

2023年08月24日

# 渠道潜能兑现，降本增效成果显著

## 东鹏控股(003012)

评级:	买入	股票代码:	003012
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	12.98/6.91
目标价格:		总市值(亿)	126.80
最新收盘价:	10.81	自由流通市值(亿)	68.78
		自由流通股数(百万)	636.30

**事件概述。**公司发布半年度报告，23H1实现营业收入36.28亿元，同比+15.84%，实现归母净利润3.84亿元，同比+224.86%，符合半年度业绩预告，其中归母净利润接近预告区间上限；实现经营现金流净额9.38亿元，同比+571.49%，营业收入和经营现金流净额创历史同期最好水平；其中，23Q2实现营业收入24.84亿元，同比+14.67%，归母净利润3.83亿元，同比+96.13%。我们认为收入增速较快主要得益于渠道潜力兑现，净利率大幅增长至15.42%亦是回归A股后最佳水平。

► **建陶需求回暖，C端和大B端继续亮眼。**今年上半年公司营业收入稳步提升，分产品来看，瓷砖实现收入31.08亿元同比增长19.89%，分产品看有釉砖占比提升至81%；洁具产品4.15亿元，同比下降3.07%。我们判断，结构上C端、大B端增速较快，据投资者关系活动记录表，一季度时瓷砖零售渠道增长46.47%、战略工程渠道同比增长了90.48%；我们判断二季度依然保持高于公司整体增速水平；公司在C端优势继续造血，大B端低基数，依靠精选优质项目如保交楼等项目，既保证了回款，进一步扩大了市场份额；今年6、7月份，国常会及商务部等13部门，相继出台促进家居消费若干措施的通知，鼓励有条件地区出台针对性政策措施，支持居民开展旧房装修、更换绿色智能家居产品，家居需求有望得到进一步提振，未来发展空间广阔。

► **渠道潜能兑现，产品结构优化，收入毛利增量可观。**截至2022年末，公司网点数量、销售人员、生产基地数量均处于行业前列，拥有门店和网点近7000家，销售人员1359人，配套十大生产基地，基本实现全国性布局生产成本领先大部分企业。此外，公司深耕零售优势渠道，持续优化产品结构，中大规格高值产品销售占比提升至29%，多因素共同推动毛利率水平同比提高4.24%，生产成本中天然气等成本同比下降是原因之一。2022年公司销售人员人均创收536.9万元，在瓷砖行业上市公司中仍有很大提升空间，随着未来渠道潜力进一步兑现，生产基地产能逐步释放，收入及毛利率水平有望进一步提升。

► **数字化赋能，降本增效成果显著。**2023H1公司销售费用为4.03亿元，同比减少9.47%，判断公司在广告等费用上适当减少了支出（作为北京冬奥会供应商以及公司50周年庆等因素导致去年此科目高基数）；管理费用支出1.87亿元，同比减少23.94%，主要原因是职工薪酬及广告费用有所减少，公司降本增效成果显著，带动净利率进一步提升。上半年，公司精益运营，全面实行数字化赋能，在生产端进行技术配方创新，打造智能生产线；在供应链方面，构建端到端的数字化协同能力，减少库存，提高效率；在渠道层面，公司特有的共享仓模式，为广大中小经销商赋能，提高其运营能力，增强了渠道下沉潜能及消费者服务能力。

### 投资建议

维持公司2023-2025年营业收入预测83.54/96.56/111.90亿元，归母净利润7.41/9.24/10.92亿元，EPS 0.63/0.79/0.93元，对应8月23日10.81元收盘价17.12/13.72/11.61xPE，维持“买入”评级。

## 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	83.15	63.59	17.12	13.72	11.61

资料来源：Wind，华西证券研究所

**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：

## 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
研究费用	-29	-22	-23	-21	投资活动现金流	-1,129	-1,708	-1,213	-1,264
财务费用	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%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	1.6%	4.8%	5.4%	5.4%
货币资金	2,989	3,816	4,648	5,155	净资产收益率 ROE	2.8%	9.5%	10.6%	11.1%
预付款项	68	75	88	101	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	1,796	1,573	2,494	2,232	流动比率	1.23	1.08	1.11	1.13
其他流动资产	1,589	2,297	1,653	3,780	速动比率	0.85	0.84	0.77	0.89
流动资产合计	6,441	7,762	8,883	11,268	现金比率	0.57	0.53	0.58	0.52
长期股权投资	77	103	128	158	资产负债率	43.6%	49.0%	49.1%	51.4%
固定资产	4,225	5,142	5,550	5,940	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	909	1,100	1,235	1,376	总资产周转率	0.54	0.60	0.60	0.60
非流动资产合计	6,319	7,559	8,239	8,908	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	12,760	15,320	17,122	20,176	每股收益	0.17	0.63	0.79	0.93
短期借款	1,122	1,571	2,093	2,649	每股净资产	6.13	6.66	7.45	8.38
应付账款及票据	3,107	4,386	4,561	5,754	每股经营现金流	0.35	1.91	1.35	1.12
其他流动负债	1,020	1,205	1,368	1,572	每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	5,249	7,162	8,023	9,976	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	63.59	17.12	13.72	11.61
其他长期负债	316	348	379	403	PB	1.28	1.62	1.45	1.29
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。

**朱昊冉：**建筑建材+新材料行业研究助理，香港理工大学理学硕士，北京交通大学工科学士，曾任职于百强房企战略部、上市公司投资部总监；主导多个基金管理和收并购项目，拥有5年建筑建材行业研究与4年投资经验。

### 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。