

2022年11月26日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

深耕小 B+C 端，瓷砖龙头蓄势腾飞

—东鹏控股（003012.SZ）公司动态研究报告

买入(首次)

投资要点

分析师：黄俊伟 S1050522060002
huangjw@cfsc.com.cn

基本数据

2022-11-25

| | |
|------------|------------|
| 当前股价(元) | 8.19 |
| 总市值(亿元) | 96 |
| 总股本(百万股) | 1173 |
| 流通股本(百万股) | 643 |
| 52周价格范围(元) | 6.95-15.18 |
| 日均成交额(百万元) | 60.82 |

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 头部瓷砖品牌，共享仓模式持续强化大零售业务

公司是国内以“小 B+C 端”为主打的瓷砖龙头企业，在全国拥有 12 个生产基地与 7000 余个专卖店和网点，与万科、碧桂园、保利、中海、华润等头部房企建立长期战略合作伙伴关系。公司 2017-2021 年营收从 66.32 亿元增长至 79.79 亿元，CAGR 为 3.77%，2021 年毛利率为 28.82%，高于可比公司。受下游地产需求萎靡及原燃材料成本上涨影响，公司盈利阶段性承压，根据公司 2022 年 Q3 报告，公司前三季度实现营收/归母净利润 50.56/1.94 亿，实现同比-11.89%/-50.40%，其中 Q3 实现营收/归母净利润 19.24/0.75 亿，实现同比-8.94%/+2039.37%。

公司锚定共享仓模式，与经销商实现良性互动。公司 2022 年前三季度新零售累计派单规模增长 91.48%，大零售端（小 B+C 端）业务营收占比近 85%，公司近年来持续优化经销网络，发挥渠道优势，强化大零售业务。公司共在 12 个生产基地附近建立 13 个中心仓和 6 个销售仓，同时将大型经销商的仓库进行共享，建立 30 余个共享仓，共享仓周围 200-500km 的中小经销商可以根据自己的经营需要从共享仓中提货，形成行业内特有的核心经销商共享仓模式，降本增效并成为公司核心竞争力。该模式的优点如下：1) 对公司来说，委托经销商进行配送可以将物流成本进行转移，同时有利于渠道下沉与区域外延式扩展；2) 对中小经销商来说，共享仓为其减少仓储压力，提供更多 SKU，同时就近提货有利于降低运输成本，提高零售业务的交付效率；3) 对大型经销商来说，批量采购可降低采购成本，将仓库共享给中小经销商可提高存货周转率。强大的经销网络为公司大零售端注入长期发展动力，公司喜提本年度双 11“天猫、京东”装修建材双榜首，品牌优势尽显，稳坐瓷砖行业零售龙头。

■ 股份回购彰显长期发展信心，股权激励激发员工狼性

基于对未来发展信心，2022 年 2 月 28 日至 9 月 23 日，公司以自有资金 1.5 亿元累计回购股份 1602 万股，占公司总股本的 1.37%，将回购股份用于员工持股计划或者股权激励。2022 年 4 月 6 日，公司推出 2022 年股票期权激励计划，向符合条件的 239 名激励对象首次授予 3465 万份股票期权，占公司总股本的 3.36%，行权价格为 8.89 元/股。此次激励计划对象范围较广，股票授予价格较低，旨在进一步建立、健全公司长效激励机制，充分激发员工狼性，彰显公司治理决

心。2021 年公司销售人员达 1313 名，同比提升 8.5%，销售人员人均创收 607.7 万元，同比提升 2.7%。公司以股权激励计划持续提升销售人员积极性，有望在大零售端持续发力。

■ 陶瓷产线转产锂电+碳排放约束加速落后产能出清，行业集中度有望进一步提升

2021 年我国瓷砖行业市场规模达到 4391 亿元，瓷砖产量达 89 亿平方米，国内头部瓷砖企业市占率逐年提升但仍有较大上升空间。具体而言，从 2017 年至 2021 年，以瓷砖产量为口径的 CR4 由 1.20% 提升至 4.52%，以瓷砖营收为口径的 CR4 由 1.62% 提升至 5.75%，其中，公司以瓷砖产量和营收为口径的市占率分别为 1.34% 和 1.52%。

多因素驱动行业供给端边际收缩，龙头企业市占率或提升。今年受下游地产需求下行叠加原燃材料成本上涨影响，传统陶企尤其是在产业链中议价能力不足的中小陶企利润空间被大幅压缩，而电池级碳酸锂均价屡破新高，故部分江西中小陶企转型锂渣煅烧提锂。截至 2022 年 10 月，十余家江西陶企将 50 余条陶瓷产线进行技改转产锂电。由于陶瓷产业能耗受到严格监管，该批产线将来几乎无法转回生产瓷砖，短期来看终端或流入一批特价库存瓷砖冲击市场，但长期来看则有利于优化行业竞争格局。2022 年 11 月 2 日，四部门联合印发《建材行业碳达峰实施方案》，将陶瓷等产品碳排放指标纳入绿色建材标准体系，加速高能耗的低效产能出清，助力行业集中度进一步向绿色建材龙头方向提升。公司作为工信部列入的第一批绿色工厂示范单位，2022 年上半年减少 6083 吨二氧化碳的排放，大力推进绿色制造，有望在环保趋严背景下显著受益。

■ “保交楼”助力下游地产竣工端边际改善

2022 年房地产行业下行压力加大，前三季度房地产新开工、竣工和销售面积均出现不同程度的同比下降。但随着“保交楼”政策逐步落实，根据国家统计局公布的数据，2022 年 1-10 月累计房屋竣工面积下降 18.7%，较 1-8 月同比数据缩窄 1.1pct 实现边际改善，我们认为中央及地方陆续出台的“保交楼”政策已经初步取得一定效果，考虑到政策对地产竣工端的影响有一定滞后性，我们预计竣工端的修复将于 2022 年 Q4 及 2023 年进一步兑现，瓷砖作为竣工端建材品类，需求有望受到提振。此外，有一定流动性风险的地产企业，未来在新房交付时或降低精装房比例，毛坯房比例上升将进一步带动 C 端客户增长，公司的大零售优势或将逐步体现，市占率有望进一步提升，工程业务经减值计提，轻装上阵弹性更足。我们预计瓷砖行业或于 22 年 Q1 迎来业绩修复期，公司业绩增长驱动在即。

盈利预测

预测公司 2022-2024 年收入分别为 74.1、93.5、109.8 亿元，EPS 分别为 0.43、0.61、0.76 元，当前股价对应 PE 分别为 19.2、13.4、10.7 倍，给予“买入”投资评级。

风险提示

1) 原材料价格波动风险；2) 行业出清速度不及预期；3) 地产竣工端修复不及预期。

| 预测指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|--------|--------|-------|--------|
| 主营业务收入 (百万元) | 7,979 | 7,414 | 9,354 | 10,976 |
| 增长率 (%) | 11.5% | -7.1% | 26.2% | 17.3% |
| 归母净利润 (百万元) | 154 | 507 | 729 | 910 |
| 增长率 (%) | -82.0% | 230.2% | 43.7% | 24.8% |
| 摊薄每股收益 (元) | 0.13 | 0.43 | 0.61 | 0.76 |
| ROE (%) | 2.1% | 6.6% | 8.8% | 10.1% |

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

| 资产负债表 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产: | | | | |
| 现金及现金等价物 | 3,389 | 3,517 | 4,229 | 5,759 |
| 应收款 | 1,888 | 1,930 | 2,307 | 2,586 |
| 存货 | 1,624 | 2,172 | 2,398 | 2,248 |
| 其他流动资产 | 249 | 232 | 292 | 343 |
| 流动资产合计 | 7,150 | 7,850 | 9,226 | 10,936 |
| 非流动资产: | | | | |
| 金融类资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 4,117 | 4,306 | 4,295 | 4,272 |
| 在建工程 | 280 | 80 | 60 | 53 |
| 无形资产 | 850 | 913 | 976 | 1,036 |
| 长期股权投资 | 23 | 23 | 23 | 23 |
| 其他非流动资产 | 626 | 626 | 626 | 626 |
| 非流动资产合计 | 5,896 | 5,948 | 5,981 | 6,010 |
| 资产总计 | 13,046 | 13,798 | 15,206 | 16,946 |
| 流动负债: | | | | |
| 短期借款 | 250 | 350 | 450 | 500 |
| 应付账款、票据 | 3,973 | 4,194 | 4,760 | 5,525 |
| 其他流动负债 | 902 | 902 | 902 | 902 |
| 流动负债合计 | 5,400 | 5,701 | 6,434 | 7,305 |
| 非流动负债: | | | | |
| 长期借款 | 0 | 50 | 150 | 300 |
| 其他非流动负债 | 319 | 319 | 319 | 319 |
| 非流动负债合计 | 319 | 369 | 469 | 619 |
| 负债合计 | 5,719 | 6,070 | 6,903 | 7,924 |
| 所有者权益 | | | | |
| 股本 | 1,191 | 1,191 | 1,191 | 1,191 |
| 股东权益 | 7,327 | 7,728 | 8,304 | 9,022 |
| 负债和所有者权益 | 13,046 | 13,798 | 15,206 | 16,946 |

| 现金流量表 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 151 | 502 | 722 | 901 |
| 少数股东权益 | -3 | -5 | -7 | -9 |
| 折旧摊销 | 474 | 468 | 491 | 495 |
| 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 268 | -372 | -30 | 641 |
| 经营活动现金净流量 | 891 | 594 | 1175 | 2027 |
| 投资活动现金净流量 | -1735 | 12 | 31 | 30 |
| 筹资活动现金净流量 | 972 | 49 | 54 | 18 |
| 现金流量净额 | 128 | 654 | 1,260 | 2,074 |

资料来源: Wind、华鑫证券研究

| 利润表 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 营业收入 | 7,979 | 7,414 | 9,354 | 10,976 |
| 营业成本 | 5,619 | 5,389 | 6,632 | 7,698 |
| 营业税金及附加 | 84 | 79 | 99 | 116 |
| 销售费用 | 904 | 891 | 1,146 | 1,372 |
| 管理费用 | 471 | 415 | 513 | 590 |
| 财务费用 | -46 | 7 | 15 | 22 |
| 研发费用 | 196 | 182 | 226 | 265 |
| 费用合计 | 1,526 | 1,495 | 1,900 | 2,249 |
| 资产减值损失 | -772 | -54 | -54 | -54 |
| 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 29 | 29 | 29 | 29 |
| 营业利润 | 63 | 499 | 769 | 960 |
| 加:营业外收入 | 29 | 29 | 29 | 29 |
| 减:营业外支出 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| 利润总额 | 61 | 497 | 768 | 958 |
| 所得税费用 | -90 | -5 | 46 | 57 |
| 净利润 | 151 | 502 | 722 | 901 |
| 少数股东损益 | -3 | -5 | -7 | -9 |
| 归母净利润 | 154 | 507 | 729 | 910 |

| 主要财务指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|--------|--------|-------|-------|
| 成长性 | | | | |
| 营业收入增长率 | 11.5% | -7.1% | 26.2% | 17.3% |
| 归母净利润增长率 | -82.0% | 230.2% | 43.7% | 24.8% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 29.6% | 27.3% | 29.1% | 29.9% |
| 四项费用/营收 | 19.1% | 20.2% | 20.3% | 20.5% |
| 净利率 | 1.9% | 6.8% | 7.7% | 8.2% |
| ROE | 2.1% | 6.6% | 8.8% | 10.1% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 43.8% | 44.0% | 45.4% | 46.8% |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.5 | 0.6 | 0.6 |
| 应收账款周转率 | 4.2 | 3.8 | 4.1 | 4.2 |
| 存货周转率 | 3.5 | 2.5 | 2.8 | 3.5 |
| 每股数据(元/股) | | | | |
| EPS | 0.13 | 0.43 | 0.61 | 0.76 |
| P/E | 63.5 | 19.2 | 13.4 | 10.7 |
| P/S | 1.2 | 1.3 | 1.0 | 0.9 |
| P/B | 1.3 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |

■ 建筑建材组介绍

黄俊伟：同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过5年建筑建材行业研究经验和3年建筑建材实业从业经验。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

| | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入 | > 20% |
| 2 | 增持 | 10% — 20% |
| 3 | 中性 | -10% — 10% |
| 4 | 卖出 | < -10% |

行业投资评级说明：

| | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐 | > 10% |
| 2 | 中性 | -10% — 10% |
| 3 | 回避 | < -10% |

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容

客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。