

# 2021 年报及 2022 年一季报点评：大额减值影响 21 年业绩，经销占比持续提升

## 增持（首次）

2022 年 05 月 04 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 张潇

执业证书：S0600521050003

yjs\_zhangxiao@dwzq.com.cn

研究助理 任婕

执业证书：S0600122030031

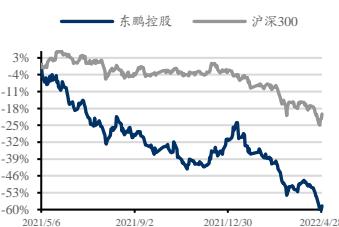
renj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	7,979	9,082	10,539	12,098
同比	11%	14%	16%	15%
归属母公司净利润（百万元）	154	741	926	1,118
同比	-82%	382%	25%	21%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.13	0.62	0.78	0.94
P/E（现价&最新股本摊薄）	64.10	13.29	10.63	8.81

### 投资要点

- 事件：公司发布 2021 年报及 2022 年一季报。**2021 年实现营收 79.79 亿元，同比+11.46%；归母净利 1.54 亿元，同比-81.97%。2022Q1 实现营收 9.66 亿元，同比-14.73%；归母净利-7704.08 万元，同比-248.23%。
- 经销渠道稳健增长，22Q1 战略工程业务有所收缩。**2021 年经销渠道同比增长 15.73%，直销渠道同比增长 4.61%。2022 年 Q1 营收同比下滑 14.73%，零售端略增 4%，战略工程同比下滑 29%。主要系受地产景气影响需求下滑，以及公司主动控制风险客户发货。
- 21H2 计提大额减值损失释放风险，22Q1 期间费用增加拖累利润。**2021 年销售净利率为 1.89%，同比变动-9.96pct。1) 煤炭、天然气和电力价格、原材料等要素成本攀升致毛利率下滑 2.84 个百分点；2) 公司对房地产行业客户应收款计提信用减值准备导致净利润减少。2021 年计提信用减值损失 7.72 亿元，资产减值损失 7282 万元。2022 年 Q1 销售净利率-8.10%，同比下滑 12.54 个百分点，主要系 2022 年 Q1 期间费用率大幅增加。2022 年 Q1 销售费用率 20.83%，同比变动+6.78pct；管理费用率 12.86%，同比变动+4.43pct。
- 经营性现金流略承压。**2021 年公司经营性活动现金流量净额为 8.91 亿元，较上年同期变动-4.46 亿元，去年同期为 13.36 亿元，主要是由于房地产工程回款率降低及本年支付的职工薪酬及缴纳的税金有所增加，同时收到的政府补助同比减少。1) 收现比情况：2021 年收现比 119.05%，较上年同期变动+2.16pct，2021 年末公司应收账款及应收票据余额为 14.95 亿元，同比减少 16.92%；2) 付现比情况：2021 年付现比 108.88%，较上年同期变动+3.75pct。2022 年 Q1 公司经营性活动现金流量净额为 3.48 亿元。
- 盈利预测与投资评级：**公司是国内瓷砖卫浴领军企业，具有强大的 C 端经销网络，同时在开拓中小微工程中也具备优势，经销为主的渠道结构为公司提供了较好的利润与现金流。随着募投项目逐步投产落地，公司产能与规模实力进一步增强。公司 21Q3、Q4 针对地产风险客户应收计提大额减值，轻装上阵。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 7.41/9.26/11.18 亿元，对应 PE 分别为 13X/11X/9X，考虑到公司中长期成长空间，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：**市场竞争加剧风险、原材料及能源价格大幅波动风险、下游需求波动风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	8.27
一年最低/最高价	7.95/20.35
市净率(倍)	1.37
流通 A 股市值(百万元)	5,314.47
总市值(百万元)	9,846.76

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	6.02
资产负债率(% ,LF)	43.02
总股本(百万股)	1,190.66
流通 A 股(百万股)	642.62

### 相关研究

## 内容目录

1. 东鹏控股：大额减值影响 21 年业绩，经销占比持续提升 .....	4
1.1. 经销渠道稳健增长，22Q1 战略工程业务有所收缩 .....	4
1.2. 21H2 计提大额减值损失释放风险，22Q1 期间费用增加拖累利润 .....	5
1.3. 经营性活动现金流略承压 .....	6
2. 盈利预测与投资建议 .....	6
3. 风险提示 .....	7

## 图表目录

图 1: 东鹏控股营业收入变化 (百万元, %) .....	4
图 2: 东鹏控股归母净利润变化 (百万元, %) .....	4
图 3: 东鹏控股毛利率、净利率变动情况 (%) .....	5
图 4: 东鹏控股分业务毛利率变动情况 (%) .....	5
图 5: 东鹏控股分季度期间费用率变动情况 (%) .....	6
图 6: 东鹏控股经营性现金流净额变动情况 (百万元) .....	6
图 7: 东鹏控股收现比、付现比情况 (%) .....	6

## 1. 东鹏控股：大额减值影响 21 年业绩，经销占比持续提升

**事件：**公司发布 2021 年年报及 2022 年一季报。实现营业总收入 79.79 亿元，同比增长 11.46%；实现归母净利润 1.54 亿元，同比下滑 81.97%；实现扣非归母净利润 0.46 亿元，同比下滑 93.82%。其中，2021Q4 单季营业收入为 22.4 亿元，同比下滑 6.24%；归母净利润为 -2.37 亿元，同比下滑 172.00%。

2022Q1 营业收入为 9.66 亿元，同比下滑 14.73%；归母净利润为 -7704.08 万元，同比下滑 248.23%。

### 1.1. 经销渠道稳健增长，22Q1 战略工程业务有所收缩

**2021 年公司实现营业总收入 79.79 亿元，同比增长 11.46%。**

**分季度来看**，公司 2021 年 Q1-Q4 营收增速分别为 +135.28%/+17.22%/-2.22%/-6.24%。Q3 以来公司收入增速下滑，主要受 3 季度以来地产景气下行，公司主动防控风险，控制大 B 客户业务。

**分业务来看**，有釉砖实现营收 59.12 亿元，同比增长 19.63%；无釉砖营收 7.59 亿元，同比下滑 32.20%；卫生陶瓷为 6.51 亿元，同比增长 11.46%；卫浴产品为 3.96 亿元，同比增长 17.32%。

**分渠道来看**，经销渠道实现营业收入 47.05 亿元，同比增长 15.73%，直销渠道实现营业收入 31.53 亿元，同比增长 4.61%。

**2022 年 Q1 营收同比下滑 14.73%，零售端略有增长，战略工程同比下滑较多，主要系地产景气下行大 B 端需求收缩，加之公司对房地产工程业务采取较为谨慎态度，导致公司 22Q1 工程渠道销售收入较去年同期下降 29%；零售、大包等渠道优势依然明显，22Q1 零售渠道销售收入较去年同期上升 4%。**

图1：东鹏控股营业收入变化（百万元，%）



图2：东鹏控股归母净利润变化（百万元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 1.2. 21H2 计提大额减值损失释放风险，22Q1 期间费用增加拖累利润

公司 2021 年销售毛利率为 29.57%，同比变动-2.84pct。主要系煤炭、天然气和电力价格、原材料等要素成本攀升。分季度来看，公司 2021 年 Q1-Q4 销售毛利率分别为 26.45%/30.91%/27.90%/31.24%。

分产品来看，有釉砖毛利率为 31.23%，同比下降 2.89pct；无釉砖毛利率为 27.71%，同比下降 7.34pct；卫生陶瓷毛利率为 21.55%，同比上升 1.72pct；卫浴产品毛利率为 20.57%，同比下降 2.22pct。

分渠道来看，2021 年直销渠道毛利率 30.13%，同比下滑 6.29 个百分点；经销渠道毛利率 29.02%，同比提升 0.88 个百分点。

受减值损失增加影响 21Q3 及 21Q4 净利率水平。2021 年销售净利率为 1.89%，同比变动-9.96pct。公司对房地产行业客户应收款项计提信用减值准备导致净利润减少。2021 年计提信用减值损失 7.72 亿元，资产减值损失 7282 万元。**2021 年公司应收票据单项计提坏账准备的计提比例平均达到 72.39%，应收账款单项计提坏账准备的计提比例平均达到 77.32%，计提比例显著高于其他装修建材公司，坏账风险释放较为充分。**

分季度来看，公司 Q1-Q4 销售净利率分别为 4.44%/13.37%/0.34%/-10.70%。其中 Q3 计提信用减值损失 2.28 亿元，Q4 计提 5.12 亿元。

2021 年销售费用率 11.33%，同比变动+0.8pct，主要系销售人员薪酬、广告宣传以及推广服务费增加所致；管理费用率 5.90%，同比变动+0.35pct，主要系管理人员薪酬以及中介机构服务费增加所致；研发费用率 2.46%，同比变动+0.03pct，主要系研发新产品新技术相关的人员薪酬、物料、折旧等相关投入增加；财务费用率-0.57%，同比变动-0.51pct。

图3：东鹏控股毛利率、净利率变动情况（%）

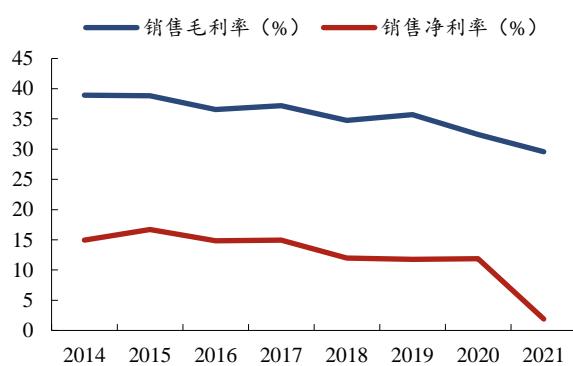
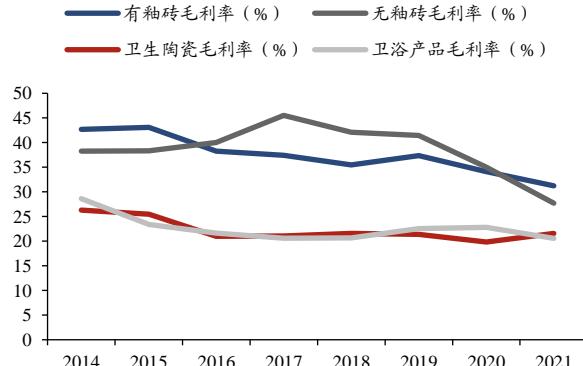


图4：东鹏控股分业务毛利率变动情况（%）



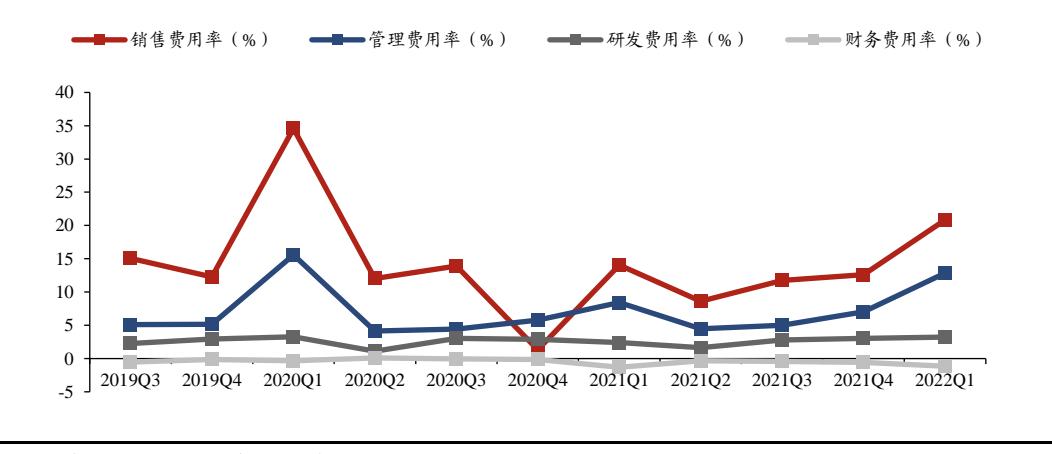
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

数据来源：Wind, 东吴证券研究所

2022 年 Q1 销售毛利率 23.45%，同比下滑 3 个百分点，主要系 Q1 为传统淡季毛利率较低，加之 22Q1 能源价格上涨以及销售收入同比下滑，导致 22Q1 毛利率同比下滑。

受期间费用增加影响 22Q1 净利率水平。2022 年 Q1 销售净利率 -8.10%，同比下滑 12.54 个百分点，主要系 2022 年 Q1 期间费用率大幅增加。2022 年 Q1 销售费用率 20.83%，同比变动 +6.78pct；管理费用率 12.86%，同比变动 +4.43pct；研发费用率 3.24%，同比变动 +0.83pct。

图5：东鹏控股分季度期间费用率变动情况（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 1.3. 经营性活动现金流略承压

2021 年公司经营性活动现金流量净额为 8.91 亿元，较上年同期变动 -4.46 亿元，去年同期为 13.36 亿元，主要是由于房地产工程回款率降低及本年支付的职工薪酬及缴纳的税金有所增加，同时收到的政府补助同比减少。1) 收现比情况：公司收现比 119.05%，较上年同期变动 +2.16pct，2021 年末公司应收账款及应收票据余额为 14.95 亿元，同比减少 16.92%；2) 付现比情况：公司付现比 108.88%，较上年同期变动 +3.75pct，2021 年末公司应付账款及应付票据余额为 39.73 亿元，同比增长 12.61%。2022 年 Q1 公司经营性活动现金流量净额为 -3.48 亿元。

图6：东鹏控股经营性现金流净额变动情况（百万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：东鹏控股收现比、付现比情况（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. 盈利预测与投资建议

公司是国内瓷砖卫浴领军企业，具有强大的 C 端经销网络，同时在开拓中小微工程中也具备优势，经销为主的渠道结构为公司提供了较好的利润与现金流。随着募投项目逐步投产落地，公司产能与规模实力进一步增强。公司 21Q3、Q4 针对地产风险客户应收计提大额减值，轻装上阵。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 7.41/9.26/11.18 亿元，对应 PE 分别为 13X/11X/9X，考虑到公司中长期成长空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 3. 风险提示

市场竞争加剧风险、原材料及能源价格大幅波动风险、下游需求波动风险。

## 东鹏控股三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>7,150</b>	<b>7,903</b>	<b>9,204</b>	<b>10,833</b>	<b>营业总收入</b>	<b>7,979</b>	<b>9,082</b>	<b>10,539</b>	<b>12,098</b>
货币资金及交易性金融资产	3,389	3,376	3,533	4,291	营业成本(含金融类)	5,619	6,409	7,405	8,491
经营性应收款项	1,567	1,917	2,580	3,104	税金及附加	84	95	111	127
存货	1,624	1,984	2,293	2,514	销售费用	904	1,008	1,159	1,307
合同资产	0	0	0	0	管理费用	471	518	580	653
其他流动资产	570	626	797	924	研发费用	196	213	242	272
<b>非流动资产</b>	<b>5,896</b>	<b>6,385</b>	<b>6,791</b>	<b>7,135</b>	<b>财务费用</b>	<b>-46</b>	<b>-28</b>	<b>-28</b>	<b>-30</b>
长期股权投资	23	23	23	23	加:其他收益	106	123	142	163
固定资产及使用权资产	4,273	4,663	5,000	5,284	投资净收益	29	9	11	12
在建工程	280	304	323	339	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	850	925	975	1,020	减值损失	-845	-185	-205	-225
商誉	4	4	4	4	资产处置收益	24	18	21	24
长期待摊费用	33	33	33	33	<b>营业利润</b>	<b>63</b>	<b>831</b>	<b>1,038</b>	<b>1,253</b>
其他非流动资产	433	433	433	433	<b>营业外净收支</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>
<b>资产总计</b>	<b>13,046</b>	<b>14,288</b>	<b>15,995</b>	<b>17,968</b>	<b>利润总额</b>	<b>61</b>	<b>829</b>	<b>1,036</b>	<b>1,251</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,400</b>	<b>5,909</b>	<b>6,698</b>	<b>7,564</b>	<b>减:所得税</b>	<b>-90</b>	<b>95</b>	<b>119</b>	<b>144</b>
短期借款及一年内到期的非流动负债	284	284	284	284	<b>净利润</b>	<b>151</b>	<b>734</b>	<b>917</b>	<b>1,107</b>
经营性应付款项	3,973	4,390	4,991	5,653	<b>减:少数股东损益</b>	<b>-3</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	<b>-11</b>
合同负债	274	320	370	425	<b>归属母公司净利润</b>	<b>154</b>	<b>741</b>	<b>926</b>	<b>1,118</b>
其他流动负债	868	914	1,053	1,203					
非流动负债	319	319	319	319	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.13	0.62	0.78	0.94
长期借款	0	0	0	0	EBIT	2	838	1,042	1,248
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	547	1,349	1,615	1,884
租赁负债	119	119	119	119					
其他非流动负债	200	200	200	200					
<b>负债合计</b>	<b>5,719</b>	<b>6,228</b>	<b>7,017</b>	<b>7,884</b>	毛利率(%)	29.57	29.43	29.73	29.82
归属母公司股东权益	7,313	8,054	8,980	10,098	归母净利率(%)	1.93	8.16	8.79	9.24
少数股东权益	14	7	-2	-14					
<b>所有者权益合计</b>	<b>7,327</b>	<b>8,061</b>	<b>8,978</b>	<b>10,085</b>	收入增长率(%)	11.46	13.83	16.05	14.79
<b>负债和股东权益</b>	<b>13,046</b>	<b>14,288</b>	<b>15,995</b>	<b>17,968</b>	归母净利润增长率(%)	-81.97	382.29	25.03	20.67

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	891	984	1,130	1,727	每股净资产(元)	6.14	6.76	7.54	8.48
投资活动现金流	-1,735	-975	-950	-946	最新发行在外股份(百万股)	1,191	1,191	1,191	1,191
筹资活动现金流	-316	-23	-23	-23	ROIC(%)	0.08	9.16	10.33	11.12
现金净增加额	-1,160	-13	157	758	ROE-摊薄(%)	2.10	9.20	10.32	11.07
折旧和摊销	544	511	574	636	资产负债率(%)	43.84	43.59	43.87	43.88
资本开支	-1,083	-984	-961	-958	P/E(现价&最新股本摊薄)	64.10	13.29	10.63	8.81
营运资本变动	-425	-433	-526	-253	P/B(现价)	1.35	1.22	1.10	0.98

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

### 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准：

#### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15%与 -5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15%以下。

#### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>