

# 天安新材（603725）

## 鹰牌陶瓷稳步扩张，布局泛家居产业链

增持（首次）

2024年06月18日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书：S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 任婕

执业证书：S0600522070003

renj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	2716	3142	3609	4060	4527
同比（%）	31.56	15.67	14.86	12.49	11.50
归母净利润（百万元）	(165.47)	120.95	159.37	187.71	228.47
同比（%）	(186.75)	173.09	31.77	17.79	21.71
EPS-最新摊薄（元/股）	(0.54)	0.40	0.52	0.62	0.75
P/E（现价&最新摊薄）	—	17.06	12.95	10.99	9.03

### 投资要点

- 天安新材深耕装饰材料行业 20 余年，深耕汽车材料行业 10 余年。2021 年收购鹰牌陶瓷、瑞欣装材等公司，扩充了建筑陶瓷、防火板等材料，同时依靠子公司的渠道资源扩展家装和公装业务，打造泛家居产业链。
- 鹰牌陶瓷轻资产模式运营，渠道扩张及供应链挖潜空间较大。2023 年全国建筑陶瓷产量 67.3 亿平，同比下降 8%，产能进一步去化，行业集中度亟待提升，陶瓷企业间的 OEM 生产合作也日渐频繁。鹰牌主要以外协模式生产产品，轻资产模式使得公司业务规模较快扩张。公司 2023 年末拥有 1373 家经销商、1397 家门店，较其他瓷砖龙头还有较大差距，未来可开拓空间较大。在供应链方面，公司加快中心仓建设，有助于减少经销商库存压力、提升配送效率、降低物流成本等。2023 年建筑陶瓷业务营收 15.69 亿元，同比+20.78%，公司瓷砖业务逆势发展，市占率提升较快。
- 汽车内饰材料快速发展，瑞欣助力公司泛家居布局及公装业务开拓。公司高分子饰面材料包括汽车内饰、防火板、家居装饰饰面材料等，其中汽车内饰增长较快。1) 汽车内饰：我国汽车行业稳步提升，新能源汽车蓬勃发展，同时汽车保有量基数保障中长期更新需求。天安汽车内饰业务规模从 2020 年的 2.96 亿元提升到 2023 年的 4.87 亿元，年均复合增速 18%。2) 防火饰面板：公司 2021 年收购瑞欣装材，产品广泛应用于医院、学校、机场、餐饮等公共建筑室内外装修装饰，一方面防火饰面板丰富了公司的产品体系，有助于公司打通泛家居产业链，另一方面可借助天汇建科在医院 EPC 领域的优势扩展医疗等领域公装业务。
- 把握整装发展趋势，坚持“陶瓷+大家居”双轨并行战略。以“陶瓷+大家居”双轨并行为发展战略，以新型环保饰面材料为核心，围绕装配式内装概念，在产品研发和安装交付环节进行深化和延伸，开启墙板、地板、瓷砖一体化销售和服务，并针对高端全屋交付以及旧房局部改造新赛道，公司推出“鹰牌生活”和“鹰牌改造家”全新业态。公司业务模式持续升级迭代，未来有望带动客单价提升。
- 盈利预测与投资评级：公司立足建筑陶瓷和高分子复合饰面材料两大基业，重点围绕泛家居产业链布局拉动产品销售。旗下鹰牌瓷砖已形成轻资产高周转的运营模式，渠道及业务规模持续扩张；高分子材料方面汽车内饰增长迅速，两大基业稳定发展。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.59/1.88/2.28 亿元，对应 PE 分别为 13X/11X/9X。考虑到公司新业务整合及扩张空间和潜力，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：原材料和能源价格波动的风险、市场竞争加剧的风险、应收账款回款风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	6.43
一年最低/最高价	5.68/14.02
市净率(倍)	1.92
流通 A 股市值(百万元)	1,843.21
总市值(百万元)	1,960.23

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	3.36
资产负债率(% ,LF)	68.90
总股本(百万股)	304.86
流通 A 股(百万股)	286.66

### 相关研究

## 内容目录

1. 天安新材：高分子饰面材料起家，收购鹰牌瓷砖业务版图进一步扩张 .....	4
2. 鹰牌陶瓷轻资产模式运营，渠道扩张及供应链挖潜空间较大 .....	6
2.1. 建筑陶瓷行业：产能过剩，优化出清 .....	6
2.2. 鹰牌轻资产模式运营，瓷砖业务增长迅速 .....	7
2.2.1. 轻资产外协模式运营，业务规模快速扩张 .....	7
2.2.2. 积极推进渠道下沉，加快中心仓建设深挖供应链潜力 .....	9
2.2.3. 把握整装发展趋势，坚持“陶瓷+大家居”双轨并行战略 .....	11
3. 汽车内饰材料快速发展，瑞欣助力公司泛家居布局及公装业务开拓 .....	12
3.1. 汽车内饰饰面材料：汽车行业稳中向好，带动内饰材料需求增长 .....	12
3.2. 建筑防火饰面板材：广泛应用于公装领域，与公司其他产品及业务发挥协同效应 .....	14
4. 盈利预测及投资建议 .....	15
4.1. 盈利预测假设 .....	16
4.2. 投资建议 .....	17
5. 风险提示 .....	17

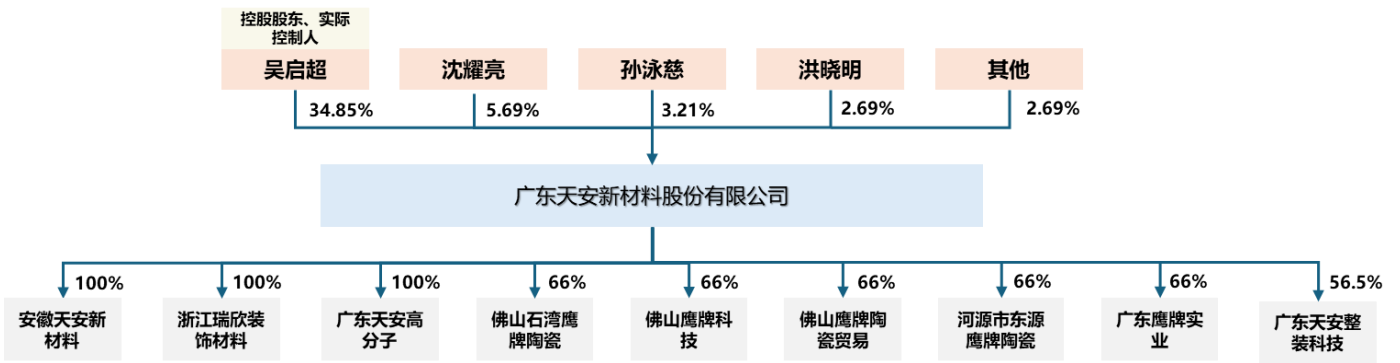
## 图表目录

图 1:	天安新材股权结构 (截至 2024 年 Q1 末)	4
图 2:	天安新材组织架构 (2023 年年报)	5
图 3:	天安新材营业收入及增速变动	5
图 4:	天安新材归母净利润及增速变动	5
图 5:	天安新材分业务结构变动情况	6
图 6:	天安新材分业务毛利率情况 (%)	6
图 7:	2001-2023 年中国陶瓷砖产量 (亿平)	6
图 8:	鹰牌集团旗下品牌矩阵	7
图 9:	天安新材陶瓷业务收入规模及增速	8
图 10:	天安新材外协占比情况	8
图 11:	陶瓷企业毛利率对比情况	9
图 12:	陶瓷企业存货周转天数对比	9
图 13:	鹰牌陶瓷经销商和门店数量 (家)	10
图 14:	各瓷砖企业经销网点数量对比 (2023 年)	10
图 15:	鹰牌 2086 中心仓	11
图 16:	鹰牌中心仓布局情况 (截至 2024 年 1 月末)	11
图 17:	鹰牌多层次的发展战略	11
图 18:	鹰牌生活产品及服务体系	12
图 19:	鹰牌陶瓷+墙板+地板实景空间	12
图 20:	天安汽车内饰饰面材料主要产品类别	12
图 21:	中国汽车产量情况 (万辆)	13
图 22:	我国新能源汽车产量情况 (万辆)	13
图 23:	中国汽车保有量情况 (亿辆)	13
图 24:	天安新材汽车内饰饰面材料业务收入变动情况	13
图 25:	建筑防火饰面板材及其应用场景	14
图 26:	鹰牌墙地专家	15
图 27:	公司发展战略规划	15
表 1:	各公司建筑陶瓷外协成本占主营业务成本比重	8
表 2:	天安新材 2023 年建筑陶瓷外购和自制的库存水平 (万平方米)	9
表 3:	2020 年以来公司签订的部分汽车产品合同情况	14
表 4:	天安新材分业务预测	16
表 5:	可比公司盈利预测与估值 (截至 2024 年 6 月 13 日)	17

## 1. 天安新材：高分子饰面材料起家，收购鹰牌瓷砖业务版图进一步扩张

天安新材立足建筑陶瓷和高分子复合饰面材料两大基业，重点围绕泛家居产业链，以控股子公司鹰牌公司和天汇建科在家装、公装的渠道资源，着力拉动建筑陶瓷、门墙地柜以及高分子复合饰面材料等产品的销量。公司深耕装饰材料行业 20 余年，深耕汽车材料行业 10 余年。2000 年天安在佛山市禅城区成立，2004 年公司成立 PVC 装饰材料事业部，2013 年公司开始量产汽车内饰材料，2021 年天安新材收购鹰牌集团旗下四家子公司 66% 的股权。公司股权结构稳定集中，董事长吴启超系公司控股股东、实际控制人，持股 34.85%（截至 2024 年 Q1 末）。

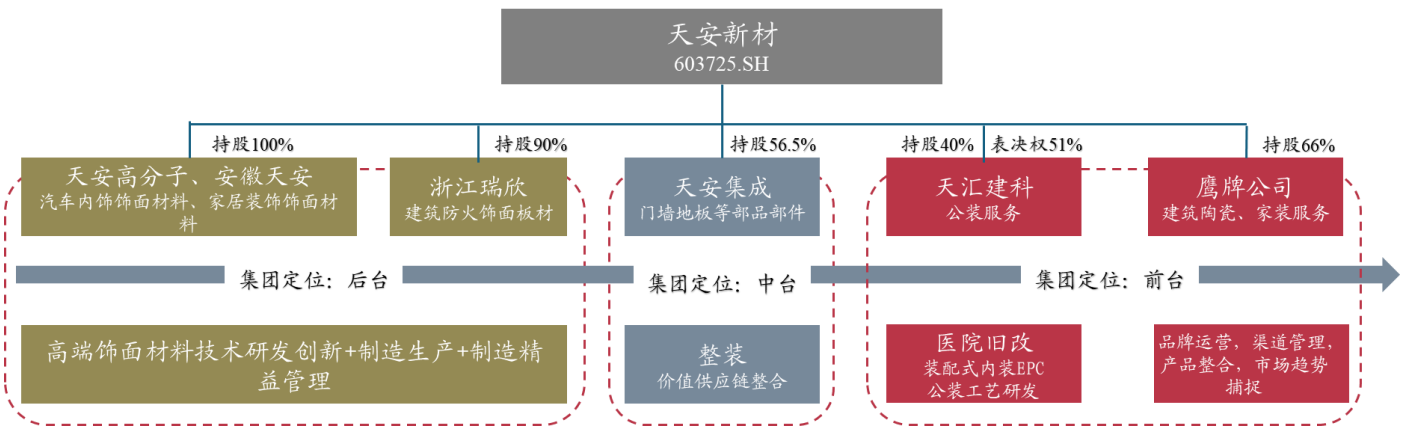
图1：天安新材股权结构（截至 2024 年 Q1 末）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

公司通过多品牌、多品类产品输出，各业务板块相互赋能共同打造“营销前台、赋能中台、支持后台”三维协同的泛家居产业生态圈，即以品牌、渠道建设为主的鹰牌公司和以公共建筑室内装配式装修集成技术为主的天汇建科作为直达终端消费的前台公司，以价值供应链体系搭建为核心的天安集成作为链接的中台公司，以环保饰面材料技术研发、制造为支撑的天安高分子、安徽天安、瑞欣装材作为后台公司，构建各子公司优势互补、资源共享的泛家居产业生态圈。

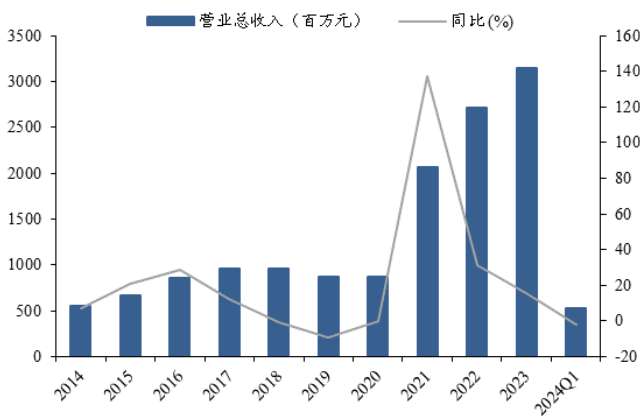
图2：天安新材组织架构（2023 年年报）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

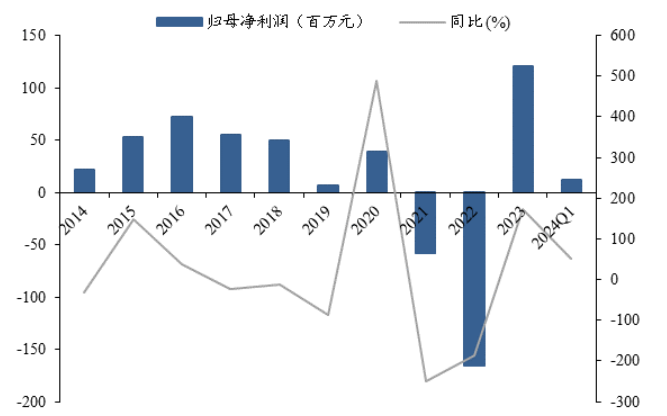
**建筑陶瓷及汽车内饰业务拉动收入规模增长，盈利能力触底回升。**公司 2021 年收购鹰牌陶瓷，2021 年以来，建筑陶瓷及汽车内饰饰面材料业务规模持续增长，拉动公司营收规模扩大。2023 年公司营收规模 31.42 亿元，同比增长 15.67%；2024 年 Q1 公司营收规模 5.26 亿元，同比下滑 1.99%，预计主要系建筑陶瓷业务市场需求有所下滑。归母净利润方面，2021-2022 年公司分别计提信用减值损失 1.36/1.69 亿元，主要系部分房地产客户减值迹象明显。2023 年公司盈利能力回升，2023 年公司实现归母净利润 1.21 亿元，销售净利率 4.92%。

图3：天安新材营业收入及增速变动



数据来源：WIND，东吴证券研究所

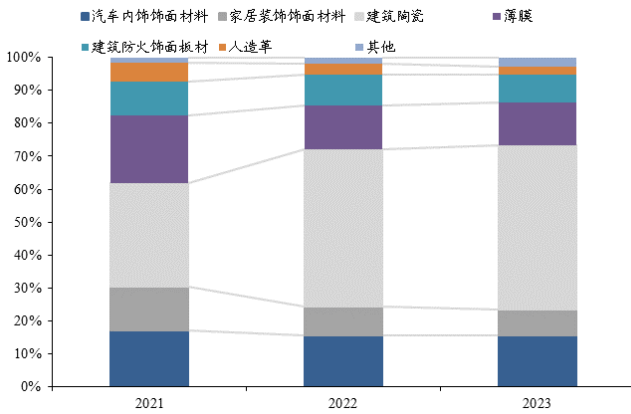
图4：天安新材归母净利润及增速变动



数据来源：WIND，东吴证券研究所

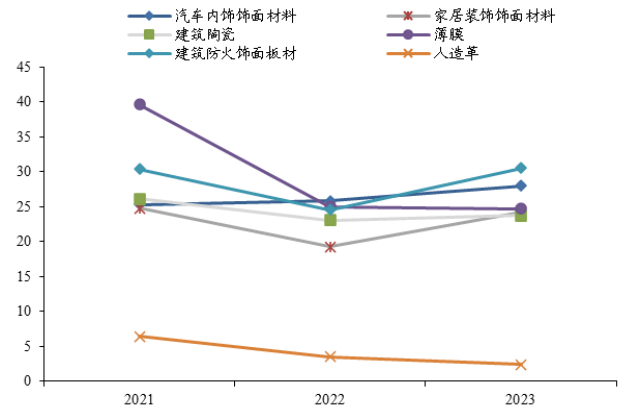
公司的主营产品包括建筑陶瓷、汽车内饰饰面材料、建筑防火饰面板材、家居装饰饰面材料、薄膜、人造革、整装材料及服务。公司 2021 年收购鹰牌陶瓷，成为公司第一大主业，公司的建筑陶瓷业务占比从 2021 年的 31.64%提升到 2023 年的 49.95%。汽车内饰饰面稳健增长，占比基本保持稳定。毛利率方面，2023 年除了薄膜和人造革外，其他各品类毛利率均有所回升，例如防火板 2023 年毛利率 30.52%，同比变动+5.92pct，成为公司毛利率最高的业务；建筑陶瓷毛利率 23.77%，同比变动+0.73pct。

图5: 天安新材分业务结构变动情况



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图6: 天安新材分业务毛利率情况 (%)



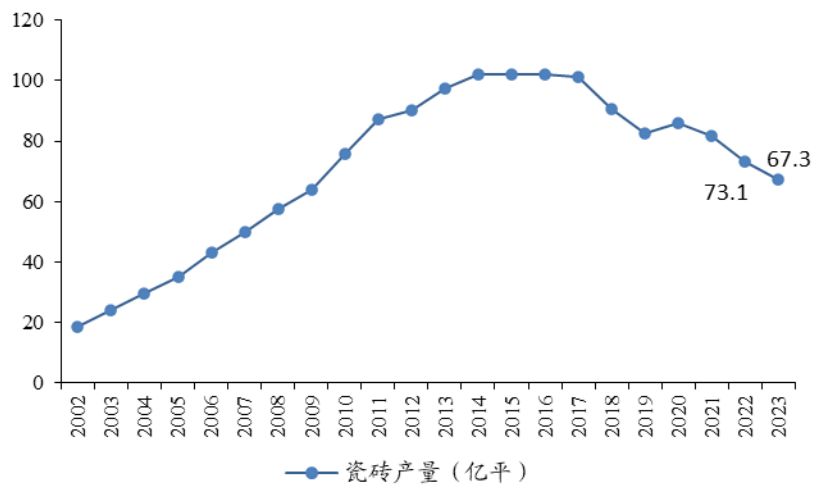
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

## 2. 鹰牌陶瓷轻资产模式运营, 渠道扩张及供应链挖潜空间较大

### 2.1. 建筑陶瓷行业: 产能过剩, 优化出清

建筑陶瓷行业需求进一步下滑, 行业产能过剩。根据中国建筑卫生陶瓷协会的统计, 中国建筑陶瓷生产企业减少 115 家, 生产线淘汰 275 条, 淘汰比例近 10%。2023 年行业产能进一步去化, 2023 年全国建筑陶瓷产量 67.3 亿平, 同比下降 8%, 较 2016 年巅峰时期的 102.3 亿 m<sup>2</sup> 下滑了超过 34%。陶瓷厂产线普遍开窑率低, 停窑减产越来越常态化, 行业产能利用率较低。

图7: 2001-2023 年中国陶瓷砖产量 (亿平)



数据来源: 中国建筑卫生陶瓷协会, 东吴证券研究所

建筑陶瓷行业供给侧结构性改革进入新阶段, 倒逼制造升级, 淘汰落后产能, 优化资源配置成为建筑陶瓷行业重要的政策导向。从整体趋势来看, 双碳政策、环保导向不会改变, 随着门槛提高、大批企业退出, 市场会形成新的供需平衡。建筑陶瓷行业告别

过去高速发展的时代，在增长放缓、竞争加剧的同时，建筑陶瓷行业面临着转型的机遇和挑战，产业集中度预计将进一步提高，而头部建陶企业有望在持续改善的竞争环境中占据更大的市场份额，保持稳定的盈利能力。

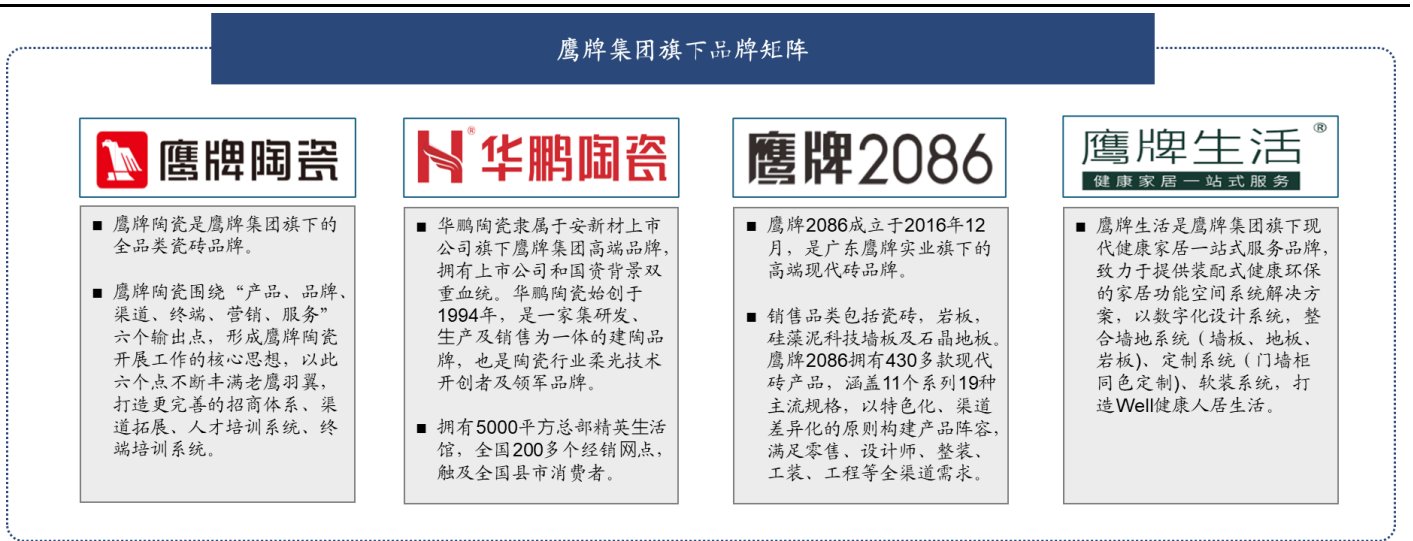
陶瓷企业间的 OEM 生产合作也日渐频繁。根据华夏陶瓷网，2023 年建筑陶瓷行业产能利用率仅为 60%左右，由于行业普遍开窑率较低，对于建筑陶瓷品牌商来说优质供应链的选择更多，中小企业的合作意愿也显著增强。通过与中小型陶瓷企业进行属地化合作，充分利用地方型中小企业的生产能力以及属地化就近生产降低运输等成本费用，品牌商与代工厂之间可以实现双赢合作。

## 2.2. 鹰牌轻资产模式运营，瓷砖业务增长迅速

2021 年，天安新材收购鹰牌集团旗下四家子公司（佛山石湾鹰牌陶瓷有限公司、佛山鹰牌科技有限公司、佛山鹰牌陶瓷贸易有限公司、河源市东源鹰牌陶瓷有限公司）66% 的股权，天安新材与鹰派集团共同出资成立广东鹰牌实业有限公司，承接四家子公司的股权，实现集团化管理。天安入主鹰牌后，积极探索跨界融合新模式——产品扩充、渠道共融、焕新全新店态，进军泛家居市场。

鹰牌集团旗下拥有四大品牌，鹰牌陶瓷、鹰牌 2086、华鹏陶瓷、鹰牌生活。其中，鹰牌陶瓷是鹰牌集团旗下的全品类瓷砖品牌；华鹏陶瓷是鹰牌集团旗下的高端品牌；鹰牌 2086 是公司旗下的高端现代砖品牌；鹰牌生活是鹰牌集团旗下现代健康家居一站式服务品牌。

图8：鹰牌集团旗下品牌矩阵



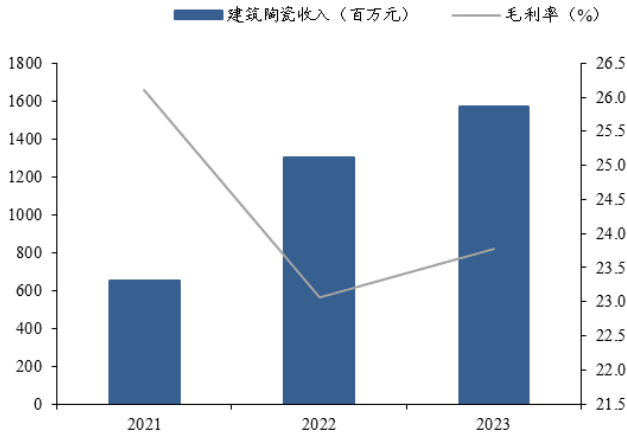
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 2.2.1. 轻资产外协模式运营，业务规模快速扩张

天安收购鹰牌后，2021-2023 年鹰牌陶瓷收入规模快速扩张，从 2021 年的 6.53 亿元增加到 2023 年的 15.69 亿元，年均复合增速 55%。天安作为上市公司在产品和服务、

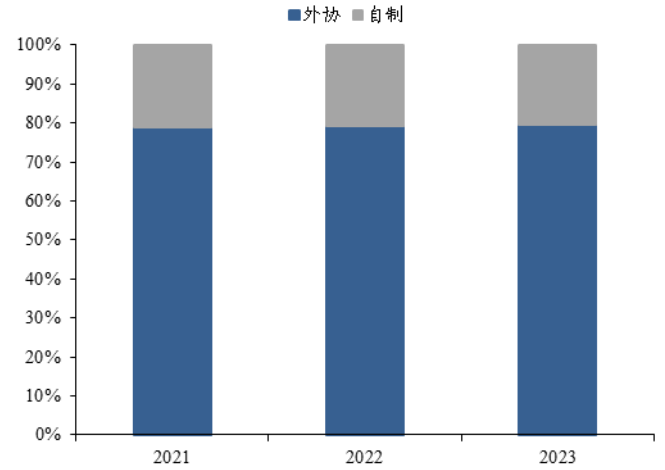
销售渠道和客户资源、运营和管理等多方面加强与鹰牌陶瓷的深度整合,实现优势互补、相互赋能。

图9: 天安新材陶瓷业务收入规模及增速



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图10: 天安新材外协占比情况



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

鹰牌建筑陶瓷以轻自产模式运营——代工模式为主,2023 年外协收入占比达到 79.62%, 外协成本占比 77.72%, 对比同行业其他建筑陶瓷企业, 东鹏控股外协比例 23.99%, 蒙娜丽莎 9.89%, 帝欧家居 42.05%, 马可波罗 5.31%, 公司外协占比远超同业。

表1: 各公司建筑陶瓷外协成本占主营业务成本比重

公司	2021 年	2022 年	2023 年
东鹏控股	26.16%	22.00%	23.99%
蒙娜丽莎	20.08%	11.47%	9.89%
帝欧家居	45.53%	44.03%	42.05%
新明珠	17.32%	11.69%	—
马可波罗	10.68%	5.03%	5.31%
天安新材-建筑陶瓷业务	72.93%	75.39%	77.22%

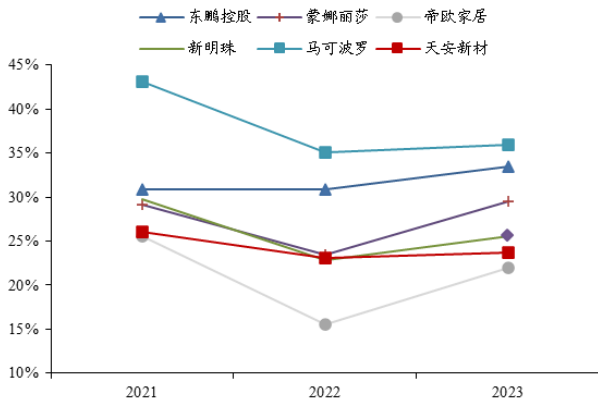
数据来源: WIND, 东吴证券研究所 (其中, 天安新材数据为建筑陶瓷外协成本/建筑陶瓷业务营业成本)

从毛利率对比来看,2023 年天安新材瓷砖业务毛利率 23.77%, 东鹏控股 33.48%, 蒙娜丽莎 29.47%, 马可波罗 36.01%, 由于外协比例较高, 公司瓷砖业务毛利率低于同业平均水平, 随着公司业务规模的扩大, 供应链的整合效率以及对代工工厂议价能力提升, 未来盈利水平有望提升。

从陶瓷企业周转天数对比来看, 天安新材由于代工比例较高, 可占用供应商库存, 因此自身产品仓储成本也较低, 2023 年天安新材存货周转天数仅 72 天, 显著低于其他建筑陶瓷企业 (马可波罗 132 天; 东鹏控股 118 天; 蒙娜丽莎 147 天)。

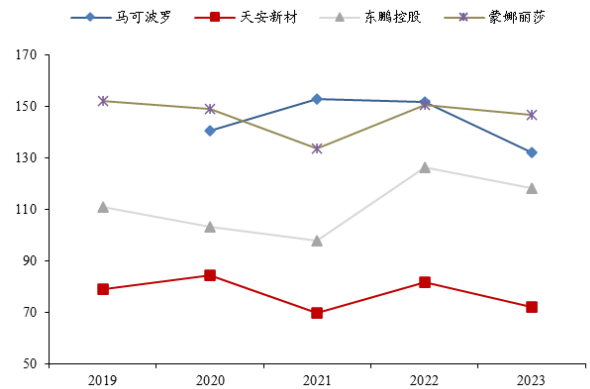


图11: 陶瓷企业毛利率对比情况



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图12: 陶瓷企业存货周转天数对比



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

尽管让渡了一部分生产环节的利润,但存货的仓储成本大部分转移到了代工工厂方面。参考天安 2023 年建筑陶瓷外购和自制产品的库存量情况,外购产品的规模远大于自产产品规模,但是库存水平却远低于自制产品的库存水平,2023 年建筑陶瓷外购产品库存量 91.99 万平方米,自制产品库存量 438.06 万平方米。

表2: 天安新材 2023 年建筑陶瓷外购和自制的库存水平 (万平方米)

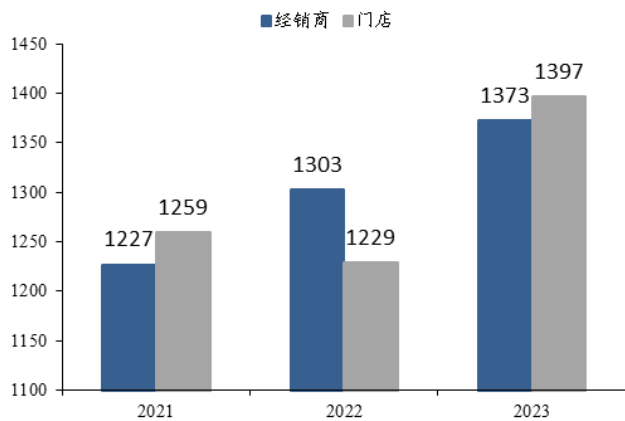
主要产品	单位	生产量	销售量	库存量
建筑陶瓷-外购产品	万平方米	3,569.89	3,624.25	91.99
建筑陶瓷-自制产品	万平方米	780.27	807.83	438.06

数据来源: WIND, 东吴证券研究所

### 2.2.2. 积极推进渠道下沉, 加快中心仓建设深挖供应链潜力

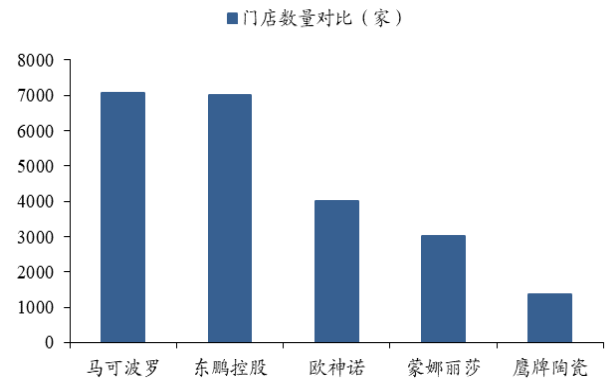
鹰牌公司对建筑陶瓷的销售以经销渠道为主,通过在建陶行业多年的深耕细作,鹰牌公司建立了遍布全国的销售网络和众多品牌展厅。截至 2023 年 12 月 31 日,鹰牌公司拥有 1373 家经销商、1397 家门店,店面面积超过 30 万平方米。对比同业的门店网点数量(蒙娜丽莎 3000+家;东鹏控股近 7000 家;欧神诺近 4000 家;马可波罗 7070 家),相比之下,鹰牌仍有较大的可开拓空间。

图13: 鹰牌陶瓷经销商和门店数量(家)



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图14: 各瓷砖企业经销网点数量对比(2023年)



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

积极推进渠道下沉填补空白区域, 多措并举拓宽营销渠道。在巩固鹰牌原有销售渠道的同时, 推进渠道下沉, 加大终端客户的开发力度。同时, 鹰牌聚焦家装零售、整装、设计师和单体工程等主要渠道, 加强家装零售渠道的销售转换, 加大与整装公司合作的粘性, 拓宽单体工程项目资源, 从而扩大销售网络覆盖。此外, 鹰牌陶瓷重点建设了新媒体传播矩阵, 拓宽触达用户的方式, 积极在小红书、抖音、微信公众号、视频号等新媒体平台发声, 传播公司品牌、营销、产品等, 持续加强消费者的认知, 导流终端销售。

鹰牌陶瓷推出了“1+N”升级模式, 打造中心仓+鹰牌大店+鹰牌小店的创新盈利模式。截至2024年1月末, 鹰牌已在全国完成17大中心仓布局, 包括临沂、高安、天津等, 以中心仓赋能大店, 以大店赋能小店, 极大地推动了区域互助互进和全国配送服务布局。让经销商更安心更专注于营销拓展工作, 实现快速成长、盈利。对于供应链鹰牌分三步走, 第一步, 将中转仓做小, 中心仓做大, 与优质的大商共建中心仓, 高效服务周边客户; 第二步是属地化, 降低物流成本, 加强区域竞争力; 第三步, 一盘货, 构建一体化库存共享体系, 加快周转。

- **货源充足减少经销商库存压力:** 区域中心仓面积足够大, 涵盖品牌多系列、多规格产品, 减少经销商资金与库存压力。
- **配送效率较高:** 每个区域中心仓地理位置优越, 拥有扎实的陶瓷配套产业基础, 高效完善的物流平台, 为中心仓提供安全、快捷、高效、精准的专业化物流服务, 辐射范围广, 随调随走, 大大缩短了配送时间, 实现高效率配送。
- **显著降低物流配送成本:** 以鹰牌2086的山东中心仓为例, 广东海运到山东中心仓费用约160元/吨, 山东中心仓到周边300公里以内区域配送费用约100元/吨, 合计约260元/吨。而广东佛山汽运零担配送到山东各地运费约500元/吨, 通过鹰牌中心仓的物流体系, 单次零担物流配送成本降低50%以上。
- **提供加工配套服务:** 中心仓有完善瓷砖加工配套服务, 实现瓷砖配件加工、水刀加

工、整合配送等增值服务，达到配套齐全，整合配送。在保障仓库功能的基础上，节约经销商瓷砖加工的时间、人工等成本，打造区域中心仓的综合服务系统。

图15: 鹰牌 2086 中心仓



数据来源: 鹰牌 2086 官方公众号, 东吴证券研究所

图16: 鹰牌中心仓布局情况 (截至 2024 年 1 月末)

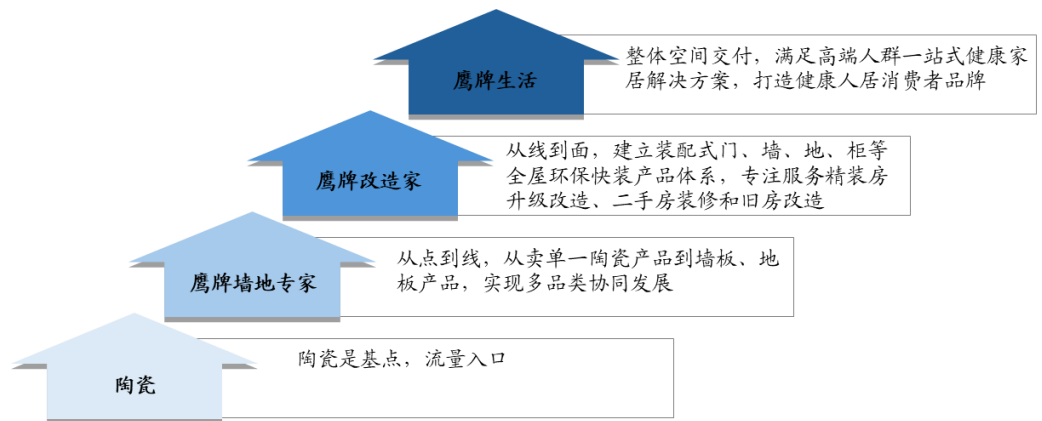


数据来源: 陶城报, 东吴证券研究所

2.2.3. 把握整装发展趋势，坚持“陶瓷+大家居”双轨并行战略

在陶瓷产品的基础上，鹰牌通过墙面（硅藻泥科技墙板、岩板）+ 地面（陶瓷 + HPL 石晶地板）的多元化组合方式进入大家居市场。陶瓷产品属于家装流程中的前端的硬装环节，相当于是 C 端的流量入口，借助鹰牌陶瓷在家装领域的流量，可以向定制及软装等产品拓展。鹰牌陶瓷提供了品牌和渠道流量，而天安新材的顶墙地板等产品，再匹配良好的空间设计和交付能力，鹰牌陶瓷升级为鹰牌墙地专家，从卖单一的陶瓷材料，升级到卖整体墙地装饰方案。

图17: 鹰牌多层次的发展战略



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

以“陶瓷+大家居”双轨并行为发展战略，整合母公司泛家居生态链，以新型环保饰面材料为核心，围绕装配式内装概念，在产品研发和安装交付环节进行深化和延伸，开启墙板、地板、瓷砖一体化销售和服务，并针对高端全屋交付以及旧房局部改造新赛道，公司推出“鹰牌生活”和“鹰牌改造家”全新业态，为消费者提供多维度的环保装

配式解决方案。

图18: 鹰牌生活产品及服务体系



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图19: 鹰牌陶瓷+墙板+地板实景空间



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

### 3. 汽车内饰材料快速发展, 瑞欣助力公司泛家居布局及公装业务开拓

#### 3.1. 汽车内饰饰面材料: 汽车行业稳中向好, 带动内饰材料需求增长

公司 2013 年开始量产汽车内饰业务, 发展至今已有十余年, 公司汽车内饰产品在国内外主流整车厂的各类车型中获得了广泛的应用。汽车内饰是汽车基本单元之一, 包括座椅、仪表板、门板、顶棚、遮阳板、门板扶手等部件, 汽车内饰的饰面材料直接与消费者接触, 其外观、触感和气味在很大程度上影响消费者的第一印象。

图20: 天安汽车内饰饰面材料主要产品类别

汽车仪表盘



汽车座椅



汽车门板



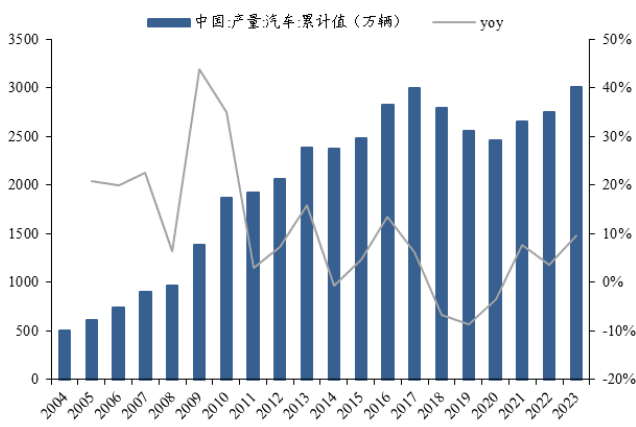
汽车遮阳板/遮物帘



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

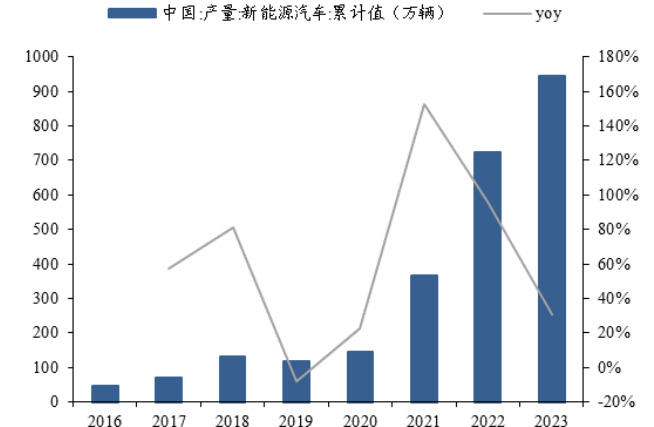
我国汽车行业稳健发展，汽车内饰需求受益于汽车产业的快速发展。我国汽车行业目前正处于快速发展阶段，根据中国汽车工业协会数据统计，2023年，我国汽车产销量分别完成3,016万辆和3,009万辆，同比增长11.6%和12%，创历史新高。同时，随着国家双碳目标的实施，新能源汽车利好政策频出，持续激发消费潜力，助力新能源汽车产业蓬勃发展。2023年，新能源汽车产销量分别完成958.7万辆和949.5万辆，同比分别增长35.8%和37.9%。据中国汽车工业协会预测，2024年中国汽车总销量将超过3100万辆，同比增长3%以上，为汽车内饰行业提供了稳定的需求。伴随着汽车产量稳步回升，天安新材汽车内饰业务规模也从2020年的2.96亿元提升到2023年的4.87亿元，年均复合增速18%。

图21：中国汽车产量情况（万辆）



数据来源：中汽协，东吴证券研究所

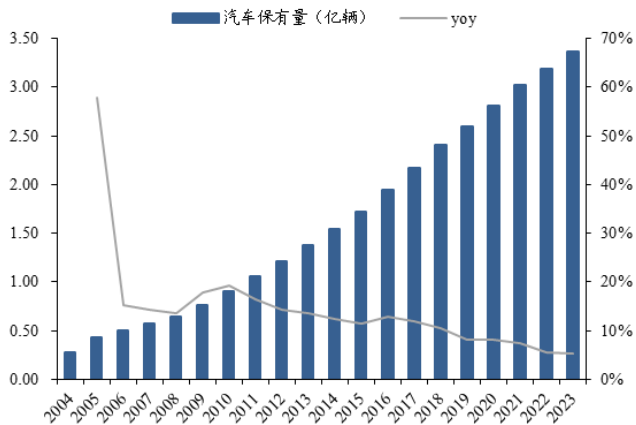
图22：我国新能源汽车产量情况（万辆）



数据来源：中汽协，东吴证券研究所

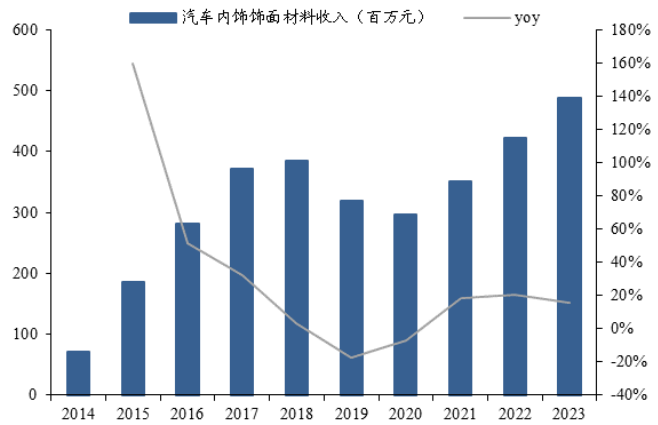
另一方面，我国现有庞大的汽车保有总量使得未来每年的更新需求维持在较高水平，据公安部统计，2023年我国汽车保有量为3.36亿辆，构成中国汽车市场未来数年需求稳定增长的基础。

图23：中国汽车保有量情况（亿辆）



数据来源：公安部，东吴证券研究所

图24：天安新材汽车内饰饰面材料业务收入变动情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

公司紧抓汽车行业以及新能源车快速发展的市场机遇，加大项目开发力度，提升服务质量，增强与客户合作黏性。公司现有合作的量产品牌包括丰田、本田、英菲尼迪、东风标致、雪铁龙、日产、铃木、上汽通用五菱、广汽、吉利、比亚迪、江淮、长安、长城、奇瑞等。

**表3: 2020 年以来公司签订的部分汽车产品合同情况**

序号	直接客户	终端车企
1	广西双英集团股份有限公司	上汽通用五菱
2	江苏林泉汽车装饰件有限公司	一汽
3	深圳市比亚迪供应链管理有限公司	比亚迪
4	麦格纳宏立汽车系统集团有限公司	奔驰-吉利
5	舒茨曼座椅（宁波）有限公司	吉利汽车
6	东风延锋汽车座舱系统有限公司	东风风神

数据来源：WIND，东吴证券研究所

### 3.2. 建筑防火饰面板材：广泛应用于公装领域，与公司其他产品及业务发挥协同效应

天安 2021 年起分三次以现金方式收购瑞欣材 100% 的股权。瑞欣装材作为国内建筑防火饰面板材第一梯队企业，主要生产各类抗病毒不燃板、磁力不燃板、防辐射不燃板、莱仕特、防火板、英耐特墙板、嵌石、洁净板、免漆木皮、理化板、户外板等具有耐火功能的饰面材料，产品主要应用于医院、学校、机场、餐饮等公共建筑室内外装修装饰。建筑防火饰面板材在国内以直销为主，外销以经销商为主。天安与瑞欣装材的原股东及瑞欣装材签订的《股权收购协议》：瑞欣装材的原股东承诺，瑞欣装材 2021 年度、2022 年度和 2023 年度实现的净利润分别为不低于 2,100 万元、2,300 万元、2,500 万元。瑞欣装材经营情况逐步向好，2023 年瑞欣装材实现净利润 3,561.33 万元，超额完成业绩承诺。

**图25: 建筑防火饰面板材及其应用场景**



数据来源：瑞欣装材公众号，公司年报，东吴证券研究所

瑞欣装材拥有高毛利率与高品质的不燃板与防火板，在家装领域，瑞欣的收购及鹰牌公司一起打通了泛家居产业链生态链，逐步完善从饰面材料单一品类到门墙地柜等部品部件、再到一站式健康人居空间交付的各个节点，推动公司点线面多维发展，实现从材料供应商到综合服务商的战略转型。鹰牌导入了天安新材的环保科技板材、瑞欣材料产品系统，快速实现墙地专家的转变，布局延伸泛家居产业以及大家居产业，以全新店态打造健康人居生活体验，为消费者提供环保装配式一站解决方案。

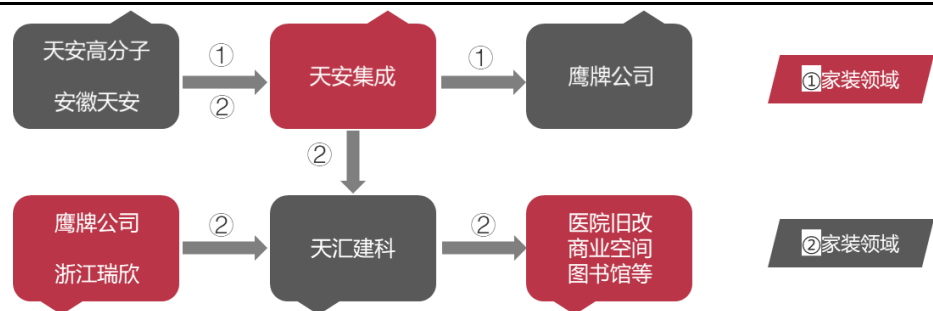
图26：鹰牌墙地专家



数据来源：瑞欣装材公众号，公司年报，东吴证券研究所

另一方面，瑞欣的产品广泛应用于公装领域，可与公司收购的天汇建科共同在公装领域深耕，在医院旧改、商业空间、图书馆等多个公装场景发挥协同效应。

图27：公司发展战略规划



未来公司将实现多品类多品牌高度融合，相互赋能，朝着家居消费数据，工业化内装和健康人居品牌的方向发展。

数据来源：WIND，东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测及投资建议

#### 4.1. 盈利预测假设

**(1) 高分子复合饰面材料业务:** 1) **汽车内饰饰面材料业务:** 公司在汽车内饰材料领域深耕十余年,有较强的技术积累,我国汽车行业稳步发展,同时新能源汽车蓬勃快速发展,中长期来看现有大规模的汽车保有量的更新需求也支撑中长期发展,公司汽车内饰业务有望随之快速发展; 2) **建筑防火饰面板材:** 公司 2021 年收购瑞欣装材, 2022 年收购天汇建科, 公司产品线日益丰富, 家装领域鹰牌陶瓷及瑞欣装材共同打通了公司泛家居战略布局, 同时工装领域与天汇建科协同发展; 3) **家居装饰饰面材料:** 公司的家居饰面材料可广泛应用于天花、吊顶、地面、墙体、柜体等全空间领域的表面装饰, 应用领域持续拓宽, 且与国内定制家居龙头企业等下游客户建立了紧密的合作关系, 规模稳步发展。我们预计公司 2024-2026 年高分子复合饰面材料业务规模分别同比 +8.43%/+7.46%/+7.64%。

高分子复合饰面材料中的汽车内饰材料、建筑防火饰面材料、家居装饰饰面材料等稳步发展, 推动品类内业务结构改善, 毛利率提升, 同时上游原材料市场供应较为充足, 价格波动较为可控, 我们预计公司 2024-2026 年高分子复合饰面材料业务的毛利率分别为 20.71%/20.80%/20.84%。

**(2) 建筑陶瓷业务:** 公司 2021 年收购鹰牌集团瓷砖业务, 鹰牌公司经过近五十年的品牌积累与沉淀, 匠心打造出品类齐全、品质优异的建筑陶瓷产品体系。天安入主以后, 生产端鹰牌延续外协为主的生产模式; 渠道方面公司积极推进渠道扩张与下沉, 公司渠道密度和同业可比公司马可波罗、蒙娜丽莎、东鹏控股等相比仍有较大发展空间; 供应链管理方面公司加快中心仓建设深挖供应链周转效率, 形成了与其他建筑陶瓷企业差异化的发展模式。未来公司建筑陶瓷业务继续拓展渠道广度、提升周转效率以扩张规模, 我们预计公司 2024-2026 年建筑陶瓷业务规模分别同比 +20%/+16%/+14%。

尽管建筑陶瓷行业产能过剩, 同时需求下滑行业竞争加剧, 对建筑陶瓷产品的价格有一定冲击, 但公司深度挖掘供应链潜力, 中心仓优化运输及仓储成本, 外协规模持续扩大提升对代工工厂议价能力, 未来毛利率预计仍有进一步上行空间, 我们预计 2024-2026 年公司建筑陶瓷业务毛利率分别为 23.90%/23.95%/24.00%。

表4: 天安新材分业务预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>高分子复合饰面材料</b>					
收入(百万元)	1,363.99	1,486.98	1,612.31	1,732.55	1,864.86
成本(百万元)	1,118.57	1,182.93	1,278.37	1,372.24	1,476.30
毛利率(%)	17.99	20.45	20.71	20.80	20.84
<b>整装业务</b>					
收入(百万元)	19.67	47.94	71.91	97.08	121.35
成本(百万元)	13.49	32.66	48.90	66.01	82.52
毛利率(%)	31.43	31.86	32.00	32.00	32.00



建筑陶瓷						
收入(百万元)	1,299.38	1,569.45	1,883.34	2,184.67	2,490.53	
成本(百万元)	999.70	1,196.44	1,433.22	1,661.44	1,892.80	
毛利率(%)	23.06	23.77	23.90	23.95	24.00	
其他业务						
收入(百万元)	33.19	37.41	41.15	45.27	49.79	
成本(百万元)	22.90	25.05	27.57	30.33	33.36	
毛利率(%)	31.01	33.03	33.00	33.00	33.00	
合计						
收入(百万元)	2,716.23	3,141.78	3,608.71	4,059.57	4,526.53	
成本(百万元)	2,154.66	2,437.08	2,788.07	3,130.03	3,484.98	
毛利率(%)	20.67	22.43	22.74	22.90	23.01	

数据来源: WIND, 东吴证券研究所

## 4.2. 投资建议

天安新材立足建筑陶瓷和高分子复合饰面材料两大基业, 重点围绕泛家居产业链, 利用子公司在家装、公装的渠道资源, 着力拉动建筑陶瓷、门墙地柜以及高分子复合饰面材料等产品的销量。旗下鹰牌瓷砖已形成轻资产高周转的运营模式, 渠道及业务规模持续扩张; 高分子材料方面汽车内饰产品增速迅速, 两大基业稳定发展。

目前建筑陶瓷业务已成为天安建材第一大主业, 因此我们以东鹏控股、蒙娜丽莎两家瓷砖公司作为可比公司。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.59/1.88/2.28 亿元, 对应 PE 分别为 13X/11X/9X。考虑到公司新业务整合及未来扩张空间和潜力, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表5: 可比公司盈利预测与估值(截至 2024 年 6 月 13 日)

股票简称	股票代码	总市值(亿元)	市净率(LF)	市盈率(TTM)	归母净利润(亿元)				市盈率			
					2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
东鹏控股	003012.SZ	75	1.01	10.61	7.20	7.75	8.76	9.90	10.42	9.69	8.57	7.58
蒙娜丽莎	002918.SZ	41	1.24	15.07	2.66	4.23	4.90	5.56	15.22	9.59	8.28	7.29
平均值									12.82	9.64	8.42	7.44
天安新材	603725.SH	20.64	2.96	16.50	1.21	1.59	1.88	2.28	17.06	12.95	10.99	9.03

数据来源: 公司公告, Wind (其中: 蒙娜丽莎盈利预测数据来自 Wind 一致预期), 东吴证券研究所

## 5. 风险提示

### 原材料和能源价格波动的风险

高分子复合饰面材料的主要原材料为树脂粉、增塑剂以及装饰纸等, 建筑陶瓷等产品生产所需的原材料包括泥砂料、化工材料等, 所需能源包括天然气、煤、电等。如果未来原材料及能源价格出现波动, 将会对公司生产经营及盈利水平带来较为直接的影响。

### 市场竞争加剧的风险

建筑陶瓷产业进入门槛低、行业集中度低、总体产能过剩、竞争较为激烈的情况。如果公司在未来市场竞争中，在新产品研发、产能布局、品牌渠道建设、绿色制造等方面不能保持现有竞争优势，将会给公司建筑陶瓷的生产、销售及盈利水平带来不利影响。

### 应收账款回款风险

公司的主要客户涵盖国内多家房地产工程客户等。近年来随着经济放缓，房地产市场调控等因素影响，部分客户出现了应收款项风险。若公司主要客户的经营状况发生不利变化，则可能导致应收账款不能按期或无法收回而发生坏账，将对公司的生产经营和业绩产生不利影响。

天安新材三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>1,565</b>	<b>1,796</b>	<b>2,293</b>	<b>2,685</b>	<b>营业总收入</b>	<b>3,142</b>	<b>3,609</b>	<b>4,060</b>	<b>4,527</b>
货币资金及交易性金融资产	408	391	799	1,070	营业成本(含金融类)	2,437	2,788	3,130	3,485
经营性应收款项	624	701	803	844	税金及附加	18	20	25	28
存货	453	623	611	686	销售费用	228	254	280	310
合同资产	5	0	0	0	管理费用	178	197	217	238
其他流动资产	76	81	81	85	研发费用	119	134	146	161
<b>非流动资产</b>	<b>1,255</b>	<b>1,315</b>	<b>1,140</b>	<b>1,147</b>	财务费用	44	31	30	17
长期股权投资	10	10	10	10	加:其他收益	20	23	24	27
固定资产及使用权资产	635	653	660	660	投资净收益	26	29	30	34
在建工程	2	45	63	71	公允价值变动	30	0	0	0
无形资产	175	175	174	174	减值损失	(12)	(10)	(15)	(16)
商誉	163	163	163	163	资产处置收益	(2)	(2)	(2)	(2)
长期待摊费用	33	33	33	33	<b>营业利润</b>	<b>181</b>	<b>226</b>	<b>269</b>	<b>331</b>
其他非流动资产	236	236	36	36	营业外净收支	2	3	4	1
<b>资产总计</b>	<b>2,821</b>	<b>3,111</b>	<b>3,433</b>	<b>3,831</b>	<b>利润总额</b>	<b>183</b>	<b>229</b>	<b>273</b>	<b>332</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,635</b>	<b>1,787</b>	<b>1,878</b>	<b>1,994</b>	减:所得税	28	34	41	50
短期借款及一年内到期的非流动负债	645	615	585	585	<b>净利润</b>	<b>155</b>	<b>194</b>	<b>232</b>	<b>282</b>
经营性应付款项	479	589	637	680	减:少数股东损益	34	35	44	54
合同负债	192	223	250	279	<b>归属母公司净利润</b>	<b>121</b>	<b>159</b>	<b>188</b>	<b>228</b>
其他流动负债	318	359	406	450	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.40	0.52	0.62	0.75
非流动负债	340	340	340	340	EBIT	171	242	290	338
长期借款	282	282	282	282	EBITDA	285	313	366	418
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	22.43	22.74	22.90	23.01
租赁负债	16	16	16	16	归母净利率(%)	3.85	4.42	4.62	5.05
其他非流动负债	42	42	42	42	收入增长率(%)	15.67	14.86	12.49	11.50
<b>负债合计</b>	<b>1,974</b>	<b>2,126</b>	<b>2,217</b>	<b>2,333</b>	归母净利润增长率(%)	173.09	31.77	17.79	21.71
归属母公司股东权益	721	823	1,011	1,240					
少数股东权益	126	161	205	258					
<b>所有者权益合计</b>	<b>847</b>	<b>984</b>	<b>1,216</b>	<b>1,498</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,821</b>	<b>3,111</b>	<b>3,433</b>	<b>3,831</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	191	214	348	365	每股净资产(元)	3.30	2.70	3.32	4.07
投资活动现金流	(33)	(101)	131	(53)	最新发行在外股份(百万股)	305	305	305	305
筹资活动现金流	(225)	(130)	(72)	(41)	ROIC(%)	8.20	11.14	12.35	12.83
现金净增加额	(67)	(17)	407	271	ROE-摊薄(%)	16.78	19.35	18.56	18.43
折旧和摊销	114	72	76	79	资产负债率(%)	69.98	68.36	64.58	60.90
资本开支	(48)	(130)	(99)	(87)	P/E (现价&最新股本摊薄)	17.06	12.95	10.99	9.03
营运资本变动	(98)	(75)	16	(20)	P/B (现价)	2.05	2.51	2.04	1.66

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>