



公司研究 | 深度报告 | 伟星新材 (002372.SZ)

他山之石坚定信心，全屋水系统面向未来

报告要点

长维度看公司保持了稳定的增长和优异的盈利水平，2022 年开始因地产周期的下行压力持续加大，公司收入出现阶段性的下滑，同时盈利能力出现一定回落。经营的承压是短期的波动还是长期的变化，本篇文章从 2 个角度出发进行分析：1) 他山之石：海外龙头的历史复盘；2) 面向未来：公司当前现状及长期空间。我们认为公司的经营压力更多来自 β ，竞争优势依然明显，且随着全屋水系统展开，长期成长空间正在打开。

分析师及联系人



范超

SAC: S0490513080001

SFC: BQK473



李浩

SAC: S0490520080026

他山之石坚定信心，全屋水系统面向未来

他山之石：吉博力的启示

为什么对标吉博力？1) 业务领域类似：吉博力主营业务围绕卫浴科技与建筑给排水系统展开，与伟星新材业务类似；2) 长期稳定表现：吉博力保持了长周期稳定增长及高 ROE 水平，并由此取得了长周期的稳定收益及高 PE，测算 2020-2024 年吉博力股价复合收益率约 13% 左右。

吉博力的成功之因。我们认为可总结为，治理架构与长期战略的稳定、专注卫浴管道产品能力圈并保持持续创新投入、以系统化的思路开展业务并重视服务、收购补短板并进行跨区域扩张：

- ✓ **治理与战略稳定。**吉博力股权结构为典型公众持股企业，经营以董事会及管理层为主，有长期完善的股权激励机制，并保持了长期战略的稳定，如专注于卫浴产品等。
- ✓ **专注与创新。**以水暖配件起家，始终专注于建筑给排水及卫浴科技领域；此外坚持创新，以产品引领行业发展，如发明塑料隐蔽水箱、智能马桶盖、开发 HDPE 排水系统等。
- ✓ **系统与服务。**吉博力系统化设计思路始终如一，如整体卫浴解决方案、系统排水解决方案提等。此外坚持以人为本理念，一是针对消费者产品承诺，二是针对施工人员全流程培训。
- ✓ **收购与开拓。**吉博力历史上进行了多次收并购来完善产品体系，如 1985 年切入管道、2015 年切入陶瓷卫浴等；此外区域也在开拓，吉博力从瑞士德国起步，逐步扩张到全球。

面向未来：新空间在打开

管道的竞争优势仍在。公司 PPR 管收入出现下降，核心在于行业的需求下滑，份额的角度测算市占率提升至近 20% 水平。一方面证明公司商业模式的护城河依然深厚，另一方面在面临压力时，公司依然坚持长期主义的理念，坚持三高定位，巩固了品牌优势并维护了渠道生存空间。

同心圆产品增长可期。防水和净水业务的发展模式逐步成熟，防水坚持施工+验收+质保的商业模式，与竞品相比实现了更高溢价，未来市占率有望提升；净水从前置迈向末端及全屋净水，定位中高端。考虑渠道库存去化接近尾声、净水服务体系及渠道完善，有望出现经营拐点。

全屋水系统打开成长空间。2025 年 8 月，伟星全屋水生态系统正式发布，打造给水、排水、防水、采暖四大子系统。测算公司当前主业给排水管道终端客单价约为 1000-2000 元/户，若后续水系统相关的其他材料均有销售单户价值量有望接近万元水平，打开长期的成长空间。

外延收购提升系统集成能力。与吉博力类似，公司在转型期遇到过往相对薄弱的方面也采取了收并购的方式补强。如 2022 收购新加坡捷流，提升给排水系统设计能力；2023 年 9 月收购浙江可瑞，提升新风空调等舒适家系统的整合能力。此外公司内生也在进行持续的产品升级。

品牌形象升级&服务能力迭代。2024 年公司签约刘诗诗为公司“水生态代言人”，并推出“大象威森”IP 形象；此外在原有扁平化渠道管理及管道星管家服务的基础上，成立区域服务分公司，强化系统服务落地能力；子系统服务也在完善，如伟星采暖系统针对性服务模式的落地，从设计、施工到售后保障实现全程跟踪；再如伟星防水“咖乐涂”、伟星净水的安装服务等。

投资建议：公司的竞争优势依然明显，参考吉博力发展历史，我们认为公司当前坚持的长期战略清晰且正确，未来随着全屋水系统的展开和优化，长期成长空间正在打开。预计 2025、2026 年归属净利润约为 9.3、9.7 亿，对应 PE 约 18、17 倍。

风险提示

1、地产需求持续下行；2、新业务开展进度较慢；3、竞争格局出现恶化；4、原材料价格大幅上行；5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	10.51
总股本(万股)	159,204
流通A股/B股(万股)	147,086/0
每股净资产(元)	3.04
近12月最高/最低价(元)	14.29/9.87

注：股价为 2025 年 11 月 12 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

他山之石：吉博力的启示.....	6
为什么对标吉博力	6
吉博力的成功之因	8
面向未来：新空间在打开.....	13
管道的竞争优势仍在.....	13
同心圆产品模式成熟.....	15
全屋水系统面向未来.....	17
风险提示.....	21

图表目录

图 1：吉博力的三大产品系列.....	6
图 2：吉博力历史收入表现（百万瑞士法郎）	6
图 3：吉博力历史净利润表现（百万瑞士法郎）	6
图 4：吉博力毛利率以及净利率水平	7
图 5：吉博力历史股价和 PE（ttm）	7
图 6：吉博力历史 ROE 表现（%）	8
图 7：吉博力杜邦分析（%）	8
图 8：吉博力历史现金流表现.....	8
图 9：吉博力股权结构（截至 2024 年报）	9
图 10：吉博力长期稳定的经营战略.....	9
图 11：吉博力管理层持股情况	9
图 12：吉博力三大业务历史收入情况（百万瑞士法郎）	10
图 13：吉博力的产品创新之路.....	10
图 14：吉博力研发费用常年保持稳定	11
图 15：吉博力同层排水.....	11
图 16：吉博力施工人员培训合格后的培训证书	11
图 17：吉博力对于质保的承诺.....	12
图 18：吉博力 G-Leap 领跃计划.....	12
图 19：吉博力各大区收入占比情况.....	13
图 20：吉博力美国亚太以及其他区域收入情况（百万瑞士法郎）	13
图 21：测算公司市占率仍在稳步提升	13
图 22：伟星新材管道业务商业模式.....	14
图 23：伟星新材历年管理与费用率.....	14
图 24：伟星新材 PPR 管毛利率保持相对稳定（%）	14
图 25：伟星新材其他产品收入（亿元）	16
图 26：伟星新材咖乐涂模式	16
图 27：伟星新材净水产品体系.....	17
图 28：部分品牌末端净水器价格对比（元）	17

图 29: 伟星新材全屋水生态系统	17
图 30: 伟星新材给水系统	18
图 31: 伟星新材排水系统	18
图 32: 伟星新材采暖系统	18
图 33: 伟星新材防水系统	18
图 34: 全屋水系统涉及部分材料行业平均客单价 (元/户)	19
图 35: 伟星新材品牌形象“大象威森”	20
表 1: 吉博力历史上的收并购	12
表 2: 公司历史上的股权激励情况	15
表 3: 公司保持长期高分红	15
表 4: 公司近几年针对系统集成能力的几次收并购	19
表 5: 公司敏感性分析	21

长维度看公司保持了稳定的增长和优异的盈利水平，2022 年开始因地产周期的下行压力持续加大，公司收入出现阶段性的下滑，同时盈利能力出现一定回落。经营的承压是短期的波动还是长期的变化，本篇文章从 2 个角度出发进行分析：1) 他山之石：海外龙头的历史复盘；2) 面向未来：公司当前现状及长期空间。我们认为公司的经营压力更多来自 β ，竞争优势依然明显，且随着全屋水系统展开，长期成长空间正在打开。

他山之石：吉博力的启示

为什么对标吉博力

业务领域类似：吉博力的主营业务围绕卫浴科技与建筑给排水系统展开，涵盖设计、生产、销售及服务全链条，拆分为安装与冲洗系统、管道系统以及卫浴系统，全部围绕水系统相关产品，与伟星新材的现有业务以及同心圆和集成服务的远期发展规划类似。

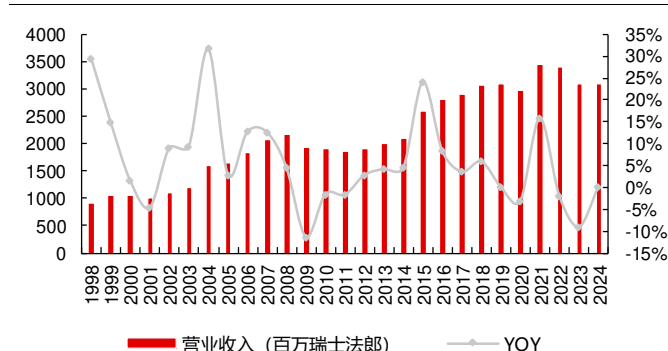
图 1：吉博力的三大产品系列



资料来源：吉博力官网，长江证券研究所

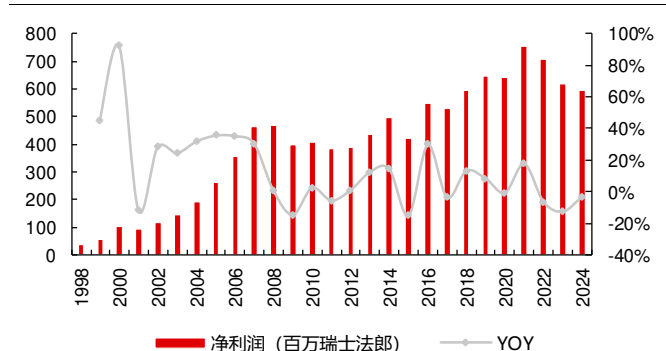
吉博力长周期保持了高质量的增长：1997 年公司收入为 7.0 亿瑞士法郎，到了 2024 年吉博力收入达到了 30.9 亿瑞士法郎（按照 2024 年末汇率折算约为 247 亿人民币），复合增速 6%左右；盈利能力看，2000 年后基本保持在 20%左右的净利率，并没有因为体量变大而出现盈利下滑的情况。

图 2：吉博力历史收入表现（百万瑞士法郎）



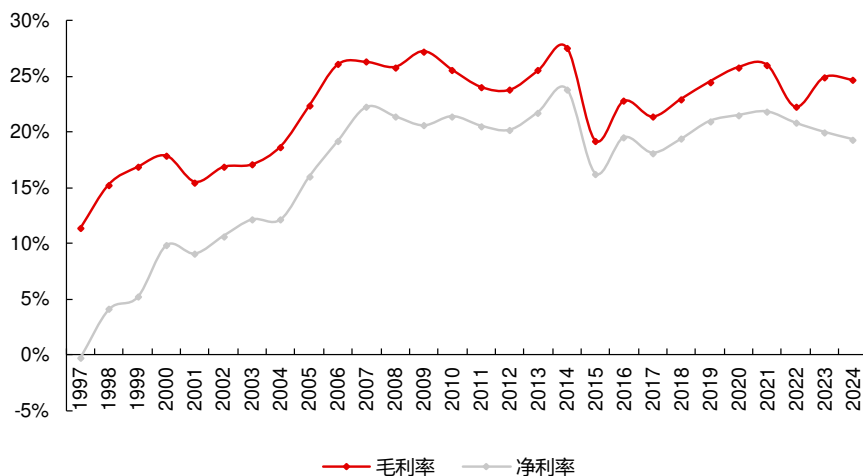
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：吉博力历史净利润表现（百万瑞士法郎）



资料来源：Wind，长江证券研究所

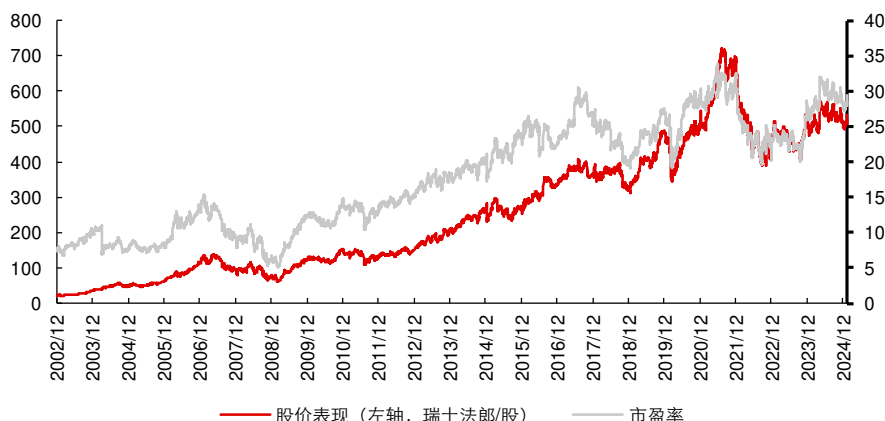
图 4：吉博力毛利率以及净利率水平



资料来源：Wind，长江证券研究所

丰厚的股东回报及持续的估值溢价。从股价表现看，伴随着公司的收入增长，长周期贡献了明显的股东回报，2000-2024 年底的年度复合收益率约为 13%，超过了公司的业绩增速（5%），对应公司 PE 估值也在持续的提升，且近年保持在 25 倍 PE 中枢水平。

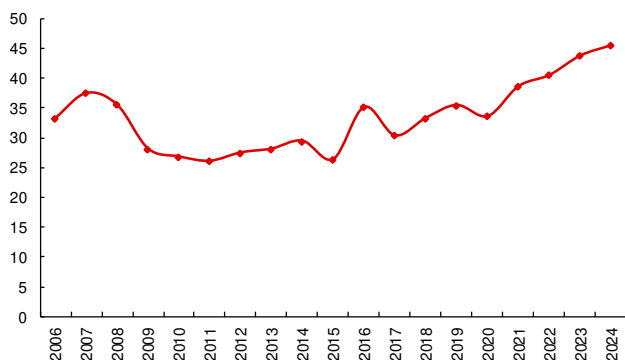
图 5：吉博力历史股价和 PE (ttm)



资料来源：Wind，长江证券研究所

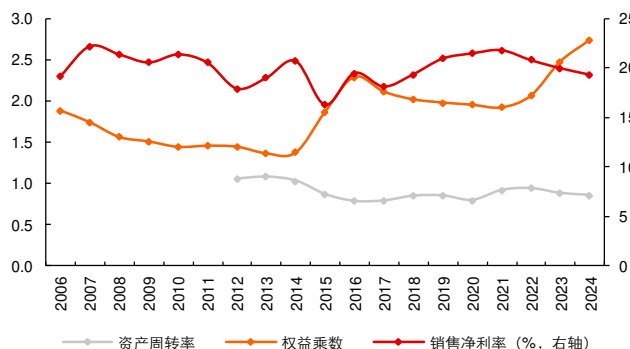
高估值或来自于优异的经营质量：高 ROE 高现金含量。吉博力 ROE 从 2010 年以来呈现持续提升态势，ROE 从较高水平的 25% 提升至 40% 以上。且保持高 ROE 的同时，吉博力的经营质量也保持了较好水平，公司经营净现金流/净利润常年大于 1，现金流净额保持持续增长态势。

图 6：吉博力历史 ROE 表现 (%)



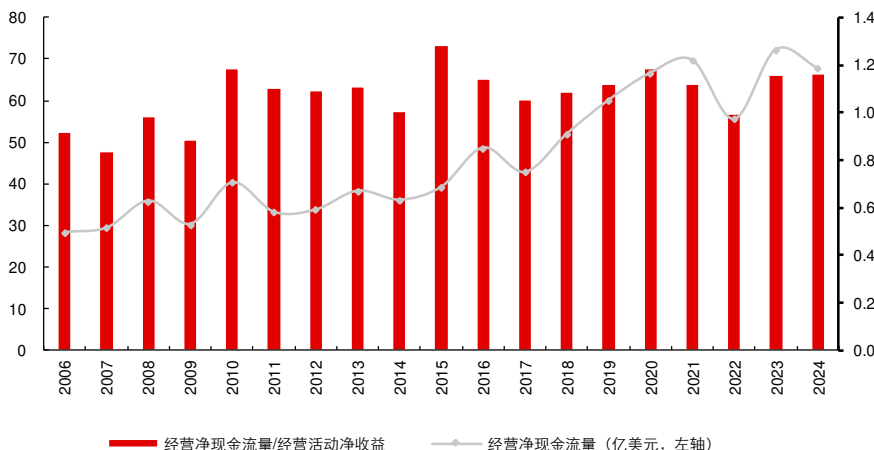
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：吉博力杜邦分析 (%)



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：吉博力历史现金流表现



资料来源：Wind，长江证券研究所

吉博力的成功之因

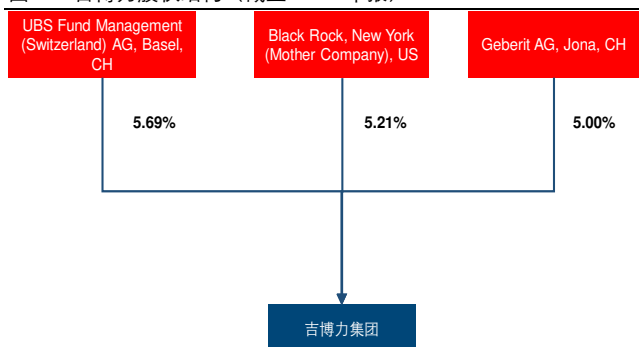
为什么吉博力能够成功？我们认为可总结为，治理架构与长期战略的稳定、专注卫浴管道产品能力圈并保持持续创新投入、以系统化的思路开展业务并重视服务、收购补短板并进行跨区域扩张。

治理与战略稳定

公众企业，职业经理治理，激励保证经营动力。吉博力的股权结构为典型的公众持股企业，截至 2024 年末公司前三大股东为 UBS Fund Management、Black Rock 以及 GeberitAG, Jona，持股比例分别为 5.69%、5.21%、5.00%，无实际控制人。公司日常经营以董事会以及管理层经营为主，对于管理层的激励，吉博力有长期完善的股权激励机制，分为长期以及短期，较好的绑定了管理层的利益。

长期战略稳定。虽然吉博力无实控人经营以职业经理人为主，但其长期战略保持了稳定，如专注于卫浴产品、致力于创新和设计、选择性的区域扩张等自公司创立以来保持了一贯的执行定力，也因此使得公司在卫浴领域的竞争力得以持续强化。

图 9：吉博力股权结构（截至 2024 年报）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 10：吉博力长期稳定的经营战略



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 11：吉博力管理层持股情况

2024	期权到期日	平均股价 (CHF)	C.Buhl CEO	T.Knechtle CFO	R.van Triest	M.Baumüller	M.Ziegler	C.Rapp	A.Lange	Total
持股数量 (股)			23,609	1,462	2,090	4,965	6,602	2,787	1,078	42,593
对应投票权占比			<0.1%	<0.1%	<0.1%	<0.1%	<0.1%	<0.1%	<0.1%	0.12%
期权										
行权时间										
失效	2024-2030	442.97	200,925	0	58,118	49,823	60,629	40,466	7,851	417,812
2025	2032	584.10	48,788	14,911	12,395	10,478	16,203	13,687	1,802	118,264
2026	2033	504.45	36,996	12,501	9,226	7,295	12,111	10,272	8,048	96,449
2027	2034	527.65	40,054	12,354	9,177	7,300	11,777	10,631	8,493	99,786
合计数量 (股)			326,763	39,766	88,916	74,896	100,720	75,056	26,194	732,311

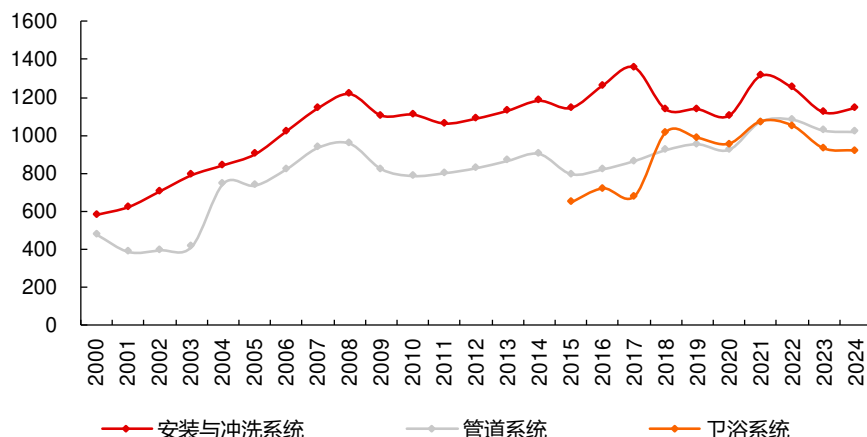
资料来源：公司公告，长江证券研究所

专注与创新

专注：坚守卫浴管道产品能力圈。公司以水暖配件起家，自 1874 年成立至今，始终专注于建筑给排水及卫浴科技领域，未涉足其他行业。其业务布局严格围绕“墙前墙后一体化”的卫浴解决方案展开，在这些领域吉博力拥有全面的专业知识，并提供高质量、集成和节水的卫生技术以及有吸引力的设计。

吉博力 2000 年安装与冲洗系统以及管道系统收入分别为 5.8、4.8 亿瑞士法郎，到了 2024 年增长到了 11.5、10.2 亿瑞士法郎；2015 年收购 Sanitec 集团开始单列卫浴系统业务，2016 年 6.5 亿瑞士法郎，2024 年增长至 9.2 亿瑞士法郎。安装冲洗、管道、卫浴三大业务的复合增速分别为 2.9%、3.2%、4.0%。

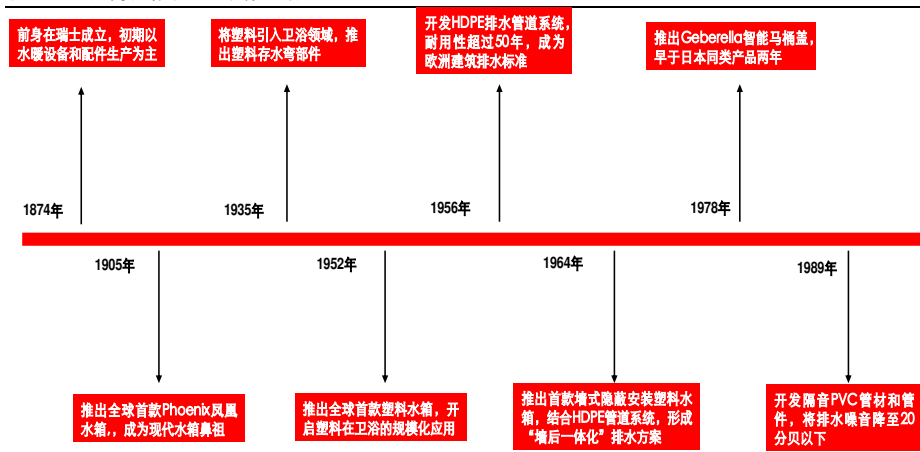
图 12：吉博力三大业务历史收入情况（百万瑞士法郎）



资料来源：Wind，长江证券研究所

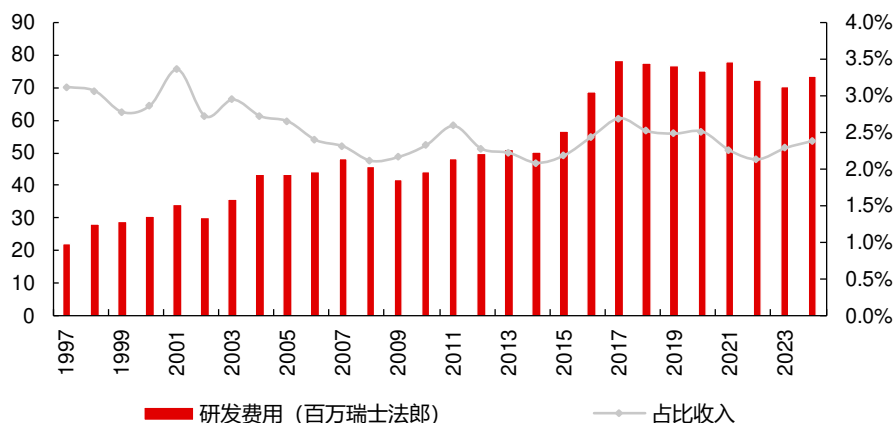
创新：以产品引领行业发展。吉博力前身成立于 1874 年，起初以生产金属水暖配件（如铅制管道接头、阀门）起家；1905 年推出 Phoenix 凤凰水箱，采用木质结构+铅质内衬+机械杠杆冲水设计，成为现代冲水系统的鼻祖；1935 年率先将塑料引入卫浴领域，替代金属材质，提升耐腐蚀性和安装便捷性；1952 年推出全球首款塑料水箱，因其抗水垢、轻量化优势迅速占领欧洲市场；1956 年开发高密度聚乙烯（HDPE）排水系统，耐用性超 50 年，成为欧洲排水标准；1964 年：推出首款墙式隐蔽安装塑料水箱，开启卫浴空间设计革新；1978 年推出 Geberella 智能马桶盖，早于日本同类产品两年。

图 13：吉博力的产品创新之路



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 14：吉博力研发费用常年保持稳定



资料来源：Wind，长江证券研究所

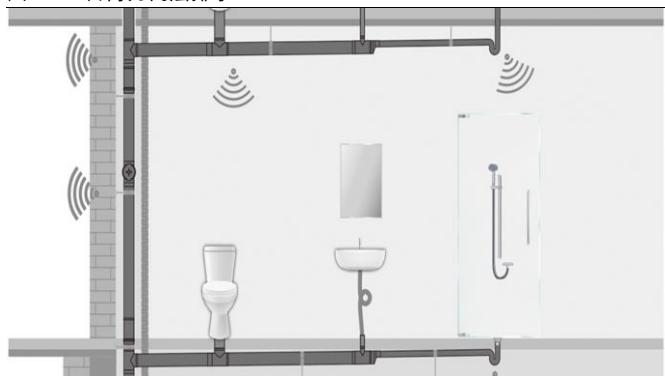
系统与服务

系统性的思路进行业务开拓。公司专注于卫浴产品及给排水系统的研发与生产，其系统化设计思路贯穿于产品开发、应用及服务的各个环节。在产品方面，提供整体卫浴解决方案，并不局限于某一产品；在排水系统方面，吉博力也着力打造系统性解决方案。

——**整体卫浴解决方案。**吉博力提供的不仅仅是单一产品，而是从设计到安装的一站式整体卫浴解决方案。无论是家庭住宅还是商业建筑，吉博力都能提供包括墙前可见的洁具、墙内隐藏的给排水系统在内的全套产品组合，确保整个卫浴空间的协调统一。

——**系统性排水解决方案。**一是**同层排水系统**，吉博力创新性地提出了同层排水系统，该系统通过沿墙体布置排水管道，避免了传统排水方式中需要吊顶或大降板造成的空间浪费，节省了层高同时还使得卫生洁具位置更加灵活；二是**综合性能方案**。确保排水系统的最佳流动性的同时，吉博力经过专门优化的排水、隔音和防火配件，在占用最小空间的同时，最大限度地提高性能和安全性与安静性。

图 15：吉博力同层排水



资料来源：瑞士吉博力，长江证券研究所

图 16：吉博力施工人员培训合格后的培训证书

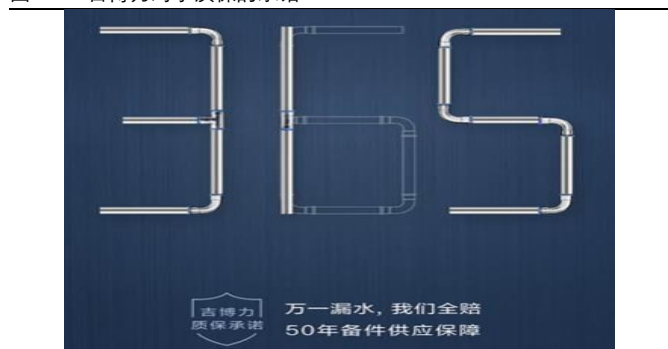


资料来源：瑞士吉博力，长江证券研究所

服务：以人为本，创造价值。一是**针对消费者**。针对水箱产品，吉博力 2018 年率先提出“万一漏水，我们全赔”的承诺，2020 年开始将赔保的产品从隐蔽式水箱扩大到给排水系统的所有产品，承诺年限 50 年；二是**针对施工人员**。吉博力在全球超过 29 个培

训中心提供广泛的产品、系统和技能课程，每年培训人数超过 10 万个安装及销售人员。

图 17：吉博力对于质保的承诺



资料来源：瑞士吉博力，长江证券研究所

图 18：吉博力 G-Leap 领跃计划



资料来源：瑞士吉博力，长江证券研究所

收购与开拓

持续扩张，收购补短板。吉博力历史上进行了多次收并购来完善自己的产品体系和服务体系。如 1985 年通过收购意大利的维拉多斯管材厂商从管件切入到管道生产；2004 年收购德国主营高品质金属给水系统制造商的 Mapress，开拓了金属压接管道系统和不锈钢排水解决方案市场；2011 年收购德国 Sanbloc 有限公司，作为技术收购补强降噪技术；2015 年收购芬兰陶瓷卫浴设备制造商—Sanitec 集团，补足卫生陶瓷技术，实现“墙前+墙后”全链路布局。

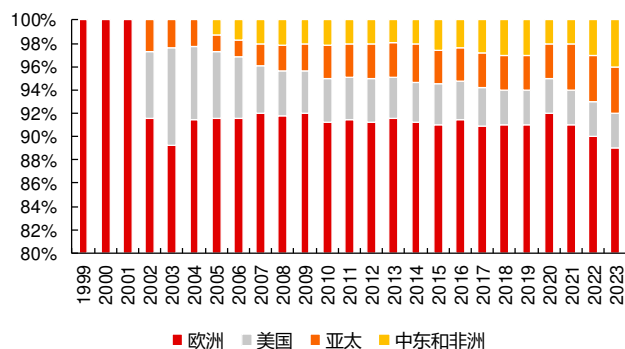
表 1：吉博力历史上的收并购

时间	区域	涉及公司	基本情况	收购意义
1985 年	意大利	维拉多斯管材厂商	聚乙烯（PE）管道生产	实现管道生产能力
1989 年	瑞士	流体空气元件公司（FAE）	金属塑料复合管道生产	进一步提高管道生产能力
2002 年	美国	Chicago Faucets	水龙头生产制造	进军美国市场
2004 年	德国	Mapress	高品质金属给水系统制造商	开拓金属压接管道系统和不锈钢排水解决方案市场
2011 年	德国	Sanbloc 有限公司	高性能隔音支架	技术收购，补强降噪技术
2015 年	芬兰	Sanitec 集团	陶瓷卫浴设备制造商	补足卫生陶瓷技术，实现“墙前+墙后”全链路布局

资料来源：吉博力公告，长江证券研究所

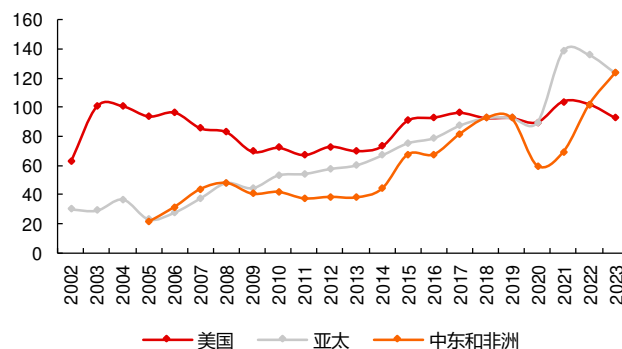
瑞德起步，全球布局。吉博力初创业务木制水箱起步于瑞士拉珀斯维尔，于 1917 年建立第一个工厂；1955 年，吉博力在德国南部的普富伦多夫成立了子公司，并建立了生产线，正式进军瑞士之外的其他市场，也是公司加快欧洲市场布局的开始；1972 年，吉博力第三个生产基地在奥地利波滕布伦落成；进入 21 世纪，吉博力开始加大亚太以及美洲市场开拓，1996 年吉博力首次进入中国，主打专业工程领域；2009 年在上海开设首家零售旗舰店，试水消费端市场。2000 年公司收入 100%为欧洲市场贡献，且德国瑞士意大利三国占比 67%。到了 2023 年，公司收入中欧洲市场占比下降到了 89%，且德国瑞士意大利下降到了 48%，其他地区占比提升至 11%。

图 19：吉博力各大区收入占比情况



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 20：吉博力美国亚太以及其他区域收入情况（百万瑞士法郎）

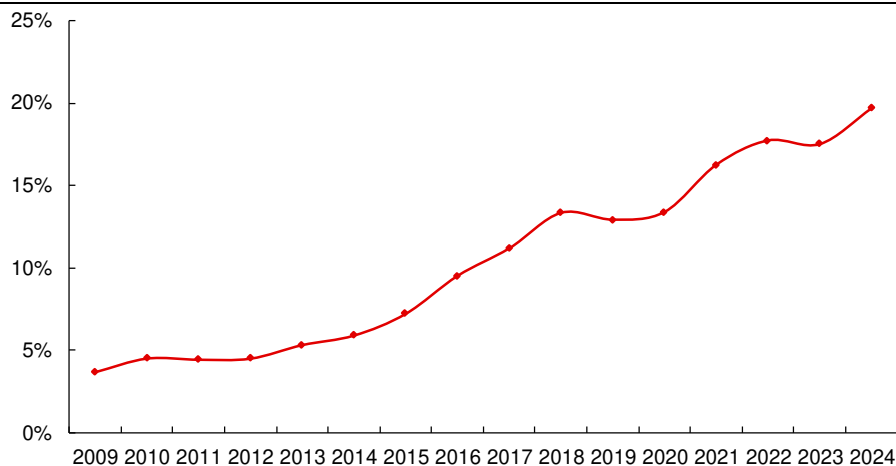


资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

面向未来：新空间在打开 管道的竞争优势仍在

收入受需求制约，市占率仍在提升之中。虽然伟星近两年 PPR 管收入出现下降，但我们认为核心原因在于行业需求的下滑，2021 年地产销售面积 17.9 亿平米，到了 2024 年下滑至 9.7 亿平米，降幅 50%左右。对应的家装管材需求即使考虑部分翻新需求的稳定，测算也下滑 30%左右。公司 2021 年 30.9 亿，2024 年 29.4 亿，降幅明显小于地产以及行业下滑幅度，测算市占率提升至近 20%水平。

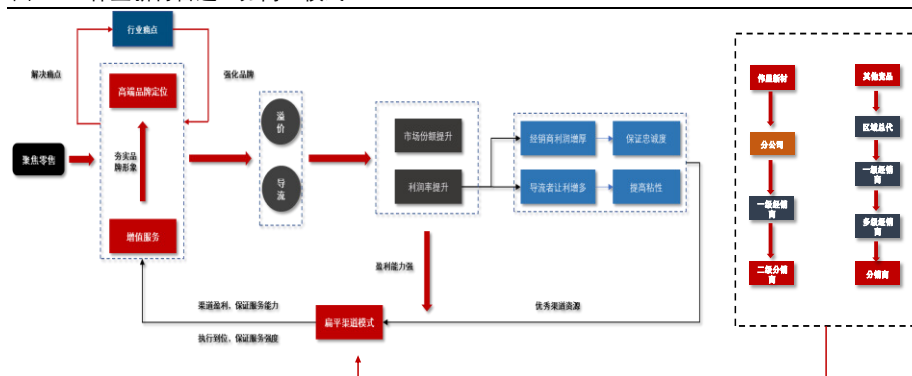
图 21：测算公司市占率仍在稳步提升



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：通过市场空间测算以及公司 PPR 管收入数据进行测算）

持续证明商业模式的有效性。伟星模式即品牌、服务与产品的嵌套。针对行业痛点，打造高端的品牌并进行星管家服务，使得公司产品溢价明显。丰厚的渠道利润，使得扁平化的渠道拥有充足的服务能力及服务强度，进而正反馈于品牌和服务。即实现了优质产品+专业服务+扁平渠道的利益一体化。行业困难期，即使行业价格等受到冲击，但只要隐蔽工程的痛点依然存在，伟星模式会给渠道经销商足够的生存空间。

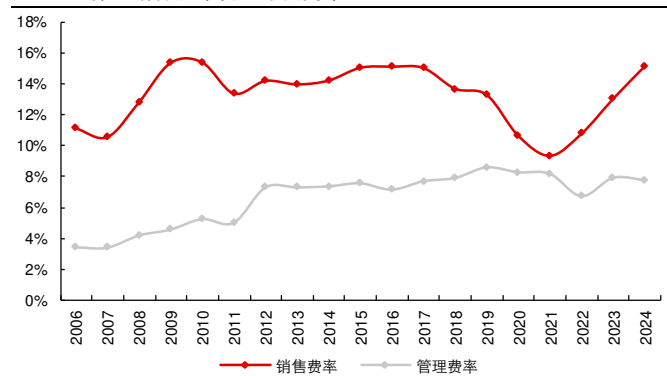
图 22：伟星新材管道业务商业模式



资料来源：公司公告，长江证券研究所

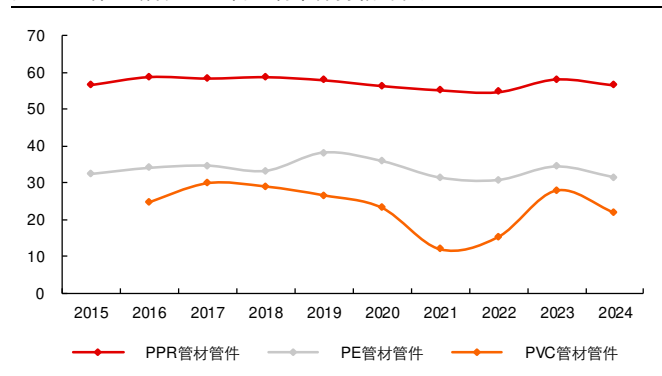
坚持长期主义价值观。公司面对竞争压力的加大，战术层面灵活应对的同时，战略层面继续坚持三高定位，即“高端品牌、高端服务、高端价值”，坚持可持续发展、稳健经营思路。直观数据看，虽然近几年需求压力较大且竞争压力增加，但公司核心产品 PPR 管的毛利率依然保持稳定，甚至工程占比较高的 PE 及 PVC 管下滑幅度也依然有限。且面临的竞争压力加大，并未选择品牌和服务的收缩，反而公司选择了加大市场营销以及服务管控，巩固品牌优势。

图 23：伟星新材历年管理与费用率



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 24：伟星新材 PPR 管毛利率保持相对稳定 (%)



资料来源：公司公告，长江证券研究所

治理结构稳定，股东利益一致奠定基础。公司控股股东为伟星集团，公司治理理念与集团一脉相承，坚持可持续发展的战略，职业经理人的运行模式保证了长期战略的稳定。且长期进行以股权激励为代表的激励机制也保证了管理层与公司以及股东利益的一致性，经营动力充足；股东回报的角度同样如此，公司长期坚持高分红的策略，保证了稳定的股东回报。

表 2：公司历史上的股权激励情况

公告日期	2020-12-02	2016-05-17	2011-12-09
激励标的物	股票	股票	期权
激励方式	上市公司定向发行股票	上市公司定向发行股票	授予期权,行权股票来源为上市公司定向发行股票
激励总数(万股/万份)	1,900	1,800	1,000
激励总数占当时总股本比例(%)	1	3	4
期权初始行权价格(股票转让价格)	7	7.23	17.39
有效期(年)	4	4	4
预案公告日	2020-09-23	2016-02-27	2011-11-19
股东大会公告日	2020-10-16	2016-04-30	2011-12-06
首次实施公告日	2020-12-02	2016-05-17	2011-12-09

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 3：公司保持长期高分红

	归母净利润(亿元)	现金分红总额(亿元)	股利支付率
2010	1.70	0.76	44.7%
2011	2.19	2.03	92.5%
2012	2.36	2.03	85.9%
2013	3.2	2.70	85.5%
2014	3.88	2.67	68.9%
2015	5	3.58	73.9%
2016	6.71	4.65	69.4%
2017	8.21	6.05	73.7%
2018	9.78	7.87	80.4%
2019	9.83	7.87	80.0%
2020	11.93	7.96	66.7%
2021	12.23	9.55	78.1%
2022	13.0	9.55	73.6%
2023	14.32	12.57	87.8%
2024	9.53	9.43	99.0%
2025H1	2.71	1.57	58.0%

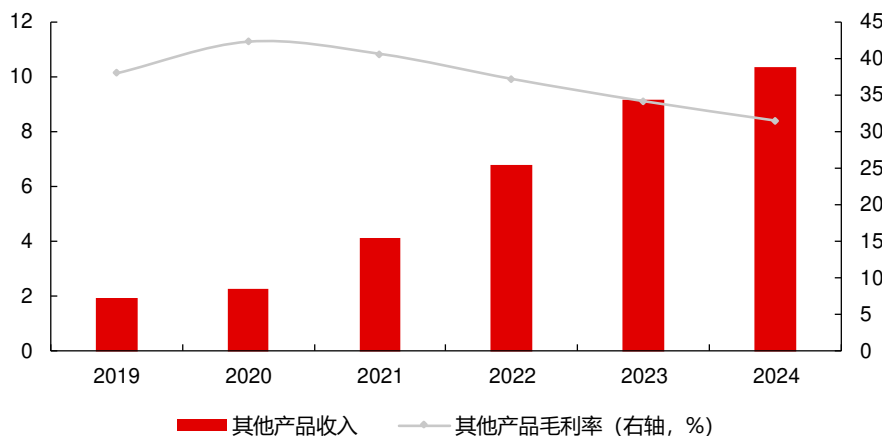
资料来源：Wind，长江证券研究所

同心圆产品模式成熟

防水净水发展复盘。1) 净水：2015 年公司推出前置过滤器，产品德国生产；2019 年公司推进前置过滤器的国产化，成立净水子公司，并建立“VASEN”净水器品牌，并不断丰富产品线，包括净水机、壁挂式管线机等。2) 防水：2017 年 1 月 5 日，公司设立上海伟星新材料科技有限公司，涉足防水材料领域；2022 年重庆防水奠基并于 2024 年竣

工。整体看，2022 年之前防水净水保持快速增长，2023 年、2024 年增速放缓；分产品看，防水业务 2023 年以来保持相对稳定，但净水业务因去库等影响下滑较多。

图 25：伟星新材其他产品收入（亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

防水：模式成熟，差异化优势凸显。公司防水业务在起步阶段，发展战略经历几次调整，从单一产品铺货销售逐步形成产品+服务的差异化模式，且与管道相比，防水的服务更进一步，为施工+验收+质保的模式。与竞品相比，因为差异化的服务解决消费者痛点（与管道似，担心漏水二次损失），公司防水产品实现了更高的溢价。参考 PPR 管星管家，防水的模式有望持续自我强化，且随着存量零散需求增加，施工服务的要求也会提高，公司的市占率有望继续提升。

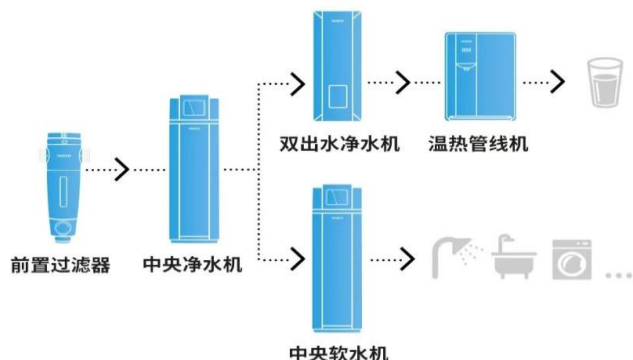
图 26：伟星新材咖乐涂模式



资料来源：公司公告，长江证券研究所

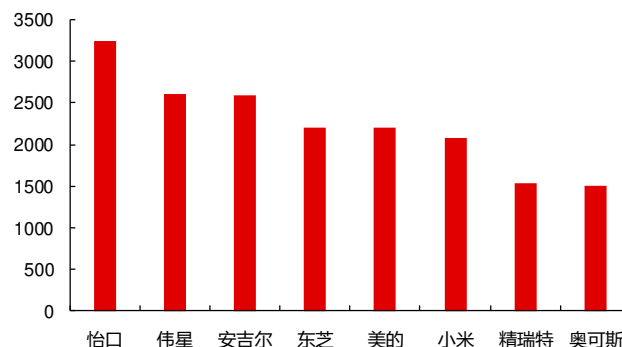
净水：坚持高端，拐点有望出现。前置过滤器在水管入户前安装，因此和公司协同效应较强，公司有先发优势，前几年增长较快但近几年竞争加剧；末端净水器更接近小家电，产品占比逐步提高，我们认为也是公司未来净水重点方向。从末端净水产品的价格定位来看，公司依然坚持走高端路线，与此同时也匹配了更好的服务，如上门安装、检测水质 TDS 值、全屋净水器质保 3 年、免费上门更换滤芯等。考虑渠道库存去化接近尾声、公司净水服务体系以及销售渠道的完善，我们认为净水业务有望出现经营拐点。

图 27：伟星新材净水产品体系



资料来源：VASEN 伟星，长江证券研究所

图 28：部分品牌末端净水器价格对比（元）



资料来源：天猫商城，长江证券研究所

全屋水系统面向未来

全屋水系统正式上市。公司对系统集成模式的探索在几年之前已经开始，从单个子系统的产品体系形成以及服务模式的成熟，再到系统之间的耦合。2025 年 8 月 10 日，伟星全屋水生态系统正式发布，以系统集成的理念打造给水、排水、防水、采暖 4 大子系统。具体来看：

图 29：伟星新材全屋水生态系统



资料来源：公司官网，长江证券研究所

1) 给水系统：包括安全舒适系统、热水循环系统、全屋净水系统。以原管道模式为基础，依循用户习惯定制管路 with 净水规划，从源头到末端保证水质纯净、水压稳定、水温舒适。

2) 排水系统：包括 SPM 中央集中排水系统、青韵静音排水系统。通过安全防护与零感体验双轨设计，系统性破解“堵、漏、臭、噪”行业痛点，让排水隐形无感、安心可靠。

图 30：伟星新材给水系统



资料来源：VASEN 伟星，长江证券研究所

图 31：伟星新材排水系统



资料来源：VASEN 伟星，长江证券研究所

3) 防水系统：包括防水产品系列、堵漏宝、胶黏剂、美缝剂等辅材。聚焦室内防水，构建全效生态卫士、刚柔并济护卫、齿形铠甲防水三大防护体系，以多场景适配能力筑牢室内防水屏障，隔绝渗漏隐患。

4) 采暖系统：以地暖产品销售及安装为主，推出能效、舒享、尊享三大系列，精准匹配不同家庭的取暖需求，让温暖体验更贴合生活。

图 32：伟星新材采暖系统



资料来源：VASEN 伟星，长江证券研究所

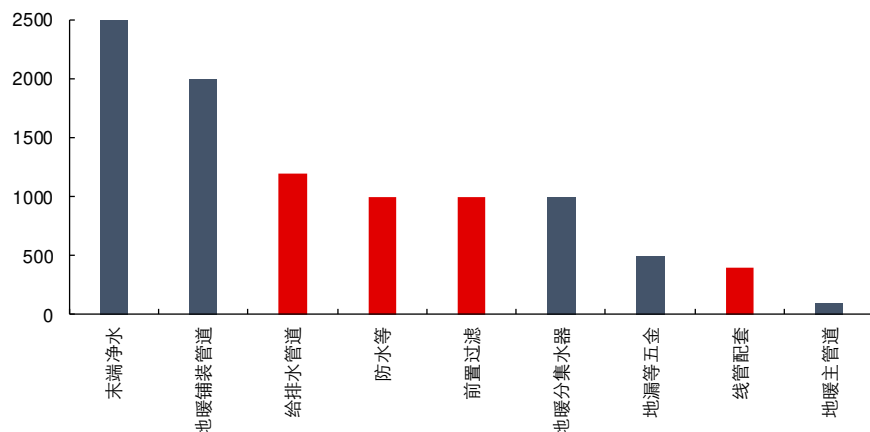
图 33：伟星新材防水系统



资料来源：VASEN 伟星，长江证券研究所

水系统的推进意味着空间的打开。从公司收入结构看，防水净水仍处于发展初期，2024年管道销售占比 84%左右，产品销售相对单一。全屋水系统的推进有望打开公司面向的市场空间，过往给水管道终端客单价约为 1000-2000 元/户，若后续末端净水、防水涂料等配套率提升，以及采暖系统带动地暖管、分集水器需求，单户价值量有望接近万元水平。当前部分观点认为公司管道市占率偏高，水系统推进将打开公司长期成长空间。

图 34：全屋水系统涉及部分材料行业平均客单价（元/户）



资料来源：天猫商城等，长江证券研究所

外延收购提升系统集成能力。与吉博力类似，公司在转型期遇到过往相对薄弱的方面也采取了收并购的方式补强。如 2022 年收购新加坡捷流，提升给排水系统设计能力；2023 年 9 月收购浙江可瑞，提升新风空调等舒适家系统的整合能力。此外公司内生也在进行持续的产品升级，如末端净水产品，一年时间已有多个产品迭代。

表 4：公司近几年针对系统集成能力的几次收并购

时间	标的	补强方向
2022	新加坡捷流	给排水系统设计能力，并提升大型公建项目系统集成能力
2023	浙江可瑞	住宅舒适家居系统集成（中央采暖、空调、热泵、净水等九大系统）
2023	广州合信	新加坡捷流的中国区域经销商

资料来源：公司公告，长江证券研究所

品牌形象持续升级。2019 年，伟星新材对品牌形象进行升级，启用全新商标“VASEN 伟星”；2024 年公司签约刘诗诗为公司“水生态代言人”；2024 年 7 月推出“大象威森”IP 形象，凸显“专业、高端、进取”的品牌内涵，提升品牌形象。同时加大品牌传播力度，2022-2024 年公司销售费率整体有所提升。

服务能力也在迭代完善。在原有扁平化渠道管理以及管道星管家服务的基础上，公司也在持续加强针对系统集成的服务能力。如成立区域性的服务分公司，强化对渠道的服务能力以及施工资源的整合能力；如伟星采暖系统针对性服务模式的落地，从设计、施工到售后保障实现全程跟踪；再如伟星防水“咖乐涂”、伟星净水的安装服务等。

图 35：伟星新材品牌形象“大象威森”



资料来源：VASEN 伟星，长江证券研究所

投资建议：公司的竞争优势依然明显，参考吉博力发展历史，我们认为公司当前坚持的长期战略清晰且正确，未来随着全屋水系统的展开和优化，长期成长空间正在打开。预计 2025、2026 年归属净利润约为 9.3、9.7 亿，对应 PE 约 18、17 倍。

风险提示

- 1、地产需求持续下行。家装管道行业需求与地产相关度高，若后续地产销售持续下行，对应行业需求或将承压。
- 2、新业务开展进度较慢。公司全屋水系统业务具有较大的发展空间，但相对以往管道业务，其业务模式更加复杂，管理要求更高，后续关注业务落地的节奏。
- 3、竞争格局出现恶化。若行业需求持续下行，行业竞争生态存在继续恶化的可能，或出现部分企业以低价换取市场的现象。
- 4、原材料价格大幅上行。管道生产成本中，原材料占比较高，其中 PPR 等原材料当前处于较低水平，若未来价格大幅上涨或可能会对行业盈利产生一定影响。
- 5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。我们预计若随着地产销售企稳，行业需求有望逐步企稳。基于上述假设，我们预测 2025-2026 年公司营收分别为 58 亿元、61 亿元，增速分别为-8%、5%；预计 2025-2026 年归母净利润分别为 9.3 亿元、9.7 亿元，同比增速分别为-3%、4%。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及预期等，极端悲观假设下，若行业需求继续承压、盈利能力依然承压等，则公司未来收入/业绩增速或受影响，假设极端悲观情况下，2025、2026 年公司营业收入同比增速分别降低至-10%、-2%；毛利率同比小幅下降，则对应测算归母净利润同比增速将分别降低至-7%、-4%

表 5：公司敏感性分析

单位：百万元	基准情形			悲观情形		
	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
营业收入	6267	5781	6077	6267	5640	5527
——yoy	-2%	-8%	5%	-2%	-10%	-2%
毛利率	42%	41%	41%	42%	40%	39%
归属净利润	953	929	970	953	890	857
——yoy	-34%	-3%	4%	-34%	-7%	-4%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6267	5781	6077	6401	货币资金	1732	2504	3477	4545
营业成本	3652	3397	3557	3727	交易性金融资产	801	856	856	856
毛利	2615	2384	2520	2675	应收账款	539	472	486	508
%营业收入	42%	41%	41%	42%	存货	951	878	919	963
营业税金及附加	63	55	58	61	预付账款	56	51	53	56
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	209	198	202	206
销售费用	948	879	912	954	流动资产合计	4289	4958	5994	7134
%营业收入	15%	15%	15%	15%	长期股权投资	253	253	253	253
管理费用	294	283	286	288	投资性房地产	4	4	4	4
%营业收入	5%	5%	5%	5%	固定资产合计	1315	1315	1315	1315
研发费用	192	185	188	192	无形资产	393	393	393	393
%营业收入	3%	3%	3%	3%	商誉	13	13	13	13
财务费用	-45	-21	-30	-38	递延所得税资产	24	31	31	31
%营业收入	-1%	0%	0%	-1%	其他非流动资产	340	337	337	337
加: 资产减值损失	-86	0	0	0	资产总计	6632	7305	8340	9481
信用减值损失	-21	-10	-10	-5	短期贷款	10	10	10	10
公允价值变动收益	1	55	0	0	应付款项	435	406	425	445
投资收益	26	23	24	26	预收账款	0	0	0	0
营业利润	1141	1117	1169	1290	应付职工薪酬	207	187	196	205
%营业收入	18%	19%	19%	20%	应交税费	89	81	85	90
营业外收支	1	-3	-3	-3	其他流动负债	563	516	539	564
利润总额	1142	1114	1166	1287	流动负债合计	1304	1199	1255	1314
%营业收入	18%	19%	19%	20%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	182	176	187	206	应付债券	0	0	0	0
净利润	960	938	980	1081	递延所得税负债	33	34	34	34
归属于母公司所有者的净利润	953	929	970	1070	其他非流动负债	60	56	56	56
少数股东损益	7	9	10	11	负债合计	1397	1289	1344	1404
EPS (元)	0.61	0.58	0.61	0.67	归属于母公司所有者权益	5093	5865	6835	7905
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	142	151	161	172
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	5235	6016	6996	8077
经营活动现金流净额	1147	910	951	1045	负债及股东权益	6632	7305	8340	9481
取得投资收益收回现金	47	23	24	26	基本指标				
长期股权投资	-19	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-351	-3	-3	-3	每股收益	0.61	0.58	0.61	0.67
其他	-43	3	0	0	每股经营现金流	0.72	0.57	0.60	0.66
投资活动现金流净额	-366	23	21	23	市盈率	20.70	18.02	17.25	15.63
债券融资	0	0	0	0	市净率	3.95	2.85	2.45	2.12
股权融资	0	-11	0	0	EV/EBITDA	13.87	13.03	11.68	9.78
银行贷款增加 (减少)	9	0	0	0	总资产收益率	14.4%	12.7%	11.6%	11.3%
筹资成本	-1436	-157	0	0	净资产收益率	18.7%	15.8%	14.2%	13.5%
其他	-42	0	0	0	净利率	15.2%	16.1%	16.0%	16.7%
筹资活动现金流净额	-1469	-168	0	0	资产负债率	21.1%	17.6%	16.1%	14.8%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-688	765	973	1068	总资产周转率	0.90	0.83	0.78	0.72

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知范围内，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。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。