

## 东鹏控股 (003012.SZ) 深耕 C 端+小 B 市场，多元化渠道发力

2021 年 04 月 23 日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

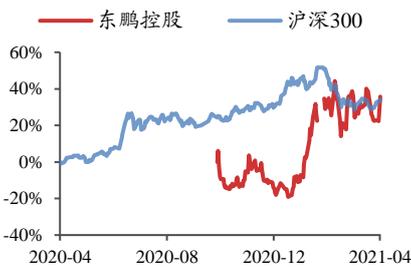
吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

日期	2021/4/23
当前股价(元)	22.18
一年最高最低(元)	24.20/12.97
总市值(亿元)	260.17
流通市值(亿元)	31.72
总股本(亿股)	11.73
流通股本(亿股)	1.43
近 3 个月换手率(%)	322.47

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

● **瓷砖行业龙头，战略调整后业绩有望迎来拐点，首次覆盖给予“买入”评级**  
东鹏控股是瓷砖行业领军企业，2015-2020 年公司营业收入 CAGR 达 11.9%，归母净利润 CAGR 达 4.1%，业绩持续稳定增长，伴随公司战略进行调整，未来发力“大 C 端+优质大 B 工程”，公司业绩有望迎来拐点。我们预测公司 2021-2023 年归母净利润为 11.17/14.19/17.60 亿元，对应 EPS 为 0.95/1.21/1.50 元，当前股价对应 PE 分别为 23.3/18.3/14.8 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● **行业“大行业小企业”特征明显，未来集中度提升空间大**

(1) 2019 年我国规模以上建筑陶瓷企业销售额达到 3878 亿元，2014-2019 年，瓷砖行业规模以上企业营业收入 CAGR 为-2.49%，行业已步入成熟期，市场规模整体增速放缓。(2) 目前瓷砖行业格局分散，具有“大行业小企业”的特征，伴随环保政策趋严，瓷砖行业去产能，中小企业加快退出，龙头公司在全国进行产能布局以及销售网络搭建，凭借渠道、产品、品牌力在 C+小 B 端市场抢占份额，同时，凭借规模优势积累优质大 B 客户，龙头优势更加显著，未来行业市场集中度有望进一步提升。

● **产品高端化、渠道全面发力、产能全国布局构筑公司核心竞争力**

(1) 产品优势: 公司对新产品研发能力、产能先进性、新产品推广能力及品牌知名度均有较高要求。(2) 渠道优势: 零售渠道方面，销售网络具有广度和深度，截至 2020 年 6 月 30 日，公司经销商数量达到 2079 家，经销商门店数量 6724 家，同时，公司通过共享仓的方式赋能中小经销商、布局三四线城市，推进门店数量进一步增长。工程渠道方面，公司与实力雄厚的优质地产公司达成战略合作，客户结构优化降低了公司经营风险，提高公司现金流水平。(3) 产能优势: 公司在广东、江西、湖南、重庆、山东均有产能布局，产能辐射面大，具有规模优势。已投产、在建以及拟建瓷砖产能合计达到 22085 万平，洁具产能合计达到 1615 万件。公司凭借三大核心优势，在管理层战略调整下有望进一步提升业绩水平。

● **风险提示:** 原材料价格波动风险; 市场竞争加剧风险; 公司产能不及预期风险

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,752	7,158	9,214	11,649	14,351
YOY(%)	2.0	6.0	28.7	26.4	23.2
归母净利润(百万元)	794	852	1,117	1,419	1,760
YOY(%)	0.1	7.2	31.2	27.0	24.0
毛利率(%)	35.7	32.4	33.3	33.5	33.7
净利率(%)	11.8	11.9	12.1	12.2	12.3
ROE(%)	15.3	11.3	13.5	14.8	15.7
EPS(摊薄/元)	0.68	0.73	0.95	1.21	1.50
P/E(倍)	32.8	30.5	23.3	18.3	14.8
P/B(倍)	5.0	3.5	3.1	2.7	2.3

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 东鹏控股：国内瓷砖行业龙头企业 .....	4
1.1、 发展历程：深耕瓷砖洁具行业数十载，跃居行业龙头 .....	4
1.2、 瓷砖业务是公司主要收入来源，经销渠道占比较高 .....	5
1.3、 经营战略调整后公司业绩实现反转，盈利能力处于行业前列 .....	7
2、 龙头公司 C 端、B 端优势显著，行业集中度加速提升 .....	9
2.1、 瓷砖行业规模接近 4000 亿，“大行业小企业”特征明显，未来集中度提升空间大 .....	9
2.2、 渠道、产品、品牌力成为 C+小 B 端竞争关键，大 B 增长迅速，龙头公司凭借规模优势强者恒强 .....	11
3、 核心竞争力：产品迈向高端，渠道多元化布局 .....	14
3.1、 产品：定位中高端，持续更新迭代 .....	14
3.2、 经销渠道：全国化布局，具备广度和深度 .....	16
3.2.1、 销售网络遍布全国，经销门店数量行业领先 .....	16
3.2.2、 销售渠道下沉，经销扁平化进一步发挥零售端优势。 .....	17
3.2.3、 门店升级，单店收入提升 .....	18
3.2.4、 经销中小微工程业务：多渠道运营，积极拓展小 B 端市场 .....	20
3.3、 直销渠道：顺应行业趋势，发展优质大 B 工程客户 .....	21
3.4、 产能全国化布局推动运输成本降低，规模效应显著 .....	22
4、 盈利预测与投资建议 .....	24
4.1、 关键假设 .....	24
4.2、 盈利预测与估值 .....	24
5、 风险提示 .....	25
附：财务预测摘要 .....	26

## 图表目录

图 1： 东鹏控股深耕瓷砖洁具行业数十载，跃居行业龙头 .....	4
图 2： 公司股权架构稳定 .....	5
图 3： 有釉砖收入占比不断提升 .....	7
图 4： 有釉砖保持优势（左轴为收入，单位：亿元） .....	7
图 5： 公司大宗业务占比稳步提升 .....	7
图 6： 经销增速放缓，大宗快速放量（单位：亿元） .....	7
图 7： 2020 年公司收入恢复增长 .....	8
图 8： 2015-2020 年公司归母净利润稳定增长 .....	8
图 9： 公司销售净利率趋缓，毛利率稳定 .....	9
图 10： 公司净利率处于行业可比公司前列 .....	9
图 11： 公司期间费用率上行 .....	9
图 12： 2019 年规模以上建筑卫生陶瓷企业销售额接近 4000 亿元 .....	10
图 13： 3 家龙头公司市占率合计提升较快 .....	11
图 14： 规模以上建筑卫生陶瓷企业数量逐渐减少 .....	11
图 15： 环保政策升级，瓷砖行业进行去产能 .....	11
图 16： 东鹏控股经销商数量高于行业内其他公司 .....	12
图 17： 2020H1 东鹏控股经销门店数量领先于竞争对手 .....	12
图 18： 东鹏控股、欧神诺、蒙娜丽莎入选陶瓷网十大品牌 .....	12

图 19: 3 家上市瓷砖公司 2019 年研发投入已超 1 亿元.....	13
图 20: 3 家上市公司 2019、2020 年投入大量研发人员.....	13
图 21: 2015-2019 精装房开盘套数 CAGR 达到 131.71% .....	13
图 22: 我国精装修商品住宅渗透率提升快速提升.....	13
图 23: 瓷砖精装房配置率超过 99% .....	14
图 24: 公司产品更新迭代较快 .....	15
图 25: 公司主要产品毛利率维持稳定 .....	15
图 26: 东鹏控股专利数量行业领先 .....	16
图 27: 公司以经销为主, 经销收入占比在 60%左右 .....	17
图 28: 公司经销占比高于竞争对手 .....	17
图 29: 公司经销商门店数量 CAGR 达到 2.24% .....	17
图 30: 公司经销商数量保持稳定增长 .....	17
图 31: 公司二级经销商扩张迅速 .....	18
图 32: 2017-2020H1 公司二级经销商收入呈上升趋势 .....	18
图 33: 公司单店收入有所下滑 .....	19
图 34: 东鹏控股收现比高于可比公司 .....	20
图 35: 工程业务收入增长迅速 .....	21
图 36: 直销业务中工程业务占比提升 .....	21
图 37: 前五大客户占比低于蒙娜丽莎 .....	22
图 38: 资产负债率低于行业平均水平 .....	22
图 39: 经营现金流高于同行业公司 (单位: 亿元) .....	22
图 40: 2020H1 瓷砖和洁具单位运输成本有所下降.....	24
表 1: 公司瓷砖、洁具产品具体包括的产品种类.....	6
表 2: 东鹏控股在研发、生产、品牌、渠道方面的高要求.....	14
表 3: 公司 2020 年获得的主要荣誉及资质.....	16
表 4: 建设智能化展厅项目, 提升门店档次.....	20
表 5: 产能稳步扩张, 产线全国化布局 .....	23
表 6: 新增卫生洁具产线缓解产能不足 .....	23
表 7: 公司当前估值高于行业平均水平, 东鹏控股作为行业龙头, 盈利能力优秀, 有望享受估值溢价 .....	25

## 1、东鹏控股：国内瓷砖行业龙头企业

东鹏控股创立于1972年，是国内瓷砖行业领军企业，致力于成为国内领先的整体家居解决方案提供商，2020年10月19日在深交所挂牌上市。公司主营业务包括生产销售瓷砖、卫浴、木地板、涂料、硅藻泥、集成墙板、辅材和整装家居等产品和服务，能提供装修一站式硬装产品1+N解决方案。

### 1.1、发展历程：深耕瓷砖洁具行业数十载，跃居行业龙头

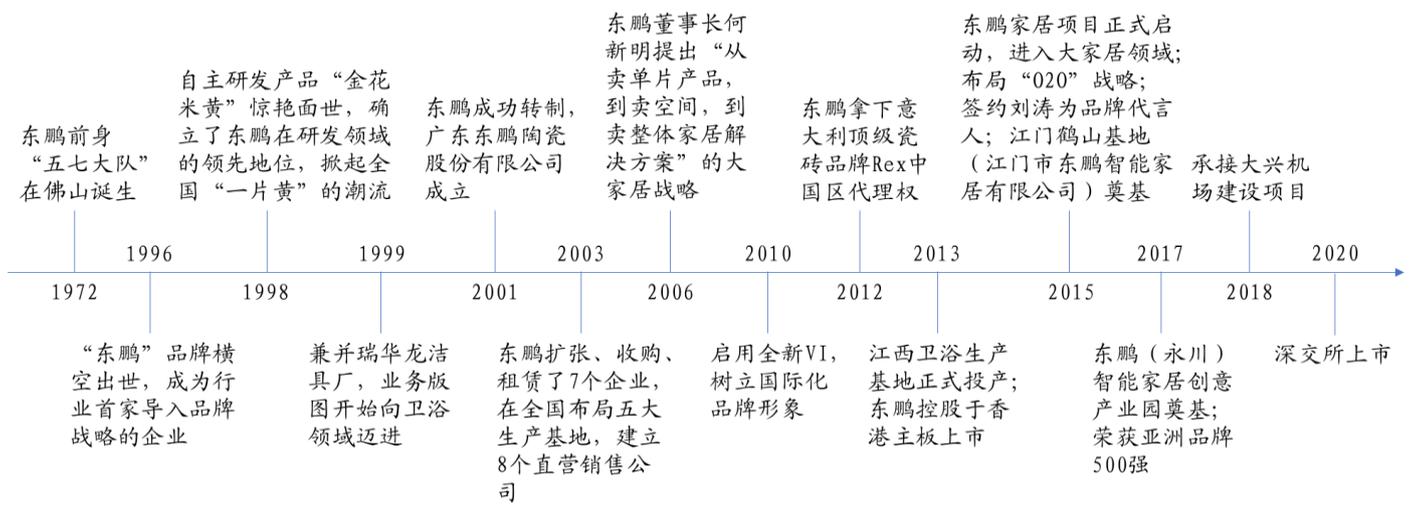
公司发展历程主要可分为三个阶段：

**(1) 起步阶段：**1972年，公司前身“五七大队”诞生。1996年，“东鹏”品牌创立，成为行业首家导入品牌战略的企业。1998年公司产品引领潮流。1999年公司通过兼并向卫浴领域迈进。2001年东鹏控股整体改制设立股份有限公司。2003年，东鹏控股扩张、收购、租赁了7个企业，在全国布局了5大瓷砖生产基地并建立了8个直营销售公司。

**(2) 战略调整阶段：**2006年公司提出大家居战略并在之后年份逐步落地实施。2013年东鹏控股于香港主板上市。2014年，公司整合泛家居产业链，成立东鹏绿色家居，全面开启绿色生产、绿色营销和绿色经营的新里程。2015年初，东鹏家居项目正式启动，东鹏控股正式进入大家居领域。同年2月，公司又布局了“O2O”战略，开启横向品类扩张，进一步响应大家居战略。

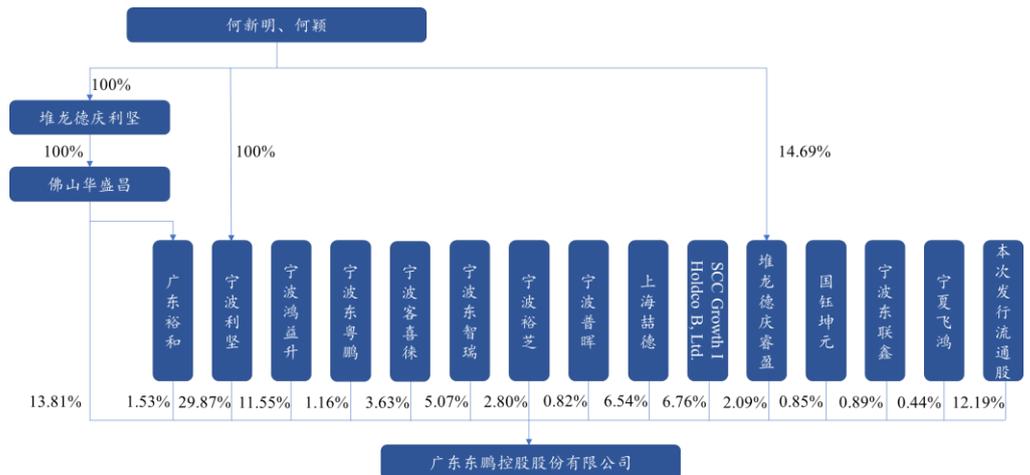
**(3) 持续扩张阶段：**2017年，东鹏控股荣获《大国品牌》企业称号。2019年，公司正式启动东鹏整装家居，踏入整装领域，且与志邦、乐宜嘉、友邦、巴迪斯、江山欧派等品牌达成战略合作。2020年，公司于深交所主板挂牌上市。

图1：东鹏控股深耕瓷砖洁具行业数十载，跃居行业龙头



资料来源：公司官网、开源证券研究所

**公司股权结构稳定。**公司第一大股东为宁波利坚，实际控制人为何新明及其女儿何颖，二人通过宁波利坚、佛山华盛昌、广东裕和间接持有公司51.49%的股份，且分别担任公司董事长、董事，能够对公司董事会、股东大会的决策产生重大影响。且公司总经理、副总经理、董秘等高管均直接或间接持有公司股份。

**图2: 公司股权架构稳定**


资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

## 1.2、瓷砖业务是公司主要收入来源，经销渠道占比较高

公司是国内规模最大的瓷砖、洁具产品专业制造商和品牌商之一。公司主要设计、开发、生产、销售品种繁多的瓷砖产品和洁具产品，此外还生产销售木地板、涂料、硅藻泥、集成墙板、辅材等产品。公司的瓷砖产品包括：有釉砖和无釉砖，其中有釉砖以抛釉砖、仿古砖和瓷片为主，无釉砖以抛光砖为主，除销售自有品牌瓷砖外，公司还在国内代理销售意大利 Rex 等品牌瓷砖，丰富了公司瓷砖产品线的高端品类；公司的洁具产品包括：卫生陶瓷和卫浴产品，其中卫生陶瓷主要包括智能卫浴、座便器、洗手盆、小便器、蹲便器等，卫浴产品包括浴室柜、淋浴房、浴缸、龙头五金等。

**表1: 公司瓷砖、洁具产品具体包括的产品种类**

类别	说明	产品种类	产品例图
瓷砖	抛釉砖，瓷质坯体，表面纹理及颜色通过釉和墨水来实现，纹理及颜色可基本还原素材。表面以高光度为主，辅以部分亚光	公司产品中属此类别的系列包括：云海玉系列、伊朗白玉系列、经典米黄系列、罗马大理石系列、西米黄系列等	
	仿古砖，表面是以亚光为主，有部分产品经过半抛。有瓷质、陶质坯体。表面的釉面工艺丰富，产品表面触感可做得很强。可按需求塑造出不同的空间风格	公司产品中属此类别的系列包括原木系列、尚毯系列、宾利法尼亚系列、雅丝系列、欧洲印象系列等	
	主要用于卫生间、厨房等空间；釉面的烧成温度低，颜色可做得很鲜艳；坯体的吸水率高，易于上墙铺贴	公司产品中属此类别的系列包括啡语系列、冰花玉系列、白云石系列、普罗旺斯系列等	
	抛光砖，瓷质坯体，纹理通过机械设备布粉料来实现；表面高光泽度	公司产品中属此类别的系列如：原石系列、纳福娜系列、亚马逊系列、洞石系列等	
洁具	主要包括智能卫浴、坐便器、洗手盆、小便器、蹲便器等	公司产品中属于此类别的系列包括：卫洗宝、奥斯卡、节水王等系列	
	主要包括浴室柜等	公司产品中属此类别的系列包括：格蕾丝、奥斯卡、洛芙等多个系列	
	主要包括水龙头、花洒、地漏、五金挂件、厨房五金等	公司产品属于此类别的产品如：奥拉、天浴惠普等	
	主要包括淋浴房、浴缸等	公司属于此类别的产品如：天池、晶钻、屏风等	

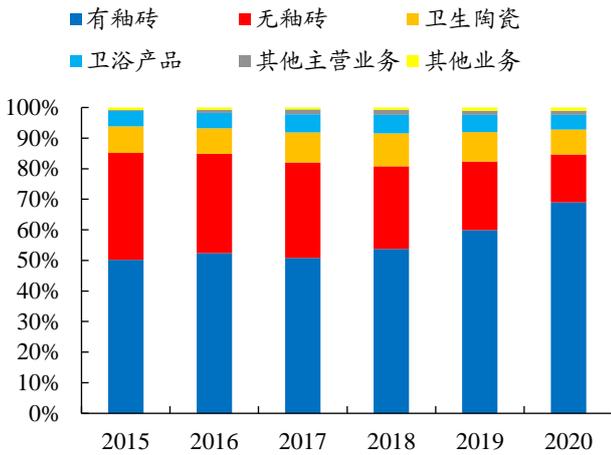
资料来源：招股说明书、开源证券研究所

分品类来看，瓷砖和卫生洁具为公司核心业务，其中有釉砖快速放量。2020H1，公司有釉砖/无釉砖/卫生陶瓷/卫浴产品的收入占比分别为 67.4%/17.7%/9.0%/4.7%。

**(1) 瓷砖业务：**2017-2020 年收入 CAGR 达 3.66%，2020 年收入占比 84.7%，是公司未来重要的收入增长来源。其中，有釉砖收入占比持续上升，是公司的主力产品，与近年来仿古砖和抛釉砖的市场需求增长趋势一致。无釉砖市场需求增速放缓，公司的相关销售收入和收入占比均有所下降。

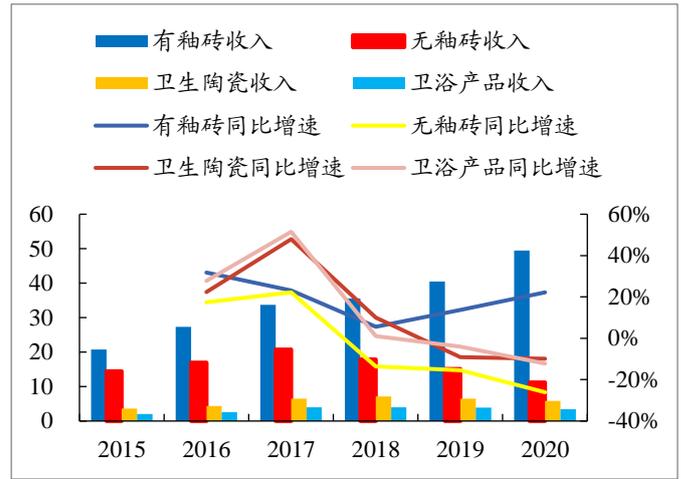
**(2) 卫生洁具业务：**公司销售收入的第二重要来源，2020 年收入占比 12.9%。因市场竞争加剧，2017 年以来卫生洁具业务销售收入有所下滑。

图3: 有釉砖收入占比不断提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图4: 有釉砖保持优势 (左轴为收入, 单位: 亿元)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

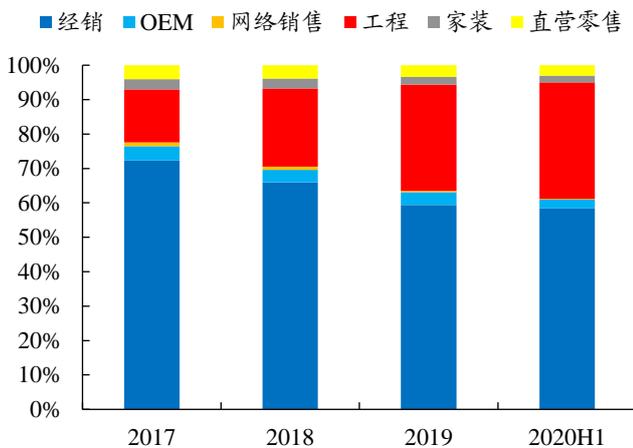
### 分渠道来看, 经销渠道增长放缓, 工程端占比快速提升。

(1) 零售端: 公司主要采取经销模式, 网点覆盖均衡且较为稳定。2020H1, 公司经销渠道销售收入为 15.0 亿元。近年来受公司战略调整影响, 直销模式收入比例上升, 经销模式收入比例由 2017 年的 72.3% 下降至 2020H1 的 58.4%。

(2) 工程端: 大宗业务方面, 公司顺应行业发展趋势, 重点开发房地产企业及家装公司等大型客户, 使得公司工程客户收入 CAGR 在 2017-2019 年间达到 42.6%。2020H1, 在疫情影响下, 公司大宗业务依然维持较快增长, 实现营业收入 8.7 亿元, 占比超三成, 成为公司未来的战略增长点。

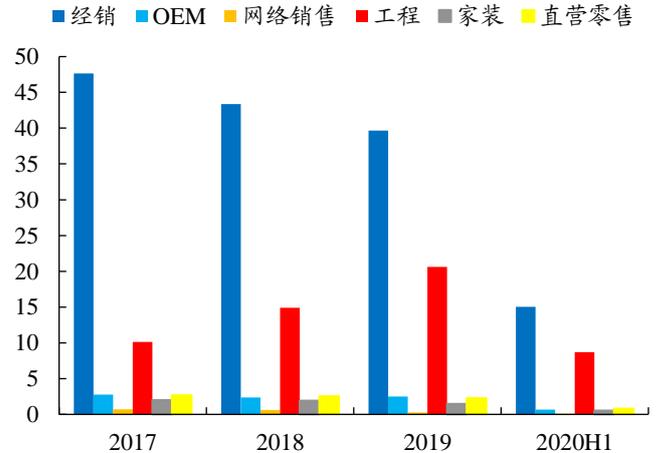
公司未来将继续放大优势, 补齐短板, 走“大 C 端+优质大 B 工程”的战略发展路径。截至 2020 年底, 公司大 C 端业务占比 80%, 其中零售渠道和中小微工程是核心业务, 分别占比 35% 和 30%。优质大 B 战略工程业务占比 20%。

图5: 公司大宗业务占比稳步提升



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

图6: 经销增速放缓, 大宗快速放量 (单位: 亿元)



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

### 1.3、经营战略调整后公司业绩实现反转, 盈利能力处于行业前列

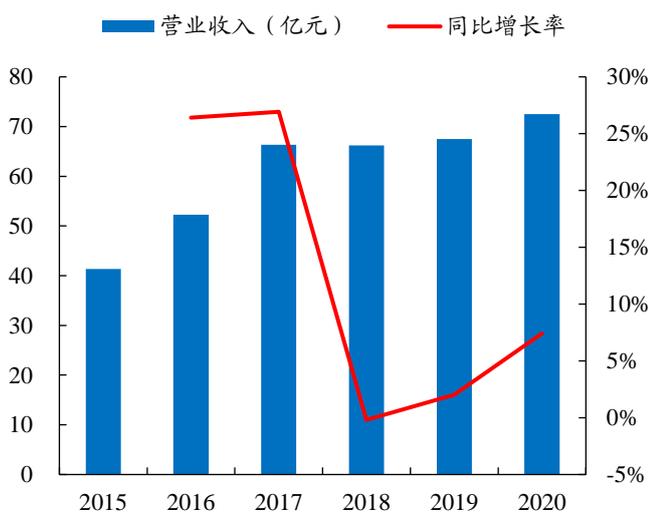
公司收入仍稳健增长，净利润增速有所提升。2015-2020 年公司营业收入 CAGR 达 11.9%，归母净利润 CAGR 达 4.1%。其中，2020 年公司实现营业收入 72.5 亿元，同比增长 7.4%；归母净利润为 8.5 亿元，同比增长 7.2%。

由于经营战略出现偏差，2018、2019 年业绩增速有所下滑。2018、2019 年业绩不及预期主要由于以下策略的实施：（1）“以价换量”策略，降价策略无法真实体现产品的设计能力以及品牌效应产生的附加值，同时较高的运营和物流成本导致厂家降价让利无法准确传导到终端市场。（2）“以销定产”策略，瓷砖行业作为重资产行业，并不适合做转产，转产需要调整磨具，涉及多道加工工序，容易带来生产上的压力，导致成本提升。（3）大规模“反腐”措施一定程度上影响了经销商积极性。（4）重视大 B 业务，零售端是公司核心优势所在，零售业务发展可以保障公司稳定的利润和健康的现金流，虽然做大 B 业务带来了业绩的增量，但忽视零售端业务也导致了毛利率的降低。

管理层进行经营战略调整后效果显著，2020 年业绩实现反转。公司管理层及时调整经营战略，提出发挥公司渠道、产品和品牌优势，继续深耕零售市场，具体实施方面，公司推出以下举措：

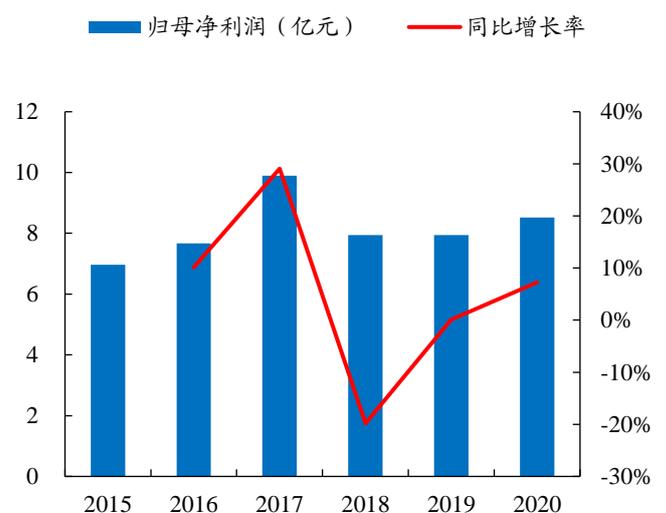
- （1）凭借比较全面的产品生产线，重装门店并打造“1+N”模式，通过瓷砖门店展示卫浴、辅材等产品，提供硬装产品整体空间解决方案，以提升单店产出。
- （2）提升高值产品的比例，提高单店坪效。
- （3）发展信息化技术，实时监控经销商经营数据，提高公司运营效率。
- （4）多渠道运营+扁平化进一步发挥零售端优势。
- （5）推行“包铺贴”模式，提升服务能力。
- （6）推行共享仓制度，降低渠道运输成本，赋能中小经销商。

图7：2020 年公司收入恢复正增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

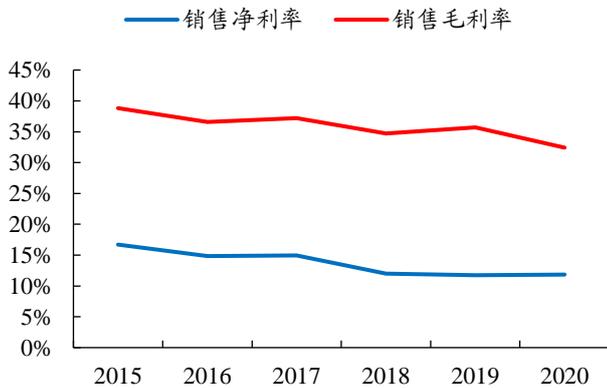
图8：2020 年公司归母净利润恢复正增长



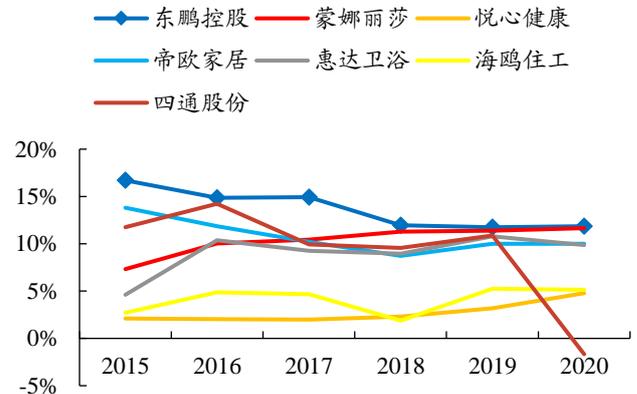
数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司盈利能力处行业前列，毛利率基本维持稳定，销售净利率趋缓。2020 年上

半年，在疫情影响下，公司在年初停工期间对生产线的例行检修使成本增加，且后期为应对市场竞争并扩大销售规模，适度调整了产品售价。但下半年高值产品的份额提升大幅拉高了整体毛利率，使 2020Q3 毛利率与 2019 年持平，达 35.3%。但产线停工拉升了固定开支比例，且疫情下户外广告转化率较低，致使公司费用率上升，净利率下滑至 10.9%，但仍保持在行业前列。

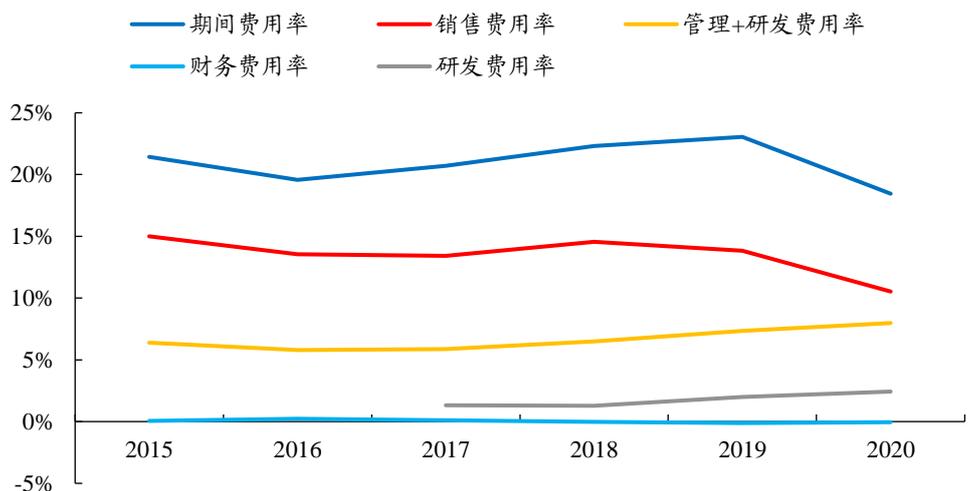
**图9：公司销售净利率趋缓，毛利率稳定**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图10：公司净利率处于行业可比公司前列**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**公司控费能力强，期间费用率保持平稳。**2020 年公司期间费用率为 18.46%，同比减少 2.59pct，主要由于 2020 年公司执行新收入准则，运输费用转计入成本。2020 年公司管理+研发费用率为 7.98%，同比增加 0.64pct，其中管理费用率为 5.55%，同比增加 0.21pct，主要由于仓储租赁成本、设备折旧以及薪酬增加，研发费用为 2.43%，同比增加 0.43pct，主要由于公司加大研发投入。

**图11：公司期间费用率上行**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

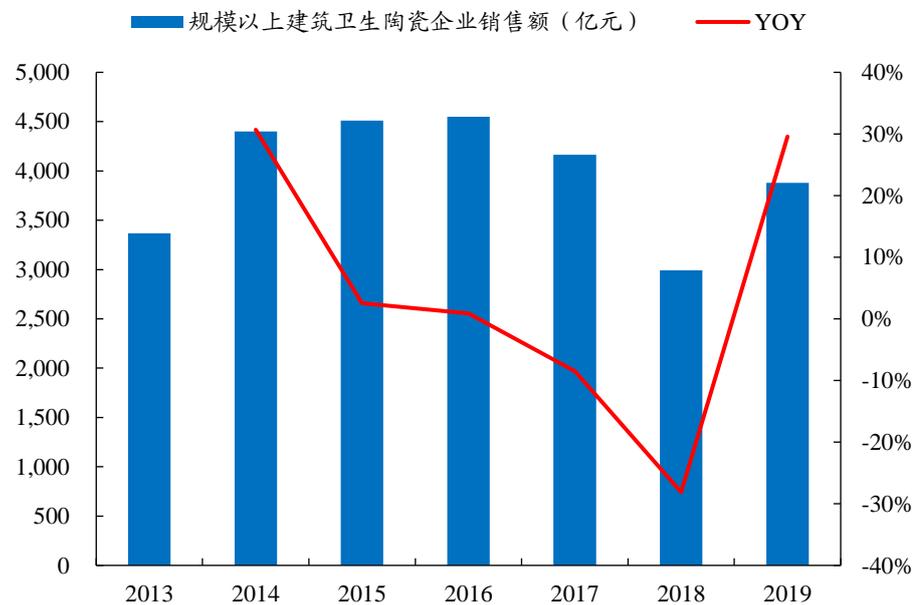
## 2、龙头公司 C 端、B 端优势显著，行业集中度加速提升

### 2.1、瓷砖行业规模接近 4000 亿，“大行业小企业”特征明显，未来集中度提升空间大

瓷砖行业规模接近 4000 亿元，已发展至成熟阶段，市场规模整体增速放缓。根据中国建筑卫生陶瓷协会数据，2019 年我国规模以上建筑陶瓷企业销售额达到 3878 亿元，2014-2019 年，瓷砖行业规模以上企业营业收入 CAGR 为-2.49%，行业已步入成熟期。

瓷砖行业格局分散，具有“大行业小企业”的特征。瓷砖行业消费者需求具有分散化、个性化的特征，中小企业具有一定生存空间，同时各企业产能布局不同，头部公司集中在华南地区，其他区域企业由于运输半径的存在也拥有市场空间，因此，行业内部竞争格局较为分散。2019 年，唯美集团（马可波罗）、东鹏控股、帝欧家居、蒙娜丽莎市占率分别为 3.2%、1.8%、1.6%、1.2%，瓷砖行业 CR4 较低。

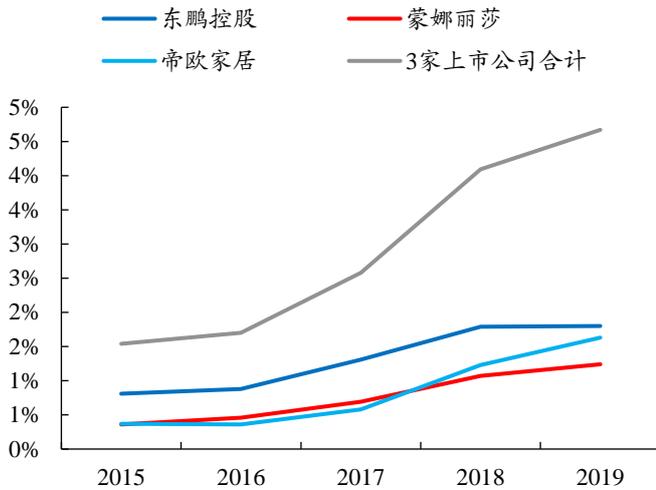
图 12: 2019 年规模以上建筑卫生陶瓷企业销售额接近 4000 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

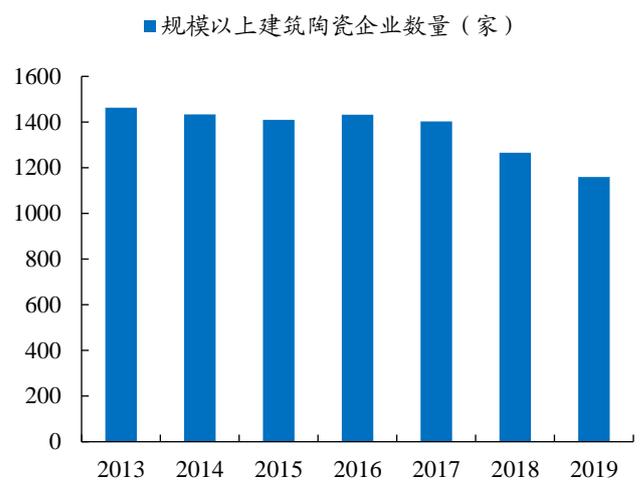
多因素驱动瓷砖行业市场集中度提升，龙头公司市占率有望进一步提高。2015 年东鹏控股、蒙娜丽莎和帝欧家居 3 家龙头公司市占率分别为 0.81%、0.36%和 0.37%，3 家公司市占率合计为 1.54%，2019 年东鹏控股、蒙娜丽莎和帝欧家居市占率分别达到 1.80%、1.24%和 1.63%，3 家龙头公司市占率合计达到 4.67%，2015-2019 年复合增长率达到 31.96%。未来随着环保政策趋严，瓷砖行业去产能，中小企业加快退出，龙头公司在全国进行产能布局以及销售网络搭建，龙头优势有望更加显著。

图13: 3家龙头公司市占率合计提升较快



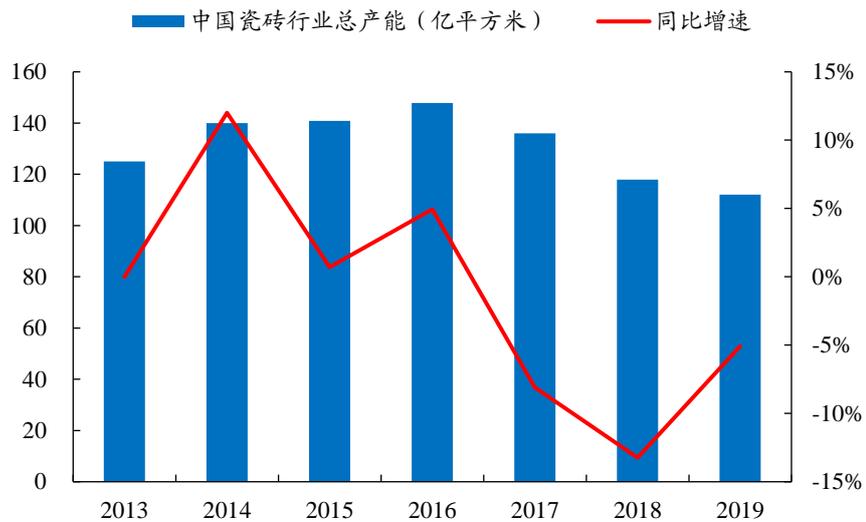
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图14: 规模以上建筑卫生陶瓷企业数量逐渐减少



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图15: 环保政策升级, 瓷砖行业进行去产能

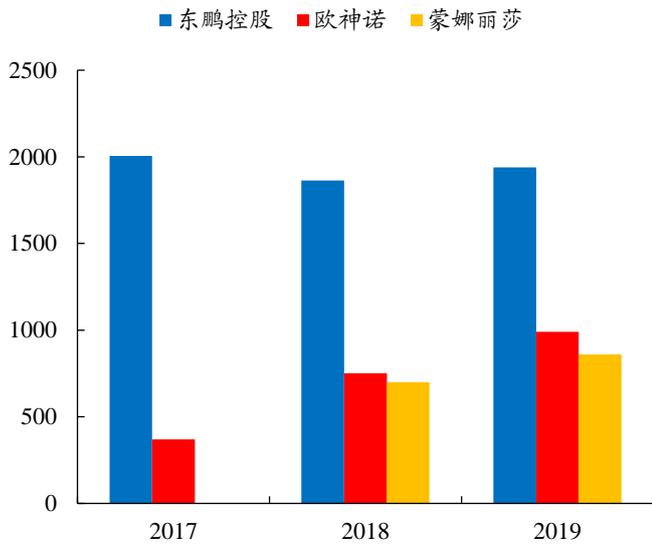


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 2.2、渠道、产品、品牌力成为 C+小 B 端竞争关键, 大 B 增长迅速, 龙头公司凭借规模优势强者恒强

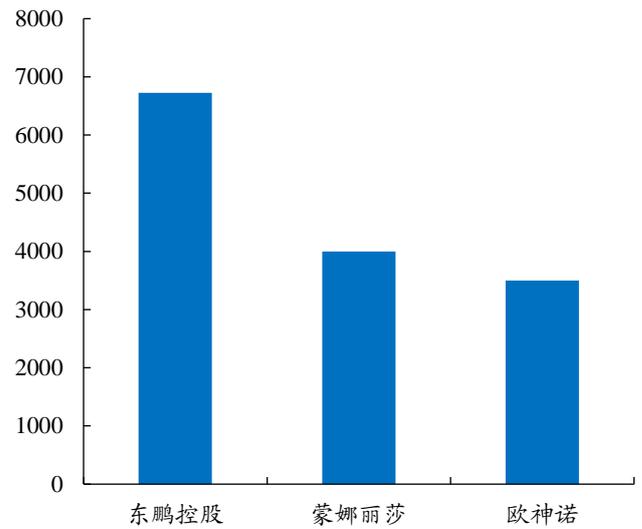
C+小 B 端市场目前格局较为分散, 提升渠道布局广度和深度, 增强产品力以及品牌影响力成为抢占 C+小 B 市场核心。截至 2019 年末, 东鹏控股、蒙娜丽莎、欧神诺 C+小 B 端市场占有率 (按照经销收入口径测算) 分别为 1%、0.6%、0.4%, 市占率合计约为 2%, 龙头公司市占率仍有向上空间。C+小 B 市场竞争中, 渠道布局的广度和深度成为抢占份额的核心, 东鹏控股在经销商数量以及经销门店都远高于同行业其他公司, 在抢占渠道资源方面具有较强优势。

图16: 东鹏控股经销商数量高于行业内其他公司



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图17: 2020H1 东鹏控股经销门店数量领先于竞争对手



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

龙头公司具有品牌影响力，在零售市场依托品牌优势提高市场占有率。东鹏控股、欧神诺、蒙娜丽莎等龙头公司持续进行品牌构建，不断推出质感优良、设计精美的产品以强化消费者对品牌的认知，并多次入选行业内品牌排行榜前十，在消费升级的趋势下，大品牌凭借质优物美的形象更容易获取店门客流，从而门店更容易横向铺设以及纵向下沉，形成正向循环。

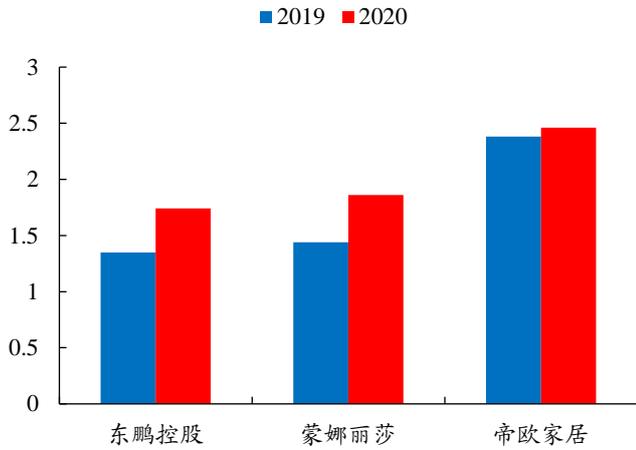
图18: 东鹏控股、欧神诺、蒙娜丽莎入选陶瓷网十大品牌



资料来源: 中华陶瓷网

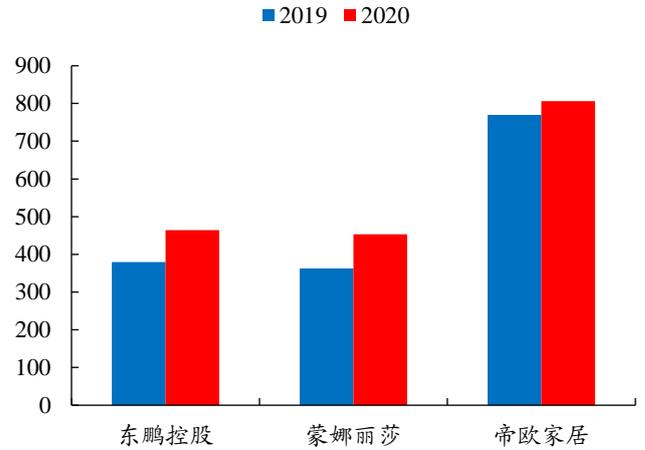
龙头企业凭借产品研发优势，持续进行产品迭代。中低端陶瓷产品同质化较为严重，小品牌可替代性较高，龙头品牌持续进行产品研发，通过改进瓷砖产品花色设计、规模以及功能来进行产品升级，以达到产品的差异化。

图19: 3家上市瓷砖公司2019年研发投入已超1亿元



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

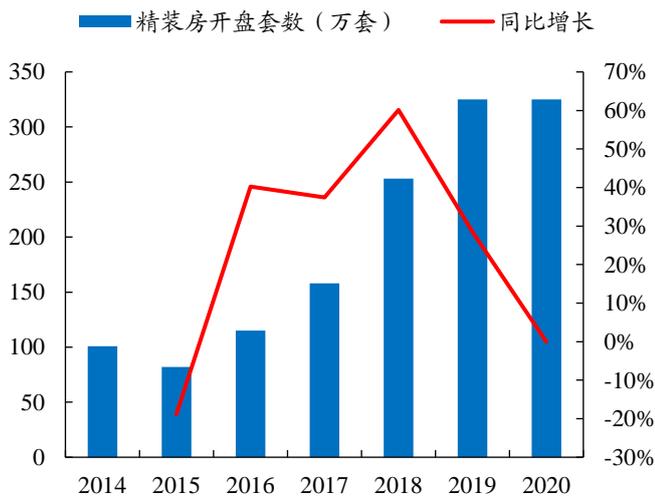
图20: 3家上市公司2019、2020年投入大量研发人员



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

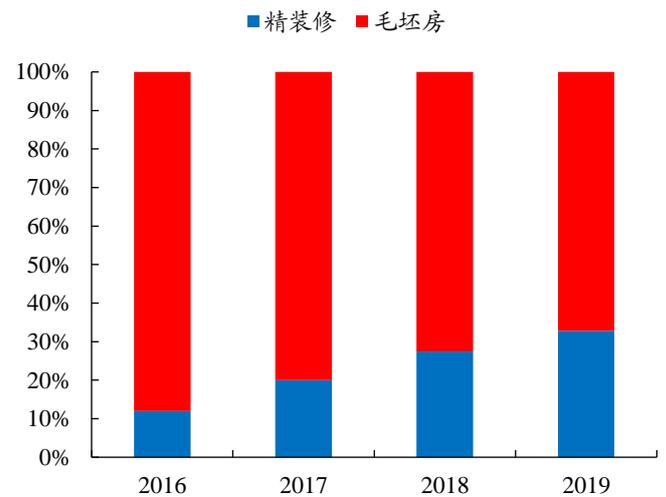
精装房渗透率迅速提升, 工程渠道释放红利, 具有规模优势的龙头公司有望受益。2015-2019 精装房开盘套数 CAGR 达到 141%, 从精装房开盘到精装房产业链公司进行产品交付确认仍有滞后期, 同时国内仍处于精装房政策红利期, 因此我们认为瓷砖行业大 B 业务红利仍有较长的持续性。龙头公司生产线效率更高, 产能布局更广, 具有较强的规模优势, 龙头企业具有制造费用低、生产线产量高、产品质量优良等特点, 同时窑炉、压机、抛光线等陶瓷生产设备前期投资较大, 有较强的投资壁垒, 有利于进一步加速行业集中度。

图21: 2015-2019 精装房开盘套数 CAGR 达到 131.71%



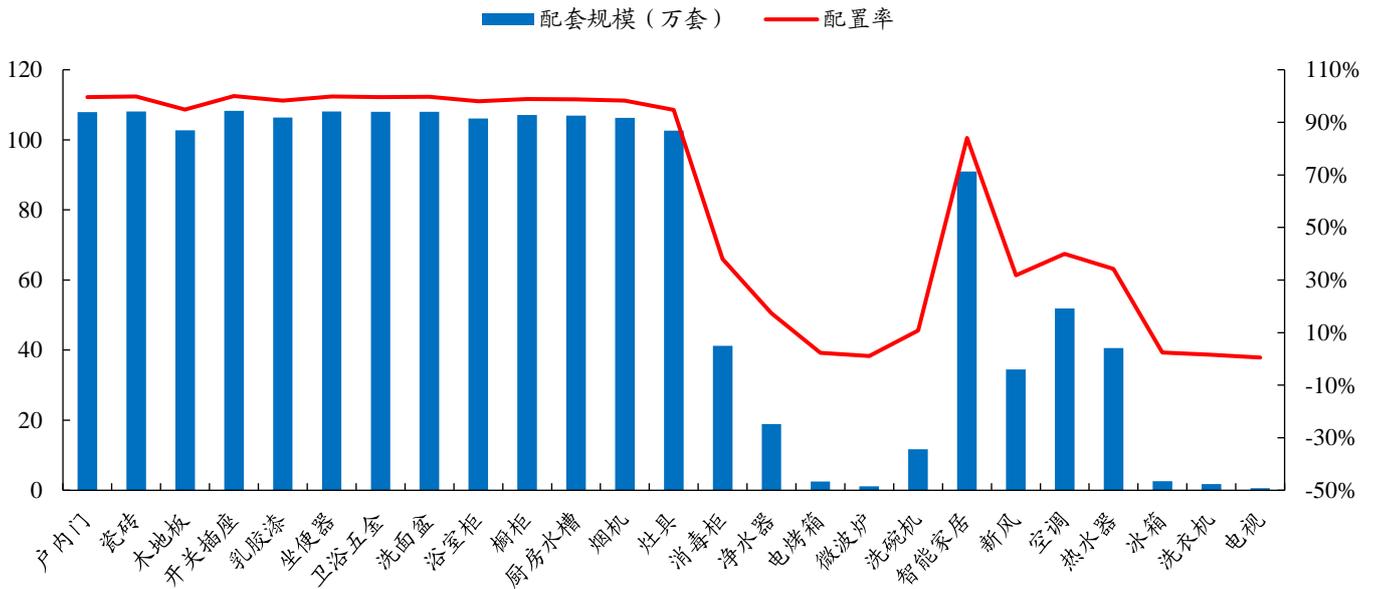
数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

图22: 我国精装修商品住宅渗透率提升快速提升



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

图23: 瓷砖精装房配置率超过 99%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3、核心竞争力: 产品迈向高端, 渠道多元化布局

#### 3.1、产品: 定位中高端, 持续更新迭代

东鹏控股重点定位于中高端市场的高品质建筑陶瓷。公司为追求产品的高附加值, 注重个性化需求和适应市场变化的发展路径。横向与行业内其他企业对比, 公司对新产品研发能力、产能先进性、新产品推广能力及品牌知名度均有较高要求。

表2: 东鹏控股在研发、生产、品牌、渠道方面的高要求

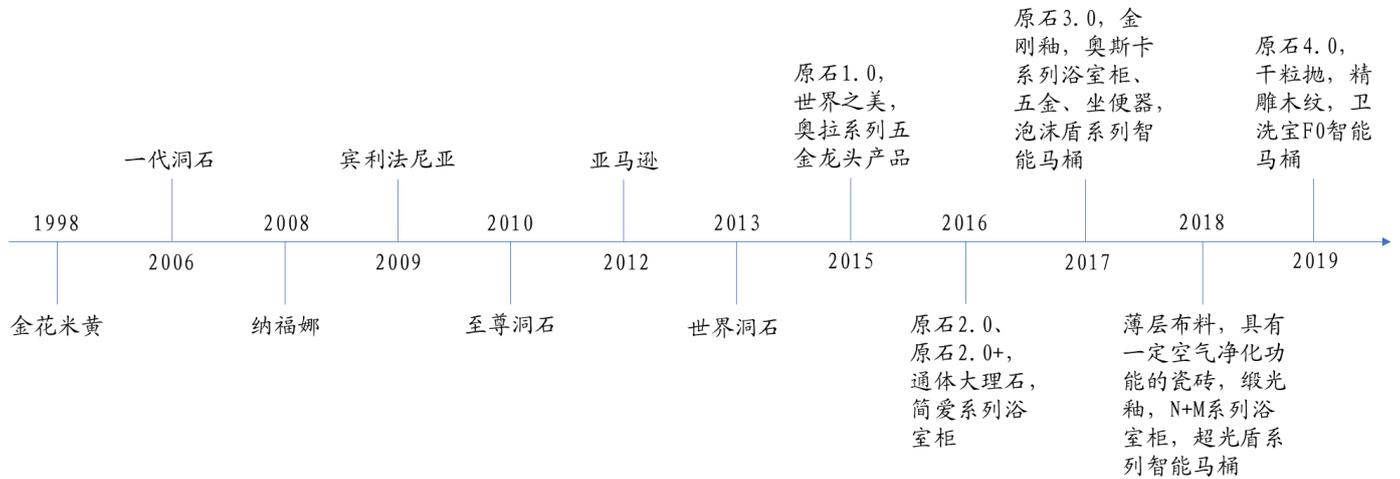
差异方面	以东鹏控股为代表的高品质建筑陶瓷生产企业	其他企业
定位	重点定位于高品质建筑陶瓷产品, 面向有一定消费能力的中高端消费群体, 追求高附加值	覆盖各层次消费群体, 追求规模优势从而取得成本优势
产品	专注产品品质, 注重个性化需求和艺术内涵	以性价比来获得市场
研发	创新能力较强, 具有突出的新产品研发能力, 推出新产品速度快, 积极引导新品流行趋势	具备自主开发新产品的能力, 但新产品推出速度较慢
生产	产能规模适中, 产品结构丰富, 善于革新设备及工艺, 注重产能先进性	产能规模庞大, 产品结构简单, 设备及工艺改造较慢
品牌	核心品牌突出且品牌价值较高	以多品牌策略为主导
渠道	规模和服务并重, 渠道网络优势明显, 新产品推广能力突出	网点众多, 以规模为优势

资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

公司新产品开发能力强, 推出频率高。公司于 2014 年推出“米黄”系列 13 款产品, 开创了“米黄”色彩仿古风格室内设计新潮流。2015 年, 公司推出“原石 1.0”系列共 12 款产品, 到 2018 年原石系列已更新至 4.0, 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。2017 年, 公司推出了通体大理石、晶刚石、仿古砖和瓷片共 20 个新系列。2018 年, 公司开发出全规格具有一定空气净化功能的瓷砖并进

一步推出了宾利法尼亚 2.0、岩石、缎光釉大理石等仿古砖产品及精雕、缎光和大规格瓷片。2019 年，公司对功能瓷砖在空间应用范围进行了产品升级，推出了木纹产品进入卧室和阳台，打造健康新概念。

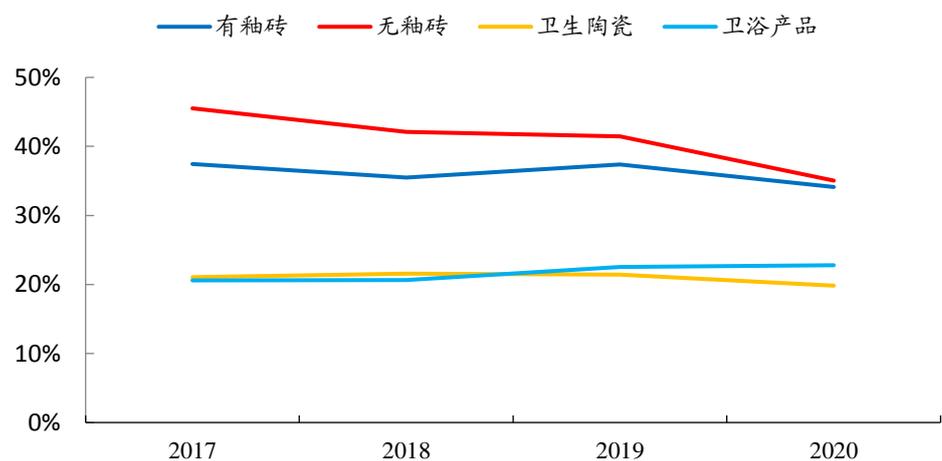
图24: 公司产品更新迭代较快



资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

公司产品线丰富，不断用差异化产品提升附加值。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，是我国建筑卫生陶瓷行业产品创新的典范。公司实现了对抛光砖、抛釉砖、仿古砖、瓷片等各类工艺产品的全面覆盖，能够为客户提供“一站式”购买各种瓷砖、洁具卫浴产品的消费体验。

图25: 公司主要产品毛利率维持稳定



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

公司重视产品质量，严格按照国家及行业标准组织实施生产。公司产品科技含量高、优质、可靠，取得了国家强制性产品认证、中国环境标志产品认证、采用国际标准产品标准证书，获得了“广东省著名商标”、“企业信用评价 AAA 级信用企业”和由中国陶瓷工业协会颁发的“金土奖”等荣誉。

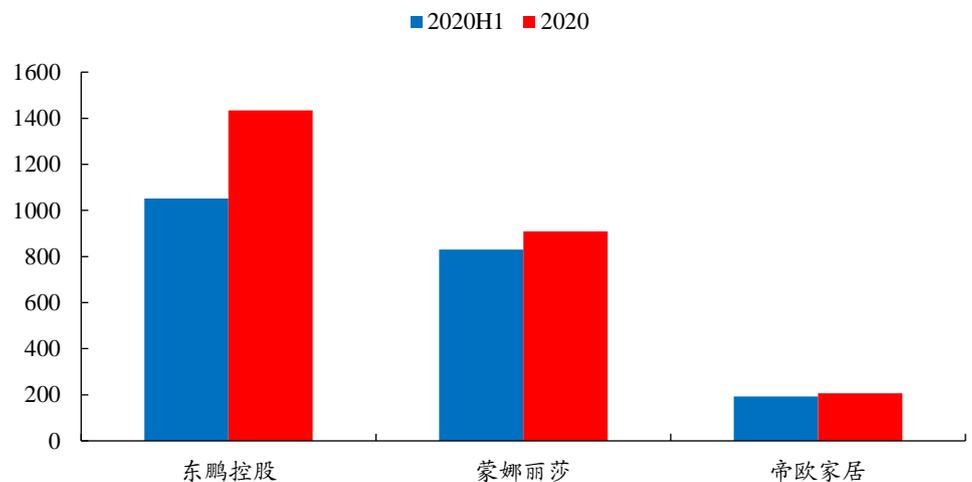
**表3: 公司 2020 年获得的主要荣誉及资质**

荣誉/资质称号	颁发时间	颁发单位
2019 年度广东建材科技进步示范企业、广东建材绿色制造示范企业	2020 年 7 月	广东省建筑材料行业协会
2019 年度广东陶瓷标准化示范企业、广东陶瓷设计创新示范企业	2020 年 7 月	广东省陶瓷协会
2019 年度广东省建筑材料科学技术奖一等奖——高防滑抛光瓷砖的关键技术开发与产业化	2020 年 4 月	广东省建筑材料行业协会、广东省建材行业专家委员会
广东省科技进步奖二等奖——卫生洁具高效生产的机器人集成智能产线关键技术与应用	2020 年 2 月	广东省人民政府

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

**公司研发团队专业高效。**截至 2020 年上半年，公司共有研发技术人员 388 人，其中大专以上 209 人，占比超 50%，高级工程师 13 人，博士 2 人。科研人员的专业领域覆盖面齐全，包括陶瓷艺术设计、热能与动力工程、材料学等多个学科。

**公司持续潜心攻关专利技术，在产品创新及开发方面处于技术领先地位。**截至 2020 年 8 月中旬，公司在中国境内共获得 1051 项专利授权，其中发明专利 179 项，境外获得 1 项专利。公司作为陶瓷制品业标杆，已参与起草 47 项国家及行业标准。公司洁具产品中的卫生陶瓷品类，在节水功能方面也获得了多项技术专利。公司有能力根据不同市场需求为不同消费者提供一站式解决方案。

**图26: 东鹏控股专利数量行业领先**


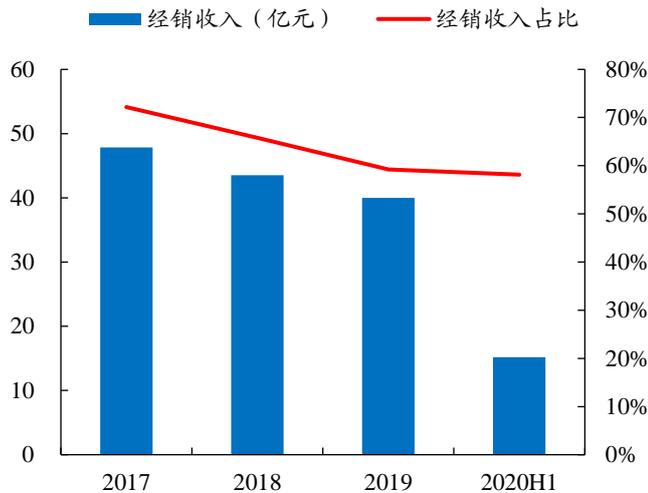
数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.2、经销渠道：全国化布局，具备广度和深度

#### 3.2.1、销售网络遍布全国，经销门店数量行业领先

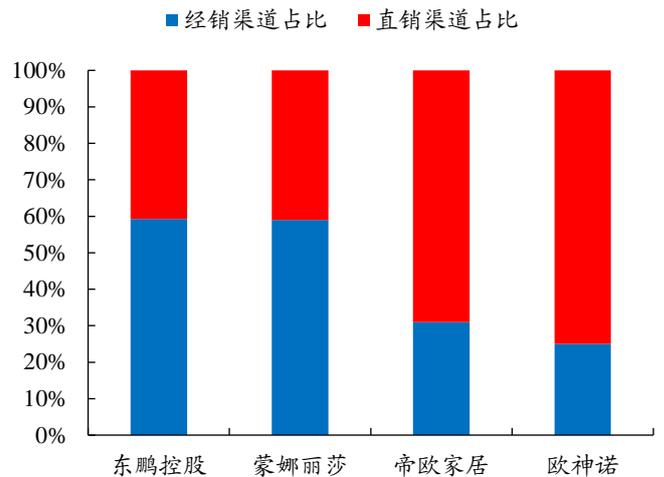
**东鹏控股以经销为主，具有领先的渠道优势。**公司深耕瓷砖零售市场，以经销模式为主、直销模式为辅，2019 年公司经销渠道收入 40 亿元，占比 59.24%，2020 年 H1，公司经销渠道收入 15.16 亿元，占总收入 58.15%，在行业中，对比竞争对手公司经销渠道收入占比处于较高水平。

图27: 公司以经销为主, 经销收入占比在 60%左右



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图28: 公司经销占比高于竞争对手



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**经销门店数量稳定扩张, 渠道优势持续增强。**公司经销体系广度在行业内处于领先地位, 瓷砖、洁具产品经销体系已覆盖了全国大部分以及地县级市, 截至 2020 年 6 月 30 日, 公司经销商数量达到 2079 家, 其中全口径经销商 1997 家, 洁具经销商 82 家, 经销商门店数量 6724 家, 一级经销商门店 3486 家, 二级经销商门店 3288 家。截至 2020 H1, 公司竞争对手蒙娜丽莎拥有门店 4000 家, 帝欧家居门店数量为 3500 家, 东鹏控股具有远超前于同行业的渠道优势。公司门店和经销商的全国化布局增加了在零售市场的竞争力, 同时有利于公司对接各城市的当地中小微工程, 充分利用当地经销商的信息优势服务于业主方, 抢占在区域中小微工程业务的市场份额。

图29: 公司经销商门店数量 CAGR 达到 2.24%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图30: 公司经销商数量保持稳定增长



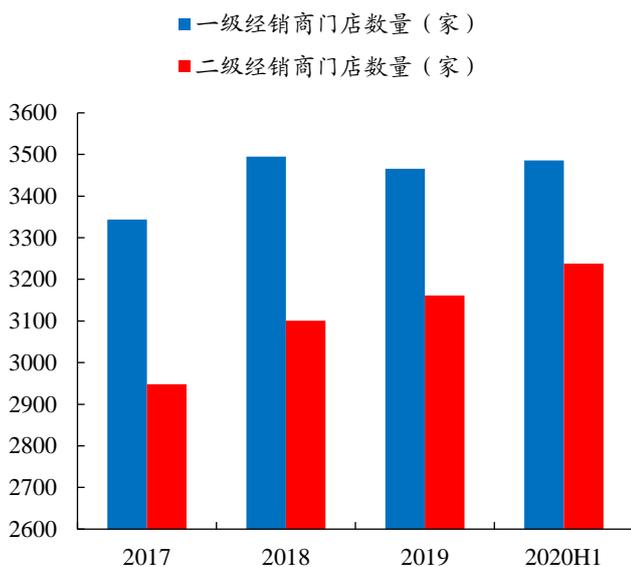
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3.2.2、销售渠道下沉, 经销扁平化进一步发挥零售端优势。

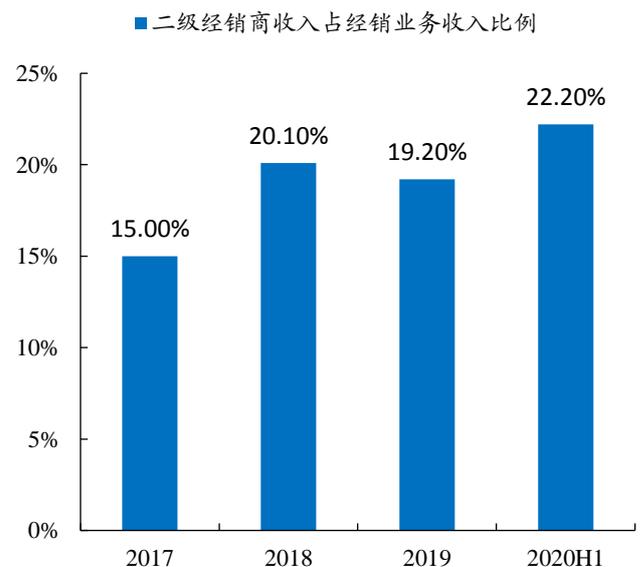
公司通过共享仓的方式赋能中小经销商、布局三四线城市，推进门店数量进一步增长。共享仓模式即将核心经销商的仓储共享，目前公司共有 21 个共享仓，同时公司在北京成立了办事处，在上广深、西安、南宁和昆明也都设有子公司。在赋能中小经销商、推动渠道下沉方面，共享仓模式有以下几点好处：

(1) 共享仓 SKU 丰富，一般拥有 200-300 种 SKU，有利于中小经销商开拓新店，解决中小经销商产品丰富性问题。(2) 中小经销商可以向附近共享仓采购产品，减少中小经销商自身的仓储面积，降低物流成本和仓储成本，提升交付效率。(3) 共享仓储备的产品符合当地消费偏好，中小经销商从共享仓采购产品能够较快打开当地市场。(4) 共享仓模式有利于核心经销商辅助中小经销商，指导中小经销商进行产品的展示以及开展产品的促销活动。

**打造扁平化经销体系，提升经营效率，增强在零售市场的竞争力。**公司只设立一级经销商和二级经销商，对于发展陷入瓶颈的区域，公司将优质的二级经销商提升为一级经销商，减少中间环节，提升终端产品价格竞争力。同时，公司通过引入新的经销商、建立直营店的方式，推动各区域的经营效率。公司二级经销商门店数量由 2017 年的 2948 家增加到 2020H1 的 3238 家，二级经销商收入占经销业务收入比例在 2020H1 达到 22.2%。公司一级经销商门店保持稳定增长，二级经销商。

**图31：公司二级经销商扩张迅速**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图32：2017-2020H1 公司二级经销商收入呈上升趋势**


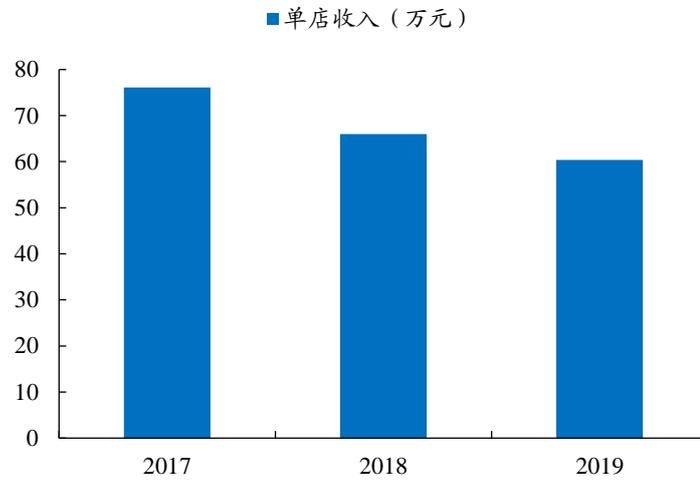
数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.2.3、门店升级，单店收入提升

公司门店扩张迅速，短期单店收入有所下滑，随着公司经销战略转变，长期看公司店效有望提升。2019 年公司经销门店单店收入为 60.36 万元，单店数量对比 2018 年有所下滑。我们认为，单店收入下滑系由于渠道铺展迅速，门店销售质量无法得到保证，同时，前期公司在产品销售方面倾向于“以价换量”策略，即通过降价 10%-20% 来推动产品销量，然而较高的运营和物流成本造成经销商加价率高，导致公司降价让利并未传导到终端市场，从而销量未能有明显增长。公司目前已改变经销策略，着手门店升级改造并已经初见成效，未来随着公司经销战略深入实施，单店产出有

望提高。

**图33: 公司单店收入有所下滑**



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**转变经营策略, 重装门店/“1+N”模式提升单店产出。**公司业务全面, 包括 80% 的瓷砖业务, 10% 的卫浴业务, 以及 10% 为木地板、硅藻泥和防水防腐材料等业务。基于丰富全面的生产线, 公司重装门店, 打造“1+N”模式, 即通过瓷砖门店展示卫浴, 辅材等其他产品, 为客户提供硬装产品整体空间解决方案, 形成多品类销售以提升客单价, 从而实现单店收入的提升。

**提升高值产品的比例, 增加单店坪效。**从 2020 下半年开始, 瓷砖规格偏好由原来正方形向长方形发展, 在市场偏好风格的转变下, 提升高值产品的比例将有利于公司提高单店坪效, 基于此公司积极推动产品转型, 2020 年下半年公司高值产品占比约 30%, 相比以往 10% 有大幅提高。

**以补贴经销商方式建设智能化展厅项目, 提升门店档次, 增强门店引流能力。**公司拟在全国范围内建设智能化展厅网点 150 家, 其中精品店 55 家, 旗舰店 35 家, 综合店 60 家, 投资额为 3,589.50 万元。35 家旗舰店中包括 8 个直营子公司自营旗舰店建设及改建, 具体分布城市为上海、深圳、广州、佛山、南宁、重庆、昆明和西安。智能化展厅的建设有助于形成一大批忠诚度较高的客户群体, 从而为经销商门店引流, 并能及时有效地收集并向研发部门反馈市场信息, 以改进或推出新产品, 提升零售终端的产品和质量, 从而增加单店收入。

**表4: 建设智能化展厅项目, 提升门店档次**

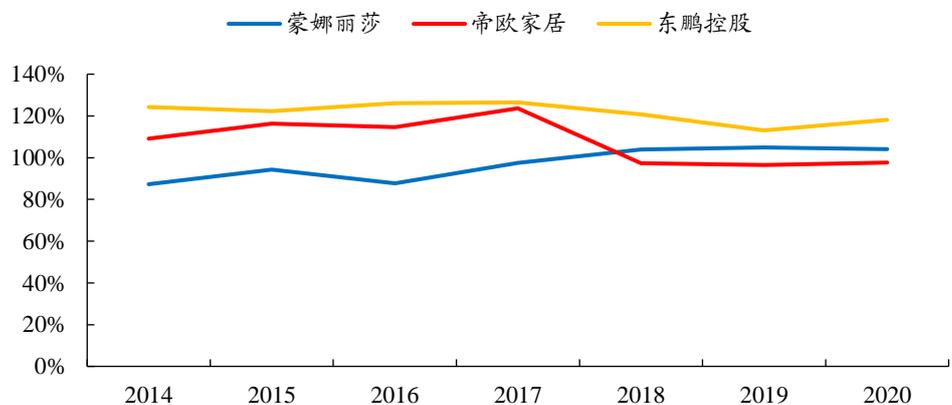
销售网点类型	网点平均面积	特点及所起作用	选址要求
精品店 (包括原石馆、世界之美馆、世界印象馆)	$200\text{ m}^2 \leq S \leq 400\text{ m}^2$	针对中高端经销商进行细分, 走设计师和高档消费者路线, 兼顾产品发布及推广、招商及提升品牌形象等功能	直辖市、省会城市及重点城市。选择在客流量密集路段的两侧、商业核心地带、当地具有较大影响力、中高端的建材市场
旗舰店	$S \geq 800\text{ m}^2$	品类齐全, 但每个品类间有明显区分, 含品牌文化、产品文化、休闲互动、科技演示、设计咨询、售后服务、电商元素综合模块, 是承载品牌文化、产品文化传播的综合店	
综合店	$400\text{ m}^2 \leq S \leq 800\text{ m}^2$	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	---

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3.2.4、经销中小微工程业务: 多渠道运营, 积极拓展小 B 端市场

**公司不局限与经销门店零售渠道, 还积极拓展小 B 端业务, 进行多渠道运营。**长期来看, 新房装修市场维持长期高增长的可能性下降, 存量房市场成为有望迎来自上升趋势, 二次装修需求的增长将为小 B 端业务带来巨大增量, 公司凭借多渠道运营能力以及头部品牌优势, 积极拓展小 B 端市场。小 B 业务包括家装公司、工装公司以及学校、医院和商场翻修等中小微工程业务。公司拥有遍布全国的销售网络, 兼具广度和深度的经销体系, 在小 B 业务市场, 优质的经销商资源是公司的核心竞争力, 公司截至 2020H1 拥有 1753 家瓷砖经销商, 远高于欧神诺 (990 家) 和蒙娜丽莎 (1030 家)。

**相对于大 B 工程业务, 小 B 业务回款周期短。**公司以零售及小 B 工程业务为主, 大 B 工程业务占比对比行业竞争对手较小, 零售、小 B 业务相对大 B 业务账期较长, 因此公司现金流更加稳定健康、资金压力较小, 相比于欧神诺、帝欧家居, 公司应收账款周转天数维持低位。

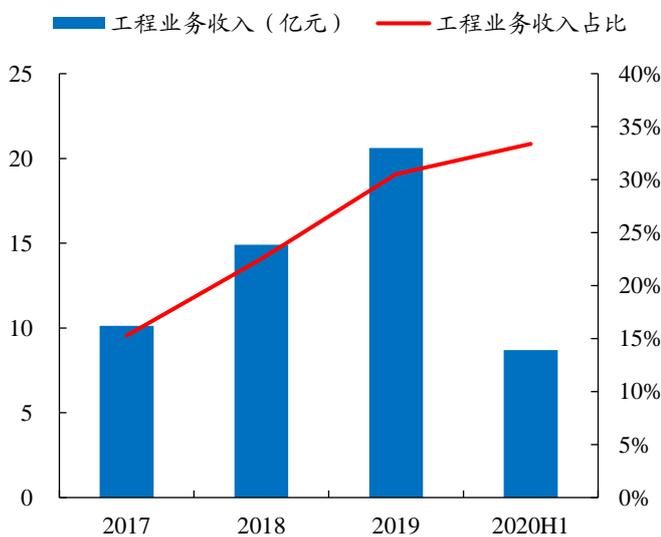
**图34: 东鹏控股收现比高于可比公司**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3.3、直销渠道：顺应行业趋势，发展优质大 B 工程客户

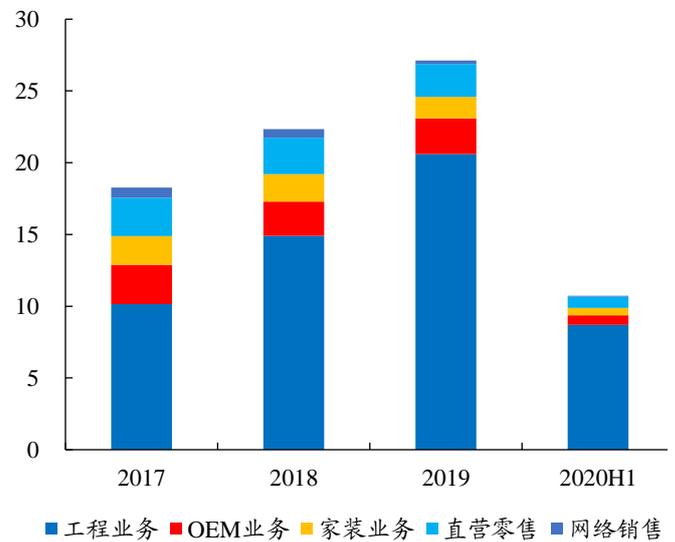
公司选择与实力雄厚的房地产公司达成战略合作，大 B 工程业务收入增长迅速，收入占比逐年提升。C 端零售、小 B 业务一直是公司核心业务，近几年公司顺应行业发展趋势，发展大型房地产客户，大 B 工程业务成为公司新的增长点。公司工程业务收入占比从 2017 年的 15% 提升到 2020H1 的 33%，工程业务收入从 2017 年的 10.14 亿元，2019 年提升至 20.61 亿元，2020 年上半年工程业务收入为 8.70 亿元。公司选择优质客户做工程业务，客户均为国内综合实力雄厚的房地产商，如恒大地产、华润置业、金科地产、绿地集团、融信地产、中海地产、万达广场、中信地产、碧桂园、万科、保利地产等。

图35：工程业务收入增长迅速



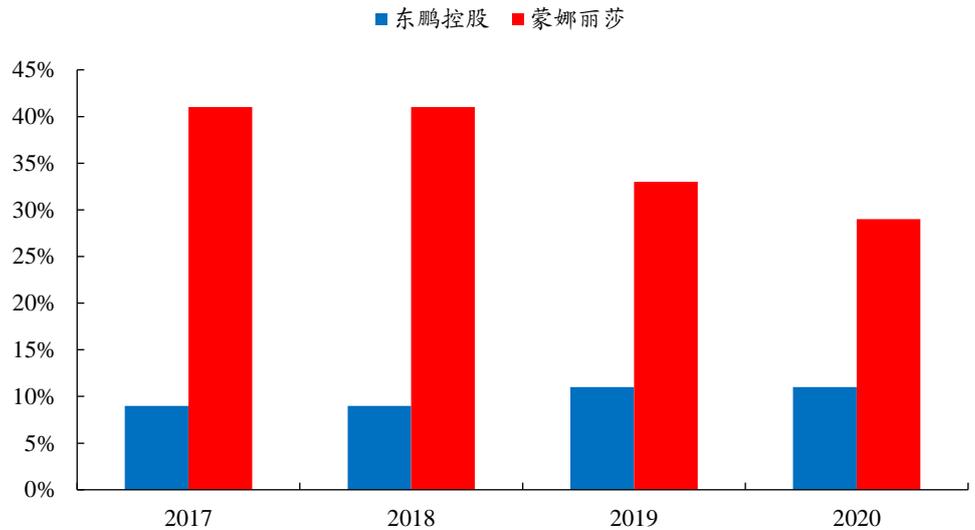
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图36：直销业务中工程业务占比提升

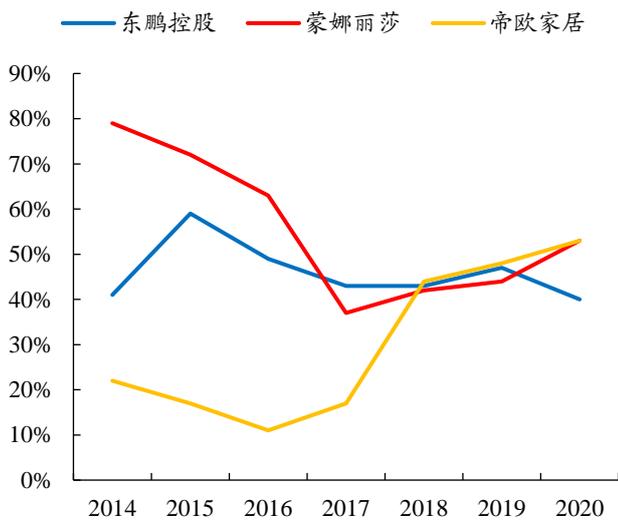


数据来源：公司公告、开源证券研究所

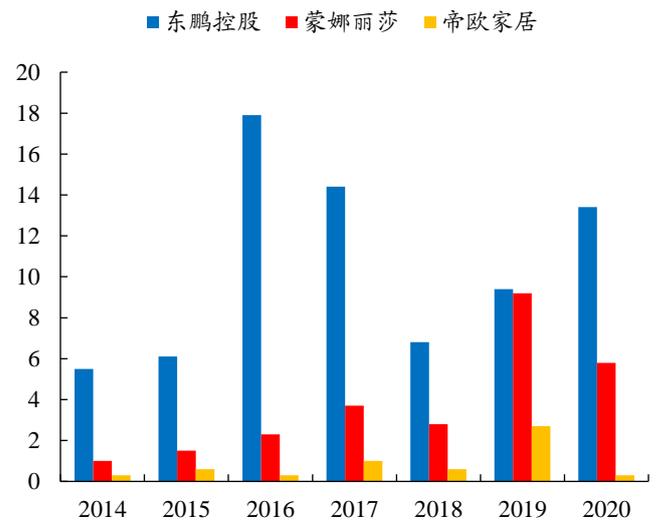
工程客户较为分散，在大 B 业务快速放量下，重视对经营风险的把控。公司在发展工程业务遵循“择优”的原则，重视对客户结构的优化，公司 2019 年前五大客户占比为 11%，低于同行业公司蒙娜丽莎，大客户较为分散，降低了对单一大客户的依赖度。客户质优且结构分散降低了公司的经营风险，公司资产负债率始终处于行业内的平均水平，同时，公司的经营活动现金流水平在行业内处于领先水平，2019 年公司经营现金流达到 9.4 亿元，健康的现金流水平得益于公司在选择客户时对风险的严格把控。

**图37: 前五大客户占比低于蒙娜丽莎**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图38: 资产负债率低于行业平均水平**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图39: 经营现金流高于同行业公司 (单位: 亿元)**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3.4、产能全国化布局推动运输成本降低, 规模效应显著

公司产能稳步扩张, 在全国多区域具有产线布局。公司在广东、江西、湖南、重庆、山东均有产能布局, 产能辐射面大, 具有规模优势。截至2019年年末, 公司有釉瓷砖产能达到5759万平, 无釉瓷砖产能达到2352万平, 募投项目中东华盛昌拟新建产能为315万平的生态石板材生产线, 丰城东鹏拟新建4条陶瓷生产线, 产能合计2100万平, 澧县新鹏拟扩建二期高档仿古瓷砖项目4条生产线, 产能达到1560万平, 募投项目东鹏智能家居创意产业园拟建16条瓷砖产线, 产能合计5000万平, 新增瓷砖产能合计达到9065万平, 已投产、在建以及拟建瓷砖产能合计达到22085万平。

**表5: 产能稳步扩张, 产线全国化布局**

产地	子公司	产品	生产线数量(条)	生产线状态	产能(万平/年)
广东佛山	东华盛昌	瓷质砖	2	已投产	360
		大规模生态石板材	3	募投项目	315
江西丰城	丰城东鹏	玻化施釉砖	6	已投产	3300
		釉面砖	6		
		瓷片	2	募投项目	1500
		仿古砖	1		
		全抛釉砖	1		
湖南澧县	澧县新鹏	墙地砖	2	已投产	5000
		高档仿古瓷砖	4	募投项目	1560
广东清远	清远纳福娜	抛光砖	4	已投产	900
		高档建筑陶瓷装饰砖	6	已投产	2160
山东淄博	淄博卡普尔	内墙砖	4	已投产	1300
重庆永川	重庆智能家居	瓷砖	4(一期)	募投项目	1600
		瓷砖	4(二期)		1700
		瓷砖	4(三期)		1700
合计			53		22085

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

**新增卫生洁具产能有望缓解产能压力。**公司卫生陶瓷外协占比 2020H1 为 25.66%，卫浴产品外协占比 2020H1 达到 82.62%，新增洁具产品产能合计达到 755 万件。

**表6: 新增卫生洁具产线缓解产能不足**

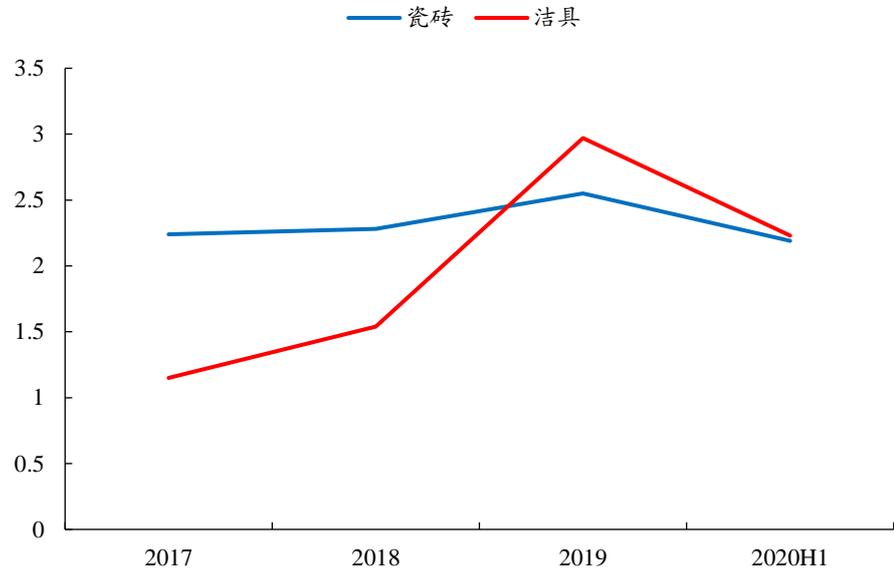
产地	子公司	产品	生产线数量(条)	生产线状态	产能(万件/年)
广东佛山	东鹏洁具	高档卫生洁具	2	已投产	80
江西丰城	江西东鹏	卫生洁具	4	已投产	260
		节水型卫生洁具	1	募投项目	160
广东江门	江江东鹏	陶瓷洁具(一期)	1	募投项目	节水型卫生洁具 260 万, 五金龙头 100 万
		龙头(一期)	10		
		淋浴房(一期)	1		
		浴缸(一期)	1		
		陶瓷洁具(二期)	3		
		龙头(二期)	10		
		浴室柜(二期)	1		
		陶瓷卫浴(含智能马桶)	1		
重庆永川	重庆智能家居	陶瓷卫浴(含智能马桶)	2	在建	180
		浴室柜橱柜	1		50
		淋浴房	1		5
		五金龙头	1		80

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

**全国化布局缩短辐射半径, 降低运输成本。**公司在广东、江西、湖南、重庆、山东均有产能布局, 生产基地覆盖华南、华中、华北, 区域性生产布局配合“多级共享仓”, 建设区域性物流网络, 有利于降低运输成本。2017-2019 年, 公司运输费用分别为 2.44、2.61、3.14 亿元, 运输费用/营业收入分别为 3.68%、3.95%、4.65%,

2020H1 运输费用为 1.13 亿元，运输费用/营业收入为 4.34%。2020H1，公司瓷砖和洁具单位运输成本均呈下降趋势。

**图40: 2020H1 瓷砖和洁具单位运输成本有所下降**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、关键假设

(1) 伴随公司募投项目逐步投产，公司产品进一步迈向高端化，产品结构升级带动单价进一步提升。

(2) 长期看行业龙头公司凭借渠道、产品、品牌力优势市场份额上升，短期来看房地产竣工数据回暖市场需求升温，公司销量有望进一步增加。

### 4.2、盈利预测与估值

东鹏控股是瓷砖行业领军企业，2015-2020 年公司营业收入 CAGR 达 11.9%，归母净利润 CAGR 达 4.1%，业绩持续稳定增长，伴随公司战略进行调整，未来发力“大 C 端+优质大 B 工程”，公司业绩有望迎来拐点。我们预测公司 2021-2023 年归母净利润为 11.17/14.19/17.60 亿元，对应 EPS 为 0.95/1.21/1.50 元，当前股价对应 PE 分别为 23.3/18.3/14.8 倍。与可比公司相比，东鹏控股凭借渠道布局在 C 端更具有优势，现金流水平较为良好，当前估值高于行业平均水平，东鹏控股作为行业龙头，盈利能力优秀，有望享受估值溢价。

首次覆盖给予“买入”评级。

**表7: 公司当前估值高于行业平均水平, 东鹏控股作为行业龙头, 盈利能力优秀, 有望享受估值溢价**

证券代码	证券简称	收盘价 (单位: 元)	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002918.SZ	蒙娜丽莎	36.55	30.89	33.46	28.7	27.7	26.29	19.76	15.36	12.02
002798.SZ	帝欧家居	20.17	0.1	38.58	25.86	16.56	13.82	9.99	7.94	6.81
	平均		15.50	36.02	27.28	22.13	20.06	14.87	11.65	9.42
003012.SZ	东鹏控股	22.18	7.24	31.18	27.00	24.02	30.54	23.28	18.33	14.78

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为 2021/04/23, 除东鹏控股外其他公司盈利预测来源于 Wind 一致预测。)

## 5、风险提示

原材料价格波动风险; 市场竞争加剧风险; 公司产能不及预期风险

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	5264	7657	9785	11025	14091
现金	2166	4052	4885	5343	6882
应收票据及应收账款	1433	1800	2361	2899	3581
其他应收款	31	28	48	48	70
预付账款	73	52	109	94	156
存货	1340	1431	2088	2346	3107
其他流动资产	221	294	294	294	294
<b>非流动资产</b>	4601	4887	5428	6105	6854
长期投资	70	56	40	23	6
固定资产	3330	3725	4209	4821	5522
无形资产	717	732	771	820	856
其他非流动资产	485	375	408	440	471
<b>资产总计</b>	9865	12544	15213	17130	20945
<b>流动负债</b>	4039	4726	6641	7288	9475
短期借款	5	210	210	210	210
应付票据及应付账款	3200	3528	5017	5749	7491
其他流动负债	834	988	1414	1329	1774
<b>非流动负债</b>	639	299	291	286	282
长期借款	486	100	92	86	82
其他非流动负债	153	199	199	199	199
<b>负债合计</b>	4678	5026	6932	7574	9756
少数股东权益	17	15	13	9	5
股本	1030	1173	1173	1173	1173
资本公积	960	2298	2298	2298	2298
留存收益	3180	4032	4980	6196	7642
<b>归属母公司股东权益</b>	5170	7503	8268	9547	11184
负债和股东权益	9865	12544	15213	17130	20945

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	941	1336	2030	1681	2898
净利润	793	848	1115	1416	1755
折旧摊销	339	416	385	469	566
财务费用	-8	-4	-50	-52	-64
投资损失	-24	-2	-16	-13	-14
营运资金变动	-256	7	596	-139	654
其他经营现金流	96	71	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-1048	-799	-910	-1132	-1301
资本支出	1045	656	558	693	767
长期投资	-32	-170	16	20	17
其他投资现金流	-35	-313	-336	-419	-518
<b>筹资活动现金流</b>	431	1294	-287	-90	-58
短期借款	-243	205	0	0	0
长期借款	486	-386	-8	-5	-4
普通股增加	0	143	0	0	0
资本公积增加	4	1338	0	0	0
其他筹资现金流	183	-5	-279	-85	-54
<b>现金净增加额</b>	324	1831	833	459	1539

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	6752	7158	9214	11649	14351
营业成本	4342	4838	6144	7741	9519
营业税金及附加	66	63	81	103	126
营业费用	934	754	1133	1433	1765
管理费用	360	397	510	641	789
研发费用	135	174	111	140	172
财务费用	-8	-4	-50	-52	-64
资产减值损失	-33	-34	0	0	0
其他收益	63	149	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	24	2	16	13	14
资产处置收益	2	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	947	998	1301	1657	2056
营业外收入	29	15	19	21	21
营业外支出	22	52	27	30	33
<b>利润总额</b>	954	961	1293	1649	2044
所得税	161	113	178	233	289
<b>净利润</b>	793	848	1115	1416	1755
少数股东损益	-2	-3	-2	-4	-5
<b>归母净利润</b>	794	852	1117	1419	1760
EBITDA	1261	1275	1560	1980	2442
EPS(元)	0.68	0.73	0.95	1.21	1.50

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	2.0	6.0	28.7	26.4	23.2
营业利润(%)	2.9	5.4	30.3	27.4	24.0
归属于母公司净利润(%)	0.1	7.2	31.2	27.0	24.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	35.7	32.4	33.3	33.5	33.7
净利率(%)	11.8	11.9	12.1	12.2	12.3
ROE(%)	15.3	11.3	13.5	14.8	15.7
ROIC(%)	13.2	9.5	11.5	12.9	13.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	47.4	40.1	45.6	44.2	46.6
净负债比率(%)	-29.4	-47.2	-52.7	-50.5	-56.9
流动比率	1.3	1.6	1.5	1.5	1.5
速动比率	0.9	1.3	1.1	1.2	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	5.5	4.4	4.4	4.4	4.4
应付账款周转率	1.6	1.4	1.4	1.4	1.4
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.68	0.73	0.95	1.21	1.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	1.14	1.73	1.43	2.47
每股净资产(最新摊薄)	4.41	6.40	7.05	8.14	9.53
<b>估值比率</b>					
P/E	32.8	30.5	23.3	18.3	14.8
P/B	5.0	3.5	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	19.4	17.5	13.8	10.6	8.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn