

东鹏控股 (003012.SZ) 买入 (首次评级)

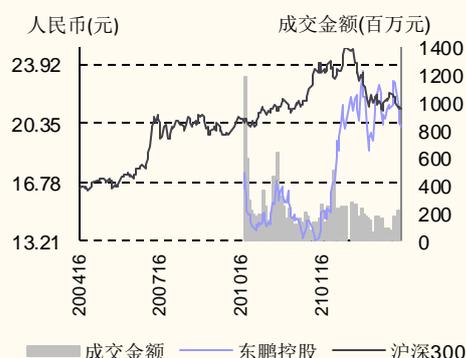
公司深度研究

市场价格 (人民币): 20.12 元

目标价格 (人民币): 26.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	11.73
已上市流通 A 股(亿股)	1.43
总市值(亿元)	236.01
年内股价最高最低(元)	23.57/13.21
沪深 300 指数	4949
深证成指	13680



深耕建陶五十载，步入成长新阶段

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,619	6,752	7,251	9,154	11,557
营业收入增长率	-0.19%	2.00%	7.39%	26.25%	26.25%
归母净利润(百万元)	794	794	856	1,170	1,532
归母净利润增长率	-19.82%	0.09%	7.80%	36.68%	30.93%
摊薄每股收益(元)	0.771	0.771	0.730	0.998	1.306
每股经营性现金流净额	0.60	0.82	0.85	1.71	1.73
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.14%	15.36%	14.65%	17.88%	20.28%
P/E	N/A	N/A	27.56	20.16	15.40
P/B	N/A	N/A	4.04	3.61	3.12

来源: 公司公告、国金证券研究所

投资逻辑

- **国内瓷砖行业龙头，全国化产能布局。**东鹏品牌已有 50 年历史，19 年公司自有瓷砖产能 8,111 万平方米，自有洁具产能 303 万件，在全国拥有 11 个生产基地。根据公司 21 年 Q1 业绩快报，营业收入同比增长 128%-145%，净利润同比增长 147%-150%，基本每股收益 0.04-0.05 元。
- **行业需求回暖，集中度加速提升。**瓷砖用于地产竣工端，21-22 年地产竣工增速回升和改造性住房提振行业需求。“十三五”期间，受益于瓷砖企业数量减少 325 家、全屋装修渗透率提高 18 个百分点、TOP100 地产企业集中度（按销售面积）提高 26 个百分点，前十大瓷砖企业集中度提升三个百分点至 18%。三家上市公司借助资本市场，集中度增速高于行业 1.2 个百分点。未来行业集中度提升趋势不变，龙头企业借助资本市场保持快速增长。
- **C 端渠道完善，B 端开拓优质工程。**公司拥有 1,997 家经销商和 6,724 家门店，公司 C+小 B 渠道收入占比 80%，收入和利润中现金含量高。公司利润含现比例 139%，收入含现比例 113%，高于可比公司。借助上市机遇，公司将继续发展优质战略工程，在提升收入的同时，保证利润率和现金流。
- **单店收入回升，助力经销商发展。**20 年公司单个经销商收入 215 万元、单个经销门店收入 64 万元，两项指标均止跌回升。未来三年，公司计划建设服务网点 150 家，对 2-3 年没有重装的店面强制重装，并通过新零售导流线下成交和建立共享仓帮扶经销商发展。公司瓷砖门店数量增长空间大，假设门店数量追平行业龙头，可新增营业收入 25.6 亿元。
- **产能快速扩张，高值产品提升利润率。**20 年公司以 11.35 元发行 1.43 亿股，IPO 融资 14.8 亿元用于新增产能和信息化建设。募投项目有 5 个与新产能有关，另有山西垣曲 4 条瓷砖产线和江西丰城 9 条岩板产线在建，重庆基地还有 10 条产线空间。公司加大研发投入，推出高端产品提升毛利率。

投资建议与估值

- 预计公司 20-22 年 EPS 0.73 元 /1.00 元/1.31 元。我们采用市盈率相对估值法，按照公司 21 年 EPS 1.0 元和 21 年 26X 市盈率计算，给予公司未来 6-12 个月 26 元的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

风险

- 房地产行业下行；行业竞争加剧；环保风险；原材料成本上涨；疫情反复。

丁士涛 分析师 SAC 执业编号: S1130520030002
dingshitao@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

- 1) 随着公司产能的扩张及加大三四线城市渠道下沉，预计公司 20-22 年有釉砖和无釉砖的销量增速 10%/25%/25%；随着公司产品结构调整和加大研发投入，预计公司 20-22 年有釉砖和无釉砖的价格增速 0%/1%/1%。
- 2) 随着公司产能的扩张及公司推行的“1+N”战略，瓷砖和卫浴产品有望进一步协同，预计公司 20-22 年卫生陶瓷和卫浴产品的销量增速 10%/25%/25%；随着公司产品结构调整和加大研发投入，预计公司 20-22 年卫生陶瓷和卫浴产品的价格增速 0%/1%/1%。
- 3) 随着公司加强成本管控及生产配方调整，原材料砂泥采购价格有望下降，同时随着产能的扩张，公司通过 OEM 形式对产能进行补充，外协成本有望进一步下降，预计 20-22 年陶瓷产品的单位成本变动-2%/-1%/0%，预计 20-22 年洁具产品的单位成本变动-1%/-1%/0%。

■ 我们区别于市场的观点

市场担心地产调控和“三道红线”政策会影响公司业绩和现金流。

我们认为，随着地产调控的常态化，行业关注点已经由需求转为集中度。2017 年，瓷砖和石膏板的需求都出现阶段性见顶的情况，而龙头企业借助于中小企业产能出清、全屋装修趋势、地产企业集中度提升、多品类拓展实现了业绩的提升。未来行业集中度提升的趋势仍将延续，同时 21-22 年将是地产竣工的大年，存量房装修和岩板产品也将带动需求增长。

公司的核心竞争力是 C 端渠道。虽然公司直销占比 41%，但是真正的地产客户占比仅为 20%。公司借助于渠道优势大力发展重点优质工程（小 B），这些项目的利润率高于大 B 业务，现金流回款更好。公司大 B 的地产客户也是集中于头部的优质地产客户，在保证回款的同时可以快速做大营业收入。

市场认为，瓷砖产品门槛低，行业竞争激烈会拉低盈利能力。

消费建材的进入门槛普遍不高，企业产品差异化小，真正的竞争力体现在品牌和渠道优势。公司品牌已有 50 年历史，经销商门店遍布全国，通过店面重装和“1+N”模式带动单店收入增长。

■ 股价上涨的催化因素

- 1) 公司新项目建设顺利，产能和产量持续增长
- 2) 公司加快新门店开设和店面重装进度

■ 估值和目标价格

我们选取与公司产品结构类似的蒙娜丽莎和帝欧家居和与公司客户结构类似的伟星新材和坚朗五金作为可比公司。预计公司 20-22 年 EPS 0.73 元 /1.00 元 /1.31 元。我们采用市盈率相对估值法，按照公司 21 年 EPS 1.0 元和 21 年 26X 市盈率计算，给予未来 6-12 个月 26 元的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

■ 投资风险

2020 年三季度受地产“三道红线”和“恒大事件”影响，建材板块出现较大幅度调整。由于瓷砖和洁具产品下游是地产行业，如果未来地产调控政策进一步收紧，可能会对板块估值产生影响。

内容目录

投资要件	2
1. 全国布局产能，业绩突破瓶颈	5
1.1 老牌陶瓷企业，回 A 焕发新生	5
1.2 下游需求复苏，利润实现增长	5
1.3 全国化布局产能，OEM 弥补产能不足	6
2. 建筑陶瓷行业：需求回暖叠加行业集中度提升	7
2.1 地产竣工修复，建筑陶瓷需求回升	7
2.2 存量房装修提振建筑陶瓷长期需求	9
2.3 多方因素推动，行业集中度继续提升	10
2.4 岩板消费拉动长期需求	13
3. 聚焦零售，发展工程	13
3.1 零售业务是公司的主战场	13
3.2 渠道下沉+店面重装，支持经销商发展	15
3.3 借助上市契机，大力发展工程业务	16
3.4 销售战略调整，加大新产品推广	17
3.5 募投项目扩充产能，共享仓降维打击	18
4. 盈利预测与投资建议	19
4.1 盈利预测	19
4.2 投资建议与估值	20
5. 风险提示	21

图表目录

图表 1：公司发展历经五十年	5
图表 2：2020 年公司营业收入突破平台期	6
图表 3：2020 年公司归母净利润实现增长	6
图表 4：有釉砖产品是公司主要的收入来源	6
图表 5：有釉砖产品是公司主要的利润来源	6
图表 6：瓷砖产品 OEM 比例有所下降	7
图表 7：洁具产品 OEM 比例有所上升	7
图表 8：中国建筑陶瓷产量在 2017 年见顶	7
图表 9：规模以上建筑陶瓷企业收入表现优于产量表现	7
图表 10：2018-2019 年开竣工剪刀差明显	8
图表 11：2020 年 10 月开始地产竣工增速同比回升	8
图表 12：房企建筑工程投资增速回升	8
图表 13：浮法玻璃库存持续下滑	8
图表 14：全国建筑装饰行业产值持续增长	9
图表 15：改造性住宅在装修装饰市场占比 34%	9

图表 16: 2008-2012 年地产新开工和竣工增速处于高位.....	9
图表 17: 2019 年以来我国二手房交易面积回升.....	9
图表 18: 全国二手房交易数量基本稳定.....	10
图表 19: 建筑陶瓷企业分为三大梯队.....	10
图表 20: “十三五”期间建筑陶瓷企业数量大幅减少.....	11
图表 21: 部分省区天然气使用率偏低.....	11
图表 22: 受疫情影响 2020 年全屋装修数量小幅回落.....	11
图表 23: 受疫情影响 2020 年全屋装修渗透率小幅回落.....	11
图表 24: 头部建筑陶瓷企业首选率提升明显.....	12
图表 25: 按销售金额计算龙头企业市占率提升.....	12
图表 26: 按销售面积计算龙头企业市占率提升.....	12
图表 27: 三家上市公司产量占比持续提升.....	13
图表 28: 三家上市公司收入占比持续提升.....	13
图表 29: 公司经销商数量领先可比公司.....	14
图表 30: 公司门店数量领先可比公司.....	14
图表 31: 公司经销商主要分布在华中和华南.....	14
图表 32: 华中和华南经销商收入占比高.....	14
图表 33: 公司二级经销商门店数量增长快于一级经销商.....	14
图表 34: 公司二级经销商收入占比提升.....	14
图表 35: 2020 年公司单个经销商收入止跌回升.....	15
图表 36: 2020 年公司单店收入止跌回升.....	15
图表 37: 公司募投项目拟建设智能化展厅 150 家.....	16
图表 38: 公司发展以经销为主的业务模式.....	16
图表 39: 公司工程业务收入大幅增长.....	16
图表 40: 公司营业收入中含现金比例高.....	17
图表 41: 公司利润中含现金比例高.....	17
图表 42: 2018-2019 年公司收入增速低于可比公司.....	17
图表 43: 2018-2019 年公司利润增速低于可比公司.....	17
图表 44: 2017-2019 年公司产品售价回落.....	18
图表 45: 2017-2019 年公司产品售毛利率回落.....	18
图表 46: 公司研发费用率低于可比公司.....	18
图表 47: 公司研发投入处于行业平均水平.....	18
图表 48: IPO 募投项目主要用于扩充产能.....	19
图表 49: 共享仓模式增强经销商竞争力.....	19
图表 50: 未来三年公司主要产品价格和销量假设.....	20
图表 51: 可比公司估值情况.....	20

1. 全国布局产能，业绩突破瓶颈

1.1 老牌陶瓷企业，回 A 焕发新生

公司前身为成立于 1972 年的佛山东平陶瓷厂，1996 年正式创建东鹏品牌，并于 2001 年转制成立广东东鹏陶瓷股份有限公司。2013 年 12 月公司在香港主板上市，2016 年 6 月实施私有化退市。历经四年的等待，公司于 2020 年 10 月成功登陆深交所。

图表 1：公司发展历经五十年



来源：招股说明书，国金证券研究所

历经 50 年的发展，公司已经成为国内规模最大的瓷砖、洁具产品制造商之一。公司除了在高端瓷砖和洁具方面处于行业领先外，还生产销售木地板、涂料等产品，并且代理销售意大利 Rex 等高端品牌瓷砖，致力于成为国内领先的整体家居解决方案提供商。

公司总股本 11.73 亿股，流通 A 股 1.43 亿股。宁波利坚是公司第一大股东，持股比例为 29.87%。何新明和何颖为公司实际控制人，公司董事、监事、高级管理人员和核心技术人员均间接持有上市公司股份。

2017 年公司总经理更换为曾就职于广东唯美陶瓷有限公司的龚志云。唯美陶瓷是国内陶瓷行业首家营收突破 100 亿的企业，龚志云先生在任职期间提出的大店营销、渠道下沉等理念对唯美体量的提升起到了关键性作用。

1.2 下游需求复苏，利润实现增长

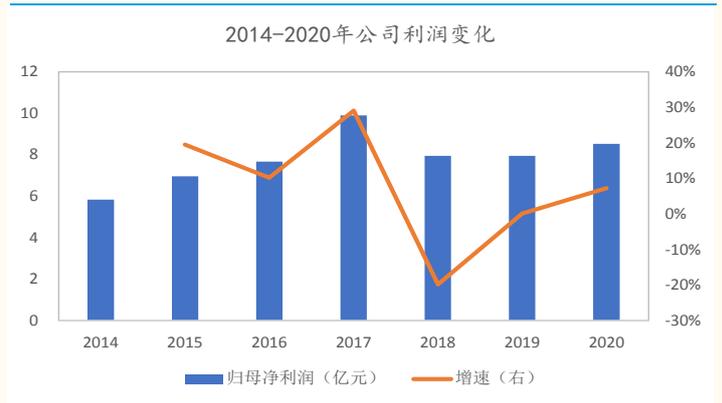
2018 年之前，伴随建筑陶瓷市场规模增长及公司产能扩张，公司收入和利润逐年增长。2018 年起，受房地产领域需求下滑，及公司上市进程缓慢的影响，公司营业收入增速放缓、利润出现大幅下滑。2020 年上半年，受疫情影响，公司经营业绩下滑明显，上半年仅实现营收 26.08 亿元、归母净利润 2.16 亿元。下半年随着需求好转，公司通过加大对经销商的帮扶力度、拓展工程客户、积极推广新产品和高值产品等手段，下半年实现营收 46.44 亿元、归母净利润 6.36 亿元。根据公司发布的 2020 年业绩快报，公司实现营业收入 72.52 亿元、同比增长 7.41%，实现归母净利润 8.52 亿元、同比增长 7.24%，收入和利润在 2020 年均出现增长。

图表 2：2020 年公司营业收入突破平台期



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：2020 年公司归母净利润实现增长



来源：Wind，国金证券研究所

从产品结构看，瓷砖是公司主要的收入和利润来源。2020 年上半年，瓷砖收入占比 84.1%，其中：有釉砖占比 66.62%、无釉砖占比 17.48%；洁具收入占比 13.48%，其中：卫生陶瓷占比 8.86%、卫浴产品占比 4.62%。2020 年上半年，瓷砖利润占比 88.99%，其中：有釉砖占比 68.01%、无釉砖占比 26.98%；洁具利润占比 8.45%，其中：卫生陶瓷占比 5.01%、卫浴产品占比 3.44%。2014 年-2020 年上半年，公司有釉砖产品的占比逐年上升。

图表 4：有釉砖产品是公司主要的收入来源



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：有釉砖产品是公司主要的利润来源



来源：Wind，国金证券研究所

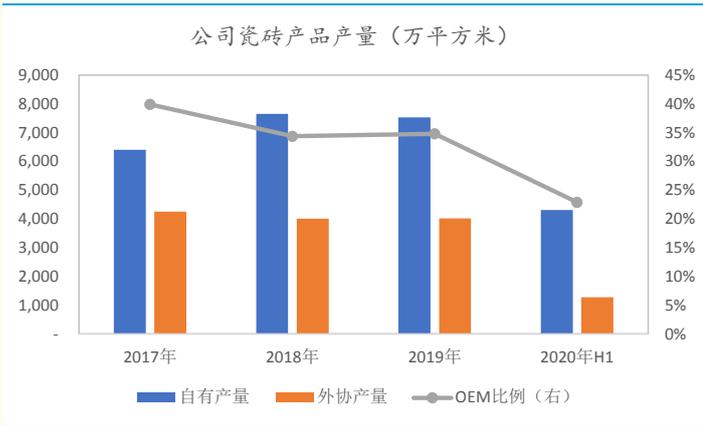
1.3 全国化布局产能，OEM 弥补产能不足

瓷砖产品具有运输半径，公司通过全国化的产能布局，降低运输费用。公司已在广东佛山、清远、江门、高明、江西丰城、重庆永川、湖南澧县、山东淄博、山西垣曲等地拥有 11 个瓷砖、卫浴生产基地，真正实现了全国化的产能布局。属地化的产能布局可以为经销商和终端用户提供属地化的产品和供应链支持，提升区域内品牌知名度，对中小品牌实现降维打击。此外，公司的生产基地仍拥有大量的土地，产能有进一步提升的空间。

由于陶瓷行业 SKU 众多，且产品转产会增加生产成本，大型企业自有产能并不一定能够满足生产需求，因此通常会结合产能、价格、成本、服务等多方面因素，采用 OEM 外协模式来满足市场需求。

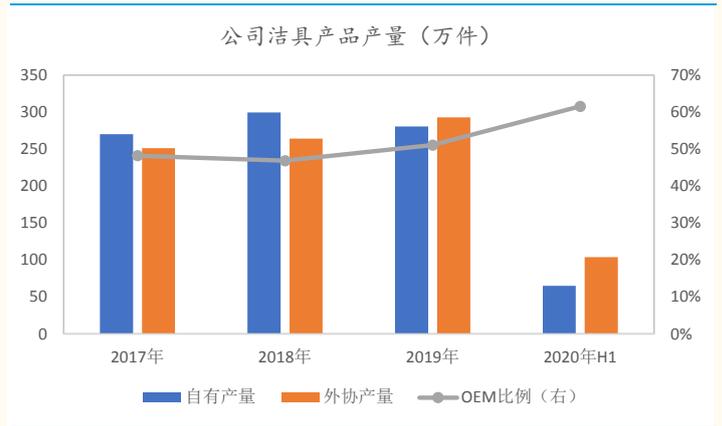
2019 年公司自有瓷砖产能 8,111.12 万平方米，产量 7,528.74 万平方米，OEM 比例 40%；2019 年自有洁具产能 303.26 万件，产量 280.44 万件，OEM 比例 51%；瓷砖和洁具的产能利用率均在 90%以上。未来公司将进一步对生产线扩建，基地产线生产高值产品、外协产线生产低值产品，合理控制 OEM 比例。2020 年上半年，公司瓷砖和洁具的 OEM 比例为 23%和 62%。

图表 6：瓷砖产品 OEM 比例有所下降



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 7：洁具产品 OEM 比例有所上升



来源：招股说明书，国金证券研究所

2. 建筑陶瓷行业：需求回暖叠加行业集中度提升

2.1 地产竣工修复，建筑陶瓷需求回升

■ 建筑陶瓷需求在 2017 年阶段性见顶

建筑陶瓷主要用于房屋装修的地面铺装，需求与房屋竣工端关系密切。此前房企重视新开工而忽略竣工，2017 年开始我国房屋竣工面积呈下滑趋势，致使瓷砖需求受到较大影响，产量（产量=需求量）随之逐年减少。2016 年，我国建筑陶瓷产量达到 102.6 万平米，为过去十年的高点。随后受竣工增速下滑影响，建筑陶瓷需求量连续回落。2019 年，我国建筑陶瓷产量 82.2 亿平米，同比减少 8.7%；2020 年随着房屋竣工数据的好转，2020 年 1-11 月我国建筑陶瓷产量 80 亿平米，同比增长 1.4%，扭转了此前连续三年的下滑走势。

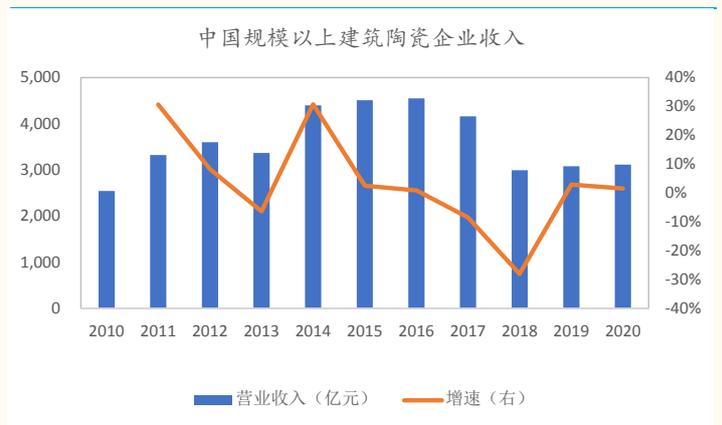
从收入的情况看，2019 年，规模以上建筑陶瓷企业主营业务收入 3,080 亿元，同比增长 2.9%，当年行业产量同比减少 8.7%。2020 年 1-11 月，规模以上建筑陶瓷企业主营业务收入 2,817 亿元，同比增长 1.6%，增速高于产量增速 0.2 个百分点。我们认为，在行业整体需求下滑的背景下，规模以上企业收入仍能实现逆势增长，主要受益于行业集中度的提升。

图表 8：中国建筑陶瓷产量在 2017 年见顶



来源：中国建筑卫生陶瓷协会，国金证券研究所

图表 9：规模以上建筑陶瓷企业收入表现优于产量表现



来源：中国建筑卫生陶瓷协会，国金证券研究所

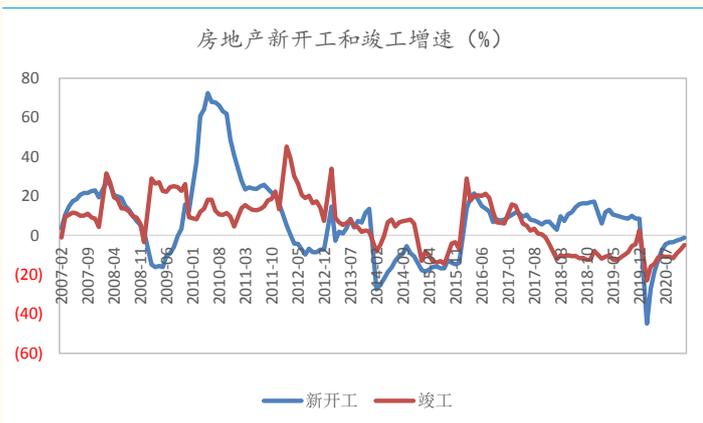
■ 地产竣工回暖有望带动需求回升

2010年5月，地产新开工增速见顶，对应地产竣工见顶时间为2012年2月，历时21个月；2013年12月，地产新开工增速见顶，对应地产竣工见顶时间为2016年7月，历时31个月。2015年四季度以来，新一轮地产新开工增速在2016年4月见顶，参考此前两轮竣工增速见顶周期21-31个月（期房的交付周期一般为2年），对应地产竣工增速见顶时间为2018年1-11月，而2018年地产竣工增速一直为负增长。2018年地产又经历了一轮新开工的高峰，新开工增速于2018年12月见顶，对应竣工增速见顶时间为2020年9月-2021年7月。

根据此前十年地产新开工和竣工数据分析，我们认为，2016年和2018年两轮地产新开工的高峰将在2021-2022年陆续演变为地产竣工的高峰。2019年7月地产竣工增速出现过短暂回升，但是回升的节奏被2020年上半年疫情打破，竣工数据的再次好转从2020年10月开始。

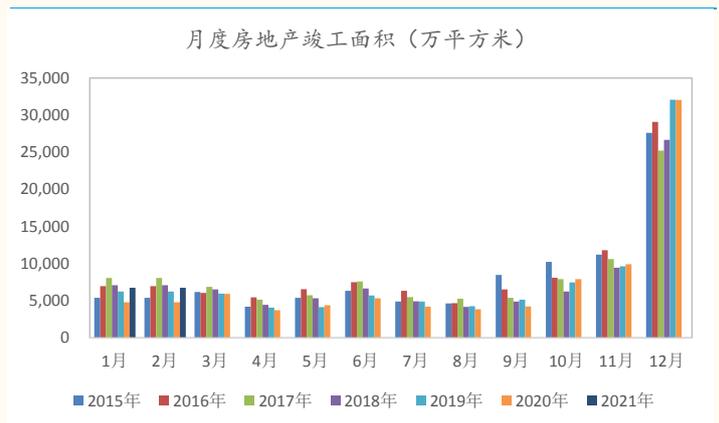
从地产企业的建安投资看，2019年房企开始加快施工，当年8月份之后，房企建安成本增加明显，房屋竣工面积增速开始转正，表明产业链已加速向竣工传递。2020年6月，房企建安投资增速再次转正，地产竣工面积从2020年10月开始同比转正，预示房地产竣工传导仍然在推进当中，这一趋势有望延续1-2年。从微观层面看，玻璃消费是房屋竣工领先指标，2020年下半年玻璃库存加速下滑，验证房企施工节奏加快。我们认为，随着房屋竣工面积的修复，建筑陶瓷需求有望同步回升。

图表 10：2018-2019 年开竣工剪刀差明显



来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：2020 年 10 月开始地产竣工增速同比回升



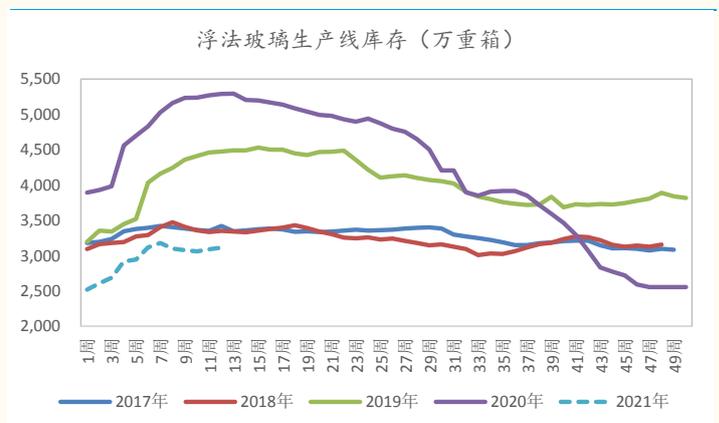
来源：Wind，国金证券研究所

图表 12：房企建筑工程投资增速回升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 13：浮法玻璃库存持续下滑



来源：Wind，国金证券研究所

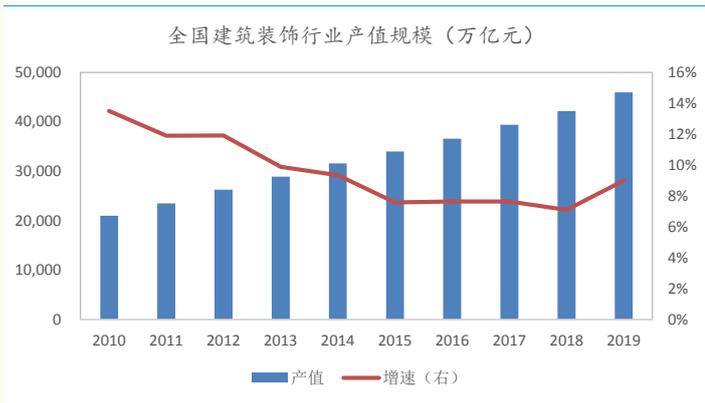
2.2 存量房装修提振建筑陶瓷长期需求

■ 建筑装饰行业市场规模持续增长

伴随着经济的发展、城镇化步伐加快，我国建筑装饰（住宅+非住宅）行业市场规模持续增长。根据中国建筑装饰协会的数据，我国建筑装饰行业总产值由2010年的2.1万亿元增加到2019年的4.6万亿元，复合增速9.1%。

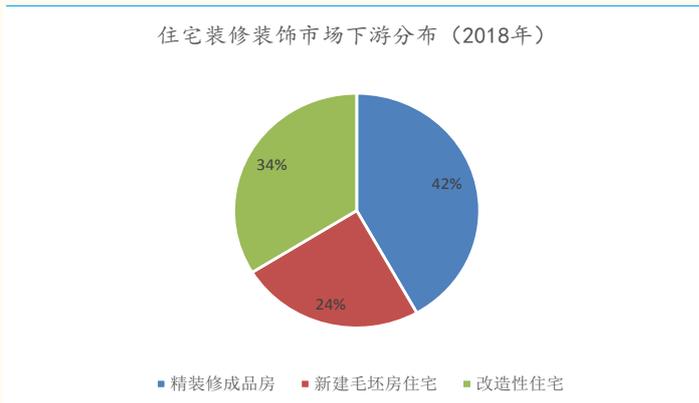
根据中国建筑装饰协会的数据，2018年我国住宅装修装饰行业产值2.03万亿元，其中：全屋装修成品房总产值8,500亿元，占比42%；新建毛坯房住宅装修装饰工程总产值4,900亿元，占比24%；改造性住宅装修装饰工程总产值6,900亿元，占比34%，是装修装饰领域重要的需求构成。

图表 14：全国建筑装饰行业产值持续增长



来源：中国建筑装饰协会，国金证券研究所

图表 15：改造性住宅在装修装饰市场占比 34%



来源：中国建筑装饰协会，国金证券研究所

■ 二手房交易提振装修装饰需求

我国的房地产市场经过快速发展后，存量商品房规模处于较高水平。2019年我国存量房面积313.5亿平方米，为2019年新开工面积的14倍。一般而言，住宅装饰材料耐用年限为8-10年，存量房翻新装修对应的潜在建筑陶瓷需求大，二手房交易活跃会加速存量房重新装修需求。

我们选取重点城市的二手房交易数据，2020年重点城市二手房交易面积3,685.65万平方米，低于2016/2017年的水平，但是高于2015/2018/2019年的水平。2021年1-2月重点城市二手房交易面积607.1万平方米，较2019年同期增长77%。

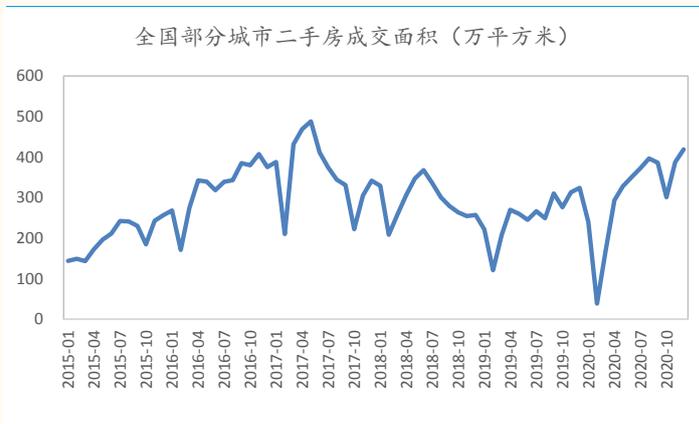
2020年全国二手房成交420万套，假设平均单套面积90平方米，总交易面积3.78亿平方米，约为同期新建商品房销售面积的22%。近年来我国二手房成交规模保持稳定，对存量房的室内装修需求形成较强支撑。

图表 16：2008-2012 年地产新开工和竣工增速处于高位



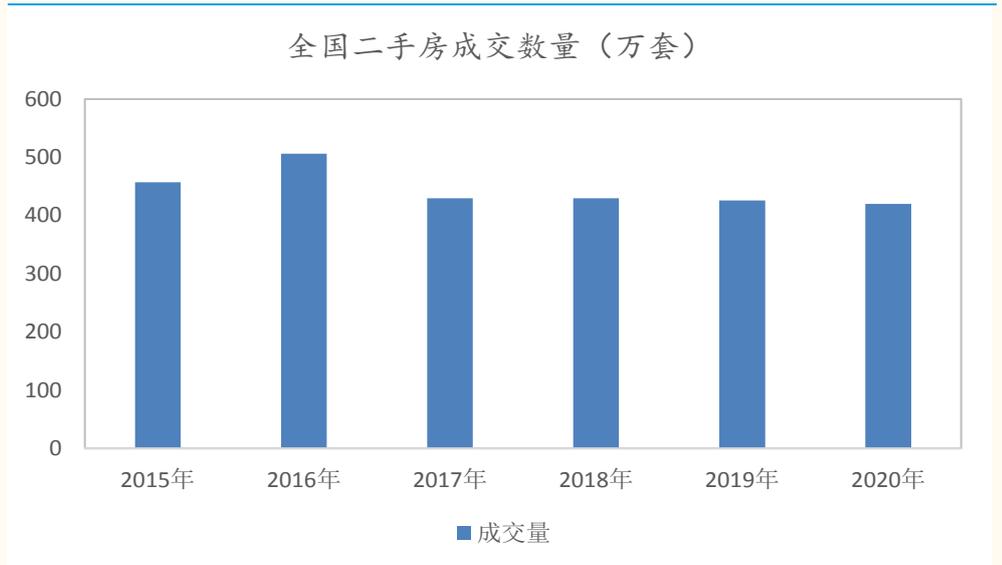
来源：Wind，国金证券研究所

图表 17：2019 年以来我国二手房交易面积回升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 18：全国二手房交易数量基本稳定



来源：贝壳研究院，国金证券研究所

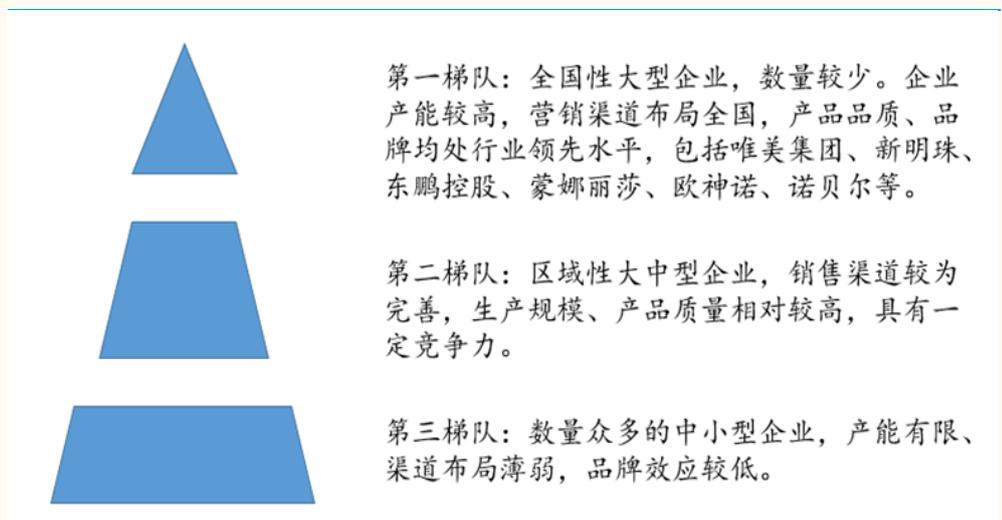
老旧小区改造也将拉动部分室内装修的需求，并且改造过程中对小区内建筑物屋面、外墙、楼梯等公共部位的提升维修中也会带动建筑陶瓷需求，如：外墙砖（厚砖、陶瓷薄板）、广场砖（景观砖、屋面砖）等产品。全国老旧小区改造工作逐步进入加速期，2020年7月，国务院办公厅出台《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，明确工作目标：到“十四五”期末，结合各地实际，力争基本完成2000年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务。根据住建部统计，全国老旧小区近17万个，建筑面积约为40亿平方米。2020年全国新开工改造老旧小区4.03万个，符合国家3.9万个改造小区的既定目标；2021年全国计划改造老旧小区5.3万个，规模进一步增加。

2.3 多方因素推动，行业集中度继续提升

建筑陶瓷行业进入门槛不高，产品多为非标品，SKU品类众多，头部企业很难形成全方位的产品优势，这为中小企业提供了充足的生存空间。因此，行业竞争格局相对分散，可大致分为三大梯队。

2019年，业内最大的唯美集团（马可波罗瓷砖）营收为108.91亿元，市占率仅为3.54%，行业内其他三家上市龙头东鹏控股、帝欧家居（欧神诺）与蒙娜丽莎的市占率分别为1.80%、1.61%和1.24%，合计仅为4.65%。

图表 19：建筑陶瓷企业分为三大梯队



来源：招股说明书，国金证券研究所

■ 环保因素推动中小企业被淘汰

建筑陶瓷属于高污染、高耗能行业，2016年以来，在供给侧改革推进、环保政策趋严、税收规范等多重因素影响下，行业落后产能获得有效出清。2017年，中国建筑材料联合会和中国建筑卫生陶瓷协会联合发布《推进建筑卫生陶瓷行业供给侧结构性改革打赢“三个攻坚战”的指导与组织实施的意见》，提出坚决淘汰产品质量差、原燃料消费高、环保不达标的落后企业，到“十三五”末，现有企业总数减少三分之一。2020年，我国建筑陶瓷企业数量1085家，“十三五”期间企业数量减少325家。2017年以来，多个陶瓷主产区，河北高邑、山东淄博、山东临沂、四川夹江等，或主动压缩、或被动关停大量建陶产能。目前，部分省区的天然气使用比率依然过低，随着碳中和和碳达峰政策的推进，能源结构的调整将加大企业的成本压力，未来产能关停仍将继续。

图表 20：“十三五”期间建筑陶瓷企业数量大幅减少



来源：中国建筑卫生陶瓷协会，国金证券研究所

图表 21：部分省区天然气使用率偏低

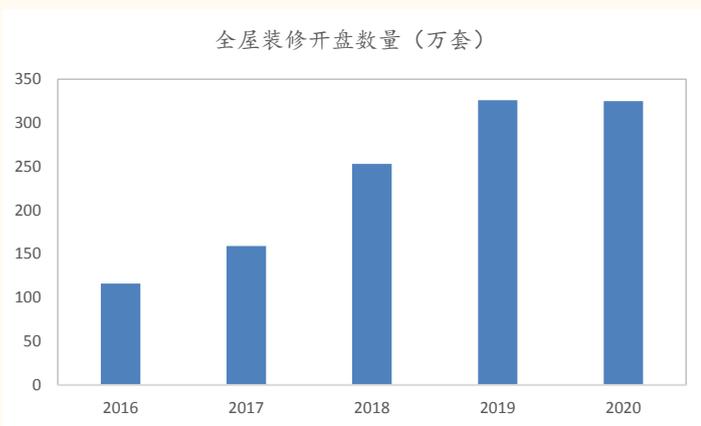
省份	企业家数	天然气使用家数	天然气使用率
广东	174	143	82%
福建	196	179	91%
江西	126	11	9%
四川	112	107	96%
山东	82	79	96%
河南	58	5	9%
湖北	41	2	5%
广西	44	1	2%
辽宁	47	30	64%
河南	32		
河北	45	25	56%
陕西	27	6	22%

来源：中国建筑卫生陶瓷协会，国金证券研究所

■ 全屋装修加速头部企业集中度提升

2016年开始，各级政府大力推行全屋装修政策，我国全屋装修住宅开盘数量大幅增加，渗透率加速提升。根据奥维云网数据，2016年我国全屋装修住宅开盘套数仅为115.4万套、对应渗透率12%，2019年开盘量已经增加到326万套、渗透率达到32%。2020年受到疫情影响，开盘量小幅下降至325万套，渗透率约30%。随着国家、地方全屋装修政策及绿色建筑的不断推行实施下，我国进入房地产全屋装修时代。目前与发达国家80%以上的精装渗透率相比，我国精装市场渗透率仍处于低位。

图表 22：受疫情影响2020年全屋装修数量小幅回落



来源：奥维云网，国金证券研究所

图表 23：受疫情影响2020年全屋装修渗透率小幅回落



来源：奥维云网，国金证券研究所

全屋装修对建筑陶瓷的影响，主要是将采购客户由居民转移至地产企业。2019年中国全屋装修的瓷砖配置率已达到99.8%，地产商选购建筑陶瓷，对企业品牌、质量、服务、供货能力等有较高要求，因此更倾向于大型企业。得益于全屋装修渗透率的不断提升，2020年500强地产企业的前十大瓷砖品牌首选率合计达到92%，头部企业首选率提升明显。

图表 24：头部建筑陶瓷企业首选率提升明显

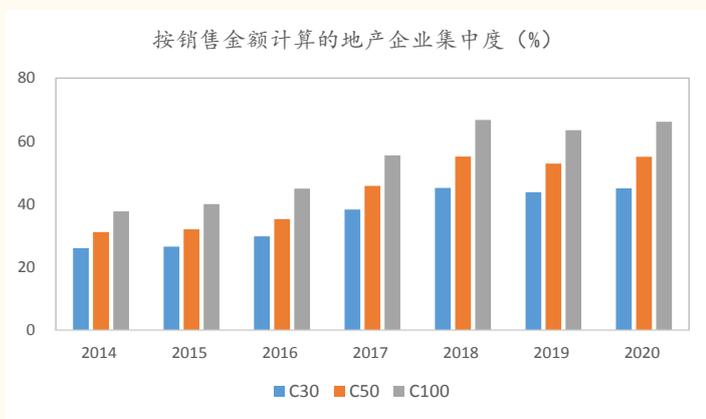
2016		2017		2018		2019		2020	
马可波罗	17%	马可波罗	18%	马可波罗	19%	马可波罗	20%	马可波罗	20%
东鹏	16%	东鹏	14%	蒙娜丽莎	16%	蒙娜丽莎	17%	蒙娜丽莎	17%
诺贝尔	15%	诺贝尔	13%	东鹏	14%	欧神诺	14%	欧神诺	14%
新中源	13%	新中源	12%	诺贝尔	12%	东鹏	13%	东鹏	12%
欧神诺	12%	蒙娜丽莎	12%	欧神诺	12%	诺贝尔	12%	欧美	10%
冠军	5%	欧神诺	11%	冠珠	8%	欧雅	8%	新明珠	7%
金意陶	4%	冠珠	4%	新中源	6%	冠珠	7%	能强	6%
蒙娜丽莎	4%	金意陶	3%	欧雅	3%	金意陶	4%	诺贝尔	3%
冠珠	3%	欧雅	2%	能强	2%	能强	2%	简一	2%
简一	2%	简一	2%	亚细亚	1%	新中源	1%	亚细亚	1%

来源：中国房地产业协会，国金证券研究所

■ 下游房地产企业集中度的提升，利好头部建材企业

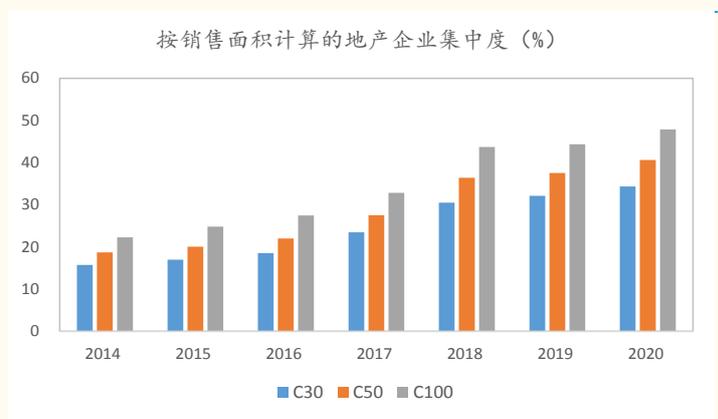
当前地产调控力度不减，中小房企受冲击明显，而大型房企份额在逐渐扩大。2020年，以碧桂园、恒大、万科等为首TOP30房企销售面积达到6.05亿平方米，市占率达到34.37%，较上年同期提升2.22个百分点；TOP100房企销售面积达到8.43亿平方米，市占率达到47.87%，较上年同期提升3.51个百分点。下游地产企业集中度提升会加速上游建材企业集中度提升进度。

图表 25：按销售金额计算龙头企业市占率提升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 26：按销售面积计算龙头企业市占率提升

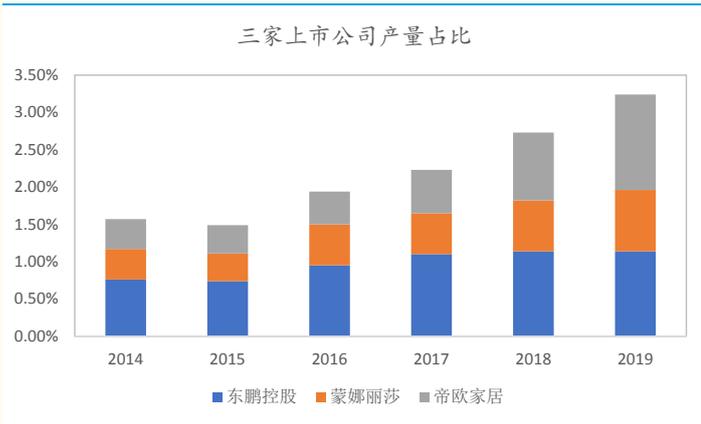


来源：Wind，国金证券研究所

■ 集中度快速提升，上市公司受益明显

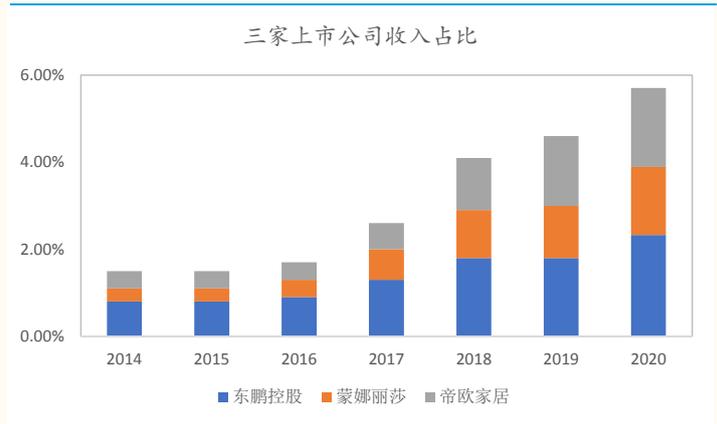
在供给侧改革和环保高压下，行业内中小产能受到抑制，同时随着全屋装修渗透率的提升和地产企业集中度提升，头部企业市场份额在不断增加。根据各家公司公告，行业三家上市公司（东鹏控股、蒙娜丽莎、帝欧家居）营业收入占比从2015年的1.5%提升至2020年的5.7%，同期行业内前十大企业集中度从15%提升至18%，三家上市公司集中度增速高于前十大企业1.2个百分点。行业头部企业集中度在提升，上市公司借助资本市场，集中度提升速度更快。

图表 27：三家上市公司产量占比持续提升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 28：三家上市公司收入占比持续提升



来源：Wind，国金证券研究所

2.4 岩板消费拉动长期需求

岩板是在陶瓷大板的基础上发展而来的一种新品类，与瓷砖相比，生产原料与工艺均不同。瓷砖的原料是由黏土与石英砂等混合制成，岩板的原料主要由黏土、石英砂、长石、氧化物等混合制成。生产工艺方面，岩板的压制与烧制过程与瓷砖也不同，压制岩板的压机吨位更重，烧制岩板的温度更高。岩板采用全通体技术锻造，表面工艺经过多重精细的高清喷墨处理，让纹理起到渐变且有层次的过渡。而瓷砖在深加工的过程中，经常出现崩边、裂缝等问题。

与陶瓷、石材、玻璃、铝板等传统装修材料相比，岩板具有更加优异的产品性能，如：规格大、可塑性强、耐刮擦、零吸水、抗菌抑菌、防腐蚀等。因此，岩板主要是以替代品的身份参与市场竞争，应用领域集中在两大方向：一方面是替代传统的瓷砖、石材等材料，用于建筑墙和地面；另一方面跨界进入家居领域，如：整体定制柜体、家居台面、厨房板材、卫浴空间、电器面板等。

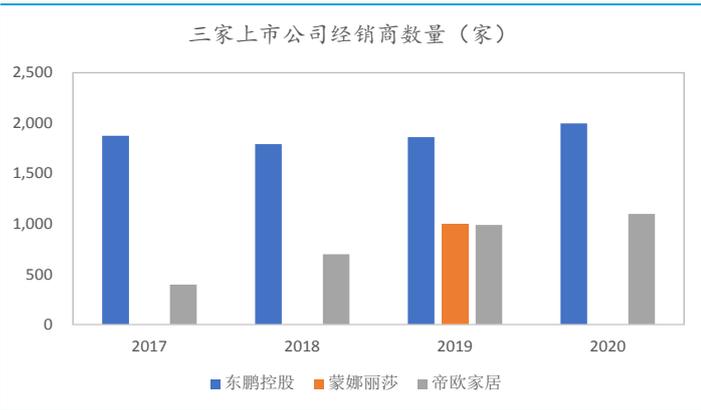
由于岩板推出时间较短，存在产业链和渠道尚未完善、生产技术尚待突破、行业标准不明晰、价格偏高等因素，在一定程度上也限制了岩板的推广。未来随着以上问题的逐步解决，岩板的市场需求还将会不断提升，有望成为推动建筑陶瓷消费增长的主要力量。2020年11月，中国建筑卫生陶瓷协会做出预测，到2025年，建筑陶瓷（含岩板）产量将达到100亿平方米，重回2014-2017年的高点水平。

3. 聚焦零售，发展工程

3.1 零售业务是公司的主战场

公司的核心竞争优势体现在C端。2020年上半年，公司拥有经销商数量1,997家（其中：瓷砖1,753家，洁具82家），门店数量6,724家（其中：瓷砖4,981家，洁具1,468家）。与同行业上市公司相比，公司的零售渠道领先优势突出。2017年公司门店数量6,292家，2020年上半年门店数量6,724家，门店数量在高基数的背景下依然保持增长，零售渠道优势进一步加强。

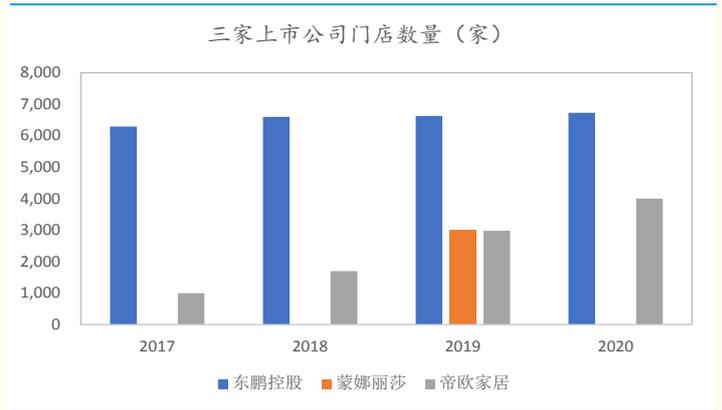
图表 29: 公司经销商数量领先可比公司



来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: 东鹏控股数据为 2020H1

图表 30: 公司门店数量领先可比公司



来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: 东鹏控股数据为 2020H1

从经销商分布情况看, 公司在华中和华南地区的经销商数量分别为 545 家和 505 家, 数量和收入占比均超过 50%。华中和华南是我国经济相对发达的地区, 区域内客户的购买力强。除了传统的华中和华南市场外, 公司加大在华北、西南、西北地区的渠道布局。2020 年上半年, 公司在西南地区经销商数量 438 家、华北地区经销商数量 327 家、西北地区经销商数量 181 家。

图表 31: 公司经销商主要分布在华中和华南



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

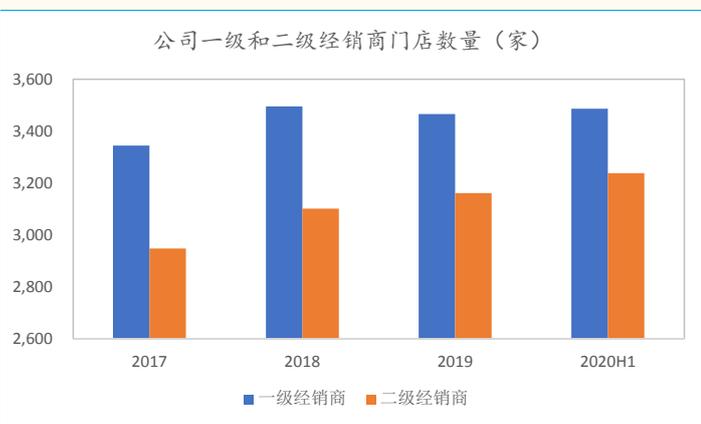
图表 32: 华中和华南经销商收入占比高



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

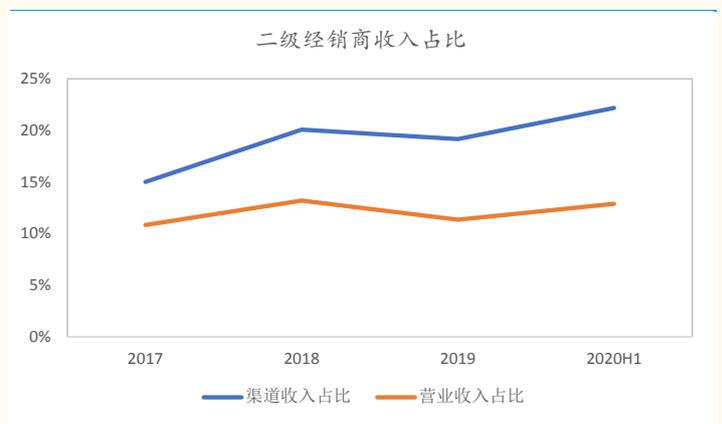
由于门店仍是三四线市场的主要客流入口, 公司通过渠道下沉, 积极开发三四线市场。2016 年开始, 公司推行省级总经销商模式, 撤销了一些规模较小的一级经销商, 将其转化为二级经销商。2017 -2020 年上半年, 公司二级经销商门店数量增速明显快于一级经销商, 二级经销商的收入占比也在提升中。

图表 33: 公司二级经销商门店数量增长快于一级经销商



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 34: 公司二级经销商收入占比提升



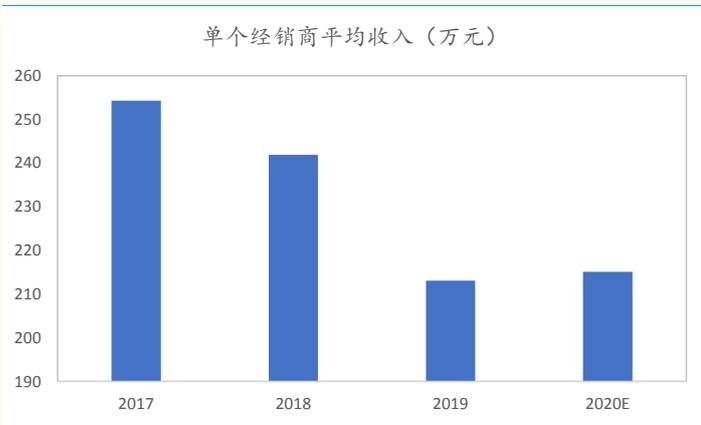
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

3.2 渠道下沉+店面重装，支持经销商发展

2017-2019年，公司单个经销商和单店的销售收入逐年下滑。2019年，单个经销商收入213万元、单个经销门店收入60万元，较2017年下降16.2%、20.95%。单店收入的下滑，一方面与行业景气度下滑有关，另一方面也与经销商士气下降有关。由于公司上市进度慢，经销商士气受到影响，为保资金安全，经销商不断减小库存、降低店面投入。同时在IPO过程中，公司尽量减少资本开支以保证顺利上市，公司整体开店和店面重装进度放缓。我们以帝欧家居并购的瓷砖品牌欧神诺为例，2017年欧神诺门店数量1000家、为东鹏控股的16%，2020年欧神诺门店数量4000家、为东鹏控股的59%。借助资本市场，欧神诺的门店数量都出现大幅增长。

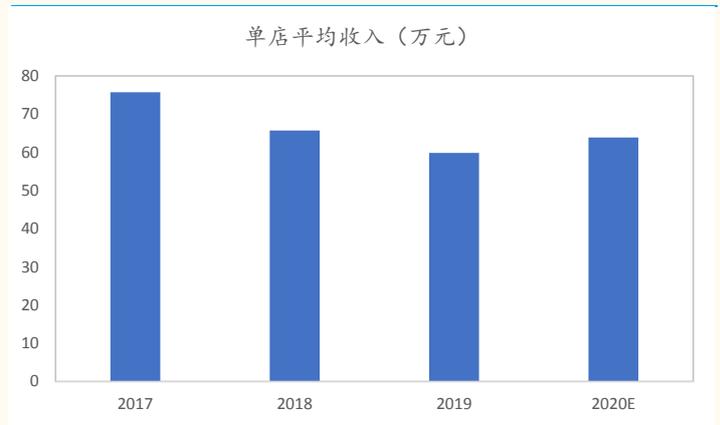
2020年上市后，公司加大对经销商的帮扶力度，经销商士气得到鼓舞。根据公司2020年业绩快报及参考2019年经销商收入占比计算，2020年公司单个经销商收入215万元、单个经销门店收入64万元，两项指标均止跌回升。

图表 35：2020 年公司单个经销商收入止跌回升



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 36：2020 年公司单店收入止跌回升



来源：招股说明书，国金证券研究所

过去几年，由于公司资金有限，公司销售网点建设主要集中于综合店的建设。在国内外建筑陶瓷品牌加速二三线市场拓展，扩大单店面积、提升门店档次、增加网点数量的形式下，未来公司将对现有营销网络进行调整。

- 未来三年，公司通过补贴经销商的方式建设智能化展厅项目，计划三年内建设服务网点150家，其中：精品店55家、旗舰店35家、综合店60家。
- 对于2-3年没有进行重装的店面，强制重装率50%和80%。
- 公司连续多年是天猫和京东“双十一”冠军，通过发展新零售将线上客户引流到线下成交，通过新零售业务支持经销商发展。

消费者当前对瓷砖的需求已经不再是产品，更需要的是空间装修一站式解决方案。通过智能化展厅建设及店面重装后，公司通过卖空间的方式向客户宣传产品理念，并通过“1+N”的模式进行销售。在销售瓷砖的同时，销售卫浴、木地板、涂料、护墙板等硬装商品来提升客单值。我们以深圳福田区某陶瓷品牌店面为例，通过店面重装，客单量和客单值明显提高，销售业绩提升50%。

- 公司在黑龙江、吉林、甘肃、内蒙、宁夏、青海、新疆、西藏的地区渠道建设布局，加大空白区域的渠道建设力度。在继续开拓一二线市场的同时，进行渠道下沉，开拓三四线市场。

行业内门店数量最多的唯美集团，门店数量8,000多家，而公司的瓷砖门店数量仅有4,000多家，门店数量增长空间大。假设每个门店平均300平米、每平米装修费用1,000元，公司瓷砖门店数量追平唯美集团需要新开约4,000家店，总投入约12亿元。我们认为，上市后公司融资渠道更加畅通，有助于公司新增门店开设。假设新开门店单店收入维持在2020年的64万元，新开4,000家新门店对应新增营业收入25.6亿元。

图表 37: 公司募投项目拟建设智能化展厅 150 家

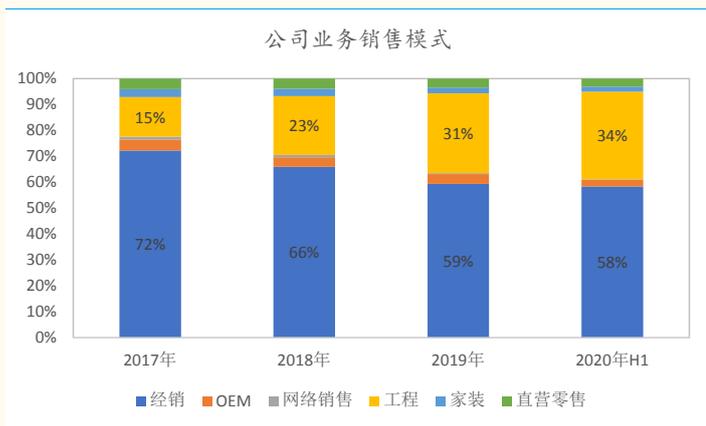
销售网点类型	网点平均面积	特点及所起作用	选址要求	第一年	第二年	第三年
精品店	200平米-400平米	针对中高端经销商进行细分, 走设计师和高档消费者路线, 兼顾产品发布及推广、招商及提升品牌形象等功能	直辖市、省会城市及重点城市。选择在客流量密集路段的两侧、商业核心地带、当地具有较大影响力、中高端的建材市场	30家	15家	10家
旗舰店	大于800平米	品类齐全, 但每个品类间有明显区分, 含品牌文化、产品文化、休闲互动、科技演示、设计咨询、售后服务、电商元素综合模块, 是承载品牌文化、产品文化传播的综合店		20家	10家	5家
综合店	400平米-800平米	主要展示抛光砖、抛釉砖、晶玉瓷、仿古砖等聚焦传品, 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		30家	20家	10家

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

3.3 借助上市契机, 大力发展工程业务

公司整体的销售模式仍以经销为主, 但是最近三年来, 借助全屋装修趋势, 公司直销占比大幅增长。2019 年公司直销收入占比 41%, 较 2017 年增加 13 个百分点, 工程业务收入从 10 亿元增长 21 亿元。通过与大型房地产商进行战略合作, 公司成立了战略工程部, 带来 B 端业务的快速放量。

图表 38: 公司发展以经销为主的业务模式



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

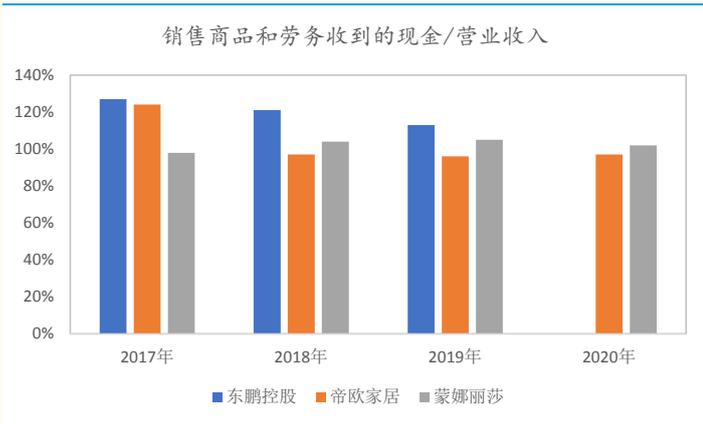
图表 39: 公司工程业务收入大幅增长



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

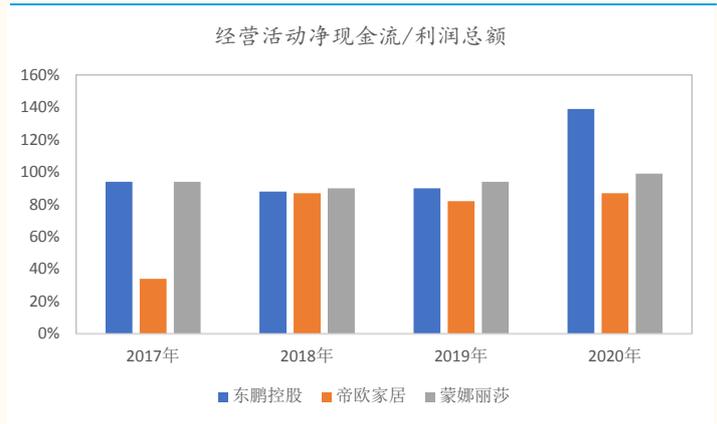
工程业务的快速增长会带来应收账款增加的风险和现金流下降的情况。虽然公司在大力推动工程业务, 但是业务发展前提以确保资金安全为前提, 因此, 公司有选择性的选择优质的战略工程项目。2020 年公司经营活动产生的净现金流与利润的比例为 139%, 远高于可比上市公司。由于公司 2020 年业绩快报未披露销售商品和劳务收到的现金金额, 我们以 2019 年的数据进行对比, 公司 2019 年销售商品和劳务收到的现金与营业收入比例 113%, 高于同业可比公司。

图表 40: 公司营业收入中含现金比例高



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 41: 公司利润中含现金比例高



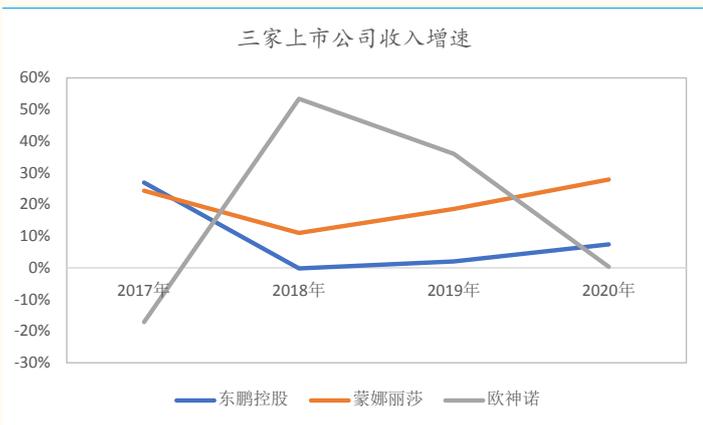
来源: Wind, 国金证券研究所

除了地产客户(大 B)外,公司的工程业务主要发展的是优质战略工程(小 B),重点开拓企业总部、市政工程、总包、商业连锁等项目,如:港珠澳大桥、北京大兴机场、雄安高铁站、汽车 4S 店和连锁酒店等,这些工程的利润率高,现金流更有保证。公司 2017 年工程业务毛利率 47.78%,由于公司工程业务毛利率逐年下滑,预计公司 2016 年工程业务毛利率高于 47.78%,高于蒙娜丽莎的工程业务(2016 年毛利率 38.07%)。

从过去三年瓷砖品牌在地产企业首选率看, IPO 上市后的蒙娜丽莎和欧神诺(被帝欧家居收购)的首选率有快速的提升,而公司的首选率出现下降。蒙娜丽莎和欧神诺在上市后,通过大力发展工程业务,2018-2019 年实现了收入和利润的快速提升,而公司的业绩表现明显逊色于这两家公司。未来公司将借助于 IPO 上市的大好机遇,通过扩产来进一步做大优质地产客户业务,实现工程业务的快速增长。

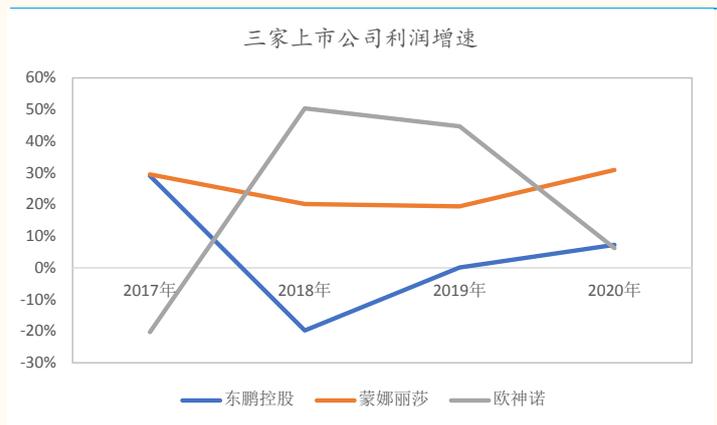
由于公司的经销商分布广泛,能够在当地第一时间获得区域内的工程信息,并利用经销商的门店完成产品展示及为客户提供贴身服务。未来公司也会借助于零售渠道的优势大力发展小 B 端业务,实现真正的双轮驱动。

图表 42: 2018-2019 年公司收入增速低于可比公司



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 43: 2018-2019 年公司利润增速低于可比公司



来源: Wind, 国金证券研究所

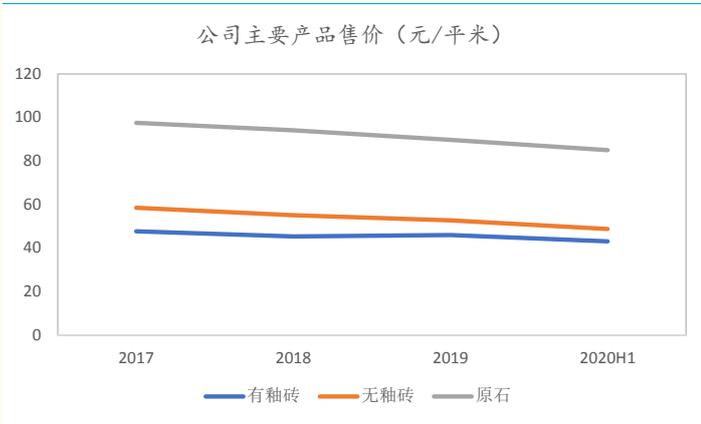
3.4 销售战略调整, 加大新产品推广

由于行业竞争激烈,公司采取了降价的方式来扩大销售规模。2017-2019 年,公司有釉砖售价从 47.59 元/平米下降至 45.97 元/平米,无釉砖售价从 58.45 元/平米下降至 52.65 元/平米。

随着消费者对于建筑陶瓷产品的需求升级，在绿色化、功能化、时尚化方面都提出更高的要求，毛利率更高的高值产品开始流行。2019年开始，公司加大研发费用投入，加强研发具有健康功能的新产品，对功能瓷砖在空间应用范围进行产品升级。同时，公司结合在行业中的多年销售经验，依托渠道网络优势，使得新产品获得快速推广。2019年，公司推出单价高且具有空气净化功能的有釉砖新产品，有釉砖产品单价有所提升。无釉砖方面，公司推出中高端产品“原石”系列，该产品的单价和毛利率远高于公司其他产品。

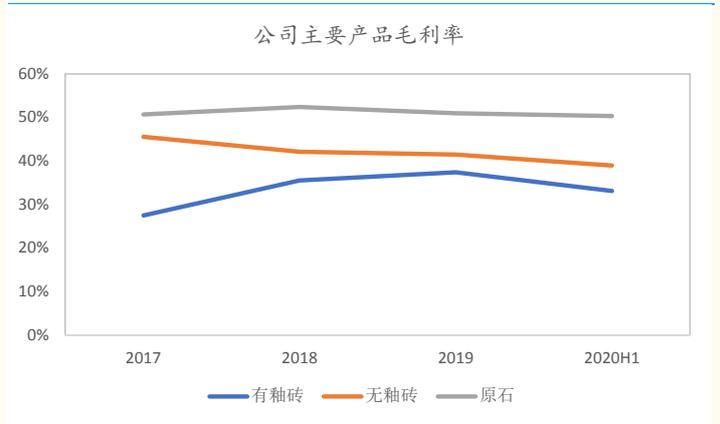
公司在2020年下半年业绩明显的原因之一是新产品和高值产品的份额提升，加大对于长方形规格的瓷砖（600×1200，750×1500，900×1800）、功能瓷砖（抗菌瓷砖、降甲醛瓷砖）、原石系列等的生产和营销。高值产品占比提升有利于提升整体的毛利率和客单值。对于高端系列产品，公司为其设立专门的推广及包装方案，设置专管人员，打造高端产品品牌。此外，公司未来新增的生产线将主要用于生产当前流行的中板、大板以及岩板等大规格产品。

图表 44：2017-2019 年公司产品售价回落



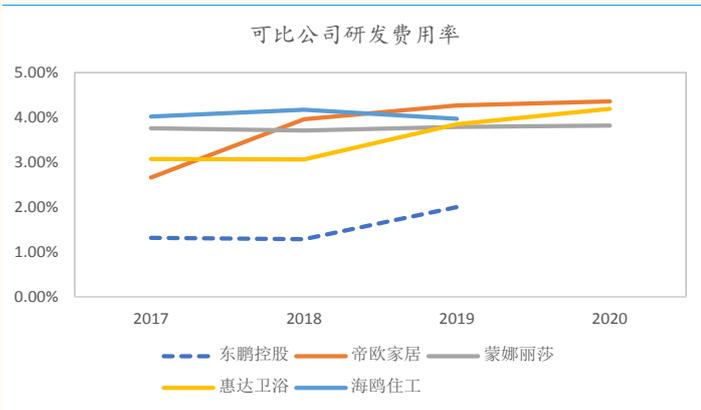
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 45：2017-2019 年公司产品售毛利率回落



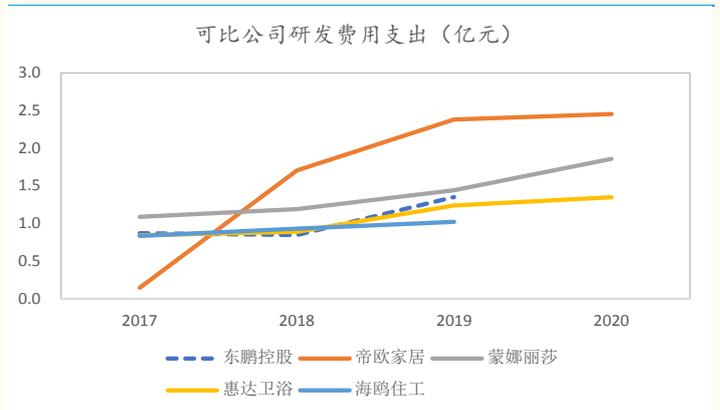
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 46：公司研发费用率低于可比公司



来源：Wind，国金证券研究所

图表 47：公司研发投入处于行业平均水平



来源：Wind，国金证券研究所

3.5 募投项目扩充产能，共享仓降维打击

2019年8月13日，公司投资17.06亿元在山西垣曲县建设4条智能瓷砖生产线，年产能3,870万平方米；2020年10月，公司IPO募投项目中有五个项目与扩产有关；2021年1月6日，公司投资50.8亿元在江西丰城市建设9条智能岩板生产线和260万件智能整装卫浴项目建设。此外，公司重庆基地有1800亩土地，目前仅建设了2条线，未来还有10条产线空间。

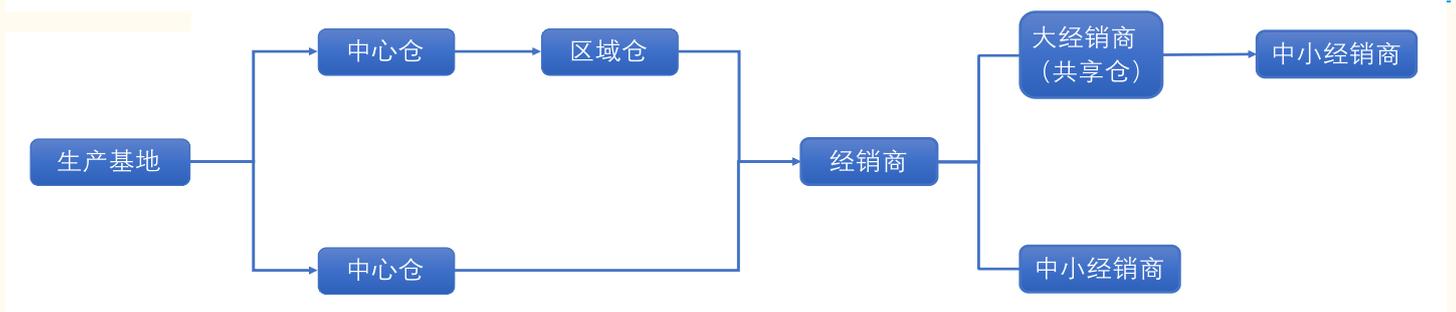
图表 48：IPO 募投项目主要用于扩充产能

项目名称	投资总额（亿元）	实施主体	主要内容	产能
年产315万平方米新型环保生态石板材改造项目	18,626	湖口东鹏	扩充3条新型环保生态石板材生产线	315万平方米
扩建4条陶瓷生产线项目	60,000	丰城东鹏	包括：瓷片生产线2条、仿古砖生产线1条、全抛釉生产线1条	2190万平方米
澧县新鹏陶瓷有限公司二期扩建项目	66,218	澧县东鹏	新建4条高档仿古瓷砖生产线	1560万平方米高档仿古瓷砖
年产160万件节水型卫生洁具生产线建设项目	34,000	江西东鹏	新建160万件节水型卫生洁具生产线	160万件节水型卫生洁具
年产260万件节水型卫生洁具及100万件五金龙头建设项目	94,248	江江东鹏	新建年产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、100万件五金龙头

来源：招股说明书，国金证券研究所

随着公司产能规模的扩大和全国化布局，公司领先的物流和仓储网络将会进一步发挥优势。公司在全国拥有 13 个中心仓和 6 个销售仓，建立了独特的共享仓模式。共享仓模式下，除了生产基地周边设立仓库之外，还会对主要经销商的仓库进行共享，辐射中小经销商。对于主要经销商而言，这种模式可以提高货品周转率，批量采购可以带来自身成本的下降；对于中小经销商而言，依托共享仓的庞大库存，降物流成本的同时 SKU 更加丰富，增强市场竞争力。

图表 49：共享仓模式增强经销商竞争力



来源：招股说明书，国金证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

■ 核心假设

- 1) 随着公司产能的扩张及加大三四线城市渠道下沉，预计公司 20-22 年有釉砖和无釉砖的销量增速 10%/25%/25%；随着公司产品结构调整和加大研发投入，预计公司 20-22 年有釉砖和无釉砖的价格增速 0%/1%/1%。
- 2) 随着公司产能的扩张及公司推行的“1+N”战略，瓷砖和卫浴产品有望进一步协同，预计公司 20-22 年卫生陶瓷和卫浴产品的销量增速 10%/25%/25%；随着公司产品结构调整和加大研发投入，预计公司 20-22 年卫生陶瓷和卫浴产品的价格增速 0%/1%/1%。
- 3) 随着公司加强成本管控及对生产配方调整，原材料砂泥采购价格有望下降，同时随着产能的扩张，公司通过 OEM 形式对产能进行补充，外协成本有望进一步下降，预计 20-22 年陶瓷产品的单位成本变动-2%/-1%/0%，预计 20-22 年洁具产品的单位成本变动-1%/-1%/0%。

图表 50：未来三年公司主要产品价格和销量假设

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
有釉砖收入（万元）	336,793.00	355,566.07	404,470.70	444,917.77	561,708.68	709,157.21
单价（元/平方米）	47.59	45.24	45.97	45.97	46.43	46.89
价格倍数				1	1.01	1.01
面积（万平方米）	7,076.48	7,859.65	8,798.25	9,678.08	12,097.59	15,121.99
销量倍数				1.1	1.25	1.25
无釉砖收入（万元）	207,321.31	179,184.57	151,370.83	166,507.91	210,216.24	265,398.00
单价（元/平方米）	58.45	55.08	52.65	52.65	53.18	53.71
价格倍数				1	1.01	1.01
面积（万平方米）	3,547.16	3,253.42	2,874.77	3,162.25	3,952.81	4,941.01
销量倍数				1.1	1.25	1.25
卫生陶瓷收入（万元）	64,787.01	71,324.75	64,842.63	71,326.89	90,050.20	113,688.38
单价（元/件）	282.44	294.42	285.49	285.49	288.34	291.23
价格倍数				1	1.01	1.01
数量（万件）	229.39	242.26	227.13	249.84	312.30	390.38
销量倍数				1.1	1.25	1.25
卫浴产品收入（万元）	39,736.71	40,140.96	38,479.43	42,327.37	53,438.31	67,465.86
单价（元/件）	144.41	147.15	124.14	124.14	125.38	126.64
价格倍数				1	1.01	1.01
数量（万件）	275.17	272.79	309.97	340.97	426.21	532.76
销量倍数				1.1	1.25	1.25
瓷砖毛利率	40.53%	37.70%	38.49%	39.43%	40.35%	40.83%
洁具毛利率	20.88%	21.24%	21.83%	22.69%	23.97%	25.23%

来源：公司年报，国金证券研究所

4.2 投资建议与估值

公司的主要产品为瓷砖，行业中产品为瓷砖的公司包括：蒙娜丽莎、帝欧家居；由于公司 80% 的客户以 C+ 小 B 业务为主，我们选取客户结构以 C 端为主的伟星新材、坚朗五金作为可比公司。以上四家公司 21-22 年市盈率均值为 26X/20X。

预计公司 20-22 年 EPS 0.73 /1.00 /1.31 元。由于公司刚上市，未来两年将借助资本市场实现快速增长，公司估值有望达到行业平均水平，给予公司 21 年 26X 估值。我们采用市盈率相对估值法，按照公司 21 年 EPS 1.00 元，给予公司未来 6-12 个月 26 元的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 51：可比公司估值情况

证券简称	收盘价	每股收益（元）					市盈率（倍）				
		2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
伟星新材	22.85	0.75	0.63	0.80	0.86	0.97	30	36	29	27	24
蒙娜丽莎	38.22	1.53	1.08	1.40	1.85	2.38	25	35	27	21	16
帝欧家居	19.46	1.01	1.49	1.45	2.02	2.54	19	13	13	10	8
坚朗五金	172.65	0.54	1.39	2.54	3.67	5.00	320	124	68	47	35
		均值					99	52	34	26	20
东鹏控股	20.12	0.77	0.77	0.73	1.00	1.31	26	26	28	20	15

来源：Wind，国金证券研究所

5. 风险提示

- 房地产行业下行风险：建筑陶瓷和洁具产品主要应用于房地产领域，地产行业政策调控会导致行业陷入低迷，对公司产品销售和回款产生不利影响。
- 行业竞争加剧风险：建筑陶瓷行业准入门槛低，行业竞争激烈，企业之间产品差异小，行业竞争格局加剧会对公司售价和销量产生影响。
- 环保风险：建筑陶瓷属于高耗能行业，环保政策趋严会对导致公司环保投入增加。
- 原材料成本上涨：公司瓷砖产品中，材料和能源成本占比超过 40%，原材料价格的上涨会导致公司成本增加风险。
- 疫情反复风险：公司客户结构以 C 和小 B 为主，疫情反复可能导致下游装修装饰活动减弱，进而影响对瓷砖和洁具需求。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	6,632	6,619	6,752	7,251	9,154	11,557	货币资金	1,615	1,490	2,166	2,236	2,422	2,663
增长率		-0.2%	2.0%	7.4%	26.3%	26.3%	应收账款	839	1,049	1,464	1,577	1,858	2,177
主营业务成本	-4,164	-4,320	-4,342	-4,648	-5,762	-7,187	存货	1,025	1,331	1,340	1,442	1,818	2,287
%销售收入	62.8%	65.3%	64.3%	64.1%	62.9%	62.2%	其他流动资产	237	239	294	279	295	316
毛利	2,468	2,299	2,410	2,603	3,392	4,370	流动资产	3,716	4,109	5,264	5,533	6,393	7,444
%销售收入	37.2%	34.7%	35.7%	35.9%	37.1%	37.8%	%总资产	55.7%	53.1%	53.4%	50.9%	51.1%	51.6%
营业税金及附加	-77	-61	-66	-71	-89	-112	长期投资	60	58	70	70	70	70
%销售收入	1.2%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	2,171	2,688	3,620	4,062	4,644	5,345
销售费用	-891	-964	-934	-1,003	-1,266	-1,598	%总资产	32.6%	34.8%	36.7%	37.4%	37.1%	37.0%
%销售收入	13.4%	14.6%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%	无形资产	589	691	741	936	1,122	1,302
管理费用	-303	-346	-360	-435	-549	-693	非流动资产	2,952	3,623	4,601	5,339	6,107	6,988
%销售收入	4.6%	5.2%	5.3%	6.0%	6.0%	6.0%	%总资产	44.3%	46.9%	46.6%	49.1%	48.9%	48.4%
研发费用	-87	-85	-135	-155	-196	-247	资产总计	6,668	7,732	9,865	10,872	12,500	14,432
%销售收入	1.3%	1.3%	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%	短期借款	33	248	5	444	555	965
息税前利润 (EBIT)	1,110	844	915	939	1,292	1,719	应付款项	2,419	2,666	3,749	3,569	4,300	4,710
%销售收入	16.7%	12.8%	13.6%	13.0%	14.1%	14.9%	其他流动负债	416	373	286	361	446	549
财务费用	-7	2	8	-2	-13	-22	流动负债	2,869	3,287	4,039	4,374	5,301	6,224
%销售收入	0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	长期贷款	0	0	486	486	486	486
资产减值损失	43	30	33	3	15	5	其他长期负债	25	62	153	153	153	153
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	2,894	3,349	4,678	5,013	5,940	6,863
投资收益	27	12	24	20	20	20	普通股股东权益	3,771	4,376	5,170	5,844	6,546	7,557
%税前利润	2.4%	1.3%	2.5%	2.1%	1.5%	1.2%	其中：股本	1,030	1,030	1,030	1,044	1,044	1,044
营业利润	1,132	920	947	960	1,314	1,722	未分配利润	1,553	2,077	2,866	3,380	4,082	5,092
营业利润率	17.1%	13.9%	14.0%	13.2%	14.4%	14.9%	少数股东权益	3	7	17	16	14	12
营业外收支	-3	2	7	5	5	5	负债股东权益合计	6,668	7,732	9,865	10,872	12,500	14,432
税前利润	1,129	922	954	965	1,319	1,727	比率分析						
利润率	17.0%	13.9%	14.1%	13.3%	14.4%	14.9%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-139	-130	-161	-110	-150	-196	每股指标						
所得税率	12.3%	14.1%	16.9%	11.4%	11.4%	11.4%	每股收益	0.961	0.771	0.771	0.730	0.998	1.306
净利润	989	792	793	855	1,169	1,530	每股净资产	3.661	4.248	5.019	4.982	5.581	6.442
少数股东损益	-1	-2	-2	-1	-2	-2	每股经营现金净流	1.315	0.603	0.817	0.850	1.712	1.728
归属于母公司的净利润	990	794	794	856	1,170	1,532	每股股利	0.180	0.000	0.000	0.328	0.448	0.500
净利率	14.9%	12.0%	11.8%	11.8%	12.8%	13.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	26.25%	18.14%	15.36%	14.65%	17.88%	20.28%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	14.84%	10.27%	8.05%	7.88%	9.36%	10.62%
净利润	989	792	793	855	1,169	1,530	投入资本收益率	25.53%	15.64%	13.38%	12.25%	15.06%	16.88%
少数股东损益	-1	-2	-2	-1	-2	-2	增长率						
非现金支出	184	246	306	376	427	519	主营业务收入增长率	26.92%	-0.19%	2.00%	7.39%	26.25%	26.25%
非经营收益	-53	-52	-1	-42	34	47	EBIT 增长率	32.85%	-23.98%	8.43%	2.64%	37.54%	33.04%
营运资金变动	234	-364	-256	-302	158	-291	净利润增长率	29.07%	-19.82%	0.09%	7.80%	36.68%	30.93%
经营活动现金净流	1,354	621	842	888	1,788	1,805	总资产增长率	27.00%	15.95%	27.59%	10.21%	14.97%	15.46%
资本开支	-816	-911	-1,034	-1,050	-1,205	-1,400	资产管理能力						
投资	-49	61	-32	0	0	0	应收账款周转天数	31.6	41.0	49.7	52.0	54.0	56.0
其他	57	13	18	20	20	20	存货周转天数	87.6	99.5	112.3	113.0	114.0	115.0
投资活动现金净流	-807	-836	-1,048	-1,030	-1,185	-1,380	应付账款周转天数	105.8	114.3	116.7	125.0	116.7	100.0
股权募资	291	0	13	160	0	0	固定资产周转天数	103.3	137.5	180.0	174.8	149.6	131.2
债权募资	-7	230	443	439	111	410	偿债能力						
其他	-346	-199	-26	-387	-527	-594	净负债/股东权益	-41.91%	-28.34%	-32.28%	-22.27%	-21.05%	-16.01%
筹资活动现金净流	-62	30	431	212	-416	-184	EBIT 利息保障倍数	166.3	-490.8	-113.4	424.1	97.1	78.5
现金净流量	485	-185	225	70	187	241	资产负债率	43.40%	43.32%	47.42%	46.11%	47.52%	47.56%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	8	16	25	33
增持	0	1	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.11	1.11	1.07	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402