

伟星新材 (002372) / 建筑材料

证券研究报告/公司点评

2024年4月30日

评级：买入（维持）

市场价格：17.85

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

分析师：韩宇

执业证书编号：S0740522040003

Email: hanyu@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6,954	6,378	7,052	7,852	8,931
增长率 yoy%	9%	-8%	11%	11%	14%
归母净利润（百万元）	1,297	1,432	1,462	1,582	1,791
增长率 yoy%	6%	10%	2%	8%	13%
每股收益（元）	0.81	0.90	0.92	0.99	1.13
净资产收益率	24%	25%	21%	19%	18%
P/E	21.9	19.8	19.4	18.0	15.9
P/B	5.3	5.1	4.2	3.5	3.0

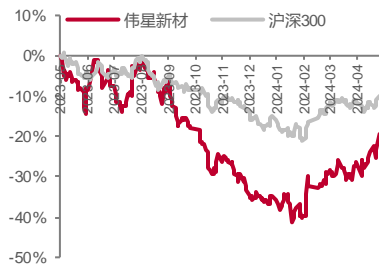
备注：股价取自 2024 年 4 月 29 日收盘价

投资要点

- 事件：**公司公布 2023 年年报，报告期内实现营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 63.78、14.32、12.75 亿，分别同比-8.27%、+10.4%、+0.53%，2023Q4 实现营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 26.32、5.58、4.28 亿，分别同比-5.67%、+5.6%、-19.38%。
- 事件：**公司公布 2024 年一季报，报告期内实现营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 9.97、1.54、1.42 亿，调整后口径分别同比+11.19%、-11.56%、+37.61%。
- 渠道结构优化和原材料成本下降两重因素驱动，2023 年盈利水平大幅提升。**2023 年公司综合毛利率为 44.32%，同比+4.56pcts，背后主要驱动力为：1) 2023 年地产信用风险仍大、基建工程资金到位情况较为一般，工程端低价竞争压力大，公司出于控制风险和追求高质发展考虑，主动调整渠道结构，经销渠道收入占比由 2022 年的 76.26%提升 1.52pct 至 2023 年的 77.78%。经销渠道盈利水平相对更稳更高，且现金流更好；2) 公司强品牌、优服务和好产品构筑起稳固护城河，渠道定价能力强，2023 年产品价格端维持稳定，在原材料成本持续下降的背景下，PPR/PE/PVC 产品毛利率水平 2023 年分别同比+3.46、+3.66、+12.56pcts。
- 分红超预期，品牌建材企业分红标杆。**自成立以来公司坚持零售为主的产品销售渠道，并创新出“星管家”服务模式，攫取了消费品级别的盈利水平和现金流质量，2011 年以来公司分红率大部分时间保持在 70%以上，2023 年度公司拟派发 12.57 亿现金股利，股利支付率提升至 87.79%，同比+14.17pcts。同时公司提出 2024 年中期现金分红规划，在同时满足经营活动现金流量净额为正、账面货币资金余额不低于当期净资产 30%、归属于上市公司股东的所有者权益扣除非经常性损益的净利润为正三个条件时可进行中期现金分红，中期现金分红不超过相应期间归属于上市公司股东的净利润的 60%。
- 2024 年全年经营目标积极有为，Q1 迎稳健开局。**2024 年提出营业收入目标力争达到 73 亿元，同比+14.46%，在当前地产销售仍较为承压，地产链景气度低迷的环境下，显现公司积极的进取心，2024Q1 公司收入同比+11.19%，为实现全年收入目标稳健开局。盈利能力上来看，2024Q1 公司毛利率水平同比+4.3pcts，我们预计背后是零售渠道占比持续提升，同时原材料成本持续下降亦有一定贡献。收入快速增长和毛利率同比大幅提升下，按照调整后口径的公司扣非归母净利润同比+37.61%，业绩超出市场预期。
- 伟星新材：具备渠道、品牌、服务等优势，高价值属性和抗风险能力兼备。未来看点在于零售和工程双轮驱动下的高质量发展，同心圆战略推动防水、净水等第二主业快速发展，以及上海、泰国新建产能的推进。**
 - 零售业务：**市场容量大，虽新房零售市场增速放缓，但存量市场基数大且不断递增，

基本状况

总股本(百万股)	1,592
流通股本(百万股)	1,471
市价(元)	17.85
市值(百万元)	28,418
流通市值(百万元)	26,255

股价与行业-市场走势对比

相关报告

【公司点评】伟星新材 2023 年三季报点评：压力期再交高质答卷；史上首份回购计划彰显发展信心 20231029

【公司点评】伟星新材事件点评：拟收购浙江可瑞，系统集成战略再进一步 20230918

【公司点评】伟星新材 2023 年半年报点评：成本压力持续缓解；现金牛本色依旧 20230825

【公司点评】伟星新材 2023 年一季报点评：节奏错配致收入承压，全年稳健增长趋势不变 20230427

【公司点评】伟星新材 2022 年年报点评：零售壁垒彰显，引领行业复苏

20230421

【公司点评】伟星新材 2022 年三季报点评：成本压力释放，零售定价力彰显，逆势高质增长 20221113

【公司点评】伟星新材 2022 年中报点评：零售韧性凸显，基建和同心圆配套发力，再交高质答卷 20220817

【公司深度】伟星新材深度：延展零售能力圈，描摹 PPR 核心业务圆 20220616

【公司点评】伟星新材 2021 年年报点评：竣工年下的优秀答卷，有韧性的高质成长 20220331

【公司点评】伟星新材 21 年三季报点评：收入延续双位数增长，高质量发展的典范 20211028

【公司点评】伟星新材 21 年半年报点评：收入高增，成本转嫁能力优异 20210812

【公司点评】伟星新材 21 年一季报点评：21Q1 收入高增，多重双轮驱动持续推进 20210428

次新房、二手房的交易及旧房装修产生的装修需求不容忽视。公司将继续强化渠道和品牌形象建设，巩固高质量产品和“星管家”服务优势，加快渠道下沉和存量市场开发，零售市占率有望持续提升。

2) 工程业务：建筑工程业务严守风险第一理念，坚持与优质地产的优质项目合作，攫取高附加值，市政工程业务专注燃气、城市供水等高附加值和高壁垒市场，工程业务将保持稳健高质增长。

3) 同心圆业务：防水、净水等多元化业务承接伟星零售端行业首家“产品+服务”盈利模式优势，安内特和咖乐防水定位高端增厚单客价，施工+检测服务与传统管材“星管家”专业化服务具备高度协调性，预计同心圆产品链将得到大力发展。

4) 系统集成：收购国内舒适家居行业具有影响力的集成服务商浙江可瑞，区域市场和业务能力互补性高，助力伟星新材从“产品+服务”到“系统集成+服务”的升级。

■ **投资建议：**公司发布 2023 年年报，我们引入 2026 年盈利预测，同时考虑到当前下游需求仍较为低迷，公司未来 1-2 年处转型关键时期，费用支出或有提升，我们下调 2024-2025 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 14.62、15.82、17.91 亿（2024-2025 年前值分别为 15.34、17.59 亿），对应当前股价的 PE 分别为 19.4、18、15.9 倍。维持评级为“买入”。

■ **风险提示：**下游地产需求不及预期；新品类扩张不及预期；原材料价格大幅波动；信息更新不及时；系统集成战略落地不及预期。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,174	4,657	5,554	7,318	营业收入	6,378	7,052	7,852	8,931
应收票据	1	0	0	0	营业成本	3,552	4,041	4,577	5,227
应收账款	551	506	511	562	税金及附加	61	59	66	77
预付账款	106	61	69	78	销售费用	831	848	905	985
存货	1,015	954	1,417	1,306	管理费用	303	282	314	357
合同资产	0	0	0	0	研发费用	202	224	249	284
其他流动资产	206	218	232	250	财务费用	-72	-94	-116	-109
流动资产合计	5,054	6,397	7,782	9,515	信用减值损失	-6	-15	-15	-15
其他长期投资	5	5	5	5	资产减值损失	-11	0	0	0
长期股权投资	234	234	234	234	公允价值变动收益	0	1	0	0
固定资产	1,296	1,567	1,870	2,199	投资收益	187	30	10	10
在建工程	140	240	240	140	其他收益	64	64	64	64
无形资产	363	372	394	420	营业利润	1,735	1,771	1,916	2,169
其他非流动资产	200	207	213	219	营业外收入	3	3	3	3
非流动资产合计	2,238	2,625	2,955	3,217	营业外支出	6	6	6	6
资产合计	7,292	9,022	10,737	12,732	利润总额	1,732	1,768	1,913	2,166
短期借款	1	97	226	335	所得税	271	277	299	339
应付票据	0	0	0	0	净利润	1,461	1,491	1,614	1,827
应付账款	497	1,212	1,387	1,600	少数股东损益	29	29	32	36
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,432	1,462	1,582	1,791
合同负债	445	127	141	161	NOPLAT	1,401	1,412	1,516	1,735
其他应付款	0	0	0	0	EPS (按最新股本摊薄)	0.90	0.92	0.99	1.13
一年内到期的非流动负债	5	5	5	5					
其他流动负债	513	524	575	640	主要财务比率				
流动负债合计	1,461	1,965	2,334	2,740	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	50	100	180	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-8.3%	10.6%	11.4%	13.7%
其他非流动负债	82	82	82	82	EBIT增长率	12.6%	0.8%	7.4%	14.5%
非流动负债合计	82	132	182	262	归母公司净利润增长率	10.4%	2.1%	8.2%	13.2%
负债合计	1,542	2,096	2,515	3,001	获利能力				
归属母公司所有者权益	5,594	6,742	8,005	9,478	毛利率	44.3%	42.7%	41.7%	41.5%
少数股东权益	155	185	216	252	净利率	22.9%	21.1%	20.6%	20.5%
所有者权益合计	5,749	6,926	8,222	9,730	ROE	24.9%	21.1%	19.2%	18.4%
负债和股东权益	7,292	9,022	10,737	12,732	ROIC	29.5%	25.3%	22.2%	21.0%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	21.2%	23.2%	23.4%	23.6%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	1.5%	3.4%	5.0%	6.2%
经营活动现金流	1,374	2,415	1,448	2,284	流动比率	3.5	3.3	3.3	3.5
现金收益	1,555	1,576	1,708	1,964	速动比率	2.8	2.8	2.7	3.0
存货影响	-124	61	-462	111	营运能力				
经营性应收影响	-64	91	-13	-60	总资产周转率	0.9	0.8	0.7	0.7
经营性应付影响	58	716	174	213	应收账款周转天数	28	27	23	22
其他影响	-52	-29	41	56	应付账款周转天数	47	76	102	103
投资活动现金流	-1,135	-853	-529	-498	存货周转天数	97	88	93	94
资本支出	-324	-559	-534	-502	每股指标 (元)				
股权投资	45	0	0	0	每股收益	0.90	0.92	0.99	1.13
其他长期资产变化	-856	-294	5	4	每股经营现金流	0.86	1.52	0.91	1.43
融资活动现金流	-1,226	-79	-23	-21	每股净资产	3.51	4.23	5.03	5.95
借款增加	-9	145	179	189	估值比率				
股利及利息支付	-967	-398	-404	-484	P/E	19.8	19.4	18.0	15.9
股东融资	9	0	0	0	P/B	5.1	4.2	3.5	3.0
其他影响	-259	174	202	274	EV/EBITDA	47.4	46.7	43.1	37.6

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。