

威派格 (603956)

从源头到龙头

全国性智慧水务服务商，主营楼宇二次供水设备

威派格致力于解决供水“最后一公里”问题，目前已成长为少数几家全国性的二次供水设备厂商。公司主要产品为二次供水设备，其中楼宇二次供水设备为业务主体，包括变频二次供水设备以及无负压二次供水设备。

竣工向上叠加旧改加快，行业未来五年复合增速有望达 19.75%

近年我国二次供水设备市场稳步增长，2018 年二次供水设备市场规模达到 200.4 亿元，近 9 年复合增速 12.65%。受益于地产竣工增速加快以及老旧小区改造大力推进，二次供水设备行业有望迎来提速，预计到 2025 年二次供水设备需求量有望达 31.92 万套，是 2018 年产量的 3.24 倍，预计到 2025 年行业市场空间将达到 650 亿元，年均复合增速有望达 19.75%。

“统建统管”和智慧化促进行业集中度提高

二次供水长期存在设施建设和管理多元化、监管职责不明晰的情况，导致该行业区域性特征明显，市场集中度不高。2015 年国家住建部开始鼓励二次供水企业统一建设和管理二次供水设施，“统建统管”模式有利于行业提升产品质量，配套有稳定售后服务能力的中高端二次供水设备将会持续挤占低端市场。另外，智慧化升级趋势将抬高行业技术门槛，利好中高端设备需求增长。未来行业的整体竞争格局向好，行业集中程度有望提升，综合技术实力和营销能力较强的公司有望持续扩大市场份额。

销售网络覆盖全国，销售费用率下降有望带来业绩弹性

近年公司销售团队人员快速增长，2019 年销售人员数量同比增加 36%，导致销售费用达 2.48 亿元，同比增长 46.94%。销售费用中工资薪金占比 63.78%，若未来公司销售网络扩充完成，销售人员无需大幅增加时，我们判断销售费用率有望实现下降，公司业绩将实现提速。我们假设未来收入复合增速分别为 20%/30%/40% 情况下，到 2021 年若销售费用率下降 1%，公司将增加净利润 0.11/0.13/0.15 亿元，是 2019 年 1.2 亿净利润的 9.1%/10.7%/12.38%，销售费用率下降对公司业绩的影响较大。

盈利预测与投资建议：

上调盈利预测，预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 1.64、3.33 和 5.44 亿元（原值 1.64、2.18 和 2.76 亿），对应 EPS 为 0.39、0.78 和 1.28 元，对应 PE 为 44.5、22、13.4 倍。可比公司平均 PE 为 40.8 倍，我们给予威派格 2021 年 40 倍 PE 目标估值，目标价格 31.2 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：行业增长不及预期的风险，行业政策监管加剧的风险，公司核心技术人才流失的风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	651.77	858.58	1,229.91	1,731.02	2,443.53
增长率(%)	9.88	31.73	43.25	40.74	41.16
EBITDA(百万元)	180.18	219.72	196.11	390.31	631.21
净利润(百万元)	115.51	120.21	164.28	332.96	543.94
增长率(%)	6.06	4.07	36.66	102.68	63.36
EPS(元/股)	0.27	0.28	0.39	0.78	1.28
市盈率(P/E)	63.28	60.81	44.49	21.95	13.44
市净率(P/B)	8.71	6.52	5.91	5.09	4.16
市销率(P/S)	11.21	8.51	5.94	4.22	2.99
EV/EBITDA	0.00	30.06	34.75	17.41	10.48

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告

2020 年 07 月 30 日

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	17.16 元
目标价格	31.2 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	425.96
流通 A 股股本(百万股)	87.86
A 股总市值(百万元)	7,309.48
流通 A 股市值(百万元)	1,507.68
每股净资产(元)	2.57
资产负债率(%)	20.59
一年内最高/最低(元)	26.48/12.81

作者

郭丽丽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001
guolili@tfzq.com

邹润芳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

杨阳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520050001
yangyang@tfzq.com

靳晓雪 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520050002
jinxiaoxue@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《威派格-年报点评报告:设备产销高增，静候业绩释放》 2020-04-21
- 2 《威派格-首次覆盖报告:次新股系列报告 1：全国性智慧水务服务商，稳筑技术与渠道护城河》 2020-04-02

内容目录

1. 全国性智慧水务服务商，主营楼宇二次供水设备	4
2. 竣工向上叠加旧改加快，行业未来五年复合增速有望达 20%	5
2.1. 二次供水设备产量稳定增长，2018 年市场空间已达 200 亿元	5
2.2. 地产竣工增速有望加快，老旧小区改造大力推进	7
2.2.1. 地产竣工向上是大概率事件	7
2.2.2. 水质安全备受关注，老旧小区改造力度明显提升	8
2.3. 行业增长将提速，未来五年复合增速有望超过 20%	10
3. “统建统管”和智慧化促进行业集中度提高	11
3.1. 二次供水设备监管职责不明晰，市场集中程度不高	11
3.2. “统建统管”将提升高质量需求	13
3.3. 智慧化趋势提高行业技术门槛	14
4. 销售网络覆盖全国，销售费用率下降有望带来业绩弹性	14
4.1. 销售团队持续扩充，销售费用率高于同行	14
4.2. 销售费用率未来有望下降，将带来较大业绩弹性	15
5. 盈利预测与投资建议	17
6. 风险提示	18

图表目录

图 1：公司历史	4
图 2：股权结构（截至 2019 年三季度末）	4
图 3：公司设备应用场景示意图	5
图 4：我国二次供水设备产量	5
图 5：我国二次供水设备市场空间	6
图 6：二次供水设备分类需求量（单位：万套）	7
图 7：无负压和变频设备占比	7
图 8：商品房月度销售月度同比	7
图 9：房地产开发投资完成额月度同比	7
图 10：房地产新开工面积和竣工面积累计同比（%）	8
图 11：房地产新开工面积和竣工面积月度同比	8
图 12：每天曝光的一些老旧二次供水设施情况	9
图 13：2020-2025 年二次供水设备需求量预测	10
图 14：2011-2018 年二次供水设备平均单价	10
图 15：2020-2025 年二次供水设备市场空间预测	11
图 16：不同价格假设下的市场空间测算（单位：亿元）	11
图 17：不同价格假设下的未来五年行业复合增速	11
图 18：统建统管示意图	13
图 19：公司销售人员数量	14

图 20：威派格销售费用情况.....	15
图 21：公司销售费用率情况.....	15
图 22：公司销售人均创收	15
图 23：销售费用结构.....	16
表 1：公司设备主要应用案例	4
表 2：二次供水设备分类.....	6
表 3：《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》的工作目标和改造对象	9
表 4：老旧小区改造的内容	9
表 5：二次供水各环节监管情况.....	12
表 6：行业主要参与主体.....	12
表 7：各地统建统管政策文件	13
表 8：静态销售费用率弹性测算.....	16
表 9：动态情况下销售费用率业绩弹性测算（亿元）	16
表 10：业务分拆预测.....	17
表 10：可比估值表	17

1. 全国性智慧水务服务商，主营楼宇二次供水设备

我们在 2020 年 4 月 2 日发布了《威派格：次新股系列报告 1，全国性智慧水务服务商，稳筑技术与渠道护城河》的首次覆盖报告，对公司业务基本情况、行业的整体趋势以及公司销售模式进行了分析介绍。

本次报告将着重在二次供水行业空间、二次供水行业竞争格局以及销售费用率趋势几个问题上进行分析，希望能够更深度地挖掘公司的投资价值。

威派格品牌创立于 2007 年，公司创立伊始便致力于解决供水“最后一公里”问题，经过十余年的行业深耕，已成长为少数几家全国性的二次供水设备厂商，并于 2019 年 2 月成功登陆 A 股。

截至 2019 年初，公司共完成近 7000 个二次供水项目，涉及设备超过 12000 套，业务覆盖了除西藏、港澳台地区以外的所有省份，业务范围广，品牌知名度高。

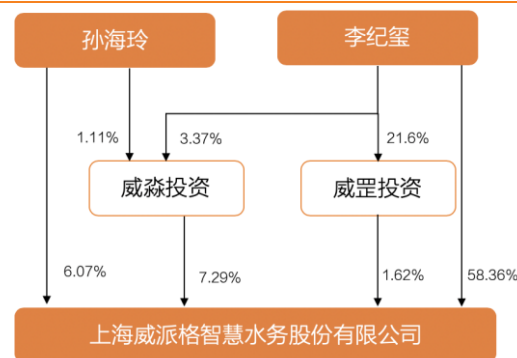
图 1：公司历史



资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

公司股权较为集中，实际控制人为李纪玺与孙海玲夫妇。李纪玺为公司创始人，截至 2020 年一季度末，直接持股 58.36%，为公司最大股东。李纪玺与孙海玲夫妇合计直接持有公司 64.43% 股份，并通过威淼投资以及威罡投资间接持有部分公司股份。

图 2：股权结构（截至 2020 年一季度末）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

楼宇二次供水设备为公司产品主体。公司主要产品为二次供水设备，包括面向楼宇加压的二次供水设备以及面向区域加压的城镇供水管网加压泵站。其中楼宇二次供水设备为业务主体，包括变频二次供水设备以及无负压二次供水设备。公司产品应用场景丰富，为公共建筑、学校、医院、住宅等提供二次供水设备以及后续服务。在设备产销基础上，公司逐步开展二次供水智慧管理平台系统的研发、搭建和运维，为二次供水设备的集中化管理提供支持，并依托持续的科技创新，推进二次供水朝更加安全节能、规范智能的方向发展。

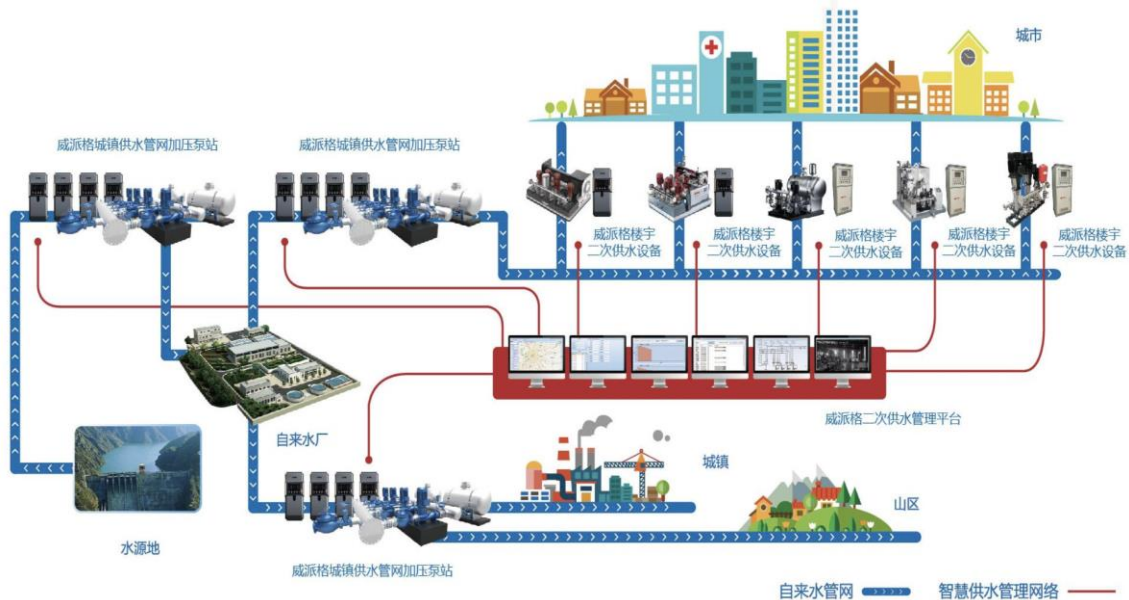
表 1：公司设备主要应用案例

类型	应用案例
公共建筑	中国人民抗日战争纪念馆、国务院机关事务管理局第二招待所、国家信息中心大厦等

学校	清华大学、北京大学、中国政法大学、对外经济贸易大学等
医院	北京大学第一医院、广州医科大学附属第三医院、中国康复研究中心北京博爱医院等
住宅	万科、恒大、绿地、碧桂园、保利、万达等地产公司开发的住宅小区等

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：公司设备应用场景示意图



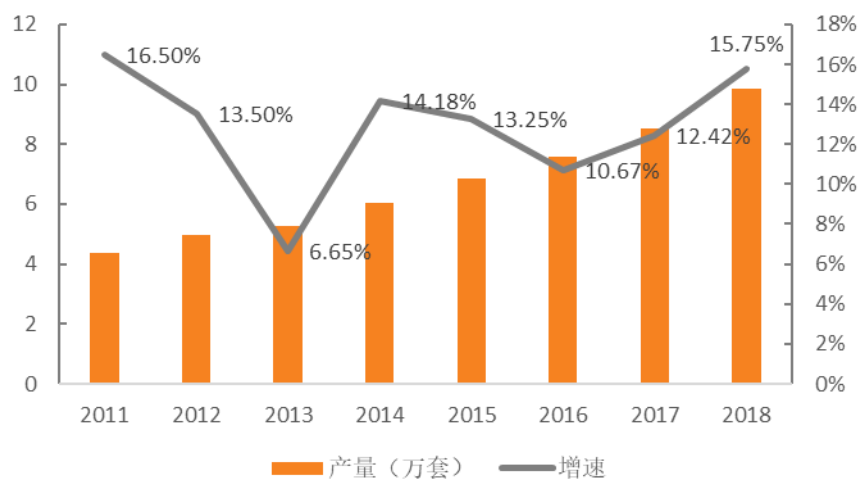
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 竣工向上叠加旧改加快，行业未来五年复合增速有望达 20%

2.1. 二次供水设备产量稳定增长，2018 年市场空间已达 200 亿元

我国二次供水设备产量稳定增长。我国高层建筑在上世纪 70 年代逐渐出现，随着城镇化持续推进，高层建筑的数量和居住密度逐步提高，原有的供水压不能满足供水需求，二次供水方式应运而生。近年我国二次供水设备产量稳步增长，2010 年我国二次供水设备产量为 3.75 万套，2018 年已增长至 9.85 万套，9 年复合增速为 12.83%。

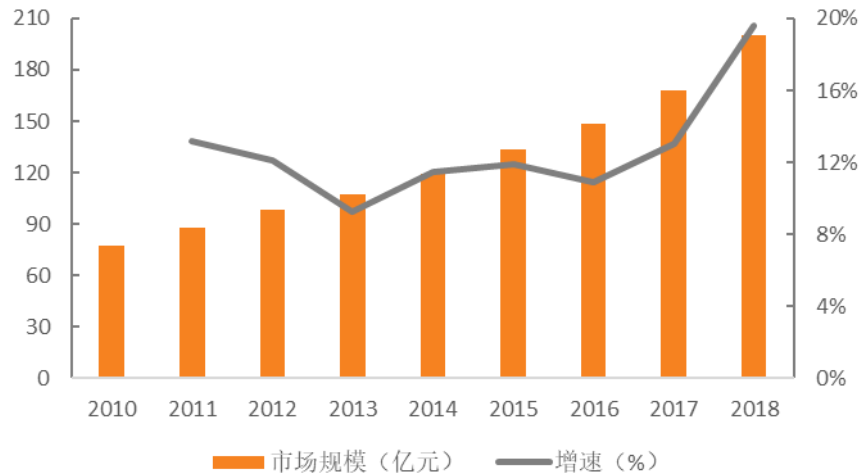
图 4：我国二次供水设备产量



资料来源：产业信息网、智研咨询、天风证券研究所

2018 年二次供水设备市场空间已达 200 亿元。近年来我国二次供水设备市场规模呈现稳步增长态势,2018 年我国二次供水设备市场规模达到 200.4 亿元,近 9 年的复合增速 12.65%。

图 5: 我国二次供水设备市场空间



资料来源: 产业信息网、智研咨询、天风证券研究所

我国以变频和无负压二次供水设备为主，两者占比接近 90%。从设备类型看，二次供水设备分为高位蓄调设备、变频设备、无负压设备、普通直连设备以及直饮水设备，高位蓄调设备、变频设备和无负压设备在我国使用较多。普通直连设备常使用在日本、欧美这些市政管网水压较大，且高层建筑数量和密集度相对较低的区域；而直饮水设备市场主要在欧美、日本等发达国家，中国一些高端的住宅小区、酒店以及一些高校也已经导入。

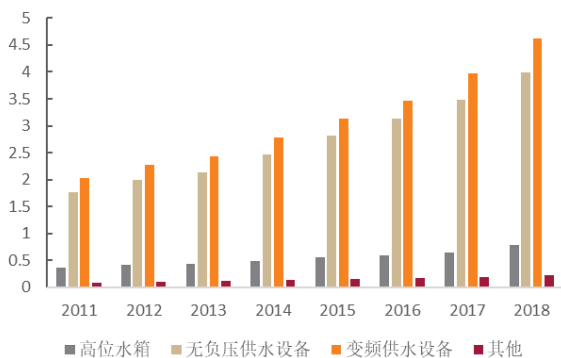
表 2: 二次供水设备分类

类型	特点	国家或地区
高位蓄调设备	通过水箱与市政管网连接，并在楼顶也设置一个水箱	新加坡、中国一些早期老旧二次供水设备（传统屋顶水箱模式）
变频设备	通过水箱与市政管网连接，楼顶不再设置水箱	日本、欧美地区、中国一些供水管网条件较差的地区
无负压直连增压设备	直接与市政管网连接，楼顶不设置水箱，增加了稳压补偿、小流量保压、双向补偿等防止产生市政管网负压的装置	主要在中国，根据住建部发布的《城镇供水设施建设与改造技术指南》：“二次供水设施的建设与改造应重点解决水压不足和二次污染问题，改善用户的用水条件和“龙头水”水质，提高节能降耗水平。……二次供水系统具体选用时应综合比较安全、耗、投资、运行管理等因素。一般的优选顺序是无负压供水、变频调速供水、高位水箱供水”
普通直连增压设备	直接与市政管网连接，楼顶不设置水箱	日本、欧美这些市政管网水压较大，且高层建筑数量和密集度相对较低的区域
直饮水设备系统	与现有市政管网、二次供水系统共同构成分质供水系统	欧美、日本等发达国家、中国一些高端的住宅小区、酒店以及一些高校已经导入

资料来源: 威派格招股说明书、天风证券研究所

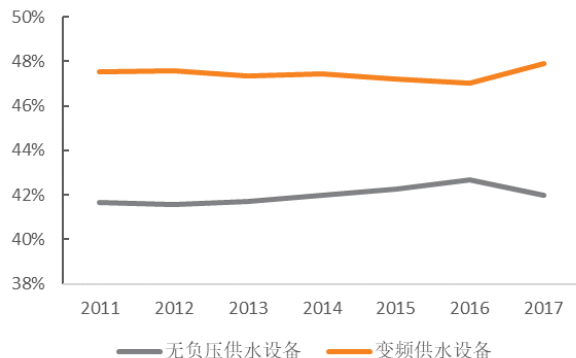
2018 年我国国内二次供水设备需求总量为 9.61 万套，其中变频供水设备需求量为 4.62 万套，占比 48.07%；无负压供水设备需求总量为 3.99 万套，需求占比 41.52%，两者合计占比接近 90%。

图 6：二次供水设备分类需求量（单位：万套）



资料来源：产业信息网、智研咨询、天风证券研究所

图 7：无负压和变频设备占比



资料来源：产业信息网、智研咨询、天风证券研究所

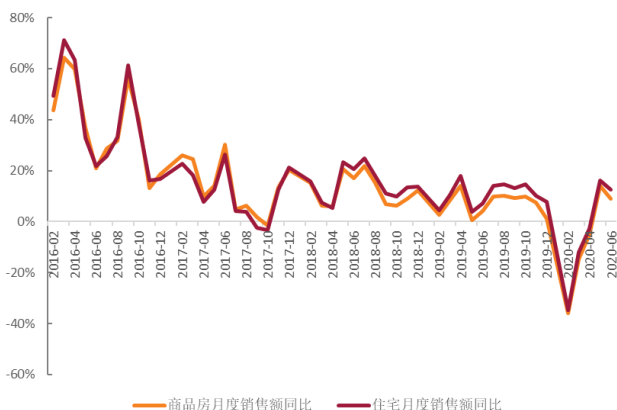
2.2. 地产竣工增速有望加快，老旧小区改造大力推进

地产竣工面积和老旧小区改造力度决定行业空间。影响二次供水设备行业增长的因素分为增量和存量两个方面，增量主要是指城镇化持续推进、中高层建筑数量和房屋建筑密集度增加带来的二次供水设施投资的增长，地产竣工面积一定程度上反映了行业增量；存量主要是指对老旧的二次供水设备的改造投入，对老旧小区改造的力度决定行业存量变化的趋势。

2.2.1. 地产竣工向上是大概率事件

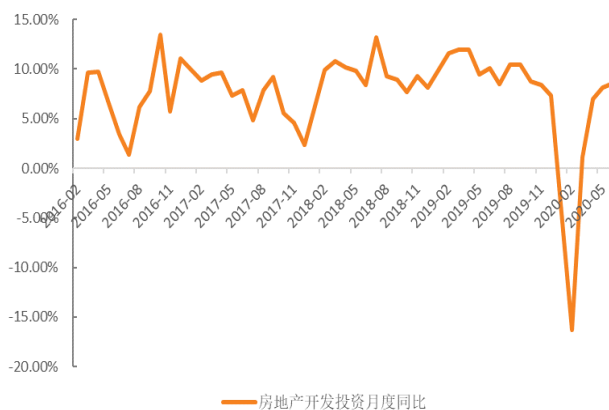
地产投资和销售数据持续向好。2020 年 1-6 月房地产投资额同比增加 1.9%，累计增速由负转正。其中，6 月单月同比增长 8.5%，较 5 月提升 0.45 个百分点。单月销售增幅收窄，1-6 月全国商品房销售面积、销售额同比降低 8.4%、5.4%，与 1-5 月相比降幅收窄了 3.9 和 5.2 个百分点；其中，6 月单月销售面积同比增长 2.1%，增速较 5 月回落了 7.5 个百分点。6 月商品房平均销售均价为 9963 元/平方米，环比提高 1.88%。

图 8：商品房月度销售月度同比（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

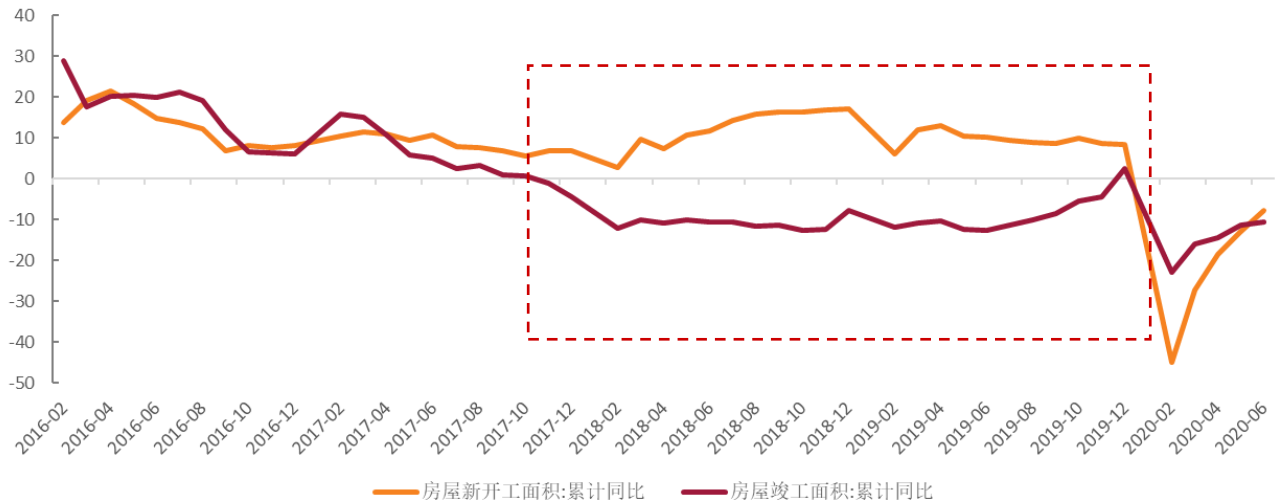
图 9：房地产开发投资完成额月度同比（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

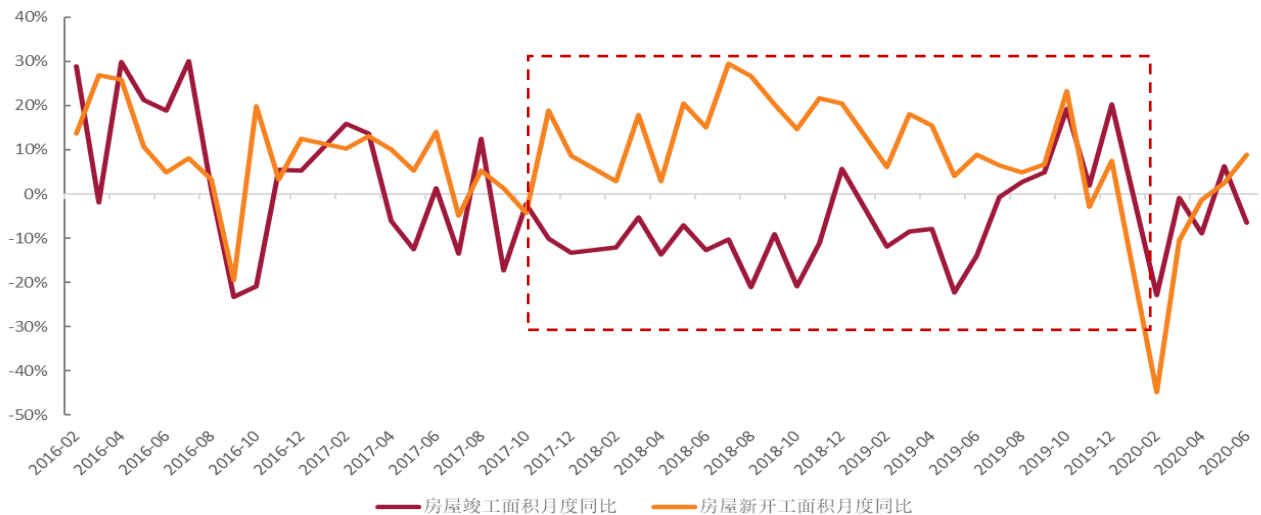
地产竣工向上是大概率事件。自 2017 年初起，地产竣工面积和开工面积开始出现明显分化，地产新开工面积增速明显好于地产竣工数据已经长达三年之久，逻辑上讲地产开工之后必有竣工，前期高增长的开工数据必将体现在未来的竣工数据当中。2019 年下半年地产竣工面积月度同比增速已经开始转正，有明显的向好趋势，由于 2020 年疫情导致竣工数据再次向下，但趋势不会扭转，我们认为地产竣工向上是大概率事件。

图 10：房地产新开工面积和竣工面积累计同比（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 11：房地产新开工面积和竣工面积月度同比



资料来源：Wind、天风证券研究所

2.2.2. 水质安全备受关注，老旧小区改造力度明显提升

老旧设备是水质安全的风险点。水池、高位水箱等老旧落后的二次供水设施存在一定安全隐患，主要表现为供水水质安全和供水压力稳定性等两个方面，其中水质安全是二次供水过程中必须保障的首要方面，主要污染点可能存在于水池、水箱等储水设施。具体包括：

- 地下设水池不易于水的循环流通，容易形成“死水”，水质难以达标；
- 非密闭环境容易引发外部污染事件的发生；
- 屋顶水箱长期暴露在高温中会导致余氯流失，细菌滋生；
- 部分地区二次供水管理不善甚至无人管理，水箱和水池长年无人清洗。由于水压稳定性可能导致的安全事故问题，则主要表现为对市政管网压力产生影响、住宅小区内水压不稳、临时突发性停水断水等。

图 12：每天曝光的一些老旧二次供水设施情况



资料来源：威派格招股说明书、天风证券研究所

旧改提速，空间较大。2020 年 7 月 20 日，国务院办公厅发布了《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，其中指出 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，涉及居民近 700 万户，重点改造 2000 年底前建成的老旧小区，并确定了改造的内容以及资金的来源问题。

表 3：《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》的工作目标和改造对象

项目	内容
工作目标	2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，涉及居民近 700 万户；到 2022 年，基本形成城镇老旧小区改造制度框架、政策体系和工作机制；到“十四五”期末，结合各地实际，力争基本完成 2000 年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务
改造对象范围	城镇老旧小区是指城市或县城（城关镇）建成年代较早、失养失修失管、市政配套设施不完善、社区服务设施不健全、居民改造意愿强烈的住宅小区（含单栋住宅楼）。各地要结合实际，合理界定本地区改造对象范围，重点改造 2000 年底前建成的老旧小区。

资料来源：中国政府网、天风证券研究所

表 4：老旧小区改造的内容

类别	具体内容
基础类	改造提升市政配套基础设施包括改造提升小区内部及与小区联系的供水、排水、供电、弱电、道路、供气、供热、消防、安防、生活垃圾分类、移动通信等基础设施，以及光纤入户、架空线规整（入地）等
改善类	改造建设环境及配套设施包括拆除违法建设，整治小区及周边绿化、照明等环境，改造或建设小区及周边适老设施、无障碍设施、停车库（场）、电动自行车及汽车充电设施、智能快件箱、智能信包箱、文化休闲设施、体育健身设施、物业用房等配套设施。
提升类	改造或建设小区及周边的社区综合服务设施、卫生服务站等公共卫生设施、幼儿园等教育设施、周界防护等智能感知设施，以及养老、托育、助餐、家政保洁、便民市场、便利店、邮政快递末端综合服务站等社区专项服务设施。

资料来源：中国政府网、天风证券研究所

从内容上看，供水是老旧小区改造的基础类内容，在资金上，供水设备改造有政府的财政支持，文件中提出“将城镇老旧小区改造纳入保障性安居工程，中央给予资金补助，按照“保基本”的原则，重点支持基础类改造内容”。

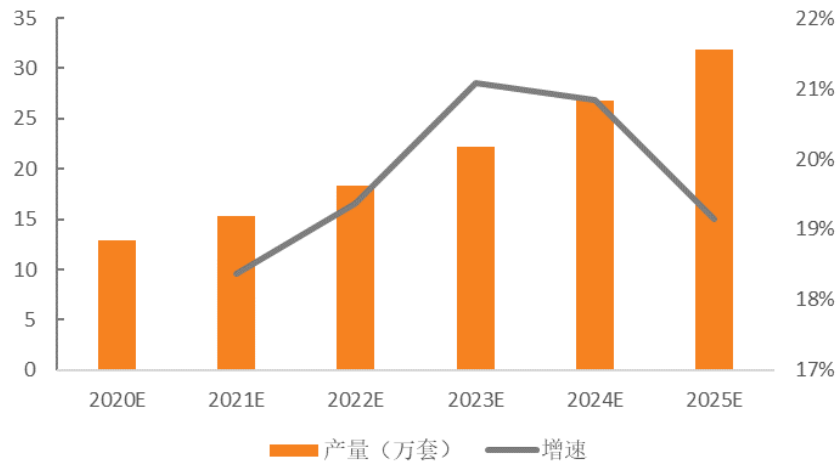
从空间上看，老旧小区改造的空间较大，根据住建部初步统计，全国共有老旧小区近 16 万个，涉及居民超过 4200 万户，建筑面积约为 40 亿平方米。2020 年各地计划改造城镇老旧小区 3.9 万个，涉及居民近 700 万户，相比 2019 年的 1.9 万个小区、约 352 万户居民增加一倍。

综上所述，在竣工向上和旧改提速的背景下，二次供水设备未来的行业空间有望实现快速增长。

2.3. 行业增长将提速，未来五年复合增速有望超过 20%

2025 年二次供水设备需求有望达到 31.92 万套，是 2018 年产量的 3.24 倍。受益于地产竣工增速加快以及老旧小区改造持续推进，二次供水设备行业有望迎来快速增长，根据智研咨询发布的《2019-2025 年中国二次供水设备市场分析与投资前景研究报告》，预计到 2025 年二次供水设备需求量有望达到 31.92 万套，是 2018 年产量的 3.24 倍，2020-2025 年需求复合增速达 19.75%。

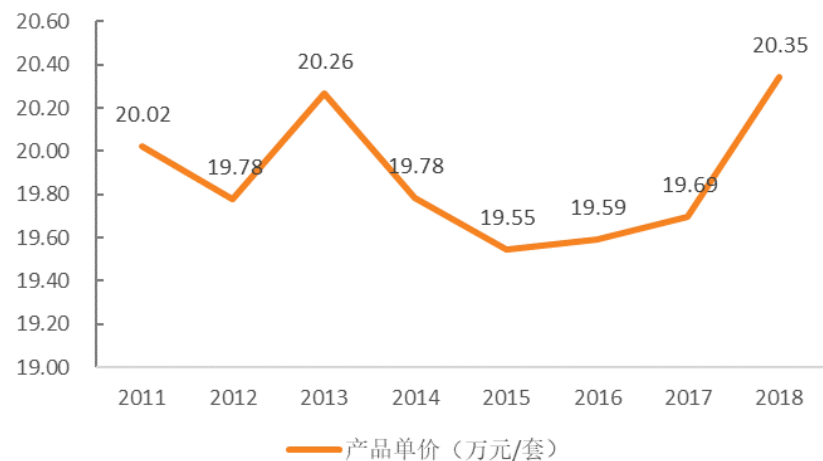
图 13：2020-2025 年二次供水设备需求量预测



资料来源：产业信息网、智研咨询、天风证券研究所

产品单价小幅波动，近年有回升趋势。根据历史的产量和市场规模可推算出过往的二次供水设备的平均单价情况，近年二次供水设备价格基本稳定，并未发生大幅波动。2015 年是二次供水设备价格的最低点，为 19.55 万/套，随后价格持续提升，2018 年达到 20.35 万/套，是过去 8 年新高。

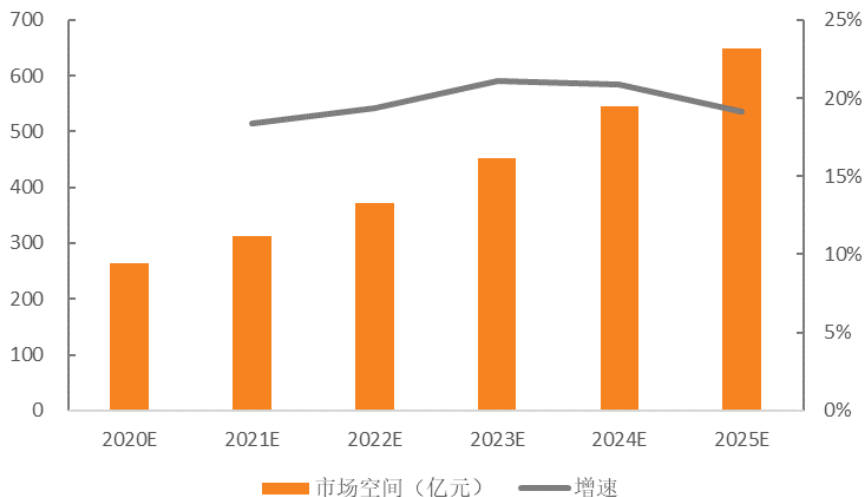
图 14：2011-2018 年二次供水设备平均单价



资料来源：产业信息网、智研咨询、天风证券研究所

行业增长提速，未来五年复合增速有望超 20%。假设产品单价不变，根据预测的二次供水设备需求量可以计算得到 2025 年二次供水设备行业的市场空间将达到 650 亿元，年均复合增速达 19.75%。

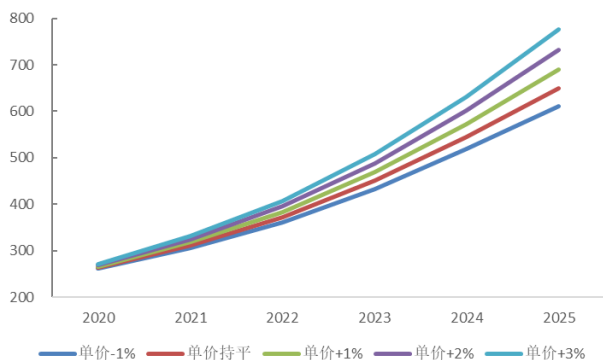
图 15：2020-2025 年二次供水设备市场空间预测



资料来源：产业信息网、智研咨询、天风证券研究所

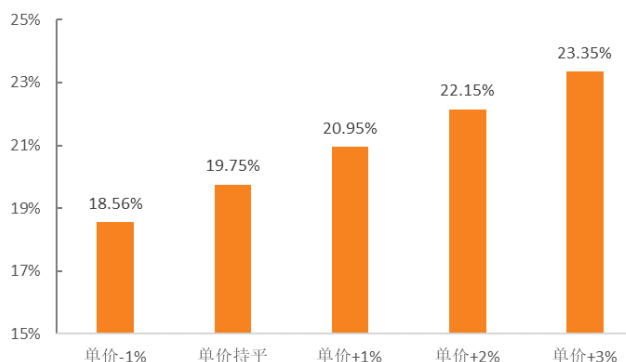
若考虑产品价格的变化，我们对价格变化幅度进行假设，若价格每年的变化为-1%、不变、+1%、+2%、+3%时，2025 年行业的市场空间分别为 612、650、690、732 和 776 亿，复合增速的区间为 18.56%-23.35%，二次供水设备行业增长有望提速。

图 16：不同价格假设下的市场空间测算（单位：亿元）



资料来源：产业信息网、智研咨询、天风证券研究所

图 17：不同价格假设下的未来五年行业复合增速



资料来源：产业信息网、智研咨询、天风证券研究所

3. “统建统管”和智慧化促进行业集中度提高

3.1. 二次供水设备监管职责不明晰，市场集中程度不高

二次供水长期存在设施建设和管理多元化，运行维护责任不到位，监管职责不明晰的情况。二次供水虽然是城镇供水的一部分，但是与全国城镇供水管网由水务公司“统建统管”相比，二次供水设施较为分散，发展初期缺乏统一规划，长期存在设施建设和管理多元化，运行维护责任不到位，监管职责不明晰的情况。

二次供水的建设、管理和监督有多个主体，存在着购买方和采购方不一致以及后期运维管理水平参差不齐的情况。在购买方和最终使用方不一致时，存在部分开发商和建筑商为实现自身利益最大化而忽视施工质量，不愿选用优质的二次供水设备，甚至选择劣质材料，成小区水质污染风险高，供水设施故障频繁、破损严重、维护成本高的现状。

二次供水系统管理及运行维护方面，由于产权单位、维护管理单位及供水企业等权责复杂多样，各地二次供水设施的运营、管理方式各不相同，管理水平参差不齐。

表 5：二次供水各环节监管情况

环节	主要模式	举例	存在的问题
二次供水系统设计	二次供水设备的厂商通常都参与二次供水方案设计，确定二次供水模式、配置的产品型号、设备数量、供水分区等		部分厂家缺乏丰富设计经验基础和技术实力，注重短期设备投入成本，忽视节能、管理成本，不能适应集中化管理的需求
二次供水系统建设	业主自主采购建设	学校、医院、部队、政府机构等公共部门自建的楼宇项目	在购买方和最终使用方不一致时，存在部分开发商和建筑商为实现自身利益最大化而忽视施工质量，不愿选用优质的二次供水设备，甚至选择劣质材料，成小区水质污染风险高，供水设施故障频繁、破损严重、维护成本高的现状
	开发商、建筑商采购建设	开发商、建筑商开发或承建的项目，如商品房、棚改房、安置房等	
	水务公司统一采购建设	主要在一些已推行二次供水统建区域，例如江苏丹阳、浙江诸暨等	
二次供水系统管理、运行维护	物业管理公司自主采购	主要在一些居民小区更新改造项目	二次供水系统管理及运行维护方面，由于产权单位、维护管理单位及供水企业等权责复杂多样，各地二次供水设施的运营、管理方式各不相同，管理水平参差不齐。同时，在一些没有明确二次供水设施运行维护费收费标准的区域，老旧的二次供水系统带来的较高清洁等维护费用往往使二次供水系统日常运营“动机不足”，缺乏长效机制
	业主自主管理和运行维护	一些医院、学校、部队、政府机构等集体单位通过后勤部门管理	
	水务公司管理和运行维护	主要在一些推行二次供水统管区域，例如江苏丹阳、浙江诸暨等	
	物业公司自主管理和运行维护	一些居民小区	
	无人管理和运行维护	部分老旧小区	
二次供水系统监督	涉及属地水务部门、市、区各级卫生、国土规划、住建管理、公安消防等部门，部分区域没有明确各自监督职责		

资料来源：威派格招股说明书、天风证券研究所

由于二次供水行业需求主体较多，且监管职责不明晰，因此导致该行业市场区域性特征比较明显，低价竞争情况可能常有发生。

二次供水行业的市场参与者主要有三类：全国性二次供水设备厂商、地方性二次供水设备厂商和以水泵为主兼营二次供水设备的厂商。

表 6：行业主要参与主体

分类	内容
全国性二次供水厂商	目前行业内只有少数几家在全国范围内建立了营销渠道，具备全国市场开拓能力和售后服务能力的厂商，例如威派格、青岛三利、上海熊猫等
地方性二次供水设备厂商	这类厂商普遍技术含量较低，品牌影响力低，规模不大，跨区域市场开拓能力有限。
以水泵为主兼营二次供水设备的厂商	由于二次供水设备中需要运用到水泵，因此一些生产水泵的厂家，基于水泵生产基础，也进入到二次供水设备行业，例如中金环境（原南方泵业）、新界泵业、上海中韩杜科泵业制造有限公司等

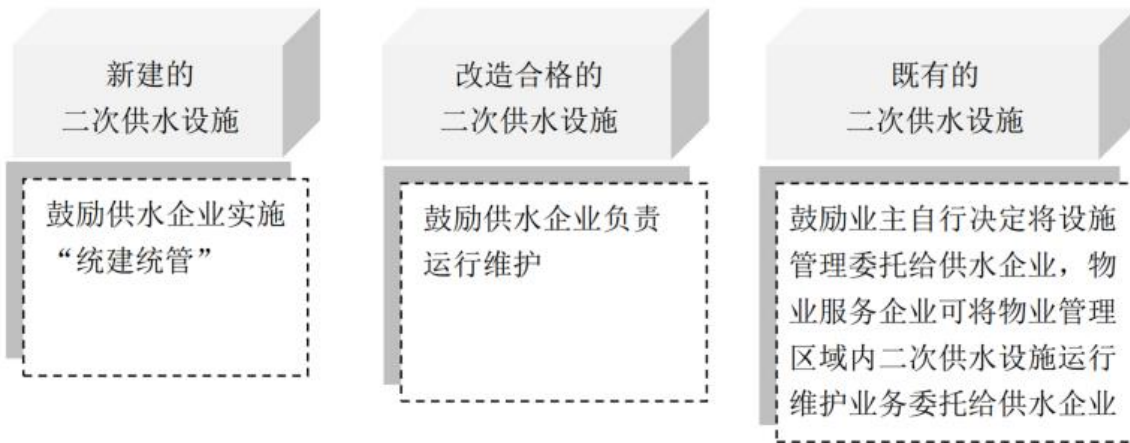
资料来源：威派格招股说明书、天风证券研究所

区域性特征明显，市场集中程度不高。二次供水设备的区域性特征明显，需求分布在全国各地，较为零散。同时中小规模厂商较多，特别是地方性二次供水设备厂商在各地市场中占据了一定市场空间，据不完全统计，市场上能够提供二次供水设备的厂商数量有 500 家以上。目前看，行业整体还较为分散，市场集中度不高。

3.2. “统建统管”将提升高质量需求

住建部鼓励二次供水统建统管。2015年2月，国家住建部等四部委联合发布的《关于加强和改进城镇居民二次供水设施建设与管理确保水质安全的通知》，对二次供水管理工作发展方向提出了具体要求，鼓励二次供水企业统一建设和管理二次供水设施。同时，各地方也出台了鼓励二次供水统建统管的相关政策文件。

图 18：统建统管示意图



资料来源：威派格招股说明书、天风证券研究所

表 7：各地统建统管政策文件

地区	文件名称	相关内容
江苏	《江苏省城市供水管理条例》	居民用户的二次供水设施，经建设单位组织验收合格后，由供水单位负责运行、维护和管理 苏州市、溧阳市等地区又出台规定明确二次供水设施由供水企业组织实施
浙江	《浙江省城市高层住宅二次供水管理指导意见》	鼓励开展二次供水设施“建管合一”模式的试点，对于新建二次供水设施，原则上应委托供水企业具体组织实施二次供水设施建设和维护 宁波市、诸暨市、绍兴市等地区又出台规定明确二次供水设施移交给供水企业管理
河北	《河北省城镇供水用水管理办法》	鼓励建设单位通过合同约定的方式委托供水单位统一建设二次供水设施 鼓励二次供水设施产权单位通过合同约定方式委托供水单位负责二次供水设施的运行、维护和管理
山东	《山东省城镇居民二次供水管理规定》	新建住宅小区内的城镇居民二次供水工程，由城镇供水企业负责组织设计和建设 城镇居民二次供水设施的运行、维护和管理，由城镇供水企业负责
福建	《福建省人民政府关于进一步加强城市供水安全保障工作的实施意见》	开展二次供水“建管合一”模式的试点 龙岩、晋江等地级市又出台规定明确二次供水设施由供水企业“统建统管”
广西	《广西壮族自治区城市二次供水管理办法》	建设单位可将二次供水设施委托具有相应资质的当地城市自来水供水企业进行统一建设 二次供水设施由建设单位委托城市自来水企业统一运行、维护、管理

资料来源：威派格招股说明书、天风证券研究所

统建统管模式下中高端设备将明显受益。在“统建统管”模式下，供水企业采购二次供水设备时，除首要考虑二次供水的水质安全外，还要求设备能长期保持低故障率，并具有较好的节能效果，减少统一管理阶段的维护成本。

因此供水企业实施“统建统管”有利于行业提升产品质量，水质安全将得以更加有效的保障，配套有稳定售后服务能力的中高端二次供水设备将会持续挤占低端二次供水设备的市场，其市场空间将会拓展。

3.3. 智慧化趋势提高行业技术门槛

智慧水务持续引领行业升级。国家发改委、工业和信息化部等八部委于 2014 年 8 月发布的《关于促进智慧城市健康发展的指导意见》，要求到 2020 年，建成一批特色鲜明的智慧城市，其中包括了基础设施智能化、城市管理精细化等要求。

供水是城镇生活及生产运行的基础，“智能水务”作为智慧城市的一部分，也被列入了《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》（2016 年版）。作为城镇供水的重要环节，二次供水设施的智能化发展，即是智慧水务的重要组成部分，也是二次供水设施发展的方向。

“统建统管”催生智能管控需求。智能管控方面，随着供水设备接管数量的持续增加，以及“统建统管”模式的持续推广，二次供水设备管理压力渐增，基于工业互联网技术的智能平台，是提升二次供水管理水平的有效方式，其市场需求将会逐步成长起来。

供需双侧催化作用下，行业提质趋势渐强。供给层面，工业互联基础下智慧水务或将成为二次供水行业的趋势。需求层面，对智能管控要求的走高，将持续扩大基于工业互联的二次供水集中管理平台需求。从具体产品层面分析，无负压与智能化设备处理后的水质品质相对变频设备及传统高位蓄调设备较高，同时技术难度也更大，智能化程度以及产品附加值更高。供需双向的升级趋势将抬高行业技术门槛，利好中高端设备需求增长。

综上所述，虽然目前行业整体集中程度较低，但在统建统管模式和智慧化趋势的推动下，行业的中高端设备需求有望提升，未来行业的整体竞争格局向好，行业集中程度有望提升，综合技术实力和营销能力较强的公司有望持续扩大市场份额。

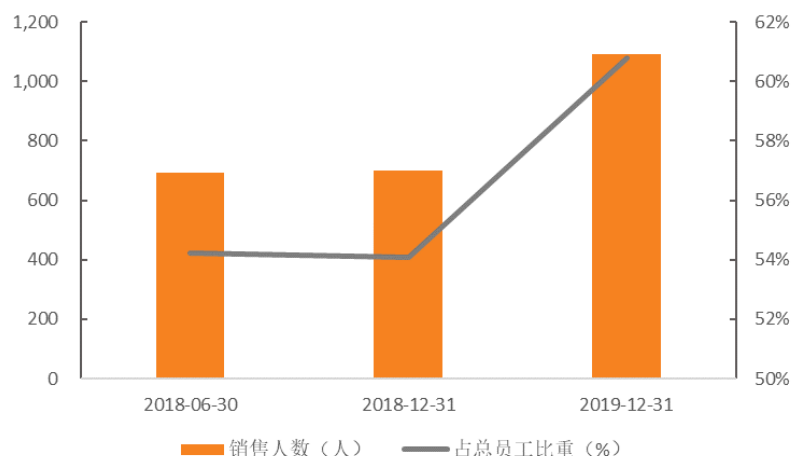
4. 销售网络覆盖全国，销售费用率下降有望带来业绩弹性

4.1. 销售团队持续扩充，销售费用率高于同行

销售人员数量快速扩充，销售网络持续扩大。二次供水设备下游市场需求零散，具有区域性特征，同时由于是 To B 业务，销售周期长，因此销售网络对于业务获取十分重要。近年公司销售团队人员快速增长，2019 年底公司销售人员数量已达 1090 人，比 2018 年底增加 392 人，同比增加 36%；销售人员的占比从 2018 年底的 54.22%提高至 2019 年底的 60.79%，创近年新高。

通过销售团队的扩充，公司已逐步搭建起了全国性直销网络。目前，公司在全国划分了京津冀、东北、华南、华中、华东、西南、华北、西北共计八大区，并在主要省会城市或重点城市设立销售公司。

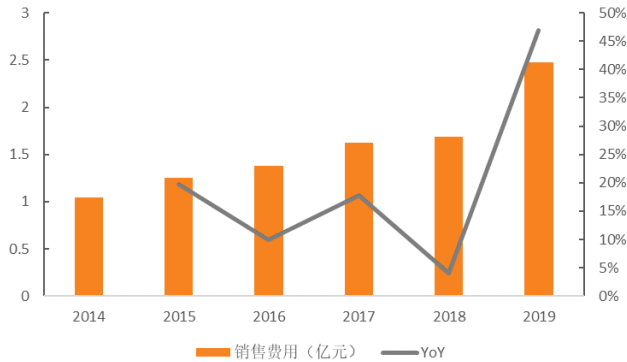
图 19：公司销售人员数量



资料来源：Wind、天风证券研究所

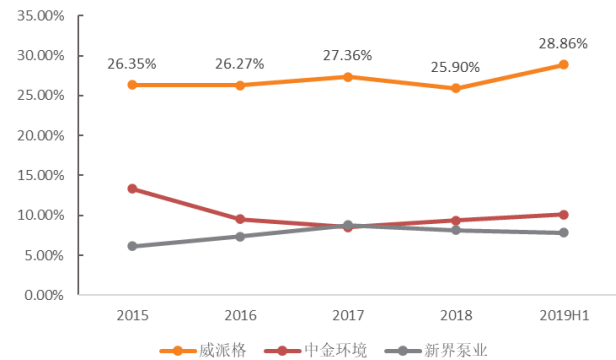
销售费用快速增长，销售费用率较高。由于公司销售人员快速增长和销售网络的持续搭建，公司近年销售费用也快速增长，2019 年公司销售费用达 2.48 亿元，同比增长 46.94%。另外，由于公司是以直销为主，销售费用率也要高于同行业公司，公司销售费用率维持在 25% 以上，2019 年更是达到了 28.86%，创近年新高。

图 20：威派格销售费用情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 21：公司销售费用率情况

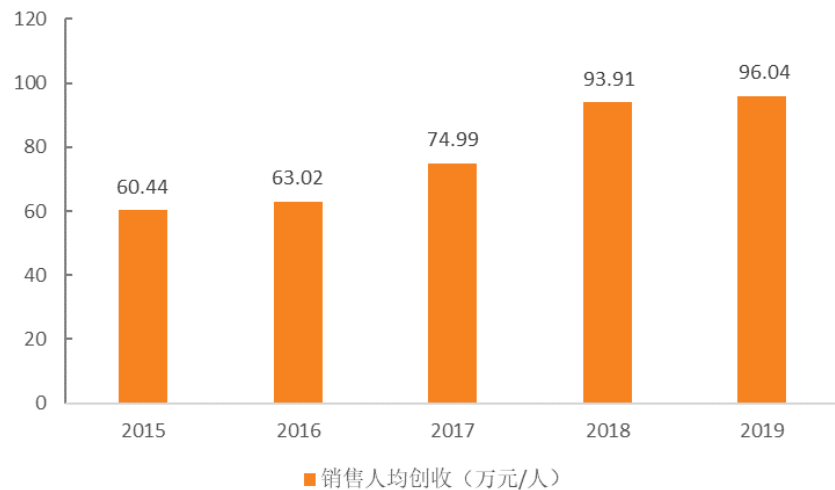


资料来源：Wind、天风证券研究所

4.2. 销售费用率未来有望下降，将带来较大业绩弹性

人均销售金额达 96 万元，未来提升空间大。公司销售人员扩张，销售人员的效率也在逐步提升，2019 年销售人员人均创收达到 96.04 万元，近年来呈现稳步提升的趋势。但从绝对值上讲，威派格的二次供水设备平均单价在 25-30 万之间，目前的人均销售量为 3-4 套二次供水设备，公司人员的销售效率仍有较大的提升空间。

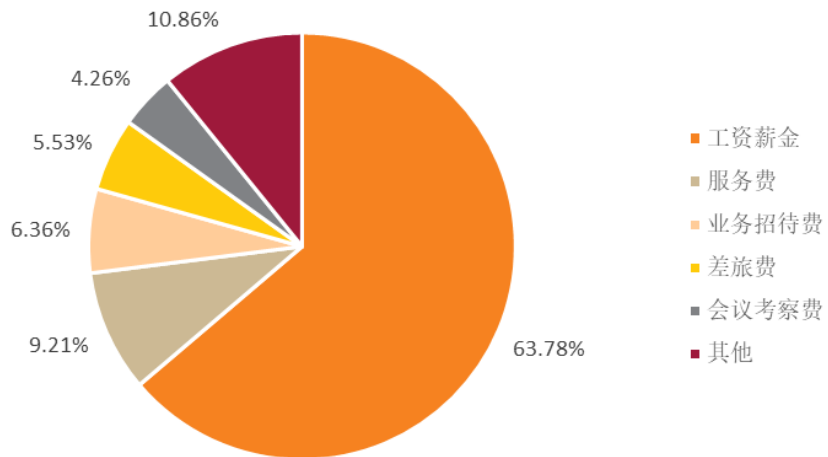
图 22：公司销售人均创收



资料来源：威派格招股说明书、Wind、天风证券研究所

公司未来销售费用率有望下降。公司销售费用以工资薪金为主，2019 年工资薪金达 1.58 亿元，是销售总金额的 63.78%。公司 2019 年销售费用快速增长，主要原因还是销售人员的快速增加，若未来公司销售网络扩充基本完成，销售人员不需要大幅增加时，我们判断销售费用有望相对平稳，销售费用率有望实现下降。

图 23：销售费用结构



资料来源：Wind、天风证券研究所

销售费用率下降将带来较大业绩弹性。我们从静态和动态的效果来测算销售费用率下降的业绩弹性，首先我们以 2019 年年报数据为依据，测算出若销售费用率下降 1%，在其他利润表数据不变的情况下，公司净利润将提升 0.08 亿，业绩弹性为 6.33%；若销售费用率下降 4%，则业绩弹性为 25.28%。

表 8：静态销售费用率弹性测算

销售费用率下降幅度	原始数据	-1%	-2%	-3%	-4%
营业总收入（亿元）	8.59	8.59	8.59	8.59	8.59
销售费用（亿元）	2.48	2.39	2.31	2.22	2.14
销售费用率	28.87%	27.87%	26.87%	25.87%	24.87%
利润总额（亿元）	1.36	1.45	1.53	1.62	1.70
所得税（亿元）	0.16	0.17	0.18	0.19	0.20
所得税率	11.76%	11.76%	11.76%	11.76%	11.76%
净利润（亿元）	1.20	1.28	1.35	1.43	1.50
业绩差额（亿元）	-	0.08	0.08	0.08	0.08
业绩弹性	-	6.33%	12.64%	18.96%	25.28%

资料来源：Wind、天风证券研究所

动态情况下，我们假设未来收入复合增速分别为 20%/30%/40%，到 2021 年若销售费用率下降 1%，公司将增加净利润 0.11/0.13/0.15 亿元，是 2019 年 1.2 亿净利润的 9.1%/10.7%/12.38%，销售费用率对公司业绩的影响相当大。

我们认为公司在销售网络搭建完成、销售人员扩充完毕时，随着收入规模的持续增长，销售费用率下降是大概率事件，销售费用率下降将带来较大的业绩弹性，公司业绩有望提速。

表 9：动态情况下销售费用率业绩弹性测算（亿元）

未来业绩增速\销售费用率下降幅度	-1%	-2%	-3%	-4%	-5%
20%	0.11	0.22	0.33	0.44	0.55
30%	0.13	0.26	0.38	0.51	0.64
40%	0.15	0.30	0.45	0.59	0.74

资料来源：Wind、天风证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

二次供水设备行业未来有望在竣工向上和老旧小区改造大力推进的背景下实现提速，我们预计 2025 年二次供水设备行业的市场空间将达到 650 亿元，年均复合增速接近 20%。竞争格局方面，行业整体竞争散乱，未来随着“统建统管”和智慧化的趋势，行业集中度有望提升，行业龙头将明显受益。我们看好公司在二次供水设备行业快速发展的背景下持续扩张，同时我们认为公司在未来销售网络搭建完毕后，销售费用率有望下降，给公司能够带来较大业绩弹性。

我们认为二次供水设备在老旧小区改造方面的需求可能会超出预期，同时我们认为公司销售网络搭建已经接近尾声，下调了未来 21-22 年的销售费用率，因此我们上调盈利预测，预计公司 2020-2022 年将实现营业收入 12.30、17.31 和 24.44 亿元（原值 12.30、16.72 和 20.72 亿），同比增长 43.25%、40.74%和 41.16%；实现归母净利润 1.64、3.33 和 5.44 亿元（原值 1.64、2.18 和 2.76 亿），同比增长 36.66%、102.68%和 63.36%，对应 EPS 为 0.39、0.78 和 1.28 元，对应 PE 为 44.5、22 和 13.4 倍。

可比公司英维克、奥福环保和美亚光电 2021 年平均 PE 为 40.8 倍，我们给予威派格 2021 年 40 倍 PE 目标估值，目标价格 31.2 元，维持公司“买入”评级。

表 10：业务分拆预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	651.77	858.58	1229.91	1731.02	2443.53
同比	9.9%	31.7%	43.3%	40.7%	41.2%
无负压二次供水设备（百万元）	381.82	467.25	613.47	805.48	1012.03
同比	-5.8%	22.4%	31.3%	31.3%	25.6%
变频二次供水设备（百万元）	196.18	274.12	373.89	509.83	691.75
同比	74.5%	39.7%	36.4%	36.4%	35.7%
区域加压泵站（百万元）	33.18	77.19	101.53	133.67	175.69
同比	-31.8%	132.7%	31.5%	31.7%	31.4%
其他业务收入（百万元）	40.59	40.03	141.02	282.03	564.06
同比	51.4%	-1.4%	252.3%	100.0%	100.0%
毛利率	69.0%	67.7%	67.2%	66.9%	66.3%
无负压二次供水设备	72.8%	70.5%	70.6%	70.5%	70.5%
变频二次供水设备	63.1%	63.8%	63.5%	64.4%	64.5%
区域加压泵站	72.9%	67.1%	67.0%	67.0%	67.0%
其他业务收入	58.5%	61.8%	62.0%	61.0%	60.8%

资料来源：Wind、天风证券研究所

表 11：可比估值表

股票代码	公司名称	收盘价	EPS（元/股）					PE（倍）		
		2020/7/29	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
002837.SZ	英维克	26.77	0.75	0.70	0.91	1.14	35.69	38.24	29.42	23.48
688021.SH	奥福环保	67.50	0.67	0.99	1.62	2.43	100.75	68.18	41.67	27.78
002690.SZ	美亚光电	59.59	0.81	0.96	1.16	1.40	73.57	62.07	51.37	42.56
行业平均							70.00	56.17	40.82	31.27
603956.SH	威派格	17.16	0.28	0.39	0.78	1.28	60.81	44.49	21.95	13.44

资料来源：Wind、天风证券研究所

6. 风险提示

行业增长不及预期的风险：二次供水行业发展受城镇化进程、工业互联网理念推进、用水标准提高等因素影响，此类因素变化趋势存在一定不确定性，从而使行业存在增长不及预期的风险。

行业政策监管加剧的风险：二次供水行业受政策监管明显，若政策监管趋严，行业标准持续提高，则可能对行业发展产生一定阻碍。

公司核心技术人才流失的风险：技术能力是当下二次供水行业的重要竞争点，也是公司核心优势之一，因此核心技术人才的流失会对公司竞争力产生冲击。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	225.66	418.79	499.92	513.03	694.48	营业收入	651.77	858.58	1,229.91	1,731.02	2,443.53
应收票据及应收账款	371.32	503.12	692.62	922.99	1,113.28	营业成本	202.04	277.65	403.92	573.39	822.67
预付账款	3.06	6.45	9.74	11.65	18.96	营业税金及附加	10.14	10.72	17.90	24.58	33.59
存货	77.64	95.98	117.20	153.56	257.77	营业费用	168.78	247.80	351.75	394.67	488.71
其他	31.91	66.95	59.90	88.96	108.18	管理费用	96.54	124.17	175.88	238.88	324.99
流动资产合计	709.59	1,091.29	1,379.39	1,690.20	2,192.69	研发费用	41.98	65.92	92.24	121.17	158.83
长期股权投资	3.81	4.87	4.87	4.87	4.87	财务费用	0.26	(7.43)	(6.04)	(6.08)	(6.04)
固定资产	295.93	286.12	295.28	323.99	351.44	资产减值损失	14.01	(0.13)	9.52	7.80	5.73
在建工程	0.99	3.03	37.82	70.69	72.41	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	40.17	39.82	39.03	38.23	37.43	投资净收益	(0.18)	0.57	0.57	0.57	0.57
其他	10.81	45.66	21.01	18.74	15.54	其他	(17.20)	6.87	(1.14)	(1.14)	(1.14)
非流动资产合计	351.71	379.50	397.99	456.52	481.69	营业利润	135.39	132.45	185.30	377.17	615.62
资产总计	1,061.31	1,470.78	1,777.38	2,146.72	2,674.38	营业外收入	1.20	4.54	2.52	2.75	3.27
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	2.92	0.53	1.24	1.57	1.11
应付票据及应付账款	49.02	127.00	198.38	311.29	374.26	利润总额	133.66	136.46	186.57	378.36	617.78
其他	149.31	203.55	323.12	379.15	522.30	所得税	17.75	16.06	22.02	44.65	72.84
流动负债合计	198.33	330.54	521.50	690.44	896.56	净利润	115.91	120.40	164.56	333.71	544.94
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.40	0.19	0.28	0.75	1.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	115.51	120.21	164.28	332.96	543.94
其他	18.32	17.83	18.21	18.12	18.06	每股收益(元)	0.27	0.28	0.39	0.78	1.28
非流动负债合计	18.32	17.83	18.21	18.12	18.06						
负债合计	216.65	348.37	539.72	708.57	914.62						
少数股东权益	5.39	1.47	1.75	2.50	3.50	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
股本	383.36	425.96	425.96	425.96	425.96	成长能力					
资本公积	138.68	300.15	300.15	300.15	300.15	营业收入	9.88%	31.73%	43.25%	40.74%	41.16%
留存收益	455.90	694.98	809.96	1,009.69	1,330.30	营业利润	7.88%	-2.17%	39.90%	103.55%	63.22%
其他	(138.68)	(300.15)	(300.15)	(300.15)	(300.15)	归属于母公司净利润	6.06%	4.07%	36.66%	102.68%	63.36%
股东权益合计	844.65	1,122.41	1,237.67	1,438.15	1,759.76	获利能力					
负债和股东权益总计	1,061.31	1,470.78	1,777.38	2,146.72	2,674.38	毛利率	69.00%	67.66%	67.16%	66.88%	66.33%
						净利率	17.72%	14.00%	13.36%	19.23%	22.26%
						ROE	13.76%	10.72%	13.29%	23.19%	30.97%
						ROIC	21.15%	17.59%	24.01%	44.12%	58.37%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率	20.41%	23.69%	30.37%	33.01%	34.20%
净利润	115.91	120.40	164.28	332.96	543.94	净负债率	-24.52%	-37.31%	-38.41%	-34.67%	-38.73%
折旧摊销	20.69	21.54	16.85	19.21	21.62	流动比率	3.58	3.30	2.65	2.45	2.45
财务费用	1.85	0.23	(6.04)	(6.08)	(6.04)	速动比率	3.19	3.01	2.42	2.23	2.16
投资损失	0.18	(0.57)	(0.57)	(0.57)	(0.57)	营运能力					
营运资金变动	(83.41)	(80.26)	(15.51)	(116.42)	(110.38)	应收账款周转率	1.95	1.96	2.06	2.14	2.40
其它	6.99	28.40	0.28	0.75	1.00	存货周转率	7.86	9.89	11.54	12.79	11.88
经营活动现金流	62.21	89.74	159.29	229.85	449.58	总资产周转率	0.63	0.68	0.76	0.88	1.01
资本支出	15.42	14.20	59.62	80.09	50.07	每股指标(元)					
长期投资	1.02	1.06	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.27	0.28	0.39	0.78	1.28
其他	(35.03)	(70.85)	(119.05)	(159.52)	(99.50)	每股经营现金流	0.15	0.21	0.37	0.54	1.06
投资活动现金流	(18.60)	(55.59)	(59.43)	(79.43)	(49.43)	每股净资产	1.97	2.63	2.90	3.37	4.12
债权融资	18.56	0.00	24.53	14.36	12.96	估值比率					
股权融资	(0.72)	211.50	6.04	6.08	6.04	市盈率	63.28	60.81	44.49	21.95	13.44
其他	(82.13)	(65.46)	(49.30)	(157.76)	(237.70)	市净率	8.71	6.52	5.91	5.09	4.16
筹资活动现金流	(64.29)	146.04	(18.73)	(137.32)	(218.70)	EV/EBITDA	0.00	30.06	34.75	17.41	10.48
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	0.00	33.20	38.02	18.31	10.85
现金净增加额	(20.68)	180.18	81.13	13.10	181.45						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com