

升级迭代，疫后有望双击

买入（维持）

2023 年 1 月 5 日

证券分析师

陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6,388	6,407	7,516	8,643
同比（%）	25%	0.30%	17%	15%
归母净利润（百万元）	1,223	1,264	1,518	1,773
同比（%）	3%	3%	20%	17%
每股收益（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。

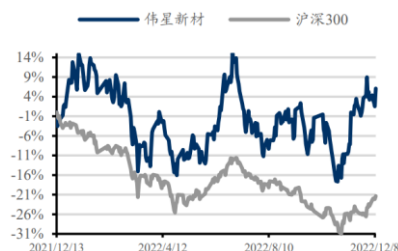
■ 差异化突围 PPR 管道细分市场，“同心圆”战略打开成长空间。1) 品牌：公司创新产品+服务模式，2012 年行业首创推出“星管家”服务，2013 年推出双质保，解决消费者痛点，产品获得较高溢价；2) 渠道：公司 2013 年开启零售为先的经营策略，2017 年提出零售及工程双轮驱动，零售端加快空白区域覆盖及成熟区域进一步下沉，未来市占率仍有提升。空间工程端业务坚持风控第一，拓展市政及优质建筑工程客户；3) 产品：同时近年来大力推进“同心圆”发展战略，带动以 PPR 产品为核心的管道系列产品以及同渠道防水、净水等产品的销售，同心圆配套率的提升贡献了公司的主要增长来源。

■ 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	16.88/22.45
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》

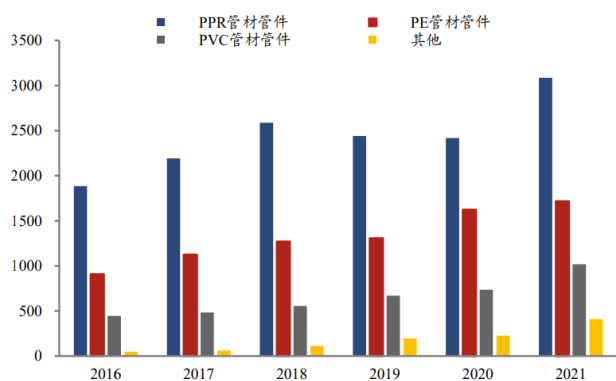
2022-08-17

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢黄诗涛、房大磊和任健的指导。

伟星新材成立于 1999 年，专注于研发、生产、销售高质量、高附加值的新型塑料管道（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。

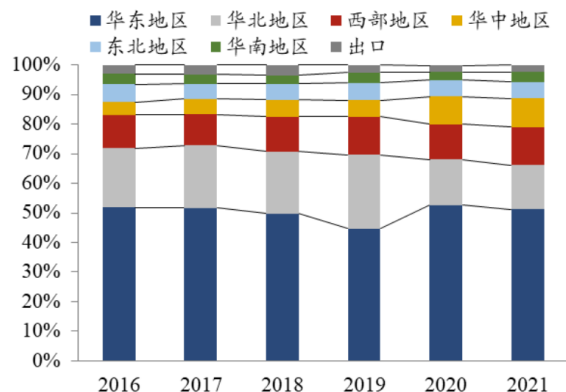
经营稳健优异，主营业务突出。公司 2010-2021 年公司营收、归母净利复合增速分别为 16%、19.6%，2022 上半年实现营收 25.02 亿元，同比+4.83pct，实现归母净利润 3.65 亿元，同比-11.80pct。**分产品来看**，PPR 管道、PE 管材分别为第一、二大营收来源；随着公司“同心圆”战略的推进，公司 PVC 管道配套率快速提升，营收从 2016 年的 4.46 亿元增长至 2021 年的 10.18 亿元；同时防水、净水等业务也快速放量，2021 年其他收入 4.10 亿元，同比增长 80.80%，营收占比从 2016 年的 1.46% 提升至 2021 年的 6.42%。**分区域来看**，目前华东区域营收占比最高，2022H1 达 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 1：2016-2021 年公司营业收入结构（百万元）



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

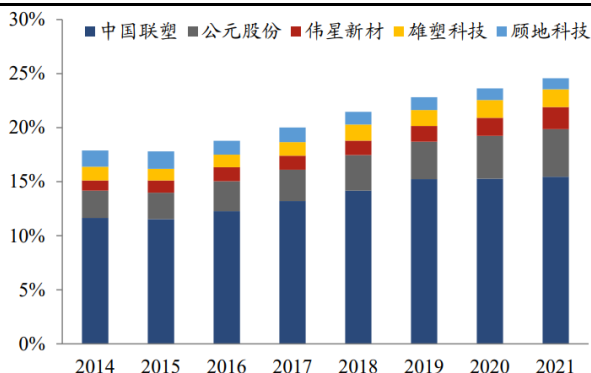
图 2：伟星新材主要产品分区域收入结构（%）



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

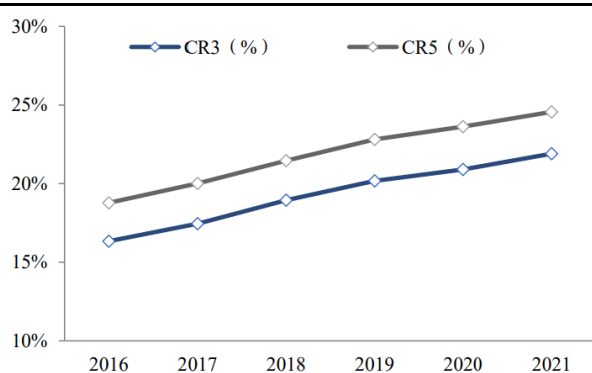
管道行业发展成熟稳定。塑料管道产业链上游为石油化工行业、中游为管材管件加工行业、下游为塑料管道应用市场。公司处于产业链中游，从事塑料管道的制造与销售。据中国塑料加工协会数据，2012-2021 年我国塑料管道产量从 1100 万吨增长至 1677 万吨，CAGR 为 4.80%。尽管管道行业规模基本稳定，但头部企业市占率仍然较低，2021 年管道市场整体 CR3、CR5 分别为 21.92%、24.58%。

图 3：2014-2021 年头部塑料管道企业市占率(产量口径)



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

图 4：2016-2021 年塑管行业 CR3/CR5 产量市占率(%)



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

品牌：创新产品+服务模式，行业高端管道典范。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，真正解除客户的后顾之忧。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”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。

表 1：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)	12.0	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)	22.0	7.0	8.1	7.6	9.2	16.8	26.9	24.5	28.5

数据来源：东吴证券（香港）

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。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。2017 年，公司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，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。

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、排水管道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。

投资建议：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。

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	营业收入	6,388	6,407	7,516	8,643
现金	2,574	2,509	2,753	3,410	减:营业成本	3,846	3,844	4,505	5,170
应收账款	488	570	681	782	营业税金及附加	48	53	60	69
存货	1,073	1,053	1,210	1,360	销售费用	597	602	684	778
其他流动资产	171	233	186	192	管理费用	338	304	353	393
非流动资产	2,130	2,345	2,530	2,655	研发费用	185	186	210	233
长期股权投资	483	633	783	883	财务费用	-46	-77	-75	-79
固定资产	1,234	1,285	1,326	1,358	资产减值损失	6	10	10	12
在建工程	95	116	117	117	加:投资净收益	-26	-32	-30	-35
无形资产	255	248	241	234	其他收益	51	58	75	86
其他非流动资产	63	63	63	63	资产处置收益	2	0	0	0
资产总计	6,436	6,709	7,359	8,399	营业利润	1,441	1,511	1,813	2,118
流动负债	1,456	1,404	1,659	2,065	加:营业外净收支	-2	-4	0	0
短期借款	1	1	1	1	利润总额	1,440	1,507	1,813	2,118
应付账款	385	527	642	907	减:所得税费用	211	226	272	318
其他流动负债	1,070	876	1,017	1,157	减:少数股东损益	5	17	23	27
非流动负债	45	45	45	45	归属母公司净利润	1,223	1,264	1,518	1,773
长期借款	0	0	0	0	EBIT	1,419	1,418	1,703	1,999
其他非流动负债	45	45	45	45	EBITDA	1,566	1,553	1,848	2,154
负债合计	1,501	1,449	1,704	2,109	重要财务与估值指标				
少数股东权益	28	44	68	95	每股收益(元)	0.77	0.79	0.95	1.11
归属母公司股东权益	4,907	5,216	5,588	6,195	每股净资产(元)	3.08	3.28	3.51	3.89
负债和股东权益	6,436	6,709	7,359	8,399	发行在外股份(百万股)	1592	1592	1592	1592
现金流量表 (百万元)					ROIC(%)	26.07	23.61	26.49	28.41
经营活动现金流	1,594	1,277	1,751	2,137	ROE-摊薄(%)	24.93	24.23	27.17	28.62
投资活动现金流	-265	-426	-390	-335	毛利率(%)	39.79	40.01	40.06	40.18
筹资活动现金流	-797	-956	-1,147	-1166	归母净利率(%)	19.15	19.73	20.20	20.51
现金净增加额	527	-105	214	637	资产负债率(%)	23.32	21.59	23.15	25.11
折旧和摊销	147	135	145	155	收入增长率(%)	25.13	0.30	17.31	14.99
资本开支	-230	-204	-180	-180	归母净利润增长率(%)	2.58	3.31	20.12	16.79
营运资本变动	108	-88	-96	68	P/E(现价&最新股本摊薄)	28.84	27.91	23.24	19.90
					P/B(现价)	7.19	6.76	6.31	5.69

数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

分析师声明：

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及 / 或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

