

Q4 业绩增长加速，优等生逆势正增长

投资要点

- **事件:** 公司发布 22 年业绩快报, 报告期内公司 22 年实现营业总收入 69.4 亿元, 较上年同期+8.6%; 归母净利润 13.0 亿元, 较上年同期+6.4%; 扣非归母净利润 12.7 亿元, 较上年同期+6.8%。其中, 公司 22 年第四季度实现营收 27.7 亿元, 较上年同比+17.5%; 归母净利润 5.33 亿元, 较上年同比 18.4%; 扣非归母净利润 5.28 亿元, 较上年同比+19.7%。
- **Q4 收入增长提速, 利润率持续改善。** 22 年公司前四个季度营收增速分别为 12.2%、0.4%、1.3%、17.5%, 归母净利润增速分别为 3.9%、-17.7%、12.5%、19.7%, 第四季度公司营收、归母净利润增速大幅增长, 主要系 1) 在公司扁平化管理模式下, 持续下沉 C 端渠道, 扩大市场份额; 2) 积极拓展防水、净水等业务, 打造产品协同; 3) 22Q4 公司主营产品 PPR 原材料聚丙烯价格下降 10% 左右, 推动公司利润率修复。
- **同心圆战略打开成长空间, 渠道下沉行在路上。** 公司近年来大力推进“同心圆”发展战略, 以 PPR 产品为核心, 同时打造防水、净水等协同销售网络, 配套率不断提升。目前公司防水配套率约 20%, 净水配套率约 10%。随着疫情管控影响的消散和地产竣工的预期复苏, 公司业绩有望持续稳健增长。加之公司在零售的强大品牌和渠道能力, 防水、净水业务 2023-2025 年有望保持较高复合增速, 成为公司新业务增长点。
- **原材料成本稳定, C 端价格传导顺利。** 根据卓创数据, 22 年底至今 PPR 原材料约 9000/吨, PE 原材料约 8000/吨, PVC 原材料约 6000/吨, 原材料总体价格同比下降 10% 左右, 毛利率修复预期加强。PPR 主要面向 C 端用户, 价格传导顺利, 毛利率受原材料价格波动较小。在 23 年平均成本下降背景下, 公司毛利率水平有望增厚。
- **盈利预测与投资建议。** 公司是管材行业龙头, 在 C 端零售领域具有领先的品牌和渠道优势, 并在 22 年地产需求低迷期间展现出较强的韧性。公司未来将继续推动零售端渠道下沉, 巩固管材零售布局, 同时继续发力“同心圆”产品战略, 构建管材、防水、净水产品协同网络, 打造公司业务新成长曲线。预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.82 元、1.00 元、1.20 元, 对应 PE 分别为 32 倍、26 倍、22 倍, 未来三年归母净利润分别为 13.0 亿元、16.0 亿元、18.8 亿元, 保持 15.4% 的复合增长率, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动、下游需求恢复不及预期, 工程业务拓展不及预期。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6387.63	6936.92	8163.21	9668.72
增长率	25.13%	8.60%	17.68%	18.44%
归属母公司净利润(百万元)	1223.35	1301.62	1598.21	1880.37
增长率	2.58%	6.40%	22.79%	17.65%
每股收益 EPS(元)	0.77	0.82	1.00	1.20
净资产收益率 ROE	24.89%	21.75%	1.81%	21.15%
PE	34	32	26	22
PB	8.53	7.01	5.73	4.70

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 陈中亮
执业证号: S1250522070001
电话: 021-58351909
邮箱: czlyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	15.92
流通 A 股(亿股)	14.54
52 周内股价区间(元)	17.2-26.28
总市值(亿元)	418.08
总资产(亿元)	64.36
每股净资产(元)	3.08

相关研究

1. 伟星新材(002372): 零售业务逆势增长, 盈利短暂承压 (2022-04-01)

盈利预测

关键假设：

家装零售端：PPR、PVC 产品应用主要以 C 端为主，目前公司主营业务 PPR 管材管件在华东市场占据主要份额，并在品牌上具有明显优势，在产品定位上偏向于高端产品。随着疫情影响的消散，21-22 年部分 C 端装修需求有望在 23 年集中释放，叠加二手房市场交易回暖预期加强，我们认为公司 PPR 管业务营收有望在 23 年重回高质量增长通道，预计 2022-2024 年 PPR 管收入增速为 0.9%、20.0%、20.0%，PVC 管材管件收入增速为 20.0%、22.0%、22.0%。

基建工程端：PE 主要以经销商 2B 为主，下游包括市政工程、燃气等领域。百年建筑调研显示，23 年开年重大工程项目的资金回笼速度较去年加速，市政整体资金的到位也较去年有改观，工程项目复工率同比增加 5.7 个百分点，去年受疫情影响延迟开工的项目有望在今年落地释放。我们认为公司 PE 业务有望在 23 年基建开工回暖带来的持续性需求下得到改善，预计 2022-2024 年 PE 管收入增速为 3.0%、8.0%、8.0%。

原材料成本：公司产品原材料主要是 PPR、PE、PVC 等化工原材料。据卓创数据，目前 PPR 价格约 9000 元/吨，PE 约 8000 元/吨，PVC 约 6000/吨，原材料总体价格同比下降 10% 左右，23 年公司产品毛利率将得到改善。预计 2022-2024 年公司 PPR 管材毛利率为 55.5%、56.0%、56.0%，PE 管材毛利率为 26%、29.5%、30.0%，PVC 管材毛利率为 15%、18%、18%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
PPR	收入	3086.7	3113.0	3735.6	4482.7
	增速	27.7%	0.9%	20.0%	20.0%
	毛利率	55.2%	55.5%	56.0%	56.0%
PE	收入	1717.4	1768.9	1910.5	2101.5
	增速	5.7%	3.0%	8.0%	10.0%
	毛利率	31.3%	26.0%	29.5%	30.0%
PVC	收入	1018.0	1221.6	1490.4	1818.3
	增速	38.3%	20.0%	22.0%	22.0%
	毛利率	11.9%	15.0%	18.0%	18.0%
其他	收入	409.9	676.3	798.0	941.7
	增速	80.6%	65.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	40.7%	37.0%	38.5%	38.5%
其他业务	收入	155.5	157.1	181.4	209.5
	增速	56.0%	1.0%	15.5%	15.5%
	毛利率	8.6%	9.0%	9.5%	9.5%
合计	收入	6387.6	6936.9	8163.2	9668.7
	增速	25.1%	8.6%	17.7%	18.4%
	毛利率	39.8%	38.0%	40.0%	40.3%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值

综合考虑业务范围和公司核心业务 PPR 管材的消费品属性，选取管材企业公元股份和三棵树、东方雨虹两家零售业务较具规模的建材家具公司进行估值比较。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
002641.SZ	公元股份	66	5.32	0.47	0.32	0.42	0.51	12	17	13	11
603737.SH	三棵树	493	130.98	-1.11	0.99	2.64	3.81	-	132	50	34
002271.SZ	东方雨虹	923	36.66	1.67	1.13	1.66	2.16	32	32	22	16
平均值								22	60	28	20
002372.SZ	伟星新材	418	26.28	0.77	0.82	1.00	1.20	34	32	26	22

数据来源：Wind，西南证券整理

估值角度看，公司 2023 年估值为 26 倍，行业平均值为 28 倍，略低于行业平均水平。公司具备强大的品牌力、产品力、渠道力以及风险管控能力，C 端为主的收入结构保证长期稳定的现金流水平。此外，“同心圆”战略开辟公司新增长曲线，打造公司家装整体解决方案提供商战略定位。基于以上，我们充分看好公司未来的成长性及高收益质量的长期持续，给予 2023 年 PE 为 35 倍，目标价 35.0 元，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6387.63	6936.92	8163.21	9668.72	净利润	1228.42	1304.62	1601.21	1883.37
营业成本	3845.99	4301.68	4896.73	5773.94	折旧与摊销	145.89	125.70	128.77	131.19
营业税金及附加	48.13	69.37	66.12	94.75	财务费用	-45.91	-83.24	-81.63	4.83
销售费用	597.44	707.57	897.95	1073.23	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	337.87	437.89	530.61	536.61	经营营运资本变动	-135.10	-1682.61	296.57	-147.31
财务费用	-45.91	-83.24	-81.63	4.83	其他	400.29	-30.71	-41.86	-31.38
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1593.59	-366.24	1903.06	1840.72
投资收益	-25.60	30.00	30.00	30.00	资本支出	-34.84	-58.00	-66.00	-79.00
公允价值变动损益	1.80	1.20	1.35	1.38	其他	-229.96	-5.82	-13.76	-0.26
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-264.80	-63.82	-79.76	-79.26
营业利润	1441.37	1534.86	1884.78	2216.73	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.59	-0.01	-1.00	-1.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1439.78	1534.85	1883.78	2215.73	股权融资	113.59	0.00	0.00	0.00
所得税	211.37	230.23	282.57	332.36	支付股利	-796.06	-244.67	-260.32	-319.64
净利润	1228.42	1304.62	1601.21	1883.37	其他	-114.33	88.42	83.63	-3.83
少数股东损益	5.07	3.00	3.00	3.00	筹资活动现金流净额	-796.80	-156.25	-176.69	-323.48
归属母公司股东净利润	1223.35	1301.62	1598.21	1880.37	现金流量净额	527.03	-586.31	1646.60	1437.98
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2410.04	1823.74	3470.34	4908.32	成长能力				
应收和预付款项	458.33	1661.97	1780.50	2095.00	销售收入增长率	25.13%	8.60%	17.68%	18.44%
存货	1073.05	1204.47	1322.12	1443.48	营业利润增长率	3.93%	6.49%	22.80%	17.61%
其他流动资产	364.65	857.49	980.12	1130.67	净利润增长率	2.76%	6.20%	22.73%	17.62%
长期股权投资	482.62	482.62	482.62	482.62	EBITDA 增长率	4.21%	2.33%	22.48%	21.78%
投资性房地产	5.95	7.97	7.09	6.72	获利能力				
固定资产和在建工程	1321.67	1266.91	1212.09	1161.84	毛利率	39.79%	37.99%	40.01%	40.28%
无形资产和开发支出	255.32	243.55	236.79	236.03	三费率	13.92%	15.31%	16.50%	16.70%
其他非流动资产	64.57	98.39	143.20	174.02	净利率	19.23%	18.81%	19.61%	19.48%
资产总计	6436.20	7647.11	9634.87	11638.71	ROE	24.89%	21.75%	21.81%	21.15%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	19.09%	17.06%	16.62%	16.18%
应付和预收款项	706.06	1472.13	2074.66	2454.21	ROIC	51.34%	37.46%	38.17%	46.92%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.13%	22.74%	23.67%	24.33%
其他负债	794.84	175.59	219.93	280.50	营运能力				
负债合计	1500.90	1647.72	2294.59	2734.71	总资产周转率	1.06	0.99	0.94	0.91
股本	1592.11	1592.11	1592.11	1592.11	固定资产周转率	5.20	5.68	6.84	8.40
资本公积	433.63	433.63	433.63	433.63	应收账款周转率	19.78	7.38	5.17	5.42
留存收益	2972.34	4029.29	5367.17	6927.90	存货周转率	4.18	3.78	3.88	4.18
归属母公司股东权益	4907.48	5968.58	7306.46	8867.19	113.42%	—	—	—	—
少数股东权益	27.81	30.81	33.81	36.81	资本结构				
股东权益合计	4935.30	5999.39	7340.28	8904.01	资产负债率	23.32%	21.55%	23.82%	23.50%
负债和股东权益合计	6436.20	7647.11	9634.87	11638.71	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.96	3.46	3.36	3.57
					速动比率	2.22	2.71	2.77	3.03
					股利支付率	65.07%	18.80%	16.29%	17.00%
					每股指标				
					每股收益	0.77	0.82	1.00	1.20
					每股净资产	3.08	3.75	4.59	5.59
					每股经营现金	1.00	-0.23	1.20	1.17
					每股股利	0.50	0.15	0.16	0.20
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	1541.35	1577.32	1931.91	2389.12					
PE	34.20	32.15	26.18	21.89					
PB	8.53	7.01	5.73	4.70					
PS	6.55	6.03	5.13	4.33					
EV/EBITDA	25.43	25.20	19.70	15.30					
股息率	1.90%	0.58%	0.62%	0.76%					

数据来源：Wind，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
北京	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn