

投资评级 优于大市 维持

海外需求拖累收入, 汇率波动影响毛利率

股票数据

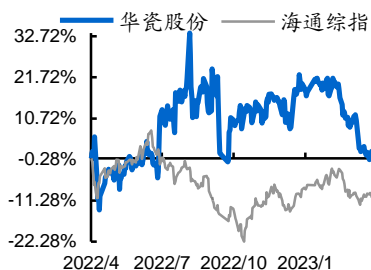
04月17日收盘价(元)	12.88
52周股价波动(元)	10.88-16.83
总股本/流通A股(百万股)	252/63
总市值/流通市值(百万元)	3244/811

相关研究

《收入增速环比下滑, 盈利能力进一步提升》
 2022.10.25

《需求旺盛、人民币兑美元贬值, 利润大增》
 2022.08.21

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-6.4	-12.4	-13.6
相对涨幅(%)	-11.2	-15.3	-13.9

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 冯晨阳

Tel: (021)23212081

Email: fcy10886@haitong.com

证书: S0850516060004

分析师: 申浩

Tel: (021)23154114

Email: sh12219@haitong.com

证书: S0850519060001

分析师: 潘莹练

Tel: (021)23154122

Email: pyl10297@haitong.com

证书: S0850517070010

投资要点:

事件: 公司公布 2022 年报, 公司 2022 年实现营业收入约 13.8 亿元、同比增约 14.63%, 归母净利润约 1.7 亿元、同比增约 24.64%, 扣非归母净利润约 1.53 亿元、同比增约 20.83%; 2022Q4 实现营收约 2.9 亿元、同比下降约 28.26%, 单季度归母净利润约 1334 万元、同比降约 68.29%, 扣非归母净利润约 1064 万元、同比降约 73.1%。

点评:

● 海外需求或回落, 增速前高后低; 人民币兑美元先贬后升影响单季度毛利率。

- 1) 鉴于美国持续加息, 我们认为海外需求或有所回落, 反应到公司收入上, 2022 年四个季度收入同比变动 49.99%、52.02%、13.80%、-28.26%, 增速前高后低。
- 2) 由于人民币兑美元先贬值再大幅升值, 公司出口占比高, 公司毛利率随汇率波动较大, 2022 年四个季度毛利率分别为 31.46%、35.32%、36.89%、23.81%, 其中 Q4 毛利率受人民币兑美元升值影响环比下降幅度较大。
- 3) 由于海外需求下滑拖累 Q4 收入、汇率波动影响 Q4 毛利率, 公司 22Q4 净利率仅 4.46%, 同环比均有较大幅度下滑。

● **公司财务健康、现金流充沛。** 2022 年底公司资产负债率仅 21.45%, 5.2 亿元在手货币资金、2.4 亿元银行理财产品, 无长短期有息借款, 财务健康。2022 年公司经营性现金流充沛, 实现流入约 3 亿元, 保持高质量发展。

● **公司发展势头良好, 日用陶瓷市占率仍低, 横向拓展电瓷、陶瓷新材料。** 公司财务健康、收入高增, 发展势头良好, 按照 2500 亿市场规模计算, 公司市占率不足 1%, 有很大的发展空间。横向拓展电瓷、陶瓷新材料, 公司具备生产 1000KV 超特高压电瓷技术, 看好公司横向拓展的业务发展。

● **维持“优于大市”评级。** 公司在日用陶瓷行业提升市占率空间较大, 横向拓展电瓷、陶瓷新材料业务, 看好公司中长期成长潜力。我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 15.78、18.06、20.68 亿元, EPS 分别约 0.74、0.83、0.95 元, 给予 2023 年 PE20-25 倍, 合理价值区间 14.80~18.50 元, 维持“优于大市”评级。

● **风险提示。** 下游需求大幅放缓, 人民币兑美元大幅升值, 新业务拓展缓慢。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1204	1380	1578	1806	2068
(+/-)YoY(%)	30.7%	14.6%	14.4%	14.4%	14.5%
净利润(百万元)	137	171	187	208	240
(+/-)YoY(%)	16.2%	24.6%	9.4%	11.4%	15.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.54	0.68	0.74	0.83	0.95
毛利率(%)	30.0%	32.4%	31.3%	31.3%	31.2%
净资产收益率(%)	10.2%	11.7%	11.7%	12.0%	12.6%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

主业色釉陶瓷保持稳健增长，其他业务缓慢增长。

考虑人民币兑美元升值，主业毛利率 2022 年略有下滑，其后平稳；其他业务毛利率平稳。

表 1 分项收支预测

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
色釉陶瓷	收入: 百万元	1121	1294	1488	1712	1968
yoy			15.4%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率		29.5%	32.2%	31.0%	31.0%	31.0%
其他	收入: 百万元	82	86	90	94	99
yoy			3.8%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率		35.9%	36.4%	36.0%	36.0%	36.0%

资料来源：公司年报（2021-2022），海通证券研究所

表 2 A 股同类可比上市公司估值

代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元/股) 一致预期			PE (倍)			PS (倍)
		2023/4/17	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	(按最新每股净资产计算)
002572.SZ	索菲亚	20.40	1.17	1.46	1.72	17.5	14.0	11.9	3.2
002372.SZ	伟星新材	23.67	0.82	0.99	1.15	28.9	24.0	20.6	8.0
603833.SH	欧派家居	123.81	4.53	5.34	6.29	27.3	23.2	19.7	4.9
平均值						24.6	20.4	17.4	5.4

资料来源：Wind，海通证券研究所。注：可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期。伟星新材 2022 年 eps 为业绩快报数据。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	1380	1578	1806	2068
每股收益	0.68	0.74	0.83	0.95	营业成本	933	1085	1241	1422
每股净资产	5.79	6.32	6.89	7.55	毛利率%	32.4%	31.3%	31.3%	31.2%
每股经营现金流	1.20	0.47	1.67	0.78	营业税金及附加	20	16	18	21
每股股利	0.21	0.21	0.26	0.30	营业税金率%	1.4%	1.0%	1.0%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	91	105	120	137
P/E	18.99	17.36	15.58	13.51	营业费用率%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%
P/B	2.22	2.04	1.87	1.71	管理费用	80	92	105	120
P/S	2.35	2.06	1.80	1.57	管理费用率%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
EV/EBITDA	13.06	9.93	8.03	7.12	EBIT	175	208	238	273
股息率%	1.6%	1.7%	2.0%	2.3%	财务费用	-10	-15	-13	-19
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.7%	-1.0%	-0.7%	-0.9%
毛利率	32.4%	31.3%	31.3%	31.2%	资产减值损失	-19	-10	-12	-15
净利润率	12.4%	11.8%	11.5%	11.6%	投资收益	12	2	2	2
净资产收益率	11.7%	11.7%	12.0%	12.6%	营业利润	193	211	235	271
资产回报率	9.1%	9.7%	9.5%	10.3%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	10.6%	11.5%	12.1%	12.6%	利润总额	192	211	235	271
盈利增长 (%)					EBITDA	225	285	326	372
营业收入增长率	14.6%	14.4%	14.4%	14.5%	所得税	19	21	23	27
EBIT 增长率	13.5%	18.8%	14.6%	14.5%	有效所得税率%	9.9%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润增长率	24.6%	9.4%	11.4%	15.4%	少数股东损益	2	3	3	4
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	171	187	208	240
资产负债率	21.4%	16.8%	20.3%	17.5%					
流动比率	3.51	4.61	3.59	4.30	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	2.93	3.57	2.96	3.35	货币资金	521	437	644	616
现金比率	1.68	1.88	1.81	1.95	应收账款及应收票据	124	146	160	189
经营效率指标					存货	147	205	187	260
应收账款周转天数	29.85	30.00	30.00	30.00	其它流动资产	296	285	289	293
存货周转天数	62.48	60.00	60.00	60.00	流动资产合计	1088	1073	1281	1359
总资产周转率	0.78	0.83	0.87	0.91	长期股权投资	49	49	49	49
固定资产周转率	3.04	2.85	2.99	3.19	固定资产	529	579	627	669
					在建工程	17	40	54	62
					无形资产	112	112	112	112
					非流动资产合计	785	858	920	971
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	1873	1931	2201	2329
净利润	171	187	208	240	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	2	3	3	4	应付票据及应付账款	174	86	190	126
非现金支出	70	89	103	118	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-10	-1	-2	-2	其它流动负债	136	147	167	190
营运资金变动	68	-159	108	-165	流动负债合计	310	233	356	316
经营活动现金流	301	118	421	195	长期借款	0	0	0	0
资产	-145	-150	-150	-150	其它长期负债	91	91	91	91
投资	10	0	0	0	非流动负债合计	91	91	91	91
其他	9	2	2	2	负债总计	402	324	448	407
投资活动现金流	-125	-148	-148	-148	实收资本	252	252	252	252
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1459	1592	1735	1901
股权募资	1	0	0	0	少数股东权益	12	14	18	21
其他	-62	-54	-65	-75	负债和所有者权益合计	1873	1931	2201	2329
融资活动现金流	-61	-54	-65	-75					
现金净流量	121	-85	207	-28					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 17 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

冯晨阳 建筑建材行业
申浩 建筑建材行业
潘莹练 建筑建材行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 鲁阳节能,天山股份,凯盛新能,中国巨石,东鹏控股,帝欧家居,松霖科技,华瓷股份,南玻 A,华新水泥,三棵树,雨中情,马可波罗,皇派家居,伟星新材,兔宝宝,冀东水泥,科顺股份,亚士创能,玉马遮阳,海螺水泥,长海股份,中材科技,东方雨虹,再升科技,山东玻纤,惠达卫浴,垒知集团,北新建材,上峰水泥

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。