

2024年06月18日
伟星新材(002372.SZ)

SDIC

公司深度分析

证券研究报告

其他装饰材料

C端塑管龙头经营韧性突出，高ROE高分红财务指标亮眼

目 高端零售塑管龙头经营稳健，行业波动下维持发展韧性。伟星新材为我国塑料管道民营龙头，管材产品主要包括PPR管材、PVC管材、PE管材，在国内家装塑料管材领域享有极高的品牌美誉度，C端业务占比高，产品质量和服务优势显著，为高端管材典范，具有品牌溢价。同时依托家装管材零售渠道优势，实施“同心圆”战略，积极拓展家装防水、净水新业务，经营规模快速增长。公司整体经营战略稳健，经营韧性优于同行，过去十年，地产行业发展呈现较大波动，但2014-2023年各年公司归母和扣非业绩均实现同比正向增长。2016-2023年伟星新材营收/归母净利润CAGR分别为9.77%和11.45%，2021-2023年，地产行业整体下行，公司营收规模整体稳定，归母净利润和扣非归母净利润CAGR分别为8.21%和3.73%，稳健战略带来的经营韧性突出。

目 品牌+服务+渠道构筑零售护城河，“同心圆”业务成长迅速。C端家装管材具备较强的消费属性，由于其隐蔽性强、更换频次低、更新成本高、容错率低，品牌、品质和安装及售后服务为业主选择管材考虑的主要因素，价格敏感度相对弱化。伟星新材产品定位高端品质优异，2012年首创“星管家”服务模式，为消费者提供增值服务，增强客户粘性，在价格提升传导上更为顺畅。公司实施扁平化经销商管理模式，提升对市场需求的反应速度，并对经销商实施多层次激励措施。目前公司仍持续进行经销网点铺设和渠道下沉，业务版图全国扩张。2016年公司提出“同心多元化”战略，围绕家装管材积极拓展新品类，布局防水、净水两大领域，和原有零售渠道及星管家服务模式形成协同，防水业务渗透率持续提升，净水业务定位伟星净水，已优化调整组织架构、销售渠道、产品系列等，后续有望持续发力为公司贡献业绩，2022年和2023年公司其他产品营收分别同比高增64.82%和35.33%，“同心圆”新业务成长迅速。

目 C端“产品+服务”模式保证盈利水平，ROE优于行业平均，高分红+经营现金流表现优异。2016-2023年，公司毛利率多数处于40%以上，其中PPR管材毛利率维持在54%以上的高毛利率水平，PPR主要为零售端销售产品，公司零售端业务采取产品加服务的盈利模式，价格传导优势明显，品牌溢价高。公司ROE指标表现亮眼，2016-2023年各年均维持在25%或以上的高ROE水平，显著高于消费建材板块(17.40%)平均水平。公司C端业务现金流优势显著，工程端业务回款周期短，各年经营现金流均为同比净流入，

投资评级

买入-A
首次评级

6个月目标价

20.02元

股价(2024-06-17)

16.45元

交易数据

总市值(百万元)

26,189.02

流通市值(百万元)

24,195.62

总股本(百万股)

1,592.04

流通股本(百万股)

1,470.86

12个月价格区间

13.01/21.79元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.7	2.6	-12.6
绝对收益	-12.6	1.6	-23.4

董文静

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522030004

dongwj@essence.com.cn

陈依凡

联系人

SAC 执业证书编号: S1450122070023

chenyf4@essence.com.cn

相关报告

货币资金充足。自 2010 年上市以来，公司已实施现金分红 14 次，累计进行现金分红约 80 亿元，分红率高达 75.56%，长期投资价值显著。

投资建议和盈利预测：公司作为我国零售高端 PPR 管材龙头，品牌+服务+渠道构筑零售护城河，品牌美誉度高，2016-2023 年各年整体毛利率基本维持 40%以上，ROE 多年维持在 25%+的高位水平，经营现金流表现优异，长期实施高分红。同时，公司加快拓展“同心圆”产业链，防水业务加速市场推广和品牌升级，净水业务立足全屋净水，积极探索完善销售模式，其他产品营收实现快速增长。我们看好公司主营管材业务的多重优势和行业需求持续释放，同时同心圆新产品助力公司长期成长，预计公司 2024-2026 年营业收入为 73.34 亿元、80.60 亿元和 87.83 亿元，同比 14.99%、9.90%和 8.96%；归母净利润为 14.49 亿元、15.88 亿元和 17.29 亿元，同比 1.14%、9.61%和 8.85%；对应 EPS 分别为 0.91、1.00、1.09 元，PE 分别为 17.6 倍、16.1 倍和 14.8 倍。给予公司“买入-A”评级，6 个月目标价为 20.02 元，对应 2024 年 PE 为 22 倍。

风险提示：宏观经济大幅波动；政策落地不及预期；新业务拓展不及预期；市场开拓不及预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；盈利预测不及预期等。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	6,953.6	6,378.3	7,334.1	8,060.3	8,782.7
净利润	1,297.5	1,432.4	1,448.7	1,587.9	1,728.5
每股收益(元)	0.81	0.90	0.91	1.00	1.09
每股净资产(元)	3.35	3.51	3.86	4.06	4.25

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	19.7	17.8	17.6	16.1	14.8
市净率(倍)	4.8	4.6	4.2	4.0	3.8
净利润率	18.7%	22.5%	19.8%	19.7%	19.7%
净资产收益率	24.4%	25.6%	23.6%	24.6%	25.6%
股息收益率	3.7%	4.9%	4.5%	5.0%	5.6%
ROIC	54.9%	63.9%	56.6%	61.6%	72.8%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

目 录

1. 公司概况：家装塑管龙头韧性十足，高 ROE 高分红财务指标亮眼	5
1.1. 发展历程：高端零售 PPR 民营龙头，产品多样品牌影响力突出	5
1.2. 业务发展：零售主业韧性十足，“同心圆”新业务成长迅速	6
1.3. 财务分析：PPR 毛利率维持高位，高 ROE 高分红财务指标亮眼	8
2. 公司亮点：品牌+渠道+服务构筑护城河，“同心圆”助力长期发展	11
2.1. 品牌+渠道+服务构筑护城河，助力零售市占率持续提升	11
2.2. “同心圆”新品类战略成效显著，营收规模快速增长	13
2.3. 系统集成持续增强，国际化布局稳步推进	14
3. 行业端：地产政策宽松助力销售回暖，二手房助力零售需求释放	15
3.1. 地产政策宽松基调持续，商品房销售有望止跌企稳	15
3.2. 存量房二手房拉动零售端需求，新型城镇化驱动工程端需求释放	16
4. 投资建议和盈利预测：C 端塑管龙头多元布局，高 ROE 高分红投资价值凸显	18
4.1. 盈利预测：零售主业经营稳健，新业务成长迅速	18
4.2. 投资建议：C 端塑管龙头经营韧性突出，高 ROE 高分红投资价值凸显	19
5. 风险提示	20

目 录

图 1. 伟星新材历史沿革	5
图 2. 截至 2024 年一季度末公司前十大股东持股结构	6
图 3. 2016-2024Q1 公司营收及同比（亿元，%）	7
图 4. 2016-2024Q1 公司归母净利润及同比（亿元，%）	7
图 5. 与消费建材板块营收增速对比	7
图 6. 与消费建材板块归母净利润增速对比	7
图 7. 2017-2023 年公司各产品营业收入（亿元，%）	8
图 8. 2017-2023 年公司各产品营收占比（亿元，%）	8
图 9. 2016-2024Q1 公司整体毛利率（%）	8
图 10. 2017-2023 年公司分产品毛利率（%）	8
图 11. 华东聚氯乙烯市场价（元/吨）	9
图 12. 燕山石化 PP-R 出厂价格（元/吨）	9
图 13. 2016-2024Q1 公司净利率和扣非归母净利率（%）	9
图 14. 2018-2024Q1 公司期间费用率（%）	9
图 15. 2011-2023 年公司 ROE（加权）变化（%）	10
图 16. 2011-2023 年公司杜邦分析（次、倍、%）	10
图 17. 与消费建材板块净利率对比	10
图 18. 与消费建材板块 ROE 对比	10
图 19. 2016-2023 年公司经营活动现金流净额（亿元）	11
图 20. 2010-2023 年公司现金分红总额及股利支付率（万元，%）	11
图 21. 伟星新材经销商模式	12
图 22. 公司合作的部分家装企业	12
图 23. 公司营销人员和营销网点数量	12
图 24. 2023 年公司各区域销售收入及占比（亿元，%）	12
图 25. 伟星“星管家服务”	13
图 26. 公司其他产品营收及增速（亿元，%）	13
图 27. 公司同心圆战略	14



图 28. 房地产行业相关政策	16
图 29. 2015 年以来商品房销售面积及其增速 (亿m ² 、%)	16
图 30. 2015 年以来房地产开发投资及同比 (万亿元、%)	16
图 31. 2001-2023 年房屋竣工和销售数据	17
图 32. 我国新开工改造城镇老旧小区数量 (万个)	18
图 33. 2014 年至今公司 PE (TTM)	20
表 1: 公司各业务营收和毛利率情况	5
表 2: 伟星产品品质优异	11
表 3: 公司收购新加坡捷流及广州合信方园	15
表 4: 《关于印发城市燃气管道等老化更新改造实施方案 (2022-2025 年) 的通知》 ...	18
表 5: 公司各业务营收拆分 (亿元)	19

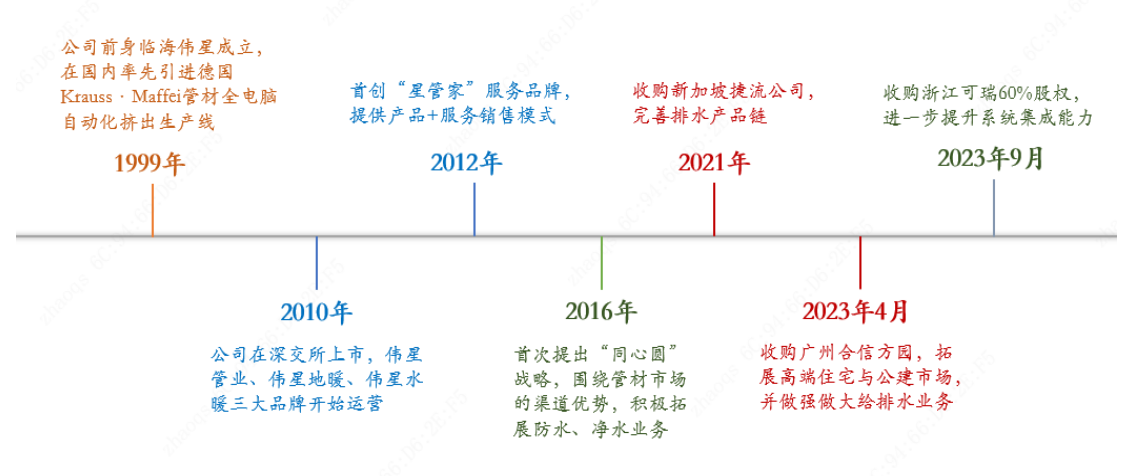
1. 公司概况：家装塑管龙头韧性十足，高 ROE 高分红财务指标亮眼

1.1. 发展历程：高端零售 PPR 民营龙头，产品多样品牌影响力突出

浙江伟星新型建材股份有限公司（后称“伟星新材”）定位高端管材，主营 PPR 管、PE 管、PVC 管、PB 采暖管等产品，在国内零售 PPR 管材市场优势显著，根据公告信息，目前公司国内 PPR 管道行业市占率约为 8%，同时积极拓展防水业务和净水设备，产品涉及给排水、采暖、净水、防水、燃气等众多领域，广泛应用于鸟巢、水立方、港珠澳大桥、北京大兴国际机场等国家超级工程，享有较高品牌美誉度。

1999 年，公司前身临海市伟星新型建材有限公司成立，并在国内率先引进德国 Krauss Maffei 管材全电脑自动化挤出生产线；2010 年，公司登陆深交所上市，伟星管业、伟星地暖、伟星水暖三大品牌开始运营；2012 年，公司在行业内首创“星管家”服务品牌，提供产品+服务销售模式；2016 年，公司首次提出“同心圆”战略，即围绕公司在零售管材市场的渠道优势，积极拓展防水、净水等业务，并实现快速增长；2021 年，公司收购新加坡捷流公司，完善排水产品链，提升公司系统集成和施工服务能力；为了做强做大给排水业务，打开国内高端住宅项目和大型公建市场空间，公司于 2023 年 4 月收购广州合信方园（曾为新加坡捷流的中国经销商）65% 股权；同时，为了进一步提升公司的系统集成设计和服务能力，强化竞争优势，公司于 2023 年 9 月收购浙江可瑞 60% 的股权。

图1. 伟星新材历史沿革



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

主营高端零售 PPR 系列管材产品，同时积极培育防水、净水等新业务。1) 塑料管材产品分为三大系列：①PPR 系列管材，主要面向 C 端家装用户，依托经销商渠道进行销售，普遍应用于建筑内冷热给水；②PE 系列管材，主要应用于市政供水、采暖、燃气、排水排污等领域；③PVC 系列管材，主要应用于零售端排水和建筑工程排水排污以及电力护套等领域。2) 新产品，公司实施“同心圆产品链”战略，围绕管材积极拓展家装新品类，主要包括家装防水、净水业务等，防水业务加速市场推广与品牌升级，净水业务立足全屋净水，正积极探索完善销售模式，着力培育发展新动能。

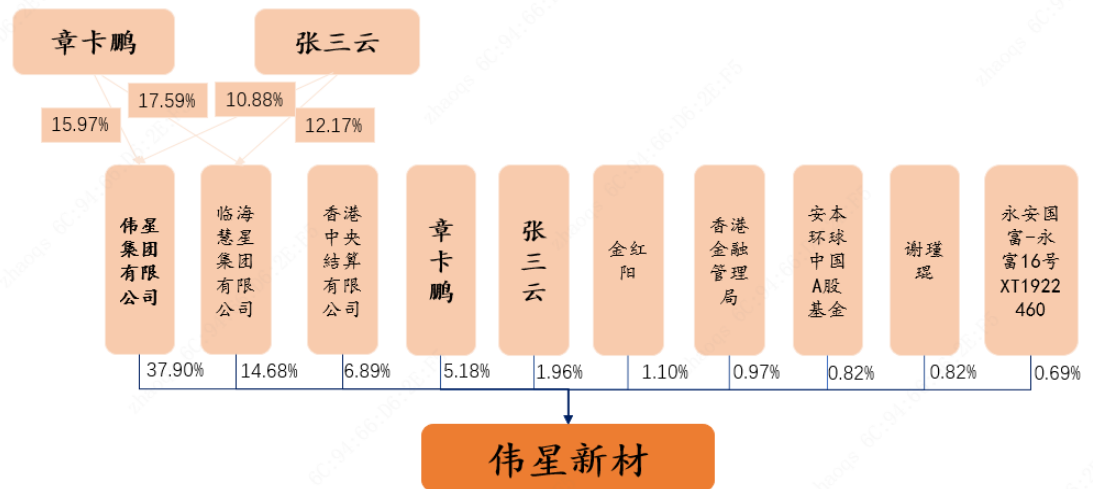
表1：公司各业务营收和毛利率情况

	2023 年营业收入 (亿元)	2023 年营收占比 (%)	2023 年毛利率 (%)	特点
PPR	29.90	46.88%	58.08%	主要面向 C 端家装用户，依托经销商渠道进行销售，普遍应用于建筑内冷热给水
PE	15.28	23.96%	34.32%	主要应用于市政供水、采暖、燃气、排水排污等领域
PVC	9.00	14.12%	27.70%	主要应用于零售端排水和建筑工程排水排污以及电力护套等领域
防水净水等其他产品	9.14	14.33%	34.17%	依托已有零售渠道开展，“同心圆”新业务成长迅速

资料来源：公司年报，国投证券研究中心

民营持股结构，集团经营风格稳健。截至 2024 年一季度末，公司控股股东为伟星集团有限公司，持有公司 37.90%的股权，第二大股东为临海慧星，持股占比 14.68%，公司实际控制人为章卡鹏和张三云，二人为一致行动人，分别担任伟星集团董事长兼总裁、副董事长兼副总裁，通过直接和间接方式分别持有公司 8.63%、5.91%的股份。截至目前，伟星集团为中国民营企业 500 强、中国服装行业双百强企业，以服装辅料、新型建材、房地产、水电为四大支柱产业，旗下伟星新材（高端零售 PPR 管材龙头）、伟星股份（世界最大纽扣生产企业之一）、伟星地产（2021-2023 年连续 3 年销售额逆势增长）均为国内优质企业，伟星集团整体经营风格较为稳健，致力于打造百年伟业，公司有望实现长期可持续发展。

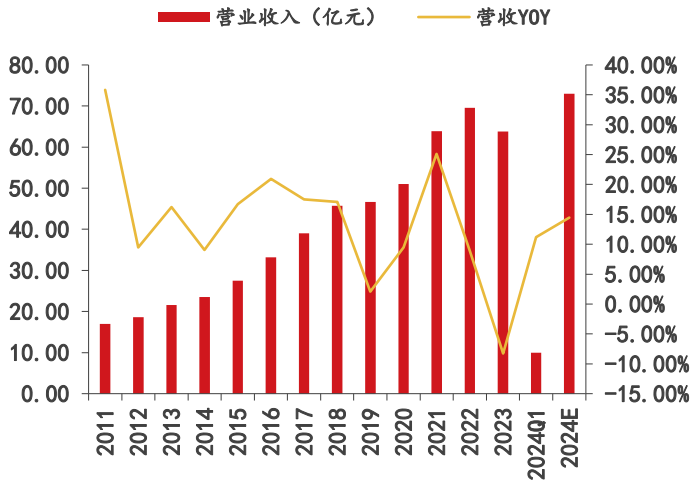
图2. 截至 2024 年一季度末公司前十大股东持股结构



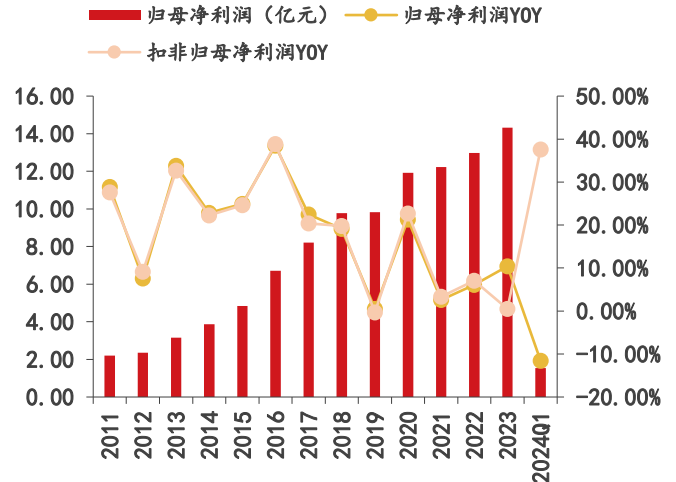
资料来源：公司公告，国投证券研究中心

1.2. 业务发展：零售主业韧性十足，“同心圆”新业务成长迅速

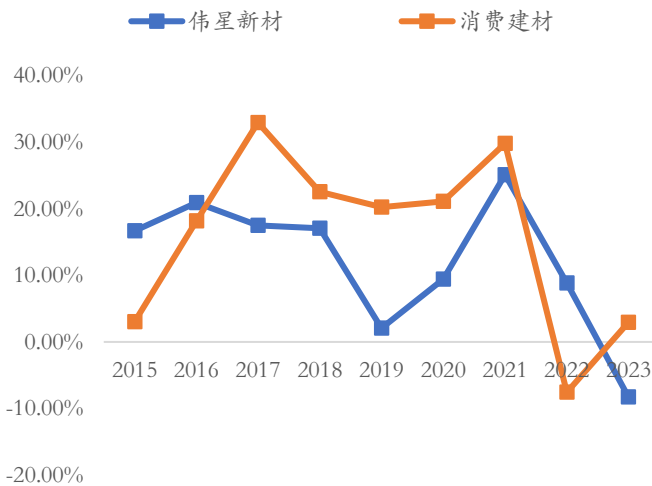
公司整体经营战略稳健，经营韧性优于同行。2010-2023 年，公司营业收入从 12.49 亿元增长至 63.78 亿元，期内 CAGR 为 14.55%；归母净利润由 1.7 亿元增长至 14.32 亿元(yoy+6.06%)，期内 CAGR 为 19.43%。公司整体经营战略稳健，过去十年，地产行业发展呈现较大波动，但 2014-2023 年各年公司归母净利润和扣非归母净利润均实现同比正向增长。2021-2023 年，地产行业整体下行，公司营收规模整体稳定，归母净利润和扣非归母净利润 CAGR 分别为 8.21% 和 3.73%，稳健战略带来的经营韧性突出。根据公司公告，2024 年公司营业收入目标为 73 亿元 (yoy+14.45%)，扣除浙江可瑞等并表的贡献，原业务增速目标为 10%左右，在市场环境较为严峻的背景下公司营收增长目标仍较为稳健，彰显公司作为零售管材龙头发展信心十足。若和消费建材板块对比，2016-2023 年伟星营收/归母净利润整体增速均较为稳健，CAGR 分别为 9.77%和 11.45%，主要由于公司整体经营战略稳健，C 端业务占比高，经营韧性突出，在地产行业下行压力下，其营收/归母净利润仍能实现稳健增长。

图3. 2016-2024Q1 公司营收及同比 (亿元, %)


资料来源: WIND, 国投证券研究中心

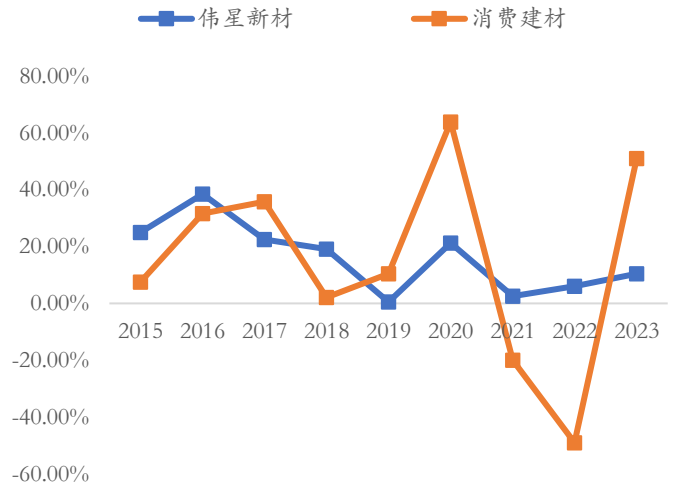
图4. 2016-2024Q1 公司归母净利润及同比 (亿元, %)


资料来源: WIND, 国投证券研究中心

图5. 与消费建材板块营收增速对比


资料来源: WIND, 国投证券研究中心

(注: 选取伟星新材、东方雨虹、三棵树、兔宝宝、北新建材、坚朗五金6只标的组成消费建材板块)

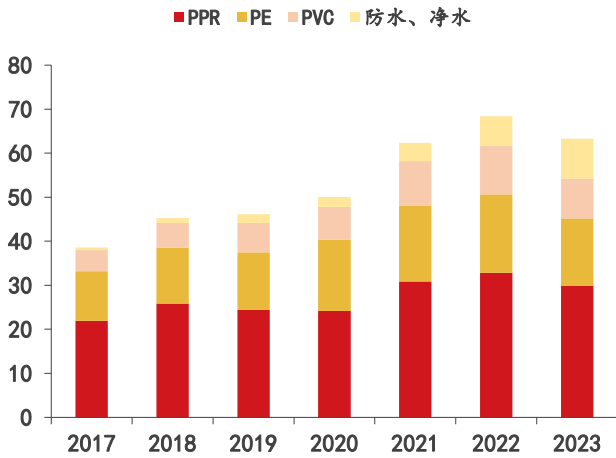
图6. 与消费建材板块归母净利润增速对比


资料来源: WIND, 国投证券研究中心

(注: 选取伟星新材、东方雨虹、三棵树、兔宝宝、北新建材、坚朗五金6只标的组成消费建材板块)

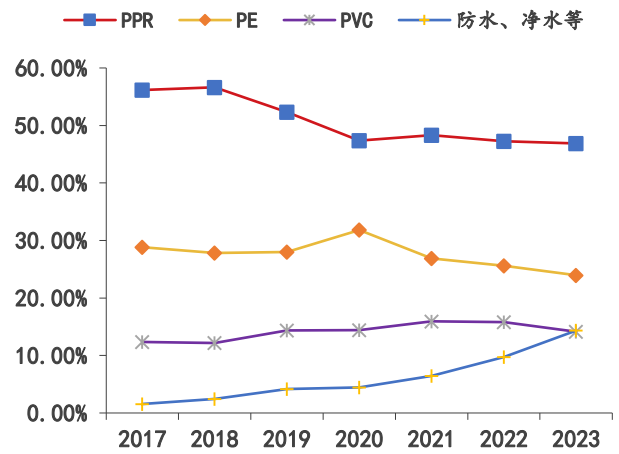
PPR 管材营收占比最高, 防水净水新业务成长迅速。PPR 管材为营收主要来源, 其营收从 2017 年的 21.92 亿元增长至 2023 年的 29.90 亿元, 由于新业务成长迅速, PPR 产品营收占比从 56.16% 降至 46.88%。借助在零售业务的渠道优势, 公司大力发展防水、净水等“同心圆”新业务并成长迅速, 营业收入由 2017 年的 0.61 亿元 (占比 1.56%) 大幅增加至 2023 年的 9.14 亿元 (占比 14.33%)。近两年, 受下游地产需求疲软影响, 公司主营管材业务均有所承压, 其中工程业务营收下滑幅度较大, 2023 年公司 PPR、PVC、PE 产品营收增速分别为 -8.97%、-18.07% 和 -14.17%。

图7. 2017-2023 年公司各产品营业收入 (亿元, %)



资料来源: WIND, 国投证券研究中心

图8. 2017-2023 年公司各产品营收占比 (亿元, %)



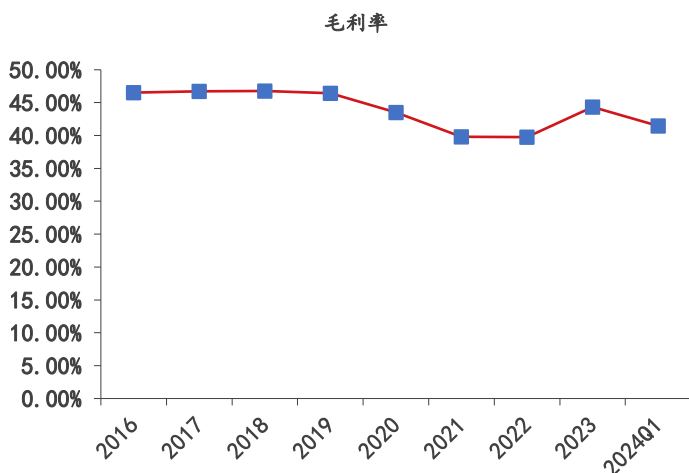
资料来源: WIND, 国投证券研究中心

1.3. 财务分析: PPR 毛利率维持高位, 高 ROE 高分红财务指标亮眼

公司毛利率水平整体维持高位。2016-2019 年毛利率稳定在 46%-47% 区间, 2020 年公司毛利率同比下滑 2.94pct 至 43.50%, 主要由于当年新收入准则发生变化, 销售运费计入营业成本所致, 调整运费后公司毛利率约为 46%; 2021 年受原材料大幅涨价影响, 公司毛利率同比下滑 3.71pct 至 39.79%; 2023 年由于原材料价格大幅下降, 公司毛利率同比+4.56pct 至 44.32%。

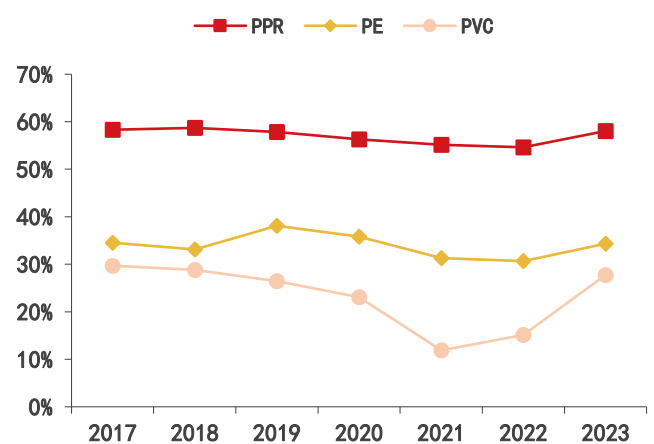
分产品来看, PPR 管材主要为零售端业务, 采取产品+服务的盈利模式, 其高端产品加优质服务为产品带来一定的溢价空间, 产品价格传导优势明显。2017-2023 年 PPR 管材毛利率多数维持在 55% 以上的水平, 即使在原材料大幅上涨的情况下仍能维持高位, 2023 年 PPR 管材毛利率为 58.08% (同比+3.46pct)。PE 管材主要应用于市政工程端, 2017-2023 年 PE 管材毛利率均在 30% 以上, 2023 年实现毛利率 34.33%, 同比上升 3.66pct。PVC 管材主要应用于建筑工程端, 市场竞争激烈叠加下游客户议价能力高, 毛利率水平相对最低, 2023 年受益于原材料价格大幅下降影响, 公司毛利率同比上升 12.56pct 至 27.70%。

图9. 2016-2024Q1 公司整体毛利率 (%)



资料来源: WIND, 国投证券研究中心

图10. 2017-2023 年公司分产品毛利率 (%)



资料来源: WIND, 国投证券研究中心

塑料管材上游原材料主要为石化产品, 受原油价格波动影响较大, 2021 年受疫情、能耗双控和欧洲能源危机等多因素影响, 塑管原材料 PVC 和 PP-R 等价格创历史新高, 2021 年公司工

程端 PVC 和 PE 管材毛利率显著下滑，2022 年和 2023 年原材料 PVC 价格整体呈现回落态势，公司 PVC 产品毛利率也大幅改善，从 2021 年的低点 11.88% 提升至 2023 年的 27.70%。

图11. 华东聚氯乙烯市场价 (元/吨)



资料来源: WIND, 国投证券研究中心

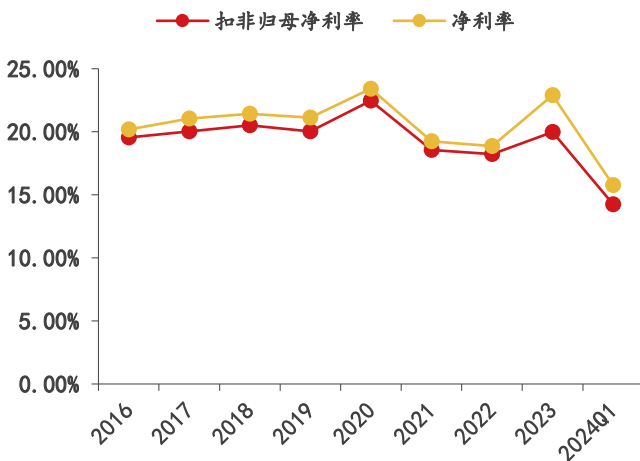
图12. 燕山石化 PP-R 出厂价格 (元/吨)



资料来源: WIND, 国投证券研究中心

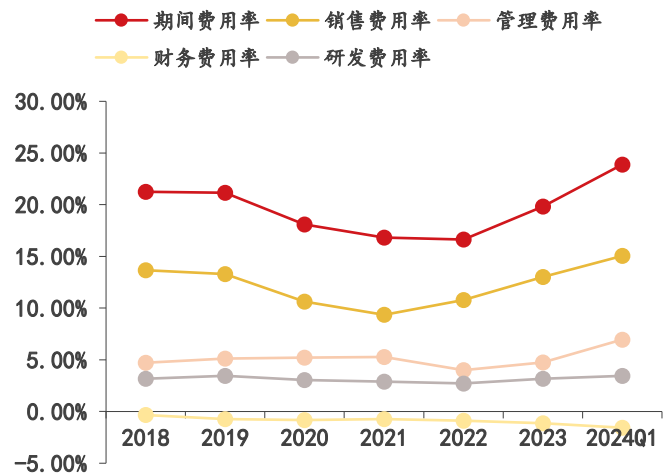
盈利能力改善净利率提升，费用投入有所增加。2016-2020 年公司净利率水平呈上升趋势，2021 年主要因原材料涨价致公司盈利能力承压，净利率同比下滑 4.19pct 至 19.23%。2023 年公司净利率和扣非归母净利率分别为 22.91% 和 19.99%，两者之间差值主要系期内公司投资收益大幅增加所致。从费用率水平来看，2018-2022 年公司期间费用率呈下滑态势，从 21.25% 下降至 16.63%，主要系公司经营效率提升，降本增效成果显著。其中，销售费用率从 2018 年的 13.68% 大幅下降至 2021 年的 9.35%，2022 和 2023 年公司销售费用率持续提升，或主要系市场竞争加剧，公司加大市场开拓力度所致。

图13. 2016-2024Q1 公司净利率和扣非归母净利率 (%)



资料来源: WIND, 国投证券研究中心

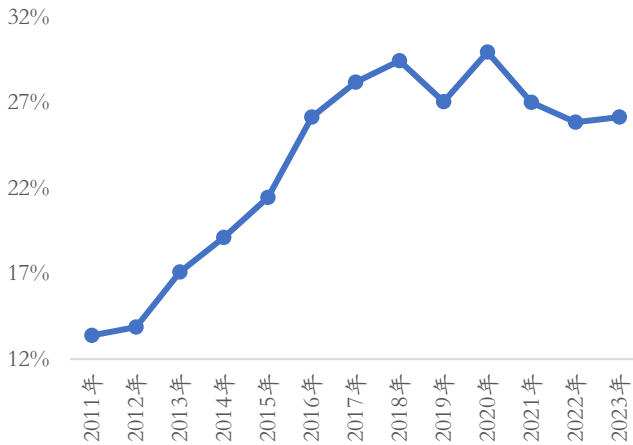
图14. 2018-2024Q1 公司期间费用率 (%)



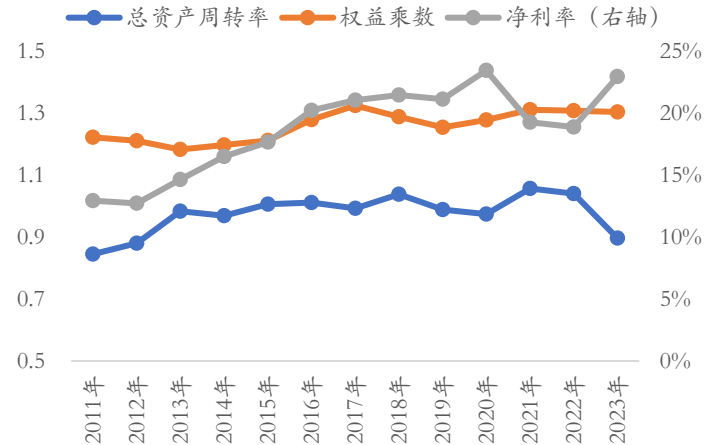
资料来源: WIND, 国投证券研究中心

公司 ROE 指标表现亮眼，2016 年至今 ROE 均高于 25%。2011-2018 年间，ROE 由 13.39% 快速提升至最高点 29.45%，2016-2023 年间均维持在 25% 以上的高 ROE 水平。从杜邦分析角度看，公司 ROE 过去十年快速提升主要得益于盈利能力的显著改善，同时公司经营规模快速增长，营运效率提升，2022 年总资产周转率高达 1.04 次，2023 年下滑至 0.90 次；公司权益乘数

基本稳定，2013年和2023年分别为1.18倍和1.30倍，2016年起较为稳定，总体维持在1.25-1.32倍左右，公司过去几年资产负债率整体维持在21%左右。

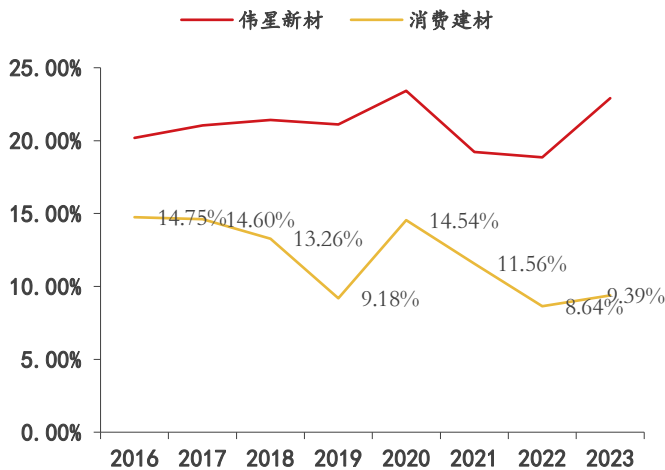
图15. 2011-2023年公司ROE（加权）变化（%）


资料来源：WIND，国投证券研究中心

图16. 2011-2023年公司杜邦分析（次、倍、%）


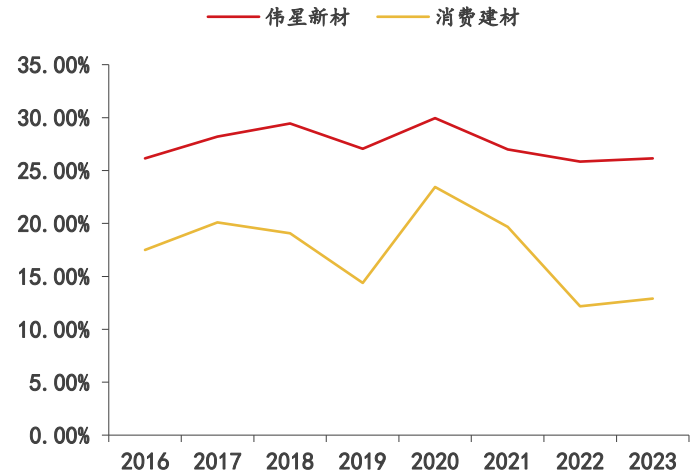
资料来源：WIND，国投证券研究中心

销售净利率和ROE表现均优于行业。若和消费建材板块相比，伟星新材盈利能力表现较为突出，2016-2023年公司销售净利率均值为21.02%，显著高于板块（11.99%）平均水平，2023年公司销售净利率为22.91%，高于消费建材板块（9.39%）约13.52pct；从ROE（加权）来看，2016-2023年伟星新材ROE（加权）各年均超过25%，在消费建材板块中表现仍较为优异。

图17. 与消费建材板块净利率对比


资料来源：WIND，国投证券研究中心

（注：选取伟星新材、东方雨虹、三棵树、兔宝宝、北新建材、坚朗五金6只标的组成消费建材板块）

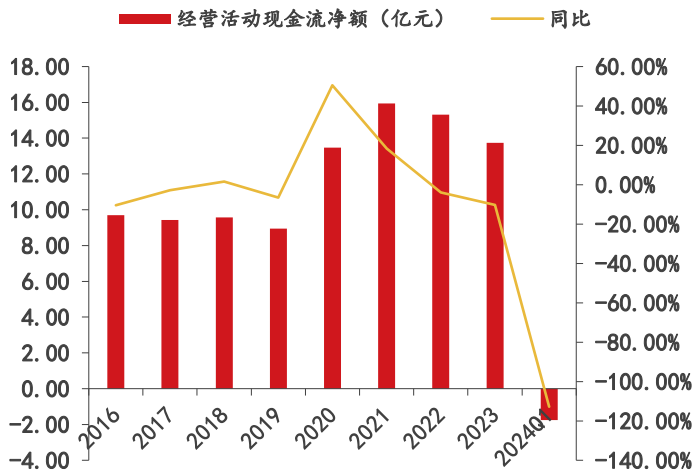
图18. 与消费建材板块ROE对比


资料来源：WIND，国投证券研究中心

（注：选取伟星新材、东方雨虹、三棵树、兔宝宝、北新建材、坚朗五金6只标的组成消费建材板块）

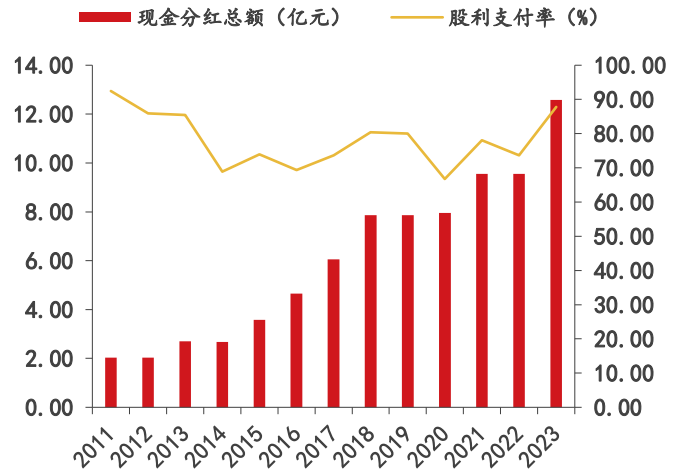
C端现金流优势显著，高分红比例凸显长期投资价值。公司零售端业务主要为经销模式，回款周期短，工程业务应收账款账期通常控制在3个月左右，现金流表现较为出色。2016-2021年公司经营活动现金流持续净流入且呈增长趋势，由9.69亿元增长至2021年的15.94亿元。2021-2023年公司现金流略有下降但仍保持正流入，2023年公司经营活动现金流净额为13.74亿元。自2010年上市以来，公司已实施现金分红14次，累计实现净利润约106亿元，累计进行现金分红约80亿元，分红率高达75.56%；2023年公司实现归母净利润14.32亿元，进行现金分红12.57亿元，分红率高达87.79%（同比+14.17pct）。

图19. 2016-2023 年公司经营活动现金流净额（亿元）



资料来源：WIND，国投证券研究中心

图20. 2010-2023 年公司现金分红总额及股利支付率（万元，%）



资料来源：WIND，国投证券研究中心

2. 公司亮点：品牌+渠道+服务构筑护城河，“同心圆”助力长期发展

2.1. 品牌+渠道+服务构筑护城河，助力零售市占率持续提升

管材为家装功能性建材和必选建材，随着C端存量房装修市场需求释放，和传统的装饰材料相比，家装管材具备较强的消费属性，由于用于供水、排水、燃气等系统，属于隐蔽工程，因此具有更新频率低、更新难度大、容错率低的特点，产品的品牌、品质和安装及售后服务为业主选择管材考虑的主要因素。伟星新材为家装零售管材领军企业，品牌影响力不断提升，根据2024中国品牌价值评价信息，伟星新材品牌强度和品牌价值位居全国建筑建材行业第6位，公司主要推出高端管材，其管材产品质量保障性强，经销商渠道丰富，叠加星管家服务体系，为公司构筑深厚护城河，充分受益家装管材消费化、品质化趋势。

1) 产品端：家装管道为隐蔽工程，占家装费用比重低，但具有使用期限长、更换难度大、更换成本高等特点，终端客户在选择塑料管道时首要考虑因素为产品品牌、质量和服务，同时单户装修管材造价占比整体不高，消费者对价格敏感度相对弱化。伟星作为高端零售管材龙头，产品采用欧洲进口绿色环保原料、德国先进工艺制造，其PPR冷热水管具有耐腐蚀、低膨胀、高耐压、高耐温等特点，设计使用寿命可达50年，产品曾应用于鸟巢、水立方、港珠澳大桥、北京大兴国际机场等国家超级工程，2022年8月，伟星PP-R冷热水管荣获国内“首批健康建筑产品标识”铂金级荣誉。

表2：伟星产品品质优异

环节	优势
原料端	伟星和巴赛尔、北欧化工、中石油、中石化等国内、外PP-R原料制造商合作，原料进厂后经过多道工序检验，确保原料质量，从源头保障产品质量
制造端	1) 引进德国、英国设备，配置集中供料系统、米重计量系统、超声波测厚系统等在线质量控制技术，确保产品的重量、外径、壁厚准确、稳定；2) 利用大品质管理信息平台，实时监控原料管材、管件的品质，智能报警系统保障操作人员快速处理质量隐患，已实现信息的可追溯性，保障产品的安全与可靠
检测端	1) 公司拥有CNAS认可实验室，集材料分析、力学检测、应用研究、液压实验等各类科室；2) 配有国内、外高端检测设备，拥有多名中、高级职称的专职检测工程师，不断引进国际检测设备；3) 伟星围绕“精准检测、快速检测”，高标准严要求保障产品品质

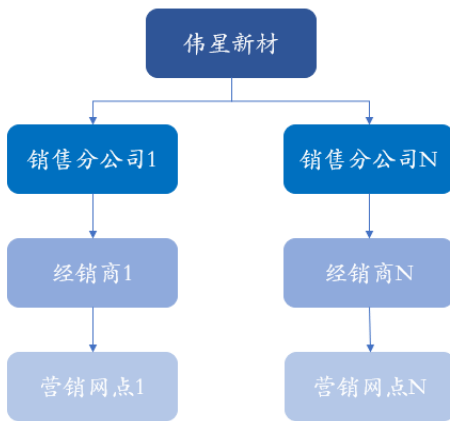
资料来源：公司官网，国投证券研究中心

2) 渠道端：公司零售业务的主要销售渠道为家装公司、工长（项目经理）、业主自购，但是其比例结构在发生变化，家装公司的占比逐年提升，业主自购占比逐年下降。

在经销模式上，首先，公司的经销模式较为扁平化，一般只设立2~3级经销商，扁平化营销网络使公司更加贴近终端消费者以提升定价能力，获取相对较高的毛利率水平；其次，公司在全国各地设立50多家销售分公司管理经销商和终端网点，市场掌控力较强，而且能够直接跟客户和消费者接触，对市场信息的掌握更及时，市场反应速度更快。公司对经销商采取多层次立体化的激励，设置配套率、销售规模等考核指标并给予一定奖励，并积极赋能经销商，协助开拓市场进行大客户开发。

面对家装流量小B化趋势，2019年公司成立家装大客户事业部，全国性和跨区域的大型家装公司主要由公司装企事业部负责开发和维护，区域性中小型家装公司由分公司和经销商负责开发和维护。

图21. 伟星新材经销商模式



资料来源：公司官网，国投证券研究中心

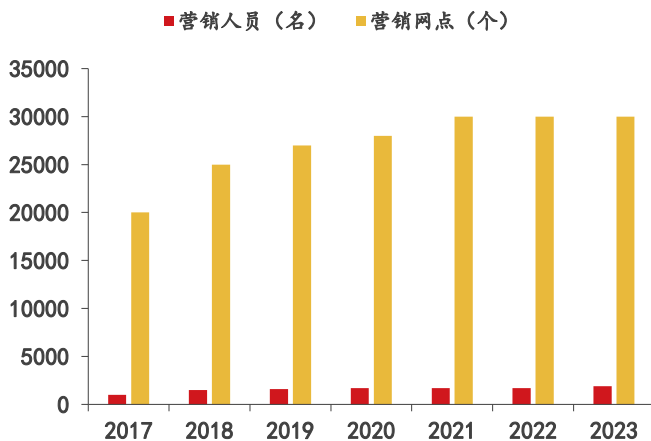
图22. 公司合作的部分家装企业



资料来源：公司官网，国投证券研究中心

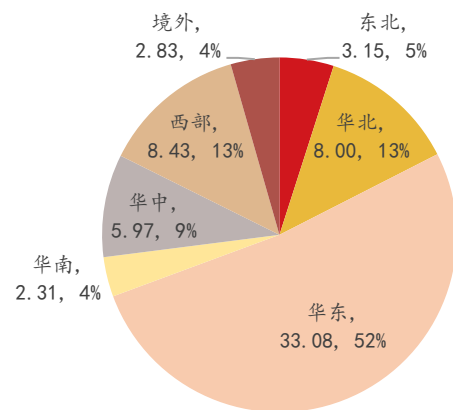
横向拓空白和薄弱区域，纵向在成熟区域提高市占率。截至2023年，公司在全国设立了50多家销售分公司，拥有1900多名专业营销人员，营销网点多达30000多个，遍布全国各地。此外，公司仍持续推进渠道拓展，一是横向跨区域拓展，加大对薄弱、空白区域开发力度，开发更多的经销商，增加网点密度；二是纵向渠道下沉，在相对成熟的区域，下沉到县市、乡镇等进一步提升市场份额，2023年公司狠抓渠道拓展和优化，零售市占率提升3pct以上。

图23. 公司营销人员和营销网点数量



资料来源：公司年报，国投证券研究中心

图24. 2023年公司各区域销售收入及占比 (亿元, %)



资料来源：公司年报，国投证券研究中心

3) 首创星管家服务：将隐蔽工程透明化，解决消费者后顾之忧，打造品牌溢价。2012年伟星在业内率先推出免费增值服务——“星管家服务”，消费者在当地伟星管门店/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。服务包含三免一告知，①免费鉴别产品真伪；②免费专业水压测试，管道系统检测；③免费拍摄录制管路走向图方便后续改造；④告知安全注意事项，开具质保卡。星管家服务真正将隐蔽工程透明化，有效解决消费者的后顾之忧，减少管道系统漏水隐患，“星管家”服务模式的推广进一步增强伟星品牌优势，增强客户粘性，在价格提升传导上更为顺畅。

图25. 伟星“星管家服务”

伟星星管家服务三免一告知 PHYSICAL EXAMINATION

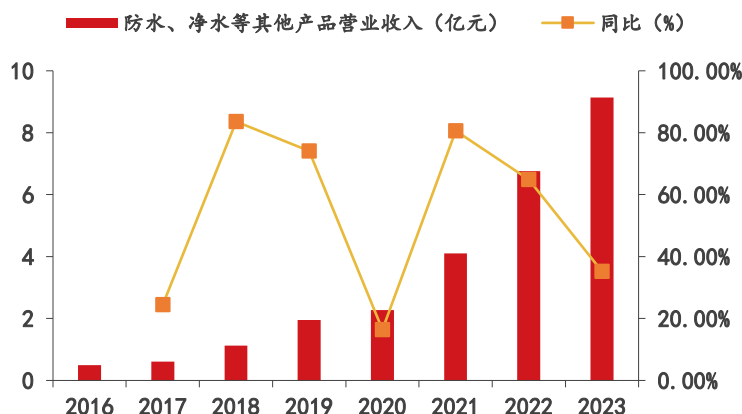


资料来源：公司官网，国投证券研究中心

2.2. “同心圆”新品类战略成效显著，营收规模快速增长

“同心圆”战略持续推进，营收规模成长迅速。2016年公司首次提出“同心多元化”战略，围绕家装管材积极拓展新品类，布局防水、净水两大领域。2017年1月，公司与5家核心区域经销商共同投资设立防水子公司，防水业务以“家装领域隐形工程系统供应商”为目标，通过开发多种系列产品，创新“产品+施工”模式，按高标准开启国内家装防水业务；净水定位为“全屋净水”，产品高端、品质优异，全屋水系统必须和管道相连，公司可通过管道渠道配套销售。公司持续推进“同心圆”产品链战略，相应营收实现高速增长，公司管材外的其他产品营收从2016年的0.49亿元增长至2023年的9.14亿元，2023年防水净水等其他类产品营收同比高增35.33%，预计未来同心圆业务将为公司打造新的业绩增长曲线。

图26. 公司其他产品营收及增速（亿元，%）

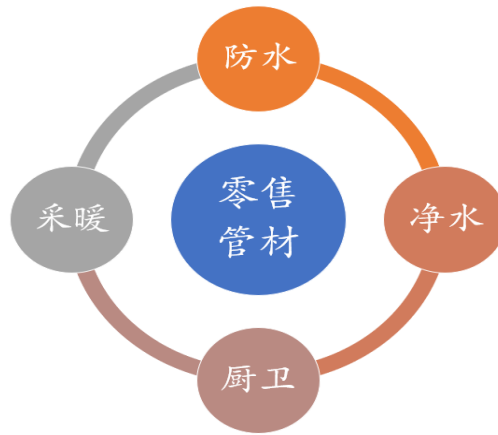


资料来源：公司年报，国投证券研究中心（注：防水、净水业务包含在其他产品中）

公司主营零售塑料管材业务，防水、净水与管道业务消费者群体高度重合，两类业务从服务和渠道两个方面协同发展。1) 服务，公司开展星管家服务近十年，防水、净水等与管道业务具备类似的家装产品属性，公司可借助星管家服务对防水、净水业务做相应的优化和延伸；2) 渠道，在家装过程中，防水材料与塑料管道同属于高分子材料，防水施工属于管道安装的下道工序，公司可以充分利用现有的管道销售优势进行防水产品销售，净水业务同样可共享家装管道销售渠道，净水需求可在管道安装前提前规划，具有先发优势。

防水业务渗透率持续提升，净水业务已优化调整后续有望发力。目前，公司防水业务渗透率持续提升，随公司持续加快市场拓展，咖乐防水品牌影响力和知名度或将进一步提高。近两年公司净水业务销售略有承压，主要因前期公司新品中央机上市时做了促销活动，渠道囤积一定产品，叠加净水产品目前尚处于消费者普及阶段不属于家装必需品所致。针对净水业务销售承压，公司已优化调整组织架构、销售渠道、产品系列等，一方面做好产品开发，打造全屋伟星净水系统，同时增强销售动力，强化用户体验。随公司防水业务持续发力，叠加净水业务经过优化调整后再出发，公司“同心圆”业务有望进一步实现快速增长。

图27. 公司同心圆战略



资料来源：公司官网，国投证券研究中心

收购浙江可瑞 60%股权，提高零售端系统集成能力。2023 年 9 月，公司收购浙江可瑞 60%股权，浙江可瑞专业从事住宅舒适家居系统的定制开发与服务工作，拥有丰富的系统集成设计、施工交付和服务经验、成熟的系统化产品矩阵，目前已累积服务客户 50000 多户，是国内舒适家居行业具有影响力的集成服务商之一。公司收购浙江可瑞，一方面依托浙江可瑞成熟的商业模式和产品矩阵，加快公司商业模式的转型升级；另一方面可以将公司出色的产品力、强大的渠道资源和深厚的管理积淀与浙江可瑞进行有效协同，为消费者提供更加系统完善的服务，进一步打开市场空间，从而推动公司持续健康快速发展。

2.3. 系统集成持续增强，国际化布局稳步推进

收购新加坡捷流和合信方园，加速业务融合与商业模式转型。2021 年公司收购新加坡捷流公司 100%股权，捷流公司是一家专业从事排水系统设计与施工服务的集成系统运营商，为亚太地区领先的排水专家和全球虹吸排水领域的技术引领者，广泛参与整个东南亚、澳大利亚等屋顶和建筑物排水系统的设计与服务。公司收购新加坡捷流可以完善公司排水业务产业链，提升公司系统集成和施工服务能力，打开国内高端住宅和大型公建排水市场；同时借助新加坡捷流在东南亚本土化优势，助力公司扩展东南亚市场版图，并逐步辐射全球其他地区。

2023 年 3 月公司收购广州合信方园 65%的股权，广州合信方园曾是新加坡捷流公司的中国总经销，在国内做过较多高端建筑项目，品牌影响力较大。公司收购广州合信方园，一方面可

以进一步扩大品牌影响力，更好地拓展国内市场；另一方面其高端排水业务应用技术非常成熟，且业务与公司建筑工程业务协同性较好，可以将捷流模式快速复制到国内市场。

表3：公司收购新加坡捷流及广州合信方园

收购时间	公司	持股比例	特点
2021年	新加坡捷流	100%	专业从事排水系统设计及施工服务的集成系统运营商，为亚太地区领先的排水专家和全球虹吸排水领域的技术引领者，广泛参与整个东南亚、澳大利亚等屋顶和建筑物排水系统的设计与服务，为北京鸟巢、上海浦东机场、新加坡演艺中心、黄金海岸希尔顿酒店、马来西亚宾城南海湾等多个大型项目提供了优异的排水解决方案
2023年	广州合信方园	65%	曾是新加坡捷流公司的中国总经销，在国内做过较多高端建筑项目，品牌影响力较大

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

国际化视野布局海外业务，海外营收有望进一步增长。公司稳步推进国际化布局，海外业务持续发展，2021年9月泰国产业园开始投产，主营PPR、PE系列管材管件，目前泰国工业园持续增强智能制造，并强化技术突破与效益管控，叠加新加坡捷流在东南亚的本土化优势，均助力公司更好地开拓和服务海外市场。2023年，公司海外业务销售2.83亿元，其中自有品牌销售占比达70%以上，全年超额完成利润目标。随公司持续聚焦海外重点市场和领域，推进品牌国际化，搭建营销网络，并布局生产基地，公司海外业务有望进一步增长。

3. 行业端：地产政策宽松助力销售回暖，二手房助力零售需求释放

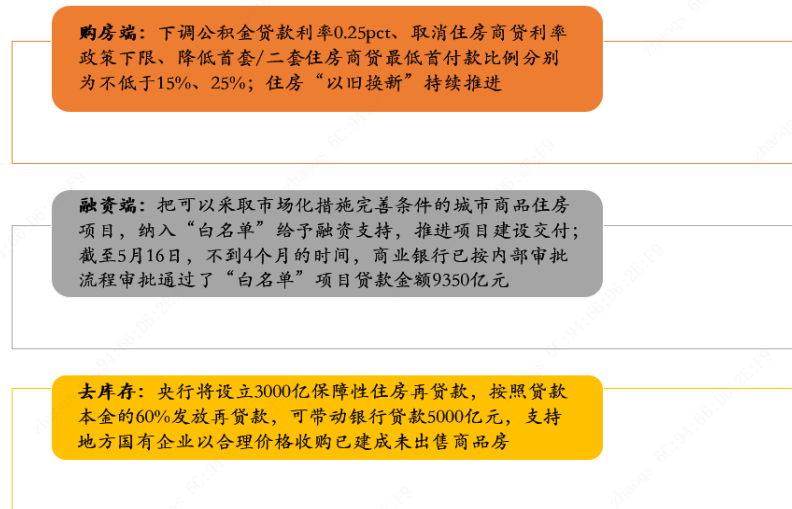
3.1. 地产政策宽松基调持续，商品房销售有望止跌企稳

自去年下半年起，我国购房政策总体延续宽松基调，强一线城市和部分核心二线城市相继放松购房政策，包括全面放开住房限购、优化个人住房贷款首付款比例、下调个人住房贷款利率等，今年整体地产行业定调积极，销售端放松政策密集发布，3月杭州放开二手房限购，4月成都全面取消限购、北京、天津相继放松限购要求，5月杭州、西安全面放开限购，深圳、武汉、上海等地陆续宣布优化购房政策。

4月30日，政治局会议提出切实做好保交房工作，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施；5月17日，房地产相关政策密集发布，包括**1)**下调公积金贷款利率、取消首套/二套住房商贷利率政策下限、降低首套/二套住房商贷最低首付款比例；**2)**把可以采取市场化措施完善条件的城市商品住房项目，纳入“白名单”给予融资支持，推进项目建设交付；**3)**央行将设立3000亿保障性住房再贷款，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，把消化库存房源和建立多层次保障性住房的工作结合起来。地产购房首付比例降至历史最低，政策放松力度超预期。

此外，根据澎湃新闻，截至目前，我国至少有68个城市推出住房“以旧换新”相关政策，在去库存的同时打通需求，带动二手房和新房的联动销售。购房端宽松和住房“以旧换新”政策落地叠加住房“收储”有望加速推进，均有望助力新房和二手房销售数据回暖，房地产库存或将加速去化，未来地产行业下行态势改善可期，助力地产链企业估值提升。

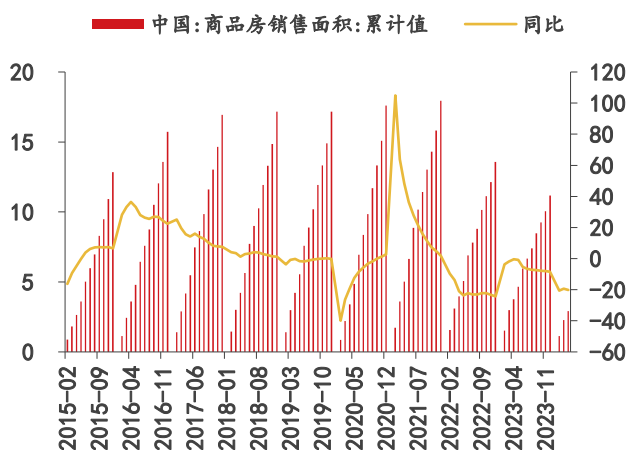
图28. 房地产行业相关政策



资料来源：财联社、证券日报，国投证券研究中心

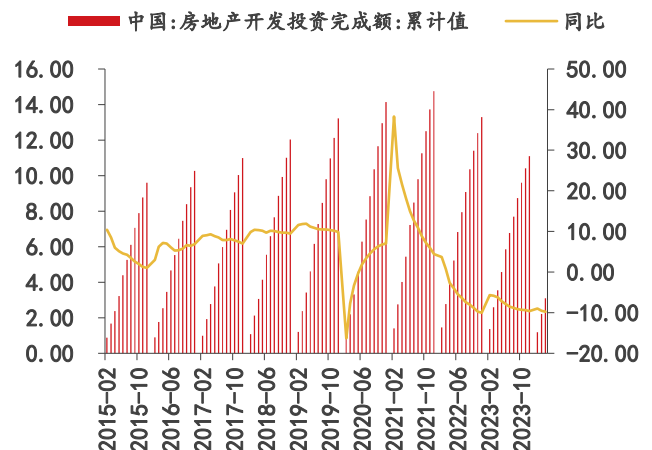
商品房销售端：2022年起我国商品房销售面积累计值转为同比减少，2024年1-4月，新建商品房销售面积2.93亿m² (yoy-20.2%)，其中住宅销售面积yoy-23.8%；新建商品房销售额2.81万亿元 (yoy-28.3%)，其中住宅销售额下降31.1%。1-4月商品房销售金额跌幅超过销售面积，或由于市场持续“以价换量”取胜，商品房成交均价同比下降。2024年以来，购房宽松基调持续，央行宣布降低公积金贷款利率、下调住房商贷最低首付款比例、取消商贷利率下限等系列宽松政策，后续各省市宽松政策细则有望持续发布，叠加住房“以旧换新”持续推进，助力地产销售数据回暖。

图29. 2015年以来商品房销售面积及其增速 (亿m²、%)



资料来源：WIND，国投证券研究中心

图30. 2015年以来房地产开发投资及同比 (万亿元、%)



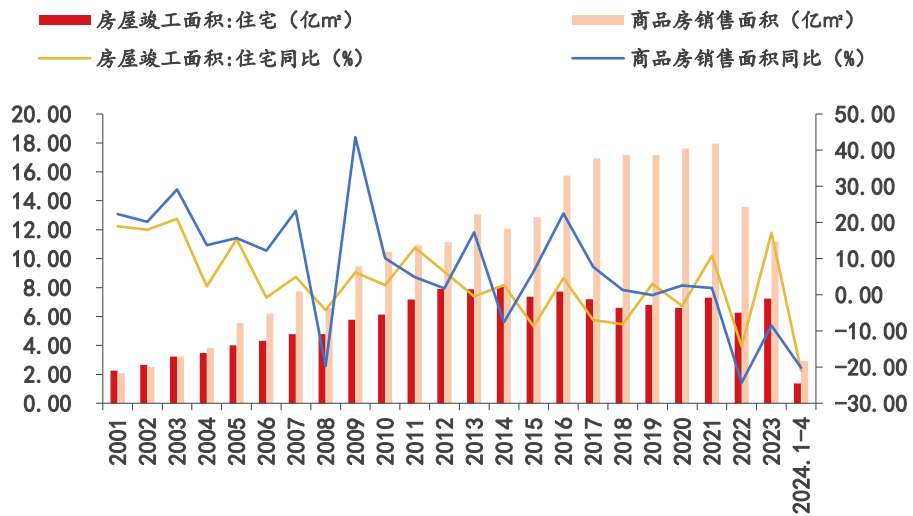
资料来源：WIND，国投证券研究中心

3.2. 存量房二手房拉动零售端需求，新型城镇化驱动工程端需求释放

家装管材市场与建筑装饰需求密切相关，包括毛坯新房家装、地产精装修、老房翻新重装、二手房重装，目前毛坯新房家装市场份额呈现下滑态势，零售端管材需求主要来自存量房和二手房装修市场。我国房地产市场历经近20多年的发展，未来将由前期快速增长的新建阶段逐步转化为新建和存量房并行发展的时期，同时二手房交易占比显著提升，家装市场正逐步进入存量房大规模更新期，未来存量房市场或持续成为家装领域的主战场。

存量房屋翻新、二手房装修创造 C 端持续性需求。1) **存量房屋翻新**：根据国家统计局数据显示，2001-2010 年我国商品房销售市场处于飞速发展阶段，销售面积从 2.08 亿㎡增长至 10.48 亿㎡，CAGR 高达 19.69%。随着我国城市化进程不断加快，房屋装修逐渐老化，存量房翻新的市场需求逐步释放，假设房屋装修翻新周期为 10-15 年，我国地产新房销售和竣工快速增长期为 2001-2009 年，对应当前存量房翻新市场。2) **二手房装修**：我国一线城市新建住房市场放缓，逐渐迈入二手房交易时代，根据住建部公布数据，2023 年 1-11 月全国二手房成交量占全部房屋交易量的比重达到了 37.1%，成为我国商品住宅销售的重要组成部分。随老房翻新和二手房重装占家装市场比重的提升，家装管材行业需求有望同步释放，且弱化了和地产行业竣工投资的紧密相关性特点，C 端需求具备更强的持续性。

图31. 2001-2023 年房屋竣工和销售数据

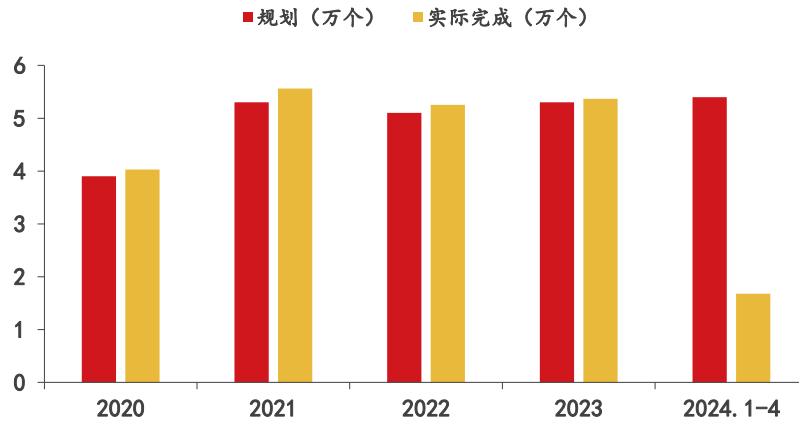


资料来源：WIND，国家统计局，国投证券研究中心

新型城镇化建设为我国“两新一重”重要建设领域，其覆盖的主要细分领域包括城中村改造、老旧小区改造、城市轨道交通、城市管网、环保设施等重点项目，其中城中村改造、老旧小区改造及城市管网建设涉及工程端管材需求释放。

城中村改造/旧改提速，工程类管材需求庞大。2020 年以来，国家多部门屡次发文提及加快城中村改造，2023 年以来城中村改造推进基调更为积极，7 月国务院出台城中村改造顶层政策——《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，明确了在超大特大城市积极稳步实施城中村改造的重要意义。今年以来，多省市出台城中村改造/保障房建设具体规划，住建部屡次强调要督促各地加快项目开工建设，尽快形成实物工作量。此外，2020 年，国务院办公厅印发《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，要求到“十四五”期末，力争基本完成 2000 年底建成的 21.9 万个需改造城镇老旧小区改造任务。根据住建部，2019-2023 年，全国新开工改造城镇老旧小区 22 万个，更新改造水电气热等老化管线管道近 30 万公里。城中村改造和老旧小区一般存在管网年久失修隐患，上下水、电力套管、煤气管缺失或者老化等问题，均涉及给排水管、燃气管、煤气管、供暖管线等更换工作，对应庞大的建筑领域工程端管材需求。

图32. 我国新开工改造城镇老旧小区数量（万个）



资料来源：住建部，国投证券研究中心

城市更新改造政策暖风频吹，管网管道需求有望持续释放。2022年6月，国务院办公厅发布了《关于印发城市燃气管道等老化更新改造实施方案（2022-2025年）的通知》，要求2025年底前要基本完成城市燃气管道等老化更新改造任务。近日，财政部、住建部选拔首批15个城市拟获得财政部支持实施城市更新行动，推进城市地下管网更新改造、污水管网“厂网一体”建设改造、市政基础设施补短板、老旧片区更新改造等工作，中央财政对示范城市给予定额补助。城市市政地下管网是指城市范围内供水、排水、燃气、热力、电力、通信、工业等管线及其附属设施，塑料管道是市政管道的重要组成部分，由于其具有耐腐蚀、抗老化、导热系数低等优点，广泛应用于城市供水、排水、燃气管网等领域，随城市更新改造持续推进，地下管网相关的更新改造需求为重要建设领域，有望带动管网管道需求持续释放。

表4：《关于印发城市燃气管道等老化更新改造实施方案（2022-2025年）的通知》

分类	改造范围
燃气管道和设施	(1) 市政管道与庭院管道。运行年限满20年，经评估存在安全隐患的钢质管道、聚乙烯（PE）管道；运行年限不足20年，存在安全隐患，经评估无法通过落实管控措施保障安全的钢质管道、聚乙烯（PE）管道。 (2) 立管（含引入管、水平干管）。运行年限满20年，经评估存在安全隐患的立管；运行年限不足20年，存在安全隐患，经评估无法通过落实管控措施保障安全的立管。
其他管道和设施	(1) 供水管道和设施。水泥管道、石棉管道、无防腐内衬的灰口铸铁管道；运行年限满30年，存在安全隐患的其他管道。 (2) 排水管道。平口混凝土、无钢筋的素混凝土管道，存在混错接等问题的管道，运行年限满50年的其他管道。 (3) 供热管道。运行年限满20年的管道，存在泄漏隐患、热损失大等问题的其他管道。

资料来源：国务院办公厅，国投证券研究中心

4. 投资建议和盈利预测：C端塑管龙头多元布局，高ROE高分红投资价值凸显

4.1. 盈利预测：零售主业经营稳健，新业务成长迅速

公司作为C端塑管龙头，零售业务经营韧性突出，防水、净水新业务成长迅速，2024-2026年公司营收业绩有望持续实现稳健增长，预计公司2024-2026年营业收入为73.34亿元、80.60亿元和87.83亿元，同比14.99%、9.90%和8.96%；归母净利润为14.49亿元、15.88亿元和17.29亿元，同比1.14%、9.61%和8.85%；整体毛利率分别为42.76%、42.23%和41.78%。

1) PPR产品：随老房翻新和二手房重装占家装市场比重逐步提升，家装管材行业需求有望同步释放，公司凭借自身在零售PPR市场的优势，营收有望实现稳健增长，预计2024-2026年公司营收增速分别为6%、5%和5%，营业收入分别为31.70亿元、33.28亿元和34.95亿元。

2) **PE 产品**: 随城市更新改造持续推进, 有望带动市政管网管道需求持续释放, 假设 2024-2026 年公司 PE 管材营收增速分别为 12%、9%和 8%, 营业收入分别为 17.12 亿元、8.66 亿元和 20.15 亿元。

3) **PVC 产品**: 随公司持续聚焦优质客户加快业务拓展, 在前期低基数下其营收有望实现增长, 假设 2024-2026 年公司 PVC 管材营收增速分别为 10%、6%和 5%, 营业收入分别为 9.90 亿元、10.50 亿元和 11.02 亿元。

4) **防水、净水等其他产品**: 公司围绕“同心圆产品链”战略, 积极拓展室内防水、全屋净水等新业务, 叠加 2023 年收购的浙江科瑞及广州合信方园在 2024 年并表营收进一步增加, 预计 2024-2026 年公司防水、净水等其他产品营收增速分别为 55%、25%和 20%, 营业收入分别为 14.17 亿元、17.71 亿元和 21.25 亿元。

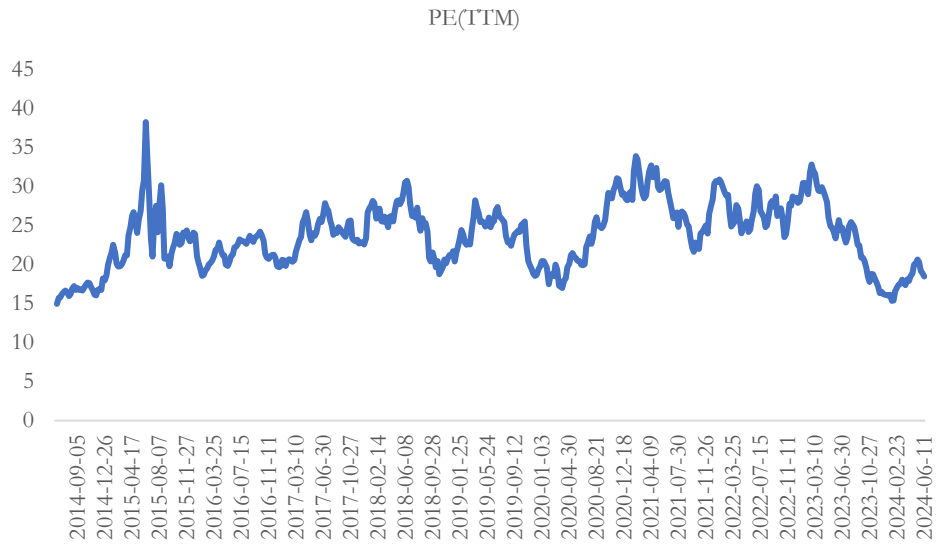
表5: 公司各业务营收拆分 (亿元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
整体营收	69.54	63.78	73.34	80.60	87.83
yoy	8.86%	-8.27%	14.99%	9.90%	8.96%
毛利率	39.76%	44.32%	42.76%	42.23%	41.78%
1) PPR 营收	32.85	29.90	31.70	33.28	34.95
yoy	6.41%	-8.97%	6.00%	5.00%	5.00%
毛利率	54.62%	58.08%	58.00%	58.00%	57.70%
2) PE 营收	17.81	15.29	17.12	18.66	20.15
yoy	3.73%	-14.17%	12.00%	9.00%	8.00%
毛利率	30.66%	34.32%	34.00%	33.5%	33.0%
3) PVC 营收	10.99	9.00	9.90	10.50	11.02
yoy	7.93%	-18.07%	10.00%	6.00%	5.00%
毛利率	15.14%	27.70%	26.50%	26.00%	26.00%
4) 防水/净水等其他产品	6.8	9.14	14.17	17.71	21.25
yoy	64.82%	35.33%	55.00%	25.00%	20.00%
毛利率		34.17%	32.00%	32.50%	33.00%
5) 其他业务	1.14	0.45	0.45	0.45	0.45
yoy	-27.02%	-60.23%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率			32.50%	33.00%	33.00%

资料来源: WIND, 国投证券研究中心预测

4.2. 投资建议: C 端塑管龙头经营韧性突出, 高 ROE 高分红投资价值凸显

公司为我国塑料管材龙头企业, 品牌美誉度高, 主营的零售管材业务消费属性强, 拥有一定品牌溢价, 各年整体毛利率基本维持 40%以上, ROE 多年维持在 25%+的高位水平, 经营现金流表现优异, 货币资金充足, 长期实施高分红。公司主营高端管材, 采取“产品+服务”盈利模式, 提供“星管家”增值服务, 解决消费者痛点, 经销网点遍及全国, 并持续填补空白区域, 加快渠道下沉建设, 品牌、产品、服务、渠道优势为公司零售端管道业务构筑深厚护城河, 中长期将充分受益我国旧房翻新和二手房重装带来的持续性需求释放。此外, 公司围绕管材主业, 实施“同心圆”战略, 布局防水、净水业务, 和主业形成协同, 助力户均销售额提升, 打造新的业绩增长点。我们看好公司主营管材业务的多重优势和行业需求持续释放, 同时同心圆新产品助力公司长期成长, 预计公司 2024-2026 年营收分别 73.16 亿元、79.53 亿元和 85.22 亿元, 分别同比增长 14.70%、8.71%和 7.16%, 归母净利润分别为 14.57 亿元、15.64 亿元和 16.91 亿元, 分别同比增长 1.74%、7.34%和 8.10%, 对应 EPS 分别为 0.92、0.98、1.06 元, PE 分别为 17.6 倍、16.1 倍和 14.8 倍。目前公司 PE (TTM) 和公司历史估值水平相比具备明显优势, 我们给予公司“买入-A”评级, 2024 年 PE 为 22 倍, 对应 6 个月目标价为 20.02 元。

图33. 2014 年至今公司 PE (TTM)


资料来源：WIND，国投证券研究中心

5. 风险提示

宏观经济波动：若宏观经济下行，影响基建或地产开工，从而影响公司下游需求；

政策落地不及预期：若政策落地不及预期，下游需求未按时释放，或影响公司业务增长；

新业务拓展不及预期：若公司防水、净水新业务拓展进度不及预期，或将影响公司整体增长；

市场开拓不及预期：公司零售业务或工程业务拓展受阻，从而影响公司未来增长；

行业竞争加剧：若行业竞争加剧，公司产品价格下行，或侵蚀公司整体盈利水平；

原材料价格大幅上涨：公司原材料主要为石化产品，受原油价格波动影响较大，若原材料价格大幅上涨，公司产品盈利水平或将下降；

盈利预测不及预期：若下游需求不及预期或公司市场开拓不及预期，均可能会对公司盈利预测产生影响。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,104.8	6,387.6	7,335.4	8,481.3	9,840.2	成长性					
减:营业成本	2,884.4	3,846.0	4,373.9	5,012.9	5,792.2	营业收入增长率	9.4%	25.1%	14.8%	15.6%	16.0%
营业税费	40.3	48.1	55.0	63.6	73.8	营业利润增长率	16.2%	3.9%	16.8%	18.3%	17.3%
销售费用	543.2	597.4	693.2	804.0	929.9	净利润增长率	21.3%	2.6%	16.4%	18.3%	17.4%
管理费用	266.4	337.9	392.4	453.7	521.5	EBITDA 增长率	15.6%	5.1%	18.4%	17.0%	16.2%
研发费用	156.2	184.5	216.4	246.0	285.4	EBIT 增长率	15.5%	4.8%	20.2%	18.5%	17.4%
财务费用	-42.6	-45.9	-60.1	-68.8	-79.3	NOPLAT 增长率	21.5%	2.6%	15.9%	18.5%	17.4%
资产减值损失	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-5.2%	5.4%	-9.4%	11.9%	-0.3%
加:公允价值变动收益	0.9	1.8	-	-	-	净资产增长率	11.3%	13.5%	7.4%	8.0%	13.5%
投资和汇兑收益	72.5	-25.6	18.7	21.9	20.3						
营业利润	1,386.9	1,441.4	1,683.3	1,991.8	2,337.0	利润率					
加:营业外净收支	-2.4	-1.6	-0.7	-1.6	-1.3	毛利率	43.5%	39.8%	40.4%	40.9%	41.1%
利润总额	1,384.5	1,439.8	1,682.6	1,990.2	2,335.7	营业利润率	27.2%	22.6%	22.9%	23.5%	23.7%
减:所得税	189.1	211.4	252.4	298.5	350.4	净利润率	23.4%	19.2%	19.4%	19.9%	20.1%
净利润	1,192.6	1,223.4	1,424.5	1,684.9	1,977.4	EBITDA/营业收入	27.7%	23.3%	24.0%	24.3%	24.3%
						EBIT/营业收入	25.2%	21.1%	22.1%	22.7%	22.9%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	86	69	57	44	33
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	流动营业资本周转天数	27	12	11	16	24
货币资金	2,023.7	2,410.0	3,023.6	3,194.8	3,969.0	流动资产周转天数	235	222	235	230	224
交易性金融资产	112.9	163.8	163.8	163.8	163.8	应收帐款周转天数	20	19	20	19	19
应收帐款	292.3	380.0	428.7	488.4	573.1	存货周转天数	53	52	55	54	53
应收票据	-	-	28.7	5.5	11.6	总资产周转天数	370	341	336	310	288
预付帐款	64.5	78.4	141.1	88.9	168.2	投资资本周转天数	158	126	107	93	85
存货	768.8	1,073.0	1,187.2	1,343.9	1,553.3						
其他流动资产	295.0	200.9	309.2	268.4	259.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	27.6%	24.9%	27.1%	29.7%	30.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	21.1%	19.1%	19.8%	22.9%	23.7%
长期股权投资	521.9	482.6	482.6	482.6	482.6	ROIC	50.6%	54.8%	60.2%	78.7%	82.5%
投资性房地产	5.1	6.0	6.0	6.0	6.0	费用率					
固定资产	1,230.6	1,226.8	1,097.1	967.3	837.5	销售费用率	10.6%	9.4%	9.5%	9.5%	9.5%
在建工程	56.2	94.8	94.8	94.8	94.8	管理费用率	5.2%	5.3%	5.4%	5.4%	5.3%
无形资产	257.8	255.3	247.6	239.9	232.2	研发费用率	3.1%	2.9%	3.0%	2.9%	2.9%
其他非流动资产	30.7	64.6	29.1	31.2	36.3	财务费用率	-0.8%	-0.7%	-0.8%	-0.8%	-0.8%
资产总额	5,659.6	6,436.2	7,239.4	7,375.5	8,388.0	四费/营业收入	18.1%	16.8%	16.9%	16.9%	16.8%
短期债务	-	-	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	399.3	385.3	619.1	521.3	755.1	资产负债率	23.2%	23.3%	26.8%	22.4%	22.6%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	30.2%	30.4%	36.6%	28.9%	29.2%
其他流动负债	880.5	1,071.1	1,286.9	1,096.7	1,101.1	流动比率	2.78	2.96	2.77	3.43	3.61
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	2.18	2.22	2.15	2.60	2.77
其他非流动负债	33.1	44.5	34.7	37.4	38.9	利息保障倍数	-30.23	-29.40	-26.99	-27.94	-28.47
负债总额	1,312.8	1,500.9	1,940.7	1,655.5	1,895.1	分红指标					
少数股东权益	23.7	27.8	33.5	40.3	48.2	DPS(元)	0.50	0.60	0.67	0.78	0.94
股本	1,592.1	1,592.1	1,592.1	1,592.1	1,592.1	分红比率	66.7%	78.1%	74.9%	73.3%	75.4%
留存收益	2,865.1	3,406.0	3,762.9	4,213.5	4,699.3	股息收益率	2.5%	3.0%	3.3%	3.9%	4.7%
股东权益	4,346.8	4,935.3	5,298.6	5,720.0	6,492.8						
						现金流量表					
						业绩和估值指标					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
净利润	1,195.4	1,228.4	1,424.5	1,684.9	1,977.4	EPS(元)	0.75	0.77	0.89	1.06	1.24
加:折旧和摊销	134.8	145.9	137.5	137.5	137.5	BVPS(元)	2.72	3.08	3.31	3.57	4.05
资产减值准备	6.2	5.6	-	-	-	PE(X)	26.8	26.2	22.5	19.0	16.2
公允价值变动损失	-0.9	-1.8	-	-	-	PB(X)	7.4	6.5	6.1	5.6	5.0
财务费用	-0.5	1.4	-60.1	-68.8	-79.3	P/FCF	24.4	28.9	19.5	22.3	16.1
投资损失	-72.5	25.6	-18.7	-21.9	-20.3	P/S	6.3	5.0	4.4	3.8	3.3
少数股东损益	2.8	5.1	5.7	6.8	7.9	EV/EBITDA	19.5	24.3	16.4	13.9	11.6
营运资金的变动	867.6	366.8	113.4	-387.7	-136.2	CAGR(%)	12.3%	17.4%	13.2%	12.3%	17.4%
经营活动产生现金流量	1,346.2	1,593.6	1,602.2	1,350.7	1,887.0	PEG	2.2	1.5	1.7	1.5	0.9
投资活动产生现金流量	-402.1	-264.8	18.7	21.9	20.3	ROIC/WACC	4.8	5.2	5.7	7.5	7.9
融资活动产生现金流量	-651.2	-796.8	-1,007.4	-1,201.3	-1,133.1	REP	2.6	3.0	2.4	1.6	1.5

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮编：200082

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034