

东鹏控股 (003012.SZ)

强烈推荐-A (维持)

成本影响业绩表现, 经销占比持续提升

1) 公司 2021 年实现营业收入 79.79 亿元, 同比增长 11.46%; 归母净利润 1.54 亿元, 同比减少 81.97%; 扣非归母净利润 4621.31 万元, 同比减少 93.82%; 基本每股收益 0.13 元/股; 加权平均 ROE 为 2.07%, 同比下降 12.51pct。

2) 2022 年一季度实现营业收入 9.66 亿元, 同比减少 14.73%; 归母净利润亏损 7704.08 万元, 上年同期盈利 5197.47 万元; 扣非归母净利润亏损 7360.94 万元, 上年同期盈利 1874.19 万元; 基本每股收益-0.06 元/股; 加权平均 ROE 为-1.06%, 同比下降 1.75pct。

□ **成本+计提影响, 利润端逐渐增压。**公司 21 年收入同比增 11.46%至 79.79 亿元, 扣非前/后归母净利同比减少 81.97%/93.82%, 21 年成本高涨, 叠加公司对地产客户应收款项计提信用减值准备合计 7.72 亿元, 影响利润表现。分季度看, 21Q1-Q4 单季度营收分别为 11.33 亿元/24.92 亿元/21.13 亿元/22.40 亿元, 同比+135%/+17%/-2%/-6%; 22Q1 收入同比减少 14.73%至 9.66 亿元; 21Q1-Q4 单季度归母净利润分别为 5197.47 万元/3.35 亿元/352.87 万元/-2.37 亿元, 分别同比+148%/+3%/-99%/-172%; 22Q1 归母净利同比减少 248.23%。分产品看, 21 年有釉砖/无釉砖/卫生陶瓷/卫浴产品收入分别为 59.12 亿元/7.59 亿元/6.51 亿元/3.96 亿元, 分别同比+19.63%/-32.20%/+11.46%/+17.32%。

□ **扩张阶段费用率提升, 回款能力较强。**利润率方面, 21 年销售净利率为 1.89%, 同比-9.96pct; 毛利率为 29.57%, 同比-2.84pct。22Q1 销售净利率为-8.10%, 同比-12.54pct; 毛利率为 23.45%, 同比-3.00pct, 天然气、煤炭等能源燃料价格大幅上涨, 坯料、釉料等化工原料价格也上涨较多, 致使成本压力上升。费用率方面, 21 年期间费用率同比+0.67pct 至 19.12%, 22Q1 期间费用率同比+12.19pct 至 35.78%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比增加 6.78pct/4.43pct/0.82pct/0.16pct。回款质量上, 21 年经营性现金流净流入 8.91 亿元, 收现比/付现比为 1.19/1.09; 应收账款及票据周转率由 4.43 次提高至 4.84 次。22Q1 经营性现金流净流出 3.48 亿元, 去年同期净流入 3690.64 万元, 收现比/付现比为 1.42/1.71; 应收账款及票据周转率为 0.68 次。

□ **产品研发创新不断推进, 经销占比持续提升。**公司新增 5 项发明专利, 自主创新持续推进, 技术和产品位居行业前沿, 积极探索现有产品进入全屋智能赛道以响应节能减排新要求, 布局未来公司新的机会点与增长点。公司三家全资子公司清远纳福娜、东鹏洁具、重庆东鹏取得高新技术企业认定, 对公司后续年度的经营发展将产生积极作用。通过产品创新引领行业, 品类多元化满足用户一站式“1+N”整装需求, 并采用“产品+服务”的包铺贴模式, 巩固 C 端高知名度, 21 年经销收入占比提升 2pct 至 59%, 经销端毛利率同比+0.88pct 至 29.02%, 直销毛利率同比-6.29pct 至 30.13%。

□ **股票期权激励核心团队, 维持“强烈推荐-A”评级。**公司为瓷砖和卫浴品牌龙头, 东鹏瓷砖为 2022 年北京冬奥会和冬残奥会官方瓷砖供应商, 东鹏整装卫浴为中国航天事业支持商。中长期看, 公司零售渠道保持优势, 产品研发创新持续推进, 市占率有望进一步提升。公司已通过 2022 年股票期权激励计划草案, 拟向激励对象授予 4000 万份股票期权, 约占公告时总股本的 3.36%, 有利于充分调动激励对象的积极性, 提升公司管理团队的凝聚力和公司竞争力。我们预计公司 2022-2023 年 EPS 分别为 0.66 元、0.86 元, 对应 PE 为 12.1x、9.3x, 维持“强烈推荐-A”评级。

□ **风险提示: 原材料和燃料价格大幅上涨、地产投资增速下滑。**

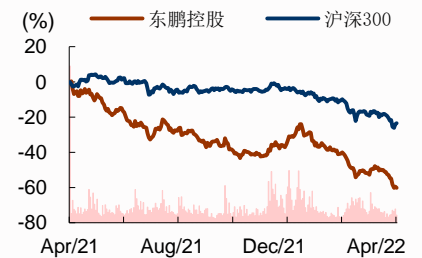
中游制造/建材
目标估值: NA
当前股价: 7.95 元

基础数据

总股本 (万股)	119066
已上市流通股 (万股)	64262
总市值 (亿元)	95
流通市值 (亿元)	51
每股净资产 (MRQ)	6.0
ROE (TTM)	0.3
资产负债率	43.0%
主要股东	宁波利坚创业投资合伙企业
主要股东持股比例	29.43%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-17	-35	-63
相对表现	-12	-16	-40



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《东鹏控股 (003012) — 坏账计提影响短期利润, 持续投入利在长远》
2021-11-01
- 《东鹏控股 (003012) — 零售和成本优势突出, 21H1 净利率显著提升》
2021-08-29
- 《东鹏控股 (003012) — 品类齐全渠道占优, 陶瓷龙头再展鹏翼》
2021-08-25

郑晓刚 S1090517070008
zhengxiaogang@cmschina.com.cn

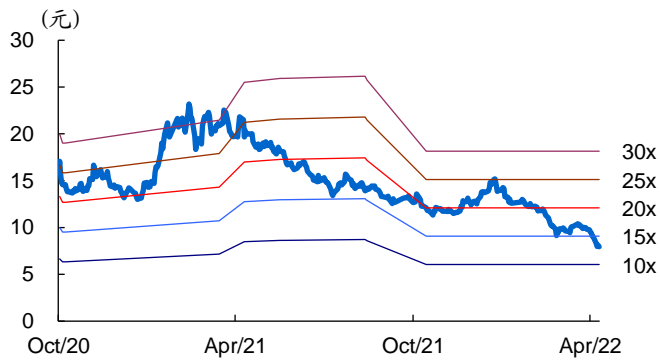
袁定云 研究助理
yuandingyun@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	7158	7979	9967	12219	14423
同比增长	6%	11%	25%	23%	18%
营业利润(百万元)	998	63	915	1197	1499
同比增长	5%	-94%	1359%	31%	25%
归母净利润(百万元)	852	154	785	1023	1291
同比增长	7%	-82%	411%	30%	26%
每股收益(元)	0.72	0.13	0.66	0.86	1.08
PE	11.1	61.6	12.1	9.3	7.3
PB	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0

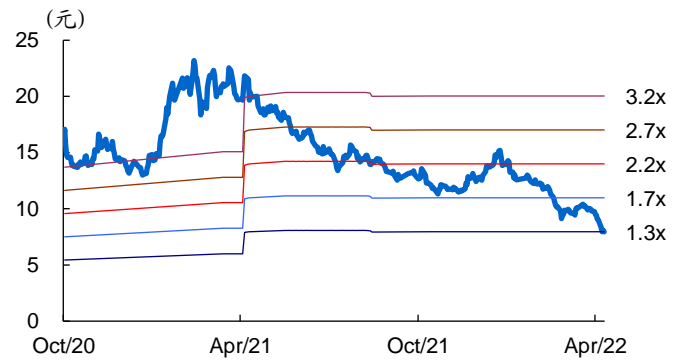
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 东鹏控股历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 东鹏控股历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	7657	7150	8384	10104	12018
现金	4052	3389	3723	4397	5289
交易性投资	187	0	0	0	0
应收票据	682	258	322	394	466
应收款项	1118	1238	1522	1866	2202
其它应收款	28	0	0	0	0
存货	1431	1624	2016	2465	2903
其他	158	642	801	982	1159
非流动资产	4887	5896	6171	6409	6616
长期股权投资	56	23	23	23	23
固定资产	3725	4117	4484	4804	5085
无形资产商誉	735	854	768	691	622
其他	371	903	896	891	886
资产总计	12544	13046	14554	16513	18634
流动负债	4726	5400	6374	7563	8721
短期借款	210	250	200	200	200
应付账款	3528	3973	4957	6062	7138
预收账款	255	274	342	418	493
其他	733	902	875	883	891
长期负债	299	319	319	319	319
长期借款	100	0	0	0	0
其他	199	319	319	319	319
负债合计	5026	5719	6694	7882	9041
股本	1173	1191	1191	1191	1191
资本公积金	2298	2289	2289	2289	2289
留存收益	4032	3834	4381	5168	6152
少数股东权益	15	14	1	(16)	(38)
归属于母公司所有者权益	7503	7313	7860	8647	9632
负债及权益合计	12544	13046	14554	16513	18634

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1336	891	1405	1639	1927
净利润	848	151	772	1006	1270
折旧摊销	416	544	611	647	679
财务费用	28	16	(14)	(20)	(27)
投资收益	(2)	(29)	(124)	(136)	(132)
营运资金变动	102	426	152	134	129
其它	(56)	(218)	8	9	9
投资活动现金流	(799)	(1735)	(763)	(750)	(755)
资本支出	(656)	(1124)	(887)	(887)	(887)
其他投资	(144)	(611)	124	136	132
筹资活动现金流	1294	(316)	(308)	(215)	(280)
借款变动	(237)	(139)	(84)	0	0
普通股增加	143	18	0	0	0
资本公积增加	1338	(9)	0	0	0
股利分配	0	(352)	(238)	(236)	(307)
其他	50	166	14	20	27
现金净增加额	1831	(1160)	334	674	892

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7158	7979	9967	12219	14423
营业成本	4838	5619	7011	8572	10095
营业税金及附加	63	84	106	129	153
营业费用	754	904	1150	1385	1606
管理费用	397	471	608	721	822
研发费用	174	196	255	301	341
财务费用	(4)	(46)	(14)	(20)	(27)
资产减值损失	(88)	(821)	(61)	(71)	(66)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	149	106	106	120	111
投资收益	2	29	18	16	21
营业利润	998	63	915	1197	1499
营业外收入	15	29	24	23	25
营业外支出	52	30	35	39	35
利润总额	961	61	905	1180	1490
所得税	113	(90)	133	175	220
少数股东损益	(3)	(3)	(13)	(17)	(22)
归属于母公司净利润	852	154	785	1023	1291

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	6%	11%	25%	23%	18%
营业利润	5%	-94%	1359%	31%	25%
归母净利润	7%	-82%	411%	30%	26%
获利能力					
毛利率	32.4%	29.6%	29.7%	29.8%	30.0%
净利率	11.9%	1.9%	7.9%	8.4%	9.0%
ROE	13.4%	2.1%	10.3%	12.4%	14.1%
ROIC	13.0%	0.8%	9.8%	11.8%	13.4%
偿债能力					
资产负债率	40.1%	43.8%	46.0%	47.7%	48.5%
净负债比率	2.5%	2.2%	1.4%	1.2%	1.1%
流动比率	1.6	1.3	1.3	1.3	1.4
速动比率	1.3	1.0	1.0	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
存货周转率	3.5	3.7	3.9	3.8	3.8
应收账款周转率	4.4	4.8	6.0	6.0	5.9
应付账款周转率	1.4	1.5	1.6	1.6	1.5
每股资料(元)					
EPS	0.72	0.13	0.66	0.86	1.08
每股经营净现金	1.12	0.75	1.18	1.38	1.62
每股净资产	6.30	6.14	6.60	7.26	8.09
每股股利	0.30	0.20	0.20	0.26	0.33
估值比率					
PE	11.1	61.6	12.1	9.3	7.3
PB	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.1	24.3	8.2	6.8	5.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑晓刚：毕业于英国东安吉利亚大学，经济学硕士，2017年1月加入招商证券，从事建材行业研究，2019年开始负责建筑与建材行业。所带团队入选2019年、2020年建筑材料行业最佳行业分析团队金牛奖，2021年新浪财经麒麟新锐分析师建筑材料行业第一名。

袁定云：上海交通大学工学管理学双学士、管理学硕士，2021年7月加入招商证券，从事建材行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。