

## 疫情后零售大幅回弹, 工程增势强劲

### 投资要点

- 业绩总结:** 公司2020年实现营收51亿元, 同比增长9.5%, 完成年度目标的104.2%; 实现归母净利润11.9亿元, 同比增长21.3%, 扣非后归母净利润达11.5亿元, 同比增长22.7%。
- 下半年业绩复苏明显。** 20年公司业务开展整体呈先抑后扬的态势, 其中家装零售业务受疫情影响较大且恢复较慢, 工程业务受益于基建端发力恢复快速。分产品来看, 以零售为主的PPR全年收入24.2亿元, 同增-0.9%, 其中H2实现收入15亿元, 同增19.5%; 防水净水业务收入2.3亿元, 增速16%; 以市政工程为主的PE收入16.2亿元, 同比增长24.3%, 增速明显高于其他品类; 以建筑工程为主的PVC收入7.4亿元, 增速9.8%。分季度来看, 2020年Q4实现营收18.8亿元, 同增22%, Q1-Q3单季度增速分别为-27.9%、-6.3%、39.5%, 下半年以来收入及业绩大幅提速, 同时公司加强了成本费用管控, 利润增速快于收入增速, 全年净利率为23.4%, 较去年提高2.3个百分点。
- 零售业务韧性较强, 公司品牌及渠道实力过硬。** 尽管近两年家装零售业务受精装房及疫情冲击力度较大, 但零售格局相对分散, 伟星核心优势产品PPR的全国市占率仅有8%, 后续随着中西部空白市场的填补以及强势地区渠道下沉, 叠加同心圆战略的不断演进, 零售规模有望平稳扩张。公司C端实力强劲, 业内首推并不断精进的“产品+服务”销售模式铸就了品牌壁垒, 健全的营销网络为业务拓展及高效服务体系的搭建提供了强有力保障, 目前公司已在全国设立了30多家销售分公司, 拥有1700多名营销人员, 铺设营销网点超28000个。
- 工程业务调整阵痛期已过, 释放业绩增量。** 为顺应渠道变革趋势, 公司主动提升工程项目的战略地位, 规模与质量兼顾, 总体发展节奏稳健。市政工程方面, 公司自身调整优化效果持续显现, 优选自来水公司、燃气公司等长期合作的大客户, 同时直销经销占比更加趋于合理化, 并且引入“星工匠”服务机制保证施工质量。建筑工程方面, 加强与优秀地产商的合作力度。工程体量保持良好增势, 有望持续为公司业绩贡献增量。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2021-2023年归母净利润分别为13.3、15.6、17.9亿元, 对应PE为28X、23.9X、20.8X, 长期看好, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** B端业务拓展不及预期风险, 品类扩展效果不及预期风险, 原材料价格大幅上涨风险。

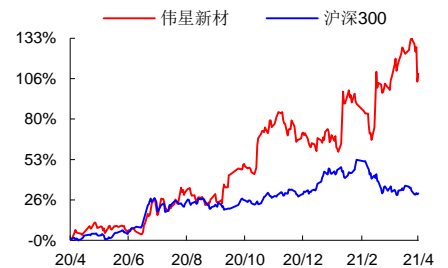
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5104.81	6290.38	7453.43	8702.25
增长率	9.45%	23.22%	18.49%	16.75%
归属母公司净利润(百万元)	1192.62	1332.21	1558.92	1793.67
增长率	21.29%	11.71%	17.02%	15.06%
每股收益EPS(元)	0.75	0.84	0.98	1.13
净资产收益率ROE	27.50%	27.19%	27.87%	28.14%
PE	31	28.0	23.9	20.8
PB	8.63	7.65	6.69	5.87

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛  
执业证号: S1250519080004  
电话: 021-58351679  
邮箱: smg@swsc.com.cn  
联系人: 陈冠宇  
电话: 021-58351679  
邮箱: chgyu@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	15.92
流通A股(亿股)	14.21
52周内股价区间(元)	11.62-26.04
总市值(亿元)	373.19
总资产(亿元)	56.60
每股净资产(元)	2.72

### 相关研究

- 伟星新材(002372): 品牌+服务深筑护城河, 工程+品类扩张加速成长 (2020-11-05)

**关键假设：**

假设 1：零售端，预计未来 PPR 管道销量逐渐恢复，2021-2023 年同比增长 15%、10%、10%，毛利率为 57%。

假设 2：受益于公司对市政工程客户结构、业务模式及销售模式的优化调整基本完成，假设 2021-2023 年 PE 管道销售增速分别为 25%、20%、15%，毛利率 36.5%。

假设 3：受益于同心圆业务对 PVC 管道销售的带动以及建筑工程业务的回暖，预计 2021-2023 年 PVC 管道产销增速分别为 30%、20%、15%。假设公司以低成本优势对 B 端客户让利占据更多市场，毛利率有小幅下降，毛利率分别为 24%、23.8%、23.5%。

假设 4：防水、净水等新业务依托现有渠道及品牌优势加速扩张，预计 2021-2023 年销量增长 60%、55%、50%。随着业务渐趋成熟，毛利率预计有所提升，分别为 34%、35%、36%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>合计</b>					
营业收入	4664.1	5104.8	6290.4	7453.4	8702.2
yoy	2.1%	9.4%	23.2%	18.5%	16.8%
营业成本	2498.3	2884.4	3556.9	4263.7	5013.7
毛利率	46.4%	43.5%	43.5%	42.8%	42.4%
<b>PPR 管材管件</b>					
收入	2440.18	2418.32	2781.1	3059.2	3365.1
yoy	-5.7%	-0.9%	15.0%	10.0%	10.0%
成本	1027.99	1056.89	1195.9	1315.4	1447.0
毛利率	57.9%	56.3%	57.0%	57.0%	57.0%
<b>PE 管材管件</b>					
收入	1306.49	1623.84	2029.8	2435.8	2801.1
yoy	2.8%	24.3%	25.0%	20.0%	15.0%
成本	808.75	1042.26	1288.9	1546.7	1778.7
毛利率	38.1%	35.8%	36.5%	36.5%	36.5%
<b>PVC 管材管件</b>					
收入	669.8	735.73	956.4	1147.7	1319.9
yoy	20.5%	9.8%	30.0%	20.0%	15.0%
成本	492.78	565.93	726.9	874.6	1009.7
毛利率	26.4%	23.1%	24.0%	23.8%	23.5%
<b>其他</b>					
收入	247.6	326.9	523.1	810.8	1216.1
yoy	59.7%	32.0%	60.0%	55.0%	50.0%
成本	168.8	219.3	345.2	527.0	778.3
毛利率	31.8%	32.9%	34.0%	35.0%	36.0%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 13.3、15.6、17.9 亿元，对应 PE 为 28X、23.9X、20.8X，长期看好，维持“买入”评级。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
002641	永高股份	6.97	-	0.73	0.87	0.86	10.12	9.52	8.05	8.10
300599	雄塑科技	11.50	-	1.05	1.30	-	17.82	10.92	8.83	-
002271	东方雨虹	53.09	1.44	1.65	2.06	2.75	26.90	32.22	25.73	19.29
603737	三棵树	189.28	-	3.01	4.09	-	81.33	62.82	46.27	-
002791	坚朗五金	166.08	2.54	3.67	5.00	6.70	56.66	45.19	33.17	24.78
平均值							38.57	32.13	24.41	-

数据来源：Wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5104.81	6290.38	7453.43	8702.25	净利润	1195.39	1334.29	1561.74	1797.07
营业成本	2884.41	3556.91	4263.72	5013.75	折旧与摊销	134.76	104.85	109.73	115.28
营业税金及附加	40.29	49.65	58.83	68.69	财务费用	-42.60	-37.74	-44.72	-43.51
销售费用	543.16	641.62	745.34	870.22	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	266.40	503.23	588.82	678.78	经营营运资本变动	467.76	-1122.84	-76.28	-289.83
财务费用	-42.60	-37.74	-44.72	-43.51	其他	-409.06	-0.45	-0.53	-0.57
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1346.25</b>	<b>278.11</b>	<b>1549.94</b>	<b>1578.43</b>
投资收益	72.48	0.00	0.00	0.00	资本支出	-43.68	-130.73	-130.73	-130.73
公允价值变动损益	0.91	0.45	0.53	0.57	其他	-425.47	-7.05	-3.72	-11.94
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-469.15</b>	<b>-137.78</b>	<b>-134.45</b>	<b>-142.67</b>
<b>营业利润</b>	<b>1386.89</b>	<b>1577.17</b>	<b>1841.96</b>	<b>2114.89</b>	短期借款	0.00	458.57	-246.60	-93.99
其他非经营损益	-2.42	-0.54	-0.74	-0.95	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1384.47</b>	<b>1576.63</b>	<b>1841.22</b>	<b>2113.93</b>	股权融资	164.22	0.00	0.00	0.00
所得税	189.08	242.33	279.48	316.86	支付股利	-786.56	-775.20	-865.94	-1013.30
净利润	1195.39	1334.29	1561.74	1797.07	其他	-28.87	39.71	45.96	46.18
少数股东损益	2.77	2.08	2.81	3.40	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-651.21</b>	<b>-276.92</b>	<b>-1066.58</b>	<b>-1061.11</b>
归属母公司股东净利润	1192.62	1332.21	1558.92	1793.67	<b>现金流量净额</b>	<b>292.20</b>	<b>-136.59</b>	<b>348.91</b>	<b>374.65</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2023.70	1887.12	2236.03	2610.67	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	356.81	662.90	761.15	887.50	销售收入增长率	9.45%	23.22%	18.49%	16.75%
存货	768.83	979.22	1184.46	1369.84	营业利润增长率	16.18%	13.72%	16.79%	14.82%
其他流动资产	407.96	553.24	490.51	637.92	净利润增长率	21.39%	11.62%	17.05%	15.07%
长期股权投资	521.91	521.91	521.91	521.91	EBITDA 增长率	15.86%	11.17%	15.98%	14.67%
投资性房地产	5.07	9.00	6.53	6.86	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1286.83	1324.61	1357.51	1384.87	毛利率	43.50%	43.45%	42.80%	42.39%
无形资产和开发支出	257.85	247.43	237.00	226.58	三费率	15.02%	17.60%	17.30%	17.30%
其他非流动资产	30.67	32.77	38.01	48.71	净利率	23.42%	21.21%	20.95%	20.65%
<b>资产总计</b>	<b>5659.64</b>	<b>6218.20</b>	<b>6833.11</b>	<b>7694.87</b>	ROE	27.50%	27.19%	27.87%	28.14%
短期借款	0.00	458.57	211.97	117.98	ROA	21.12%	21.46%	22.86%	23.35%
应付和预收款项	622.19	762.20	915.45	1072.85	ROIC	34.63%	32.97%	30.94%	32.08%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	28.97%	26.14%	25.59%	25.13%
其他负债	690.66	90.43	102.89	117.47	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1312.85</b>	<b>1311.20</b>	<b>1230.32</b>	<b>1308.31</b>	总资产周转率	0.97	1.06	1.14	1.20
股本	1592.11	1592.11	1592.11	1592.11	固定资产周转率	4.21	5.11	6.02	6.94
资本公积	320.04	320.04	320.04	320.04	应收账款周转率	18.37	16.46	14.46	14.36
留存收益	2545.04	3102.06	3795.04	4575.41	存货周转率	3.85	4.07	3.94	3.93
归属母公司股东权益	4323.09	4881.21	5574.19	6354.56	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.14%	—	—	—
少数股东权益	23.71	25.79	28.60	32.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4346.80</b>	<b>4907.00</b>	<b>5602.79</b>	<b>6386.56</b>	资产负债率	23.20%	21.09%	18.01%	17.00%
负债和股东权益合计	5659.64	6218.20	6833.11	7694.87	带息债务/总负债	0.00%	34.97%	17.23%	9.02%
					流动比率	2.78	3.20	3.91	4.33
					速动比率	2.18	2.43	2.92	3.26
					股利支付率	65.95%	58.19%	55.55%	56.49%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.75	0.84	0.98	1.13
					每股净资产	2.72	3.07	3.50	3.99
					每股经营现金	0.85	0.17	0.97	0.99
					每股股利	0.49	0.49	0.54	0.64
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	1479.06	1644.28	1906.97	2186.65					
PE	31.29	28.01	23.94	20.81					
PB	8.63	7.65	6.69	5.87					
PS	7.31	5.93	5.01	4.29					
EV/EBITDA	23.77	21.73	18.43	15.85					
股息率	2.11%	2.08%	2.32%	2.72%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn