

# 伟星新材 (002372.SZ)

## 收入增长韧性十足，期待毛利率转好

### 核心观点：

- 公司发布 2022 年半年报，实现收入 25.02 亿元，同比+4.83%，归母净利润 3.65 亿元，同比-11.8%。其中 Q2 单季度实现收入 14.96 亿元，同比+0.39%，归母净利润 2.48 亿元，同比-17.68%。
- 面对地产下行和华东疫情冲击，公司收入增长韧性十足。2022 年上半年公司收入同比+4.83%，其中 Q1 同比+12.21%、Q2 同比+0.39%，公司在地产需求承压、核心市场华东受到疫情冲击较大的情况下仍取得正增长，显示公司增长韧性十足。分产品来看，公司 PPR/PE/PVC/其他产品收入分别同比-4.93%/2.20%/18.80%/64.02%，零售属性强的 PPR 业务受疫情冲击仅小幅下滑，PVC 较快增长、防水和净水收入同比增长均超过 50%主要来自 C 端同心圆配套率提升（渠道完善）。我们判断上半年公司零售业务小个位数增长，工程业务双位数增长。
- 业绩增速低于收入增速，主要系毛利率下滑、期间费用率小幅上升、东鹏投资收益同比减少。公司上半年毛利率 37.73%，同比下滑 2.02pct，PPR/PE/PVC/其他产品毛利率分别为 54.45%/25.77%/13.25%/36.7%，同比+0.15pct/-3.87pct/+1.89pct/-3.53pct；上半年公司毛利率下降，一是原材料同比上涨，二是产品结构影响，预计下半年原材料跌价有望贡献毛利率改善弹性。期间费用率 19.02%，同比+0.44pct，销售/管理/研发/财务费用同比+0.77/-0.92/+0.04/+0.55pct。
- 原材料备库使得经营现金流下降，应收款控制依然良好。
- 盈利预测与投资建议。我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 13.7/17.1/20.6 亿元，按最新收盘市值对应 PE 分别为 22.9/18.3/15.2 倍，参考可比公司估值，维持公司合理价值 26.53 元/股的判断，对应 22 年 PE 约 31x，维持“买入”评级。
- 风险提示。地产大幅下行，原材料价格上涨，新业务拓展不及预期。

### 盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5,105	6,388	7,149	8,455	10,046
增长率（%）	9.4	25.1	11.9	18.3	18.8
EBITDA（百万元）	1,400	1,566	1,694	2,065	2,471
归母净利润（百万元）	1,193	1,223	1,368	1,710	2,064
增长率（%）	21.3	2.6	11.8	25.0	20.7
EPS（元/股）	0.75	0.77	0.86	1.07	1.30
市盈率（x）	24.96	31.65	22.87	18.29	15.16
ROE（%）	27.6	24.9	25.9	29.6	32.0
EV/EBITDA（x）	19.83	23.19	16.90	13.69	11.24

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

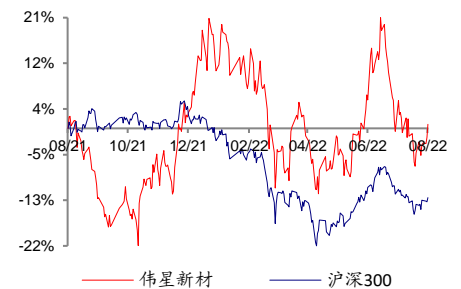
识别风险，发现价值

### 公司评级

买入

当前价格	19.65 元
合理价值	26.53 元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-18

### 相对市场表现



### 分析师：

邹戈



SAC 执证号：S0260512020001



021-38003689



zouge@gf.com.cn

### 分析师：

谢璐



SAC 执证号：S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-38003688

### 分析师：

张乾



SAC 执证号：S0260522080003



021-38003687



gzhangqian@gf.com.cn

请注意，邹戈、张乾并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

伟星新材 (002372.SZ) :成	2022-07-31
长性与稳健性兼备的塑料管 材龙头	
伟星新材 (002372.SZ) :收	2022-05-09
入逆势较快增长，业绩韧性 十足	
伟星新材 (002372.SZ) :高	2022-04-07
质量稳健增长，扩产品拓地 区效果显现	

请务必阅读末页的免责声明

## 一、收入增长韧性十足，期待毛利率转好

公司发布2022年半年报，实现收入25.02亿元，同比+4.83%，归母净利润3.65亿元，同比-11.8%，扣非净利润3.46亿元，同比-12.08%。其中Q2单季度实现收入14.96亿元，同比+0.39%，归母净利润2.48亿元，同比-17.68%，扣非净利润2.33亿元，同比-18.40%。

**面对地产下行和华东疫情冲击，公司收入增长韧性十足。**2022年上半年公司收入同比+4.83%，其中Q1同比+12.21%、Q2同比+0.39%，公司在地产需求承压、核心市场华东受到疫情冲击较大的情况下仍取得正增长，显示公司增长韧性十足，主要来自公司市政业务增长、防水净水同心圆业务继续放量、境外业务收入快速增长。分产品来看，公司PPR/PE/PVC/其他产品（防水、净水、捷流公司）收入分别同比-4.93%/2.20%/18.80%/64.02%，零售属性强的PPR业务受疫情冲击仅小幅下滑，且毛利率同比小幅上升0.15pct，显示公司在家装管道强大的竞争力，在行业需求较差的情况下，公司通过加速空白及薄弱区域市场拓展和渠道下沉、加大优质客户与优秀经销商的开发与培育、推进“同心圆”产品链等方式使得零售业务保持稳健，上半年PVC较快增长、防水和净水收入同比增长均超过50%主要来自C端同心圆配套率提升（渠道完善），境外业务同比增长130%（剔除捷流公司并表影响后境外业务增长约65%）。我们判断上半年公司零售业务小个位数增长，工程业务受益于地下管廊和燃气管道建设等基建需求发力取得双位数增长。

**业绩增速低于收入增速，主要系毛利率下滑2.02pct、期间费用率小幅上升0.44pct、东鹏投资收益同比减少1383万元。**上半年业绩增速低于收入增速，主要来自毛利率下滑，公司上半年毛利率37.73%，同比下滑2.02pct，上半年公司整体毛利率下降，一是来自原材料涨价，但Q2以来管材主要原材料价格呈现下跌趋势，截至2022年8月16日，PP-R/PVC/HDPE价格分别同比下滑3%/30%/3%，预计下半年原材料跌价有望贡献毛利率改善弹性；二是产品结构影响，PPR/PE/PVC/其他产品（防水、净水、捷流公司）毛利率分别为54.45%/25.77%/13.25%/36.7%，分别同比+0.15pct/-3.87pct/+1.89pct/-3.53pct，毛利率最高的PPR业务收入同比下滑5%，低毛利的PVC业务收入同比上涨19%。上半年公司期间费用率19.02%，同比+0.44pct，销售/管理/研发/财务费用分别同比+0.77/-0.92/+0.04/+0.55pct，销售费用率上升主要系职工薪酬和推广宣传费同比多增，管理费用率下滑主要系股权激励费用同比少2747万元，财务费用率上升主要系本期收到利息收入减少所致。此外，东鹏投资收益同比减少1383万元。

**原材料备库使得经营现金流下降，应收款控制依然良好。**上半年经营活动产生的现金流量净额0.88亿元，同比-79.52%，收现比1.11，同比+0.01，现金流下降主要系本期原材料备库增加、应收账款增加、上年同期收到股权激励验资户资金解冻1.4亿元所致。截至上半年末公司应收账款和应收票据4.67亿元，同比增长43%，主要系本期工程业务销售增长及新加坡捷流公司并表所致，公司应收账款控制总体较好。

## 二、盈利预测和投资建议

公司治理结构好、经营管理能力强，通过商业模式创新和强大的渠道管理能力在家装零售领域建立起管道高端品牌，护城河宽；积极拓展防水净水等品类，有望复制家装管道领域的成功，提升客单价、带来中长期成长空间。我们预计2022-2024年归母净利润分别为13.7/17.1/20.6亿元，按最新收盘市值对应PE分别为22.9/18.3/15.2倍，需求下行阶段，公司报表依旧表现出色，参考可比公司估值，维持公司合理价值26.53元/股的判断，对应22年PE约31x，维持“买入”评级。

## 三、风险提示

地产大幅下行，原材料价格上涨，新业务拓展不及预期。

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	<b>3,557</b>	<b>4,306</b>	<b>4,791</b>	<b>5,504</b>	<b>6,428</b>	
货币资金	2,024	2,410	2,668	3,032	3,520	
应收及预付	357	432	491	580	689	
存货	769	1,073	1,210	1,432	1,718	
其他流动资产	408	391	423	460	501	
<b>非流动资产</b>	<b>2,102</b>	<b>2,130</b>	<b>2,102</b>	<b>2,065</b>	<b>2,017</b>	
长期股权投资	522	483	483	483	483	
固定资产	1,231	1,227	1,193	1,152	1,104	
在建工程	56	95	106	116	124	
无形资产	258	255	251	246	239	
其他长期资产	36	71	70	69	68	
<b>资产总计</b>	<b>5,660</b>	<b>6,436</b>	<b>6,894</b>	<b>7,569</b>	<b>8,445</b>	
<b>流动负债</b>	<b>1,280</b>	<b>1,456</b>	<b>1,540</b>	<b>1,698</b>	<b>1,901</b>	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付及预收	399	385	380	389	413	
其他流动负债	880	1,071	1,161	1,309	1,488	
<b>非流动负债</b>	<b>33</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	
长期借款	0	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	33	45	45	45	45	
<b>负债合计</b>	<b>1,313</b>	<b>1,501</b>	<b>1,585</b>	<b>1,743</b>	<b>1,946</b>	
股本	1,592	1,592	1,592	1,592	1,592	
资本公积	320	434	434	434	434	
留存收益	2,545	2,972	3,340	3,850	4,515	
归属母公司股东权益	4,323	4,907	5,275	5,786	6,450	
少数股东权益	24	28	33	41	49	
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,660</b>	<b>6,436</b>	<b>6,894</b>	<b>7,569</b>	<b>8,445</b>	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业收入</b>	<b>5,105</b>	<b>6,388</b>	<b>7,149</b>	<b>8,455</b>	<b>10,046</b>	
营业成本	2,884	3,846	4,329	5,076	6,031	
营业税金及附加	40	48	54	63	75	
销售费用	543	597	658	761	884	
管理费用	266	338	372	423	482	
研发费用	156	185	204	237	281	
财务费用	-43	-46	-53	-61	-70	
资产减值损失	0	0	0	0	0	
公允价值变动收益	1	2	0	0	0	
投资净收益	72	-26	-25	0	0	
<b>营业利润</b>	<b>1,387</b>	<b>1,441</b>	<b>1,612</b>	<b>2,015</b>	<b>2,432</b>	
营业外收支	-2	-2	-2	-2	-2	
<b>利润总额</b>	<b>1,384</b>	<b>1,440</b>	<b>1,610</b>	<b>2,013</b>	<b>2,430</b>	
所得税	189	211	236	295	357	
<b>净利润</b>	<b>1,195</b>	<b>1,228</b>	<b>1,374</b>	<b>1,717</b>	<b>2,073</b>	
少数股东损益	3	5	6	7	9	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,193</b>	<b>1,223</b>	<b>1,368</b>	<b>1,710</b>	<b>2,064</b>	
EBITDA	1,400	1,566	1,694	2,065	2,471	
EPS (元)	0.75	0.77	0.86	1.07	1.30	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,346</b>	<b>1,594</b>	<b>1,448</b>	<b>1,729</b>	<b>2,052</b>	
净利润	1,195	1,228	1,374	1,717	2,073	
折旧摊销	135	147	161	170	179	
营运资金变动	88	192	-120	-169	-213	
其它	-72	27	34	11	13	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-402</b>	<b>-265</b>	<b>-190</b>	<b>-164</b>	<b>-163</b>	
资本支出	-197	-230	-136	-135	-134	
投资变动	-263	0	-30	-30	-30	
其他	58	-35	-24	1	1	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-651</b>	<b>-797</b>	<b>-1,001</b>	<b>-1,201</b>	<b>-1,401</b>	
银行借款	0	0	0	0	0	
股权融资	137	0	0	0	0	
其他	-788	-797	-1,001	-1,201	-1,401	
<b>现金净增加额</b>	<b>292</b>	<b>527</b>	<b>258</b>	<b>364</b>	<b>488</b>	
<b>期初现金余额</b>	<b>1,583</b>	<b>1,876</b>	<b>2,410</b>	<b>2,668</b>	<b>3,032</b>	
<b>期末现金余额</b>	<b>1,876</b>	<b>2,403</b>	<b>2,668</b>	<b>3,032</b>	<b>3,520</b>	

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	9.4%	25.1%	11.9%	18.3%	18.8%
营业利润增长	16.2%	3.9%	11.8%	25.0%	20.7%
归母净利润增长	21.3%	2.6%	11.8%	25.0%	20.7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	43.5%	39.8%	39.4%	40.0%	40.0%
净利率	23.4%	19.2%	19.2%	20.3%	20.6%
ROE	27.6%	24.9%	25.9%	29.6%	32.0%
ROIC	25.1%	24.5%	24.6%	27.7%	30.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	23.2%	23.3%	23.0%	23.0%	23.0%
净负债比率	30.2%	30.4%	29.9%	29.9%	29.9%
流动比率	2.78	2.96	3.11	3.24	3.38
速动比率	2.13	2.17	2.27	2.34	2.41
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.90	0.99	1.04	1.12	1.19
应收账款周转率	17.46	18.07	17.69	17.69	17.69
存货周转率	6.64	5.95	5.91	5.90	5.85
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.75	0.77	0.86	1.07	1.30
每股经营现金流	1	1	1	1	1
每股净资产	2.72	3.08	3.31	3.63	4.05
<b>估值比率</b>					
P/E	24.96	31.65	22.87	18.29	15.16
P/B	6.89	7.89	5.93	5.41	4.85
EV/EBITDA	19.83	23.19	16.90	13.69	11.24

## 广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐：联席首席分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 苗蒙：资深分析师，南京大学材料工程硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 张乾：高级分析师，南京大学经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。