

## 凭借渠道优势，持续发力 C+小 B 市场

——首次覆盖

## 核心观点

- **行业增长放缓，集中度持续提升。**国内瓷砖市场超 3000 亿，目前进入成熟期。瓷砖 SKU 众多且具有运输半径，导致行业竞争格局分散。供给端受环保因素影响，落后产能逐步淘汰，需求端受房地产集中度提升/精装修比例提升影响，行业集中度不断提升。头部厂商通过“产品+服务”做出差异化。
- **深耕 C 端/小 B 市场，继续巩固渠道优势。**公司 C 端/中小微工程市场收入占比约 80%，相较于以集采为主的帝欧家居/蒙娜丽莎，公司经营质量更优/现金流更健康，在同业中具有一定稀缺性。公司渠道规模远超同业，20H1 公司/蒙娜丽莎/帝欧家居全口径门店数量分别为 6724/4000/3500 家，预计 21 年将新增门店约 1100 家，YoY+16.4%。此外，公司通过重装门店/“1+N”产品矩阵/建设智能化展厅提升坪效，继续巩固渠道优势，并带动收入增长。公司在业内率先推行“包铺贴”服务，进一步强化渠道服务能力/竞争力。
- **产品结构升级，成本稳步下降。**公司产品 SKU 丰富，通过品类分层满足不同战略需求。公司对产品持续创新，打造差异性/提升附加值，带动产品结构升级。为支撑销量增长，公司产能稳步扩张，规划新增产能较目前产能增长约 71%，并通过 OEM 灵活调控整体产能规模。公司通过加强管控，进一步降低原材料采购价格，并充分发挥规模效应，有望带动单位成本稳步下降。
- **打造供应链体系，辅助渠道开拓。**瓷砖单平米货值不高且相对较重，导致运费占比较高，20H1 运输费用率达 4.0%，这是行业共性。公司通过生产基地全国化布局，配套搭建仓储物流网络，打造供应链体系，降低渠道运输费用。此外，公司业内首推共享仓模式，共享仓的产品符合当地消费者的购买能力与喜好，可以辅助新增门店迅速开拓本地市场，并同时降低采购成本/运费。

## 财务预测与投资建议

- 预测公司 20-22 年 EPS 0.74/1.04/1.34 元，CAGR+25.4%。公司发力 C 端+小 B 市场，渠道优势明显，产品结构升级，成本稳步下降。可比公司 21 年平均 PE 为 19X，22 年行业/公司平均归母净利润 YoY+20%/29%，给予公司 30%溢价至 25XPE，对应目标价 26.00 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示:**地产需求/小 B 拓展不及预期;原料能源价格波动/估值溢价降低风险。

## 公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,619	6,752	7,138	8,997	11,178
同比增长(%)	-0.2%	2.0%	5.7%	26.1%	24.2%
营业利润(百万元)	920	947	1,037	1,454	1,874
同比增长(%)	-18.7%	2.9%	9.5%	40.3%	28.8%
归属母公司净利润(百万元)	794	794	870	1,218	1,568
同比增长(%)	-19.8%	0.1%	9.5%	40.0%	28.7%
每股收益(元)	0.68	0.68	0.74	1.04	1.34
毛利率(%)	34.7%	35.7%	35.9%	37.0%	37.8%
净利率(%)	12.0%	11.8%	12.2%	13.5%	14.0%
净资产收益率(%)	19.5%	16.6%	15.3%	18.1%	19.7%
市盈率	31.1	31.1	28.4	20.3	15.8
市净率	5.6	4.8	4.0	3.4	2.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

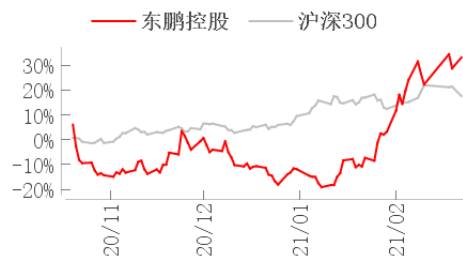


东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价(2021年02月22日)	21.79 元
目标价格	26.00 元
52周最高价/最低价	23/12.97 元
总股本/流通 A 股(万股)	117,300/14,300
A 股市值(百万元)	25,560
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2021年02月23日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	8.95	43.83	40.67	
相对表现	8.47	40.87	26.05	
沪深 300	0.48	2.96	14.62	11.03



资料来源：WIND、东方证券研究所

## 证券分析师

黄骥

021-63325888\*6074

huangji@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520030001

## 证券分析师

江剑

021-63325888\*7275

jiangjian@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520090001

## 联系人

聂磊

021-63325888\*7504

nielei@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

一、行业增长放缓，集中度持续提升.....	5
1.1 市场空间超 3000 亿，整体增长放缓.....	5
1.2 行业格局分散，集中度持续提升.....	6
1.3“产品+服务”树立品牌，生产端具备规模效应.....	10
二、深耕 C+小 B 市场，渠道优势明显.....	12
2.1 渠道赋能，发挥 C 端+小 B 优势.....	12
2.2 建立物流网络体系，辅助渠道开拓.....	18
三、产品结构升级，产能稳步扩张.....	20
3.1 持续创新，带动产品结构高端化.....	20
3.2 产能稳步扩张，开启新征程.....	22
3.3 管控加强，成本稳步下降.....	23
盈利预测与投资建议.....	24
盈利预测.....	24
投资建议.....	26
风险提示.....	26

## 图表目录

图 1: 2018 年各国瓷砖消费占比 (%) .....	5
图 2: 2010-2019 年全国规模以上建筑陶瓷企业收入 (亿) .....	5
图 3: 1998-2019 年建筑业房屋竣工面积/瓷砖产量增速(%) .....	6
图 4: 1998-2019 年建筑业房屋竣工面积 (亿平) .....	6
图 5: 1998-2019 年我国建筑陶瓷产量 (亿平方米) .....	6
图 6: 2012-20H1 建筑陶瓷行业规模以上企业数量 (个) .....	6
图 7: 2019 年各瓷砖公司市占率 (%) .....	7
图 8: 2019 年消费类建材 CR3 (%) .....	7
图 9: 2009-2019 年地产厂商 CR10/CR20/CR30 (%) .....	8
图 10: 2016-2019 年精装房渗透率 (%) .....	8
图 11: 2019 年中国精装修市场重点部品配置率 (%) .....	8
图 12: 2020 年各地区天然气使用率 (%) .....	9
图 13: 2017-20H1 公司各能源成本比例 (%) .....	9
图 14: 2014-2019 年主要瓷砖公司市占率 (销量口径; %) .....	10
图 15: 2014-2019 年主要瓷砖公司市占率 (收入口径; %) .....	10
图 16: 2007-2019 年公司/蒙娜丽莎瓷砖新品 .....	10
图 17: 瓷砖的属性特征 .....	11
图 18: 20H1 公司瓷砖成本构成 (%) .....	12
图 19: 2017-20H1 公司有釉砖自产成本/外协价格 (元/平) .....	12
图 20: 2017-20H1 公司瓷砖产品自产/外协比例 (%) .....	12
图 21: 20H1 公司渠道结构 .....	13
图 22: 2017-20H1 公司经销/直销收入占比 (%) .....	13
图 23: 2014-2019 年公司/蒙娜丽莎/帝欧家居收现比 (%) .....	13
图 24: 2014-2019 年各公司应收账款周转天数 (天) .....	13
图 25: 2017-20H1 公司一级/二级经销商门店数量 (间) .....	14
图 26: 20H1 公司/蒙娜丽莎/帝欧家居门店数量 (家) .....	14
图 27: 2017-20H1 公司经销商分布 (按数量, %) .....	15
图 28: 2017-20H1 公司各地区经销商主营收入占比 (%) .....	15
图 29: 公司深圳旗舰店重装后新展厅效果图 .....	15
图 30: 17-20H1 二级经销商门店占比 (%) .....	16
图 31: 17-20H1 二级经销商收入占经销渠道收入比例 (%) .....	16
图 32: 公司铺贴服务流程 .....	17
图 33: 公司包铺贴效果体现 .....	17

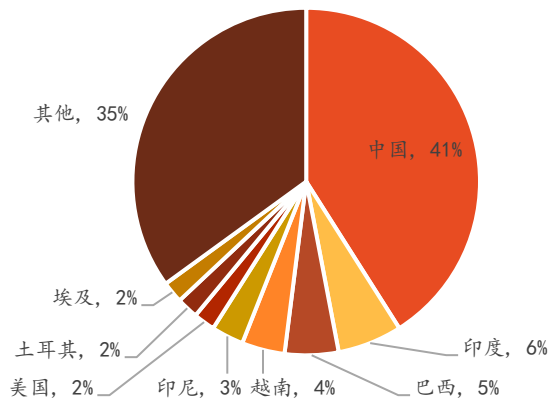
图 34: 伟星新材“星管家”服务流程 .....	18
图 35: 20H1 公司设计产能布局 .....	19
图 36: 2017-20H1 各公司瓷砖业务运输费用率(%) .....	19
图 37: 公司仓储物流体系 .....	19
图 38: 1998-2019 年公司产品时间线 .....	20
图 39: 2017-20H1 公司各瓷砖产品均价(元/平米) .....	21
图 40: 2017-20H1 公司各瓷砖产品毛利率(%) .....	21
图 41: 公司橄榄球型产品 SKU 比例 .....	21
图 42: 公司金字塔型产品结构 .....	21
图 43: 公司自产/外协瓷砖量(万平方米) .....	23
图 44: 公司自产/外协洁具量(万件) .....	23
图 45: 2017-20H1 公司自产有釉砖/无釉砖成本(元/平) .....	23
图 46: 2017-20H1 公司瓷砖成本结构(%) .....	23
图 47: 2017-20H1 公司原材料成本构成(%) .....	24
图 48: 2017-20H1 公司砂坭均价(元/吨) .....	24
表 1: 瓷砖行业主要政策梳理 .....	8
表 2: 公司新建专卖店资金具体使用计划 .....	15
表 3: 2017-2022E 公司经销/直销收入(百万) .....	17
表 4: 20H1 公司瓷砖产能(万平方米) .....	22
表 5: 公司新增产能规划 .....	22
表 6: 可比公司估值表(截至 202 年 2 月 22 日) .....	26

## 一、行业增长放缓，集中度持续提升

### 1.1 市场空间超 3000 亿，整体增长放缓

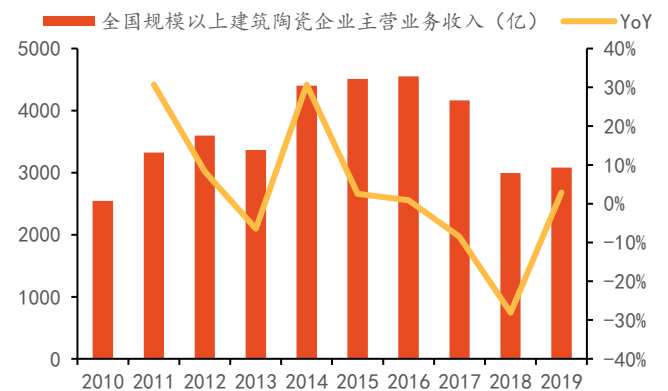
我国是最大的瓷砖生产/消费国，国内瓷砖市场超 3000 亿。根据《世界瓷砖生产与消费报告》，我国是最大的瓷砖生产/消费国，2018 年我国瓷砖生产量/消费量分别占全球 47%/41%。根据中国建筑卫生陶瓷协会数据，2019 年全国规模以上建筑陶瓷企业主营业务收入达 3079.9 亿，YoY+2.9%。考虑到规模以上企业，我国瓷砖市场空间超 3000 亿。其中 2017/2018 年规模上建筑陶瓷企业主营业务收入 YoY-8.5%/-28.1%，我们判断一是受下游竣工增速放缓/部分市场被其他材料替代影响，瓷砖需求有所下滑；二是受环保政策/行业集中度提升影响，规模以上企业数量有所下降。

图 1：2018 年各国瓷砖消费占比（%）



数据来源：《世界瓷砖生产与消费报告》，东方证券研究所

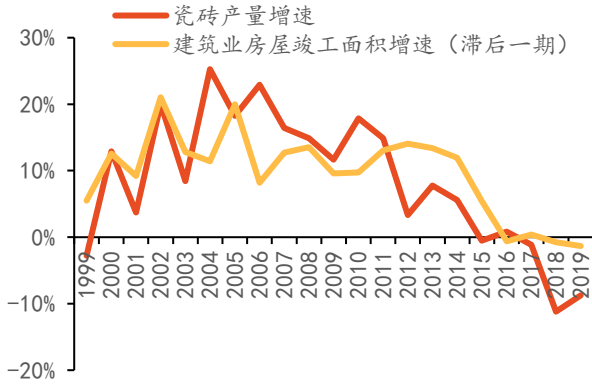
图 2：2010-2019 年全国规模以上建筑陶瓷企业收入（亿）



数据来源：中国建筑卫生陶瓷协会，东方证券研究所

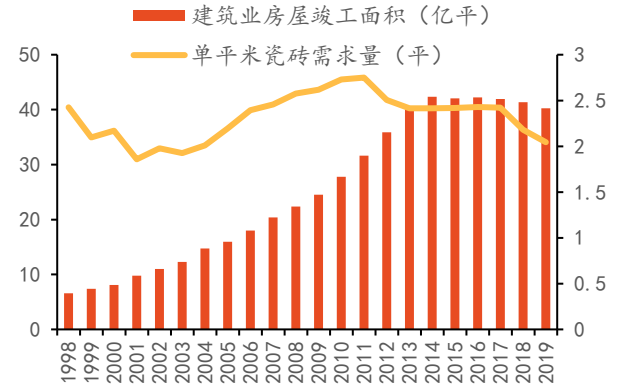
瓷砖需求和建筑业房屋竣工高度相关，我们测算瓷砖需求和建筑业房屋竣工面积增速（滞后一期）相关性达 73%。建筑陶瓷砖外观精致/图案多样，能够实现美观的装饰效果，同时具有耐腐蚀/抗污性好/易清洁/材质坚固/防火防潮等特点。得益于良好的性能，瓷砖主要应用于住宅/公建的地面/墙面，因此瓷砖需求受住宅/公建竣工影响较大。从较长时间维度看，瓷砖产量约等于需求量。根据中国建筑卫生陶瓷协会数据，我们测算近 20 年（1999-2019 年）瓷砖产量（需求量）增速与建筑业房屋竣工面积增速（滞后一期）相关性达 73%。单平米建筑业房屋竣工面积所需瓷砖量近年来略有下降，根据中国建筑卫生陶瓷协会数据，我们测算单平米建筑业房屋竣工面积所需瓷砖量从 2011 年 2.8 平下降至 2019 年 2.0 平，我们判断主要由于塑胶地板/外墙涂料替代了部分瓷砖市场。

图 3：1998-2019 年建筑业房屋竣工面积/瓷砖产量增速(%)



数据来源：Wind，中国建筑卫生陶瓷协会，东方证券研究所

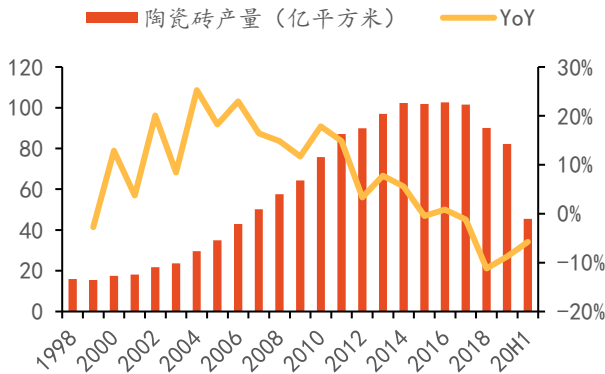
图 4：1998-2019 年建筑业房屋竣工面积（亿平）



数据来源：Wind，中国建筑卫生陶瓷协会，东方证券研究所

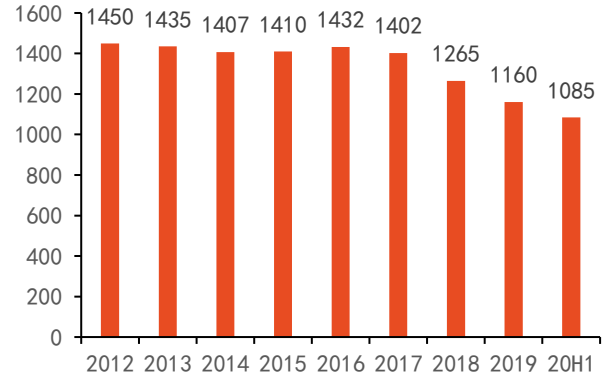
**瓷砖行业进入成熟期，整体增长放缓。**从 2015 年开始，随着建筑业房屋竣工面积增速放缓，瓷砖行业也逐渐进入成熟期，整体增速放缓，根据中国建筑卫生陶瓷行业数据，20 年前 11 个月全国建筑陶瓷产量近 80 亿平方米，YoY+1.4%。17-19 年瓷砖产量有所下滑，一是由于受建筑业房屋竣工影响，市场需求有所萎缩；二是塑胶地板/外墙涂料等替代了部分瓷砖市场，导致单平方米建筑业房屋竣工面积的瓷砖需求量有所下滑；三是受环保政策以及行业集中度提升影响，部分企业关停/退出，根据中国建筑卫生陶瓷协会数据，20H1 建筑陶瓷行业规模以上企业数量 1085 个，较 2019 年末减少 75 家。

图 5：1998-2019 年我国建筑陶瓷产量（亿平方米）



数据来源：中国建筑卫生陶瓷协会，东方证券研究所

图 6：2012-20H1 建筑陶瓷行业规模以上企业数量（个）



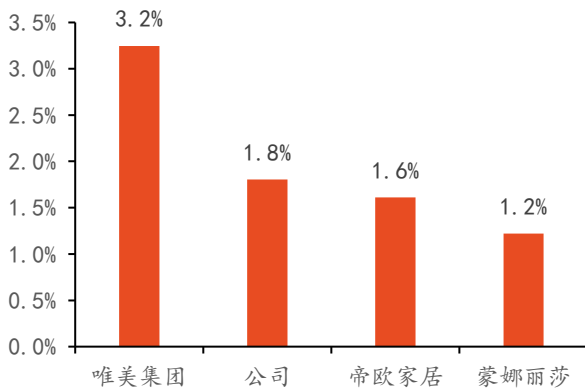
数据来源：中国建筑卫生陶瓷协会，东方证券研究所

## 1.2 行业格局分散，集中度持续提升

**瓷砖个性化消费属性更强，导致行业竞争格局分散。**瓷砖个性化消费属性强，SKU 众多，属于非标品，因此瓷砖品牌众多且单一品牌市场率相对较低。同时瓷砖生产技术壁垒较低，中小企业可以跟随模仿头部企业畅销产品，且瓷砖具有运输半径（约 500km），导致行业相对分散。根据公开资

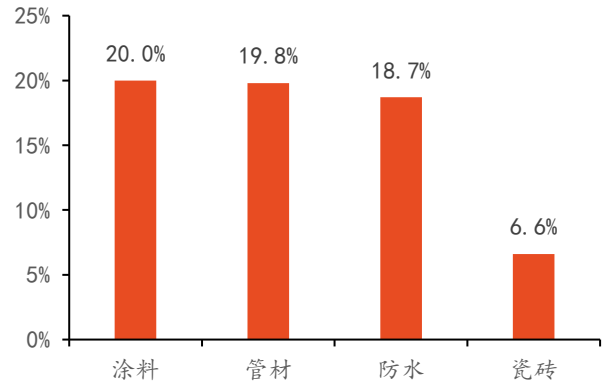
料，2019 年仅唯美集团（马可波罗）瓷砖收入突破 100 亿，市占率达到 3.2%，其他头部企业公司/帝欧家居/蒙娜丽莎 2019 年市占率分别为 1.8%/1.6%/1.2%。相较于其他消费类建材，瓷砖 CR3 偏低，2019 年涂料/管材/防水/瓷砖行业 CR3 分别为 20.0%/19.8%/18.7%/6.6%，我们判断主要由于涂料/管材/防水在功能性属性上更明显，且犯错成本相对较高，因此行业更容易向龙头品牌厂商集中，而瓷砖个性化消费属性更强，消费者对品牌的忠诚度相对较弱，行业相对更加分散。

图 7：2019 年各瓷砖公司市占率（%）



数据来源：各公司年报，东方证券研究所

图 8：2019 年消费类建材 CR3（%）



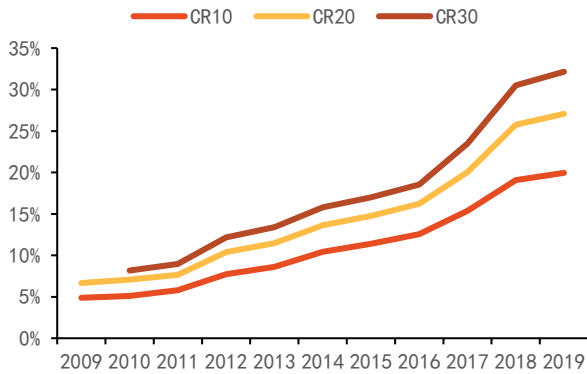
数据来源：公开资料，东方证券研究所

注：各行业市占率数据为估算值，可能与实际值不一致

**需求端受益房地产企业集中度提升/精装修比例提升，带动行业集中度提升。**根据公开资料，地产商 CR10 从 2009 年 4.9% 提升至 2019 年 20.0%。大型房企为控制成本，通常采用集采方式购买建材产品。而大型房企在选择供应商时，会倾向于选择具有较强保供能力/较优产品品质/较强品牌力的瓷砖厂商，因此房地产企业集中度提升带动了瓷砖行业集中度提升。此外，在精装修渗透率提升的趋势下，瓷砖需求由居民端向地产集中，带动头部企业 B 端市场份额提升。根据奥维云网，精装房渗透率从 2016 年 12.0% 提升至 2019 年 32.0%，而 2019 年中国精装修市场重点部品配置率中，瓷砖配置率达到 99.8%。

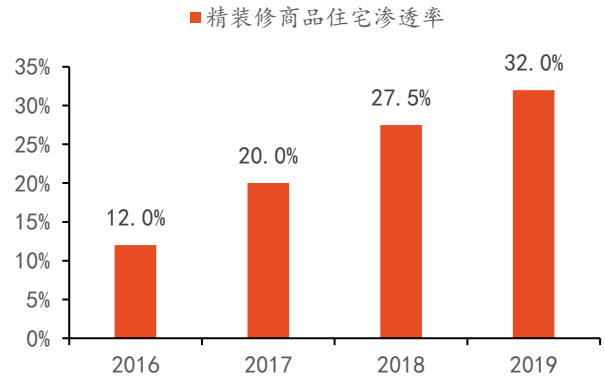


图 9：2009-2019 年地产厂商 CR10/CR20/CR30 (%)



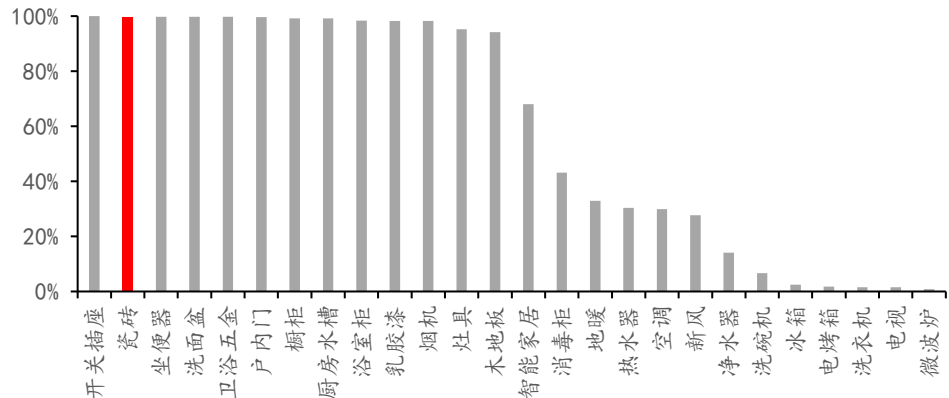
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 10：2016-2019 年精装修房渗透率 (%)



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 11：2019 年中国精装修市场重点部品配置率 (%)



数据来源：奥维云网，东方证券研究所

**供给端受环保政策影响，落后产能逐步淘汰。**传统陶瓷属于高能耗/高污染行业，原材料中包含釉料/其他化工原料，在生产过程中会产生大量的粉尘/氮氧化物/硫化物等。小企业设备相对较为落后，生产不规范，环保意识较弱（也由于环保会增加成本），而大企业在环保意识上更强，且设备相对更为先进，生产更为规范。随着生产与排放标准趋严，能耗/三废排放和处理要求提高，小公司/落后产能由于前期环保投入不足/意识较弱，在环保提标中不断退出/淘汰，根据 2017 年 6 月中国建材联合会发布的《建筑卫生陶瓷行业淘汰落后产能指导意见》，预计“十三五”期间淘汰陶瓷产能 30 亿平方米，淘汰产能占总产能 140 亿平米的 21.4%。根据中国建筑卫生陶瓷协会，“十三五”期间我国陶瓷产能从 140 亿平下降到 123 亿平，落后产能的淘汰已初见成效，但仍有空间。

表 1：瓷砖行业主要政策梳理

时间	单位	政策名称	主要内容
2013.11	工信部	建筑卫生陶瓷行业准入标准	从建设布局、规模、工艺、装备，质量管理、节能降耗、清洁生产、安全生产和社会责任、监督管理等方面提出准入条件。

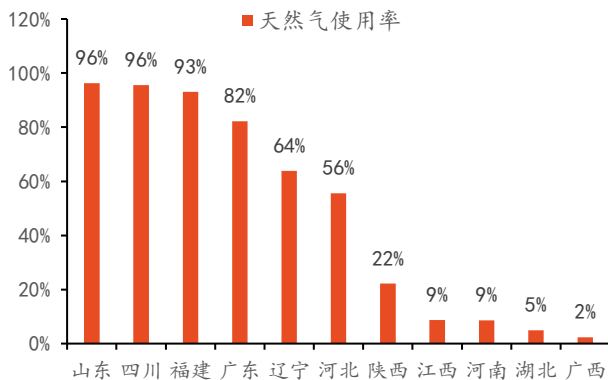


2015.09	工信部、住建部	促进绿色建材生产和应用行动方案	新建建筑中绿色建材应用比例达 30%，绿色建筑应用比例达 50%，试点示范工程应用比例达 70%，既有建筑改造应用比例达 80%。
2016.01	工信部	建材工业发展规划（2016-2020年）	要求建材工业推进供给侧结构性改革，要求建材向绿色化、部品化发展，要求建材工业尽快加强先进无机非金属材料、复合材料保障能力。
2017.01	国务院	“十三五”节能减排综合工作方案	强化主要污染物减排，推进大气污染防治重点城市煤炭消费总量控制，并对城市建成区内的现有污染较重的企业应有序搬迁改造或依法关闭。
2017.06	中国建材联合会	建筑卫生陶瓷行业淘汰落后产能指导意见	预测“十三五”期间淘汰陶瓷砖产能 30 亿平方米，卫生陶瓷 1000 万件。陶瓷砖产能利用率将由“十二五”末的 72.9%提升至 85%，卫生陶瓷产能利用率将由“十二五”末的 91.3%提升至 95%左右。
2019.02	住建部	建筑卫生陶瓷工厂节能设计标准	要求建筑卫生陶瓷单位产品能耗与现行国家标准对接，要求提高建筑卫生陶瓷工厂主要生产工序能耗设计限额等指标。
2019.03	住建部	建筑用轻质高强陶瓷板产品标准	提高建筑工业行业产品标准，提出了对建筑用轻质高强陶瓷板更高的性能要求。
2019.07	中国建材联合会	建筑卫生陶瓷行业大气污染防治攻坚战实施方案	实现在 2018 基础上万元产值综合能耗降低 15%，烟气粉尘排放总量减少 10%、二氧化硫排放量减少 20%、氮氧化物排放总量减少 10%、二氧化碳排放总量减少 10%。淘汰落后产能 10%。

数据来源：政府官网，东方证券研究所

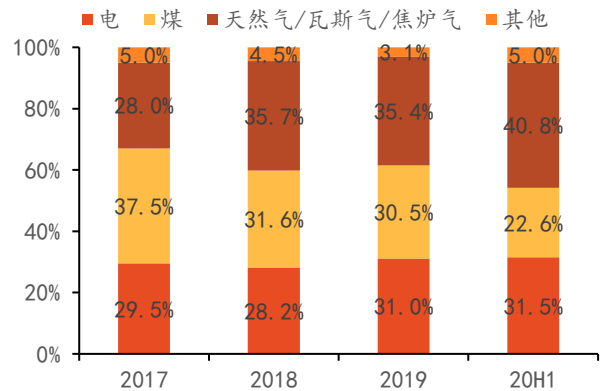
**环保因素继续推动行业集中度提升。**一是随着“煤改气”的政策继续推进，提高了瓷砖行业生产成本与门槛，加快了落后产能及小企业的退出。根据中国建筑卫生陶瓷协会，2020 年全国陶瓷企业天然气使用率为 53%，并预计 21 年有望达到 60%，其中广西/湖北/河南/江西地区较低仅有 2%/5%/9%/9%，仍有较大提升空间。头部企业在环保要求上更加规范，根据公司公告，公司仅山西基地的生产线使用煤炭，其余生产线均使用天然气，根据公司招股说明书，公司天然气/瓦斯气/焦炉气成本占所有能源成本比例从 2017 年 28.0%提升至 20H1 的 40.8%，而煤炭成本占比从 2017 年 37.5%下降至 20H1 的 22.6%。二是随着环保要求/排放标准的提升，小企业为达到环保要求，需投入大量的成本进行设备/厂房改造，导致成本/费用提升。

图 12：2020 年各地区天然气使用率（%）



数据来源：中国建筑卫生陶瓷协会，东方证券研究所

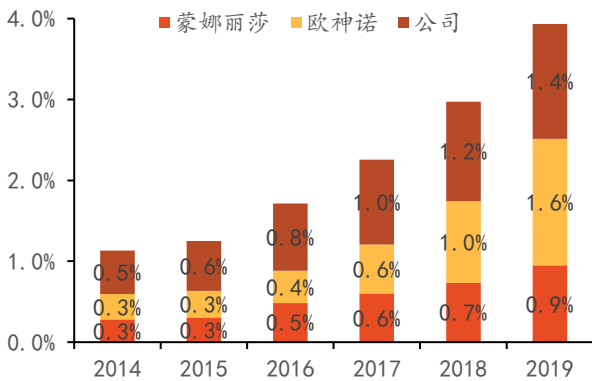
图 13：2017-20H1 公司各能源成本比例（%）



数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

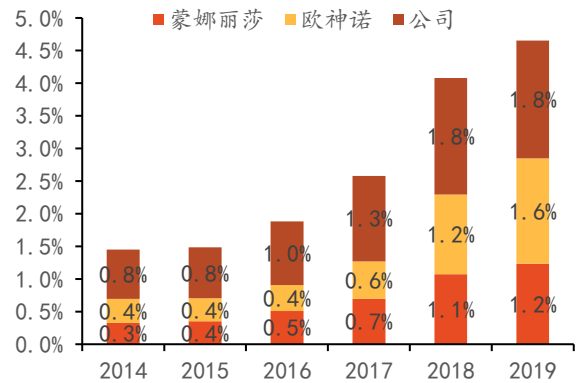
行业集中度持续提升，趋势有望延续。在需求端下游地产企业集中度提升/精装房渗透率提升，以及供给端环保政策的影响下，行业集中度持续提升，根据公开资料，瓷砖行业头部三家公司（公司/欧神诺/蒙娜丽莎）按销量/收入口径的合计市占率分别从 2014 年 1.1%/1.4%提升至 2019 年 3.9%/4.7%。此外，随着头部企业产能迅速扩张，行业集中度集中的趋势有望延续。

图 14：2014-2019 年主要瓷砖公司市占率（销量口径；%）



数据来源：各公司年报，东方证券研究所

图 15：2014-2019 年主要瓷砖公司市占率（收入口径；%）

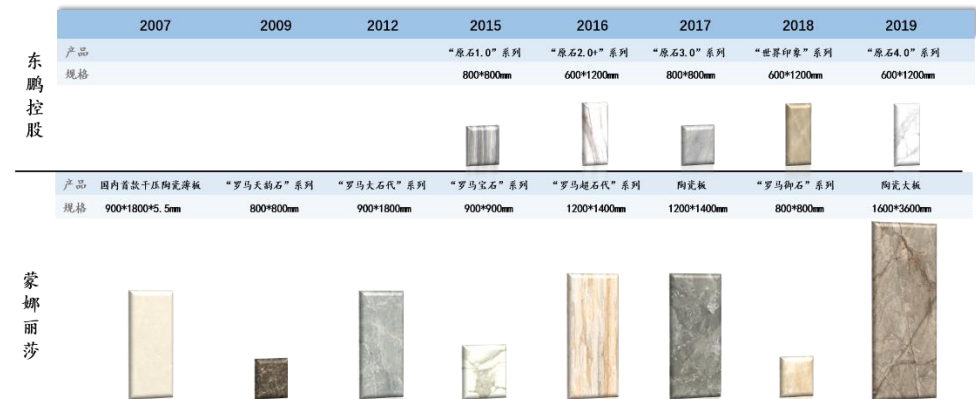


数据来源：各公司年报，东方证券研究所

### 1.3 “产品+服务” 树立品牌，生产端具备规模效应

瓷砖 SKU 众多，达 2000 多种。对一种商品而言，当其品牌、型号、配置、等级、单位、生产日期、保质期、用途、价格、产地等属性与其他商品存在不同时，便可称为一个单品，即 SKU。消费者对瓷砖的花色/规格/性能等方面具有不同喜好，且每年的流行款式也有变化，厂商会根据下游消费喜好进行产品更新，根据公司/蒙娜丽莎产品历年瓷砖新品来看，在瓷砖花色上，并无明显趋势，但在瓷砖规格上，产品有逐渐大型化趋势。瓷砖的个性化消费属性，导致其 SKU 众多，根据公司招股说明书，我国建筑陶瓷品种达 2000 多种。

图 16：2007-2019 年公司/蒙娜丽莎瓷砖新品



数据来源：各公司官网，东方证券研究所

**产品同质化严重，“产品+服务”模式做出差异化。**根据公司推介材料，瓷砖具有半成品/空间/美学/材料属性。从材料属性来看，瓷砖属于大额低频次消费品，消费者品牌意识不强。从美学属性来看，瓷砖需要满足消费者艺术/时尚需求，在花色/品质上具有个性化消费属性。但瓷砖技术壁垒相对较低，且专利保护难度大，在产品样式上中小厂商可以模仿头部企业，导致行业同质化严重。因此，单纯依靠产品的创新/品质的改善，头部企业较难树立品牌（但产品创新/品质改善是树立品牌的基础）。由于瓷砖还具有半成品/空间属性，瓷砖需要经过完好的铺贴以及整体空间设计才能展示全部感官/美学效果，因此行业内头部企业采取“产品+服务”模式做出差异化，树立自身品牌。其中，主流的服务内容一是包铺贴，二是驻店设计师的空间设计服务。

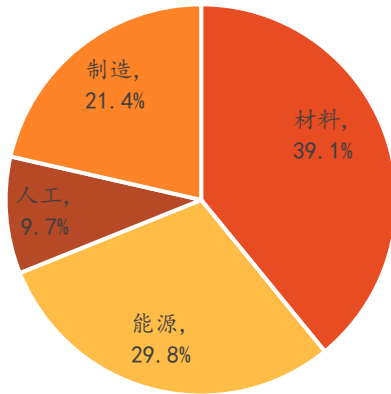
**图 17：瓷砖的属性特征**



数据来源：公司推介材料，东方证券研究所

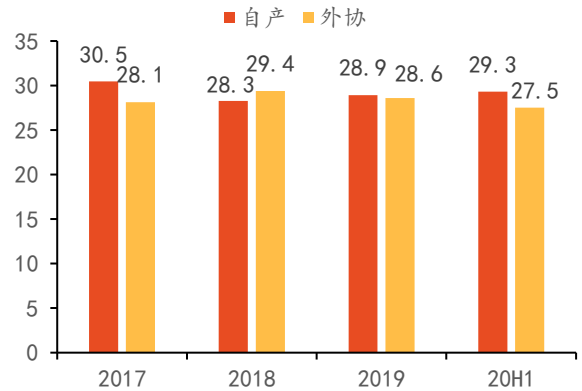
**瓷砖生产的规模效应主要体现在转产频率越低，单位成本越低。**瓷砖在窑炉内烧制，而窑炉内温度需达到 1200℃，因此瓷砖生产需要消耗大量能源，根据公司招股说明书，20H1 公司瓷砖生产成本中，材料/能源/人工/制造分别占比 39.1%/29.8%/9.7%/21.4%。由于瓷砖 SKU 较多，不同花色/品类的瓷砖在生产过程中需要进行转产，频繁转产一方面会造成空窑带来资源损耗，另一方面会导致良品率下降，带来综合成本的上升。因此，对于瓷砖生产线，转产频率越低，单一产品生产的时间越长，能耗越低/良品率越高，单位成本越低。为应对频繁转产，瓷砖行业采用 OEM 方式降低转产频率/成本。OEM 厂商由于集中生产特定品种，综合成本相对较低，根据公司招股说明书，20H1 公司有釉砖自产成本/外协价格分别为 29.3/27.5 元/平米。

图 18: 20H1 公司瓷砖成本构成 (%)



数据来源: 公司招股说明书, 东方证券研究所

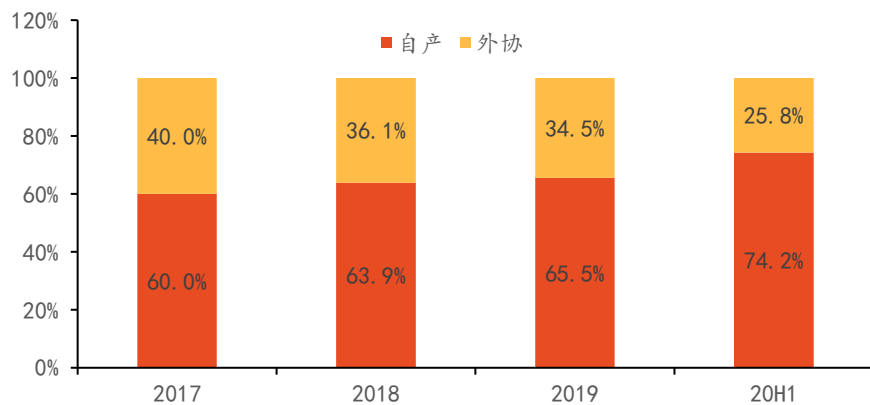
图 19: 2017-20H1 公司有釉砖自产成本/外协价格 (元/平)



数据来源: 公司招股说明书, 东方证券研究所

头部厂商通过外协采购, 可以灵活调节产能规模/结构。瓷砖行业属于重资产行业, OEM 作为产能蓄水池, 一方面可以充分支持头部企业的市场扩张, 另一方面可以让头部企业避免盲目扩产带来投资损失。此外, OEM 厂商可以承担相对低端的产品生产, 而头部企业可以将自有产线集中于高附加值产品的生产, 有利于头部厂商灵活调节产能结构。随着头部企业自有产能不断扩张, 规模效应逐渐凸显, 头部企业外协占比逐渐走低, 根据公司招股说明书, 公司 OEM 销量占比从 2017 年 40.0% 降低到 20H1 的 25.8%。

图 20: 2017-20H1 公司瓷砖产品自产/外协比例 (%)



数据来源: 公司招股说明书, 东方证券研究所

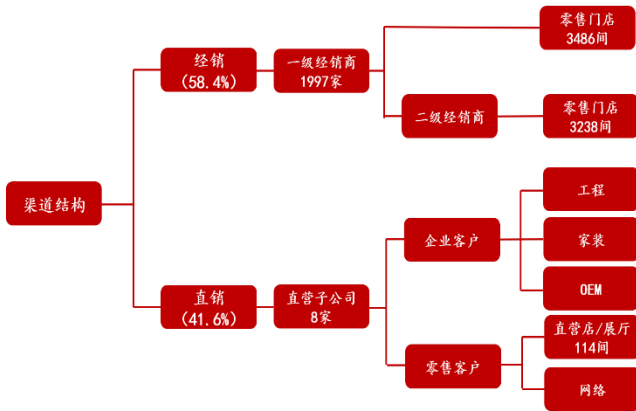
## 二、深耕 C+小 B 市场, 渠道优势明显

### 2.1 渠道赋能, 发挥 C 端+小 B 优势

公司以经销为主, 近几年直销占比有所提升。公司以经销为主, 根据公司招股说明书, 20H1 公司经销/直销销售收入占比分别为 58.4%/41.6%。在经销商管理上, 公司只设立一级/二级经销商, 且

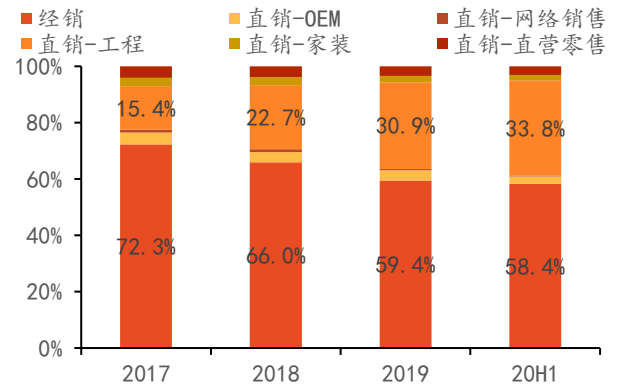
公司直接管理一级经销商，不参与二级经销商的选取与管理。受地产精装修/集采影响，近几年公司直销收入占比有所提升，根据公司招股说明书，公司直销收入占比从 2017 年 27.7% 提升至 20H1 的 41.6%（提升 13.9pct），主要由于直销收入中工程收入占比从 2017 年 15.4% 提升至 20H1 的 33.8%（提升 18.4pct）。其中，公司工程收入中包含了大 B 和小 B 业务（小 B 业务现金流相对更加健康），根据公司招股说明书，2019 年公司工程收入中大 B/小 B 收入占比分别约 60%/40%。

图 21：20H1 公司渠道结构



数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

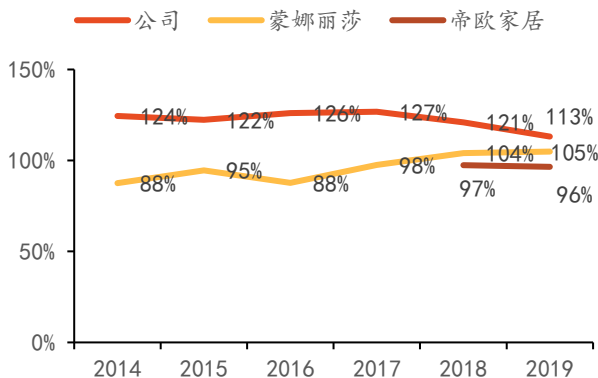
图 22：2017-20H1 公司经销/直销收入占比（%）



数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

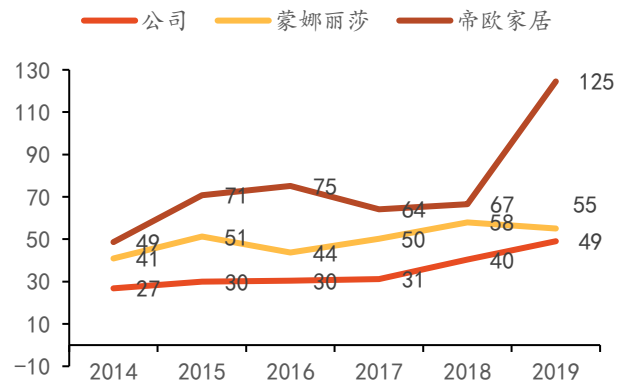
公司深耕 C 端+小 B 市场，经营质量更好/现金流更健康。公司经销业务中以 C 端客户为主，2019 年直销的工程业务占比为 33.8%，其中大 B/小 B 收入占比分别约 60%/40%，由此我们估算 2019 年公司 C+小 B/大 B 业务收入分别占比约 80%/20%。公司工程业务占比更低，根据公开资料，2019 年公司/蒙娜丽莎/帝欧家居工程收入占比分别约 34%/41%/70%，公司经营质量更好/现金流更健康，根据各公司年报，2019 年公司/蒙娜丽莎/帝欧家居收现比分别为 113%/105%/96%，应收账款周转天数分别为 49/55/125 天。

图 23：2014-2019 年公司/蒙娜丽莎/帝欧家居收现比（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 24：2014-2019 年各公司应收账款周转天数（天）

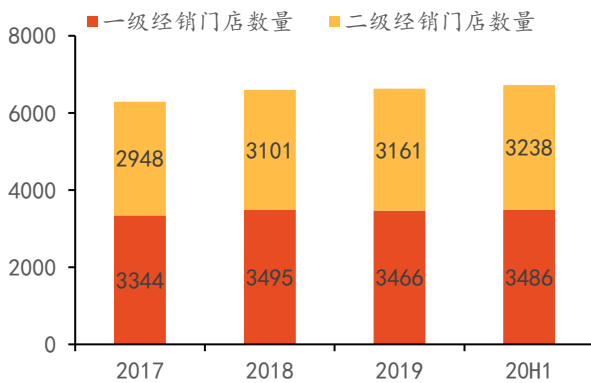


数据来源：Wind，东方证券研究所

注：帝欧家居 2018 年并入欧神诺，2018 年之前数据不具有可比性

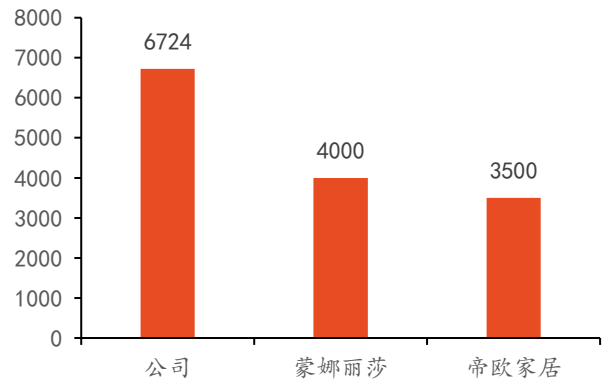
**经销门店稳步增长，继续增强渠道优势。**公司一级经销商稳步增加，根据公司招股说明书，公司全口径（含瓷砖/卫浴/涂料/木地板）经销商数量从 2017 年 1874 家提升至 20H1 的 1997 家。经销商数量提升带动门店数量的增加，根据公司招股说明书，公司一级/二级经销商门店数量分别从 2017 年 3344/2948 提升至 20H1 的 3486/3238 家。根据公司公告，20H1 公司拥有 6724 家门店（其中瓷砖门店 4981 家），相较蒙娜丽莎/帝欧家居的 4000/3500 家门店，公司优势明显。公司 20H1 经销商/一级经销门店/二级经销门店数量分别较 2017 年增长 6.6%/4.2%/9.8%，整体增速相对较慢，我们判断主要由于在此期间公司为顺利上市，对大额资本开支有所压制。随着公司成功上市，我们预计 21 年公司将新增门店约 1100 家，YoY+16.4%，继续增强渠道优势，并带动收入增长。

图 25：2017-20H1 公司一级/二级经销商门店数量（间）



数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

图 26：20H1 公司/蒙娜丽莎/帝欧家居门店数量（家）

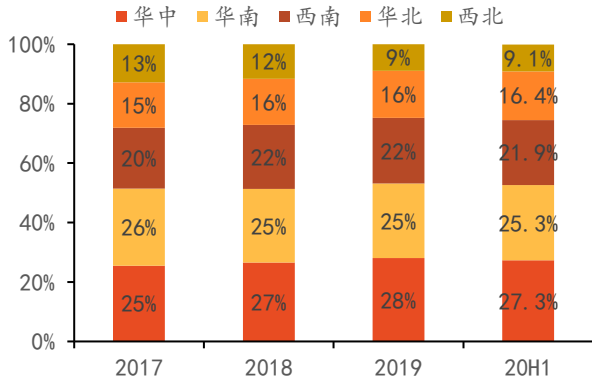


数据来源：各公司公告，东方证券研究所

注：蒙娜丽莎/帝欧家居门店数量为估算值，可能与实际值不一致

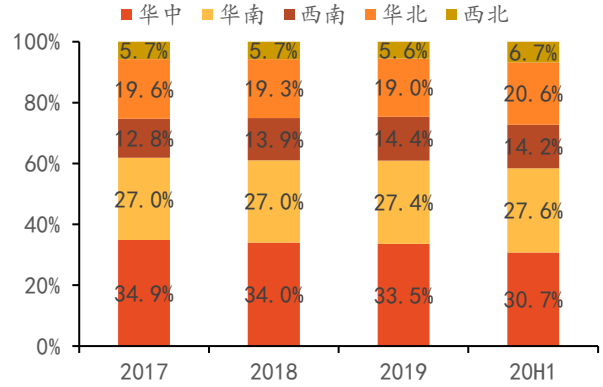
**经销商全国化布局，分布较为均衡，结构相对稳定，有利于收入稳健增长。**公司经销商全国化布局，且各地区经销商数量/收入占比相对稳定，根据公司招股说明书，20H1 在华中/华南/西南/华北/西北地区公司经销商家数分别占比 27.3%/25.3%/21.9%/16.4%/9.1%，经销商主营收入分别占比 30.7%/27.6%/14.2%/20.6%/6.7%。其中中华/华南/华北地区经济相对发达，单个经销商收入体量更大，经销商主营收入占比高于经销商数量占比；而在西南/西北地区，公司渠道下沉力度更大，单个经销商收入体量相对偏小，因此西南/西北地区经销商主营收入占比低于经销商数量占比。



**图 27：2017-20H1 公司经销商分布（按数量，%）**


数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

注：公司内部业务分区未单独划分华东地区

**图 28：2017-20H1 公司各地区经销商主营收入占比（%）**


数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

**存量门店升级提效。**对于存量门店，公司通过重装门店/“1+N”产品矩阵/建设智能化展厅网点等多种方式提升单店产出。重装店面提升了门店时尚高级感和客户体验感，可以显著提升坪效，根据佛山另一家瓷砖厂商华鹏陶瓷官网，20年初华鹏陶瓷深圳福田区代理商通过升级门店，导致20年5月份销售收入提升50%。公司积极推进门店重装，我们预计2021年公司3年/2-3年未重装的店面重装率将分别达到80%/50%。同时，公司不断打造经销商“1+N”的产品矩阵，通过瓷砖门店，销售卫浴/辅材/护墙板/涂料/木地板等其他产品，为客户提供整体空间解决方案。此外，为完善营销网络，公司加大展厅建设力度，根据公司招股说明书，公司计划3年总投资3589.5万建立服务网点150家，其中精品店55家，旗舰店35家，综合店60家。

**图 29：公司深圳旗舰店重装后新展厅效果图**


数据来源：公司公众号，东方证券研究所

**表 2：公司新建专卖店资金具体使用计划**

销售网点	单点平均面积（平方米）	补贴标准（元/平）	数量（家）	费用（万元）	特点及作用
------	-------------	-----------	-------	--------	-------

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

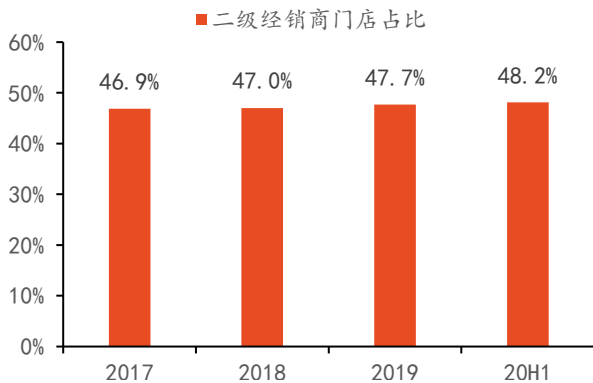


精品店	250	700	55	962.5	针对中高端经销商进行细分，走设计师和高档消费者路线，兼顾产品发布及推广、招商及提升品牌形象等功能
旗舰店	850	520	35	1547	品类齐全，但每个品类间有明显区分，含品牌文化、产品文化、休闲互动、科技演示、设计咨询、售后服务、电商元素综合模块，是承载品牌文化、产品文化传播的综合店
综合店	450	400	60	1080	主要展示抛光砖、抛釉砖、晶玉瓷、仿古砖等聚焦产品，有混合主题小型模拟间，混合元素区，呈现品牌特色的简单设计，售后服务等基本模块

数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

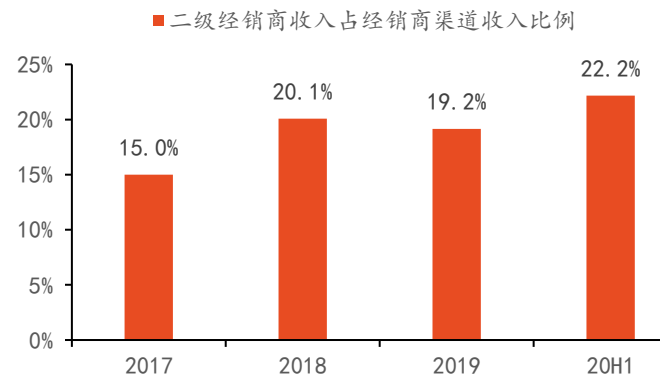
对于增量门店，通过渠道下沉+扁平化进一步发挥零售优势。公司的渠道优势来自于庞大的/运转高效的零售营销网络。为继续发挥零售优势，对于增量门店，公司通过渠道下沉和渠道扁平化，提升区域市场渗透率。目前公司已在一二线城市进行了布局，为更加贴近终端用户，近几年公司不断加大对三四线城市的渠道下沉，根据公司招股说明书，公司二级经销商门店占比从 2017 年 46.9% 提升至 20H1 的 48.2%，且二级经销商收入占经销渠道收入从 2017 年 15.0% 提升至 20H1 的 22.2%。同时，对于未达到公司经营目标的区域，公司采取渠道扁平化/引入竞争的方式，推动各地区经营效果的提升。根据公司公告，公司扁平化的方式主要分为三种，一是局部区域引入新的经销商（来自公司总部如直营店）；二是培育新的经销商；三是将优质的二级经销商提升为一级经销商。

图 30：17-20H1 二级经销商门店占比（%）



数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

图 31：17-20H1 二级经销商收入占经销渠道收入比例（%）



数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

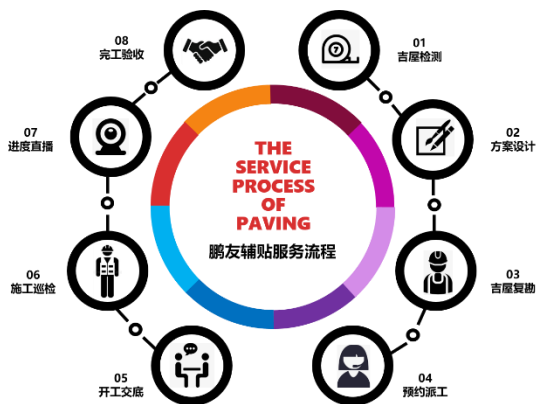
门店增长及坪效提升，带动收入快速增长。预计 20-22 年公司分别新增 97/1100/1100 家门店，且在一年内均匀增加，则 20-22 年公司经销门店分别为 6724/7824/8924 家，YoY+1.5%/16.4%/14.1%；考虑到公司通过重装门店/“1+N”产品矩阵提升门店坪效，预计 20-22 年公司经销门店平均收入分别为 62.9/69.1/69.1 万元，YoY+5%/10%/0%；可以得到 20-22 年公司经销收入分别为 42.0/50.3/57.9 亿，YoY+5.8%/19.9%/15.1%。考虑到公司未来 3 年合计新增 150 家直营店/展厅，预计 21/22 年分别新增 50 家，且在一年内均匀增加，则 20-22 年公司直营店分别为 114/164/214 家，YoY+0%/43.9%/30.5%；考虑到公司门店重装带来坪效提升，预计 20-22 年直营店平均收入 2498/2748/2748 万元；可得 20-22 年直销收入分别为 28.5/38.2/51.9 亿，YoY+5.0%/34.1%/36.0%。

**表 3：2017-2022E 公司经销/直销收入（百万）**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	备注
经销门店（个）	6292	6596	6627	6724	7824	8924	预计 21/22 年公司均新增 1100 家门店，开设节奏为一年内均匀增加
YoY		4.8%	0.5%	1.5%	16.4%	14.1%	
直营店（个）			114	114	164	214	公司未来 3 年合计新增 150 家直营店/展厅，预计 21/22 年每年新增 50 家
YoY					43.9%	30.5%	
单个经销门店收入(万)	75.7	65.7	59.9	62.9	69.1	69.1	公司门店重装/“1+N”产品矩阵等带来门店提效
YoY				5.0%	10.0%	0.0%	
单个直营店收入(万)			2379	2498	2748	2748	公司门店重装/“1+N”产品矩阵等带来门店提效
YoY				5.0%	10.0%	0.0%	
经销收入（百万）	4765	4335	3968	4196	5030	5791	门店数量增加及单个门店坪效提升带来收入增长
YoY		-9.0%	-8.5%	5.8%	19.9%	15.1%	
直销收入（百万）	1827	2235	2712	2848	3820	5194	门店数量增加及单个门店坪效提升带来收入增长
YoY		22.3%	21.4%	5.0%	34.1%	36.0%	
其他业务收入(百万)	40	50	72	94	148	194	
YoY		23.8%	44.5%	29.7%	58.3%	31.2%	
营业收入（百万）	6632	6619	6752	7138	8997	11178	
YoY		-0.2%	2.0%	5.7%	26.1%	24.2%	

数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

**推行“包铺贴”模式，提升渠道整体服务能力。**行业终端形象/营销手段高度同质化，通过“买瓷砖，包铺贴”的业务模式可以明显提升盈利能力/服务口碑/合作粘度，降低售后成本/维护成本/客户投诉率。公司在业内率先推行“包铺贴”服务，根据公司公告，公司通过与施工队进行合作并对铺贴师傅进行专业技能培训的方式来推行“铺贴”服务，我们预计 2021 年公司包铺贴终端销售额有望达 1 亿元。

**图 32：公司铺贴服务流程**


数据来源：公司官网，东方证券研究所

**图 33：公司包铺贴效果体现**


数据来源：公司官网，东方证券研究所

注：灰色背景代表效果减弱，其余背景颜色代表效果提升

不排除“包铺贴”模式会对小B业务的拓展造成一定影响。在建材行业中，伟星新材通过“星管家”打造了较为成功的“产品+服务”模式。但伟星新材的“星管家”主要提供的是产品真伪查询、专业水压测试、拍摄管路走向图等服务，并不主动提供水管安装服务，因此伟星与家装公司并不产生直接的竞争关系。而公司小B客户（家装公司）本身提供铺贴服务，公司推行“包铺贴”会与小B客户在铺贴服务上形成一定竞争，我们认为“包铺贴”服务达到一定规模后，不排除会对小B业务的拓展造成一定的影响。但目前影响较小，一方面由于公司铺贴服务体量较小，且主要集中在济南，而济南的小B客户本身不提供铺贴服务，因此不产生直接竞争；另一方面公司不断进行试点，在推广“包铺贴”时将服务环节的利润在公司/泥瓦工/家装公司之间进行合理分配，合作共赢。

图 34：伟星新材“星管家”服务流程



数据来源：伟星新材官网，东方证券研究所

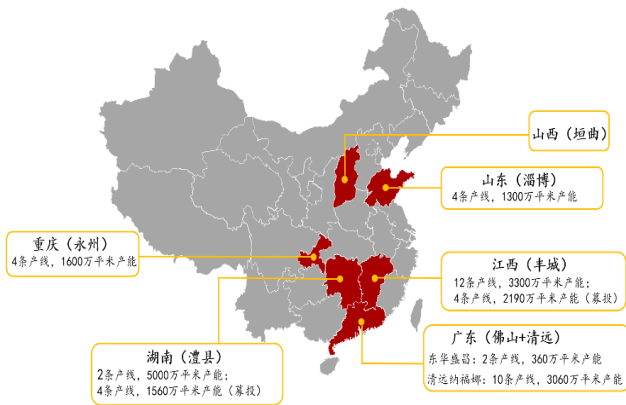
依托渠道优势，积极拓展小B市场，做优质大B工程，保障回款。公司拥有庞大的营销网络/终端门店，每个门店深耕当地市场，可以及时掌握当地的工程项目情况，也更容易进入中小工程的供应商名单。此外，随着公司展厅的不断增加，终端门店也可以更好地展示公司产品，也有利于工程业务的拓展。小B业务相对零售业务销量增速更快，且相对大B业务回款风险更低，因此公司积极拓展小B市场。对于大B市场，公司做优质大B工程（市政工程/商业连锁/优质地产）。在地产三条红线的政策影响下，公司在地产业务上会将省级或区域的地产龙头企业作为发展对象，保障回款。

## 2.2 建立物流网络体系，辅助渠道开拓

生产基地全国化布局，贴近终端市场，降低渠道整体运输费用。瓷砖单平米货值不高且相对较重，导致运费占比较高，20H1 公司/帝欧家居瓷砖业务运输费用率分别达 4.0%/6.2%，而蒙娜丽莎2017 年瓷砖业务运输费用率也达到 5.1%。公司生产基地全国化/属地化供应一方面会带来区域的品牌影响力提升及中低端市场（乡镇、大包和工程）的市占率提高，另一方面贴近终端市场，能够快速响应经销商及消费者，降低渠道整体运输费用。根据公司招股说明书，目前公司拥有佛山/清

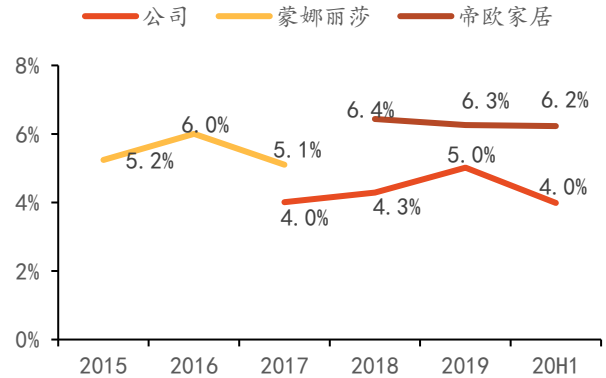
远/江西丰城/湖南澧县/重庆永川/山西垣曲/山东淄博等七大瓷砖生产基地，以及四大卫浴生产基地，覆盖华南/华北/西南市场。

图 35：20H1 公司设计产能布局



数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

图 36：2017-20H1 各公司瓷砖业务运输费用率 (%)

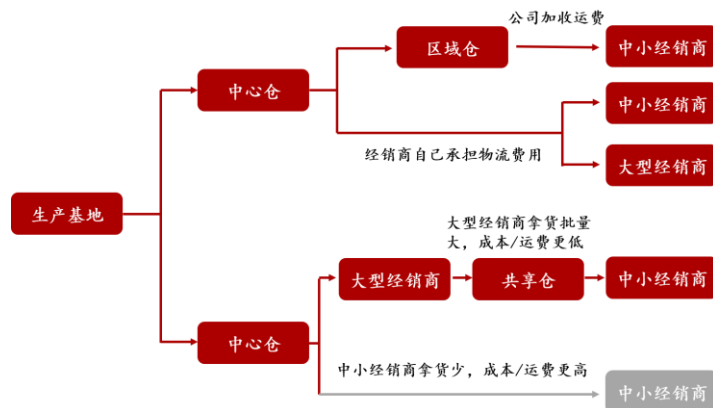


数据来源：各公司年报，东方证券研究所

注：公司/帝欧家居瓷砖业务运输费用率为估算值，可能与实际值不一致

**搭建仓储物流网络，打造供应链体系。**仓储物流网络可以缩减交付时间，有助于经销商有效管理库存和现金流，以及通过集中运输的方式降低运输成本，对经销商的本地开拓形成有效支持。根据公司招股说明书，公司具有国内瓷砖行业领先的物流网络，包括位于公司生产厂附近的 13 个中心仓和 8 个销售仓组成的仓储网络。根据公司招股说明书，大部分经销商会到生产基地附近中心仓直接提货，自己承担物流费用，因此公司对经销商销售的价格中不包括物流配送成本。而对于经销商从区域仓提货的，公司会另外加收从中心仓运至区域仓的费用。同时，由于经销商可以就近存货于区域仓，经销商须于期限内提取预定货并预测销售量，从而达到有效规划生产的目的。公司加快物流体系的完善，我们预计 2021 年公司有望新增 11 个仓储至 32 个。

图 37：公司仓储物流体系



数据来源：公司招股说明书，公司公告，东方证券研究所

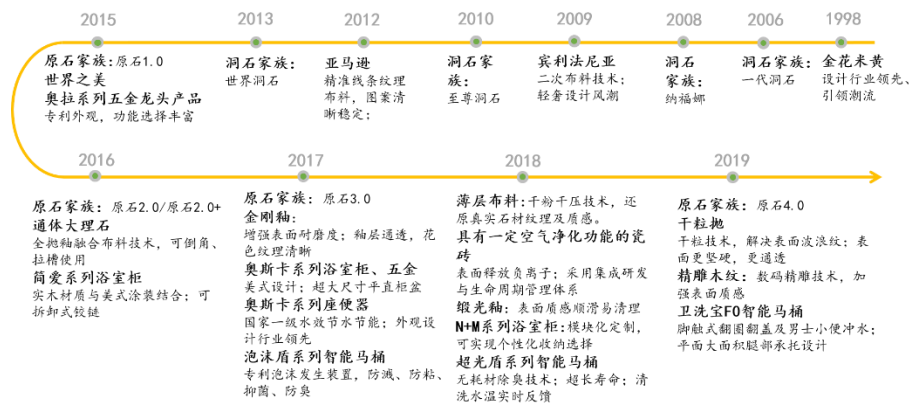
推行共享仓，降低渠道运输费用，支持渠道下沉。公司除了做好基地布局，并配套相应的中心仓之外，还将核心经销商的仓储共享，形成共享仓。对于大型经销商，推行共享仓可以集中运输降低物流成本，且中小经销商会从原来的中心仓采购切换到共享仓采购，加快了大型经销商的周转。对于中小经销商，以前从中心仓采购，由于拿货量较少，成本/运费相对更高。随着共享仓的推行，中小经销商可以直接从共享仓采购，成本/运费相较从中心仓采购的更低。此外，由于共享仓的仓储产品是当地大型经销商根据当地瓷砖需求进行采购，因此共享仓的瓷砖 SKU 基本符合当地消费偏好，对于中小经销商/新开门店，从共享仓采购瓷砖可以迅速打开当地市场。

### 三、产品结构升级，产能稳步扩张

#### 3.1 持续创新，带动产品结构高端化

公司持续创新，打造产品差异性。公司以较强的创意设计能力、产品开发能力和高技术含量的制造能力为基础，能够保持丰富的产品线，实现对抛光砖、抛釉砖、仿古砖、瓷片等各类工艺产品的全面覆盖。公司持续开发并在市场上推出创新产品，帮助公司加大对行业的影响力并提升自身的定价能力。例如从早期的“金花米黄”、“天山石”、“洞石”等系列创新产品，到近年推出的“世界之美”、“世界印象”、“原石”、“奥斯卡”系列等，公司产品不断引领我国建筑卫生陶瓷行业潮流。

图 38：1998-2019 年公司产品时间线



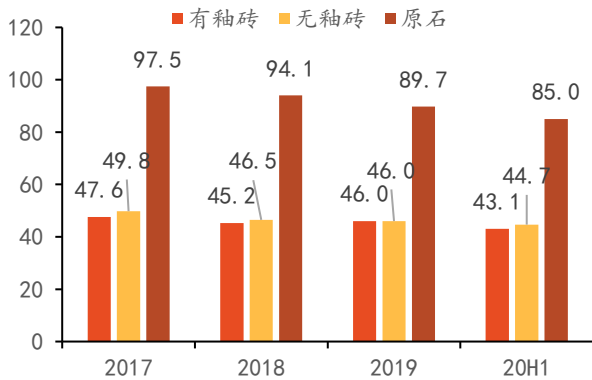
数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

差异化的产品附加值更高，带动公司产品结构高端化。以公司“原石”系列产品为例，“原石”系列是公司高端产品线，是公司潜心攻关专利技术，使瓷砖产品能够高度模仿天然石材肌理且多片图案不重复所取得的成果。公司“原石”系列价格/毛利率远高于其他产品平均价格/毛利率，根据公司招股说明书，20H1 公司原石/有釉砖/无釉砖均价分别为 85.0/43.1/44.7 元/平米，毛利率分别为 50%/33%/37%。近几年受中高端瓷砖产品竞争加剧影响，公司原石产品均价从 2017 年 97.5 元/平米下降至 20H1 的 85.0 元/平米，但公司加大了成本管控力度，维持了原石产品毛利率的稳定。根



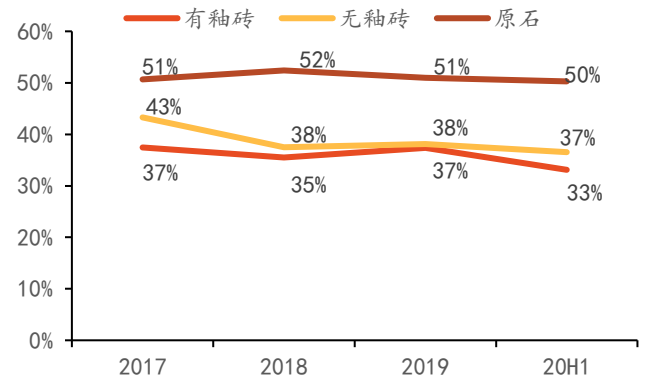
据1月26日公司公告，21H2公司中大板/岩板/降醛抗菌功能瓷砖等新产品上市，进一步推进产品结构升级，带动毛利率提升。

图 39：2017-20H1 公司各瓷砖产品均价（元/平米）



数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

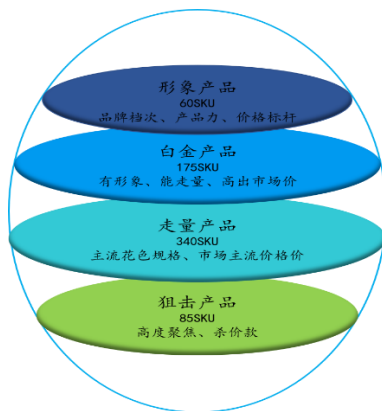
图 40：2017-20H1 公司各瓷砖产品毛利率（%）



数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

公司产品 SKU 丰富，品类分层满足不同战略需求。根据公司官网，在产品定位上，公司主要分为形象产品/白金产品/走量产品/狙击产品，其中形象产品品牌档次/产品力最高，为产品价格标杆，具有 60 种 SKU；白金产品有形象能走量，价格高出市场价，具有 175 种 SKU；走量产品是主流花色规格，为市场主流价，具有 340 种 SKU；狙击产品高度聚焦，主要用来参与同业竞争，具有 85 种 SKU。此外，在不同产品品类的渠道销售上，“世界印象”主要走高端设计师渠道，中大板全渠道共享，原石主要是中高端零售渠道，抛釉/仿古/玻化砖主要是中端零售+专供渠道，瓷片为零售+专供渠道。

图 41：公司橄榄球型产品 SKU 比例



数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 42：公司金字塔型产品结构



数据来源：公司官网，东方证券研究所

### 3.2 产能稳步扩张，开启新征程

产能稳步扩张，规划新增产能较目前产能增长约 71%。根据公司招股说明书，截至 20H1，公司瓷砖产能为 9985 万平方米，洁具产能 340 万件。根据公司招股说明书，公司规划新增瓷砖产能 7095 万平方米，若全部投产，新增产能较目前产能增长约 71%。

**表 4：20H1 公司瓷砖产能（万平方米）**

子公司	基地	生产线情况	产品	产能（万平）
东华盛昌	广东佛山	2 条生产线	瓷质砖	360
丰城东鹏	江西丰城	6 条玻化施釉砖，6 条釉面砖，投产 8 条	玻化施釉砖，釉面砖	2200
澧县新鹏	湖南澧县	原 2 条生产线，日产 3 万平米；募投项目 4 条线中已投产 3 条	墙地砖	2265
清远纳福娜	广东清远	4 条生产线	抛光砖	900
清远纳福娜	广东清远	6 条生产线	高档陶瓷装饰砖	2160
淄博卡普尔	山东淄博	4 条生产线	内墙砖	1300
重庆智能家居	重庆永川	一期 4 条线，投产 2 条	瓷砖	800
<b>瓷砖合计产能</b>				<b>9985</b>

数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

注：部分产线产能为测算值，可能与实际值不一致

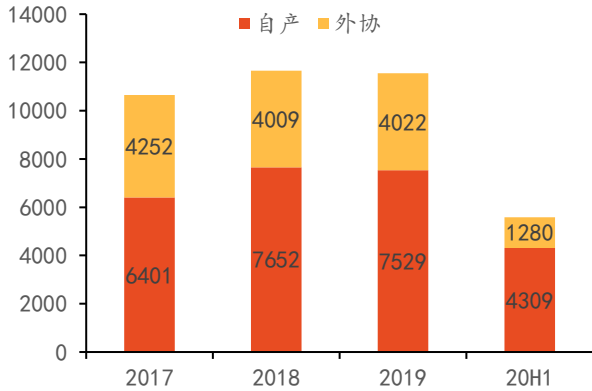
**表 5：公司新增产能规划**

子公司	地点	生产线	产品	新增产能（万平）
东华盛昌	江西湖口	3 条新型环保生态石板材	石板材	315
丰城东鹏	江西丰城	瓷片 2 条（1500 万平），仿古砖 1 条（300 万平），全抛釉 1 条（390 万平）	瓷片、仿古砖、全抛釉	2190
澧县二期	湖南澧县	4 条生产线，其中 3 条已投产	高档仿古瓷砖	390
重庆智能家居一期	重庆永川	4 条生产线 1600 万平方米，其中 2 条已投产	瓷砖	800
重庆智能家居二期	重庆永川	4 条生产线	瓷砖	1700
重庆智能家居三期	重庆永川	4 条生产线	瓷砖	1700
<b>瓷砖合计新增产能</b>				<b>7095</b>

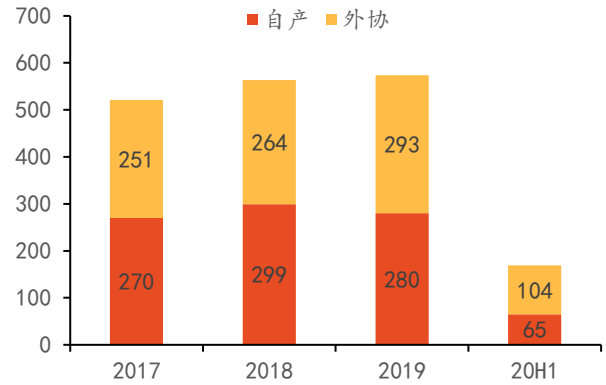
数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

**通过 OEM 灵活调控产能规模。**公司采用 OEM 模式对产能规模进行灵活调控，根据公司招股说明书，20H1 公司自产/外协瓷砖量分别为 4309/1280 万平方米，自产/外协洁具分别为 65/104 万件。根据公司公告，公司将逐渐提升生产基地高值产品产能，并将低值产品转为外协，同时将外协占比控制在 30%以内。



**图 43：公司自产/外协瓷砖量（万平米）**


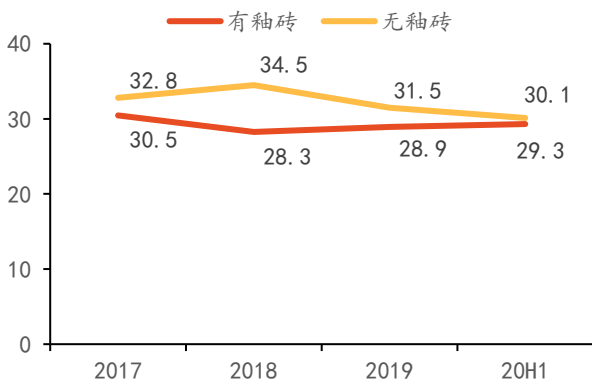
数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

**图 44：公司自产/外协洁具量（万件）**


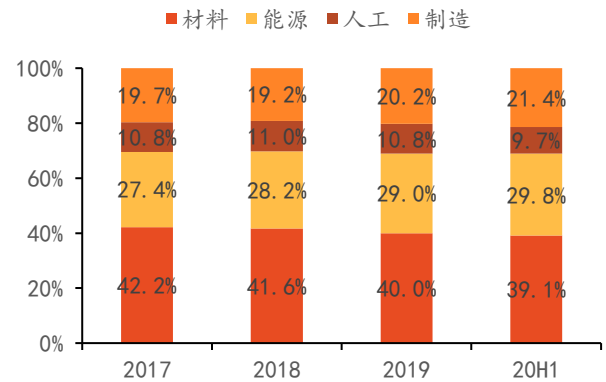
数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

### 3.3 管控加强，成本稳步下降

**受益于规模效应/管控加强，公司单位成本稳步下降。**根据招股说明书，公司有釉砖/无釉砖成本分别从 2017 年 30.5/32.8 元/平下降至 20H1 的 29.3/30.1 元/平。我们判断一方面由于公司生产规模的扩大，生产中的规模效应带来成本有所下降；另一方面由于公司管控加强，单位原材料成本下降，根据招股说明书，公司自产瓷砖中原材料成本占比从 2017 年 42.2% 下降至 20H1 的 39.1%。随着公司产能的有序释放，以及成本端管控效果的持续体现，公司自产瓷砖单位成本下降趋势有望延续。

**图 45：2017-20H1 公司自产有釉砖/无釉砖成本（元/平）**


数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

**图 46：2017-20H1 公司瓷砖成本结构（%）**


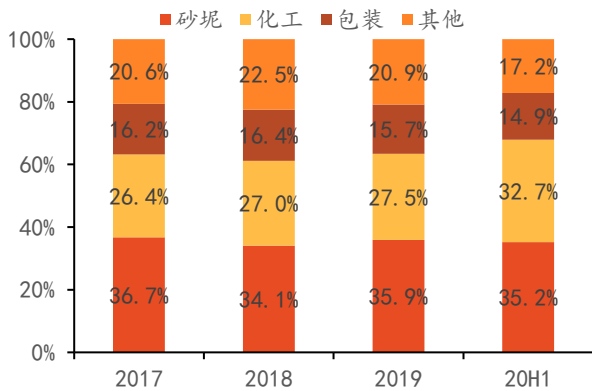
数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

注：瓷砖成本结构为估算值，可能与实际值不一致

**加强管控/配方改进，原材料砂坭采购成本下降，有望带动毛利率提升。**根据招股说明书，在瓷砖生产的原材料中，砂坭占比接近 35%。公司砂坭中有可塑性原材料黑泥，用于将砂和其他颗粒粘合。黑泥价格相对较高，公司通过加强成本管控/配方改进，进一步降低了砂坭采购价。根据

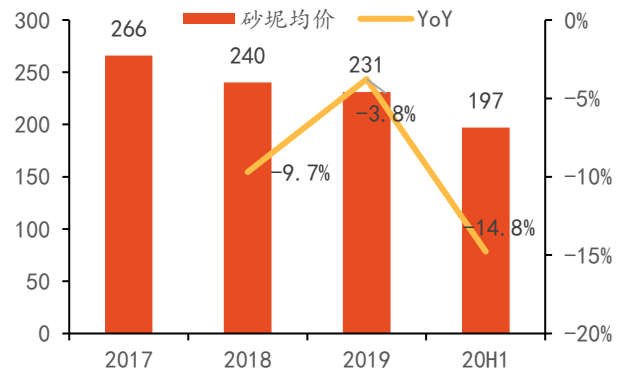
公司招股说明书，公司砂坭采购均价从 2017 年 266 元/吨下降至 20H1 的 197 元/吨，带来砂坭成本占原材料成本比例从 2017 年 36.7% 下降至 20H1 的 35.2%。根据公司公告，20H2 公司砂坭采购均价继续大幅下降带动原材料成本下降，我们判断公司原材料成本下降的影响有望在 21 年更充分体现，带动公司毛利率提升。

图 47：2017-20H1 公司原材料成本构成（%）



数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

图 48：2017-20H1 公司砂坭均价（元/吨）



数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

- 1) 预计 20-22 年有釉砖业务收入 44.1/55.6/68.9 亿，YoY+9.0%/26.1%/23.9%，增长主要由于公司存量门店提效以及渠道下沉带来销量增长，预计 20-22 年有釉砖销量为 0.99/1.24/1.54 亿平，YoY+12.6%/25.6%/23.6%。预计 20-22 年有釉砖均价为 44.5/44.7/44.8 元/平，均价提升主要考虑到公司产品结构高端化。预计 20-22 年有釉砖单位成本为 27.7/27.1/26.6 元/平，成本下降主要考虑到公司加强管控，原材料砂坭采购价格下降较多带动整体成本下降。预计 20-22 年毛利率分别为 37.8%/39.4%/40.7%，毛利率提升一方面由于公司加强管控，原材料成本有所下降，另一方面由于公司产品结构高端化，均价略有提升。
- 2) 预计 20-22 年无釉砖业务收入 15.2/19.0/23.4 亿，YoY+0.2%/25.5%/23.1%，增长主要受销量快速增长带动。预计 20-22 年无釉砖销量为 0.29/0.36/0.45 亿平，YoY+0.7%/25.3%/22.9%，销量快速增长一方面由于公司存量门店提效以及渠道下沉，另一方面由于公司产能逐步投放且通过 OEM 灵活调控产能规模。预计 20-22 年无釉砖均价为 52.4/52.5/52.6 元/平，均价提升主要考虑到公司产品结构高端化。预计 20-22 年无釉砖单位成本为 31.1/30.9/30.8 元，单位成本下降主要考虑到公司加强管控，原材料砂坭采购价格下降带动整体成本下降。预计 20-22 年毛利率分别为 40.7%/41.2%/41.5%，毛利率提升一是由于产品结构改善均价提升，二是由于公司管控加强成本有所下降。

- 3) 预计 20-22 年卫生陶瓷业务收入 6.5/8.4/10.8 亿，YoY+0.8%/28.7%/28.5%，增长一方面由于公司推行“1+N”产品矩阵，带来瓷砖和卫浴的协同，另一方面由于存量门店提效以及渠道下沉。随着公司募投产能的逐步释放，预计 20-22 年卫生陶瓷销量为 230/296/382 万件，YoY+1.1%/28.9%/29.0%。考虑到市场竞争加剧，预计 20-22 年卫生陶瓷均价分别为 284/284/283 元/件。预计 20-22 年卫生陶瓷单件成本分别为 220/219/218 元/件，单件成本下降主要由于随着公司产能扩大，规模效应带来成本有所下降。预计 20-22 年毛利率分别为 22.5%/22.8%/22.8%，毛利率提升主要由于成本端有所下降。
- 4) 预计 20-22 年卫浴产品业务收入分别为 3.9/5.0/6.6 亿，YoY+0.9%/29.9%/30.8%，增长一方面由于瓷砖和卫浴的协同，另一方面由于存量门店提效以及渠道下沉。预计 20-22 年卫浴产品销量为 315/413/546 万件，YoY+1.7%/31.0%/32.0%，主要由于公司募投产能的逐步释放以及维持了适当的外协比例。考虑到市场竞争加剧，预计 20-22 年公司卫浴产品均价分别为 123/122/121 元/件。预计 20-22 年卫浴产品单件成本分别为 95.4/94.6/93.4 元/件，单件成本下降主要由于产能扩大带来的规模效应。预计 20-22 年毛利率分别为 22.5%/22.5%/22.8%，毛利率提升主要由于成本端有所下降。

**盈利预测核心假设**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>有釉砖</b>					
销售收入（百万元）	3,555.7	4,044.7	4,410.5	5,562.7	6,889.7
增长率		13.8%	9.0%	26.1%	23.9%
毛利率	35.5%	37.4%	37.8%	39.4%	40.7%
<b>无釉砖</b>					
销售收入（百万元）	1,791.8	1,513.7	1,517.0	1,903.9	2,343.9
增长率		-15.5%	0.2%	25.5%	23.1%
毛利率	42.1%	41.5%	40.7%	41.2%	41.5%
<b>卫生陶瓷</b>					
销售收入（百万元）	713.3	648.4	653.5	841.0	1,081.1
增长率		-9.1%	0.8%	28.7%	28.5%
毛利率	21.6%	21.4%	22.5%	22.8%	22.8%
<b>卫浴产品</b>					
销售收入（百万元）	401.4	384.8	388.3	504.6	660.1
增长率		-4.1%	0.9%	29.9%	30.8%
毛利率	20.7%	22.5%	22.5%	22.5%	22.8%
<b>其他业务</b>					
销售收入（百万元）	157.2	160.2	168.2	185.1	203.6
增长率		1.9%	5.0%	10.0%	10.0%
毛利率	29.2%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%
<b>合计</b>	<b>6,619.3</b>	<b>6,751.9</b>	<b>7,137.6</b>	<b>8,997.2</b>	<b>11,178.3</b>
增长率		2.0%	5.7%	26.1%	24.2%
综合毛利率	34.7%	35.7%	35.9%	37.0%	37.8%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 投资建议

我们选用相对估值法。一是由于瓷砖行业部分需求来自工程项目，瓷砖业务需要垫资；二是由于公司 21/22 年产能快速扩张，考虑到生产过程中库存增加以及销售过程中开设更多终端门店，导致报表现金流不能完全反应实际盈利水平，用绝对估值法会造成较大偏差。因此我们选用相对估值法进行估值。

参考可比公司平均估值给予公司 21 年 25XPE。公司主营业务包含瓷砖及卫浴，且客户结构中以 C 端+小 B 为主，我们选取主营业务同样为瓷砖的蒙娜丽莎/帝欧家居，选取主营业务为卫浴的惠达卫浴，选取同样面对 C 端+B 端市场的伟星新材/三棵树作为可比公司，21 年可比公司调整后平均 PE 为 19X。可比公司 22 年调整后归母净利润增速均值为 20.2%，我们预测 22 年公司归母净利润增速为 28.7%，由于公司盈利增长高于可比公司，且考虑到公司客户结构中以 C 端为主，盈利质量/现金流回款更高，因此我们认为应给予公司一定估值溢价，参考可比公司平均估值，给予公司 2021 年 30%的估值溢价，即 25XPE。

表 6：可比公司估值表（截至 2021 年 2 月 22 日）

公司	代码	股价	市值	每股收益（元）				市盈率			
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
三棵树	603737	165.59	445	2.18	2.06	3.02	3.99	37.01	80.55	54.83	41.50
伟星新材	002372	20.48	326	0.63	0.66	0.75	0.86	21.07	31.03	27.31	23.81
蒙娜丽莎	002918	35.01	142	1.07	1.39	1.82	2.30	18.66	25.19	19.24	15.22
惠达卫浴	603385	12.17	46	0.89	0.93	1.13	1.35	25.11	13.09	10.77	9.01
帝欧家居	002798	22.95	89	1.47	1.68	2.19	2.73	17.04	13.66	10.48	8.41
<b>调整后平均</b>										<b>19.10</b>	

数据来源：Wind，东方证券研究所

注：可比公司盈利预测均为 WIND 一致预期，最新价格为 2021 年 2 月 22 日收盘价；调整后平均为去掉最大值和最小值后的平均值

我们预计公司 20-22 年 EPS 为 0.74/1.04/1.34 元，CAGR+25.4%。公司是瓷砖行业龙头，在渠道/供应链上具有优势，产品结构高端化，产能迅速扩张，成本稳步下降。我们认可给予公司 2021 年 25XPE，对应目标价 26.00 元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

**地产需求拉动不及预期：**随着房企融资“三条红线”的实行，房地产有息负债增速可能受到抑制，带来地产增速不及预期，从而导致公司瓷砖/卫浴业务增长不及预期，带来公司 21/22 年业绩增速的不确定性。

**小 B 业务拓展不及预期风险：**公司小 B 客户（家装公司）本身提供铺贴服务，公司推行“包铺贴”会与小 B 客户在铺贴服务上形成一定竞争，可能导致公司小 B 业务的拓展不及预期。

**原材料及能源价格波动风险：**20H1 公司瓷砖成本结构中，原材料/能源成本占比分别为 39.1%/29.8%。20H1 公司原材料中砂坭/化工/包装成本占比分别为 35.2%/32.7%/14.9%，若砂坭/化工/包装成本大幅波动或降幅不及预期，会导致公司成本端上涨或降幅不及预期，从而导致盈利不及预期。20H1 公司能源成本中电/煤/天然气占比分别为 31.5%/22.6%/40.8%，若能源价格大幅波动，或在更严格的“煤改气”政策下，公司天然气占比大幅提升，可能导致公司能源成本大幅上升，从而导致盈利承压。

**估值溢价降低风险。**公司 21 年的估值溢价是基于 22 年业绩的高增速，若公司 21/22 年业绩增速受地产需求不及预期/小 B 业务拓展不及预期/原材料大幅波动等影响不及预期，存在估值溢价降低风险。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,490	2,166	3,230	4,372	5,777	营业收入	6,619	6,752	7,138	8,997	11,178
应收票据、账款及款项融资	1,012	1,433	1,515	1,909	2,372	营业成本	4,320	4,342	4,572	5,665	6,949
预付账款	53	73	77	97	121	营业税金及附加	61	66	69	88	109
存货	1,331	1,340	1,411	1,748	2,145	营业费用	964	934	980	1,187	1,462
其他	222	252	283	311	351	管理费用及研发费用	430	495	531	640	788
<b>流动资产合计</b>	<b>4,109</b>	<b>5,264</b>	<b>6,515</b>	<b>8,438</b>	<b>10,766</b>	财务费用	(2)	(8)	15	28	46
长期股权投资	58	70	70	75	80	资产、信用减值损失	30	65	80	89	105
固定资产	2,493	3,330	3,806	4,405	5,106	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	195	290	176	120	92	投资净收益	12	24	24	25	25
无形资产	654	717	681	645	609	其他	93	65	122	129	129
其他	224	194	172	172	173	<b>营业利润</b>	<b>920</b>	<b>947</b>	<b>1,037</b>	<b>1,454</b>	<b>1,874</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,623</b>	<b>4,601</b>	<b>4,905</b>	<b>5,417</b>	<b>6,060</b>	营业外收入	22	29	30	31	33
<b>资产总计</b>	<b>7,732</b>	<b>9,865</b>	<b>11,420</b>	<b>13,855</b>	<b>16,826</b>	营业外支出	20	22	22	22	24
短期借款	248	5	30	50	60	<b>利润总额</b>	<b>922</b>	<b>954</b>	<b>1,045</b>	<b>1,463</b>	<b>1,883</b>
应付票据及应付账款	2,147	3,200	3,369	4,175	5,121	所得税	130	161	177	247	318
其他	892	834	884	991	1,109	<b>净利润</b>	<b>792</b>	<b>793</b>	<b>868</b>	<b>1,216</b>	<b>1,564</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,287</b>	<b>4,039</b>	<b>4,283</b>	<b>5,216</b>	<b>6,290</b>	少数股东损益	(2)	(2)	(2)	(2)	(3)
长期借款	0	486	789	1,209	1,726	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>794</b>	<b>794</b>	<b>870</b>	<b>1,218</b>	<b>1,568</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.68	0.68	0.74	1.04	1.34
其他	62	153	150	147	145						
<b>非流动负债合计</b>	<b>62</b>	<b>639</b>	<b>939</b>	<b>1,356</b>	<b>1,871</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>3,349</b>	<b>4,678</b>	<b>5,223</b>	<b>6,572</b>	<b>8,161</b>		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	7	17	15	12	9	成长能力					
实收资本(或股本)	1,030	1,030	1,173	1,173	1,173	营业收入	-0.2%	2.0%	5.7%	26.1%	24.2%
资本公积	956	960	960	960	960	营业利润	-18.7%	2.9%	9.5%	40.3%	28.8%
留存收益	2,390	3,180	4,050	5,138	6,523	归属于母公司净利润	-19.8%	0.1%	9.5%	40.0%	28.7%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>4,382</b>	<b>5,187</b>	<b>6,198</b>	<b>7,283</b>	<b>8,665</b>	毛利率	34.7%	35.7%	35.9%	37.0%	37.8%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7,732</b>	<b>9,865</b>	<b>11,420</b>	<b>13,855</b>	<b>16,826</b>	净利率	12.0%	11.8%	12.2%	13.5%	14.0%
						ROE	19.5%	16.6%	15.3%	18.1%	19.7%
						ROIC	18.7%	15.1%	13.8%	15.8%	16.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	43.3%	47.4%	45.7%	47.4%	48.5%
净利润	792	793	868	1,216	1,564	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	38	1,453	302	336	401	流动比率	1.25	1.30	1.52	1.62	1.71
财务费用	(2)	(8)	15	28	46	速动比率	0.81	0.94	1.15	1.24	1.33
投资损失	(12)	(24)	(24)	(25)	(25)	营运能力					
营运资金变动	(344)	447	(49)	43	37	应收账款周转率	8.0	6.5	6.0	6.4	6.3
其它	209	(1,720)	79	86	102	存货周转率	3.4	3.0	3.0	3.2	3.2
<b>经营活动现金流</b>	<b>682</b>	<b>941</b>	<b>1,192</b>	<b>1,684</b>	<b>2,125</b>	总资产周转率	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
资本支出	(3)	(4,880)	(608)	(842)	(1,039)	每股指标(元)					
长期投资	2	(12)	(0)	(5)	(5)	每股收益	0.68	0.68	0.74	1.04	1.34
其他	(835)	3,844	24	25	25	每股经营现金流	0.66	0.91	1.02	1.44	1.81
<b>投资活动现金流</b>	<b>(836)</b>	<b>(1,048)</b>	<b>(584)</b>	<b>(822)</b>	<b>(1,019)</b>	每股净资产	3.73	4.41	5.27	6.20	7.38
债权融资	0	486	303	420	517	估值比率					
股权融资	(4)	4	143	0	0	市盈率	31.1	31.1	28.4	20.3	15.8
其他	34	(60)	10	(138)	(218)	市净率	5.6	4.8	4.0	3.4	2.9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>30</b>	<b>431</b>	<b>456</b>	<b>281</b>	<b>299</b>	EV/EBITDA	23.9	9.6	16.9	12.6	9.9
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	24.9	24.4	21.8	15.4	11.9
<b>现金净增加额</b>	<b>(124)</b>	<b>324</b>	<b>1,064</b>	<b>1,143</b>	<b>1,405</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。



## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)