

东鹏控股 (003012)

证券研究报告

2021 年 04 月 28 日

“经销+工程”双轮驱动业绩增长，新品研发提升盈利能力

公司发布 21 年一季报，21Q1 实现营业收入 11.33 亿元，同比+135%；归母净利润 5197.47 万元，同比+148%，扭亏为盈；扣非净利润 1874.19 万元，同比+117%。公司 21Q1 业绩增速亮眼，净利润扭亏为盈，主要得益于公司实施“经销+工程”双轮驱动，市场开拓顺利，积极推进新品研发和上市，有效促进收入增加。

研发投入大幅增长，毛利率稳中有升。以新收入准则计，公司 21Q1 毛利率为 26.45%，同比+4.11pct；以旧收入准则计，公司 21Q1 毛利率为 30.29%，同比+1.39pct，毛利率明显提升。21Q1 净利率为 4.4%；销售费用率为 14.1%，同比-20.5pct，主要为执行新收入准则和营收扩大的双重影响；管理费用率为 8.4%，同比-7.1pct；研发费用投入 0.27 亿元，同比+73.3%，投入大幅增长主要系新品研发支出增加，研发费用率为 2.4%，同比-0.9%；财务费用率为-1.3%，同比-1.0pct，主要系利息收入增加。

“经销+工程”双轮驱动，发力拓展多渠道。公司坚持零售主战场策略，借助品牌和渠道优势发力终端零售，以店面升级提升顾客体验，通过提供空间解决方案提高坪效和单店产出。同时，公司借助庞大的经销商网络获得区域工程信息，发力中小微工程市场，实现“经销+工程”双轮驱动，扩展市场空间。

全国产能布局形成，供应链优化提升效率，助力下沉市场拓展。公司在 21 年计划进一步扩大自有基地规模，通过渠道不断下沉挖掘市场潜在空间，获取增量市场。截至 20 年，公司拥有瓷砖门店 5317 家，卫浴门店 1393 家，经销体系已覆盖全国绝大部分省份和县级市。同时，公司拥有全国布局的生产基地和仓储物流体系，包括工厂附近的中心仓、销售仓和共享仓组成的仓储网络，能够在三、四线城市对经销商的渗透形成有效支持。产能扩张以及供应链优化，共同助力公司营销渠道下沉和市场空间拓展。

坚持产品研发创新，迎合消费升级大趋势，提升公司盈利能力。随着消费升级，消费者对高品质产品的需求日益提高，同时受国家环保政策影响，人造石材取代天然石材已经成为行业趋势。20 年，公司推出中大板、岩板、抗菌大理石瓷砖等高附加值产品，满足消费者需求的同时，有效促进公司毛利率提高；21Q1 公司研发投入进一步提高，新品研发提速，公司产品结构持续升级，将进一步推升公司收入和盈利能力。

盈利预测及估值：公司品牌及零售渠道优势明显，营销网络遍及全国，品牌影响力不断扩大，伴随产能逐步释放，规模效应显现，预计公司 21-23 年归母净利润分别为 10.2/13.0/16.6 亿元，同比+20.0%/+27.2%/+28.1%，对应 PE 为 25.1x/19.8x/15.4x，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复超预期；地产交付不及预期；行业竞争加剧；产能释放不及预期；环保政策风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,751.86	7,158.31	9,132.33	11,373.00	13,926.14
增长率(%)	2.00	6.02	27.58	24.54	22.45
EBITDA(百万元)	1,416.25	1,540.37	1,323.06	1,619.75	2,018.89
净利润(百万元)	794.38	851.86	1,021.92	1,299.68	1,664.37
增长率(%)	0.09	7.24	19.96	27.18	28.06
EPS(元/股)	0.68	0.73	0.87	1.11	1.42
市盈率(P/E)	32.31	30.13	25.11	19.75	15.42
市净率(P/B)	4.96	3.42	3.01	2.61	2.23
市销率(P/S)	3.80	3.59	2.81	2.26	1.84
EV/EBITDA	0.00	8.26	15.68	11.36	8.28

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/其他建材
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	21.88 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,173.00
流通 A 股股本(百万股)	143.00
A 股总市值(百万元)	25,665.24
流通 A 股市值(百万元)	3,128.84
每股净资产(元)	6.44
资产负债率(%)	38.56
一年内最高/最低(元)	24.20/12.97

作者

范张翔	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	
尉鹏洁	联系人
weipengjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《东鹏控股-年报点评报告:持续发力终端零售和中小微工程，全国产能布局奠定扩张基础》 2021-04-22
- 2 《东鹏控股-公司点评:零售工程双轮驱动，经营情况持续向好》 2021-02-28
- 3 《东鹏控股-首次覆盖报告:瓷砖洁具龙头蓄势待发，深耕零售核心竞争力》 2020-11-29

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,165.82	4,051.96	4,543.39	6,890.28	8,542.67
应收票据及应收账款	1,432.77	1,799.73	1,915.66	2,711.32	2,954.38
预付账款	73.13	51.62	122.70	88.85	165.24
存货	1,339.99	1,431.29	2,111.54	2,368.85	3,021.96
其他	252.11	322.23	418.84	399.19	416.34
流动资产合计	5,263.82	7,656.82	9,112.13	12,458.48	15,100.59
长期股权投资	69.76	56.13	56.13	56.13	56.13
固定资产	3,329.76	3,724.55	3,625.64	3,526.54	3,414.33
在建工程	290.43	117.83	106.70	112.02	97.21
无形资产	716.95	731.52	711.68	691.84	672.00
其他	194.20	257.00	201.89	206.17	217.40
非流动资产合计	4,601.11	4,887.03	4,702.03	4,592.70	4,457.07
资产总计	9,864.93	12,543.85	13,814.17	17,051.18	19,557.65
短期借款	5.00	210.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	3,199.94	3,528.48	3,694.41	5,947.94	5,936.01
其他	834.44	988.01	1,444.46	1,106.84	1,962.72
流动负债合计	4,039.39	4,726.49	5,138.88	7,054.78	7,898.73
长期借款	486.39	99.91	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	152.57	199.30	138.02	163.30	166.87
非流动负债合计	638.96	299.21	138.02	163.30	166.87
负债合计	4,678.34	5,025.70	5,276.89	7,218.08	8,065.60
少数股东权益	16.54	15.47	12.68	8.83	3.41
股本	1,030.00	1,173.00	1,173.00	1,173.00	1,173.00
资本公积	959.98	2,297.74	2,297.74	2,297.74	2,297.74
留存收益	4,140.05	6,329.68	7,351.60	8,651.27	10,315.64
其他	(959.98)	(2,297.74)	(2,297.74)	(2,297.74)	(2,297.74)
股东权益合计	5,186.59	7,518.15	8,537.27	9,833.10	11,492.05
负债和股东权益总计	9,864.93	12,543.85	13,814.17	17,051.18	19,557.65

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	792.73	848.39	1,021.92	1,299.68	1,664.37
折旧摊销	339.42	415.97	189.88	193.62	196.86
财务费用	8.93	27.96	(57.60)	(96.60)	(130.38)
投资损失	(23.56)	(1.83)	(12.57)	(12.65)	(9.02)
营运资金变动	(271.53)	395.90	(347.67)	937.44	(153.42)
其它	94.58	(350.06)	(2.79)	(3.85)	(5.42)
经营活动现金流	940.57	1,336.33	791.17	2,317.64	1,562.99
资本支出	1,226.33	574.67	121.29	54.72	46.42
长期投资	11.84	(13.63)	0.00	0.00	0.00
其他	(2,285.75)	(1,360.36)	(168.72)	(122.07)	(87.41)
投资活动现金流	(1,047.58)	(799.32)	(47.43)	(67.35)	(40.98)
债权融资	491.39	309.91	0.00	0.00	0.00
股权融资	12.51	1,484.99	57.60	96.60	130.38
其他	(73.27)	(500.77)	(309.91)	0.00	0.00
筹资活动现金流	430.62	1,294.13	(252.31)	96.60	130.38
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	323.61	1,831.14	491.43	2,346.89	1,652.39

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,751.86	7,158.31	9,132.33	11,373.00	13,926.14
营业成本	4,341.96	4,837.81	6,131.64	7,611.96	9,295.21
营业税金及附加	65.69	63.14	84.30	105.32	126.79
营业费用	933.63	754.16	1,050.22	1,313.58	1,601.51
管理费用	360.32	397.24	502.28	636.89	765.94
研发费用	135.01	174.09	255.71	318.44	348.15
财务费用	(8.07)	(4.22)	(57.60)	(96.60)	(130.38)
资产减值损失	(33.32)	(34.30)	(12.42)	(26.68)	(24.47)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	23.56	1.83	12.57	12.65	9.02
其他	(13.66)	(29.52)	(25.14)	(25.31)	(18.04)
营业利润	946.74	998.09	1,190.77	1,522.73	1,952.41
营业外收入	29.05	15.03	29.90	24.66	23.20
营业外支出	21.75	51.97	31.21	34.98	39.38
利润总额	954.05	961.15	1,189.46	1,512.41	1,936.23
所得税	161.31	112.77	170.34	216.58	277.28
净利润	792.73	848.39	1,019.13	1,295.83	1,658.95
少数股东损益	(1.64)	(3.48)	(2.79)	(3.85)	(5.42)
归属于母公司净利润	794.38	851.86	1,021.92	1,299.68	1,664.37
每股收益（元）	0.68	0.73	0.87	1.11	1.42

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	2.00%	6.02%	27.58%	24.54%	22.45%
营业利润	2.87%	5.42%	19.31%	27.88%	28.22%
归属于母公司净利润	0.09%	7.24%	19.96%	27.18%	28.06%
获利能力					
毛利率	35.69%	32.42%	32.86%	33.07%	33.25%
净利率	11.77%	11.90%	11.19%	11.43%	11.95%
ROE	15.36%	11.35%	11.99%	13.23%	14.49%
ROIC	26.70%	26.41%	29.11%	33.86%	61.14%
偿债能力					
资产负债率	47.42%	40.07%	38.20%	42.33%	41.24%
净负债率	-32.28%	-49.77%	-53.22%	-70.07%	-74.34%
流动比率	1.30	1.62	1.77	1.77	1.91
速动比率	0.97	1.32	1.36	1.43	1.53
营运能力					
应收账款周转率	5.52	4.43	4.92	4.92	4.92
存货周转率	5.06	5.17	5.16	5.08	5.17
总资产周转率	0.77	0.64	0.69	0.74	0.76
每股指标（元）					
每股收益	0.68	0.73	0.87	1.11	1.42
每股经营现金流	0.80	1.14	0.67	1.98	1.33
每股净资产	4.41	6.40	7.27	8.38	9.79
估值比率					
市盈率	32.31	30.13	25.11	19.75	15.42
市净率	4.96	3.42	3.01	2.61	2.23
EV/EBITDA	0.00	8.26	15.68	11.36	8.28
EV/EBIT	0.00	11.14	18.31	12.90	9.18

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com