

经营质量提高，拓展整装市场

——2021年中报点评

核心观点

- **所得税影响短期业绩增速，经营保持稳健。**21H1 公司实现收入/归母净利润 36.3/3.9 亿，YoY+39.0%/79.3%；Q2 单季度实现收入/归母净利润 24.9/3.4 亿，YoY+17.2%/3.1%。Q2 业绩增速有所放缓，一是由于 21Q2 所得税较去年同期增加 4563 万元，二是由于去年同期需求集中释放，导致基数较高。
- **高增长有望延续，经营质量提高。**21H1 瓷砖业务收入 30.8 亿，YoY+40.3%，一是由于推出新品拉动单店坪效提升，二是渠道下沉门店数量增加，预计 21H1 新增门店约 400 家，较 20 年末增长约 7.5%。公司将强化 OEM 产能，同时不排除外延并购拓展副牌，加快市占率提升。公司坚持发挥零售主战场优势，做优质大 B 项目，估算 21H1 大 B 收入约 YoY+10%，占收入比例从 20 年约 20%降低至 21H1 约 14%。公司包铺贴业务已形成一定经验和标准，H2 有望全面铺开，通过“产品+服务”模式有望进一步提升经营质量。
- **产品结构优化/增强管控带动盈利能力提升，现金流大幅改善。**同口径下，21H1 毛利率/净利率同比增长 0.95/2.4pct，一是由于高毛利率的高值产品占比提升，估算从 20 年约 20%提升至 21H1 的 30%左右；二是由于加大集团采购降低成本。投新收入准则，同一口径下期间费用率同比下降 2.8pct 至 17.3%，其中销售费用率同比下降 2.0pct，一是由于通过属地化供应降低物流成本；二是大 B 增速放缓导致运费增长放缓。21H1 经营性现金流净额 4.8 亿，YoY+270.4%，主要由于增加票据支付比例，付现比同比下降 37.1pct。
- **渠道持续发力，布局大家居拓展整装市场。**渠道持续下沉，坚持发力 C+小 V 市场，继续推广共享仓提升渠道效率。成立家居事业部，打造多品类产品体系，提供“1+N”硬装产品解决方案，加快成长为瓷砖行业第一品牌。

财务预测与投资建议

- 下调 21-23 年 EPS 至 0.95/1.24/1.51 元(由于股本变动,追溯调整后原 EPS 1.01/1.30/1.60 元)，主要调增所得税率/成本假设。可比公司 21 年平均 PE 为 13X，22-23 年行业/公司平均归母净利润 CAGR+20.4%/26.5%，认可给予公司 30%溢价至 17XPE，对应目标价 16.15 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；估值溢价降低风险。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,752	7,158	9,038	11,301	13,606
同比增长(%)	2.0%	6.0%	26.3%	25.0%	20.4%
营业利润(百万元)	947	998	1,322	1,735	2,114
同比增长(%)	2.9%	5.4%	32.5%	31.2%	21.8%
归属母公司净利润(百万元)	794	852	1,126	1,475	1,801
同比增长(%)	0.1%	7.2%	32.2%	31.0%	22.1%
每股收益(元)	0.67	0.72	0.95	1.24	1.51
毛利率(%)	35.7%	32.4%	33.2%	33.7%	33.9%
净利率(%)	11.8%	11.9%	12.5%	13.1%	13.2%
净资产收益率(%)	16.6%	13.4%	13.8%	15.9%	17.3%
市盈率	22.2	20.7	15.6	11.9	9.8
市净率	3.4	2.3	2.0	1.8	1.6

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。

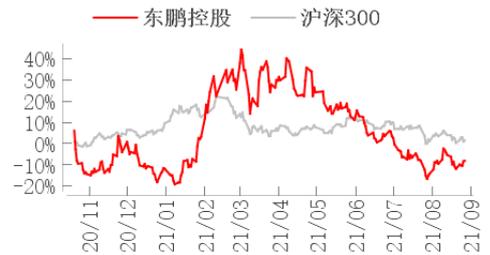


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年08月27日)	14.78 元
目标价格	16.15 元
52周最高价/最低价	23.81/12.76 元
总股本/流通A股(万股)	117,300/14,300
A股市值(百万元)	17,337
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2021年08月30日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	1.97	7.13	-18.59	
相对表现	0.78	9.26	-5.83	
沪深300	1.19	-2.13	-12.76	-0.06



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

发力 C+小 V，增长有望提速：——2020 年 2021-04-24 年报点评

业绩符合预期，21 年有望加速增长：—— 2021-03-01 业绩快报点评

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 17XPE。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 13X。可比公司 22-23 年调整后归母净利润 CAGR 均值为 20.4%，我们预测 22-23 年公司归母净利润复合增速为 26.5%，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/现金流回款更好，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 17XPE。

表 1：可比公司估值表（截至 2021 年 8 月 29 日）

公司	代码	股价	市值	每股收益（元）				市盈率				22-23 年 归母净利润 CAGR
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
三棵树	603737	143.30	539	1.87	2.14	3.29	4.51	81.19	66.96	43.56	31.77	45.2%
伟星新材	002372	20.40	325	0.75	0.86	1.00	1.14	24.96	23.72	20.40	17.89	15.1%
蒙娜丽莎	002918	27.09	111	1.39	1.84	2.40	3.05	23.16	14.72	11.29	8.88	28.7%
惠达卫浴	603385	8.76	34	0.81	0.93	1.12	1.28	13.45	9.42	7.82	6.84	17.3%
帝欧家居	002798	13.54	52	1.46	2.00	2.49	2.99	14.07	6.77	5.44	4.53	22.3%
调整后平均										13.17		

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 8 月 29 日收盘价；调整后平均为去掉最大值和最小值后的平均值

下调公司 21-23 年 EPS 至 0.95/1.24/1.51 元（由于股本变动，追溯调整原 EPS 为 1.01/1.30/1.60 元）。盈利预测有所调整，一是考虑到公司所得税率回归到平稳水平，调增公司所得税率假设；二是考虑到公司燃料成本有所上升，略微调增成本假设。公司是瓷砖行业龙头，深耕 C+小 V 市场，盈利质量/现金流回款更好，在渠道/供应链上具有优势，产品结构高端化。我们认可给予公司 2021 年 17XPE，对应目标价 16.15 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。

估值溢价降低风险。公司 21 年的估值溢价是基于 22-23 年业绩的高增速，若公司 22/23 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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,166	4,052	4,400	4,339	4,748	营业收入	6,752	7,158	9,038	11,301	13,606
应收票据、账款及款项融资	1,433	1,800	2,272	2,841	3,201	营业成本	4,342	4,838	6,036	7,491	8,991
预付账款	73	52	65	81	98	营业税金及附加	66	63	80	100	120
存货	1,340	1,431	1,786	2,216	2,660	营业费用	934	754	952	1,166	1,384
其他	252	322	343	362	381	管理费用及研发费用	495	571	721	898	1,078
流动资产合计	5,264	7,657	8,866	9,839	11,088	财务费用	(8)	(4)	(5)	(3)	(1)
长期股权投资	70	56	70	75	80	资产、信用减值损失	65	88	86	75	86
固定资产	3,330	3,725	4,110	4,789	5,206	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	290	118	109	105	103	投资净收益	24	2	2	2	3
无形资产	717	732	744	753	761	其他	65	149	152	159	163
其他	194	257	254	269	284	营业利润	947	998	1,322	1,735	2,114
非流动资产合计	4,601	4,887	5,286	5,991	6,433	营业外收入	29	15	28	26	32
资产总计	9,865	12,544	14,152	15,830	17,521	营业外支出	22	52	28	29	31
短期借款	5	210	200	210	220	利润总额	954	961	1,322	1,732	2,115
应付票据及应付账款	3,200	3,528	3,802	4,270	4,585	所得税	161	113	198	260	317
其他	834	988	1,062	1,203	1,335	净利润	793	848	1,124	1,472	1,797
流动负债合计	4,039	4,726	5,065	5,683	6,141	少数股东损益	(2)	(3)	(2)	(3)	(4)
长期借款	486	100	135	187	230	归属于母公司净利润	794	852	1,126	1,475	1,801
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.67	0.72	0.95	1.24	1.51
其他	153	199	150	147	145						
非流动负债合计	639	299	285	334	375	主要财务比率					
负债合计	4,678	5,026	5,350	6,017	6,516		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	17	15	13	10	7	成长能力					
实收资本(或股本)	1,030	1,173	1,191	1,191	1,191	营业收入	2.0%	6.0%	26.3%	25.0%	20.4%
资本公积	960	2,298	2,441	2,441	2,441	营业利润	2.9%	5.4%	32.5%	31.2%	21.8%
留存收益	3,180	4,032	5,158	6,172	7,368	归属于母公司净利润	0.1%	7.2%	32.2%	31.0%	22.1%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	5,187	7,518	8,803	9,813	11,006	毛利率	35.7%	32.4%	33.2%	33.7%	33.9%
负债和股东权益总计	9,865	12,544	14,152	15,830	17,521	净利率	11.8%	11.9%	12.5%	13.1%	13.2%
						ROE	16.6%	13.4%	13.8%	15.9%	17.3%
						ROIC	15.1%	13.0%	13.2%	15.2%	16.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	47.4%	40.1%	37.8%	38.0%	37.2%
净利润	793	848	1,124	1,472	1,797	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	1,453	363	320	366	429	流动比率	1.30	1.62	1.75	1.73	1.81
财务费用	(8)	(4)	(5)	(3)	(1)	速动比率	0.97	1.31	1.38	1.32	1.34
投资损失	(24)	(2)	(2)	(2)	(3)	营运能力					
营运资金变动	515	74	(598)	(502)	(477)	应收账款周转率	7.3	6.5	6.8	6.7	6.9
其它	(1,788)	57	28	57	69	存货周转率	3.3	3.4	3.6	3.6	3.5
经营活动现金流	941	1,336	866	1,388	1,814	总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.8	0.8
资本支出	(4,880)	(554)	(696)	(1,051)	(851)	每股指标(元)					
长期投资	(12)	14	(14)	(5)	(5)	每股收益	0.67	0.72	0.95	1.24	1.51
其他	3,844	(259)	2	2	3	每股经营现金流	0.91	1.14	0.73	1.17	1.52
投资活动现金流	(1,048)	(799)	(708)	(1,054)	(853)	每股净资产	4.34	6.30	7.38	8.23	9.24
债权融资	486	(386)	35	53	43	估值比率					
股权融资	4	1,481	161	0	0	市盈率	22.2	20.7	15.6	11.9	9.8
其他	(60)	200	(5)	(448)	(594)	市净率	3.4	2.3	2.0	1.8	1.6
筹资活动现金流	431	1,294	191	(396)	(552)	EV/EBITDA	5.7	10.1	8.4	6.5	5.4
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	14.6	13.8	10.4	7.9	6.5
现金净增加额	324	1,831	348	(61)	410						

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