

2023年08月02日

# 渠道赋能潜力显现，优服务打造差异化竞争

## 东鹏控股(003012)

► **建陶头部企业，业绩恢复超预期。**东鹏品牌诞生于 1996 年，是建陶行业首家导入品牌战略的企业，2020 年在深交所 A 股上市，2022 年营业收入排名建陶行业前三。公司实行“一体两翼”战略，瓷砖为主，洁具和新兴业务为辅。受益于经销和直营零售渠道，公司预计 2023H1 归母净利润为 3.58-4.12 亿元，同比增长 202.65%-248.30%，业绩超过了 2020 年同期水平，扣非中值超过 2021H1 历史最好水平，恢复超预期。

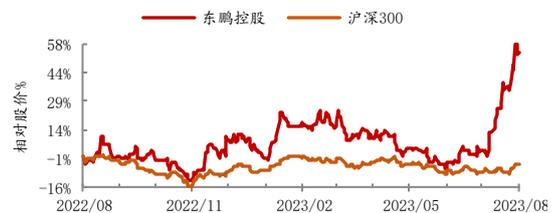
► **行业持续集中，岩板、生态石等高值产品提供新动力。**2013 年开始环保要求趋严，“煤改气”项目加快推进，建陶行业污染物排放标准提高，同时行业走向成熟，据建筑卫生陶瓷协会数据，2016-2022 年建筑陶瓷产量出现下降趋势，从 102.6 亿平方米峰值降至 73.1 亿平方米，年均增长率为-5.49%。同时规上企业数量从 2017 年的 1402 家减少到 2022 年的 1026 家，过去两年生产线去化 10%，规上企业平均收入从 1.98 亿元增加到 3.25 亿元，年均增长率高达 10.46%。建陶行业向头部集中趋势明显；近年公司推出了岩板、免烧制生态石产品，23H1 中大规格高值产品销售占比提升至 29%，新零售线上全域营销势能扩大顺应绿色建材发展方向，有望开拓新增长曲线。

► **渠道及供应链布局全国，独创共享仓竞争力显现。**公司以经销零售为主，凭借长期的渠道建设和生产基地规划，公司在全国范围内拥有近 7000 家门店网点，在广东、江西、湖南、山西、山东和重庆等省市建设了十大生产基地。与行业其他领先企业相比，公司门店数量较多、生产基地布局全国化程度较高。此外，公司独创共享仓模式，有效保障了中小经销商的利益，增强了公司在下沉市场的竞争力。以瓷砖渠道为核心，公司提供整体设计、整体装修、门店产品展示等服务，助力实施“1+N”产品战略，未来有望实现协同。

► **盈利预测。**我们预计 2023-2025 年公司收入 83.54/96.56/111.90 亿元，同比增速 20.6%/15.6%/15.9%，归母净利润 7.41/9.24/10.92 亿元，同比增速 266.6%/24.8%/18.2%，EPS0.63/0.79/0.93 元，对应 8 月 1 日 12.13 元收盘价 19.21/15.40/13.03xPE。首次覆盖予以“买入”评级。

### 评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	12.13
股票代码:	003012
52 周最高价/最低价:	12.98/6.91
总市值(亿)	142.28
自由流通市值(亿)	77.95
自由流通股数(百万)	642.62



分析师: 戚舒扬  
邮箱: qisy1@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120523020003  
联系电话:

研究助理: 金兵  
邮箱: jinbing@hx168.com.cn  
SAC NO:  
联系电话:

### 风险提示

需求不及预期、渠道潜力不及预期、系统性风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,979	6,930	8,354	9,656	11,190
YoY (%)	11.5%	-13.1%	20.6%	15.6%	15.9%
归母净利润(百万元)	154	202	741	924	1,092
YoY (%)	-82.0%	31.5%	266.6%	24.8%	18.2%
毛利率 (%)	29.6%	29.7%	30.7%	31.6%	31.7%
每股收益 (元)	0.13	0.17	0.63	0.79	0.93
ROE	2.1%	2.8%	9.5%	10.6%	11.1%
市盈率	93.31	71.35	19.21	15.40	13.03

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 正文目录

1. 建筑陶瓷行业龙头，渠道赋能恢复超预期.....	5
1.1. 历史悠久行业领先，转型产品+服务提供商.....	5
1.2. 股权激励灵活调整，新管理层换届完成.....	6
1.3. 收入利润稳步增长，三费投入仍处高位.....	8
2. 环保趋严催化集中度提升，岩板产品孕育第二增长曲线.....	9
2.1. 上游行业竞争充分，下游随房地产周期波动.....	9
2.2. 建筑陶瓷市场已进入成熟期，行业集中度渐趋提升.....	10
2.3. 环保政策趋严，岩板有望提供需求增量.....	12
3. 渠道深化巩固核心优势，服务转型助力场景化销售.....	14
3.1. 重视研发，走绿色发展之路.....	14
3.2. 全国布局完成，渠道优势显现.....	15
3.3. 全国产能规模化布局，共享仓模式行业首创.....	17
3.4. 品牌运营历史悠久，广告投入力度大.....	19
3.5. 优服务助力差异化竞争，整装场景推动产品协同.....	20
3.6. 利用现有优势，公司有望在卫生陶瓷领域实现协同.....	21
4. 盈利预测和估值.....	23
5. 风险提示.....	25

## 图表目录

图 1 公司发展历程.....	5
图 2 港珠澳大桥.....	6
图 3 北京大兴机场国际机场.....	6
图 4 公司股权结构情况（截至 2023 年 7 月 26 日）.....	6
图 5 2020-2022 年营业收入快速增长.....	8
图 6 2014-2022 年归母净利润稳步增长.....	8
图 7 毛利率、净利率维持高水平.....	8
图 8 2018-2022 年费用率稳定.....	8
图 9 有釉砖兴起，逐渐替代无釉砖生态位.....	9
图 10 分产品毛利率.....	9
图 11 建筑陶瓷行业上下游产业链.....	10
图 12 2010-2022 年建筑陶瓷产量先升后降.....	10
图 13 2017-2022 年建陶行业规模以上企业逐渐出清.....	10
图 14 2022 年五大头部建筑陶瓷企业营业收入.....	11
图 15 2020-2022 年建筑陶瓷行业 CR5 市占率.....	11
图 16 岩板幕墙.....	13
图 17 岩板电视背景墙.....	13
图 18 岩板西厨岛台.....	13
图 19 岩板浴室柜.....	13
图 20 2020 至 2022 年建筑陶瓷细分品类产能变化.....	14
图 21 公司研发投入稳定增长.....	14
图 22 公司研发人员增速与研发投入同步变化.....	14
图 23 经销为主.....	16
图 24 2022 年细分渠道收入占比.....	16
图 25 各地区营业收入.....	16
图 26 2022 年部分瓷砖企业销售人员数量.....	17
图 27 部分瓷砖企业门店数量.....	17
图 28 2022 年部分瓷砖企业销售人员人均创收.....	17
图 29 2019-2022 年部分瓷砖企业销售费用率.....	17

图 30 2017-2020H1 公司生产环节 OEM 占比.....	18
图 31 2017-2020H1 公司经销与直销毛利率.....	18
图 32 共享仓模式.....	19
图 33 “金花米黄”产品掀起热潮.....	20
图 34 部分瓷砖企业广告宣传费对比.....	20
图 35 赞助知名 IP《五十公里桃花坞》.....	20
图 36 冬奥品牌宣传.....	20
图 37 “装到家”服务介绍.....	21
图 38 签约金靖为“首席空间种草官”.....	21
图 39 公司总部展厅 1+N 体验馆.....	21
图 40 2002-2022 年卫生陶瓷产量及出口量.....	22
图 41 2010-2022 年规模以上卫生陶瓷企业主营收入.....	22
图 42 2014-2022 年卫生陶瓷出口量及出口额.....	22
图 43 2014-2022 年卫生陶瓷进口量及进口额.....	22
图 44 2014-2021 年卫生陶瓷行业市场规模测算.....	23
图 45 2014-2022 年东鹏卫生陶瓷收入及增速.....	23
图 46 2022 年部分卫生陶瓷企业收入.....	23
表 1 公司 2021 年限制性股票激励计划.....	7
表 2 公司 2022 年股票期权激励计划.....	7
表 3 高管背景.....	7
表 4 2018-2022 年 500 强房地产企业建筑陶瓷品牌首选率.....	11
表 5 建筑陶瓷环保政策.....	12
表 6 岩板的特点.....	13
表 7 生态石募集项目介绍.....	15
表 8 公司销售方式介绍.....	15
表 9 部分瓷砖企业生产基地布局情况.....	18
表 10 盈利预测.....	24
表 11 可比公司估值.....	24

## 1.建筑陶瓷行业龙头，渠道赋能恢复超预期

### 1.1.历史悠久行业领先，转型产品+服务提供商

1972年，公司前身“五七大队”在佛山成立。1996年，东鹏品牌诞生，2001年完成股份制改造，2003年通过收购、租赁7家企业的方式，在全国布局了五大生产基地，2013年在港交所上市，成为我国首家港股上市的陶瓷企业，后转战大陆资本市场，于2020年在深交所A股上市。

目前公司实行“一体两翼”战略，下设瓷砖、洁具、新兴事业部，拥有瓷砖、整装卫浴、生态新材、整体家居等业务，致力于向消费者提供高品质的产品配置和舒适的空间解决方案，是国内规模最大的瓷砖、洁具产品专业制造商和品牌商之一。

图1 公司发展历程



资料来源：公司官网、南都网、新京报，华西证券研究所

零售端，公司拥有覆盖全国的营销网络，瓷砖、卫浴产品经销商体系已经覆盖了绝大部分省市，累计出口100多个国家和地区。大B端，公司与万科、碧桂园、保利、中海、华润等国内头部房地产企业建立了长期的战略合作伙伴关系。工程端，公司产品较多应用于高端项目和地标建筑，如北京奥运会、冬奥会场馆，国家大剧院、港珠澳大桥、大兴国际机场等。

图 2 港珠澳大桥



资料来源：东鹏控股微信公众号，华西证券研究所

图 3 北京大兴机场国际机场



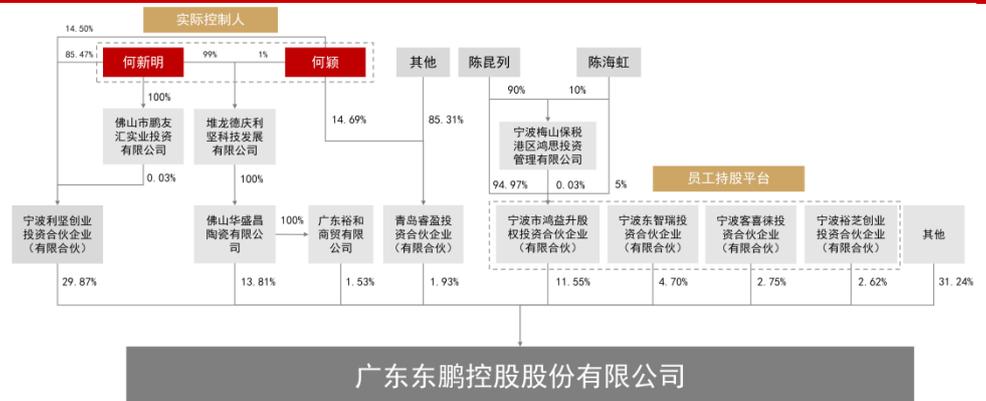
资料来源：东鹏控股微信公众号，华西证券研究所

## 1.2. 股权激励灵活调整，新管理层换届完成

何新明、何颖父女为一致行动人，是公司的控股股东，穿透持股 45.49%。宁波鸿益升、东智瑞、客喜徕、裕芝都是公司的员工持股平台，合计持股 21.65%。

公司于 2021 年实施了限制性股权激励计划，受房地产周期下行及疫情影响，未能顺利解锁。公司及时启动了 2022 年股票期权激励计划，调整了考核标准，将考核指标由扣非后归母净利润改为营业收入增长率，并将行权条件分为公司和个人两个层面，在公司层面设定了较低的触发门槛，达到目标值可以全额行权，同时结合个人业绩考核要求，达到“有待改善”等级就可以行权 70% 股份，从而充分激发了员工的积极性，为公司成长注入生机活力。

图 4 公司股权结构情况（截至 2023 年 7 月 26 日）



资料来源：天眼查，华西证券研究所

**表 1 公司 2021 年限制性股票激励计划**

归属期间	首次/预留	归属权益数量占比	股票数量(万股)	业绩考核要求
第一个归属期	首次	40%	1400	以 2020 年公司扣非净利润为基数, 2021 年扣非净利润增长率不低于 15%
第二个归属期	首次	30%	1050	以 2020 年公司扣非净利润为基数, 2022 年扣非净利润增长率不低于 32%
第三个归属期	首次	30%	1050	以 2020 年公司扣非净利润为基数, 2023 年扣非净利润增长率不低于 50%

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

**表 2 公司 2022 年股票期权激励计划**

行权期间	首次/预留	行权比例	股票数量(万股)	业绩考核要求
第一个行权期	首次	40%	1400	以 2021 年营业收入为基数, 2022 年营业收入增长率触发值为 5%, 全额行权值为 10%
第二个行权期	首次	30%	1050	以 2021 年营业收入为基数, 2023 年营业收入增长率触发值为 10%, 全额行权值为 20%
第三个行权期	首次	30%	1050	以 2021 年营业收入为基数, 2024 年营业收入增长率触发值为 15%, 全额行权值为 30%
第一个行权期	预留	50%	250	若预留部分在 2022 年授出, 则预留部分业绩考核目标与首次授予部分的一致; 若预留部分在 2023 年授出, 则预留部分各年度业绩考核目标适用 2023 年、2024 年业绩考核目标
第二个行权期	预留	50%	250	

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

**高管团队技术背景雄厚, 2023 年 5 月新管理层换届完成。**公司高管团队成员部分毕业于江西景德镇学院, 具备陶瓷学术知识, 部分拥有美的、欧普、国药等大公司从业经验, 为公司稳健发展奠定了坚实基础。2023 年 5 月 26 日公司发出了董事会、监事会完成换届选举及聘任高级管理人员和相关人员的公告, 其中原副总经理何颖女士接替何新明先生成为公司总经理, 年轻的管理层接班为公司未来发展注入了更多活力, 也代表管理层过渡的顺利完成。

**表 3 高管背景**

姓名	职务	简历
何颖	总经理	曾就职于广东天普生化医药股份有限公司, MarmeCanadaInc, 2013 年入职公司。现任公司副董事长兼总经理
黄征	副总经理 董事会秘书	曾任广州杰赛科技股份有限公司副总裁兼董事会秘书, 中国上市公司协会董事会秘书委员会常务委员和区域召集人, 现任公司董事会秘书兼副总经理
包建永	副总经理 财务总监	曾就职于佛山会计事务所、广东东鹏文化创意股份有限公司。现任公司董事, 副总经理, 财务总监
朱端明	副总经理	曾就任美的集团战略经营部, 环境电器事业部, 厨房与热水事业部营运与人力资源总监等职务, 现任公司副总经理
刘勋功	副总经理	曾任美的集团安得智联科技公司总裁, 浙江世友木业有限公司执行总裁, 现任公司副总经理
石进平	副总经理	曾任达能益力饮品有限公司销售发展总监, 欧普照明股份有限公司家居事业部总经理, 现任公司副总经理
王悦	副总经理	曾先后就职于国际商业机器有限公司、上海微创软件有限公司、惠生控股(集团)有限公司、国药控股有限公司、心诺泰医药科技有限公司, 现任公司副总经理
张兄才	副总经理	毕业于江西景德镇陶瓷学院, 曾就职于广东东鹏文化创意股份有限公司, 现任公司副总经理

资料来源: Wind, 华西证券研究所

### 1.3.收入利润稳步增长，三费投入仍处高位

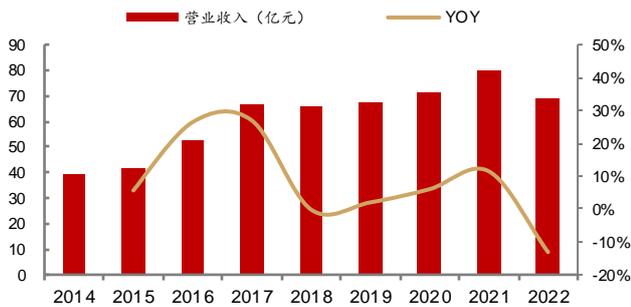
**收入利润稳步增长。**2014-2020年，公司营业收入从39.14亿元提升至71.58亿元，年均复合增长率10.59%，归母净利润也由5.83亿元提升至8.52亿元，年均复合增长率6.54%，整体呈现稳步增长态势。

2021年，公司收入端保持增长，全年实现收入79.79亿元，但受疫情多点散发、房地产“三条红线”政策、能耗双控和原材料价格上涨等因素的影响，归母净利润开始大幅下降，仅为1.54亿元。

2022年，由于疫情导致生产停滞，公司营业收入有所减少，全年实现收入69.30亿元。与此同时，公司持续加大渠道建设和广告投入的力度，销售费用、管理费用和财务费用仍然保持在较高水平，利润端仍处在相对低值，全年实现归母净利润2.02亿元。

2023年上半年，疫情政策变化，经济逐渐复苏，公司90%的利润来自经销和直营零售渠道，渠道深化效能显现。公司预计上半年归母净利润为3.58-4.12亿元，同比增长202.65%-248.30%。以中值3.35亿元计算，已经超过了2020年上半年净利润相对正常时期的2.16亿元净利润水平，业绩恢复超预期。

图 5 2020-2022 年营业收入快速增长



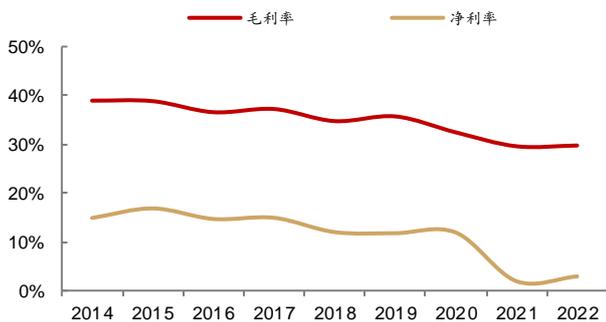
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 6 2014-2022 年归母净利润稳步增长



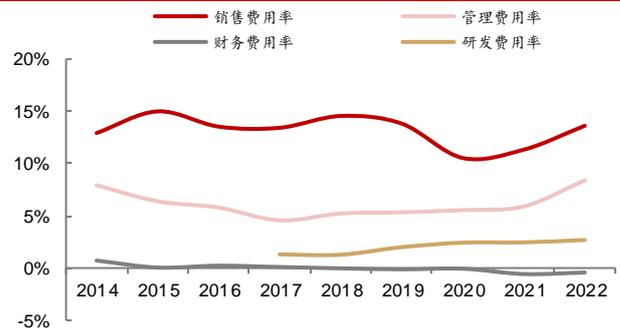
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 7 毛利率、净利率维持高水平



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 8 2018-2022 年费用率稳定



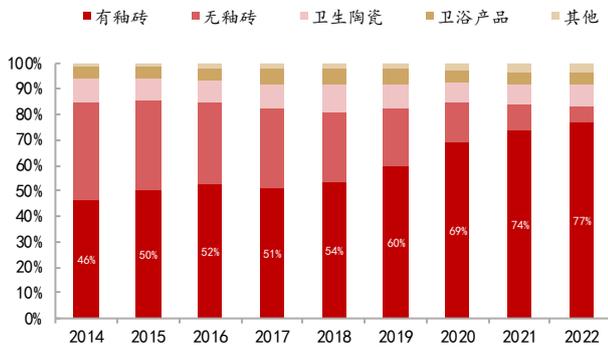
资料来源：Wind，华西证券研究所

**专注瓷砖主业，有釉砖产品渐显活力。**2014-2022年，随着居民对美好生活的追求不断提高，个性化需求日益突出，无釉砖花纹单调，可选择SKU较少，市场需求

逐年下降，而色彩丰富且性价比较高的有釉砖产品逐渐受到消费者的青睐，同期占公司收入比例由 46% 增长至 77%，逐渐替代无釉砖生态位，已成为公司核心产品。

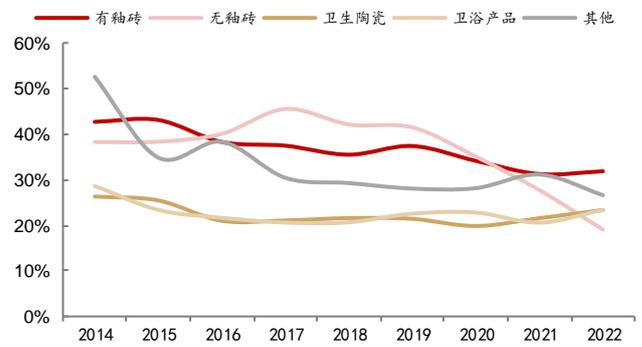
从各业务毛利率来看，瓷砖毛利率相对较低，其中，有釉砖 2014-2022 年毛利率始终保持在 30% 以上，而无釉砖 2022 年毛利率已降至 19.05%，与卫生陶瓷及卫生产品的长期毛利率水平相当。

图 9 有釉砖兴起，逐渐替代无釉砖生态位



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 10 分产品毛利率



资料来源：Wind，华西证券研究所

## 2. 环保趋严催化集中度提升，岩板产品孕育第二增长曲线

### 2.1. 上游行业竞争充分，下游随房地产周期波动

建筑陶瓷行业上游主要分为原材料开采、陶瓷生产设备和能源供应三部分。

1) 原材料方面，行业上游原材料主要包括坯料、釉料等非金属矿物材料，我国坯料、釉料开采与加工企业众多，行业竞争较为充分，价格上依存度不大。

2) 生产设备方面，我国压机、窑炉、球磨机等主要生产设备自 21 世纪以来已全面实现国产化，价格相对稳定。

3) 能源方面，建筑陶瓷行业过去以煤为主要燃料，近年在“煤改气”政策推动下，陶瓷企业逐步使用天然气，由国家统一定价。2020 年，中国陶瓷企业天然气使用率已达到 53%。由于天然气的价格相对较高，陶瓷企业的利润空间受到压缩，中小企业面临更大的生存压力。

图 11 建筑陶瓷行业上下游产业链



资料来源：新明珠招股说明书，华西证券研究所

行业下游主要为房地产住宅及商场、体育馆、机场等公共建筑，与其他建筑材料类似，行业需求主要受房地产周期影响。近年来，由于房地产市场受到政策调控和周期性下滑的影响，瓷砖市场需求在经历了一段稳定增长之后出现了回落。

## 2.2.建筑陶瓷市场已进入成熟期，行业集中度渐趋提升

市场竞争加剧、环保要求趋严，推动行业出清。2010-2016年，我国建筑陶瓷产量保持稳定增长，从75.8亿平方米提升到102.6亿平方米，年均增长率达到5.18%。然而，受到行业竞争加剧和国家环保政策影响，2016-2022年建筑陶瓷产量出现下降趋势，从102.6亿平方米降至73.1亿平方米，年均增长率为-5.49%。

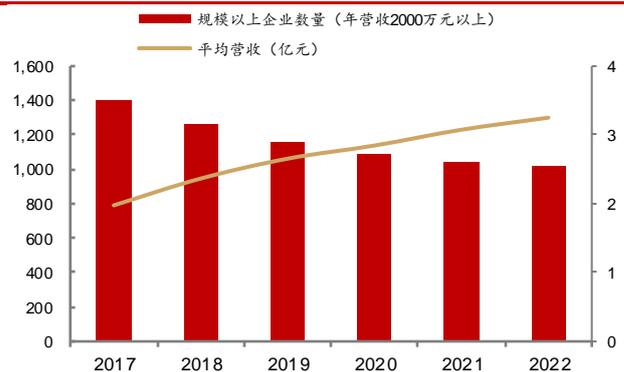
与此同时，年营收超过2000万元的规模企业数量也呈现下滑态势，从2017年的1402家减少到2022年的1026家，中小企业逐渐退出市场，头部企业占据优势，规模以上建筑陶瓷企业的平均收入从1.98亿元增加到3.25亿元，年均增长率高达10.46%。

图 12 2010-2022 年建筑陶瓷产量先升后降



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会、新明珠招股说明书、立鼎产业研究院，华西证券研究所

图 13 2017-2022 年建陶行业规模以上企业逐渐出清



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会、新明珠招股说明书、立鼎产业研究院，华西证券研究所

规模以上的 1000 余家建筑陶瓷企业可以分为三个梯队：

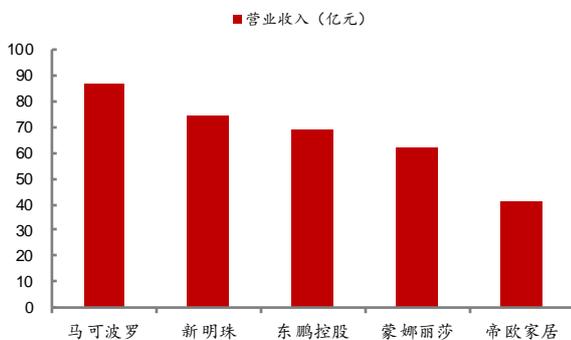
1) 第一梯队是高品质陶瓷企业，以东鹏控股、马可波罗、新明珠、蒙娜丽莎为代表。这些企业较早进入建筑陶瓷行业，技术积累深厚、产能布局完善、规模化优势明显、渠道优势突出、品牌美誉度高、产品个性化特征鲜明、市场竞争能力强。

2) 第二梯队是细分市场领先品牌，具备一定的技术实力和特色产品，能够自主设计研发新产品，销售网络规模较大，在区域或细分市场上占有一定的市场份额，但没有明显的规模优势。

3) 第三梯队是众多的中小型企业，多数没有自己的品牌和成熟的销售渠道，部分企业主要靠低价代工为头部企业接单，产能规模小，研发实力弱，在激烈的市场竞争中面临较大的生存压力。

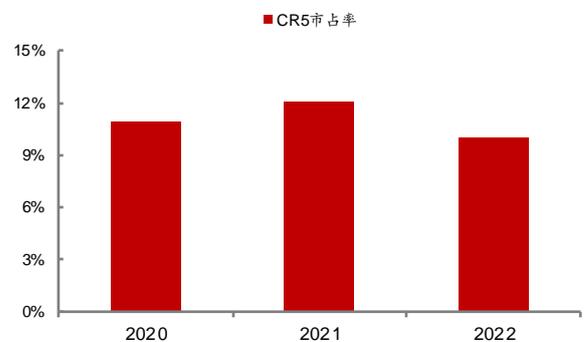
2022年，建筑陶瓷行业的头部5家企业马可波罗、新明珠、东鹏控股、蒙娜丽莎、帝欧家居的营业收入分别为86.61/74.24/69.30/62.29/41.12亿元，其中东鹏控股排名第三，头部企业之间的差距并不显著。2020-2022年，这五家企业的市场占有率总和分别为10.96%/12.09%/10.00%。考虑到规模以上企业数量超过1000家，建筑陶瓷行业整体呈现出大行业、小公司特征，市场集中度提升仍需不断演化。

图 14 2022 年五大头部建筑陶瓷企业营业收入



资料来源：各公司年报、招股说明书，华西证券研究所

图 15 2020-2022 年建筑陶瓷行业 CR5 市占率



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会、各公司年报、招股说明书，华西证券研究所

根据 2018-2022 中国房地产开发企业综合实力 TOP500 首选供应商服务商品牌测评榜单，建陶品牌首选率排名前几位的企业基本保持不变，其中马可波罗、蒙娜丽莎、欧神诺分别占据了前三的位置，东鹏也稳定在前六名之内，这四家企业的首选率总和在五年内从 64% 上升到了 71%。大 B 端在选择建筑陶瓷品牌时，更加看重品牌影响力、交付能力和性价比，大企业在竞标中具有明显的竞争优势，小型企业则难以突围。

表 4 2018-2022 年 500 强房地产企业建筑陶瓷品牌首选率

品牌	2018 年首选率	品牌	2019 年首选率	品牌	2020 年首选率	品牌	2021 年首选率	品牌	2022 年首选率
马可波罗	20%	马可波罗	20%	马可波罗	21%	马可波罗	21%	马可波罗	22%
蒙娜丽莎	17%	蒙娜丽莎	17%	蒙娜丽莎	17%	蒙娜丽莎	18%	蒙娜丽莎	20%
欧神诺	14%	欧神诺	14%	欧神诺	14%	欧神诺	14%	欧神诺	16%
东鹏	13%	东鹏	12%	宏宇陶瓷	12%	宏宇陶瓷	12%	东鹏	13%
诺贝尔	12%	欧美	10%	欧美	11%	欧美	11%	欧美	12%
欧美	8%	冠珠	7%	东鹏	10%	东鹏	9%	能强	11%
冠珠	7%	能强	6%	能强	7%	能强	8%	诺贝尔	9%

金意陶	4%	诺贝尔	3%	亚细亚	3%	诺贝尔	4%	冠珠	6%
能强	2%	简一	2%	冠珠	2%	冠珠	2%	宏宇陶瓷	5%
新中源/亚细亚	1%	亚细亚	1%	诺贝尔	2%	简一	1%	简一	3%

资料来源：中国房地产开发企业综合实力 TOP500 首选供应商服务商品品牌测评榜单，华西证券研究所

## 2.3. 环保政策趋严，岩板有望提供需求增量

**环保政策趋严，鼓励绿色生产。**为了促进建筑陶瓷行业的转型升级，国家近年来出台了一系列相关政策。2013-2014年，国家发布了《大气污染防治行动计划》和《陶瓷工业污染物排放标准》(GB25464-2010)修订案，加速了“煤改气”进程，并调整了喷雾干燥塔、陶瓷窑颗粒物、二氧化硫、氮氧化物等污染物的排放限值，督促陶瓷企业实现节能、减排、降耗。2016年，国务院发布了《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》，倡导使用薄型化的陶瓷砖和节水、轻量的卫浴洁具等绿色建材产品，推动绿色消费。2017和2022年，住建部等有关部门也相继发文，支持绿色工厂、绿色建材的发展和应用。

表 5 建筑陶瓷环保政策

时间	政策文件	颁布部门	内容
2013年	《大气污染防治行动计划》	国务院	加快推进“煤改气”“煤改电”工程建设；加快重点行业脱硫、脱硝、除尘改造工程建设；修订高耗能、高污染和资源性行业准入条件，明确资源能源节约和污染物排放等指标
2014年	《陶瓷工业污染物排放标准》(GB25464-2010)修改单	生态环境部	喷雾干燥塔、陶瓷窑烟气基准含氧量为18%，颗粒物限值调整为30mg/立方米，二氧化硫限值调整为50mg/立方米，氮氧化物限值调整为180mg/立方米
2016年	《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	国务院	提高陶瓷品质，从政府投资项目和公共建筑入手，推广薄型化的陶瓷砖以及节水、轻量的卫浴洁具等绿色建材产品，促进绿色消费。加强产品设计研发，开发多功能产品、智能家居等用品，促进陶瓷产品智能化、多功能化
2017年	《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》	住建部	实施建筑全产业链绿色供给行动。倡导绿色建筑精细化设计，提高绿色建筑设计水平，促进绿色建筑新技术、新产品应用。到2020年，城镇新建建筑中绿色建材应用比例超过40%；城镇装配式建筑占新建建筑比例超过15%
2019年	《产业结构调整指导目录（2019年）》	发改委	将功能型装饰装修材料及制品，绿色无醛人造板以及路面砖（板）、装饰砖（砌块）、仿古砖等绿色建材产品技术开发与应用列为鼓励类。将陶瓷集中制粉、陶瓷园区清洁煤制气生产技术开发与应用、单块面积大于1.62平方米（含）的陶瓷板生产线和工艺装备技术开发与应用列为鼓励类
2022年	《建材行业碳达峰实施方案》	工信部、住建部等四部门	构建绿色建材产品体系，将水泥、玻璃、陶瓷、石灰、墙体材料、木竹材等产品碳排放指标纳入绿色建材标准体系，加快推进绿色建材产品认证。鼓励各地因地制宜发展绿色建材，培育一批骨干企业，打造一批产业集群

资料来源：中国政府网、新明珠招股说明书，华西证券研究所

2019年10月，发改委颁布的《产业结构调整指导目录（2019年）》将陶瓷集中制粉、陶瓷园区清洁煤制气生产技术开发与应用、单块面积大于1.62平方米（含）的陶瓷板生产线和工艺装备技术开发与应用列为鼓励类。建筑陶瓷企业因势利导，纷纷加快生产绿色化转型，发展陶瓷大板/岩板，有望挖掘增量需求。

岩板是由天然原料经过特殊工艺，借助万吨以上压机压制，结合先进的生产技术，经过1200°C以上高温烧制而成，能够经得起切割、钻孔、打磨等加工过程的超大规格新型瓷质材料。作为一种新型材料，岩板具有硬度高、易加工、通体仿石、零吸水、耐污、耐腐蚀、耐火、无毒无辐射的优秀性质。

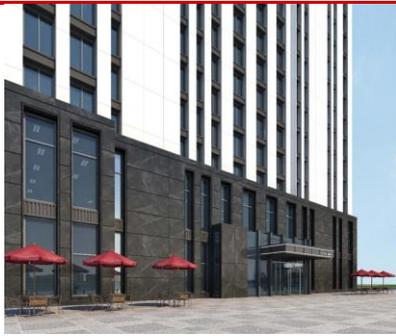
表 6 岩板的特点

特点	内容
硬度高	岩板经过特殊工艺，借助万吨以上压机压制，硬度高，耐刮和耐磨性能十分优秀
易加工	岩板材料含铝比例较高，韧性好，方便切割成想要的形状
通体仿石 变化多样	岩板是通体的，釉面的色和坯体的“色”是一致，“颗粒”也是一致的。与石材相比，作为一种后天合成的材料也更加环保，不需要大量地开采自然资源。岩板既可以还原天然石材的质感和肌理，也可以根据风格设计各种不同的纹理，产生多种变化
清洁方便	零吸水、零渗透，耐污、耐腐蚀能力极强
耐火	明火灼烧也不会产生任何物理和化学变化
无毒无辐射	由于使用无机材料，食品也能直接放置在岩板上进行加工

资料来源：中国建材报、华夏陶瓷网，华西证券研究所

岩板具有优秀的物理化学性质，因此在多个领域有着广泛的应用。除了传统的瓷砖装饰领域，岩板还可以用于建筑幕墙、电视背景墙、台面板、门板、橱柜、家具等。相比于石材，岩板的缺点是加工难度较大，暂时无法替代楼梯、窗台等异形件，但在其他建筑表面，岩板都能展现出良好的适应性。

图 16 岩板幕墙



资料来源：东鹏控股微信公众号，华西证券研究所

图 17 岩板电视背景墙



资料来源：东鹏控股微信公众号，华西证券研究所

图 18 岩板西厨岛台



资料来源：东鹏控股微信公众号，华西证券研究所

图 19 岩板浴室柜

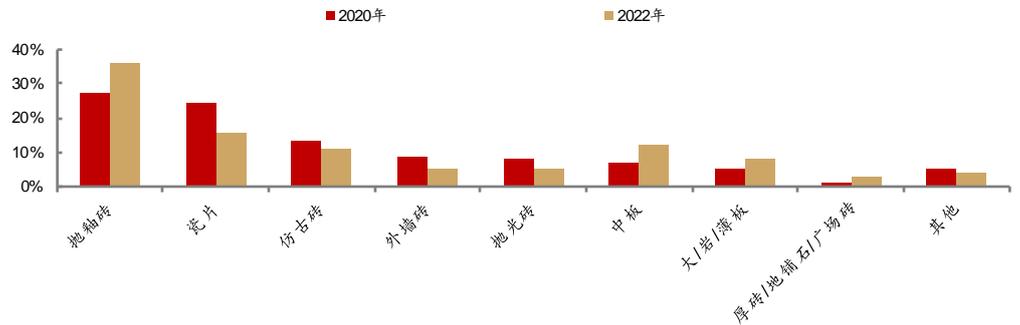


资料来源：东鹏控股微信公众号，华西证券研究所

据中国建筑卫生陶瓷协会统计，2020 年建筑陶瓷产能 123 亿平方米，2022 年产能 125.6 亿平方米，整体产能保持稳定。同期产能比例变化在很大程度上直接反映了市场需求：传统抛光砖花色单一，市场空间日益缩小，产能占比由 7.89% 下降至 5%；瓷片物理化学性质较差，也不受消费者欢迎，产能占比由 24.33% 下降至 16%；相对而言，抛釉砖具有更优异的性质、更丰富的花色、更合适的性价比，其主导地位

愈发明显，产能占比由 27.5% 上升至 36%；此外，中高端产品大/岩/薄板产能近乎翻倍，产能占比由 4.98% 上升至 8%，逐渐赢得消费者青睐，扩大了下游市场规模。

图 20 2020 至 2022 年建筑陶瓷细分品类产能变化



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会，华西证券研究所

### 3.渠道深化巩固核心优势，服务转型助力场景化销售

#### 3.1.重视研发，走绿色发展之路

持续加大研发投入，稳步扩充研发团队。2014-2022 年，公司研发投入从 0.51 亿元增至 1.86 亿元，年均增长 17.45%，2020-2022 年增速趋缓，研发人员增速与之同步变化。

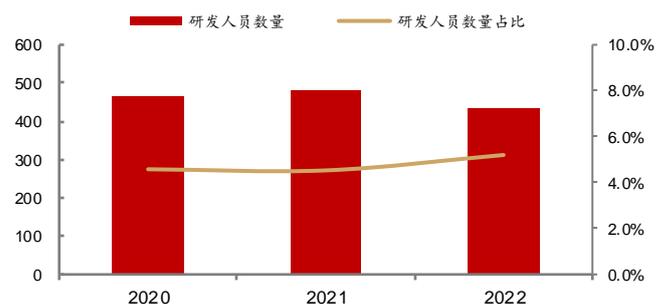
重视科研创新，成果丰硕。公司坚持技术创新，累计投入建设了各类创新平台 27 个，拥有各类型有效专利 1485 项，其中发明专利 309 项，专利数量行业第一。此外，公司还参与起草了 88 项瓷砖及卫浴产品标准，充分展示了公司坚实的技术实力及行业影响力。

图 21 公司研发投入稳定增长



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 22 公司研发人员增速与研发投入同步变化



资料来源：东鹏控股年报，华西证券研究所

公司响应国家环保政策，注重绿色创新，以“低碳东鹏，绿建先锋”为总体定位，成立了行业首个低碳发展战略委员会，积极实施绿色制造和绿色发展战略，是工业和信息化部列入的第一批绿色工厂示范单位。

公司从数字化智能制造、系统化减排、生态石产品、光伏发电、回收利用五大方面，向绿色制造转型升级。公司成立了湖口东鹏新材料有限公司，专职负责研发、销

售生态新材料，IPO 募投项目“年产 315 万平方米新型环保生态石板材改造项目”在湖口基地持续推进建设，截至 2022 年底，投资进度已达 94.88%。

根据公司投关活动纪要，公司生态石是免烧制产品，属于无机石材，室内、户外均可使用，性能上高于天然石材但略低于瓷砖，对天然石材的替代潜力较强，未来将主要面向石材市场，不会对瓷砖市场形成冲击。生态石系列产品，既符合国家环保要求，又有机会在新市场上有所拓展。

表 7 生态石募投项目介绍

项目名称	项目投资总额 (万元)	拟投入募集资金额 (万元)	计划变更
年产 315 万平方米新型环保生态石板材改造项目	18,626.00	18,006.70	建设地点由东华盛昌原有厂区变更至江西省九江市湖口县高新园区

资料来源：东鹏控股招股说明书、2022 年年报，华西证券研究所

### 3.2.全国布局完成，渠道优势显现

公司采用“经销+直销”模式进行销售，其中经销模式通过经销商进行销售，直销模式则针对不同类型的客户进行直营销售，包括工程客户、直营零售客户、家装渠道客户、OEM 客户和网络客户。

在经销商选取上，公司渠道相对扁平，只设两级经销商。二级经销商由一级经销商负责选取及管理，选定后向公司进行报备，二级经销商不再设下一级分销。

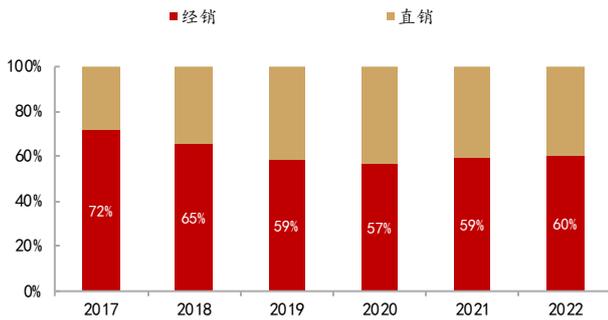
表 8 公司销售方式介绍

销售方式	介绍
经销模式	经销模式是指公司每年与经销商签订年度经销合同，由经销商在经销合同约定的框架内，根据销售需求向公司下达订单，并负责完成后续提货、运输、仓储、销售、售后服务等相关服务事宜。
工程销售模式	工程模式是指公司与工程方直接签订产品销售协议，按照约定向工程方提供发货、运输、仓储、加工、供货、对账结算、售后服务等相关服务事宜并收取费用的业务类型
直营零售模式	直营零售模式主要是指由公司直接投资装修并经营管理直营店/展厅，直接为客户提供产品及装饰空间的展示与体验，为客户提供产品销售与服务
家装渠道销售模式	家装渠道销售模式是指公司与家装公司签订协议，明确产品型号、产品价格、服务标准、结算期间，由公司根据家装公司的订单需求，为家装公司提供产品及服务
OEM 销售模式	OEM 销售模式是指公司接受其他建筑卫生陶瓷行业厂商委托，为其代工生产瓷砖和洁具产品，主要为公司根据客户需求生产的定制产品
网络销售模式	公司网络销售模式是指公司依托于第三方综合电商平台进行销售。公司目前网络销售的主要产品为瓷砖和洁具类，公司已在第三方电商平台如天猫、淘宝、京东、苏宁、唯品会等电商渠道设立网店，同时与土巴兔、安居客、优装美家等 7 家垂直家装平台保持深度合作

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

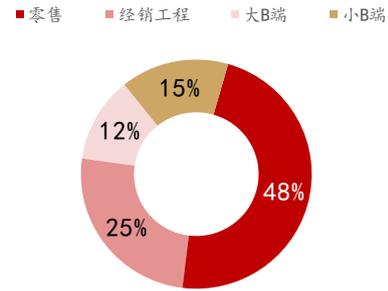
公司经营模式以零售、经销业务为主。按直销、经销进行划分，经过多年发展，公司收入结构较为稳定，其中经销占比 60%，直销占比 40%。按终端对象划分，2022 年，C 端零售渠道收入占比 48%，小 V 端业务收入占比（经销工程渠道）25%，大 B 端（房地产战略工程）收入占比 12%，小 B 端业务（市政、企业总部、家装、整装、大包公司和设计师渠道等）收入占比 15%。

图 23 经销为主



资料来源：东鹏控股历年年报、招股说明书，华西证券研究所

图 24 2022 年细分渠道收入占比



资料来源：东鹏控股投关活动纪要，华西证券研究所

瓷砖产品功能性较为固定，花色选取上个性化特点鲜明，主要通过经销和零售渠道销售。公司多年来建立了遍及全国、高效运转的渠道网络，采用直营和代理经销相结合的双轨渠道模式，在核心一线城市实行直营，在其他区域实行代理经销。华南地区是公司的起家之地，2015-2021 年间，该地区营业收入从 14.32 亿元增至 26.48 亿元，年均增速为 10.78%。与此同时，华中、华北、西南、西北地区收入也保持稳定增长，年均增长率分别为 11.99%/13.92%/16.03%/8.41%，全国业务协调发展。

图 25 各地区营业收入

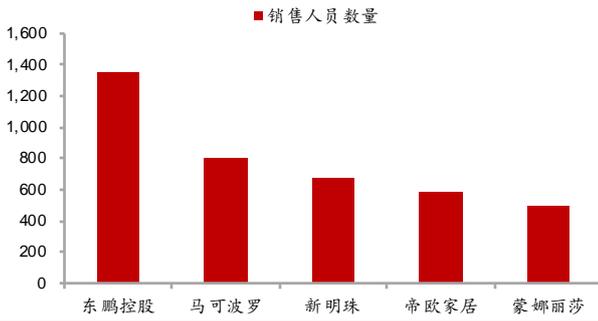


资料来源：Wind，华西证券研究所

门店数量同行业对比，2022 年，东鹏控股门店和网点数量近 7000 家，高于瓷砖同行业上市、拟上市公司数据，其中，马可波罗/新明珠/蒙娜丽莎/欧神诺门店数量分别为 6848/6000/4620/4000 家，公司渠道密度高，优势显著。

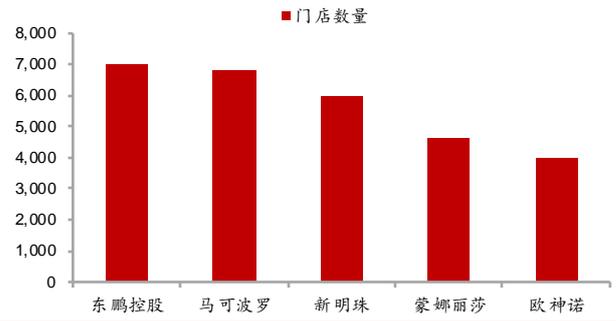
公司的销售人员数量也显著高于同行。2022 年，东鹏控股/马可波罗/新明珠/帝欧家居/蒙娜丽莎销售人员数量分别为 1359/798/676/589/493 人。公司较销售人数第二高的马可波罗多出 70% 的销售人员，拉低了人均创收水平，销售费用率相应抬高，五大企业的销售人员人均创收分别为 536.90/1085.33/1098.25/790.92/1369.85 万元，销售费用率分别为 13.62%/4.72%/6.27%/14.69%/8.27%。未来，待公司市场培育成熟，渠道拓展效果显现，人均创收有望能得到提升，渠道潜力巨大。

图 26 2022 年部分瓷砖企业销售人员数量



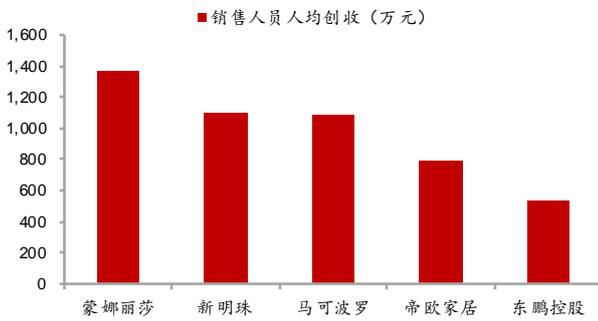
资料来源：各公司年报、招股说明书，华西证券研究所

图 27 部分瓷砖企业门店数量



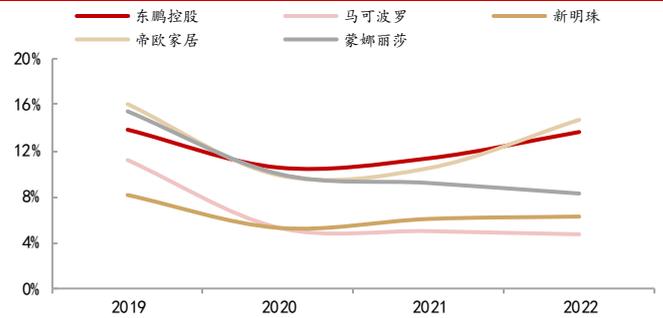
资料来源：各公司年报、招股说明书、投关活动纪要，蒙娜丽莎为 2021 年数据，其余均为 2022 年数据，华西证券研究所

图 28 2022 年部分瓷砖企业销售人员人均创收



资料来源：各公司年报、招股说明书，华西证券研究所

图 29 2019-2022 年部分瓷砖企业销售费用率

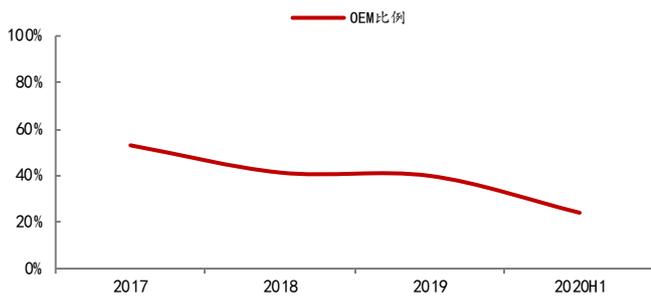


资料来源：Wind，华西证券研究所

### 3.3.全国产能规模化布局，共享仓模式行业首创

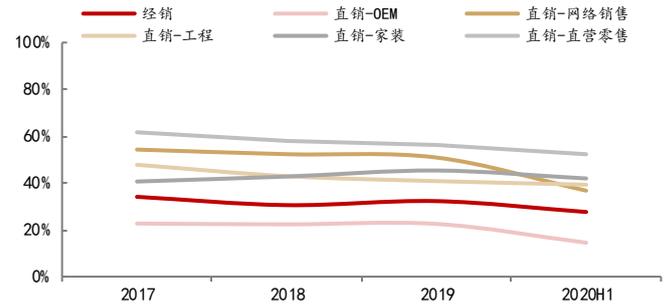
2017 年至 2020 年上半年，公司在生产环节的 OEM 比例从 53% 降至 24%，但自有产能仍然不足。与此同时，OEM 环节的毛利率远低于其他环节，尤其是在瓷砖这种重量大、价格低、运费高的产品中。为了降本增效，公司逐步实现了生产基地的全国布局，并陆续投入运营，这使得瓷砖的单位成本从 2021 年的 43 元/平方米下降到 2022 年的 33 元/平方米。未来，公司有望进一步优化运输结构，增强规模效应，提升总体毛利率水平。

图 30 2017-2020H1 公司生产环节 OEM 占比



资料来源：东鹏控股招股说明书，华西证券研究所

图 31 2017-2020H1 公司经销与直销毛利率



资料来源：东鹏控股招股说明书，华西证券研究所

在同行业对比上，东鹏控股、马可波罗、新明珠、蒙娜丽莎、欧神诺等企业均在广东和江西两大传统陶土资源大省建设了生产基地，此外，马可波罗在重庆，新明珠在湖北黄冈，蒙娜丽莎、欧神诺在广西藤县也有生产基地，而东鹏控股则在重庆、湖南常德、山东淄博等地建有生产基地，形成了全国范围内的生产布局。

目前公司自有生产基地覆盖华南、华中和西南等主要建陶产区，在广东、江西、湖南、山西、山东和重庆等省市拥有 10 个瓷砖、卫浴生产基地，配备 40 余条瓷砖、卫浴先进生产线和建设土地储备，能够为经销商和用户提供便捷的本地化供应链支持，具备较强的全国市场竞争力。

表 9 部分瓷砖企业生产基地布局情况

生产基地所属省份	国内生产基地总数	广东	江西	广西	重庆	湖南	山东	湖北
东鹏控股	10	佛山*3 清远 江门	丰城*2		重庆	常德澧县	淄博	
马可波罗	4	东莞 清远	丰城		重庆荣昌			
新明珠	4	佛山 肇庆	南昌高安					黄冈
蒙娜丽莎	4	佛山 清远	南昌高安	藤县				
欧神诺	3	佛山	景德镇	藤县				
网络销售模式								

资料来源：各公司招股说明书、年报、中国陶瓷网，华西证券研究所

公司拥有全国布局的仓储物流网络，从原有的中心仓加销售仓模式，转变为以基地仓和共享仓为主的仓储网络，能够有效增加对经销商的支持，提升交付效率、降低运输和仓储成本。其中，共享仓模式充分照顾了中小经销商，有效提高了公司对下沉市场的渗透能力。

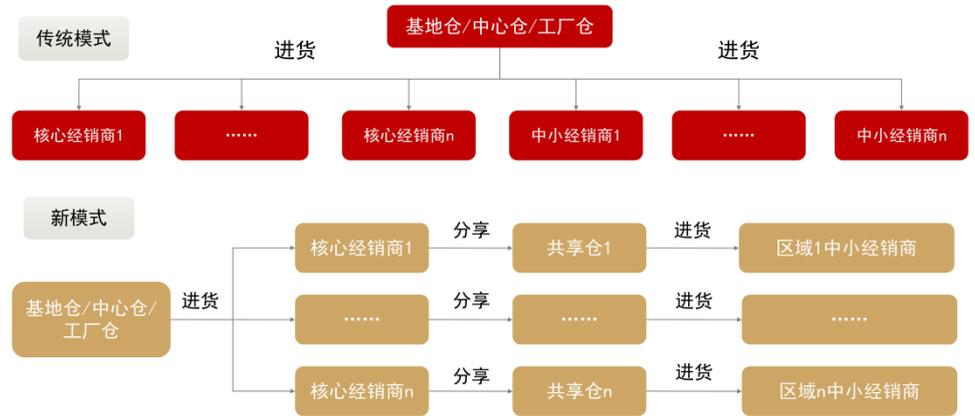
**共享仓是东鹏控股特有的模式**，公司选择规模大、仓储能力强、考评优秀的经销商建立共享仓，公司对共享仓经销商提供积分补贴等激励，单个共享仓能提升周边 300-500 公里范围内中小经销商的运营能力。

**共享仓不仅是仓库，更是运营中心**，共享仓能在提升交付效率降低物流成本的同时为中小经销商提供服务、加工、促销、运营、赋能和统筹指导。根据投关活动纪要，目前公司建立了 30 余个共享仓，对中小经销商的覆盖率达到 80% 以上。未来，公司还将依托共享仓加大零售网点下沉和密度提升。

**共享仓的优势：**

- 1) 为保证共享仓对外出货能力，一般单次提货量大，以降低单位产品的物流成本，提升零售业务的交付效率，并使中小经销商能够展示更多的产品 SKU。
- 2) 核心经销商对于当地客户对产品的应用和喜好有丰富经验，共享仓的建立能减少中小经销商盲目进货的情况。
- 3) 共享仓具备产品加工能力。近年来，岩板大热，共享仓提供岩板加工所需的裁切、水刀加工等功能，有效提升了中小经销商的综合服务能力。
- 4) 共享仓为核心经销商和中小经销商开展联合促销活动提供了便利，有效利用了资源，扩大了营销影响力，摊薄了营销费用。

图 32 共享仓模式



资料来源：华西证券研究所整理

**3.4.品牌运营历史悠久，广告投入力度大**

瓷砖是城镇房屋装修中必不可少的材料，厨房、浴室、地面等多处都需要使用。由于瓷砖是经过高温烧制的耐用品，更换周期很长，因此消费者通常只在第一次装修时才会考虑选择哪个品牌的瓷砖。相比其他消费品，瓷砖属于低频高值消费品，且品牌属性较弱，此时，**瓷砖企业要想获得市场优势，渠道建设和广告推广尤为重要。**

1996年，“东鹏”品牌成立，是行业内最早实施品牌战略的企业之一，具有较长的品牌历史和影响力。1998年公司推出了“金花米黄”系列产品，在市场上引发了一股黄色地砖的风潮。

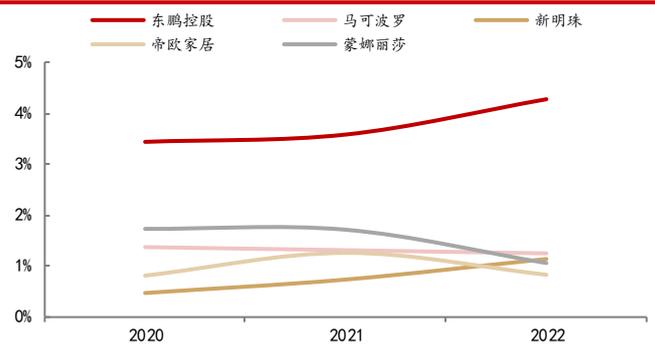
公司以中高端市场为定位，通过持续不断的广告投入提升品牌知名度和美誉度。公司不仅在卖场灯箱灯柱、门店门头等专业化场所进行大规模的广告投放，还在飞机高铁上打出招商广告，并积极利用互联网，在新媒体、抖音、小红书以及各大网络平台进行宣传。2020-2022年，公司广告宣传费用分别达到了2.30/2.91/3.12亿元，占营业收入比例分别为3.44%/3.58%/4.27%，远高于同行业平均水平，同期同行的广告费用投入均不超过1.2亿元，占收入比例均不超过2%。

图 33 “金花米黄”产品掀起热潮



资料来源：东鹏控股官网，华西证券研究所

图 34 部分瓷砖企业广告宣传费对比



资料来源：各公司年报、招股说明书，华西证券研究所

2015 年，公司推出了全新品牌战略，邀请了著名影视明星刘涛担任品牌形象大使。2021 年，公司作为行业领导者，与热门综艺节目《五十公里桃花坞》展开了深度合作，同年，公司抓住冬奥会的机遇，成为了北京 2022 年冬奥会和冬残奥会官方瓷砖供应商，并积极开展网络互动，有效提升了品牌影响力。

图 35 赞助知名 IP 《五十公里桃花坞》



资料来源：东鹏控股官网，华西证券研究所

图 36 冬奥品牌宣传



资料来源：东鹏控股官网，华西证券研究所

### 3.5.优服务助力差异化竞争，整装场景推动产品协同

公司以客户为中心，从原来的产品销售商向场景服务商转型，推出了东鹏“超会搭”空间设计和墙地“装到家”交付一站式服务。这一服务提供了“包设计、包入户、包加工、包破损、包辅材、包铺贴”六大保障，实现了“产品+交付+服务”的全链条创新升级。

“超会搭”服务是指东鹏的驻店设计师根据客户的需求和喜好，为其提供硬装的搭配与空间设计，更加专业化，解决了消费者在选择瓷砖时的各种困惑：如何选择适合不同功能区域的瓷砖（防滑、抗菌、空气净化砖、东鹏生态石等），如何选择合适的瓷砖岩板规格，如何搭配花纹和颜色，如何进行拼花、水刀加工等。

“装到家”服务是指公司为消费者提供全程包铺贴业务：公司在业内率先推出“鹏住铺贴”包铺贴服务，覆盖了从毛坯房到成品房的所有施工流程，包括基层加固、找平、防水、瓷砖胶、铺贴、美缝等，为工匠进行专业培训，保证了铺贴效果和质量。

为推动整装业务的发展，公司在广告宣传上，签约了新生代演员金靖作为“首席空间种草官”，通过其在社交媒体上分享东鹏瓷砖的空间设计和使用体验，一定程度上赢得了年轻消费群体的认可和关注。

图 37 “装到家”服务介绍



资料来源：东鹏控股官网，华西证券研究所

图 38 签约金靖为“首席空间种草官”



资料来源：东鹏控股官网，华西证券研究所

此外，根据投关活动纪要，公司还在瓷砖门店增加了卫浴、辅材等其他品类的展示，占门店面积约 10%。公司拥有丰富的产品线，主要产品为瓷砖岩板，同时涵盖了卫浴、辅材、涂料、集成墙板、生态石、生态软瓷、轻质隔墙板等建筑材料。公司通过提供整体设计、整体装修、门店产品展示等方式，结合瓷砖的产品优势和渠道优势，有望推动“1+N”产品的销售，持续提升客户消费水平和单店收入，为公司带来新的增长动力。

图 39 公司总部展厅 1+N 体验馆



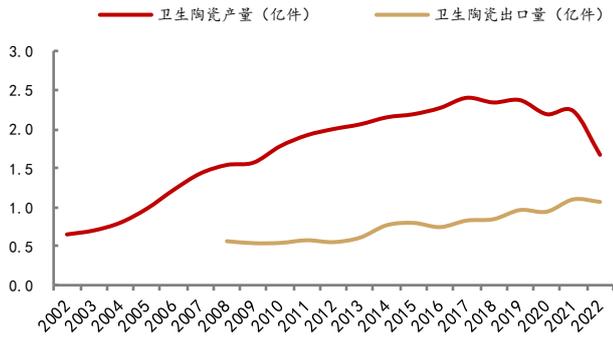
资料来源：东鹏控股官网，华西证券研究所

### 3.6. 利用现有优势，公司有望在卫生陶瓷领域实现协同

卫生陶瓷与建筑陶瓷上下游产业链相似，上游为泥砂原料、釉原料、石膏粉等原材料行业，下游主要运用在房地产领域，两者的区别主要是终端产品不同。建筑陶瓷主要指抛光砖、抛釉砖等瓷砖类产品，卫生陶瓷则包括陶瓷坐便器、浴室柜等卫生间产品。

据中国建筑卫生陶瓷协会数据，2002-2012 年，卫生陶瓷的产量从 6500 万件稳步上升到 2 亿件以上，年均增长率达到 11.9%。与建筑陶瓷类似，卫生陶瓷行业产量高点出现在 2017 年，当年产量为 2.4 亿件，后呈现缓降趋势。2012-2021 年，卫生陶瓷的产量整体稳定在 2 亿到 2.4 亿件之间。2022 年，受疫情影响，生产受阻，产量骤降至 1.67 亿件。

图 40 2002-2022 年卫生陶瓷产量及出口量



资料来源：中国卫生陶瓷协会，华西证券研究所

图 41 2010-2022 年规模以上卫生陶瓷企业主营业务收入

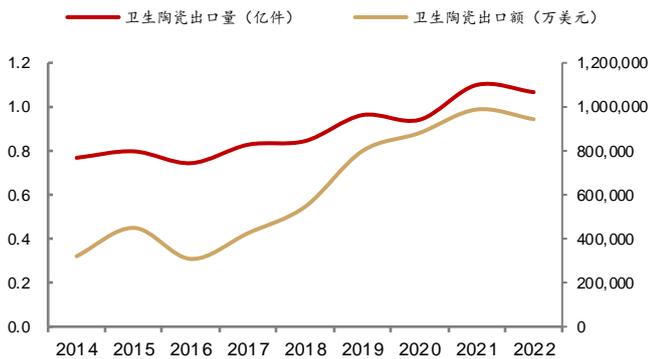


资料来源：中国卫生陶瓷协会，华西证券研究所

**出口为主，少量进口。**据中国建筑卫生陶瓷协会数据，2021 年，我国卫生陶瓷出口量达到 1.1 亿件，占当年总产量 2.23 亿件的近一半。2022 年我国卫生陶瓷进出口额差距极大，出口额高达 94.35 亿美元，而进口额仅为 1.07 亿美元，相差近百倍。

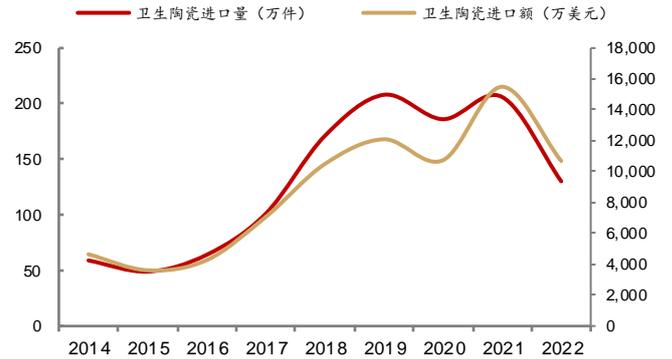
假定产销平衡，以当年进口产品均价及出口产品均价的算术平均数作为单位产品价格，据此测算，2014-2021 年，卫生陶瓷行业市场规模从 907 亿元逐步增长至 1,288 亿元，年化增长率为 5.15%，**卫生陶瓷行业进入成熟期，与建筑陶瓷同步。**

图 42 2014-2022 年卫生陶瓷出口量及出口额



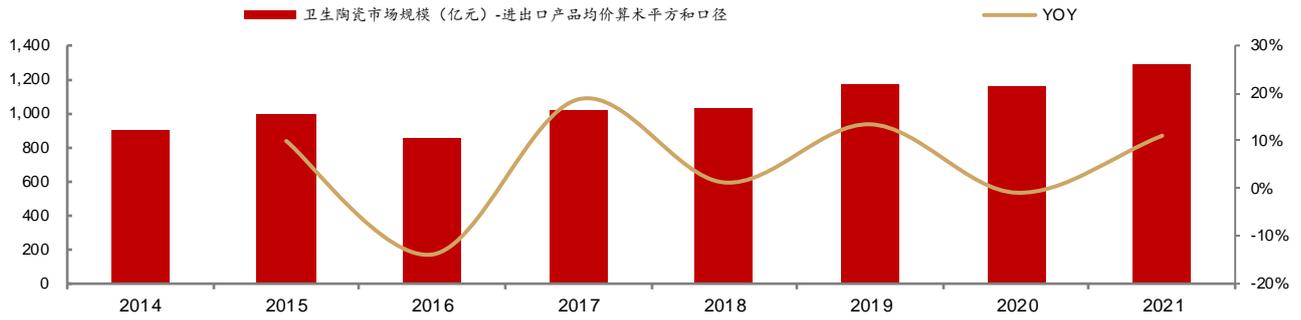
资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会，华西证券研究所

图 43 2014-2022 年卫生陶瓷进口量及进口额



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会，华西证券研究所

图 44 2014-2021 年卫生陶瓷行业市场规模测算



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会，华西证券研究所

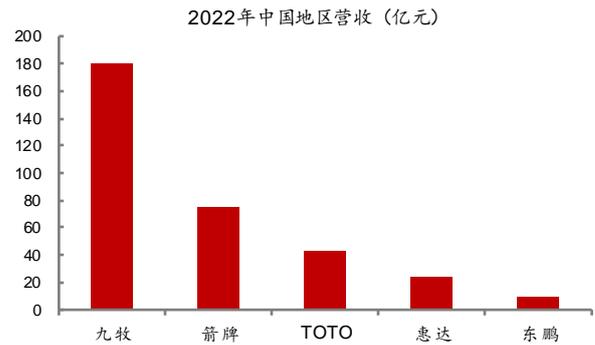
公司卫生陶瓷收入在 2018 年达到最高值 10.47 亿元，后保持稳定，与行业趋势基本同步。在我国卫生陶瓷市场上，九牧/箭牌/TOTO/惠达/东鹏 2022 年收入分别约为 180/74.75/43.4/24.74/9.39 亿元，公司规模较头部企业仍有较大差距。近年来，岩板产品火热，可运用在浴室柜产品上，未来公司有望利用原有建筑陶瓷渠道优势，以岩板浴室柜及浴室瓷砖为突破口，增强协同效应，在卫生陶瓷领域取得业绩增量。

图 45 2014-2022 年东鹏卫生陶瓷收入及增速



资料来源：东鹏控股年报、招股说明书，华西证券研究所

图 46 2022 年部分卫生陶瓷企业收入



资料来源：各公司年报、招股说明书，华西证券研究所

## 4. 盈利预测和估值

相比行业其他领先企业，公司凭借长期的渠道建设和生产基地规划，门店数量较多、生产基地布局全国化程度较高。此外，公司以瓷砖渠道为核心，通过提供整体设计、整体装修、门店产品展示等服务，助力“1+N”产品战略的实施，实现渠道和产品的协同效应，渠道潜能有望在未来进一步释放，我们认为在瓷砖（有釉砖）领域将保持较高增速，毛利率维持在现阶段水平，较为稳定；卫浴市场将稳定复苏，增速和毛利率增速稳定，确定性高。

我们预计 2023-2025 年公司收入 83.54/96.56/111.90 亿元，同比增速 20.6%/15.6%/15.9%，归母净利润 7.41/9.24/10.92 亿元，同比增速 266.6%/24.8%/18.2%，EPS0.63/0.79/0.93 元，对应 8 月 1 日 12.13 元收盘价 19.21/15.40/13.03xPE。

表 10 盈利预测

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>有釉砖</b>					
收入	5,912	5,340	6,675	7,876	9,294
YOY	19.6%	-9.7%	25.0%	18.0%	18.0%
成本	(4,066)	(3,640)	(4,539)	(5,277)	(6,227)
毛利	1,846	1,700	2,136	2,599	3,067
毛利率%	31.2%	31.8%	32.0%	33.0%	33.0%
<b>无釉砖</b>					
收入	759	426	341	307	276
YOY	-32.2%	-43.9%	-20.0%	-10.0%	-10.0%
成本	(549)	(345)	(225)	(199)	(179)
毛利	210	81	116	107	97
毛利率%	27.7%	19.1%	34.0%	35.0%	35.0%
<b>卫生洁具</b>					
收入	1,047	939	1,080	1,188	1,307
YOY	13.6%	-10.3%	15.0%	10.0%	10.0%
成本	(826)	(720)	(843)	(927)	(1,007)
毛利	222	219	238	261	301
毛利率%	21.2%	23.3%	22.0%	22.0%	23.0%
<b>其他业务</b>					
收入	260	225	258	284	313
YOY	48.8%	-13.7%	15.0%	10.0%	10.0%
成本	(179)	(165)	(186)	(205)	(225)
毛利	81	60	72	80	88
毛利率%	31.1%	26.6%	28.0%	28.0%	28.0%
<b>营业收入</b>	<b>7,979</b>	<b>6,930</b>	<b>8,354</b>	<b>9,656</b>	<b>11,190</b>
同比%	11.5%	-13.12%	20.6%	15.6%	15.9%
<b>净利润</b>	<b>154</b>	<b>202</b>	<b>741</b>	<b>924</b>	<b>1,092</b>
同比%	-82.0%	31.5%	266.6%	24.8%	18.2%

资料来源：公司公告、Wind，华西证券研究所

我们选取建筑陶瓷业务占比较大的企业蒙娜丽莎、帝欧家居、海鸥住工及卫生陶瓷企业箭牌家居作为可比公司，其 2023 年 Wind 一致预期均值为 31.56xPE。公司历史悠久，技术、品牌、渠道积累深厚，按照 8 月 1 日 12.13 元收盘价计算，2023 年公司预测净利润对应 19.21xPE，首次覆盖给予“买入”评级。

表 11 可比公司估值

公司代码	公司简称	2023E PE	2024E PE	2025E PE
002918.SZ	蒙娜丽莎	14.24	11.16	9.12
002798.SZ	帝欧家居	72.18	20.05	9.53
002084.SZ	海鸥住工	16.73	12.98	10.82
001322.SZ	箭牌家居	23.10	18.91	15.76
	平均值	31.56	15.78	11.31

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 5.风险提示

**需求不及预期：**若国内建筑装饰需求不及预期，则收入水平可能低于我们预期。

**渠道潜力不及预期：**如果渠道潜力兑现不及预期，则零售端收入可能低于预期。

**系统性风险：**A股整体走势及估值可能影响公司股价表现。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,930	8,354	9,656	11,190	净利润	199	730	911	1,076
YoY(%)	-13.1%	20.6%	15.6%	15.9%	折旧和摊销	617	565	644	704
营业成本	4,869	5,792	6,608	7,638	营运资金变动	-363	828	-74	-593
营业税金及附加	67	82	95	110	经营活动现金流	416	2,237	1,584	1,309
销售费用	944	994	1,172	1,358	资本开支	-814	-1,667	-1,164	-1,199
管理费用	582	518	610	707	投资	-325	-66	-83	-107
财务费用	-29	-22	-23	-21	投资活动现金流	-1,129	-1,708	-1,213	-1,264
研发费用	186	216	254	295	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-80	-3	-2	-1	债务募资	872	482	553	580
投资收益	39	34	43	51	筹资活动现金流	120	299	461	461
营业利润	174	835	1,036	1,224	现金净流量	-593	827	832	506
营业外收支	-1	-7	-4	-5					
利润总额	172	828	1,032	1,220	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	-27	97	121	143	<b>成长能力</b>				
净利润	199	730	911	1,076	营业收入增长率	-13.1%	20.6%	15.6%	15.9%
归属于母公司净利润	202	741	924	1,092	净利润增长率	31.5%	266.6%	24.8%	18.2%
YoY(%)	31.5%	266.6%	24.8%	18.2%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.17	0.63	0.79	0.93	毛利率	29.7%	30.7%	31.6%	31.7%
					净利率	2.9%	8.9%	9.6%	9.8%
					总资产收益率 ROA	1.6%	4.8%	5.4%	5.4%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	净资产收益率 ROE	2.8%	9.5%	10.6%	11.1%
货币资金	2,989	3,816	4,648	5,155	<b>偿债能力</b>				
预付款项	68	75	88	101	流动比率	1.23	1.08	1.11	1.13
存货	1,796	1,573	2,494	2,232	速动比率	<b>0.85</b>	<b>0.84</b>	<b>0.77</b>	<b>0.89</b>
其他流动资产	1,589	2,297	1,653	3,780	现金比率	0.57	0.53	0.58	0.52
流动资产合计	6,441	7,762	8,883	11,268	资产负债率	43.6%	49.0%	49.1%	51.4%
长期股权投资	77	103	128	158	<b>经营效率</b>				
固定资产	4,225	5,142	5,550	5,940	总资产周转率	0.54	0.60	0.60	0.60
无形资产	909	1,100	1,235	1,376	<b>每股指标 (元)</b>				
非流动资产合计	6,319	7,559	8,239	8,908	每股收益	0.17	0.63	0.79	0.93
资产合计	12,760	15,320	17,122	20,176	每股净资产	6.13	6.66	7.45	8.38
短期借款	1,122	1,571	2,093	2,649	每股经营现金流	0.35	1.91	1.35	1.12
应付账款及票据	3,107	4,386	4,561	5,754	每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	1,020	1,205	1,368	1,572	<b>估值分析</b>				
流动负债合计	5,249	7,162	8,023	9,976	PE	71.35	19.21	15.40	13.03
长期借款	0	0	0	0	PB	1.28	1.82	1.63	1.45
其他长期负债	316	348	379	403					
非流动负债合计	316	348	379	403					
负债合计	5,565	7,511	8,402	10,379					
股本	1,173	1,173	1,173	1,173					
少数股东权益	9	-1	-15	-31					
股东权益合计	7,195	7,810	8,720	9,797					
负债和股东权益合计	12,760	15,320	17,122	20,176					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**戚舒扬**：建筑建材+新材料团队首席分析师，FRM，香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于华泰证券、国泰君安证券等机构任建材行业分析师，7年卖方从业经验。曾作为核心成员获得2016、2017年新财富非金属建材第二、第一名，2020年个人获得21世纪金牌分析师金属、非金属类建材和新材料第五名、wind金牌分析师第二名、东方财富2020年最佳分析师第二名等奖项。

**金兵**：建筑建材+新材料行业研究助理，土木工程学士，金融学硕士；5年工程建设和融资经验，曾任职于百强房企资金管理部、咨询公司项目管理部；全程深度参与上海迪士尼乐园、合肥离子医学中心等重大工程建设开发，建筑建材从业经历和产业积累丰富。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。