

伟星新材 (002372)

升级迭代，疫后有望双击

买入（维持）

2022 年 12 月 12 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书：S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 任婕

执业证书：S0600522070003

renj@dwzq.com.cn

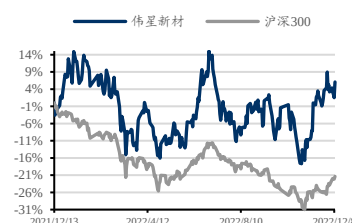
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	6,388	6,407	7,516	8,643
同比	25%	0.30%	17%	15%
归属母公司净利润（百万元）	1,223	1,264	1,518	1,773
同比	3%	3%	20%	17%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.77	0.79	0.95	1.11
P/E（现价&最新股本摊薄）	28.84	27.91	23.24	19.90

关键词：#消费升级

投资要点

- 公司是 PPR 管道 C 端龙头，2012 年开始以产品和服务为基础打造高端品牌形象，2021 年公司 PPR 管道全国市占率 8% 左右。公司治理结构优异，股权激励、高分红利益与员工及股东共享。公司自身商业模式持续迭代创新，“同心圆”战略推进带动防水、净水等品类快速放量，长期成长性凸显。
- 差异化突围 PPR 管道细分市场，“同心圆”战略打开成长空间。1) 品牌：公司创新产品+服务模式，2012 年行业首创推出“星管家”服务，2013 年推出双质保，解决消费者痛点，产品获得较高溢价；2) 渠道：公司 2013 年开启零售为先的经营策略，2017 年提出零售及工程双轮驱动，零售端加快空白区域覆盖及成熟区域进一步下沉，未来市占率仍有提升空间工程端业务坚持风控第一，拓展市政及优质建筑工程客户；3) 产品：同时近年来大力推进“同心圆”发展战略，带动以 PPR 产品为核心的管道系列产品以及同渠道防水、净水等产品的销售，同心圆配套率的提升贡献了公司的主要增长来源。
- 零售模式持续自我迭代，远期提供系统解决方案强化护城河与竞争壁垒。回顾伟星历史的股价及 PE 变动，公司历史上共出现过 2 次显著的估值抬升。2012 年公司推出“星管家”服务模式，2013 年以来公司盈利提升、零售端优势逐步凸显，带来公司第一次估值抬升。2019Q3-2020Q2 连续四个季度收入增速下滑，2020Q3 随着精装修冲击减弱以及公司同心圆战略推进、新品逐步放量，公司收入重回增长轨道，也带来了估值水平的提升。未来我们认为，随着公司同心圆战略的继续深化，“系统集成+服务”模式持续迭代，公司估值有望进一步抬升。
- 盈利预测与投资评级：公司持续推进“双轮驱动”战略落地，零售端强化渠道下沉、空白市场扩张以及同心圆产品延伸；工程业务稳健拓展，在地产、市政等领域拓展增量市场同时保证经营质量。随着地产需求端信心修复以及疫后家装消费场景修复，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 12.64/15.18/17.73 亿元，分别同比+3%/+20%/+17%，对应 PE 分别为 28X/23X/20X，维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济下行的风险；原材料价格大幅波动的风险；竞争加剧的风险；新业务开拓不及预期的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.16
一年最低/最高价	16.88/25.45
市净率(倍)	7.44
流通 A 股市值(百万元)	32,195.04
总市值(百万元)	35,281.22

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.98
资产负债率(% ,LF)	22.82
总股本(百万股)	1,592.11
流通 A 股(百万股)	1,452.84

相关研究

《伟星新材(002372)：2022 年三季报点评：Q3 盈利改善显著，防水净水等快速发展支撑收入韧性》

2022-10-28

《伟星新材(002372)：2022 年半年报点评：零售逆势显韧性，同心圆业务稳健成长》

2022-08-17

内容目录

1. 伟星新材：高质量运营、稳健成长的家装塑管龙头	5
1.1. PPR 管道零售龙头、同心圆战略打造家庭水环境专家	5
1.2. 经营稳健优异，ROE 水平维持高位	6
1.3. 股权结构稳定，治理结构优秀	8
2. 塑料管道应用广泛，伟星差异化突围 PPR 管道细分市场	10
2.1. 管道行业发展成熟稳定，PPR 管道主要应用于家用冷热水管	10
2.1.1. 行业规模基本稳定，头部企业市占率较低	11
2.1.2. 伟星 PPR 管道市占率 8%，差异化突围零售家装市场	12
2.2. 精装冲击减弱，存量市场逐渐兴起，PPR 管道家装需求稳健	13
3. 零售模式持续自我迭代，远期提供系统解决方案强化护城河与竞争壁垒	14
3.1. 品牌：创新产品+服务模式，行业高端管道典范	15
3.2. 渠道：稳中求进推动零售与工程并举，坚持风控第一行稳致远	16
3.2.1. 经销网络扁平化架构，加快渠道下沉进一步提升市占率	16
3.2.2. 工程业务风控第一，拓展市政及优质建筑工程客户	19
3.3. 产品：同心圆业务快速推进，长期成长空间可期	20
3.3.1. 防水业务渐进收获期，配套率提升快速放量	21
3.3.2. 前置过滤器与管道高协同，末端及全屋净水稳步推进	23
4. 盈利预测与投资建议	26
4.1. 盈利预测假设条件	26
4.2. 投资建议	27
5. 风险提示	28

图表目录

图 1:	2012-2021 年营业收入及增速 (百万元)	6
图 2:	2012-2021 年归母净利润及增速 (百万元)	6
图 3:	2016-2021 年公司营业收入结构 (百万元)	7
图 4:	伟星新材主要产品分区域收入结构 (%)	7
图 5:	2016-2021 年公司分产品毛利率 (%)	7
图 6:	2016-2021 年公司利润率 (%)	7
图 7:	2016-2021 年公司期间费用率 (%)	8
图 8:	2016-2021 年公司经营活动现金流净额 (百万元)	8
图 9:	伟星新材 ROE 水平变动情况 (摊薄)	8
图 10:	伟星新材资产负债率水平显著低于同业	8
图 11:	伟星新材股权结构 (截至 2022 年 Q3 末)	9
图 12:	伟星新材历年分红总额与分红比例	10
图 13:	塑料管道产业链	10
图 14:	我国塑料管道年产量 (万吨)	11
图 15:	2014-2021 年头部塑料管道企业市占率	12
图 16:	2016-2021 年塑管行业 CR3/CR5 产量市占率	12
图 17:	部分塑料管道公司 PPR 销售收入 (百万元)	13
图 18:	部分塑料管道公司 PPR 毛利率对比 (%)	13
图 19:	一线及二线城市新房及二手房成交占比	13
图 20:	精装修渗透率变动情况	14
图 21:	2014-2021 年中国精装房开盘规模	14
图 22:	伟星历史 PE 变动情况	15
图 23:	传统管道企业多层级的经销渠道体系	17
图 24:	伟星经销体系架构	17
图 25:	伟星新材销售人员数量变动 (人)	18
图 26:	管道公司人均薪酬情况	18
图 27:	伟星新材人均创收情况	18
图 28:	伟星新材人均创利情况	18
图 29:	伟星零售及工程业务占比情况	19
图 30:	伟星 PVC 管道收入及增速	19
图 31:	伟星 PE 管道收入及增速	19
图 32:	聚氯乙烯价格变动情况 (元/吨)	20
图 33:	伟星 PVC 管道毛利率已有回升	20
图 34:	伟星新材产品体系	20
图 35:	伟星新材其他收入规模及占比变动情况	21
图 36:	咖乐防水主要产品体系	22
图 37:	伟星咖乐防水 15 步标准化施工流程	23
图 38:	2021 年净水市场规模及结构 (亿元)	24
图 39:	伟星前置过滤器安装示意图	24
图 40:	安内特及 VASEN 伟星前置过滤器定价情况	25
图 41:	伟星推出中央软水及中央净水产品	25

表 1: 伟星新材历次股权激励梳理.....	9
表 2: PE、PVC、PP 特点及用途.....	11
表 3: 伟星新材星管家服务指南.....	15
表 4: 主要管道品牌 PPR 管道单价对比（元/米）	16
表 5: 伟星新材渠道战略变化.....	17
表 6: 伟星新材分业务预测.....	26
表 7: 可比公司估值比较（截至 2022 年 12 月 9 日）	28

1. 伟星新材：高质量运营、稳健成长的家装塑管龙头

1.1. PPR 管道零售龙头、同心圆战略打造家庭水环境专家

伟星新材创建于 1999 年，专注于研发、生产、销售高质量、高附加值新型塑料管道（PP-R 管材管件、PE 管材管件、PVC 管材管件、PB 采暖管材管件等系列产品），并积极拓展净水设备和防水事业，是国内 PP-R 管道的领先企业。公司于 2010 年在深交所上市。公司坚持走品牌化道路，建立全国营销网络，现有伟星管、伟星采暖、伟星厨卫、伟星净水产品品牌；KALE 咖乐独立品牌以及“星管家”服务品牌。公司坚持“长期可持续发展”的企业价值观，一以贯之地经营稳健优质。

从公司的发展历程来看，根据公司业务发展的重点变化时点，可以将公司的发展历程大致划分为 4 个阶段：

- **1999-2005 年：1) 渠道：营销网络初步优化成型。**公司于 2001 年开始推广 PE 给水、燃气管道，积累了丰富的 PE 系列管道的市场开拓经验。截至 2001 年末，营销网络优化成型，销售网点发展至近 140 家。**2) 品牌：重点开始伟星管业品牌化建设。**2003 年，《伟星管业专题宣传片》完成拍摄，成为品牌建设的重要组成部分。2005 年，伟星管业第一家旗舰店开业。公司构建品牌战略体系，坚持走品牌之路，树立“以品牌统领营销，以服务支撑品牌”的品牌策略。**3) 产品：工程业务居多。**成立之初，公司业务主要以市政工程、工业建筑等为主要应用领域。2001 年，公司成功开发 PE 市政给水和燃气用 PE 管道系统、地板采暖用 PB 管道系统。
- **2005-2011 年：1) 渠道：扁平化渠道改造，稳步扩张经销网点数量。**公司 2006 年开始进行渠道扁平化改造，用销售分公司或办事处取代省级经销商。截至 2009 年末，公司已在全国主要城市设立了 12 家销售子公司、30 多家销售办事处，专职营销人员近 600 人，经销网点总家数（包括公司直接分销零售网点和经销商下级零售网点）13,600 多家，覆盖国内各大中城市。公司在 2009 年底经销网点数的基础上，规划每年新增 2,000 家以上，到 2012 年经销网点总数达到 2 万家的规模。**2) 品牌：开始注重品牌形象塑造。**2006 年开始公司打造“伟星管业”品牌旗舰店终端形象，2009 年喜剧演员高亚麟为代言伟星管业。**3) 产品：PPR 管材和 PE 管材齐驱并进。**2009 年公司成功研发 F-PPR 管；2010 年，伟星管业、伟星地暖、伟星水暖三大品牌运作。
- **2012 年-2016 年：1) 渠道：零售为先，工程并举。跨区域拓展与渠道下沉并进。**2015 年，公司提出深入贯彻“零售为先、工程并举”的经营策略。截至 2016 年末，公司在全国建立了 30 多家销售分公司及办事处，拥有 1,000 多名专业营销人员，营销网点遍布全国各地。**2) 品牌：坚持高端品牌定位。**2012 年，伟星在行业首创星管家服务品牌；2013 年，天猫伟星官方旗舰店开业；聘请国家

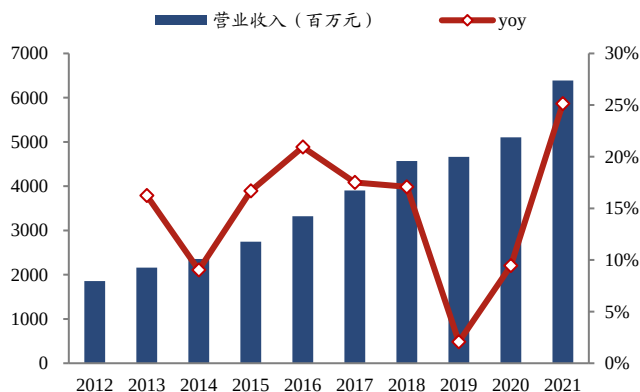
一级演员、名导张国立为形象代言人。**3) 产品：公司首次推出“同心圆”战略。**2013 年，公司实现“从产品经营到一体化系统配套服务的式转型”。2016 年，安内特前置过滤器正式上市。2016 年，伟星“升级”星管家服务体系，创新“双质保”体验。

- **2017 年-至今：1) 渠道：零售和工程双轮驱动。**截至 2022 上半年，公司已经建立起成熟的销售分公司体系和渠道网络，营销人员逐年增加至 2021 年底的 1711 名，营销网点接近 30000 家，遍布全国各地，同时每年稳定增加 1000-2000 家。**2) 品牌：整合资源升级品牌形象。**公司推进“走出去”战略，加快国际市场布局。2019 年，VASEN 伟星品牌新形象发布，并系统策划品牌传播及推广方案，致力于塑造高端品牌形象，2020 年公司发布 VASEN 伟星 2020 年品牌形象宣传片。**3) 产品：同心圆战略不断推进，防水、净水等新品类快速放量。**2017 年，伟星 KALE 咖乐防水上市；2021 年，推出伟星净水新品。

1.2. 经营稳健优异，ROE 水平维持高位

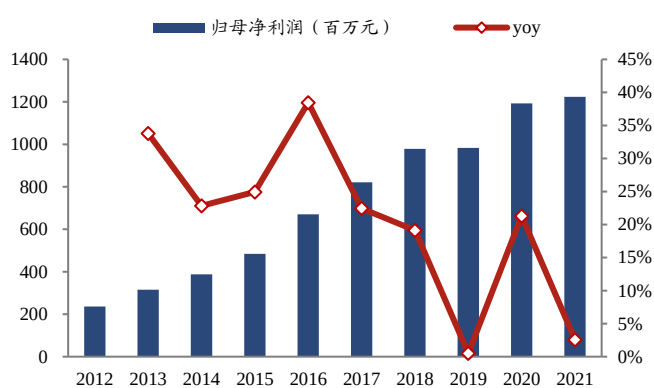
公司营收及净利润稳步增长。公司自上市以来保持稳健增长，2010-2021 年公司营收、归母净利复合增速分别为 16%、19.6%。公司 2022 上半年实现营业收入 25.02 亿元，同比+4.83pct，实现归属母公司股东的净利润 3.65 亿元，同比-11.80pct。

图1：2012-2021 年营业收入及增速（百万元）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图2：2012-2021 年归母净利润及增速（百万元）



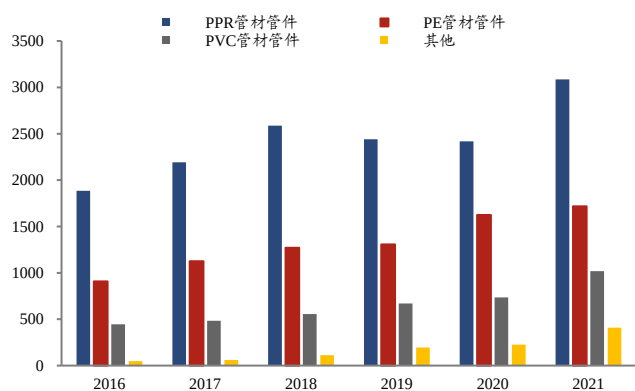
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

PPR 管材零售为主，“同心圆”业务高速增长。从公司营收结构来看，PPR 管道为第一大收入来源；第二大营收来源为 PE 管材，营收占比为 26.88%；随着近几年公司“同心圆”战略的推进，公司 PVC 管道配套率快速提升，营收从 2016 年的 4.46 亿元增长至 2021 年的 10.18 亿元；同时防水、净水等业务也快速放量，2021 年其他收入 4.10 亿元，同比增长 80.80%，营收占比从 2016 年的 1.46% 提升至 2021 年的 6.42%。2022H1 公司其他收入 2.45 亿元，同比增长 64.02%。

华东区域发展成熟，加快跨区域扩张与渠道下沉。公司在成熟市场华东区域进一

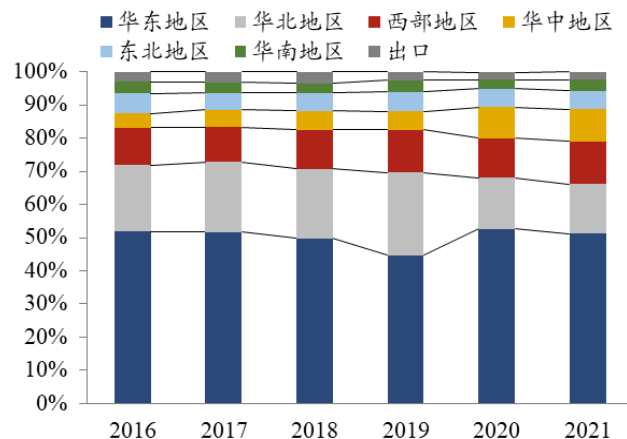
步渠道下沉，提升市场占有率。目前华东区域营收占比最高，2022H1 营收占比达到 49.25%。华东以外区域公司加速跨区域扩张，华中、华北、西部等区域收入占比持续提升，海外业务也逐步贡献增量。

图3：2016-2021 年公司营业收入结构（百万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：伟星新材主要产品分区域收入结构（%）

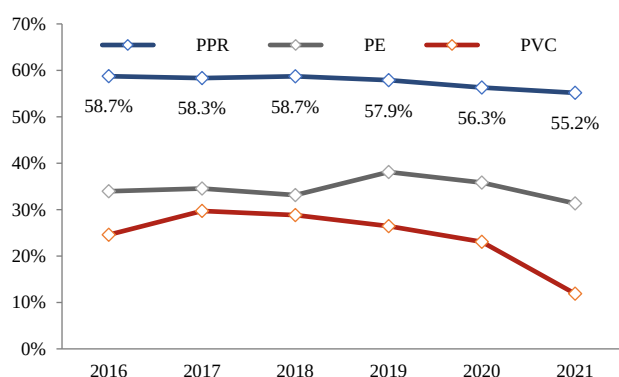


数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：2019 年华东占比下滑主要系华东受精装房渗透冲击；2021 年将山东调整至华东，河南调整到华中

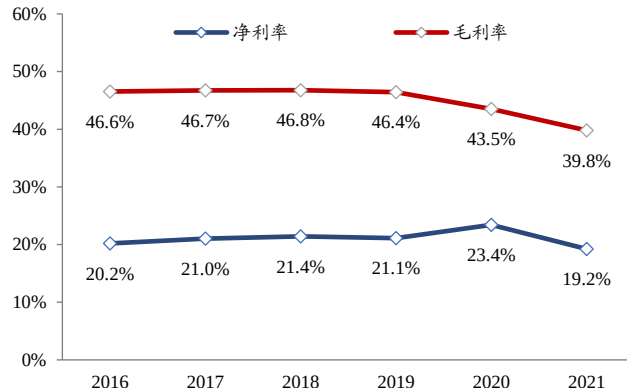
PPR 管道高溢价能力，成本下行带动整体盈利改善。公司核心管材 PPR 的毛利率显著高于 PE 管和 PVC 管，2021 年 PPR 管材毛利率达 55.15%，远高于同业工程为主的管道公司。PPR 管道主要为零售端业务，其高端产品加优质服务为产品带来溢价空间，成本上行压力之下零售端价格传导顺畅，毛利率维持稳定。2021 年 PE 毛利率 31.33%，同比-4.48pct；PVC 管材毛利率为 11.88%，同比-11.2pct，主要系原材料价格急剧上涨而成本传导不及时导致毛利率下降。2022 年下半年以来主要原材料价格已有大幅回调，2022Q3 以来 PVC 管道毛利率已有明显改善。

图5：2016-2021 年公司分产品毛利率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2016-2021 年公司利润率（%）

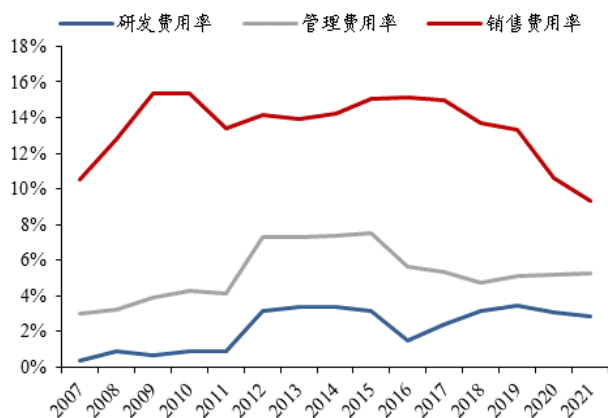


数据来源：Wind，东吴证券研究所

期间费用率稳定优化，现金流状况持续优异。2018 年以来公司销售费用率持续优化，2020 年将运输费调整至营业成本可比口径下销售费用率为 13.12%，同比下降 0.17pct；

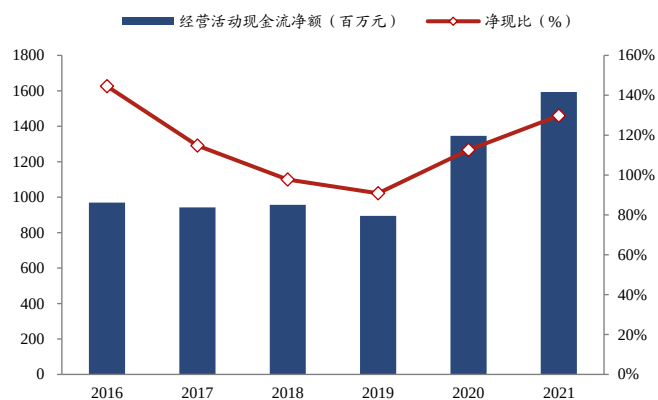
2021 年将包装费调整至营业成本。管理费用率及研发费用率方面，公司近年来管理费用维持平稳。经营性现金流方面，2016-2021 年公司经营活动现金流由 9.69 亿元增长至 15.94 亿元，2020 年以来公司净现比持续提升。

图7：2016-2021 年公司期间费用率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

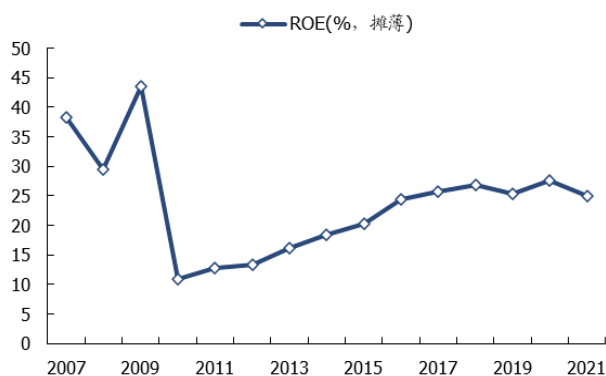
图8：2016-2021 年公司经营活动现金流净额（百万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

ROE 水平保持高位，负债率显著低于同业公司。2010 年公司首发上市，资产负债率显著降低，2012 年以来公司转型零售为先的销售模式，以 PPR 管道为核心产品，盈利经历持续提升带动公司 ROE 水平上升。公司资产负债率显著低于同业其他工程业务为主的管道公司，自身造血能力较强，上市以来未进行公开融资，经营持续稳健优质。

图9：伟星新材 ROE 水平变动情况（摊薄）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：伟星新材资产负债率水平显著低于同业

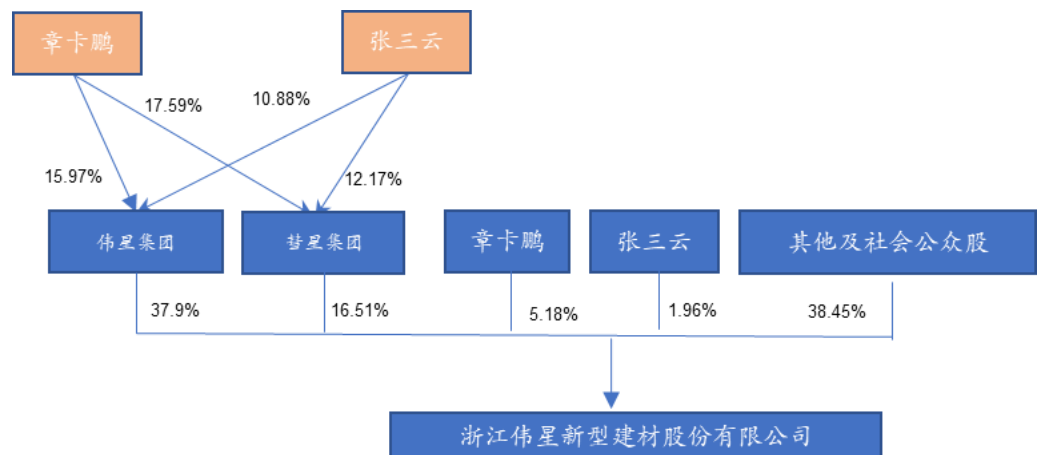


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 股权结构稳定，治理结构优秀

股权结构稳定，治理结构优秀。公司控股股东为伟星集团，持有公司 37.90% 的股权，第二大股东为临海慧星，持有公司 16.51% 的股权。公司实际控制人章卡鹏、张三云（2011 年结为一致行动人）分别持有公司 14.14%、8.09% 的股份。

图11: 伟星新材股权结构 (截至2022年Q3末)



数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所

推出多期股权激励, 利益绑定激发员工活力。公司上市后分别在2011年、2016年、2020年实施三次股权激励, 分别占总股本3.95%、3.11%、1.21%, 激励人数分别为13人、57人、143人。公司激励充分, 绑定员工及公司利益, 多次股权激励均超额完成业绩考核指标。

表1: 伟星新材历次股权激励梳理

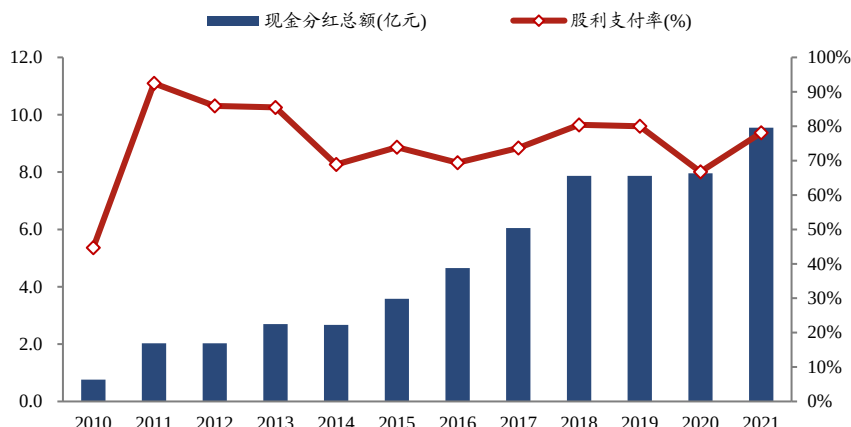
	第一次	第二次	第三次
公告日期	2011年	2016年	2020年
激励对象	董、监、高 核心技术人员和经营管理骨干	董、监、高 主要中层管理骨干以及核心技术和业务骨干	董、监、高 主要中层管理骨干以及核心技术和业务骨干等
首次授予价格	17.39元/股	7.23元/股	7.00元/股
股票数量	1000万股	1800万股	1900万股
占总股本数量	3.95%	3.11%	1.21%
业绩考核指标	以2010年归母扣非净利润为基数, 公司2011年、2012年、2013年的归母扣非净利润增长率分别不低于15%、30%、40%; 2011年、2012年、2013年加权平均净资产收益率分别不低于10%、11%、12%。	以2013-2015年平均归母扣非净利润为基数, 公司2016年、2017年、2018年的归母扣非净利润增长率分别不低于35%、50%、70%; 2016年、2017年、2018年加权平均净资产收益率不低于15%。	以2017-2019年度平均归母扣非净利润为基数, 2020年、2021年、2022年的归母扣非净利润增长率分别不低于8.5%、23%、38%。

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

零售业务发展稳健, 长期坚持高分红率。公司自身经营质量优异, 现金流丰沛, 自上市融资11.4亿元后, 未再进行股权融资。上市以来公司累计实施现金分红12次,

累计实现净利润 78 亿元，累计分红 58 亿元，分红率高达 74%。

图12：伟星新材历年分红总额与分红比例



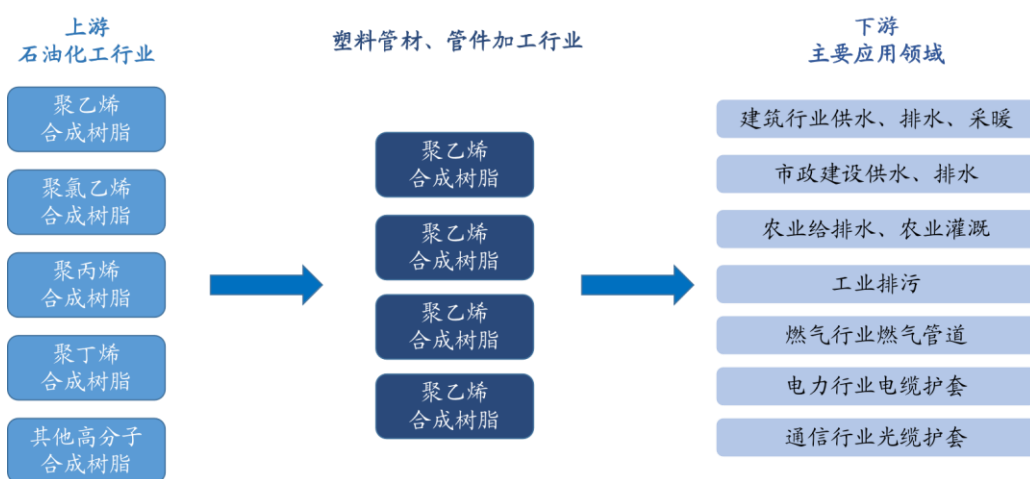
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2. 塑料管道应用广泛，伟星差异化突围 PPR 管道细分市场

2.1. 管道行业发展成熟稳定，PPR 管道主要应用于家用冷热水管

塑料管道产业链上游为石油化工行业、中游为管材管件加工行业、下游为塑料管道应用市场。公司处于产业链中游，从事塑料管道的制造与销售，塑料管道的原材料主要为 PVC、PE、PP 等高分子材料及部分金属材料，下游为建筑、市政、农业、燃气、电力、通信等行业。

图13：塑料管道产业链



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

根据原材料不同，塑料管道主要分为聚氯乙烯（PVC）管、聚丙烯（PP）管、聚乙烯（PE）管等。其中：1）PVC 管道作为主要的塑管品种，广泛用于建筑给排水、通信、电力领域；2）PE 管道是近几年发展最快的一类管道，主要应用在市政供水、采暖、燃气、排水排污等领域；3）PP 管道以 PPR 管道为主，主要用于室内冷热供水、空调回风

水系统以及采暖系统管材。

表2: PE、PVC、PP 特点及用途

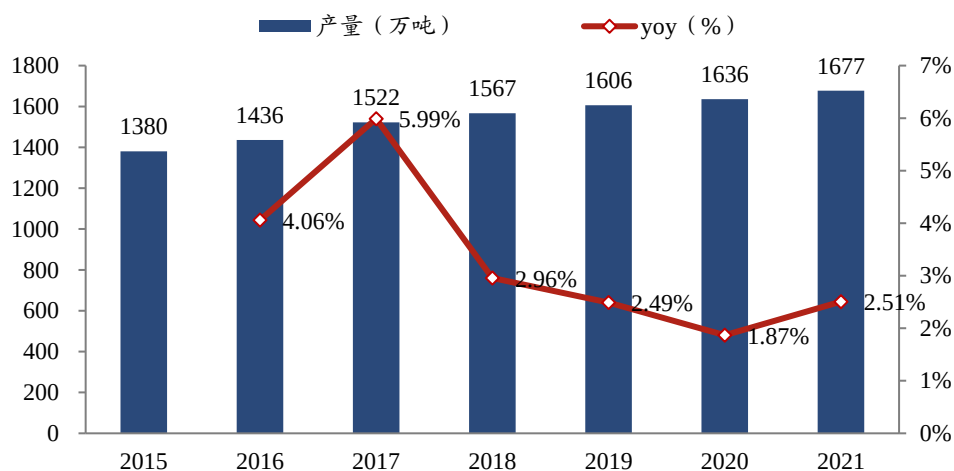
类型	特点	应用领域
PE	阻力小、耐腐蚀、稳定性、阻燃、柔性好	城乡供水输送、地源热泵中央空调系统、农业灌溉、城市燃气输送、室外排水、建筑内热水、采暖、电力光纤护套等
PVC	不易燃性、高强度、耐气候变化性以及优良的几何稳定性	建筑排水、市政给水、建筑电线护套、医用导管、花园管、高压电缆护套、建筑内热水输送等
PP	耐热性，抗弯曲疲劳性	建筑内冷热水管、采暖等

数据来源：伟星新材招股说明书，东吴证券研究所

2.1.1. 行业规模基本稳定，头部企业市占率较低

根据中国塑料加工协会数据，2012-2021 年我国塑料管道产量从 1100 万吨增长至 1677 万吨，CAGR 为 4.80%，2021 年塑料管道产量 1677 万吨，同比增长 2.51%，规模基本稳定。

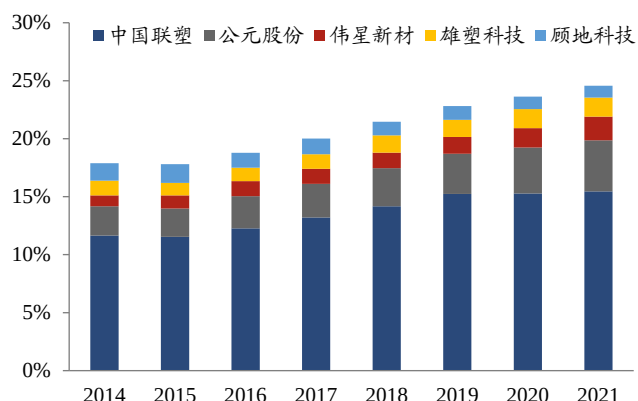
图14: 我国塑料管道年产量（万吨）



数据来源：公司公告，中国塑料工业年鉴，东吴证券研究所

塑料管道行业集中度逐步提升，但头部企业市占率依然较低。2021 年管道市场整体 CR3、CR5 分别为 21.92%、24.58%。整体来看，塑料管道行业集中度目前仍较低，但在持续提升。2016-2020 年，行业 CR5 由 18.78%提升至 23.37%，CR3 由 16.34%提升至 20.64%。

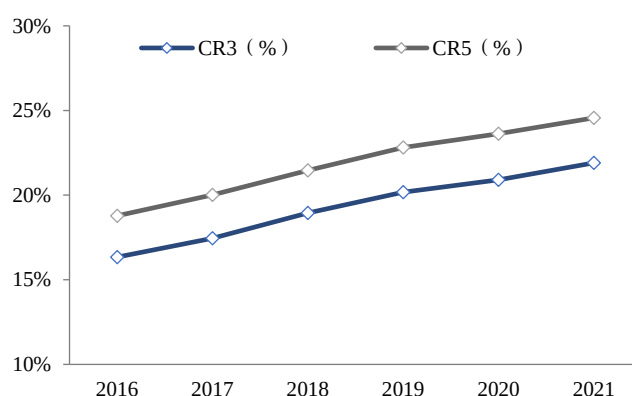
图15: 2014-2021 年头部塑料管道企业市占率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 市占率以产量数据测算

图16: 2016-2021 年塑管行业 CR3/CR5 产量市占率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

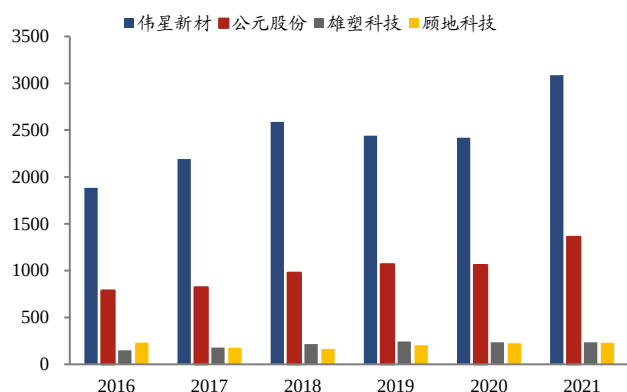
2.1.2. 伟星 PPR 管道市占率 8%，差异化突围零售家装市场

由于工程端管道的竞争较为激烈，且伟星成立时行业内管道龙头例如联塑等已具有相当规模，因此公司在 2012 年转向零售业务为主的家用 PPR 管道为核心，与其他管道企业差异化发展。工程端管道的竞争力主要在于生产端的规模效应、渠道端的广泛经销资源、资金实力以及工程服务能力，而零售端的竞争力的主要在于长期积累形成的品牌效应以及服务能力，是 C 端产品高溢价的基础。

伟星 PPR 管道的市占率约为 8%。公司的 PPR 管道销售规模行业领先，2021 年伟星新材、公元股份、雄塑科技、顾地科技 PPR 销售收入分别为 30.87、13.62、2.35、2.30 亿元。根据公司公告，2021 年公司 PPR 产品在全国的市占率约为 8%。

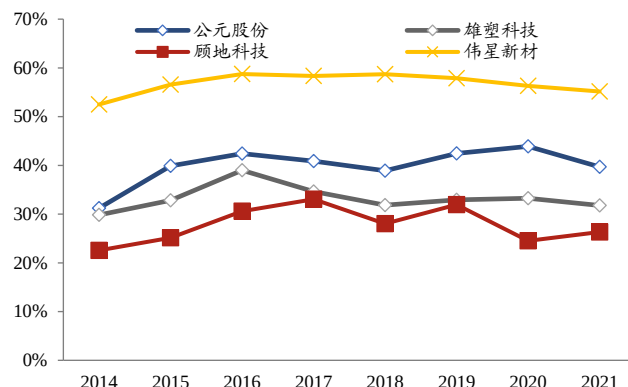
公司毛利率显著高于其他塑料管道同业，2021 年，伟星新材、公元股份、雄塑科技、顾地科技的 PPR 管道毛利率分别达 55.15%、39.69%、31.78%、26.33%，伟星新材毛利率在同业可比公司中位列前茅。伟星差异化发展，深耕于家装管道细分市场，公司零售端业务采取产品+服务的盈利模式，其高端产品加优质服务为产品带来较大的溢价空间。

图17: 部分塑料管道公司 PPR 销售收入 (百万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图18: 部分塑料管道公司 PPR 毛利率对比 (%)

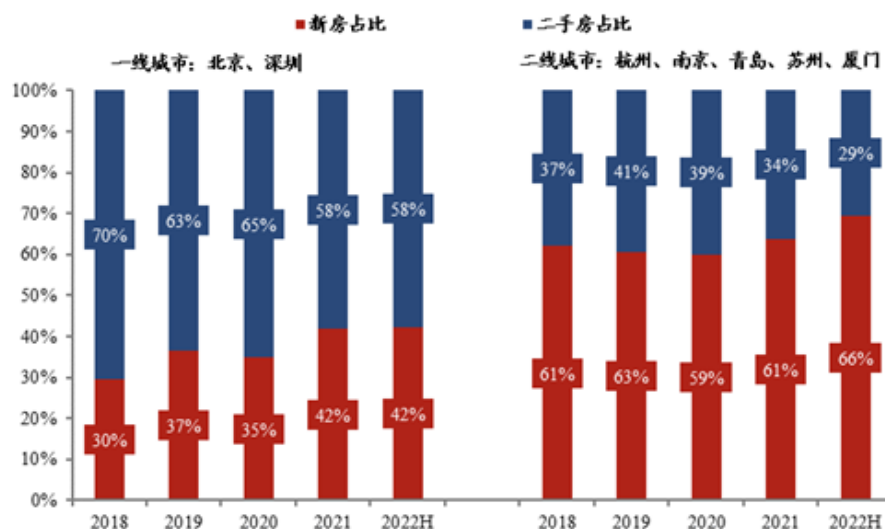


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2. 精装冲击减弱，存量市场逐渐兴起，PPR 管道家装需求稳健

我国部分一线和二线城市已进入存量时代，以北京、深圳为例，二手房成交占比接近 60%，未来重点二线城市的二手房占比也将逐步提升，超越新房成交占比成为主导。在存量市场中，水电改造是二手房装修改造的重要部分，预计未来在 PPR 管道的家装需求中，存量的占比也将逐步提升。

图19: 一线及二线城市新房及二手房成交占比

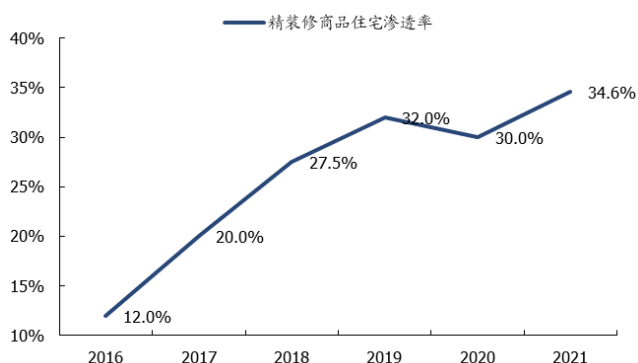


数据来源: WIND, 东吴证券研究所

精装修渗透放缓，对 PPR 管道零售冲击减弱。近年来精装修渗透率快速提升，我国精装修渗透率在 2019-2020 年达到约 30%。2019 年开始精装修新开盘项目规模增速放缓，据奥维云网（AVC）监测数据显示，截至 2021 年累计精装开盘套数为 286.1 万套，同比-12.1pct。由于公司业务主要在华东区域，而华东城市精装修渗透率较高，因此此前受精装渗透趋势影响，2019 年 Q3-2020 年 Q2 伟星历史上仅有的 4 个季度出现了收入的同比下滑。2020 年精装修渗透率阶段性放缓，2021 年以来精装修开盘套数下降，加之

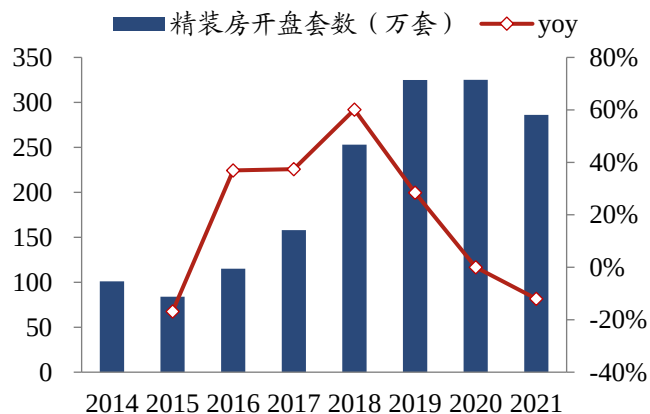
近几年华东区域存量住宅占比提升，因此对公司的影响相对减弱。同时近年来公司主动调整战略方向，即由“零售优先”到“零售+工程双轮驱动”，积极发展市政工程等业务，精装修对于公司零售业务冲击趋缓。

图20: 精装修渗透率变动情况



数据来源：奥维云网，东吴证券研究所

图21: 2014-2021 年中国精装房开盘规模



数据来源：奥维云网，东吴证券研究所

3. 零售模式持续自我迭代，远期提供系统解决方案强化护城河与竞争壁垒

回顾伟星历史的股价及 PE 变动，公司历史上共出现过 2 次显著的估值抬升。1) 2012 年公司推出“星管家”服务模式，2013 年以来公司盈利提升、零售端优势逐步凸显，带来公司第一次估值抬升，从 15X 左右的估值水平抬升到 20-25X 的估值水平。2) 2019Q3-2020Q2 连续四个季度收入增速下滑，2020Q3 随着精装修冲击减弱以及公司同心圆战略推进、新品逐步放量，公司收入重回增长轨道，也带来了估值水平的提升，从此前的 20-25X 的估值抬升到 25-30X 的估值区间。未来我们认为，随着公司同心圆战略的继续深化，“系统集成+服务”模式持续迭代，公司估值有望进一步抬升。

图22: 伟星历史 PE 变动情况



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

3.1. 品牌: 创新产品+服务模式, 行业高端管道典范

由于家用管道属于“隐蔽工程”, 而现代装修水管均采用埋墙式施工, 如果水管渗漏和爆裂将带来严重后果, 尽管家用管道客单值在装修支出中占比较低, 但随着消费者居住理念的变化, 对于隐蔽工程更加关注, 而市场上优质服务稀缺, 伟星的零售模式受到越来越多消费者的认可, 长期公司品牌价值凸显。

公司 2012 年行业首创推出“星管家”服务, 通过“三免一告知”的方式, 减少安装隐患, 真正解除其后顾之忧。2013 年推出双质保 (焊接质量+产品质量厂家双质保 50 年), 用户在当地伟星管门店/装饰公司购买全套伟星管并安装完毕后, 凭服务凭证可免费预约“星管家”上门验收服务。2016 年公司继续升级“星管家”服务体系。

星管家服务主要包括: 1) 产品真伪鉴定; 2) 高倍水压测试等服务, 为安装完毕的管道进行“系统体检”; 3) 拍摄录制管路走向图, 方便业主日后管路改造和软装; 4) 专业讲解产品知识和使用须知, 帮助业主了解并选择合适的管道及知晓今后使用中的注意事项。公司的星管家服务团队主要包括直营市场公司自有的星管家人员和经销商的星管家人员, 人员均由公司统一进行培训, 执行统一的服务标准。

表3: 伟星新材星管家服务指南

步骤	序号	项目	内容
服务前	1	索取《服务凭证》	为确保业主管道安全必须向现场人员索取《服务凭证》

	2	管路检查	认真检查现场管材管件是否混装；是否填埋；检查管材安装标准，有无强制弯曲；检查堵头是否合格，是否拧紧；检查现场是否通水通电，冷热水是否串联；查看总阀的位置
	3	加压前准备	关闭总阀；放余水；选定试压口；连接油性压力表组合和智能仪；连接试压泵；连接冷热水管；管道注水；排放空气；关闭总阀
专业测压	4	加压	1.全系统和阀门全部为伟星产品情况，加压到 1.2Mpa2.阀门非伟星阀门情况下:若阀门在水表后，加压到 1.0Mpa 若阀门在水表前，星管家服务加压到 0.8Mpa
系统全面性检查	5	真伪查询	随机抽取 4 个管件和 2 个管材激光防伪喷码查询真伪
	6	系统密封性检查	1.查看焊接点的焊接情况；2.检查堵头是否合格、是否漏水；3.检查阀门是否渗水
	7	贴温馨提示	在显眼处贴星管家温馨提示
	8	保压和合格标准	保压时间 30 分钟；压力下降不大于 0.06Mpa
	9	签订质保卡	用碳素或者中性水笔详细填写质保卡，字迹清楚
	10	拍摄管路图	先拍质保卡和服务凭证，再拍温馨提示，然后按顺序拍摄管路，管路图拍摄要完整、有序、清晰
	11	告知使用注意事项	告知业主注意事项，详见温馨提示贴
服务结束	12	递交质保卡	质保卡做好保护并递交给现场相关人员；业主不在场通知业主并告知服务情况和安全注意事项
	13	离场	拆卸试压设备，恢复拆卸，通水检查，关闭总阀门，礼貌告别

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

品牌力与星管家服务是伟星产品高溢价的基础。“星管家”及“双质保”服务使得公司产品获得了较高的溢价，与国内的管道品牌差异化竞争，获得了更高的价格带与盈利水平。对比伟星的 PPR 管道与市面上的同类产品，伟星 PPR 管道的单价远高于国产一线管道商，例如日丰、公元、联塑、中财等，管道单价基本比肩外资高端品牌，例如皮尔萨、洁水、阔盛、微法等。

表4：主要管道品牌 PPR 管道单价对比（元/米）

管道型号	伟星	日丰	公元	联塑	中财	皮尔萨	洁水	阔盛	微法
4 分-20*2.8mm（元/米）	12	3.5	4.1	4.7	4.4				
4 分-20*3.4mm（元/米）	14.5	4.3	5.3	4.5	5.6	10.5	19.6	18.6	20.2
6 分-25*3.5mm（元/米）	18.5	5.3	6.5	5.7	8.7				
6 分-25*4.2mm（元/米）	22	7.0	8.1	7.6	9.2	16.8	26.9	24.5	28.5

数据来源：淘宝网，东吴证券研究所

3.2. 渠道：稳中求进推动零售与工程并举，坚持风控第一行稳致远

3.2.1. 经销网络扁平化架构，加快渠道下沉进一步提升市占率

渠道建设较早，营销网点遍布全国。公司 2005 年开始进行零售渠道建设，伟星管业第一家旗舰店开业，2007 年起，伟星开始布局全国性扁平化渠道网络，上市后公司利用 1.14 亿超募资金进行营销网络建设，2013 年渠道基本形成框架。目前公司在全国设立了 30 多家销售分公司，拥有 1,700 多名专业营销人员，营销网点 30,000 多个，

遍布全国各地。

表5: 伟星新材渠道战略变化

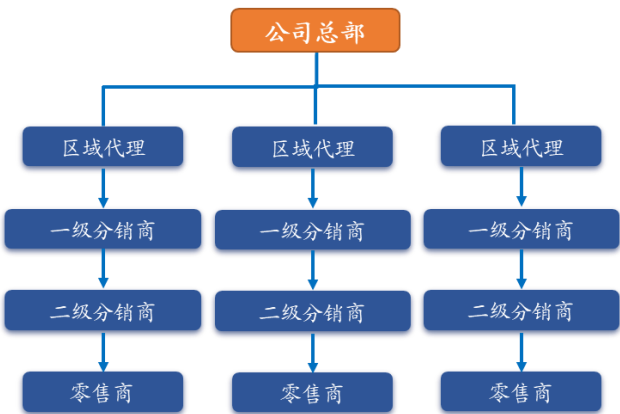
时间	渠道策略
2005 年	树立“以品牌统领营销，以服务支撑品牌”的品牌策略
2010 年	渠道、工程联动
2011 年	零售与工程并举
2012 年	零售、房产工程、市政工程“三驾马车”的营销模式
2013 年	坚持“三驾马车并驱，零售为先”的经营策略
2014 年	采取多管齐下的渠道策略
2015 年	坚持“零售为先、工程并举”的经营策略
2016 年	贯彻“零售为先、工程并举”的经营思路
2017 年-至今	执行“零售、工程双轮驱动”的发展战略

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司零售业务包括经销和直营市场，直营市场由分公司运营，作为试验田和样板市场，新产品、新模式通常在直营市场先行试点，成熟以后再向其他市场推广，具有标杆效应；同时直营市场对新的营销人员可以加强锻炼和培养。

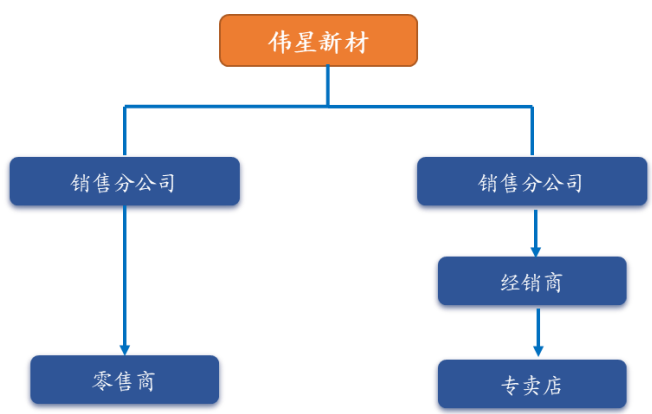
经销渠道扁平化管理，更加贴近市场、渠道管控力更强。不同于传统的管道厂商多层级的营销模式，公司独特的扁平化渠道网络有利于：**1) 增加利润空间：**传统管道经销模式层级较多，而公司扁平化管理层级相对较少，公司销售渠道扁平化减少了销售的中间环节，提高了毛利率空间；**2) 提升渠道管控能力：**公司目前在全国设立了 30 多家销售分公司，对经销商服务管理较为充分；**3) 贴近市场和终端需求：**公司拥有 1,700 多名专业营销人员，广泛的销售人员构成了强大的信息网络，可以迅速反馈市场信息和需求变化。公司业务主要为零售业务，扁平化的渠道布局更有利于公司感知终端需求变化及发现消费者痛点，并且及时开发相应产品及服务满足市场需求。

图23: 传统管道企业多层级的经销渠道体系



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图24: 伟星经销体系架构

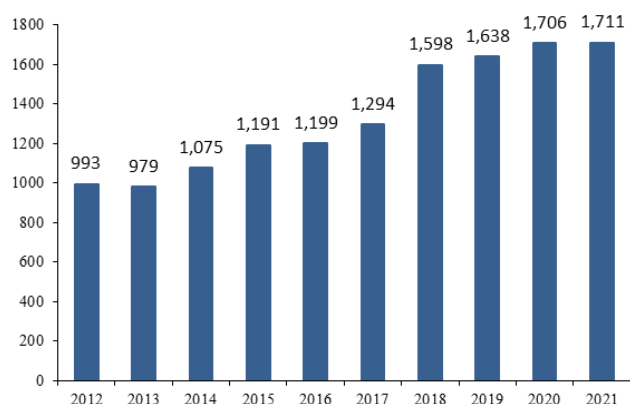


数据来源：WIND，东吴证券研究所

注重对经销渠道赋能，人均效能持续提升。2021 年末公司销售人员数量 1711 人，在管道公司中属于较高水平，公司销售人员数量/经销商数量为 1.71，公元股份为 0.38，

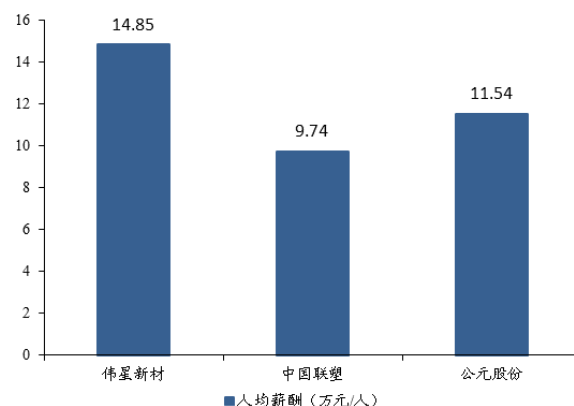
对于经销商服务、赋能较为充分。从管道公司的人均薪酬水平来看，伟星的人均薪酬显著高于可比管道公司，公司及充分、团队稳定性较强。

图25：伟星新材销售人员数量变动（人）



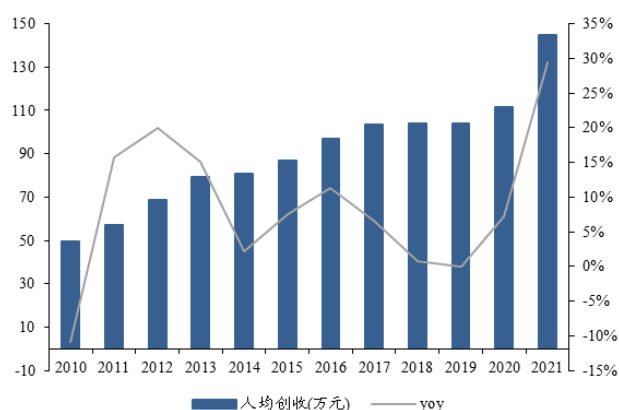
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图26：管道公司人均薪酬情况



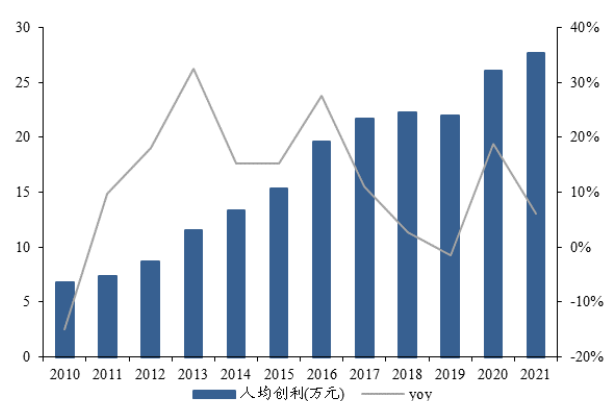
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图27：伟星新材人均创收情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图28：伟星新材人均创利情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

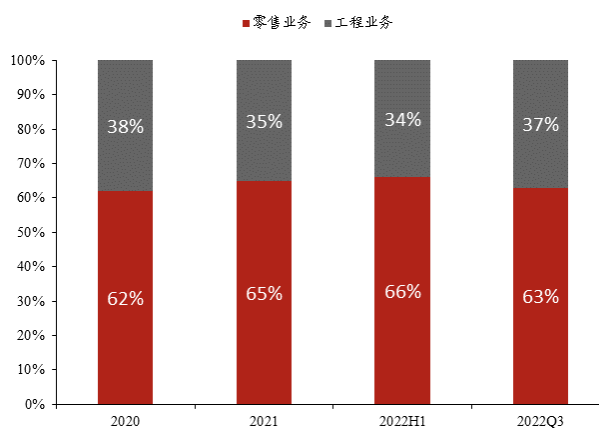
零售业务加强下沉市场及跨区域扩张，市占率仍有提升空间。公司零售业务的增长主要通过提高市占率和扩品类来实现。**1) 空白市场：**加大在空白、薄弱市场的拓展力度，增加网点密度，2021年西部、华中、华南区域市场的销售同比增长30%以上，2022H1华南区域增长11%，华北、华中仍略有增长，跨区域扩张稳步推进；**2) 成熟市场：**加快渠道下沉，例如华东等优势区域进一步下沉到县市、乡镇一级，不断提升市场占有率。

收购新加坡捷流公司，海外市场加快布局。2019年公司在泰国设立生产基地，主营PPR、PE等系列管材管件，通过在东南亚的生产属地化的战略布局，有望提升公司在国际市场的品牌知名度和竞争力。同时公司在德国设立孙公司，开拓欧洲市场。2021年公司收购Fast Flow Limited（捷流公司）100%股权，捷流在虹吸排水领域技术领先，有助于公司完善排水相关产业链，同时有助于公司做强东南亚市场、加速国际化战略推进。

3.2.2. 工程业务风控第一，拓展市政及优质建筑工程客户

“零售、工程”双轮驱动，拓展市政及优质建筑工程客户。2016 年公司零售业务、市政工程、房产工程占比分别约 70%、20%、10%，2017 年开始公司发展战略由“零售为先、工程并举”调整至“零售、工程双轮驱动”。到 2022Q3 公司零售业务占比 63%，市政工程及房产工程业务占比 37%。

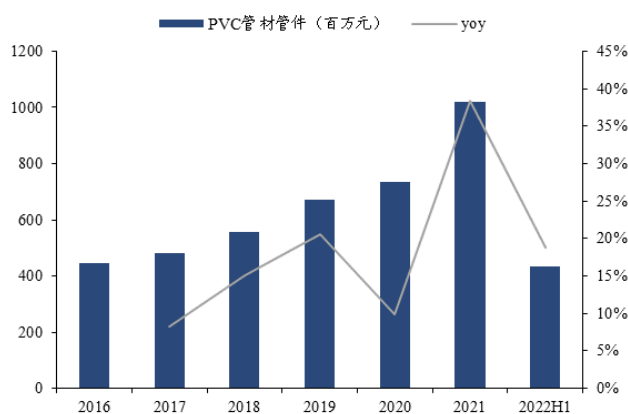
图29：伟星零售及工程业务占比情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

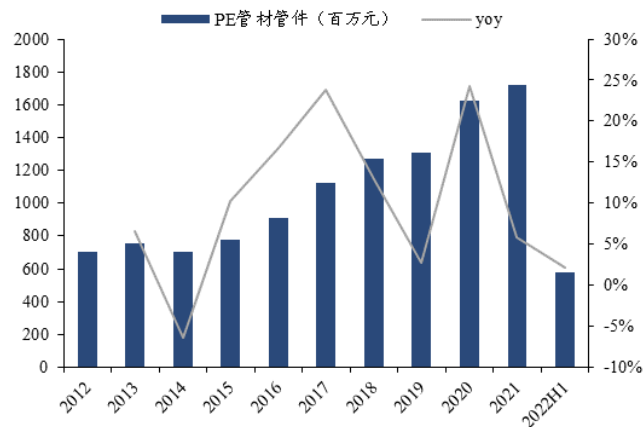
公司 PE 系列产品主要用于市政给排水、采暖、燃气、工业等领域。对于 PE 工程业务，公司将继续以风险控制为前提，积极把握各种机遇，开拓优质业务。塑料管道在市政建设的应用主要涉及政府基建项目（例如地下管廊和海绵城市）、水利工程（例如污水处理、五水共治和美丽乡村）和煤改气等。市政基建项目终端客户主要是政府，塑料管道市政及燃气工程的旧改，终端客户主要是自来水公司、水务公司、燃气公司等单位。公司在控制风险的前提下，大力开拓业务，并围绕工业园进一步加强全国性的布局，优选客户、优选项目，推动市政工程业务稳健发展，2022 年上半年 PE 管道业务收入 5.81 亿元，同比增长 2.20%。

图30：伟星 PVC 管道收入及增速



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图31：伟星 PE 管道收入及增速



数据来源：WIND，东吴证券研究所

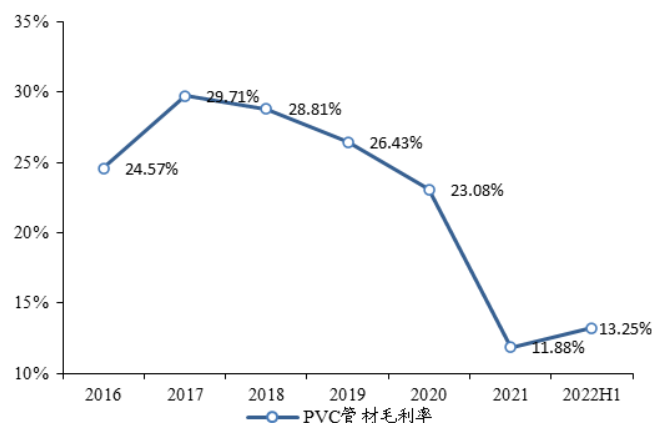
公司 PVC 管道用于家装及建筑工程领域，成本下行毛利率回升。随着公司同心圆战略推进，PVC 管道作为与 PPR 管道高度相关的产品在家装领域配套率持续提升。2021 年由于上游原材料聚氯乙烯价格大幅上涨导致公司 PVC 产品毛利率下滑，2022 年 10 月聚氯乙烯价格超过 14000 元/吨以上，此后高位回落，2022 年 6 月以来聚氯乙烯价格进一步快速回落，2022H1 伟星 PVC 管道毛利率已有修复，目前聚氯乙烯价格已回落到 6000 元/吨左右，预计下半年 PVC 管道毛利率将会有较为明显修复。

图32: 聚氯乙烯价格变动情况(元/吨)



数据来源: 中国氯碱网, 东吴证券研究所

图33: 伟星 PVC 管道毛利率已有回升

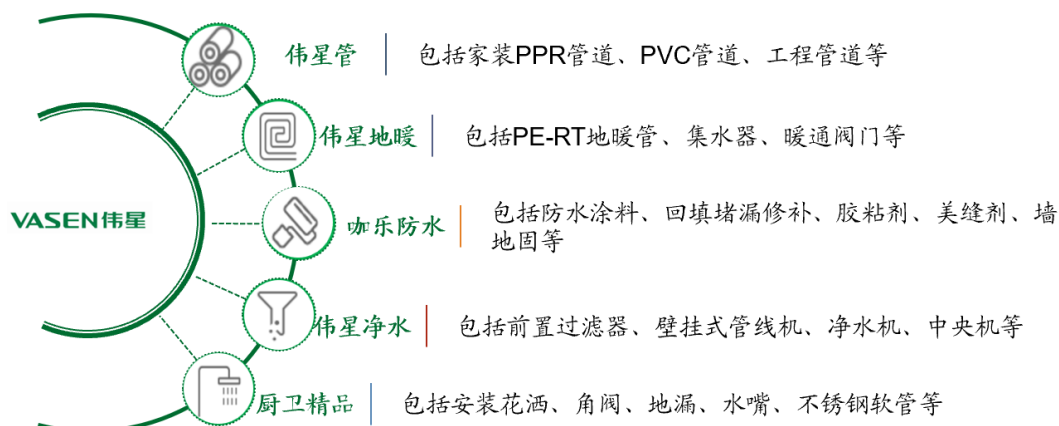


数据来源: WIND, 东吴证券研究所

3.3. 产品: 同心圆业务快速推进, 长期成长空间可期

公司近年来持续推进同心圆发展战略, 相关产品配套率快速提升, 带动公司整体客单价提升, 同时公司的品牌力与服务能力在不同品类产品之间得到迁移与传递, 公司系统集成供应能力逐步提升。公司同心圆产品体系包括 2 个方面: **1) 以 PPR 产品为核心的管道系列产品**, 包括 PVC 的排水管、电线护套管、新风管, PE 的地暖管、排水管等管材管件以及相关配件等; **2) 同渠道产品**: 防水、净水以及相关配套材料等同渠道产品。

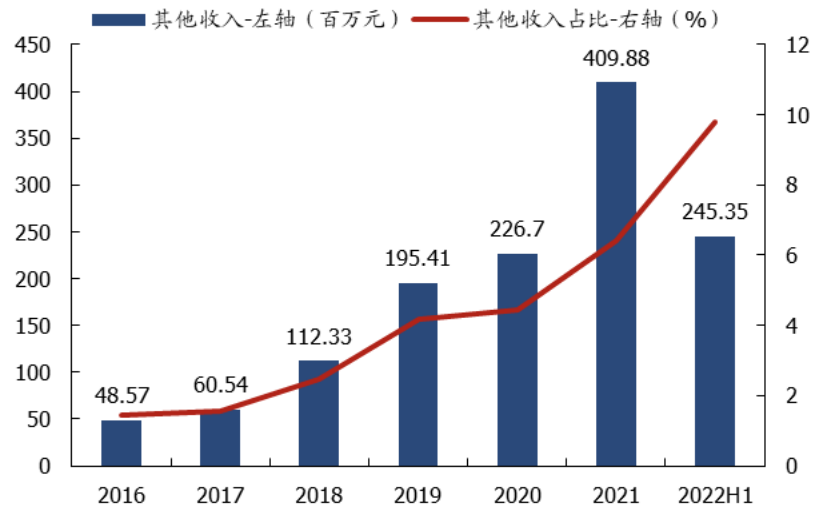
图34: 伟星新材产品体系



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

公司防水、净水业务主要依托于原有的管道零售渠道进行开拓，主要销售通路包括家装公司、泥瓦工/水电工及工长、业主自购等。2021 年公司防水、净水业务开始放量，其他收入实现 4.10 亿元，同比增长 80.80%。2022H1 公司其他收入 2.45 亿元，同比增长 64.02%。

图35：伟星新材其他收入规模及占比变动情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

推进“系统集成+服务”商业模式创新，强化护城河及竞争壁垒。“系统集成”是公司现有业务模式的升级，主要分为水系统，包括给水、排水、防水、净水等系统；以及舒适家系统，包括热水循环、新风、地暖等系统解决方案。系统集成为消费者提供的不仅是单品，而是场景解决方案，对于消费者而言，未来产品售后责任更明确，更能够取得客户的信任，同时打包式销售对价格优惠也有优势。随着消费升级趋势不断演绎，公司有望通过“系统集成+服务”系统解决消费者的痛点问题，提升消费者的体验，构建更宽的护城河。

3.3.1. 防水业务渐进收获期，配套率提升快速放量

防水与管道服务模式及渠道协同性较高，解决消费者痛点。2017 年，伟星 KALE 咖乐防水上市，定位家装防水市场，主要对标国际一流品牌（例如德高、汉高等），公司防水业务采用“产品+服务”的模式进行销售，与塑料管道的资源协同效果较好：**1) 渠道及终端客户重合度较高**，家装管道与防水涂料的终端消费者都是有装修需求的业主，在用户群体上有一致性，并且防水业务属于管道安装的下道工序，能够依托管道业务经销渠道和销售通路开展业务，实现资源共享；**2) 产品+服务模式强化用户体验**：公司“产品+服务”的商业模式能够给消费者更好的用户体验，减少漏水隐患；三是公司深耕家装市场，对消费者的需求和痛点较为了解，能够从消费者角度出发，不断完善公司的产品和服务；**3) 解决消费者痛点**：防水与家装塑料管道都属于隐蔽工程，在施工环节操作不当都会引起后期的漏水问题。当出现漏水问题时，管道与防水的施工方容易出现相互

推诿的情况。伟星的同心圆产品链战略能够为客户提供一站式的系统解决方案，有效避免不同产品间的责任推诿，使隐蔽工程更有保障，解决消费者后顾之忧。

图36：咖乐防水主要产品体系



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

股权绑定核心经销商，共同推动防水业务发展。2017 年公司以自有资金与 5 位核心经销商共同出资设立上海伟星新材料科技有限公司，公司持股 75%，主要进行防水材料的销售。公司充分利用已有的渠道资源、品牌影响力和优质服务能力等资源和优势，推动公司不断发展壮大。2022 年 8 月 17 日，上海伟星新材料科技有限公司根据发展需要将注册资本从 5,000 万元增加到 12,500 万元，股东结构变更为：公司持股 60%，上海伟咖企业管理合伙企业（有限合伙）持股 30%，原 5 位自然人股东持股 10%，通过增资方式引入更多防水业务合伙人，与经销商进行利益绑定，推动防水业务快速发展。

“星管家”服务体系及标准化施工，与同类产品差异化竞争。防水涂料在使用过程中，由于施工方法不正确，会造成各种各样的问题，如防水层粘接不牢、开裂、发白等。不同于市场上大多数的防水涂料销售，伟星咖乐防水定位高端，提供咖乐涂施工服务和星管家双质保验收服务。因此产品多以包施工模式推进。购买咖乐防水产品并施工完毕后，凭服务凭证，可预约“星管家”上门检测防水施工质量，及时解决施工过程中存在的漏水隐患。“星管家”服务专员都是经过专业的培训，利用专业化的验收工具和标准化的验收流程，对产品和施工质量进行严格检测和验收，并及时修补因施工不当造成的漏水隐患，确保施工质量。目前公司防水业务模式逐步成熟，产品和服务都获得越来越多消费者和泥瓦工、客户的认同，品牌影响力逐步提升。

图37：伟星咖乐防水 15 步标准化施工流程



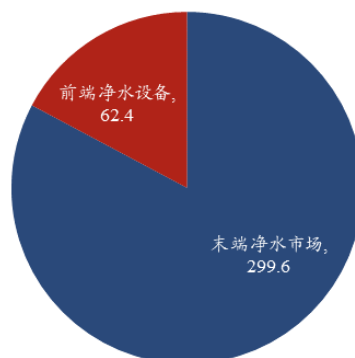
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.3.2. 前置过滤器与管道高协同，末端及全屋净水稳步推进

净水产品包括前端净水设备和末端净水。前端净水设备包括前置过滤器、中央净水、软水机、管道超滤；末端水设备包括净水器、净饮机、饮水机、龙头净水等。目前伟星在前置过滤器方面取得较好进展，未来预计在依赖高频服务的末端净水器方面也会陆续放量。

根据奥维云网公布的数据显示，2021 年我国水家电整体市场规模 362.1 亿元，同比增长 2.5%。其中，末端净水市场销售额 299.6 亿元，较上年同比下降 3.3%，而前端净水设备受关注健康、消费升级驱动等因素影响，市场销售额 62.4 亿元，增长幅度为 44.4%。随着消费升级。

图38: 2021 年净水市场规模及结构 (亿元)

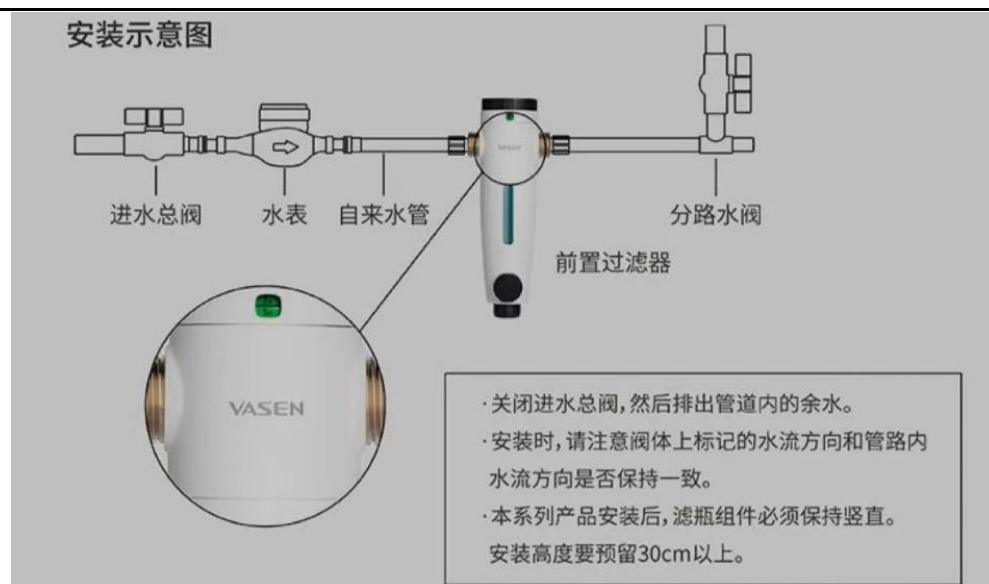


数据来源: 奥维云网, 东吴证券研究所

■ 掌握管道流量端口, 有助于前置过滤器销售

前置过滤器直接与家用水管直接相连, 与家用管道的销售具有强协同性。并且, 相对于末端净水、中央软水、中央净水等产品, 前置过滤器的客单值相对较低, 更易于消费者推广和接受。此外, 销售管道之前, 一般需要预留设计前置过滤器的位置, 同时引导消费者提前预定净水产品, 从而净水器销售与现有的管道销售方面有着较强的协同效应。

图39: 伟星前置过滤器安装示意图



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

2016 年 3 月伟星正式推出安内特前置过滤器在部分市场试点, 2016 年 8 月后全国性推广, 2019 年公司开始推广自主研发的 VASEN 伟星前置过滤器, 价格相对更低 (VASEN 伟星前置过滤器定价 1380 元, 安内特前置过滤器标准型定价 1980 元), 受众面更广。

图40：安内特及 VASEN 伟星前置过滤器定价情况

 安内特前置过滤器标准型【... 【乡镇、郊区、偏远地... 销量：632 评价：38 ¥ 1980.00	 安内特前置过滤器万向型【... 【乡镇、郊区、偏远地... 销量：438 评价：9 ¥ 2280.00	 VASEN伟星前置过滤器（包... 【乡镇、郊区、偏远地... 销量：2095 评价：... ¥ 1380.00
--	--	--

数据来源：伟星商城，东吴证券研究所

■ 末端净水依赖高频服务，伟星提供安装及服务保障

净水产品后续的服务方面，其耗材如滤芯等相对高频，大约半年-1 年时间需要更换，伟星目前的服务体系和营销网络比较完善，可以依托渠道和服务资源的共享，让用户购买的效率和安装服务方面得到充分保障。

■ 推出多种净水新产品，消费升级长期趋势

2021 年公司推出由前置过滤器、中央净水机、中央软水机、双出水净水机、壁挂式温热管线机等组成的全屋净水系统，实现对家庭生活用水、饮用水的净化，满足用户的健康用水需求。长期来看，随着消费升级趋势渗透，消费者的居住理念在不断发生变化，更强调居住体验、产品品质及服务精细化，全屋净水产品也将逐步渗透。

图41：伟星推出中央软水及中央净水产品

产品名称	中央净水机			中央软水机		
产品型号	VJS-15A	VJS-25A	VJS-36A	VRS-15A	VRS-25A	VRS-36A
净水流量	1.5m³/h	2.5m³/h	3.6m³/h	1.5m³/h	2.5m³/h	3.6m³/h
再生周期净水量	--	--	--	2.4m³	5.6m³	8.3m³
额定总净水量	44m³	100m³	159m³	950m³	2240m³	3320m³
适用水质	市政自来水					
单价	15549元	21549元	28749元	16749元	22749元	31149元
产品图片	 VJS-15A VJS-25A VJS-36A			 VRS-15A VRS-25A VRS-36A		

数据来源：伟星官方旗舰店，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测假设条件

■ PPR 管道业务：零售业务韧性，渠道下沉、空白市场开拓市占率仍有提升空间

公司主要业务 PPR 管道一方面受益于行业精装冲击减弱以及疫后零售家装消费场景修复，同时渠道端公司加大在空白、薄弱市场的拓展力度，在成熟市场加快渠道下沉，预计未来 PPR 管道业务仍能维持稳健增长。我们预计公司 2022-2024 年 PPR 管材管件同比分别变动-5%/+12%/+10%。

■ PVC 管道业务：原材料价格下降，盈利能力快速回升

公司 PVC 管道受益于配套率的提升，零售端稳健发展，工程端随着项目开工情况逐步修复，公司优选建筑工程项目，控制回款，总体 PVC 管道业务稳健增长。成本端随着原材料价格的大幅回落，预计 PVC 管道盈利性迎来修复。公司我们预计公司 2022-2024 年 PVC 管材管件增速同比分别变动+5%/+18%/+14%。

■ PE 管道业务：工程业务风控第一，拓展市政及优质建筑工程客户

政策持续推进地下管网、水利设施建设等带动基建市政管道需求，公司也积极关注并开拓相关项目，我们预计公司 2022-2024 年 PE 管材管件增速同比分别变动-2%/+15%/+12%。

■ 其他业务：“同心圆”战略快速推进，防水、净水等产品放量

公司防水、净水业务主要依托于原有的管道零售渠道进行开拓，主要销售通路包括家装公司、泥瓦工/水电工及工长、业主自购等，随着公司近几年在新业务上的摸索，产品销售逐步跑通，防水、净水等新产品配套率持续上升。我们预计公司 2022-2024 年其他收入增速同比分别变动+48%/+50%/+45%。

表6：伟星新材分业务预测

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2021E
一、PPR 管材管件					
营业收入（百万元）	2418.32	3086.73	2932.39	3284.28	3612.71
营业成本（百万元）	1056.89	1384.27	1313.71	1464.79	1605.85
营业毛利（百万元）	1361.43	1702.46	1618.68	1819.49	2006.86
毛利率	56.30%	55.15%	55.20%	55.40%	55.55%
YOY%	-0.90%	27.64%	-5.00%	12.00%	10.00%
二、PE 管材管件					
营业收入	1623.84	1717.47	1683.12	1935.59	2167.86
营业成本	1042.26	1179.32	1178.18	1345.23	1502.33

营业毛利	581.58	538.15	504.94	590.35	665.53
毛利率	35.82%	31.33%	30.00%	30.50%	30.70%
YOY%	24.29%	5.77%	-2.00%	15.00%	12.00%
三、PVC 管材管件					
营业收入	735.73	1018.02	1068.92	1261.33	1437.91
营业成本	565.93	897.11	876.52	1027.98	1164.71
营业毛利	169.80	120.91	192.41	233.35	273.20
毛利率	23.08%	11.88%	18.00%	18.50%	19.00%
YOY%	9.84%	38.37%	5.00%	18.00%	14.00%
四、其他收入（防水涂料等）					
营业收入	226.70	409.88	606.62	909.93	1319.40
营业成本	130.70	243.20	368.83	551.42	799.56
营业毛利	96.00	166.68	237.80	358.51	519.85
毛利率	38.00%	40.67%	39.20%	39.40%	39.40%
YOY%	16.01%	80.80%	48.00%	50.00%	45.00%
合计					
营业收入	5104.81	6387.62	6406.81	7516.14	8643.12
营业成本	2884.41	3845.99	3843.73	4505.06	5170.31
营业毛利	2220.40	2541.63	2563.08	3011.08	3472.81
毛利率	43.50%	39.79%	40.01%	40.06%	40.18%
YOY%	9.45%	25.13%	0.30%	17.31%	14.99%

数据来源：WIND，东吴证券研究所（合计项目中含其他业务）

4.2. 投资建议

公司主要从事塑料管道业务，因此我们选择公元股份、中国联塑作为可比公司，同时公司涉足防水涂料等多元化业务，客户包含 C 端和 B 端，我们选取东方雨虹、三棵树作为可比公司。伟星 ROE 水平较高，负债率低、现金流优异，经营质量较高。

公司持续推进“双轮驱动”战略落地，零售端强化渠道下沉、空白市场扩张以及同心圆产品延伸；工程业务稳健拓展，在地产、市政等领域拓展增量市场同时保证经营质量。随着地产需求端信心修复以及疫后家装消费场景修复，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 12.64/15.18/17.73 亿元，分别同比+3%/+20%/+17%，对应 PE 分别为 28X/23X/20X，维持“买入”评级。

表7：可比公司估值比较（截至 2022 年 12 月 9 日）

代码	公司	收盘价 (元)	归母净利润（亿元）				PE				ROE (TTM) (%)
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
002641.SZ	公元股份	4.81	5.77	4.42	6.10	7.37	11.74	13.45	9.74	8.06	11.41
2128.HK	中国联塑	8.21	30.44	32.90	40.97	47.97	9.33	7.74	6.21	5.31	14.66
002271.SZ	东方雨虹	34.79	42.05	23.43	34.75	42.38	20.84	37.39	25.21	20.67	15.99
603737.SH	三棵树	124.96	-4.17	6.37	10.50	15.03	—	73.83	44.81	31.30	—
	平均值						—	33.10	21.49	16.34	14.02
002372.SZ	伟星新材	22.16	12.23	12.64	15.18	17.73	28.84	27.91	23.24	19.90	24.93

数据来源：WIND，东吴证券研究所（公元股份、中国联塑、三棵树盈利预测为 WIND 一致预期）

5. 风险提示

宏观经济下行的风险

公司下游客户主要为家装 C 端客户以及部分市政、建筑工程客户，与房地产市场发展情况紧密相关，若未来地产行业景气度下行，市场需求低迷，将会对公司发货情况产生不利影响。

原材料价格大幅波动的风险

公司所生产的塑料管道产品上游为聚乙烯、聚氯乙烯、聚丙烯等石化链产物，若未来公司上游原材料价格大幅上涨，而公司价格传导存在时滞性，则会对公司当期业绩带来不利影响。

竞争加剧的风险

公司所处的塑料管道行业内中小企业众多，龙头公司市占率仍低，若未来市场需求萎缩，行业竞争加剧，同行业公司或可能通过价格竞争方式获取市场，若行业竞争加剧，可能对公司未来收入规模及盈利水平都会产生不利影响。

新业务开拓不及预期的风险

公司在夯实主业塑料管道的同时，积极践行同心圆业务战略，开展防水、净水等业务。若公司对于新产品开拓的业务流程、市场趋势把握不当，或存在新业务开拓不及预期的风险。

伟星新材三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,306	4,364	4,829	5,744	营业总收入	6,388	6,407	7,516	8,643
货币资金及交易性金融资产	2,574	2,509	2,753	3,410	营业成本(含金融类)	3,846	3,844	4,505	5,170
经营性应收款项	488	570	681	782	税金及附加	48	53	60	69
存货	1,073	1,053	1,210	1,360	销售费用	597	602	684	778
合同资产	0	0	0	0	管理费用	338	304	353	393
其他流动资产	171	233	186	192	研发费用	185	186	210	233
非流动资产	2,130	2,345	2,530	2,655	财务费用	-46	-77	-75	-79
长期股权投资	483	633	783	883	加:其他收益	51	58	75	86
固定资产及使用权资产	1,234	1,285	1,326	1,358	投资净收益	-26	-32	-30	-35
在建工程	95	116	117	117	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	255	248	241	234	减值损失	-6	-10	-10	-12
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	12	12	12	12	营业利润	1,441	1,511	1,813	2,118
其他非流动资产	51	51	51	51	营业外净收支	-2	-4	0	0
资产总计	6,436	6,709	7,359	8,399	利润总额	1,440	1,507	1,813	2,118
流动负债	1,456	1,404	1,659	2,065	减:所得税	211	226	272	318
短期借款及一年内到期的非流动负债	1	1	1	1	净利润	1,228	1,281	1,541	1,800
经营性应付款项	385	527	642	907	减:少数股东损益	5	17	23	27
合同负债	541	384	451	517	归属母公司净利润	1,223	1,264	1,518	1,773
其他流动负债	529	492	566	640	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.77	0.79	0.95	1.11
非流动负债	45	45	45	45	EBIT	1,419	1,418	1,703	1,999
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,566	1,553	1,848	2,154
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	39.79	40.01	40.06	40.18
租赁负债	7	7	7	7	归母净利率(%)	19.15	19.73	20.20	20.51
其他非流动负债	37	37	37	37	收入增长率(%)	25.13	0.30	17.31	14.99
负债合计	1,501	1,449	1,704	2,109	归母净利润增长率(%)	2.58	3.31	20.12	16.79
归属母公司股东权益	4,907	5,216	5,588	6,195					
少数股东权益	28	44	68	95					
所有者权益合计	4,935	5,261	5,655	6,290					
负债和股东权益	6,436	6,709	7,359	8,399					

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,594	1,277	1,751	2,137	每股净资产(元)	3.08	3.28	3.51	3.89
投资活动现金流	-265	-426	-390	-335	最新发行在外股份(百万股)	1,592	1,592	1,592	1,592
筹资活动现金流	-797	-956	-1,147	-1,166	ROIC(%)	26.07	23.61	26.49	28.41
现金净增加额	527	-105	214	637	ROE-摊薄(%)	24.93	24.23	27.17	28.62
折旧和摊销	147	135	145	155	资产负债率(%)	23.32	21.59	23.15	25.11
资本开支	-230	-204	-180	-180	P/E (现价&最新股本摊薄)	28.84	27.91	23.24	19.90
营运资本变动	108	-88	-96	68	P/B (现价)	7.19	6.76	6.31	5.69

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

