施蓄滞雨水、削减延缓雨水径流峰值流量的作用。

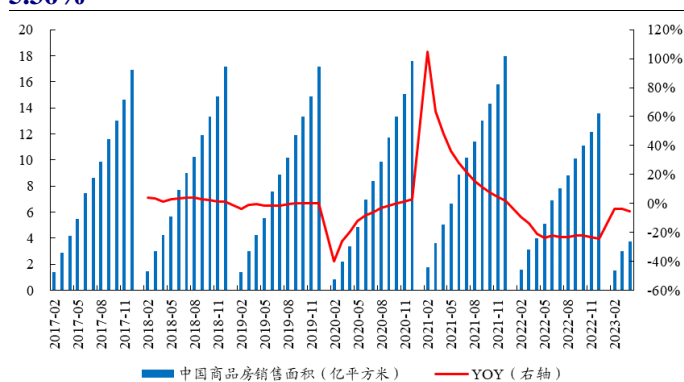
资料来源：住建部、工信部、国务院、开源证券研究所

### 2.2.3、建筑需求：竣工端加速修复，短期建筑管材需求有望稳步回暖

在保交楼、融资端利好政策助推下，地产竣工端加速修复，2023年1-4月累计竣工面积同比+18.21%，相较于1-3月改善3.49pct。在需求端政策催化下，被抑制的刚需刚改需求在2023Q1加速释放，2023Q1国内商品房销售面积同比-3.54%，相较于2022年末大幅改善20.75pct；刚需刚改脉冲释放后，地产销售需求走弱，2023年1-4月累计销售面积同比-5.36%，相较于1-3月降幅扩大1.82pct。我们认为在经济增速趋缓、人口结构变化的背景下，地产销售未见显著回暖的趋势，竣工端有望成为地产“稳增长、控风险”的重要抓手。随着各地陆续下达保交楼目标，我们认为短期地产竣工端有望延续修复态势。在建筑领域，塑料管材主要用于给水、排水、供暖领域，位于地产后周期产业链，我们认为有望受益于竣工端修复趋势，短期内建筑管材需求有望稳步回暖。

**图31：2023 年地产竣工加速修复**


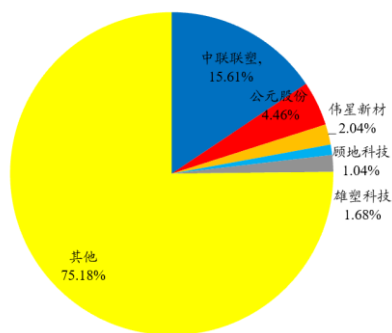
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图32：2023 年 1-4 月中国商品房累计销售面积同比-5.36%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

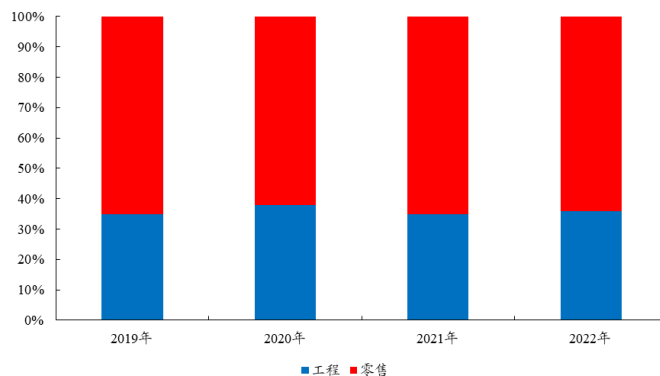
### 3、渠道+服务构筑护城河，管理文化筑牢发展基石

深耕细分赛道，伟星新材成为塑料管材零售领域的龙头。从管材管件整个行业来看，根据销量口径进行计算，2021 年公司市占率仅 2.04%，位于行业第三，仅次于中国联塑（15.61%）、公元股份（4.46%）。但从细分领域来看，中国联塑、公元股份、雄塑科技等行业龙头以工程业务为主，公司实施差异化竞争策略，深耕零售领域，渠道扁平化和“产品+服务”商业模式构筑核心竞争力，根据销售额口径进行计算，公司在零售领域的市占率约 20%，成为塑料管材零售领域的龙头。

**图33：从整个行业来看，2021 年公司市占率仅 2.04%**


数据来源：智研咨询、中研网、Wind、开源证券研究所

注：市占率是根据销量口径进行计算

**图34：公司零售业务营收占比维持在 65%左右**


数据来源：Wind、开源证券研究所

#### 3.1、管理层具备高度前瞻性和定力，筑牢发展基石

公司管理层管理经验丰富，在经营中具备高度的战略前瞻性和定力；且核心管理层在公司任职时间较长，为公司长期战略的制定和实施奠定了坚实基础：

**表7：公司管理层管理经验丰富（截至 2022 年 12 月 31 日）**

姓名	职位	任职起始日期	任期终止日期	2022 年末持股数量（万股）	专业背景
金红阳	董事长、总经理	2007 年 12 月 16 日	2026 年 1 月 5 日	1,656.30	工商管理硕士,正高级经济师,具有 30 多年的企业决策和经营管理经验
章卡鹏	董事	2007 年 12 月 16 日	2026 年 1 月 5 日	8,253.84	工商管理硕士,正高级经济师,具有 40 多年的企业决策管理经验
张三云	董事	2007 年 12 月 16 日	2026 年 1 月 5 日	3,126.92	工商管理硕士,正高级经济师,具有 30 多年的企业决策管理经验
谢瑾琨	董事	2007 年 12 月 16 日	2023 年 1 月 6 日	1,300.46	工商管理硕士,具有 30 年的投资和管理经验
冯济府	董事	2007 年 12 月 16 日	2026 年 1 月 5 日	-	新闻本科学历,具有丰富的企业管理和行政管理经验
徐有智	董事	2013 年 12 月 4 日	2023 年 1 月 6 日	-	政治经济学研究生学历,具有丰富的金融投资和企业管理经验
宋义虎	独立董事	2020 年 1 月 15 日	2026 年 1 月 5 日	-	材料科学与工程博士
郑丽君	独立董事	2020 年 1 月 15 日	2026 年 1 月 5 日	-	会计学本科学历,高级会计师
祝卸和	独立董事	2020 年 1 月 15 日	2026 年 1 月 5 日	-	工商管理硕士
陈国贵	监事会主席	2011 年 5 月 9 日	2026 年 1 月 5 日	-	植物病理学硕士研究生学历,高级工程师,具有丰富的科研工作经验
方赛健	监事	2015 年 5 月 15 日	2026 年 1 月 5 日	-	行政管理本科学历,具有丰富的营销管理经验,曾任公司上海科技副总经理等,现任公司监事、暖通事业部总经理等
王俊	监事	2021 年 7 月 31 日	2026 年 1 月 5 日	0.11	市场营销本科学历,具有丰富的生产管理经验
施国军	副总经理	2007 年 12 月 16 日	2026 年 1 月 5 日	1,033.12	有机化工本科学历,具有丰富的市场营销和管理经验
谭梅	董秘	2007 年 12 月 16 日	2026 年 1 月 5 日	859.74	工商管理硕士研究生学历,高级经济师,具有丰富的投资和管理经验
	副总经理	2010 年 12 月 10 日	2026 年 1 月 5 日		
戚锦秀	副总经理	2015 年 5 月 27 日	2026 年 1 月 5 日	365.46	工商管理本科学历,具有丰富的生产管理和项目管理经验
陈安门	财务总监	2007 年 12 月 16 日	2026 年 1 月 5 日	601.82	审计学本科学历,具有丰富的财务管理与审计经验
郑敏君	副总经理	2021 年 8 月 10 日	2026 年 1 月 5 日	65.00	公共事业管理本科学历,高级经济师,具有丰富的企业文化建设与人力资源管理经验
朱晓飞	副总经理	2021 年 8 月 10 日	2026 年 1 月 5 日	65.00	会计学本科学历,具有丰富的财务管理经验
洪义华	副总经理	2021 年 8 月 10 日	2026 年 1 月 5 日	-	工商管理本科学历,高级经济师,具有丰富的生产管理经验

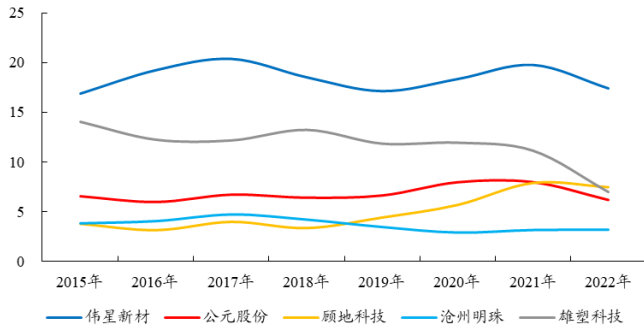
资料来源：公司公告、开源证券研究所

(1) **公司实施差异化竞争策略，切入零售赛道**，中国联塑、公元股份等龙头企业以工程业务为主，塑料管道的技术和资金壁垒较低，同质竞争激烈，公司实施差异化竞争策略，以 PPR 管材为主营业务，切入零售赛道，成为细分领域龙头。

(2) **坚持稳健经营的长期战略**：**a、工程业务方面**，在房地产高速发展以及精装房渗透率加速提升的期间，公司始终坚持稳健经营的长期战略，不以较宽松的回款政策大力拓展工程业务，公司严格审核客户的信用资质，与回款情况较好的优质客户合作，工程业务应收账款控制在 3 个月之内，公司现金流表现显著优于其他管材企业，同时公司面临信用减值风险较小，盈利能力较稳健。**b、零售业务方面**，

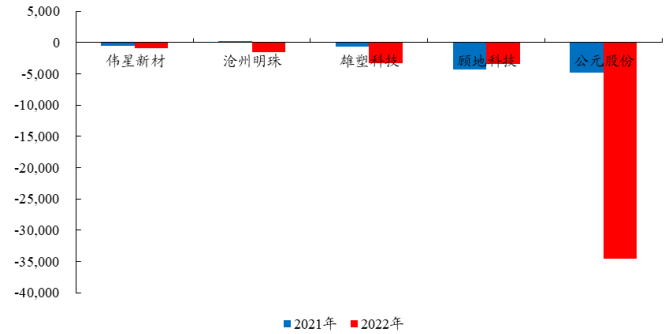
经销渠道具有扁平化特征，虽然相较于传统经销模式，渠道扩展速度缓慢，但公司对终端网点产品质量和价格体系具有较强的管控力，有效保证渠道质量，公司业绩增速维持较强韧性。

图35：公司应收账款周转率位于行业较高水平



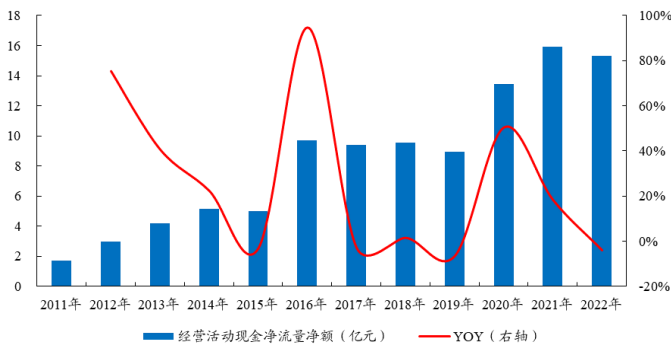
数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：2022年公司信用减值损失为858万元



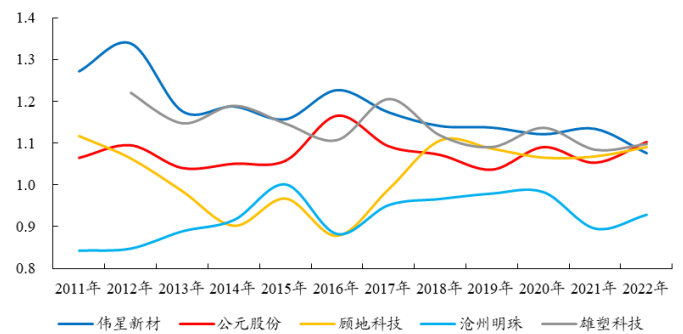
数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：公司经营活动现金流量净额呈现上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：公司收现比较稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) **维持较高的市场敏感度**，相较于传统经销模式，公司零售经销模式用销售分公司取消省级代理商，且打造扁平化经销体系，有利于维持较高市场敏感度，充分了解消费者的痛点，2012年、2017年分别提出“产品+服务”商业模式、同心圆战略，助力公司业绩和估值双提升。

### 3.2、渠道扁平化+“产品和服务”商业模式，共筑企业核心竞争力

**渠道扁平化+星管家服务，共筑企业核心竞争力。**管材业务可分为零售、市政工程和建筑工程业务三类。零售和工程业务存在较大差异：(1) 客户性质不同，工程客户主要为房企、自来水公司、燃气公司、工程公司和政府，零售客户主要为家装公司、工长和业主，零售客户分布较分散，因此零售业务销售模式以经销为主，**销售渠道是企业核心竞争力**；(2) 零售产品附加值更高，公司产品价格总体执行成本加成的定价原则，在零售业务中，管材企业议价权较强，因此相较于工程产品，零售产品的毛利率较高且更稳定；同时，管材属于家装隐蔽工程，除产品外，施工质量和漏水检测是确保家装给排水工程质量的关键，**企业可通过提供优质售后服务提高附加值。**



### 3.2.1、扁平化助力渠道稳健拓展，市场渗透率仍有较大提升空间

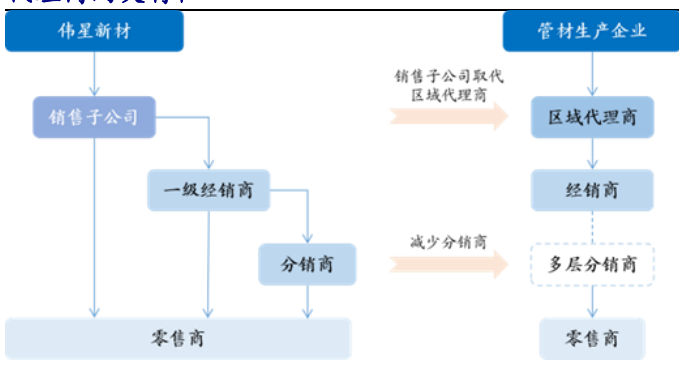
由于客户布局较分散，零售业务销售模式以经销为主。公司自 2005 年开始布局零售渠道，目前已基本搭建全国性营销网络框架。公司经销渠道分为三类：（1）销售分公司——营销网点；（2）销售分公司——一级经销商——营销网点；（3）销售分公司——一级经销商——分销商——营销网点。

相较于传统经销模式，公司零售经销渠道具有扁平化和分公司取代省级代理商两大特点：

（1）**分公司取代省级代理商**，传统经销渠道通常包含省级代理商和市级代理商，代理商具有强大的资源整合能力，有利于快速拓展市场，但公司对销售渠道的掌控力较弱，对市场需求敏感度降低，业绩较依赖于大型代理商，公司设立销售分公司取代省级代理商，直接管理网点和经销商，在稳步拓展市场的基础上，充分了解消费痛点，2012 年创新性提出“星管家”服务模式，市场认可度较高，在品牌影响力加速提升的同时，产品附加值也有所提升。

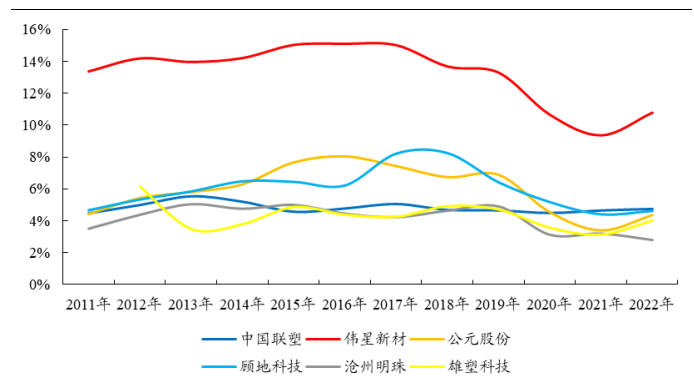
（2）**渠道扁平化**，传统经销渠道层级通常为 4-5 层，公司采用扁平化经销模式，经销层级仅 2-3 层，除了用销售分公司取代省级代理商之外，公司在部分地区下设一级经销商和一级分销商，其中经销商仅销售公司产品，渠道扁平化需要更多销售人员拓展市场，导致费用率较高，同时市场拓展速度较慢，但具有两个优势：a、**渠道掌控力较强**，传统经销渠道市场拓展速度较快，但容易出现窜货、假货的现象，公司稳步拓展经销渠道，加强对终端价格以及产品质量的管控，市场认可度持续提升，夯实品牌基础；b、**提升经销商利润空间**，扁平化经销模式有利于减少中间加价环节，提升经销商利润空间，激发经销商主观能动性。

图39：公司零售经销渠道具有扁平化和分公司取代区域代理商两大特征



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图40：公司销售费用率远高于其他塑料管材公司



数据来源：Wind、开源证券研究所

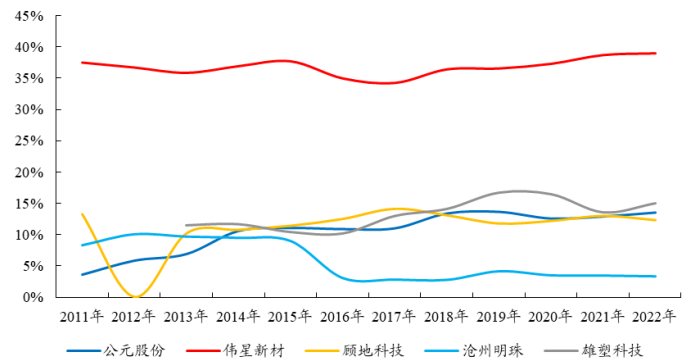
公司稳步拓展零售市场，多元化考核激发经销商活力。截至 2022 年末，公司共设立 40 家销售公司，拥有 1000 多家一级经销商，拥有 3 万多家营销网点。公司坚持稳健经营发展理念，在保证渠道质量的同时，稳步拓展市场，营销网点数量由 2017 年的 2 万多家增长至 2022 年的 3 万多家，平均每年净增加 1000-2000 家。自 2013 年公司销售人员稳步增长，由 2013 年的 979 人逐步增加至 2022 年的 1745 人，销售人员占比远高于其他塑料管材企业，公司销售团队通过助力开拓市场、开发客户、管理团队等方式赋能经销商；同时，公司对经销商设置多元化考核目标，包括配套率、销售额等，充分调动经销商积极性。

图41：自 2013 年公司销售人员呈现稳步增长趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

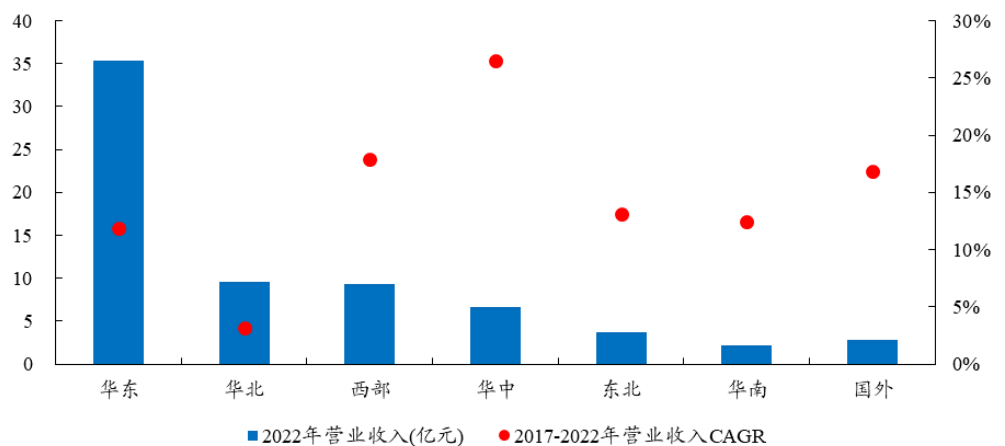
图42：公司销售人员占比远高于同行其他企业



数据来源：Wind、开源证券研究所

**渠道下沉+开拓新市场，市场渗透率仍有较大提升空间。**截至 2022 年末，公司拥有浙江临海、上海、天津、重庆、陕西西安、泰国六大生产基地，口径较小的 PPR 管材运输半径约 1000 公里，公司产能覆盖华东、北部、西南、华中地区等核心需求市场。**公司持续完善渠道布局，渗透率仍有较大提升空间：**(1) **渠道持续下沉**，目前公司销售以一二线城市为主，针对市场较成熟、市占率较高的华东地区，渠道突破方向为下沉至低能级城市，提高市占率；(2) **开拓新市场**，目前公司营业收入主要来源于华东市场，公司积极开拓市场，同时西安工业园于 2019 年建成投产，近五年公司在西部和华中地区取得的成绩较亮眼，2017-2022 年营收 CAGR 分别为 17.87%、26.46%，未来公司将持续加大薄弱、空白市场的拓展力度，市场渗透率仍有较大提升空间。

图43：在渠道下沉的同时，公司积极开拓华中、东北等空白市场



资料来源：Wind、开源证券研究所

### 3.2.2、开创“产品+服务”商业模式，PPR 管材业务进入新一轮成长周期

家装给排水工程属于隐蔽工程，漏水是最大的痛点。为了节省空间、装饰美观，家装给排水管道、采暖管道的安装大多采用暗装方式，管道暗装主要包含四种形式：(1) 卫生间和厨房的给排水管道通常进行嵌墙暗敷；(2) 给排水管道的分干管通

常进行地面垫层埋设；(3) 采暖管道通常采取沟槽内埋设；(4) 利用吊顶隐蔽管道；因此，家装给排水工程属于隐蔽工程。在家装过程中，一般由家装公司或工长统一采购塑料管材，水电工负责施工，但水电工没有受过系统性培训，施工质量难以保障，且消费者难以直接判断隐蔽工程的好坏，如果业主居住后发生漏水，管道替换难度较大，较高的维修成本往往由业主承担，因此漏水是家装管道行业最大的痛点。

**图44：卫生间和厨房的给排水管道通常采用嵌墙暗敷的方式**



资料来源：公司官网

**公司成为行业开创“产品+服务”商业模式的先驱。**公司保持较高的市场敏感度，精准洞察消费者痛点，2012年公司率先推出免费增值服务——“星管家”服务，成为行业开创“产品+服务”商业模式的先驱。客户在装修公司或门店购买管材并获取服务凭证，水管安装完毕后预约星管家服务，星管家服务主要包含：(1) 鉴别产品真伪；(2) 测试管道水压，检查焊接质量；(3) 拍摄数码管路图，方便日后管路改造；(4) 告知安全注意事项，开具质保卡——产品质量+焊接质量的双重保证。公司星管家服务团队主要包括销售分公司自有以及一级经销商的星管家人员，星管家服务人员由公司统一进行培训，执行统一的服务标准。

图45：公司“星管家”给水验收服务流程

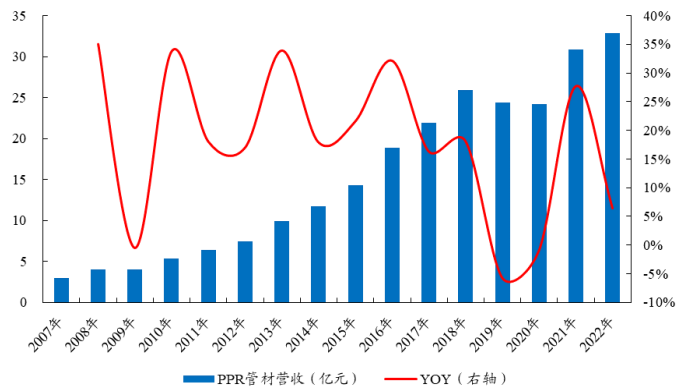
给水验收服务流程



资料来源：公司官网

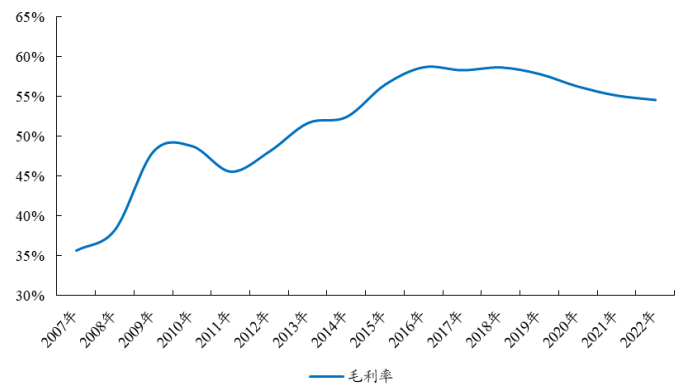
星管家服务带来较高产品溢价，PPR 管材业务进入新一轮成长周期。星管家服务有效解决行业痛点：（1）质检验收能弥补由于水电工经验不足产生的施工质量问题，（2）产品质量+焊接质量的双重质保服务为消费者提供优质的售后服务，解决维修困难、成本高的痛点。一般情况下，100 平方米的住宅，消费者装修需花费 5-10 万，给排水材料费用仅花费 1000-3000 元，占装修总成本的比例较低，叠加隐蔽工程痛点显著，消费者对于塑料管材价格的敏感度较低，且优质的质检售后服务有效解决消费者痛点，具有较高的溢价空间。公司“产品+服务”商业模式获得市场广泛认可，公司 PPR 管材业务进入新一轮成长周期，2012-2018 年营收 CAGR 达 23.10%，同时星管家服务带来较高的产品溢价，PPR 管材业务盈利能力显著提升，从 2012 年的 48.12%增长至 2022 年的 54.61%。

图46: 2012-2018 年公司 PPR 管材营收 CAGR 为 23.10%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图47: 公司 PPR 管材毛利率较高



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 4、同心圆助力成长，商业模式创新升级

### 4.1、同心圆与 PPR 管材协同性较强，有望成为业绩增长亮点

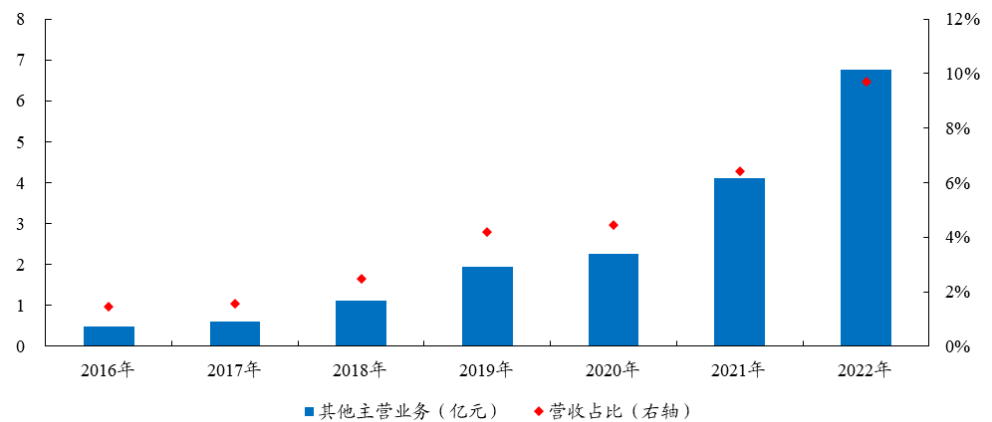
“同心圆”战略与 PPR 管材协同性较强，配套率快速提升。2016 年公司首次提出“同心圆多元化”战略，“同心圆多元化”战略主要包含两个方面：（1）以 PPR 产品为核心的管道系列产品：排水管、电线护套管、地暖管等管材管件以及相关配件等；（2）协同性较强的新品类：防水、净水等。公司积极拓展新品类业务，2016 年公司推出安内特前置过滤器，产品从德国进口，2017 年公司推出咖乐防水涂料，2019 年推出 VASEN 品牌净水产品，新产品与 PPR 管材业务的协同性较高，配套率快速提升，防水、净水等其他主营业务营收快速增长，2017-2022 年营收 CAGR 为 62%，营收占比由 2017 年的 1.55% 增长至 2022 年的 9.72%。

图48: 2016 年公司推出安内特前置过滤器，2017 年推出咖乐防水涂料，2019 年推出 VASEN 品牌净水产品





资料来源：公司年报、公司官网、开源证券研究所

**图49：2017-2022年公司净水、防水等其他主营业务收入 CAGR 为 62%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

#### 4.1.1、协同效应较强+引领标准化施工，防水业务进入快速成长通道

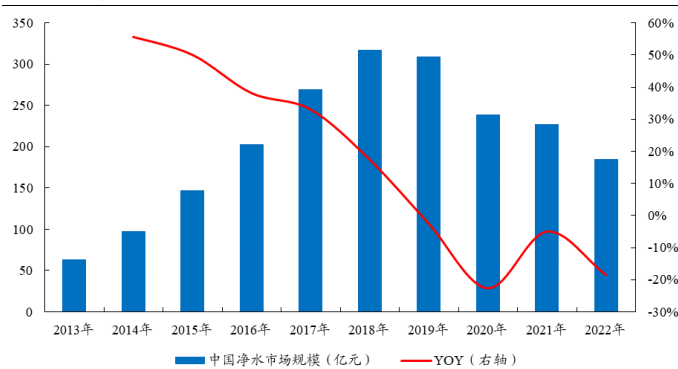
**防水与 PPR 管材业务具有较强的协同性，防水产品配套率加速提升：**（1）**品牌协同性较强：**水电和防水工程是家装最重要的隐蔽工程，给排水管线和防水工程主要集中在卫生间、厨房、阳台，从家装流程来看，防水工程是给排水管线工程的下一道工序，两个工程的痛点相同——产品质量较差或施工不当容易造成漏水，公司深耕 PPR 管材零售市场，精准抓住消费者需求痛点，品牌影响力不断提升，受益于较强的品牌优势，公司防水产品市场认可度快速提升。（2）**渠道协同性较强：**家装材料分为主材和辅料，管材和防水属于装修辅料，虽然给排水管线和防水工程施工由不同装修工负责（给排水管线工程由水电工负责施工，防水工程由瓦工负责施工），但一般情况下装修辅料由家装公司或工长统一采购，因此存在较强的渠道协同性，催化配套率快速提升。（3）**服务协同：**隐蔽工程具有“三分靠材料，七分靠施工”的特征，且在项目竣工后不易被检查，因此施工以及施工后检测是保证隐蔽工程质量的关键；由于给排水管线和防水工程痛点相同，“星管家”服务模式能够快速复制到防水业务中，防水产品有望获取一定溢价。

**公司率先打造“产品+施工+服务”一站式解决方案，防水业务进入快速成长通道。**公司打造“产品+施工+服务”防水工程一站式解决方案：（1）**率先提供标准化施工：**公司是防水零售行业内率先提供“标准化施工”的企业，咖乐防水标准化施工主要体现在三方面：拥有专业施工团队、配备标准化施工工具、制定标准化施工工艺，能够保证防水施工的专业化和规范化；（2）**“星管家”服务模式强协同：**在施工完毕后，客户可预约“星管家”验收质保服务，及时修补漏水隐患，有效提高防水施工的质量。防水工程是家装的主要痛点之一，“产品+施工+服务”一站式解决方案在保障产品和施工质量的同时，进一步提高客户的体验感，有望快速提升客户认可度和产品溢价。**前文行业分析，目前精装修渗透率提升速率趋缓，且早期住宅防水施工规范性较差，防水修缮未来市场潜力较大，防水零售市场增速有望呈现较强韧性。我们认为，在与主营业务存在较强协同效应以及差异化打造“产品+服务+施工”一站式解决方案的推动下，公司防水产品配套率或将加速提升，防水业务有望进入快速成长通道。**

4.1.2、公司全力打造全屋净水体系，有望成为业绩增长亮点

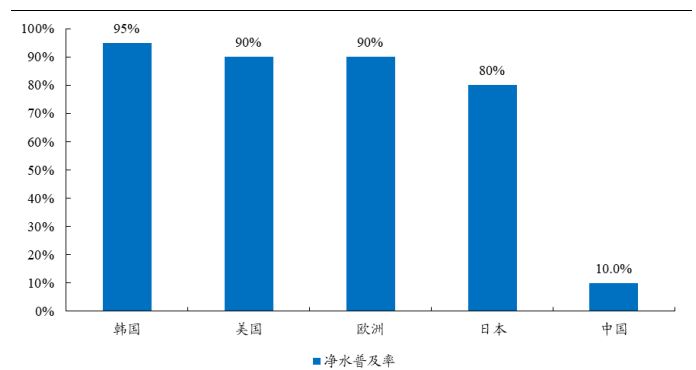
净水属于可选消费品，我国净水市场有较大发展空间。净水器是对水质进行深度过滤、净化处理的水处理设备，根据安装位置不同，净水器主要分为两类：(1) 前端设备，前置过滤器、中央净水机、中央软水机；(2) 后端设备，双出水净水机、龙头净水器、壁挂式管线机。与防水不同，净水属于可选消费品；相较于其他家用电器，净水单位售价较高。我国净水市场发展较晚，由于生活习惯差异（国内习惯喝热水）、消费者存在认知偏差（国内部分消费者认为可以用售价较便宜的桶装水和净水壶替代净水器）、商家夸大宣传、缺少行业标准及监管（比如 1988 年德国法律强制安装前置过滤器）等原因，国内净水市场仍处于初步发展阶段，普及率远低于国外发达国家，国外发达国家净水普及率超过 80%，年均复合增速约 10%-15%；国内净水普及率不足 10%，主要集中在一二线城市，三四线城市及农村普及率非常低。国内净水仍以线下销售渠道为主，受疫情影响，自 2020 年国内净水市场规模体量有所下降，2022 年国内净水市场规模仅为 185 亿元。随着消费复苏、消费者对净水认知程度的提升以及电商渠道持续下沉，我国净水市场有较大发展空间。

图50：受疫情影响，自 2020 年国内净水市场规模体量有所下降



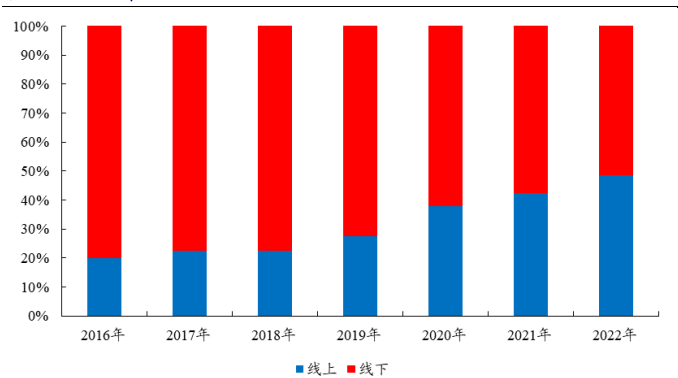
数据来源：艾肯家电网、开源证券研究所

图51：国内净水普及率不足 10%



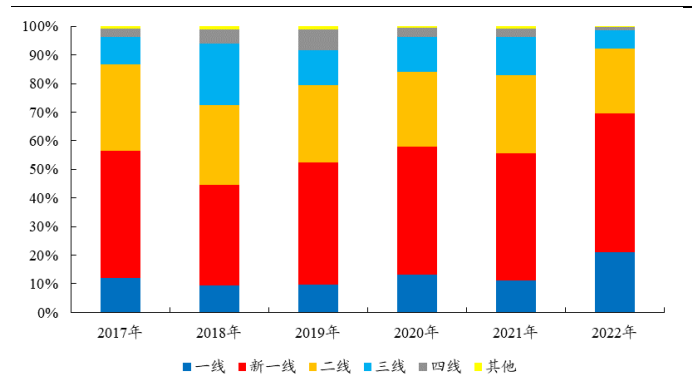
数据来源：消费日报网、开源证券研究所

图52：受疫情影响，自 2020 年国内净水线下销售渠道占比快速降低



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

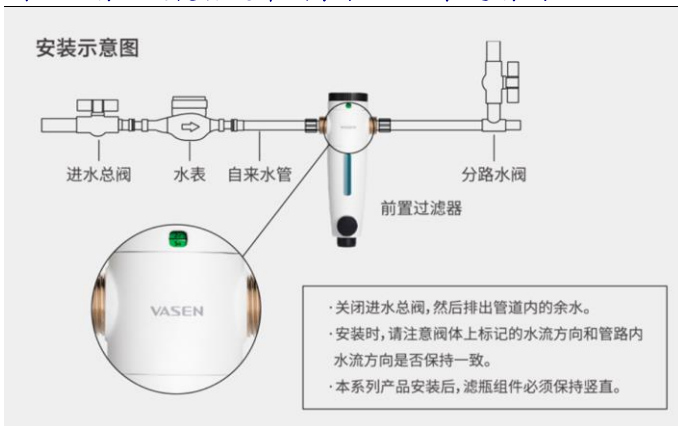
图53：国内净水市场仍以一二线城市为主



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

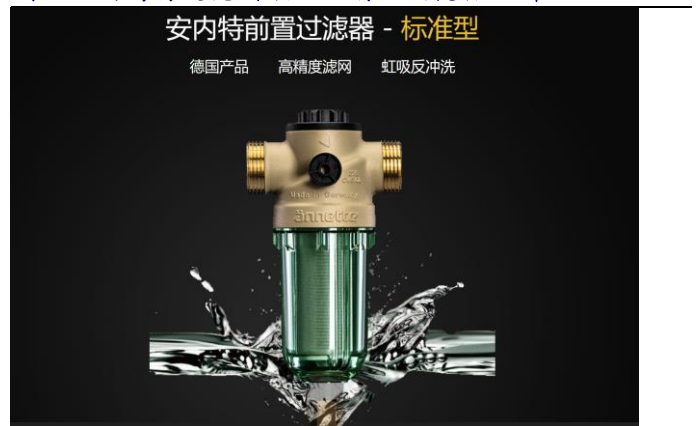
公司从前置过滤器切入净水领域，渠道协同性较强。前置过滤器是全屋用水的第一道粗过滤设备，主要用于过滤自来水中的泥沙、铁锈等大颗粒物，通常安装在 PPR 管道前端。公司从前置过滤器切入净水领域，2016 年公司推出安内特前置过滤器，产品从德国进口，2019 年公司研发和生产出伟星品牌的前置过滤器。由于公司在净水领域属于后进入者且竞争较激烈，公司将前置过滤器作为主营业务管材的配套产品进行销售，渠道协同性较强，同时“星管家”服务能够及时排除接口处的漏水隐患。受益于渠道协同以及“星管家”服务，公司前置过滤器业务快速发展，但增速略低于防水业务，主要原因：虽然防水、前置过滤器与 PPR 管材协同性较高，但防水属于家装的必要工序，而净水属于可选消费品，净水配套率低于防水产品。

图54：前置过滤器通常安装在 PPR 管道前端



资料来源：公司官网

图55：安内特是德国领先的前置过滤器品牌

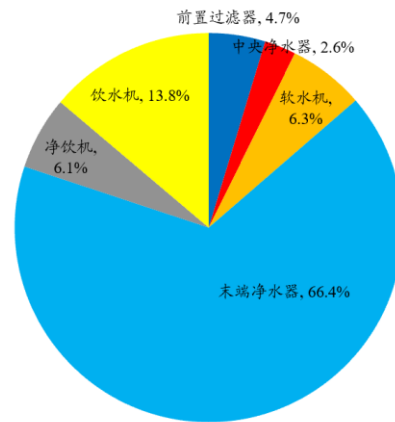


资料来源：安内特官网

公司全力打造全屋净水体系，有望成为业绩增长亮点。目前国内净水市场仍处于初步发展阶段，末端产品市占率远高于前端产品，主要原因：（1）区域因素，北方水质硬度较高，中央软水机销售主要面向北方市场；（2）客户因素，全套净水产品（前端+后端）售价较高且占地面积较大，主要面向高档客户销售，普通消费者主要购买后端净水产品。目前公司已形成比较完整的净水产品线，自 2019 年公司推出自主研发和生产的前置过滤器后，又相继推出净水末端产品（双出水净水机、管线机、龙头净水器）和中央产品（中央软水机、中央净水机）。**公司致力于打造全屋净水体系，有望成为业绩增长亮点：**（1）**提高客单价**，相较于前置过滤器，中央和后端净水产品单位价值量更高且具有高附加值，公司从前置过滤器延伸至全屋净水体系有望大幅提高客单价、增厚业务利润；（2）**客户粘性较强**，中央净水器、中央软水机、末端净水器需要定期更换滤芯，同时公司“星管家”服务体系较完善，为后续净水滤芯替换服务打下牢固基础。

**图56：全屋净水系统设计方案**


资料来源：公司官网、开源证券研究所

**图57：2021年末端净水产品市占率为66.4%**


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

## 4.2、捷流研发设计优势显著，助力“系统集成+服务”商业模式升级

捷流研发设计优势显著，助力“系统集成+服务”商业模式升级。2021年10月，公司拟以自有资金1,700万新加坡币收购捷流100%股权，2022年1月完成收购。捷流是亚太地区虹吸排水领域的先驱，总部位于新加坡，致力于排水系统的设计与施工服务，主要产品包括虹吸雨水排水系统、压力雨水阳台排水系统以及混合排水系统等。目前国内管材企业以销售产品为主，给排水系统的设计由装修公司负责，施工主要由水电工负责。公司借助捷流出色的系统集成设计与研发能力，推动商业模式创新升级，成为行业内首家提出“系统集成+服务”概念的管材企业，致力于打造“产品+施工+服务”一站式解决方案。目前公司正在稳步推进与捷流团队、业务等融合；从中长期来看，“系统集成+服务”商业模式有望全方位解决渗漏痛点，进一步加速市场渗透、提升产品附加值，成为公司未来发展亮点，同时有望推动公司估值中枢进一步抬升。

## 5、盈利预测与投资建议

### 5.1、盈利预测

我们预测2023-2025年公司营业收入分别为76.5、87.5、101.9亿元，同比增速分别为10.0%、14.4%、16.4%；归母净利润分别为16.9、20.4、24.8亿元，同比增速分别为30.3%、20.6%、21.5%；对应当前股价，PE分别为19.2、15.9、13.1倍，PB分别为5.4、4.5、3.7倍。分业务营业收入预测情况：

(1) PPR 管材：精装修对零售渠道的冲击或将减弱，且随着地产逐步进入存量时代，重装有望带来新增量空间，支撑管材需求韧性。渠道扁平化和“产品+服务”商业模式加速提升品牌影响力，核心竞争力凸显。随着渠道持续下沉以及开拓空白市场，公司零售业务有望维持稳健增长的态势。预计2023-2025年公司PPR零售业务营业收入分别为35.81、41.54、49.01亿元，同比增长9%、16%、18%，毛

利率分别为 57%、57.5%、58%。

(2) PE 管材和 PVC 管材：在竣工加速回暖以及旧改政策推动下，塑料管材工程市场规模可观。公司坚持稳健经营的长期战略，选择与回款情况较好的优质客户合作。我们认为公司工程业务仍将延续小幅增长趋势，预计 2023-2025 年公司 PE 零售业务营业收入分别为 18.34、19.26、20.22 亿元，同比增长 3%、5%、5%，毛利率分别为 32%、33%、34%。预计 2023-2025 年公司 PVC 零售业务营业收入分别为 11.43、12.00、12.60 亿元，同比增长 4%、5%、5%，毛利率分别为 16%、17%、18%。

(3) 防水、净水业务：公司加速推进同心圆战略，相较于净水，防水属于家装必备工序，且于 PPR 管材的协同性更强，因此防水产品配套率提升速率快于净水，预计公司 2023-2025 年防水配套率为 30%、35%、40%，营收分别为 4.91、6.97、9.87 亿元，同比增速为 63.5%、42.1%、41.6%；预计净水配套率为 13%、16%、19%，营收分别为 3.27、4.91、7.22 亿元，同比增速为 48.8%、49.9%、47.1%。

**表8：预计 2023-2025 年公司营收分别为 76.51、87.53、101.88 亿元**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (亿元)	63.88	69.54	76.51	87.53	101.88
YOY	25.13%	8.86%	10.03%	14.40%	16.40%
毛利率	39.79%	39.76%	41.95%	43.29%	44.67%
<b>PPR 管材管件</b>					
营业收入 (亿元)	30.87	32.85	35.81	41.54	49.01
YOY	27.64%	6.43%	9.00%	16.00%	18.00%
毛利率	55.15%	54.62%	57.00%	57.50%	58.00%
<b>PE 管材管件</b>					
营业收入 (亿元)	17.18	17.81	18.34	19.26	20.22
YOY	5.77%	3.69%	3.00%	5.00%	5.00%
毛利率	31.33%	30.66%	32.00%	33.00%	34.00%
<b>PVC 管材管件</b>					
营业收入 (亿元)	10.18	10.99	11.43	12.00	12.60
YOY	38.37%	7.93%	4.00%	5.00%	5.00%
毛利率	11.88%	15.14%	16.00%	17.00%	18.00%
<b>防水、净水业务</b>					
星管家服务套数 (万套)		200.00	218.00	252.88	298.40
YOY			9.00%	16.00%	18.00%
防水配套率		20.00%	30.00%	35.00%	40.00%
净水配套率		10.00%	13.00%	16.00%	19.00%
防水单位售价 (元/套)		750.00	750.00	787.50	826.88
净水单位售价 (元/套)		1,100.00	1,155.00	1,212.75	1,273.39
防水营业收入 (亿元)		3.00	4.91	6.97	9.87
净水营业收入 (亿元)		2.20	3.27	4.91	7.22

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 5.2、估值分析

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明



我们对以塑料管材为主营的中国联塑、公元股份的估值进行分析，根据 Wind 一致性预期，对应当前股价，2023-2025 年可比企业 PE 平均值分别为 8.8、7.3、6.2 倍，PB 分别为 0.9、0.8、0.7 倍。从中长期来看，地产或将进入存量时代，工程市场规模增速趋缓，而重装需求有望支撑零售市场增速韧性。公司实施差异化竞争策略，渠道扁平化以及“产品+服务”商业模式构筑宽深护城河，目前已成为零售赛道的龙头，因此给予公司估值溢价。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 16.91、20.39、24.77 亿元，同比增速分别为+30.33%、+20.56%、+21.50%；对应当前股价的 PE 分别为 19.3、16.0、13.1 倍，对应当前股价的 PB 分别为 5.4、4.5、3.7 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

**表9：对应当前股价，我们预测 2023-2025 年公司 PE 分别为 19.3、16.0、13.1 倍**

公司	收盘价 (元/股)	归母净利润 (亿元)			归母净利润增速			PE (倍)			PB (倍)		
	2023/6/22	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
<b>伟星新材</b>	<b>20.45</b>	<b>16.91</b>	<b>20.39</b>	<b>24.77</b>	<b>30.33%</b>	<b>20.56%</b>	<b>21.50%</b>	<b>19.3</b>	<b>16.0</b>	<b>13.1</b>	<b>5.4</b>	<b>4.5</b>	<b>3.7</b>
塑料管材行业可比公司													
中国联塑	4.71	31.60	35.97	39.78	25.55%	13.80%	10.61%	4.6	4.1	3.7	0.6	0.5	0.5
公元股份	5.34	5.04	6.22	7.45	519.90%	23.37%	19.68%	13.0	10.5	8.8	1.2	1.1	1.0
		<b>平均值</b>						<b>8.8</b>	<b>7.3</b>	<b>6.2</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>

资料来源：开源证券研究所

## 6、风险提示

- 原材料价格上涨风险；
- 同心圆业务拓展不及预期风险；
- 渠道拓展不及预期风险；
- 下游需求修复节奏不及预期风险。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	4306	4927	5782	6783	8409
现金	2410	3177	3743	4578	5830
应收票据及应收账款	353	444	382	561	560
其他应收款	27	95	6	98	43
预付账款	78	139	66	164	121
存货	1073	892	1276	1099	1597
其他流动资产	365	180	309	284	258
<b>非流动资产</b>	2130	2011	2016	2141	2301
长期投资	483	278	278	278	278
固定资产	1227	1289	1337	1458	1617
无形资产	255	286	279	274	271
其他非流动资产	165	158	122	131	135
<b>资产总计</b>	6436	6939	7798	8925	10710
<b>流动负债</b>	1456	1355	1532	1496	1710
短期借款	0	14	5	6	8
应付票据及应付账款	385	438	513	503	652
其他流动负债	1071	903	1014	987	1050
<b>非流动负债</b>	45	133	70	83	95
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	45	133	70	83	95
<b>负债合计</b>	1501	1488	1602	1579	1806
少数股东权益	28	123	133	147	165
股本	1592	1592	1592	1592	1592
资本公积	434	472	472	472	472
留存收益	2972	3315	3777	4293	4948
<b>归属母公司股东权益</b>	4907	5327	6063	7199	8739
<b>负债和股东权益</b>	6436	6939	7798	8925	10710

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1594	1531	1754	1896	2371
净利润	1228	1311	1701	2052	2496
折旧摊销	146	148	135	144	168
财务费用	-46	-60	-68	-83	-106
投资损失	26	17	-2	-2	-2
营运资金变动	108	-18	-4	-205	-181
其他经营现金流	131	133	-8	-10	-4
<b>投资活动现金流</b>	-265	-104	-231	-254	-302
资本支出	233	217	211	248	318
长期投资	0	171	0	0	0
其他投资现金流	-32	-57	-20	-6	16
<b>筹资活动现金流</b>	-797	-874	-957	-807	-816
短期借款	0	14	-9	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	114	38	0	0	0
其他筹资现金流	-910	-926	-948	-809	-818
<b>现金净增加额</b>	527	559	565	835	1252

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	6388	6954	7651	8753	10188
营业成本	3846	4189	4441	4964	5636
营业税金及附加	48	58	61	69	82
营业费用	597	750	785	887	1058
管理费用	338	278	306	350	408
研发费用	185	189	199	219	245
财务费用	-46	-60	-68	-83	-106
资产减值损失	0	-29	0	0	0
其他收益	51	38	49	46	44
公允价值变动收益	2	0	1	1	1
投资净收益	-26	-17	2	2	2
资产处置收益	-0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	1441	1533	1985	2401	2918
营业外收入	2	3	2	3	3
营业外支出	4	1	3	3	2
<b>利润总额</b>	1440	1535	1985	2401	2919
所得税	211	224	284	349	423
<b>净利润</b>	1228	1311	1701	2052	2496
少数股东损益	5	14	10	14	19
<b>归属母公司净利润</b>	1223	1297	1691	2039	2477
EBITDA	1513	1589	2020	2424	2935
EPS(元)	0.77	0.81	1.06	1.28	1.56

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	25.1	8.9	10.0	14.4	16.4
营业利润(%)	3.9	6.4	29.5	21.0	21.5
归属于母公司净利润(%)	2.6	6.1	30.3	20.6	21.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	39.8	39.8	42.0	43.3	44.7
净利率(%)	19.2	18.7	22.1	23.3	24.3
ROE(%)	24.9	24.1	27.4	27.9	28.0
ROIC(%)	23.7	22.8	26.5	26.9	26.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	23.3	21.5	20.5	17.7	16.9
净负债比率(%)	-48.4	-57.2	-59.9	-61.8	-65.0
流动比率	3.0	3.6	3.8	4.5	4.9
速动比率	2.1	2.8	2.8	3.6	3.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	19.8	17.4	18.5	18.6	18.2
应付账款周转率	9.8	10.2	9.3	9.8	9.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.77	0.81	1.06	1.28	1.56
每股经营现金流(最新摊薄)	1.00	0.96	1.10	1.19	1.49
每股净资产(最新摊薄)	3.08	3.35	3.81	4.52	5.49
<b>估值比率</b>					
P/E	26.6	25.1	19.3	16.0	13.1
P/B	6.6	6.1	5.4	4.5	3.7
EV/EBITDA	19.8	18.6	14.3	11.6	9.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn