

伟星新材 (002372.SZ)

收入增长韧性十足，毛利率迎来拐点

核心观点:

- 公司发布 2022 年三季报，前三季度收入 41.63 亿元，同比+3.4%，归母净利润 7.69 亿元，同比-0.51%；Q3 收入 16.61 亿元，同比+1.31%，归母净利润 4.04 亿元，同比+12.49%。
- **收入增长韧性十足，市政和零售表现较好。**公司 Q1-Q3 收入分别同比增长 12.21%、0.39%、1.31%，地产需求持续承压下，公司仍然持续正增长，显示公司增长韧性十足。分业务来看，预计市政和零售增长 5%-10%，建筑工程有所下滑（如果考虑捷流并表，预计接近持平）；分产品来看，防水和净水收入同比增长均超过 50%（防水增速快于净水），主要来自 C 端同心圆配套率提升（渠道完善）。
- **毛利率迎来拐点，预计 Q4 继续改善。**Q3 毛利率 43.31%，同比上升 2.56pct，环比上升 4.78pct，主要系原材料成本下降，预计 Q4 毛利率将继续改善；分业务分产品毛利率来看，零售改善明显，PVC 和 PPR 毛利率提升较快，PE 略有改善，防水和净水综合毛利率有所下降（主要系产品结构变化）。Q3 期间费用率 14.22%，同比上升 0.39pct；投资收益同比少减 0.18 亿元；净利率 24.7%，同比上升 2.69pct。
- **Q3 现金流转好，经营质量保持稳健。**前三季度经营现金流 6.82 亿元，同比-22%；Q3 经营现金流 5.94 亿元，同比+25%，三季度现金流明显转好。前三季度公司应收账款和应收票据同比多增 1.4 亿元，主要来自市政和捷流公司并表，公司应收账款控制总体较好。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 12.9/15.4/18.8 亿元，按最新收盘市值对应 PE 为 21.3/17.7/14.6 倍，需求下行阶段，公司报表依旧表现出色，维持公司合理价值 26.53 元/股的判断，对应 23 年 PE 约 27x，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等。

盈利预测:

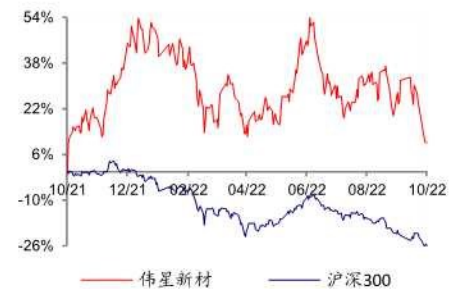
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	5,105	6,388	6,460	7,382	8,747
增长率 (%)	9.4	25.1	1.1	14.3	18.5
EBITDA (百万元)	1,400	1,566	1,591	1,882	2,269
归母净利润 (百万元)	1,193	1,223	1,287	1,544	1,881
增长率 (%)	21.3	2.6	5.2	19.9	21.9
EPS (元/股)	0.75	0.77	0.81	0.97	1.18
市盈率 (x)	24.96	31.65	21.28	17.74	14.56
ROE (%)	27.6	24.9	24.8	27.9	31.3
EV/EBITDA (x)	19.83	23.19	15.57	13.04	10.67

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	17.20 元
合理价值	26.53 元
前次评级	买入
报告日期	2022-10-28

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



xielu@gf.com.cn

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): 收入增长韧性十足, 期待毛利率转好	2022-08-18
伟星新材 (002372.SZ): 成长性与稳健性兼备的塑料管材龙头	2022-07-31
伟星新材 (002372.SZ): 收入逆势较快增长, 业绩韧性十足	2022-05-09

请务必阅读末页的免责声明

一、收入增长韧性十足，毛利率迎来拐点

公司发布2022年三季报，前三季度收入41.63亿元，同比+3.4%，归母净利润7.69亿元，同比-0.51%；Q3收入16.61亿元，同比+1.31%，归母净利润4.04亿元，同比+12.49%。

收入增长韧性十足，市政和零售表现较好。公司Q1-Q3收入分别同比增长12.21%、0.39%、1.31%，地产需求持续承压下，公司仍然持续正增长，显示公司增长韧性十足，主要来自公司市政业务增长、零售和防水净水同心圆业务继续放量、境外业务收入快速增长。分业务来看，预计市政和零售增长5%-10%，建筑工程有所下滑（如果考虑捷流并表，预计接近持平）；分产品来看，防水和净水收入同比增长均超过50%（防水增速快于净水），主要来自C端同心圆配套率提升（渠道完善）。

毛利率迎来拐点，预计Q4继续改善。Q3毛利率43.31%，同比上升2.56pct，环比上升4.78pct，主要系原材料成本下降，据wind，Q3 PPR/PVC/PE价格同比下降6%/32%/4%，截至10月21日，分别同比下降9%/52%/16%，预计Q4毛利率将继续改善；分业务分产品毛利率来看，零售改善明显，PVC和PPR毛利率提升较快，PE略有改善，防水和净水综合毛利率有所下降（主要系产品结构变化，毛利率更低的辅材占比提升，防水涂料毛利率保持稳定）。Q3期间费用率14.22%，同比上升0.39pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.28/-0.44/+0.13/-0.57pct，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减少；投资收益同比少减0.18亿元，贡献一定利润增速；净利率24.7%，同比上升2.69pct。

Q3现金流转好，经营质量保持稳健。前三季度经营现金流6.82亿元，同比-22%，现金流下降主要系应收账款增加、去年上半年收到股权激励验资户资金解冻1.4亿元所致；Q3经营现金流5.94亿元，同比+25%，三季度现金流明显转好。前三季度收现比108%，同比-6.3pct，净现比88%，同比-29pct；Q3收现比105%，同比-16.6pct，净现比145%，同比+13.6pct。截至三季度末，公司应收账款和应收票据4.55亿元，同比多增1.4亿元，主要来自市政和新加坡捷流公司并表，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12.9/15.4/18.8亿元，按最新收盘市值对应PE分别为21.3/17.7/14.6倍，需求下行阶段，公司报表依旧表现出色，维持公司合理价值26.53元/股的判断，对应23年PE约27x，维持“买入”评级。

三、风险提示

地产需求大幅下行风险。地产需求若大幅下行，会影响塑料管道的市场需求，并对公司业务形成一定的影响。

原材料价格上涨风险。公司主要原材料属于石化下游产品，原材料成本占总成本的比例为70%左右，若原材料价格仍然居高不下或者大幅波动，可能会对公司的销售和利润产生不利影响。

新业务拓展不及预期风险。

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,557	4,306	4,550	5,026	5,730
货币资金	2,024	2,410	2,622	2,855	3,193
应收及预付	357	432	439	501	593
存货	769	1,073	1,075	1,225	1,461
其他流动资产	408	391	414	446	484
非流动资产	2,102	2,130	2,102	2,065	2,017
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
资产总计	5,660	6,436	6,652	7,091	7,747
流动负债	1,280	1,456	1,380	1,468	1,635
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	399	385	337	333	351
其他流动负债	880	1,071	1,043	1,135	1,284
非流动负债	33	45	45	45	45
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
负债合计	1,313	1,501	1,424	1,513	1,680
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	3,259	3,603	4,085
归属母公司股东权益	4,323	4,907	5,195	5,538	6,020
少数股东权益	24	28	33	40	47
负债和股东权益	5,660	6,436	6,652	7,091	7,747

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,105	6,388	6,460	7,382	8,747
营业成本	2,884	3,846	3,848	4,342	5,126
营业税金及附加	40	48	58	66	79
销售费用	543	597	614	687	796
管理费用	266	338	329	369	420
研发费用	156	185	181	207	236
财务费用	-43	-46	-45	-52	-61
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	-20	0	0
营业利润	1,387	1,441	1,510	1,812	2,208
营业外收支	-2	-2	5	5	6
利润总额	1,384	1,440	1,515	1,817	2,214
所得税	189	211	222	267	325
净利润	1,195	1,228	1,292	1,550	1,889
少数股东损益	3	5	5	6	8
归属母公司净利润	1,193	1,223	1,287	1,544	1,881
EBITDA	1,400	1,566	1,591	1,882	2,269
EPS (元)	0.75	0.77	0.81	0.97	1.18

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,346	1,594	1,391	1,590	1,894
净利润	1,195	1,228	1,292	1,550	1,889
折旧摊销	135	147	161	170	179
营运资金变动	88	192	-88	-136	-182
其它	-72	27	26	6	7
投资活动现金流	-402	-265	-178	-157	-155
资本支出	-197	-230	-129	-128	-126
投资变动	-263	0	-30	-30	-30
其他	58	-35	-19	1	1
筹资活动现金流	-651	-797	-1,001	-1,201	-1,401
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
现金净增加额	292	527	212	233	338
期初现金余额	1,583	1,876	2,410	2,622	2,855
期末现金余额	1,876	2,403	2,622	2,855	3,193

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	9.4%	25.1%	1.1%	14.3%	18.5%
营业利润增长	16.2%	3.9%	4.8%	20.0%	21.9%
归母净利润增长	21.3%	2.6%	5.2%	19.9%	21.9%
获利能力					
毛利率	43.5%	39.8%	40.4%	41.2%	41.4%
净利率	23.4%	19.2%	20.0%	21.0%	21.6%
ROE	27.6%	24.9%	24.8%	27.9%	31.3%
ROIC	25.1%	24.5%	23.3%	26.1%	29.4%
偿债能力					
资产负债率	23.2%	23.3%	21.4%	21.3%	21.7%
净负债比率	30.2%	30.4%	27.2%	27.1%	27.7%
流动比率	2.78	2.96	3.30	3.42	3.50
速动比率	2.13	2.17	2.46	2.53	2.55
营运能力					
总资产周转率	0.90	0.99	0.97	1.04	1.13
应收账款周转率	17.46	18.07	17.85	17.85	17.85
存货周转率	6.64	5.95	6.01	6.03	5.99
每股指标 (元)					
每股收益	0.75	0.77	0.81	0.97	1.18
每股经营现金流	1	1	1	1	1
每股净资产	2.72	3.08	3.26	3.48	3.78
估值比率					
P/E	24.96	31.65	21.28	17.74	14.56
P/B	6.89	7.89	5.27	4.94	4.55
EV/EBITDA	19.83	23.19	15.57	13.04	10.67

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。