

2022 年 11 月 21 日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 同心圆赋能产业链，零售工程双轮驱动

—伟星新材（002372.SZ）公司动态研究报告

买入（首次）

投资要点

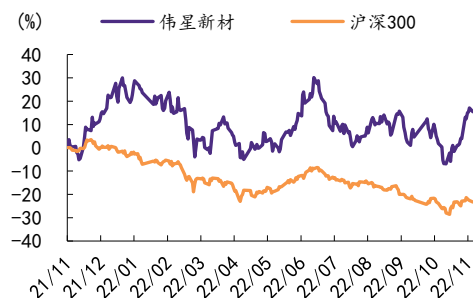
分析师：黄俊伟 S1050522060002  
huangjw@cfsc.com.cn

## 基本数据

2022-11-21

|             |            |
|-------------|------------|
| 当前股价（元）     | 20.92      |
| 总市值（亿元）     | 333        |
| 总股本（百万股）    | 1592       |
| 流通股本（百万股）   | 1453       |
| 52 周价格范围（元） | 17.2-24.77 |
| 日均成交额（百万元）  | 174.65     |

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

### PPR 管道行业先驱，Q3 业绩、现金流环比改善

公司主要从事中高档新型塑料管道的制造和销售，是国内 PPR 管道行业的技术先驱，在塑料管道行业深耕多年。2021 年我国塑料管道总产量为 1677 万吨，随城市管道改造工作的推进以及以塑代钢趋势引发的新需求，行业规模有望进一步扩张。2021 年公司市占率为 1.81%，其中，PPR 管材为公司主要业务，营收占比达 47%，市占率约为 8%。公司市占率位于行业前列，将充分受益于行业市场规模扩张。

**公司 Q3 业绩、现金流环比改善。**2022 年 Q3 公司实现营业收入/归母净利润 16.61/4.04 亿元，同比+1.31%/+12.49%，环比+11.02%/+63.23%。经营活动现金流净额为 5.9 亿元，环比+273.67%，收现比/净现比为 104.59%/35.73%，环比-7.49pct/+25.11pct，业绩和现金流均出现明显改善。公司主要原材料 PPR、PE 价格相对稳定，PVC 也已从高位 9290 元/吨回落至 6055 元/吨，预计后续仍将处于低位，受益于原材料价格回落，公司四季度业绩有望进一步改善。

### 渠道体系搭建完善，零售工程双轮驱动

公司市场营销能力强大，执行“零售工程双轮驱动”的发展战略。2022 年 Q3，公司零售/工程业务占比为 63%/37%，受建筑工程端业务影响，工程业务占比对比 H1 略有下滑。零售端业务主要为 PPR 产品，依托经销渠道销售。公司开展线上星零售模式应对疫情带来的影响，并不断推动渠道下沉。截至 2022H1，公司拥有 30 多家销售分公司，1700 多名销售人员，30000 多个营销网点，渠道营销体系搭建完善。2021 年零售业务实现逆势发展，PPR 管材管件营收同比+27.64%。工程端业务采取直销经销相结合的方式，公司加快市政工程全国性布局，持续优化客户结构。同时加大建筑工程优秀客户储备力度，加强风险管控力度，提升应收账款质量。

### 同心圆赋能产业链，系统集成打造产品优势

公司积极推进“同心圆”产品链战略，培育家装防水净水业务，推进系统集成，打造产品竞争优势。2022H1 公司防水净水业务同比+64.02%，新品类业务增长较为迅速。此外，公司收购捷流公司完善排水业务布局，以此打开国内高端住宅项目及大型公建市场发展空间。并借助捷流公司加快国际化步伐，做强东南亚、南亚市场。随公司渠道不断扩张，叠加新品类带来的产品集成优势，公司有望开拓新增长曲线。

### 优化企业人才结构，股权激励提升动力

公司不断优化人才结构，提升管理效率。2021 年公司行政管理人员同比减少 14%，出现较大缩减。销售人员数目基本保持稳定，但销售人员人均薪资同比+27.7%，公司员工整体人均薪资也同比增长 24.89%，较高薪资激励可以充分激活销售人员动力。公司人均创收也出现较大增长，同比增长 29.47%至 144.55 万元，公司整体效率显著提升。

此外，公司也多次实施股权激励提升员工动力。2011、2016、2020 年公司分别实施股权激励，且激励总数逐年增加。其中，2020 年共向 143 名激励对象定向发行 1900 万股限制性股票，激励对象中销售人员占比约达到 36%，可以有效提升销售人员积极性，提高销售能力。

## ■ 盈利预测

预测公司 2022-2024 年收入分别为 68.76、77.87、89.66 亿元，EPS 分别为 0.82、0.99、1.14 元，当前股价对应 PE 分别为 25.6、21.1、18.4 倍，给予“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

1) 原材料价格波动风险；2) 房地产恢复不及预期；3) 渠道扩张不及预期；4) 新业务发展不及预期；5) 海外市场拓展不及预期。

| 预测指标       | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入（百万元）  | 6,388 | 6,876 | 7,787 | 8,966 |
| 增长率（%）     | 25.1% | 7.7%  | 13.2% | 15.1% |
| 归母净利润（百万元） | 1,223 | 1,301 | 1,578 | 1,808 |
| 增长率（%）     | 2.6%  | 6.4%  | 21.3% | 14.6% |
| 摊薄每股收益（元）  | 0.77  | 0.82  | 0.99  | 1.14  |
| ROE（%）     | 24.8% | 24.1% | 26.5% | 27.4% |

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

| 资产负债表         | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产：</b>  |       |       |       |       |
| 现金及现金等价物      | 2,410 | 2,938 | 3,407 | 3,950 |
| 应收款           | 380   | 409   | 463   | 533   |
| 存货            | 1,073 | 1,171 | 1,291 | 1,487 |
| 其他流动资产        | 443   | 414   | 454   | 506   |
| 流动资产合计        | 4,306 | 4,932 | 5,615 | 6,476 |
| <b>非流动资产：</b> |       |       |       |       |
| 金融类资产         | 164   | 114   | 114   | 114   |
| 固定资产          | 1,227 | 1,174 | 1,127 | 1,084 |
| 在建工程          | 95    | 105   | 115   | 125   |
| 无形资产          | 255   | 288   | 321   | 302   |
| 长期股权投资        | 483   | 403   | 403   | 403   |
| 其他非流动资产       | 71    | 71    | 71    | 71    |
| 非流动资产合计       | 2,130 | 2,040 | 2,036 | 1,984 |
| 资产总计          | 6,436 | 6,973 | 7,651 | 8,460 |
| <b>流动负债：</b>  |       |       |       |       |
| 短期借款          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款、票据       | 385   | 421   | 463   | 534   |
| 其他流动负债        | 530   | 530   | 530   | 530   |
| 流动负债合计        | 1,456 | 1,533 | 1,653 | 1,823 |
| <b>非流动负债：</b> |       |       |       |       |
| 长期借款          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债       | 45    | 45    | 45    | 45    |
| 非流动负债合计       | 45    | 45    | 45    | 45    |
| 负债合计          | 1,501 | 1,578 | 1,698 | 1,868 |
| <b>所有者权益</b>  |       |       |       |       |
| 股本            | 1,592 | 1,592 | 1,592 | 1,592 |
| 股东权益          | 4,935 | 5,395 | 5,953 | 6,592 |
| 负债和所有者权益      | 6,436 | 6,973 | 7,651 | 8,460 |

| 现金流量表     | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润       | 1228  | 1307  | 1585  | 1816  |
| 少数股东权益    | 5     | 5     | 7     | 7     |
| 折旧摊销      | 137   | 140   | 137   | 134   |
| 公允价值变动    | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 营运资金变动    | 221   | -72   | -93   | -148  |
| 经营活动现金净流量 | 1594  | 1382  | 1637  | 1811  |
| 投资活动现金净流量 | -265  | 173   | 37    | 33    |
| 筹资活动现金净流量 | -801  | -847  | -1027 | -1177 |
| 现金流量净额    | 528   | 707   | 647   | 667   |

资料来源：Wind、华鑫证券研究

| 利润表     | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入    | 6,388 | 6,876 | 7,787 | 8,966 |
| 营业成本    | 3,846 | 4,147 | 4,567 | 5,263 |
| 营业税金及附加 | 48    | 52    | 59    | 68    |
| 销售费用    | 597   | 643   | 728   | 839   |
| 管理费用    | 338   | 359   | 406   | 468   |
| 财务费用    | -46   | -9    | -10   | -12   |
| 研发费用    | 185   | 199   | 225   | 259   |
| 费用合计    | 1,074 | 1,192 | 1,349 | 1,554 |
| 资产减值损失  | -6    | -6    | -6    | -6    |
| 公允价值变动  | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 投资收益    | -26   | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润    | 1,441 | 1,533 | 1,859 | 2,130 |
| 加：营业外收入 | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 减：营业外支出 | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 利润总额    | 1,440 | 1,532 | 1,857 | 2,128 |
| 所得税费用   | 211   | 225   | 273   | 312   |
| 净利润     | 1,228 | 1,307 | 1,585 | 1,816 |
| 少数股东损益  | 5     | 5     | 7     | 7     |
| 归母净利润   | 1,223 | 1,301 | 1,578 | 1,808 |

| 主要财务指标           | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长性</b>       |       |       |       |       |
| 营业收入增长率          | 25.1% | 7.7%  | 13.2% | 15.1% |
| 归母净利润增长率         | 2.6%  | 6.4%  | 21.3% | 14.6% |
| <b>盈利能力</b>      |       |       |       |       |
| 毛利率              | 39.8% | 39.7% | 41.3% | 41.3% |
| 四项费用/营收          | 16.8% | 17.3% | 17.3% | 17.3% |
| 净利率              | 19.2% | 19.0% | 20.4% | 20.3% |
| ROE              | 24.8% | 24.1% | 26.5% | 27.4% |
| <b>偿债能力</b>      |       |       |       |       |
| 资产负债率            | 23.3% | 22.6% | 22.2% | 22.1% |
| <b>营运能力</b>      |       |       |       |       |
| 总资产周转率           | 1.0   | 1.0   | 1.0   | 1.1   |
| 应收账款周转率          | 16.8  | 16.8  | 16.8  | 16.8  |
| 存货周转率            | 3.6   | 3.6   | 3.6   | 3.6   |
| <b>每股数据(元/股)</b> |       |       |       |       |
| EPS              | 0.77  | 0.82  | 0.99  | 1.14  |
| P/E              | 27.2  | 25.6  | 21.1  | 18.4  |
| P/S              | 5.2   | 4.8   | 4.3   | 3.7   |
| P/B              | 6.8   | 6.2   | 5.6   | 5.1   |

## ■ 建筑建材组介绍

黄俊伟：同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过5年建筑建材行业研究经验和3年建筑建材实业从业经验。

## ■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

|   | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入   | > 20%               |
| 2 | 增持   | 10% — 20%           |
| 3 | 中性   | -10% — 10%          |
| 4 | 卖出   | < -10%              |

行业投资评级说明：

|   | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐   | > 10%               |
| 2 | 中性   | -10% — 10%          |
| 3 | 回避   | < -10%              |

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容

客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。