

大鹏展翅，二次腾飞

投资要点

- **瓷砖是龙头加速集中的大行业。**建陶市场空间超过 3000 亿元，此轮竣工周期尚未结束，未来 2 年瓷砖需求有望持续上行，更长期看，二次装修需求和陶瓷大板等热门产品的应用领域扩张也将支撑建陶市场空间稳定。在如此大市场下，龙头市占率不超过 3%，对标海外 50% 左右市占率的莫霍克存在巨大提升空间。驱动力主要来自：1) 渠道变革：精装率提升、地产集采、地产集中度提升带来行业加速集中；2) 成本优势：龙头企业扩产下新产能规模优势，全国化布局的物流优势带动强者恒强。3) 品牌强化：龙头持续的品牌宣传、渠道下沉和门店数量增加等都将持续强化龙头的品牌力，进而缓慢提升 C 端市占率。
- **东鹏全国化产能布局，辐射能力和运输成本优势明显。**目前公司自有瓷砖产能超过 9000 万平/年，洁具产能超 300 万件/年，2019 年全年瓷砖销量 11673 万平方米，洁具销量 537 万件。从产能分布上来看，公司拥有山东淄博、广东佛山、广东清远、江西丰城、湖南澧县、重庆永川 6 大瓷砖生产基地，同时在广东的佛山、江门以及江西丰城和重庆永川设有洁具生产线。在这些生产基地附近公司另设了 13 个中心仓和 6 个销售仓，可以轻松辐射华北、华东、华南、华中、西南等大量地区，能够有效降低经销商和公司的物流成本并增强渗透能力。此外，东鹏后续待投资砖产能约 4200 万平/年，待投洁具、五金等产能约 395 万件/年，全国化布局走在行业前列，产能优势突出。
- **深耕零售市场，开启新一轮 C 端成长。**公司在零售领域深耕多年，基础扎实，在行业中仍处于领先地位。上市后，经销商信心有效提振，公司将显著加强对经销商门店装修、广告等补贴力度，促进经销商开展家装公司业务，单店营收规模有望逐步提升并超越前值。同时，在当前市场环境下，消费者品牌意识提升，小品牌经销商存活难度增加，东鹏作为龙头品牌借机逆势而上，加强新店开设，募投项目中也包含针对薄弱市场计划建设服务网点 150 家，市占率有望加速提升。此外，东鹏目前已建立了包括自营平台、第三方平台及互联网家装在内的全方位线上营销体系，线上新零售走在行业前列，有望为线下业务持续引流。
- **发力优质工程业务，实现高质量发展。**东鹏 2019 年工程营收 20.6 亿元，占比约为 30%，略低于同行，但 2017-2019 年增速分别为 44.8%、47.1% 和 38.2%，成长较快。值得注意的是，东鹏的工程业务中还存在约 40%-50% 的连锁商业项目，如华为体验店、科大讯飞办公楼等等，相对于大地产客户，连锁商业客户回款周期短，应收账款少，风险分散，带动 B 端业务增长质量较高。未来，公司将依靠全国布局的产能优势和品牌优势，重点开拓优质地产客户和商业连锁项目，作为 B 端增长的主要引擎。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 8.35、10.53 和 13.33 亿元，对应 PE 分别为 22、17 和 14 倍。给予公司 2021 年 22 倍 PE，目标价 19.8 元。首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**门店坪效和数量提升不及预期风险，工程业务拓展不及预期风险。

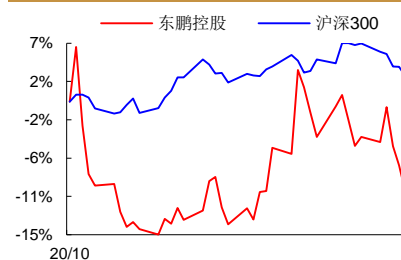
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	6751.86	7109.17	8797.01	10896.18
增长率	2.00%	5.29%	23.74%	23.86%
归属母公司净利润 (百万元)	794.38	835.30	1053.33	1333.45
增长率	0.09%	5.15%	26.10%	26.59%
每股收益 EPS (元)	0.68	0.71	0.90	1.14
净资产收益率 ROE	15.28%	11.11%	12.55%	14.03%
PE	23	22	17	14
PB	3.52	2.44	2.18	1.92

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛
 执业证号: S1250519080004
 电话: 021-58351679
 邮箱: smg@swsc.com.cn
 联系人: 陈冠宇
 电话: 021-58351679
 邮箱: chgyu@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	11.73
流通 A 股(亿股)	1.43
52 周内股价区间(元)	13.9-17.34
总市值(亿元)	172.08
总资产(亿元)	106.49
每股净资产(元)	5.53

相关研究

目 录

1 一线瓷砖品牌，上市开启新征程	1
2 高度分散的大市场，集中度持续提升	3
2.1 市场空间巨大，需求复苏	3
2.2 竞争格局优化，聚焦龙头	6
3 全国布局，发力零售和优质工程，开启新一轮成长	8
3.1 全国化产能布局，辐射面和运输成本优势突出。	8
3.2 深耕零售市场，开启新一轮 C 端成长	10
3.3 发力优质工程业务，高质量发展	12
4 盈利预测与估值	14
5 风险提示	15

图 目 录

图 1: 东鹏发展历程.....	1
图 2: 东鹏主营产品.....	1
图 3: 东鹏股权结构图.....	2
图 4: 公司 2020 年 H1 主营业务结构情况.....	2
图 5: 公司 2020 年 H1 主营业务毛利情况.....	2
图 6: 公司历年营业收入及增速.....	3
图 7: 公司历年归母净利润及增速.....	3
图 8: 公司历年毛利率及净利率情况.....	3
图 9: 公司历年期间费用率情况.....	3
图 10: 中国陶瓷砖历年产量及增速.....	4
图 11: 中国卫生陶瓷历年产量及增速.....	4
图 12: 房屋新开工月累计增速和竣工月累计增速 (%).....	4
图 13: 房屋预售面积与竣工面积 (亿平方米).....	4
图 14: 全国二手房交易情况.....	5
图 15: 2018 年全国主要城市二手房交易/住宅交易占比 (%).....	5
图 16: 中国住宅物业市场的瓷砖消费比例 (%).....	5
图 17: 中国建筑陶瓷规模以上企业数量 (家).....	6
图 18: 品牌瓷砖企业营收增速 (%).....	6
图 19: 中国建筑陶瓷规模以上企业主营业务收入及增速.....	6
图 20: 品牌瓷砖企业市占率变化 (%).....	6
图 21: 2019 年重点 70 城全装修项目建陶应用品牌 Top5 (%).....	7
图 22: 莫霍克工业公司和国内上市建陶企业的营收规模对比 (亿元).....	7
图 23: 瓷砖上市公司自有产能对比 (万平方米/年).....	8
图 24: 公司 OEM 产量占比 (%).....	10
图 25: 公司运输费用率下滑明显 (%).....	10
图 26: 东鹏 C 端业务收入和占比.....	10
图 27: 瓷砖上市公司瓷砖业务 C 端营收对比 (亿元).....	10
图 28: 东鹏瓷砖经销商和门店数量 (个).....	11
图 29: 东鹏单个瓷砖经销商和门店平均营收 (万元/个).....	11
图 30: 线上引流—东鹏商城.....	12
图 31: 线上引流—天猫商城.....	12
图 32: 东鹏控股工程收入及增速.....	13
图 33: 上市瓷砖企业 B 端收入占比 (%).....	13
图 34: 东鹏工程业务应收账款占工程业务收入比例趋势下降.....	13
图 35: 东鹏现金流情况.....	14
图 36: 上市瓷砖公司收现比 (%).....	14

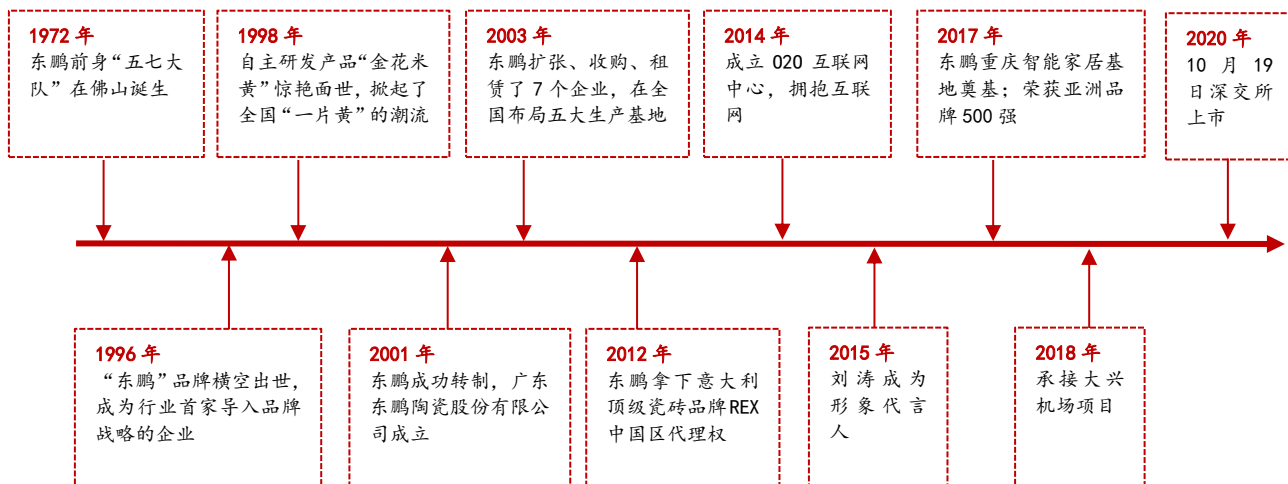
表 目 录

表 1: 陶瓷大板市场容量测算	5
表 2: 东鹏控股瓷砖生产基地	8
表 3: 东鹏控股洁具生产基地	9
表 4: 东鹏控股 IPO 募投项目	9
表 5: 公司经销商分布情况	11
表 6: 天猫“双十一”瓷砖热销品牌 Top 10	12
表 7: 分业务收入及毛利率	14
表 8: 可比公司估值	15
附表: 财务预测与估值	16

1 一线瓷砖品牌，上市开启新征程

东鹏控股创立于1972年，至今已有近50年发展历史，2001年由集体企业转制为股份制，2013年12月成为瓷砖行业首家在香港主板上市的企业，2016年提出私有化计划，6月从香港退市，2020年10月19日再次在深交所挂牌上市。

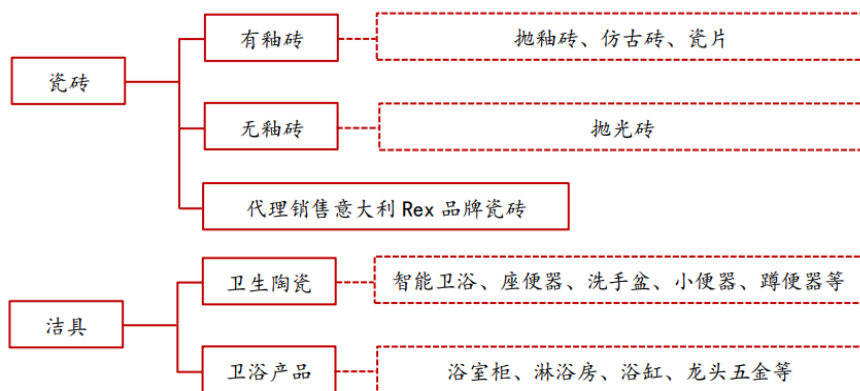
图1：东鹏发展历程



数据来源：东鹏官网，西南证券整理

东鹏专业从事高品质建筑卫生陶瓷产品的研发、生产和销售，致力于成为国内领先的整体家居解决方案提供商。公司主要产品包括瓷砖和洁具，其中瓷砖产品以有釉砖和无釉砖为主，除销售自有品牌瓷砖外，公司还在国内代理销售意大利 Rex 品牌瓷砖；洁具产品包括卫生陶瓷和卫浴产品。

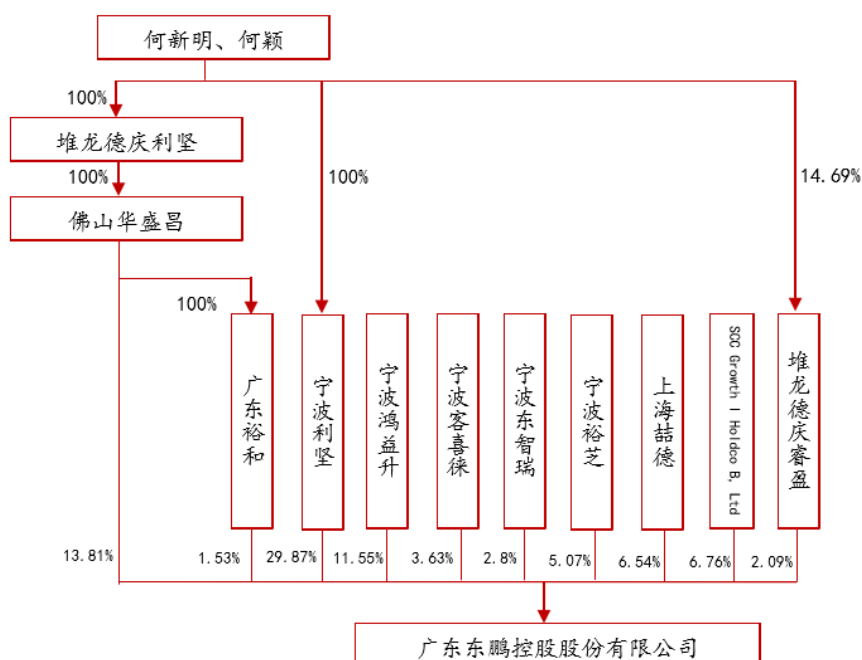
图2：东鹏主营产品



数据来源：招股说明书，西南证券整理

股权结构：公司第一大股东为宁波利坚，实际控制人为何新明及何颖，何颖为何新明之女，两人通过宁波利坚、佛山华盛昌、广东裕和间接持有公司 45.21% 的股份，且分别担任公司董事长、董事。公司总经理、副总经理、董秘等高管均持有公司股份。

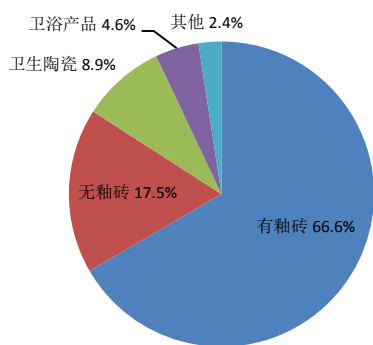
图 3：东鹏股权结构图



数据来源：公司公告，西南证券整理

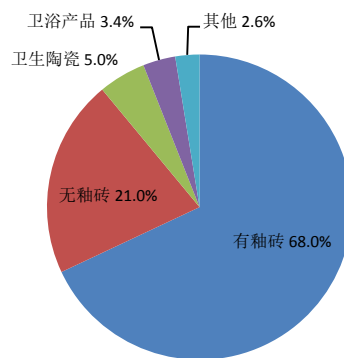
公司主营业务结构：公司收入主要来自瓷砖业务，占比 84.1%，其中有釉砖占比 66.6%，无釉砖占比 17.5%；卫生洁具类收入占比 13.5%。瓷砖贡献 89% 毛利，其中有釉砖占比 68%，无釉砖占比 21%。卫生洁具类产品毛利率相对较低，毛利占比 8.4%。

图 4：公司 2020 年 H1 主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

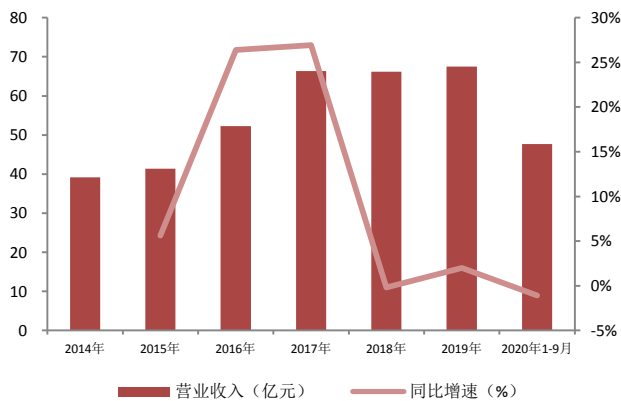
图 5：公司 2020 年 H1 主营业务毛利情况



数据来源：Wind，西南证券整理

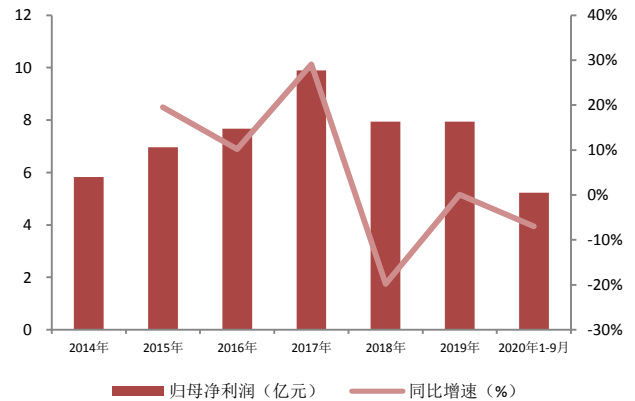
公司业绩状况：公司 2017-2019 年分别实现营收 66.3、66.2 和 67.5 亿元，同比增长 26.9%、-0.2%、2%，归母净利润分别为 9.9、7.9 和 7.9 亿元，同比增长 29.1%、-19.8% 和 0.1%。2018、2019 年行业公司业绩增长停滞主要系行业竞争加剧所致。2020 年前三季度公司营收 47.7 亿元，同比增长-1.1%，归母净利润 5.2 亿元，同比增速-7.0%，单三季度营收 21.6 亿元，增速 20.0%，归母净利润 3.1 亿元，增速 32.5%，疫情后销量复苏明显。

图 6：公司历年营业收入及增速



数据来源：wind，西南证券整理

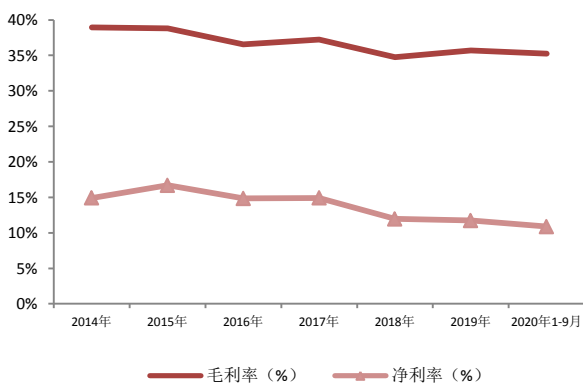
图 7：公司历年归母净利润及增速



数据来源：wind，西南证券整理

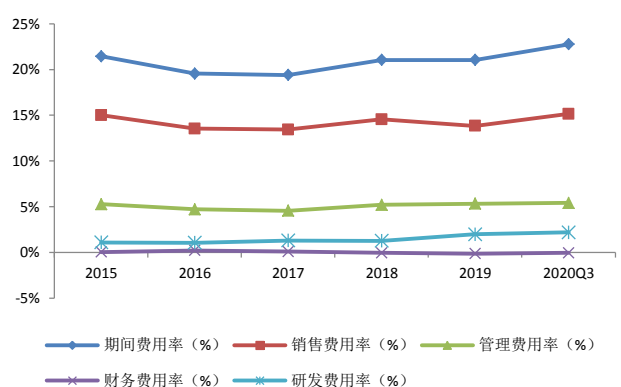
公司盈利状况：公司 2018-2020Q3 年毛利率分别为 34.7%、35.7%和 35.3%，基本稳定。净利率分别为 12%、11.7%和 10.9%。期间费用率分别为 21.0%、21.0%和 22.8%。20 年由于受疫情影响销量减少，费用支出未能得到有效摊薄，致使销售费用率增长明显、净利率水平下降。

图 8：公司历年毛利率及净利率情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 9：公司历年期间费用率情况



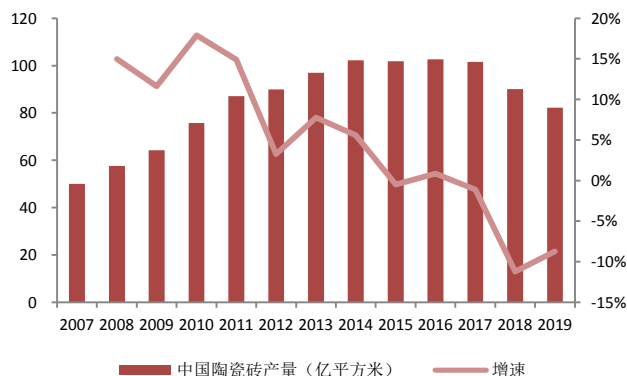
数据来源：wind，西南证券整理

2 高度分散的大市场，集中度持续提升

2.1 市场空间巨大，需求复苏

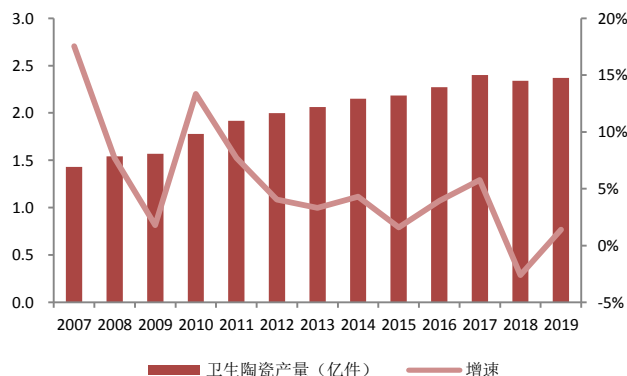
2019 年陶瓷砖产量 82.3 亿平方米，同比下降 8.7%，2019 年规模以上企业营收 3080 亿元，同比增长 2.9%。卫生陶瓷方面，目前行业处于平稳发展期，2019 年卫生陶瓷产量约为 2.4 亿件，同比增长 1.4%，规模以上企业营收 798 亿元，同比增长 2.5%。建筑卫生陶瓷累计市场规模超 4000 亿元，空间巨大。

图 10: 中国陶瓷砖历年产量及增速



数据来源: 中国建陶协会, 西南证券整理

图 11: 中国卫生陶瓷历年产量及增速

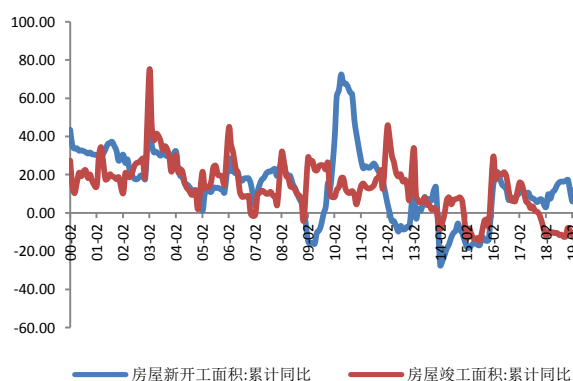


数据来源: 中国建陶协会, 西南证券整理

未来行业空间趋势来看, 竣工周期尚未结束, 未来 2 年瓷砖需求有望持续上行; 大量住房的二次装修需求释放将支撑瓷砖应用端的长期需求; 此外, 陶瓷大板等热门产品的应用领域扩张有望再次提高瓷砖行业空间。具体来看:

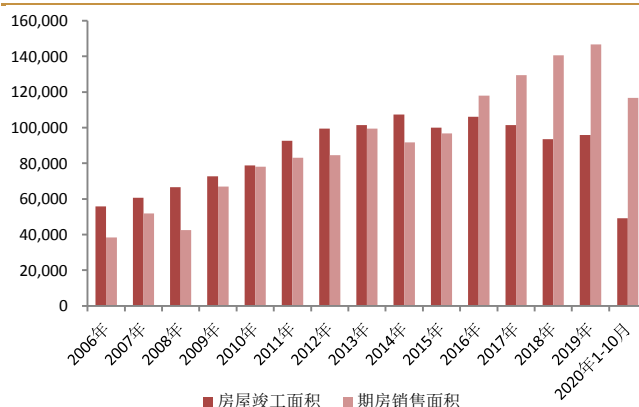
(1) 竣工周期尚未结束, 已经开始重回上行通道。2000-2016 年期间, 每一个新开工增速峰值在其后的 2-3 年中均有竣工增速峰值与之对应。2017 年以来宏观紧信用, 造成房企资金压力, 在预售—竣工这一资金纯投入阶段, 房企动力不足, 致使开工与竣工间的剪刀差持续扩大, 直到 2019 年 8 月竣工增速才开始回升, 向上拐点确认。从预售端看, 2015 年以前房地产竣工面积绝对值均高于预售面积, 与房地产开发流程的逻辑链条相匹配, 2016 年以来房地产预售房面积绝对值开始高于竣工面积, 且在之后绝对值差持续扩大。考虑到预售—竣工—交房存在合同强约束, 排除地产商大面积违约的极端情况, 竣工面积后来居上是必然事件。受 2020 年上半年疫情爆发影响, 竣工回升趋势受到影响, 目前国内疫情有效控制, 2020 年 10 月, 单月竣工增速 5.9%, 竣工增速已经开始重回上行通道且有望持续 2 年。

图 12: 房屋新开工月累计增速和竣工月累计增速 (%)



数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

图 13: 房屋预售面积与竣工面积 (亿平方米)

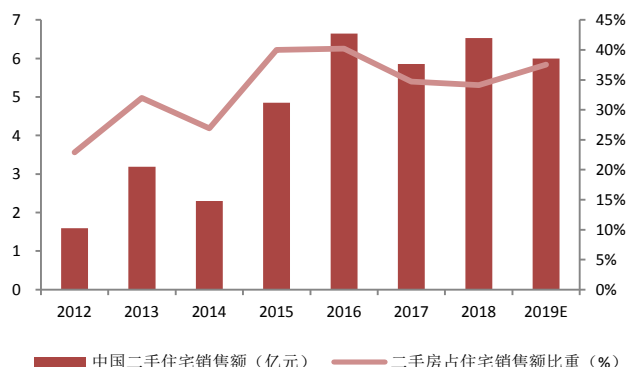


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

(2) 存量住宅二次装修支撑瓷砖应用端的长期需求。一般来说住宅装饰的耐用年限为 8-10 年, 根据统计局数据, 2018 年国内存量房已超过 270 亿平方米, 是当年新开工面积的 13 倍, 竣工面积的 30 倍, 商品房出售面积的 16 倍。随着国内存量房规模的累积, 对应的翻新和再装修市场基数将长期处于快速扩张阶段。再者, 现阶段二手房市场交易活跃, 体量

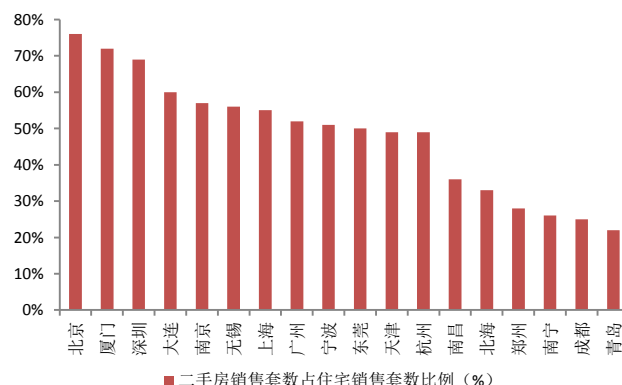
增长明显，在主要的一二线城市中二手房成交量已超过新房销量，由此带来的二次装修意愿强烈。瓷砖消费中二手房占比也在逐年提升。

图 14：全国二手房交易情况



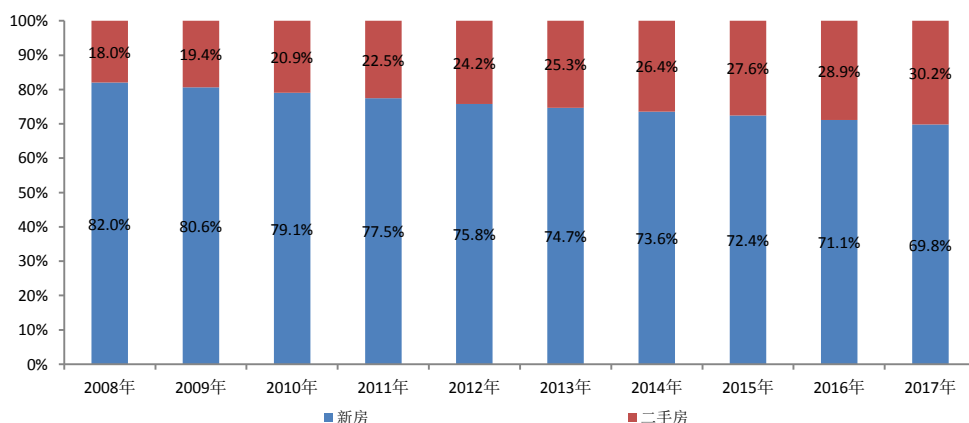
数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 15：2018 年全国主要城市二手房交易/住宅交易占比 (%)



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 16：中国住宅物业市场的瓷砖消费比例 (%)



数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

(3)陶瓷大板应用领域扩张开启新的市场空间。陶瓷大板一般是指面积在1200*2400mm以上的陶瓷产品，核心优势是规格大、拼缝少，能够体现大空间的整体感和统一性，在家庭装饰、建筑幕墙领域应用较多。近一两年来，大板在定制橱柜、灶台、餐桌等对板材面积要求较大的定制家具领域一路开疆拓土，大板有望为瓷砖行业打开千亿级别新市场。

表 1：陶瓷大板市场容量测算

应用领域	市场容量测算	测算依据
建筑陶瓷	370 亿元	2019 年预计建筑陶瓷行业市场容量约 3700 亿元，陶瓷大板产值可达建筑陶瓷市场规模的 10%。
天然石材	440-500 亿元	根据中国石材协会《“十二五”规划》及“十三五”发展规划研讨会，2018 年全行业规模以上企业将达到 4400-5000 亿元的市场规模。未来几年陶瓷大板替代石材的市场份额占其市场规模的 10%。
建筑幕墙	110 亿元	根据《建筑装饰行业“十三五”发展规划纲要》，预计到 2020 年建筑幕墙市场规模将增长到 5500 亿元。陶瓷大板材料的产值预计可达建筑幕墙市场规模的 2%。
定制家具	187 亿元	广证恒生预测 2019 年定制家具对应 3745 亿元市场容量。陶瓷大板的产值可达定制家具产值的 5% 左右。

数据来源：《四通股份高性能陶瓷板材项目可行性报告》，西南证券整理

2.2 竞争格局优化，聚焦龙头

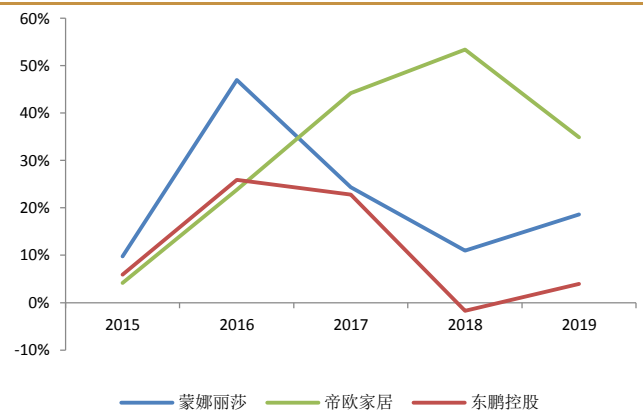
在 3000 亿+的大市场中，最大的瓷砖企业马可波罗 2019 年营收突破百亿，仅对应 3% 的市场份额，上市瓷砖品牌东鹏控股、蒙娜丽莎和帝欧家居对应市占率均在 1%-2% 之间，行业集中度还不高。我们也可以看到，2017-2019 年规模以上瓷砖企业数量分别为 1402、1265 和 1160 家，2020 年上半年进一步下降至 1085 家，2017-2019 年规模以上企业营收增速分别为 -9.8%、-28.1% 和 2.9%，但龙头品牌基本保持正增速，明显强于行业平均水平，集中度加速提升。

图 17：中国建筑陶瓷规模以上企业数量（家）



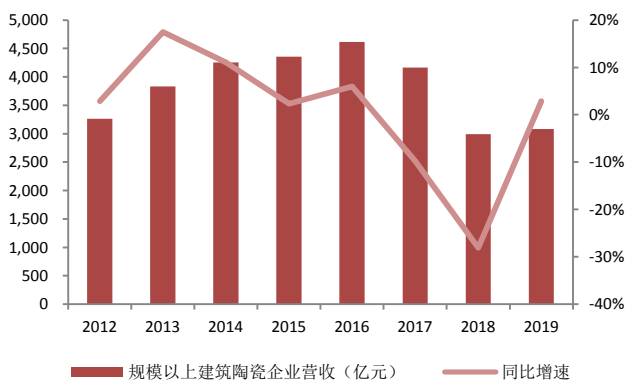
数据来源：中国建筑卫生陶瓷协会，西南证券整理

图 18：品牌瓷砖企业营收增速（%）



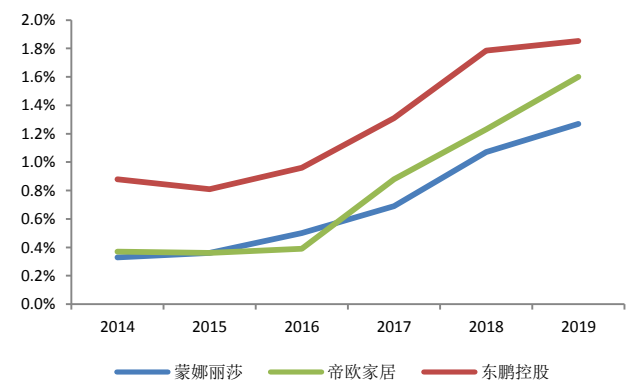
数据来源：各公司年报，西南证券整理

图 19：中国建筑陶瓷规模以上企业主营业务收入及增速



数据来源：工业和信息化部，西南证券整理

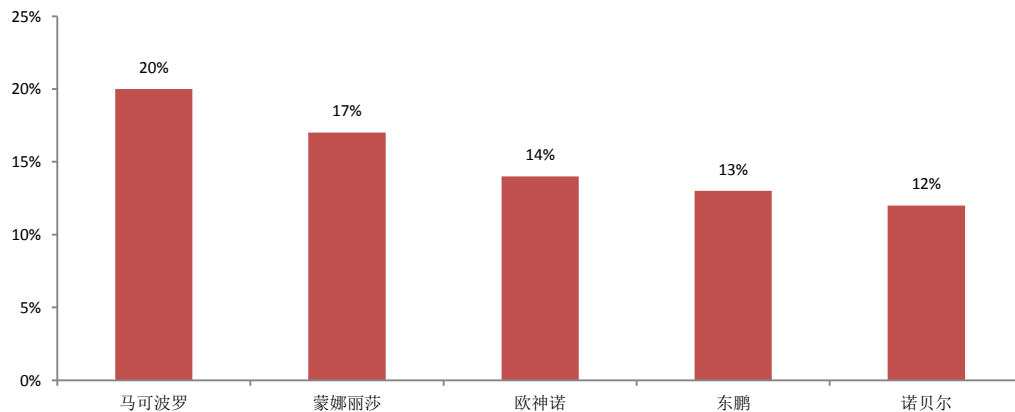
图 20：品牌瓷砖企业市占率变化（%）



数据来源：公司公告、中国建筑卫生陶瓷协会，西南证券整理

渠道变革、成本优势和品牌强化下，未来行业集中度提升将长期持续。具体来看：

（1）渠道变革：精装率提升、地产集采、地产集中度提升带来行业加速集中。精装率提升和房地产集采是大势所趋，房企集采首重品牌知名度、产品性价比和全国供货能力，B 端订单增量主要流向龙头瓷砖品牌。此外，房地产集中度持续提升，也进一步带动了龙头品牌集中度提升。

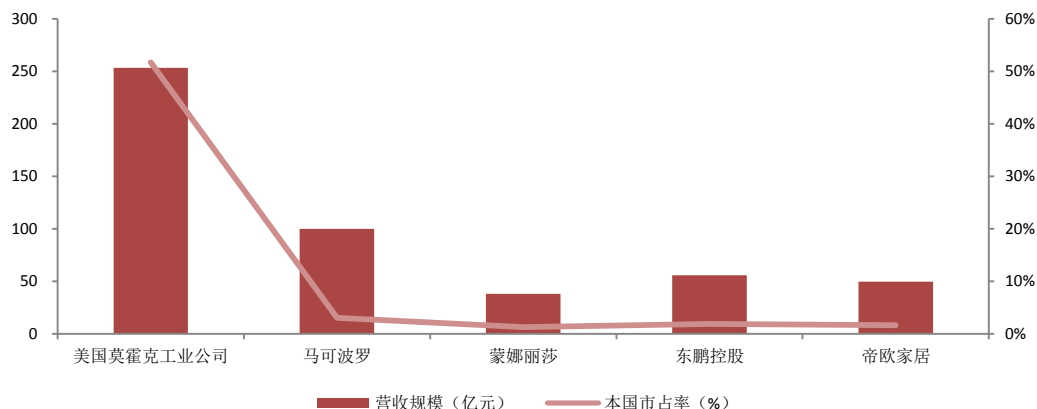
图 21：2019 年重点 70 城全装修项目建陶应用品牌 Top5 (%)


数据来源：优采云平台《2019 年全国重点 70 城工程市场年报》，西南证券整理

(2) 成本优势：龙头企业扩产下新产能规模优势，全国化布局的物流优势带动强者恒强。瓷砖在消费建材中属于“重资产”行业，1000 万平产能投资约 2 亿元，大板、岩板等新品投资规模更高，中小企业扩张能力不足，仅大企业具备扩产实力，而新投产的产能在规模、技术、以及原材料等生产成本方面明显优于老产能。此外，瓷砖运输半径约 500 公里，大企业的全国化布局在供货能力和物流上具备较强竞争力，共同带动龙头企业强者恒强。

(3) 品牌强化：消费者品牌意识加强，龙头持续的品牌宣传、渠道下沉和门店数量增加等都将持续强化龙头的品牌力，进而缓慢提升 C 端市占率。在 C 端零售中，一线品牌持续进行品牌宣传，渠道下沉至县镇等级，门店数量和质量持续提升，消费者认知持续强化，不断推出新品，形成良性循环。而小品牌品类少，品牌溢价能力差，店面投入少，经销商利润不及一线品牌，逐步被市场淘汰。此消彼长下，一线品牌零售端市占率缓慢提升。

对标美国莫霍克工业集团，探索国内瓷砖行业格局发展空间。美国莫霍克工业公司是全球瓷砖巨头，2019 年瓷砖业务营收规模达 253.3 亿元，相当于国内第一大瓷砖企业马可波罗收入体量的 2.5 倍，东鹏的 4.6 倍，蒙娜丽莎的 6.7 倍。其在美国瓷砖行业的市占率已超过 50%，而 2019 年我国三家瓷砖上市企业再加上马可波罗的国内市占率之和仅有 7.7%，差距悬殊较大，可见我们国内优秀的瓷砖企业还具备充足的市占率上升空间。

图 22：莫霍克工业公司和国内上市建陶企业 2019 年营收规模对比（亿元）


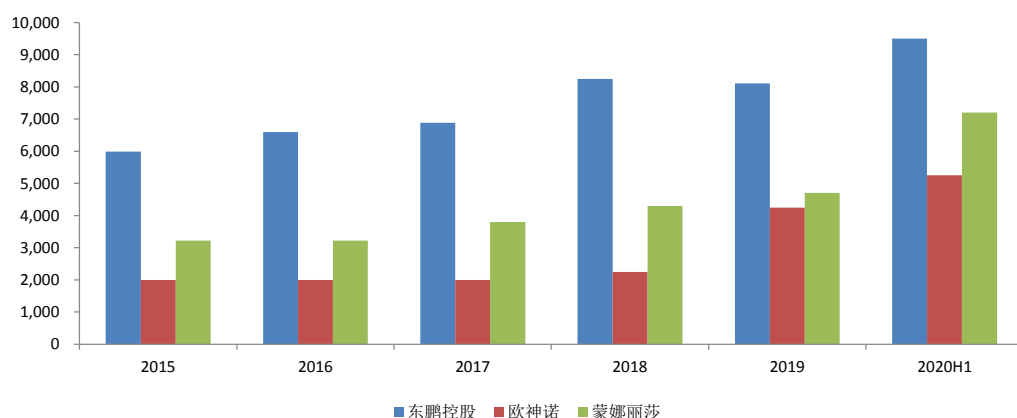
数据来源：各公司年报，西南证券整理

3 全国布局，发力零售和优质工程，开启新一轮成长

3.1 全国化产能布局，辐射面和运输成本优势突出

目前公司自有瓷砖产能超过 9000 万平/年，洁具产能超 300 万件/年，2019 年自产瓷砖量 7529 万平，OEM(外协)产量 4022 万平，全年累计产量 11586 万平方米，全年销量 11673 万平方米；自产洁具 280 万件，OEM(外协)产量 293 万件，累计产量 573 万件，全年销量 537 万件。自有产能位于行业前列，产能优势明显。

图 23：瓷砖上市公司自有产能对比（万平方米/年）



数据来源：公司公告，西南证券整理

从产能分布上来看，公司拥有山东淄博、广东佛山、广东清远、江西丰城、湖南澧县、重庆永川 6 大瓷砖生产基地，同时在广东的佛山、江门以及江西丰城和重庆永川设有洁具生产线。在这些生产基地附近公司另设了 13 个中心仓和 6 个销售仓，可以轻松辐射华北、华东、华南、华中、西南等大量地区，能够有效降低经销商和公司的物流成本并增强渗透能力。

表 2：东鹏控股瓷砖生产基地

子公司名称	基地	生产线情况	产能(万平/年)	后续扩产计划
淄博卡普尔	山东淄博	4 条生产线，年产 1300 万平方米内墙砖	1300	
东华盛昌	广东佛山	2 条生产线，年产瓷质砖 360 万平米	360	募投扩充 3 条新型环保生态石材生产线，预计新增产能 315 万平
清远纳福娜	广东清远	4 条年产抛光砖 900 万平方米生产线和 6 条年产高档建陶装饰砖 2160 万平方米生产线	3060	
丰城东鹏	江西丰城	计划 6 条玻化砖施釉砖和 6 条釉面砖生产线，总产能 3300 万平/年；目前 8 条生产线投产	2200	募投扩建 4 条陶瓷生产线，预计新增产能 2190 万平方米，其中瓷片 1500 万平方米、仿古砖 300 万平方米、全抛釉砖 390 万平方米
澧县新鹏	湖南澧县	原有 2 条生产线，日产 3 万平米墙地砖，募投项目 4 条产线 3 条已投产	2160	募投 4 条高档仿古瓷砖生产线，预计年产能 1560 万平方米
重庆智能家居	重庆永川	一期瓷砖生产线 4 条，年产 1600 万平方米，目前投产 2 条	800	二期瓷砖生产线 4 条，产能 1700 万平/年；三期瓷砖产线 4 条，产能 1700 万平/年
瓷砖产能合计			9880	

数据来源：东鹏控股 IPO 说明书，西南证券整理；备注：产能根据招股说明书披露数据整理，截至日期为 2020 年 6 月，实际产能或有误差

表 3：东鹏控股洁具生产基地

子公司名称	基地	生产线情况	产能(万件/年)	后续扩产计划
东鹏洁具	广东佛山	德国隧道窑 2 条, 年产高档洁具 80 万套	80	
江西东鹏	江西	4 条洁具生产线, 年产节水型陶瓷洁具 260 万件	260	募投新建年产 160 万件节水型卫生洁具生产线
江江东鹏	江门	募投建设 4 条卫生洁具生产线(产能 260 万件), 100 万件龙头; 目前已投产洁具产线 2 条	130	募投建设 4 条卫生洁具生产线 (产能 260 万件), 100 万件龙头
高明稳畅	广东高明	金属家居 2000 套, 实木家居 2000 套, 软体皮家具 10000 套	1.4	
重庆智能家居	重庆永川	在建	0	二期陶瓷卫浴产线 80 万件/年; 三期建设 2 条卫浴生产线, 产能 180 万件/年, 浴室柜、橱柜生产线一组, 产能 50 万套/年; 淋浴房生产线 1 条, 产能 5 万套/年, 五金龙头产线一条, 产能 80 万件/年
合计产能			471.4	

数据来源：东鹏控股 IPO 说明书，西南证券整理；备注：产能根据招股说明书披露数据整理，截至日期为 2020 年 6 月，实际产能或有误差

在后续产能规划中，IPO 募投项目包含新建 3 条石板材生产线，预计新增年产能 315 万平/年；新建 8 条瓷砖生产线，累计年产能 3750 万平/年，截至 2020 年 6 月已有部分投产，未投产产能约 2580 万平/年；新建卫生洁具产能 420 万件/年，龙头五金等产能 100 万件/年，截至 2020 年 6 月已投产卫生洁具产能 130 万件/年，待投产产能 290 万件/年。此外，在重庆永川的智能家居生产基地累计三期项目中，包含新建瓷砖产能 5000 万平，其中已投产 800 万平/年，待投瓷砖产能 4200 万平/年，待投洁具、五金等产能 395 万件/年。

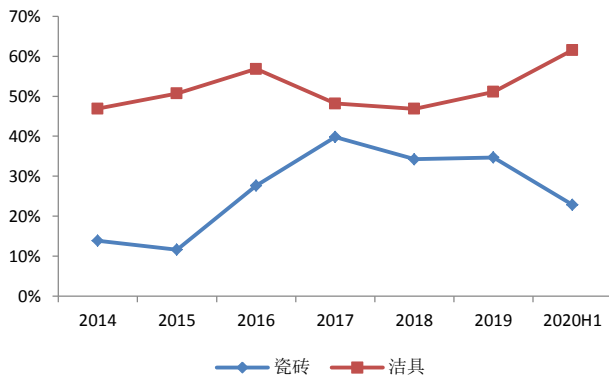
表 4：东鹏控股 IPO 募投项目

项目名称	项目内容	投资金额	实施主体
年产 315 万平方米新型环保生态石板材改造项目	扩充 3 条新型环保生态石板材生产线，预计年产能 315 万平方米	18626 万元	湖口东鹏
扩建 4 条陶瓷生产线项目	扩建 4 条陶瓷生产线，预计年产能 2190 万平方米；分别为瓷片生产线 2 条（预计年产能 1500 万平方米）、仿古砖生产线 1 条（预计年产能 300 万平方米）及全抛釉生产线 1 条（预计年产能 390 万平方米）	60000 万元	丰城东鹏
澧县新鹏陶瓷有限公司二期扩建项目	4 条高档仿古瓷砖生产线，预计年产能 1560 万平方米	66218 万元	澧县新鹏
年产 160 万件节水型卫生洁具生产线建设项目	座便器连体 50 万件、座便器分体 50 万件、蹲便器 20 万件、小便器 8 万件、盆柱水箱类 32 万件	34000 万元	江西东鹏
年产 260 万件节水型卫生洁具及 100 万件五金龙头建设项目	260 万件节水型卫生洁具（包括陶瓷坐便器、陶瓷蹲便器、陶瓷小便器、陶瓷盆类、玻璃淋浴房等）、100 万件五金龙头生产线（水龙头）	94248 万元	江江东鹏

数据来源：东鹏控股 IPO 说明书，西南证券整理

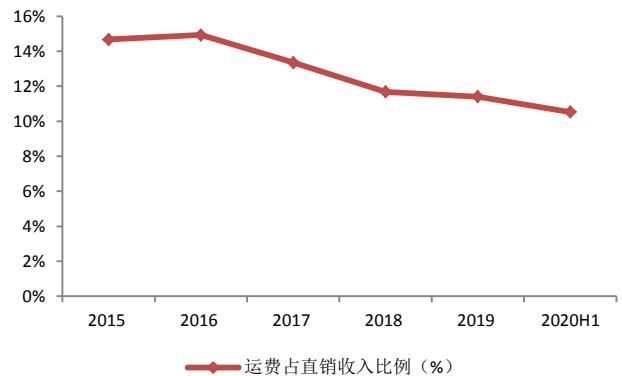
在以自有产能为主，OEM 产能为辅的瓷砖行业中，公司基地布局、OEM 比例合理，产能充足，全国化的布局叠加配套的中心仓、销售仓，也使得运输成本明显下降，为后续业务拓展打下良好基础。

图 24: 公司 OEM 产量占比 (%)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 25: 公司运输费用率下滑明显 (%)

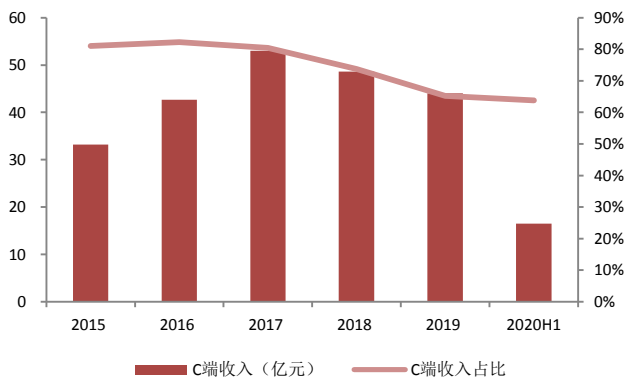


数据来源: 公司公告, 西南证券整理 (备注: 运费主要系直销业务产生)

3.2 深耕零售市场, 开启新一轮 C 端成长

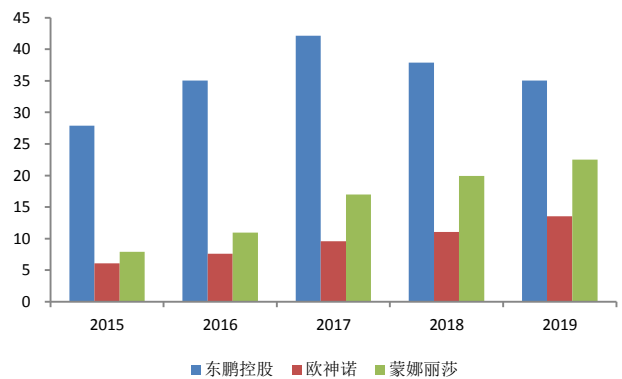
2016-2019 年公司零售端收入 (统计口径为经销模式收入、直销中的网上销售、家装公司、直营店销售) 分别为 42.7 亿元、53.0 亿元、48.6 亿元和 44.0 亿元, 占营收比例分别为 82.2%、80.5%、73.8% 和 65.2%。虽然近年来公司零售业务冲高后有所下滑, 但公司在零售领域深耕多年, 基础扎实, 在行业中仍处于绝对领先地位。上市后, 公司将加大零售投入, 通过提升已有店面坪效、渠道下沉开拓新店、做强家装公司项目、新零售引流等多项举措开启新一轮 C 端增长。具体来看:

图 26: 东鹏 C 端业务收入和占比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 27: 瓷砖上市公司瓷砖业务 C 端营收对比 (亿元)



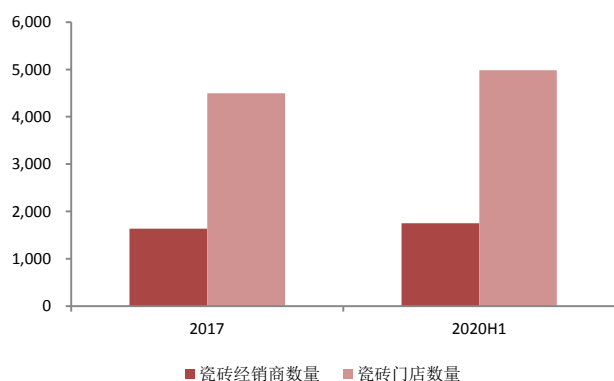
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

(1) 提升坪效、开设新店, 线下零售大有增长空间

东鹏 2017 年末拥有瓷砖经销商 1636 个, 拥有线下门店 4694 个, 对应当年瓷砖经销收入约 39 亿元, 根据我们测算, 单个经销商和单店的营收规模分别为 238 万元/个和 83 万元/个, 在同行业中处于领先水平。截至 2020 年半年度, 东鹏瓷砖经销商 1753 个, 相较于 2017 年增速 7.2%, 门店数量 4981 个, 相较于 2017 年增长了 6.1%, 在大基数下保持了小幅增长, 但 2019 年瓷砖经销收入约 33 亿元, 单个经销商和门店收入有所下滑, 除行业因素外,

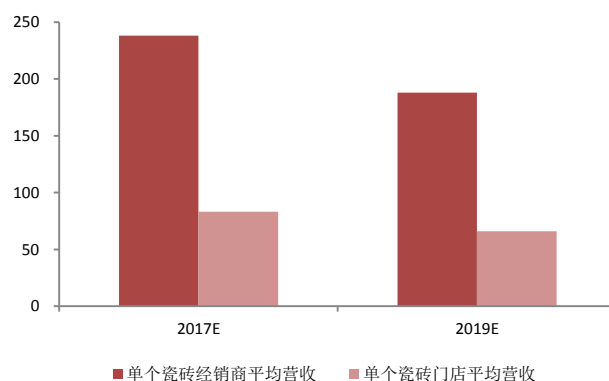
与 2018、2019 年公司经销商门店装修、更新换代等投入不足有关，门店没有发挥出应有的创收能力。

图 28：东鹏瓷砖经销商和门店数量（个）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 29：东鹏单个瓷砖经销商和门店平均营收（万元/个）



数据来源：公司公告，西南证券；备注：测算方式为经销收入*瓷砖收入占比/经销商（门店）数量。

上市后，经销商信心有效提振，公司将显著加强对经销商门店装修、广告等补贴力度。单店营收规模有望逐步恢复并超越前值。此外，在当前市场环境下，消费者品牌意识逐步提升，小品牌经销商存活难度增加，在《2020 建材家居市场发展现状调研报告》中，瓷砖经销商退租现象普遍，东鹏作为龙头品牌借机逆势而上，加强新店开设，募投项目中也包含通过补贴经销商方式建设智能化展厅，针对薄弱市场规划建设服务网点 150 家，市占率有望加速提升。

（2）做强家装公司项目，有效提速零售业务。公司经销商数量庞大，累计约 2000 家，配套全国化的产能和中心仓、销售仓和展厅布局，经销商对接家装公司项目更加得心应手，成功率更高，未来家装公司在零售端占比趋势提升，公司以此为抓手能够有效提速零售业务。

表 5：公司经销商分布情况

地区	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 H1
华北	286	278	294	327
华中	477	475	522	545
华南	487	444	467	505
西北	240	207	166	181
西南	383	387	412	438
境外	1	1	1	1
合计	1874	1792	1862	1997

数据来源：公司公告，西南证券整理

（3）积极开展新零售引流。东鹏目前已建立了包括自营平台、第三方平台及互联网家装在内的全方位线上营销体系。具体来讲，公司在天猫、淘宝、京东、苏宁、唯品会等第三方电商平台上开设网店，同时与土巴兔、安居客、优装美家等 7 家垂直家装平台开展深度合作，2017 年东鹏还建立了官方线上“东鹏商城”，线上新零售走在行业前列，有望为线下业务持续引流。

表 6: 天猫“双十一”瓷砖热销品牌 Top 10

排名	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
1	东鹏	诺贝尔	诺贝尔	诺贝尔	东鹏	诺贝尔	哈德逊
2	诺贝尔	东鹏	居然之家	东鹏	诺贝尔	东鹏	万美
3	鹰派	塞尚印象	东鹏	马可波罗	金意陶	万美	唐梦
4	大自然	欧神诺	欧神诺	欧神诺	依诺	鹰牌	小米
5	斯米克	宏宇	马可波罗	亚细亚	东箭完整家居	楼兰	东鹏
6	马可波罗	罗浮威尔	亚细亚	新中源	新中源	金意陶	德广
7	圣象	新中源	新中源	依诺	箭牌	玖玖鱼	玖玖鱼
8	塞纳春天	马可波罗	万美	金意陶	中盛	马可波罗	马可波罗
9	永裕	云博	简一	顺辉	万美	中盛	青橙
10	万美	意特陶	意特陶	迈森英伦	鹰牌	圣亚高	高恩

数据来源: 中国陶瓷网、东鹏官网, 西南证券整理

图 30: 线上引流—东鹏商城



数据来源: 东鹏商城, 西南证券整理

图 31: 线上引流—天猫商城

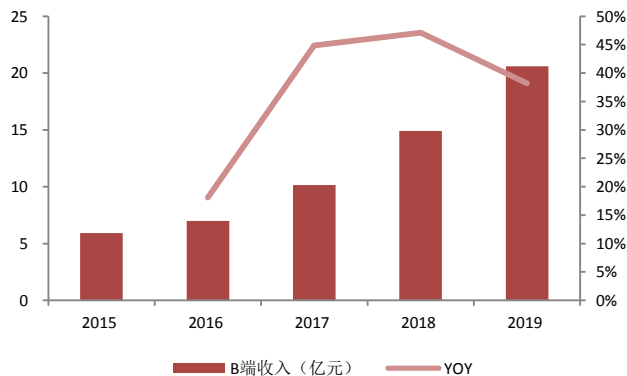


数据来源: 天猫, 西南证券整理

3.3 发力优质工程业务, 高质量发展

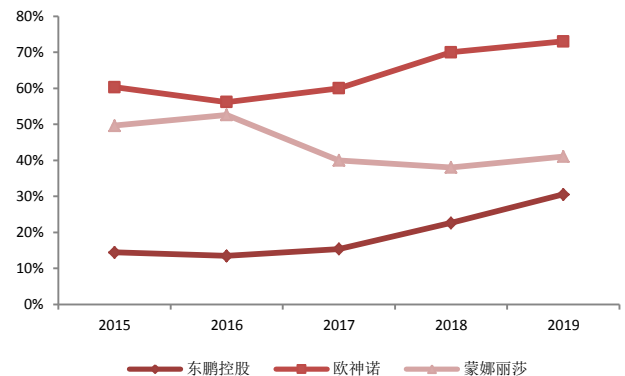
精装加集采模式是渠道变革长期趋势, 工程端 (2B) 业务成为重要发展方向, 力推工程业务的瓷砖供应商如帝欧家居、蒙娜丽莎等增速领跑行业。东鹏控股工程端发力较晚, 对比蒙娜丽莎工程占比约 45%, 帝欧家居工程占比约 70%, 东鹏 2019 年工程营收 20.6 亿元, 占比约为 30%, 略低于同行, 但 2017-2019 年增速分别为 44.8%、47.1%和 38.2%, 成长较快。

图 32: 东鹏控股工程收入及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

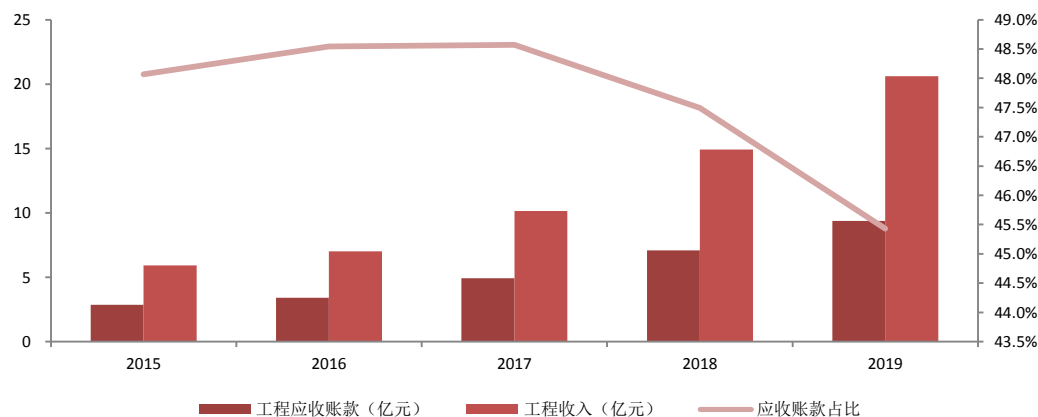
图 33: 上市瓷砖企业 B 端收入占比 (%)



数据来源: 公司公告等, 西南证券整理

值得注意的是, 东鹏的工程业务中大地产占比约 50%-60%, 还存在约 40%-50% 的连锁商业项目, 包括华为体验店、科大讯飞办公楼等等, 相对于大地产客户, 连锁商业客户回款周期短, 应收账款少, 风险分散, 带动 B 端业务增长质量较高。未来, 公司将依靠全国布局的产能优势和品牌优势, 重点开拓优质地产客户和商业连锁项目, 作为 B 端增长的主要引擎。

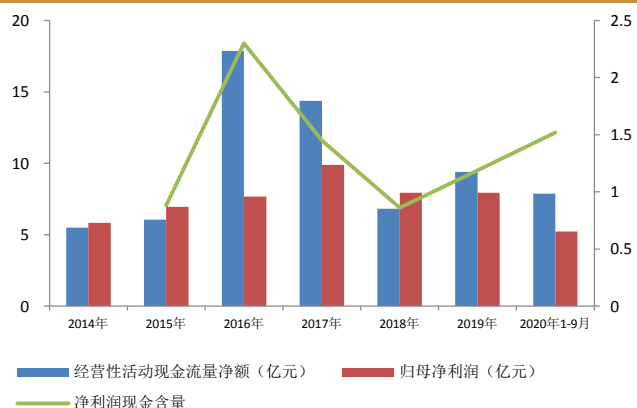
图 34: 东鹏工程业务应收账款占工程业务收入比例趋势下降



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

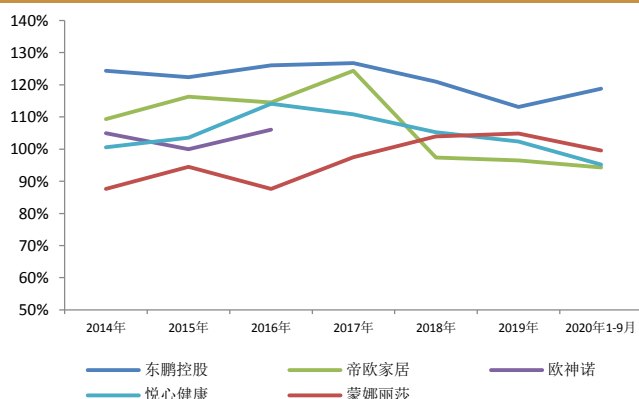
从经营结果上看, 公司 2017-2020 年前三季度经营性活动现金流量净额分别为 14.4、6.8、9.4 和 7.9 亿元, 同期净利润现金含量分别为 1.5、0.9、1.2 和 1.5, 收现比也普遍在 1.1 以上, 现金流显著优于同行业上市公司, 有力支撑公司未来发展。

图 35: 东鹏现金流情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 36: 上市瓷砖公司收现比 (%)



数据来源: Wind, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 假设 2020-2022 年瓷砖产品价格维持不变, 但公司加大经销商投入、扩张门店以及线上引流等带动 C 端增长, 发力优质工程, B 端业务保持增长势头。假设瓷砖业务在此带动下, 2020-2022 年销量增速分别为 6%、25%和 25%, 毛利率维持稳定。

假设 2: 在当前战略布局下, 公司卫生洁具业务有望复刻瓷砖业务增长趋势, 假设洁具业务 2020-2022 年销量增速分别为 2%、20%、20%, 毛利率维持稳定。

假设 3: 考虑到公司计划加大销售网点下沉并提升门店形象, 假设销售费用率有所增加。

表 7: 分业务收入及毛利率

百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
合计				
营业收入	6751.9	7109.2	8797.0	10896.2
yoy	2.0%	5.3%	23.7%	23.9%
营业成本	4342.0	4563.2	5636.4	6969.7
毛利率	35.7%	35.8%	35.9%	36.0%
瓷砖				
收入	5558.4	5891.9	7364.9	9206.1
yoy	3.9%	6.0%	25.0%	25.0%
成本	3419	3623.5	4529.4	5661.8
毛利率	38.5%	38.5%	38.5%	38.5%
洁具				
收入	1033.2	1053.9	1264.6	1517.6
yoy	-7.3%	2.0%	20.0%	20.0%
成本	807.7	822.0	986.4	1183.7
毛利率	21.8%	22.0%	22.0%	22.0%

百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
其他业务				
收入	160.20	163.4	167.5	172.5
yoy	1.9%	2.0%	2.5%	3.0%
成本	115.30	117.7	120.6	124.2
毛利率	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 8.35、10.53 和 13.33 亿元, 对应 PE 分别为 22、17 和 14 倍。考虑到公司上市后有望迎来业绩拐点, 同时现金流状况显著优于同业, 存在估值溢价, 给予公司 2021 年 22 倍 PE, 对应市值 232 亿元, 对应目标价 19.8 元。首次覆盖给予“买入”评级。

表 8: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
002918	蒙娜丽莎	28.35	1.07	1.4	1.83	2.3	26.50	20.25	15.49	12.33
002798	帝欧家居	20	1.47	1.7	2.22	2.77	13.61	11.76	9.01	7.22
603385	惠达卫浴	11.89	0.89	0.98	1.18	1.43	13.36	12.13	10.08	8.31
002084	海鸥住工	8.47	0.26	0.28	0.41	0.53	32.58	30.25	20.66	15.98
平均值							21.51	18.60	13.81	10.96

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

门店坪效和数量提升不及预期风险, 工程业务拓展不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6751.86	7109.17	8797.01	10896.18	净利润	792.73	831.28	1049.83	1330.45
营业成本	4341.96	4563.19	5636.41	6969.66	折旧与摊销	339.42	326.47	326.47	326.47
营业税金及附加	65.69	70.03	85.27	106.25	财务费用	-8.07	7.11	17.59	21.79
销售费用	933.63	1037.94	1275.57	1558.15	资产减值损失	-33.32	46.00	50.00	55.00
管理费用	360.32	391.00	483.84	599.29	经营营运资本变动	529.08	-387.69	219.29	231.93
财务费用	-8.07	7.11	17.59	21.79	其他	-679.27	-71.00	-78.00	-86.00
资产减值损失	-33.32	46.00	50.00	55.00	经营活动现金流净额	940.57	752.17	1585.19	1879.65
投资收益	23.56	25.00	30.00	30.00	资本支出	-932.42	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-115.16	25.00	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1047.58	25.00	30.00	30.00
营业利润	946.74	1018.90	1278.34	1616.03	短期借款	-242.92	-5.00	0.00	0.00
其他非经营损益	7.31	-18.56	-15.00	-15.00	长期借款	486.39	0.00	0.00	0.00
利润总额	954.05	1000.34	1263.34	1601.03	股权融资	4.44	1623.05	0.00	0.00
所得税	161.31	169.06	213.50	270.57	支付股利	0.00	-158.88	-167.06	-210.67
净利润	792.73	831.28	1049.83	1330.45	其他	182.71	-7.11	-17.59	-21.79
少数股东损益	-1.64	-4.02	-3.50	-3.00	筹资活动现金流净额	430.62	1452.07	-184.65	-232.46
归属母公司股东净利润	794.38	835.30	1053.33	1333.45	现金流量净额	323.62	2229.24	1430.54	1677.19
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2165.82	4395.06	5825.60	7502.79	成长能力				
应收和预付款项	1536.69	1493.43	1887.18	2343.58	销售收入增长率	2.00%	5.29%	23.74%	23.86%
存货	1339.99	1408.26	1737.47	2149.93	营业利润增长率	2.87%	7.62%	25.46%	26.42%
其他流动资产	221.33	233.04	288.36	357.18	净利润增长率	0.09%	4.86%	26.29%	26.73%
长期股权投资	69.76	69.76	69.76	69.76	EBITDA 增长率	6.99%	5.82%	19.96%	21.07%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3620.19	3336.13	3052.07	2768.01	毛利率	35.69%	35.81%	35.93%	36.04%
无形资产和开发支出	720.80	680.45	640.09	599.74	三费率	19.04%	20.20%	20.20%	20.00%
其他非流动资产	190.35	188.29	186.23	184.18	净利率	11.74%	11.69%	11.93%	12.21%
资产总计	9864.93	11804.42	13686.78	15975.17	ROE	15.28%	11.11%	12.55%	14.03%
短期借款	5.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.04%	7.04%	7.67%	8.33%
应付和预收款项	3649.76	3279.19	4183.71	5234.21	ROIC	20.78%	21.33%	27.91%	38.92%
长期借款	486.39	486.39	486.39	486.39	EBITDA/销售收入	18.93%	19.02%	18.44%	18.03%
其他负债	537.20	556.80	651.87	769.97	营运能力				
负债合计	4678.34	4322.37	5321.96	6490.56	总资产周转率	0.77	0.66	0.69	0.73
股本	1030.00	1173.00	1173.00	1173.00	固定资产周转率	2.32	2.23	3.03	4.16
资本公积	959.98	2440.03	2440.03	2440.03	应收账款周转率	7.34	7.25	8.16	8.03
留存收益	3180.07	3856.50	4742.77	5865.56	存货周转率	3.25	3.32	3.58	3.58
归属母公司股东权益	5170.05	7469.53	8355.80	9478.58	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.13%	—	—	—
少数股东权益	16.54	12.52	9.02	6.02	资本结构				
股东权益合计	5186.59	7482.05	8364.82	9484.60	资产负债率	47.42%	36.62%	38.88%	40.63%
负债和股东权益合计	9864.93	11804.42	13686.78	15975.17	带息债务/总负债	10.50%	11.25%	9.14%	7.49%
					流动比率	1.30	2.04	2.08	2.11
					速动比率	0.97	1.66	1.71	1.74
					股利支付率	0.00%	19.02%	15.86%	15.80%
					每股指标				
					每股收益	0.68	0.71	0.90	1.14
					每股净资产	4.41	6.37	7.12	8.08
					每股经营现金	0.80	0.64	1.35	1.60
					每股股利	0.00	0.14	0.14	0.18
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	1278.10	1352.48	1622.40	1964.29					
PE	22.92	21.79	17.28	13.65					
PB	3.52	2.44	2.18	1.92					
PS	2.70	2.56	2.07	1.67					
EV/EBITDA	11.06	10.44	7.83	5.61					
股息率	0.00%	0.87%	0.92%	1.16%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn