

**投资评级 优于大市 维持**

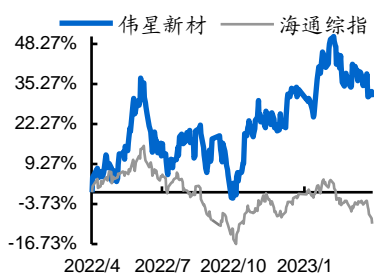
# 逆风期实现稳健增长，同心圆占比继续提升

**股票数据**

04月28日收盘价(元)	22.13
52周股价波动(元)	16.88-26.66
总股本/流通A股(百万股)	1592/1454
总市值/流通市值(百万元)	37748/34464

**相关研究**

《成本下行及同心圆产品驱动利润增长》  
 2022.10.29  
 《户均价值提升拉动收入增长》2022.08.18

**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.4	-4.7	1.2
相对涨幅(%)	1.0	-3.3	5.9

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 冯晨阳

Tel: (021) 23212081

Email: fcy10886@haitong.com

证书: S0850516060004

分析师: 申浩

Tel: (021) 23154114

Email: sh12219@haitong.com

证书: S0850519060001

分析师: 潘莹练

Tel: (021) 23154122

Email: py110297@haitong.com

证书: S0850517070010

**投资要点:**

**事件:** 近日公司公布2022年报及2023年一季报, 公司2022年收入同比+8.9%、至70亿元; 归母净利润同比+6.1%、至13.0亿元。23Q1公司收入同比-10.9%、至9.0亿元; 归母净利润同比+48.2%、至1.7亿元。

**点评:**

- **22Q4、23Q1 合计收入同比+10%; 22H2 公司拳头产品 PPR 管收入增长表现亮眼, 防水净水继续高增长、收入占比达 10%。**

公司22Q4、23Q1收入分别同比+18.2%、-10.9%, 增速波动较大, 为剔除疫情管控优化以及春节因素对收入波动影响, 我们测算公司22Q4+23Q1合计收入相比21Q4+22Q1增长10%, 显示出公司在房地产行业低景气时期仍实现逆势增长。

1) **PPR管:** 我们认为公司良好的渠道开拓能力帮助公司份额稳步提升(2022年末网点3万个、同比持平, 塑料管道行业2022年或首次出现负增长), 2022年公司PPR管收入同比+6.4%、至约32.8亿元, 其中22H2收入同比+14.0%。23Q1公司合同负债4.4亿元, 分别同比-25%、环比+7%。2) **PE、PVC管:** 2022年公司PE、PVC管收入分别约17.8、11.0亿元, 分别同比+3.7%、+7.9%, 其中22H2分别同比+4.4%、+1.9%, 我们认为家装电线管同心圆渠道推进帮助PVC管实现稳步增长。23Q1公司应收票据及应收账款+应收款项融资4.7亿元、同比-1%, 应收控制良好。3) **防水、净水:** 公司同心圆新业务(包括防水、净水, 计入其他产品收入)增长亮眼, 2022年公司其他产品收入约6.8亿元、同比+64.8%, 22H2同比+65.3%, 占总收入比重同比+4pct、至10%。其中防水生产经营主体上海伟星新材料科技2022年收入2.5亿元、同比+70%(22H2同比+79%), 净利润0.5亿元、同比+108%(22H2同比+156%)。23Q1公司少数股东损益同比+72.7%, 显示公司防水业务继续保持高增长。4) **分区域:** 2022年公司西部、国外地区收入增速分别为13%、74%, 显示公司在非核心市场拓展进展顺利。

- **维持“优于大市”评级。**我们预计公司2023~2025年EPS分别约0.94、1.08、1.24元, 给予2023年PE 22~26倍, 合理价值区间为20.68~24.44元/股。
- **风险提示。**地产销售失速; 市政工程资金紧张; 原材料价格大幅提升。

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6388	6954	7954	9379	11051
(+/-)YoY(%)	25.1%	8.9%	14.4%	17.9%	17.8%
净利润(百万元)	1223	1297	1503	1723	1980
(+/-)YoY(%)	2.6%	6.1%	15.8%	14.7%	14.9%
全面摊薄EPS(元)	0.77	0.81	0.94	1.08	1.24
毛利率(%)	39.8%	39.8%	38.8%	38.2%	37.6%
净资产收益率(%)	24.9%	24.4%	26.5%	28.5%	30.4%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

● **拳头产品 PPR 管盈利能力稳定，22H2 成本压力趋缓；23Q1 综合毛利率同比微增。**

随着原油价格回落，22H2 公司各项业务毛利率降幅压力逐步缓解，2022 年 PPR、PE、PVC 管、其他产品毛利率分别同比-0.5、-0.7、+3.3、-3.4pct，其中 22H2 分别同比-0.2、+1.4、+4.9、-8.1pct，我们认为其他产品（防水、净水）产品品类逐步增加，结构变化对毛利率有一定影响。23Q1 公司综合毛利率同比+0.6pct、至 37.2%。

● **投资收益较大幅度增厚 23Q1 盈利水平。**

23Q1 公司销售费用率、管理+研发费用率分别同比+2.5pct、+1.4pct，我们预计费用率增加主要系收入同比下降影响。23Q1 公司录得投资收益 6988 万元（占利润总额 35%）、同比+8976 万元，主要系宁波东鹏合立股权投资公允价值变动收益增加所致。

● **23Q1 原材料采购增加带动付现比提升。** 23Q1 公司收现、付现比例分别同比+11pct、+25pct，付现比提升主要系公司原材料采购增加。

表 1 A 股同类可比上市公司估值

代码	简称	收盘价(元)	EPS (元人民币/股) 一致预期				PE (倍)			PB (倍)
		2023-4-27	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	(按最新每股净资产计算)	
603898.SH	好莱客	10.10	1.38	1.04	1.20	7.3	9.7	8.4	1.1	
300616.SZ	尚品宅配	21.90	0.58	1.10	1.30	37.9	20.0	16.8	1.2	
002572.SZ	索菲亚	19.78	1.17	1.46	1.72	17.0	13.6	11.5	3.1	
603833.SH	欧派家居	115.88	4.41	5.23	6.12	26.3	22.1	18.9	4.4	
603816.SH	顾家家居	37.93	2.30	2.62	3.09	16.5	14.5	12.3	3.7	
<b>平均值</b>						<b>21.0</b>	<b>16.0</b>	<b>13.6</b>	<b>2.7</b>	

资料来源：WIND，海通证券研究所。注：盈利预测采用 WIND 一致预期。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>6954</b>	<b>7954</b>	<b>9379</b>	<b>11051</b>
每股收益	0.81	0.94	1.08	1.24	营业成本	4189	4864	5797	6896
每股净资产	3.35	3.56	3.80	4.09	毛利率%	39.8%	38.8%	38.2%	37.6%
每股经营现金流	0.96	0.97	1.10	1.26	营业税金及附加	58	72	84	99
每股股利	0.60	0.75	0.87	1.00	营业税金率%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	750	835	985	1160
P/E	29.09	25.12	21.90	19.07	营业费用率%	10.8%	10.5%	10.5%	10.5%
P/B	7.09	6.66	6.23	5.80	管理费用	278	318	356	398
P/S	5.43	4.75	4.02	3.42	管理费用率%	4.0%	4.0%	3.8%	3.6%
EV/EBITDA	18.78	20.01	17.46	15.16	EBIT	1490	1626	1875	2166
股息率%	<b>2.5%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.7%</b>	<b>4.2%</b>	财务费用	-60	-72	-84	-97
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.9%	-0.9%	-0.9%	-0.9%
毛利率	39.8%	38.8%	38.2%	37.6%	资产减值损失	-29	-8	-9	-11
净利润率	18.7%	18.9%	18.4%	17.9%	投资收益	-17	30	30	30
净资产收益率	24.4%	26.5%	28.5%	30.4%	<b>营业利润</b>	<b>1533</b>	<b>1770</b>	<b>2030</b>	<b>2331</b>
资产回报率	18.7%	20.1%	21.1%	22.1%	营业外收支	2	-2	-2	-2
投资回报率	23.2%	23.9%	25.8%	27.7%	<b>利润总额</b>	<b>1535</b>	<b>1768</b>	<b>2028</b>	<b>2329</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1642	1726	1975	2266
营业收入增长率	8.9%	14.4%	17.9%	17.8%	所得税	224	260	298	342
EBIT 增长率	8.4%	9.2%	15.3%	15.5%	有效所得税率%	14.6%	14.7%	14.7%	14.7%
净利润增长率	6.1%	15.8%	14.7%	14.9%	少数股东损益	14	6	7	8
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>1297</b>	<b>1503</b>	<b>1723</b>	<b>1980</b>
资产负债率	21.5%	22.5%	24.1%	25.7%					
流动比率	3.64	3.36	3.07	2.83	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	2.88	2.59	2.29	2.05	货币资金	3177	3210	3285	3404
现金比率	2.34	2.08	1.79	1.57	应收账款及应收票据	444	508	599	706
<b>经营效率指标</b>					存货	892	1035	1234	1468
应收帐款周转天数	23.32	23.32	23.32	23.32	其它流动资产	414	450	500	560
存货周转天数	77.69	77.69	77.69	77.69	流动资产合计	4927	5203	5619	6137
总资产周转率	1.00	1.06	1.15	1.23	长期股权投资	278	278	278	278
固定资产周转率	5.39	5.24	5.34	5.52	固定资产	1289	1518	1755	2002
					在建工程	65	95	125	155
					无形资产	286	286	286	286
					非流动资产合计	2011	2270	2538	2814
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>6939</b>	<b>7473</b>	<b>8157</b>	<b>8952</b>
净利润	1297	1503	1723	1980	短期借款	14	0	0	0
少数股东损益	14	6	7	8	应付票据及应付账款	438	509	607	722
非现金支出	190	108	109	111	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	15	-28	-28	-28	其它流动负债	903	1038	1225	1445
营运资金变动	16	-38	-55	-65	流动负债合计	1355	1547	1831	2166
<b>经营活动现金流</b>	<b>1531</b>	<b>1550</b>	<b>1756</b>	<b>2006</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-205	-332	-332	-332	其它长期负债	133	133	133	133
投资	150	0	0	0	非流动负债合计	133	133	133	133
其他	-48	30	30	30	<b>负债总计</b>	<b>1488</b>	<b>1680</b>	<b>1964</b>	<b>2300</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-104</b>	<b>-302</b>	<b>-302</b>	<b>-302</b>	实收资本	1592	1592	1592	1592
债权募资	0	-14	0	0	归属于母公司所有者权益	5327	5664	6056	6508
股权募资	98	0	0	0	少数股东权益	123	129	136	144
其他	-971	-1202	-1379	-1585	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>6939</b>	<b>7473</b>	<b>8157</b>	<b>8952</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-874</b>	<b>-1216</b>	<b>-1379</b>	<b>-1585</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>559</b>	<b>32</b>	<b>76</b>	<b>118</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 27 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

冯晨阳 建筑建材行业  
申浩 建筑建材行业  
潘莹练 建筑建材行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 鲁阳节能,天山股份,凯盛新能,中国巨石,东鹏控股,帝欧家居,松霖科技,华瓷股份,南玻 A,华新水泥,三棵树,雨中情,马可波罗,皇派家居,伟星新材,兔宝宝,科顺股份,亚士创能,玉马遮阳,海螺水泥,长海股份,中材科技,东方雨虹,再升科技,山东玻纤,惠达卫浴,垒知集团,北新建材,上峰水泥,信义玻璃

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。