

业绩符合预期，21 年有望加速增长

——业绩快报点评

核心观点

- **发力 C+小 V 市场，Q4 业绩加速增长。**2 月 26 日公司发布业绩快报，预计 20 年实现营收/归母净利润分别为 72.5/8.5 亿，YoY+7.4%/7.2%；其中 20Q4 实现营收/归母净利润 24.8/3.3 亿，YoY+28.6%/41.7%，环比 Q3 提速 8.7/9.2pct。业绩符合预期，Q4 加速增长，我们判断一是由于地产竣工改善，二是公司发力 C+小 V 市场，推出新品提升客单价，带动销量/毛利率提升。
- **盈利能力有望提升，现金流有望继续向好。**20 年公司净利率为 11.75%，其中 20Q4 净利率为 13.26%，盈利能力改善明显，一是由于公司管控加强，原材料成本下降，我们预计 20H2 公司砂坭采购成本下降约 30%；二是由于公司产品结构改善，测算公司新品占比从 19 年 10%提升至 20H2 的 30%。预计 21H2 公司将推出生态石/幻影琉璃等新品继续带动产品结构升级，整体盈利能力有望继续提升。报告期内公司经营性现金流净额 13.4 亿，YoY+42.4%，主要由于公司坚持零售主战场和做优质工程，开源节流，控制保证金净支出。随着在 C+小 V 市场持续发力，现金流有望继续向好。
- **渠道下沉+门店提效，21 年销量增长有望提速。**公司全口径门店超 6700 家，预计 21 年通过渠道下沉/拓展三四线市场，新增约 1500 家门店，YoY+22.3%，其中瓷砖/卫浴门店分别约 1200/300 家。此外，预计今年将有超过 460 家的门店进行重装，且大部分重装预计在 4 月前完成，重装后的门店坪效将有所增加。公司优化产能布局，进行属地化供应，并配套搭建供应链物流体系，同时公司在业内率先推行共享仓模式，降低渠道费用/成本，辅助门店开拓本地零售及中小微工程市场，预计 21 年公司销量增长有望加速。

财务预测与投资建议

- 预测公司 20-22 年 EPS 0.73/1.02/1.32 元（原 0.74/1.04/1.34 元），盈利预测略微下调主要考虑到公司加强产品创新，研发费用率略有提升。公司发力 C 端+小 V 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 25.50 元，维持“买入”评级。

风险提示：地产需求不及预期；小 B 拓展不及预期；原材料及能源价格大幅波动风险；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	7,252	9,075	11,274
同比增长(%)	-0.2%	2.0%	7.4%	25.1%	24.2%
营业利润(百万元)	920	947	1,016	1,432	1,850
同比增长(%)	-18.7%	2.9%	7.3%	40.9%	29.2%
归属母公司净利润(百万元)	794	794	852	1,200	1,548
同比增长(%)	-19.8%	0.1%	7.2%	40.9%	29.0%
每股收益(元)	0.68	0.68	0.73	1.02	1.32
毛利率(%)	34.7%	35.7%	36.0%	37.1%	37.9%
净利率(%)	12.0%	11.8%	11.7%	13.2%	13.7%
净资产收益率(%)	19.5%	16.6%	15.0%	17.9%	19.5%
市盈率	30.3	30.3	28.2	20.0	15.5
市净率	5.5	4.7	3.9	3.3	2.8

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 (维持)

股价(2021年02月26日)	20.5元
目标价格	25.50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)	24,047
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2021年03月01日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.66	22.83	30.66	
相对表现	2.77	21.33	22.91	
沪深300	-5.43	1.5	7.75	10.91



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

相关报告

凭借渠道优势，持续发力 C+小 B 市场：—— 2021-02-23
——首次覆盖

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。

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29.0%，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。

我们预计公司20-22年EPS为0.73/1.02/1.32元（原0.74/1.04/1.34元）。盈利预测略微下调，主要考虑到公司加强产品创新，导致研发费用率有所提升。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25.50元，维持“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	3,220	4,341	5,731	营业收入	6,619	6,752	7,252	9,075	11,274
应收票据、账款及款项融资	1,012	1,433	1,539	1,926	2,392	营业成本	4,320	4,342	4,643	5,706	7,003
预付账款	53	73	79	98	122	营业税金及附加	61	66	71	88	110
存货	1,331	1,340	1,433	1,761	2,161	营业费用	964	934	1,027	1,232	1,507
其他	222	252	283	311	351	管理费用及研发费用	430	495	541	655	806
流动资产合计	4,109	5,264	6,553	8,438	10,758	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	86	87	106
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	营业利润	920	947	1,016	1,432	1,850
非流动资产合计	3,623	4,601	4,905	5,417	6,060	营业外收入	22	29	29	31	33
资产总计	7,732	9,865	11,458	13,855	16,818	营业外支出	20	22	22	22	24
短期借款	248	5	30	50	60	利润总额	922	954	1,023	1,441	1,859
应付票据及应付账款	2,147	3,200	3,422	4,205	5,161	所得税	130	161	173	244	314
其他	892	834	888	994	1,112	净利润	792	793	850	1,198	1,545
流动负债合计	3,287	4,039	4,339	5,249	6,333	少数股东损益	(2)	(2)	(2)	(2)	(3)
长期借款	0	486	789	1,209	1,726	归属于母公司净利润	794	794	852	1,200	1,548
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.68	0.68	0.73	1.02	1.32
其他	62	153	150	147	145						
非流动负债合计	62	639	939	1,356	1,871	主要财务比率					
负债合计	3,349	4,678	5,278	6,605	8,204		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%	7.4%	25.1%	24.2%
资本公积	956	960	960	960	960	营业利润	-18.7%	2.9%	7.3%	40.9%	29.2%
留存收益	2,390	3,180	4,032	5,104	6,472	归属于母公司净利润	-19.8%	0.1%	7.2%	40.9%	29.0%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	4,382	5,187	6,180	7,250	8,615	毛利率	34.7%	35.7%	36.0%	37.1%	37.9%
负债和股东权益总计	7,732	9,865	11,458	13,855	16,818	净利率	12.0%	11.8%	11.7%	13.2%	13.7%
						ROE	19.5%	16.6%	15.0%	17.9%	19.5%
						ROIC	18.7%	15.1%	13.5%	15.6%	16.7%
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%	46.1%	47.7%	48.8%
净利润	792	793	850	1,198	1,545	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	1.51	1.61	1.70
财务费用	(2)	(8)	15	28	46	速动比率	0.81	0.94	1.14	1.23	1.32
投资损失	(12)	(24)	(24)	(25)	(25)	营运能力					
营运资金变动	(344)	447	(46)	39	38	应收账款周转率	8.0	6.5	6.0	6.4	6.3
其它	209	(1,720)	85	84	103	存货周转率	3.4	3.0	3.0	3.2	3.2
经营活动现金流	682	941	1,182	1,660	2,108	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	0.73	1.02	1.32
其他	(835)	3,844	24	25	25	每股经营现金流	0.66	0.91	1.01	1.42	1.80
投资活动现金流	(836)	(1,048)	(584)	(822)	(1,019)	每股净资产	3.73	4.41	5.26	6.17	7.34
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	30.3	30.3	28.2	20.0	15.5
其他	34	(60)	10	(136)	(216)	市净率	5.5	4.7	3.9	3.3	2.8
筹资活动现金流	30	431	456	284	301	EV/EBITDA	23.2	9.3	16.7	12.4	9.7
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	24.2	23.7	21.6	15.2	11.7
现金净增加额	(124)	324	1,054	1,122	1,390						

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