

投资评级 **优于大市** 维持

## 降本增效，渠道建设不断加强

### 股票数据

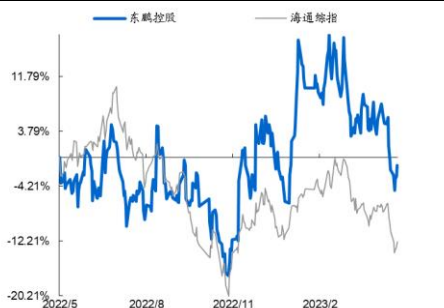
05月04日收盘价(元)	8.27
52周股价波动(元)	6.91-10.28
总股本/流通A股(百万股)	1173/643
总市值/流通市值(百万元)	9701/5314

### 相关研究

《22Q3 毛利率和净利率均同比提升》  
2022.10.26

《22上半年增长承压，具有“1+N”多品类优势瓷砖品牌》2022.09.23

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.1	-10.2	-10.3
相对涨幅(%)	-5.9	-9.2	-6.6

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:潘莹练  
 Tel:(021)23154122  
 Email:pyl10297@haitong.com  
 证书:S0850517070010

分析师:申浩  
 Tel:(021)23154114  
 Email:sh12219@haitong.com  
 证书:S0850519060001

### 投资要点:

- **23Q1 公司收入和扣非归母净利润同比实现增长。**公司22年实现收入、归属母公司股东净利润和扣非后归属母公司股东净利润分别为69.30亿元、2.02亿元和2.04亿元，分别同比变动-13.15%、31.50%和340.61%。其中，22Q4公司实现收入、归属母公司股东净利润和扣非后归属母公司股东净利润分别为18.74亿元、0.08亿元和-0.01亿元，分别同比变动-16.36%、103.47%和99.79%。同时，23Q1公司实现收入、归属母公司股东净利润和扣非后归属母公司股东净利润分别为11.44亿元、0.01亿元和-0.18亿元，分别同比增长18.46%、101.53%和75.11%。
- **受益于降本增效和精益管理，22年毛利率和净利率同比提升。**公司22年毛利率和净利率分别为29.73%和2.87%，分别同比提升0.16个百分点和0.98个百分点，我们认为，在行业低迷，原材料、能源等大宗材料价格大幅上涨的背景下，公司实现毛利率提升主要是因为持续提升运营效率和质量，加强精益管理、降本增效。此外，22年公司计提资产减值损失和信用减值损失分别为0.80亿元和1.54亿元。23Q1公司毛利率和净利率分别为24.84%和0.07%，分别同比提升1.39个百分点和8.17个百分点。
- **22年收现比同比提升。**公司22年经营活动产生的现金流量净额为4.16亿元，同比下降53.30%。22年公司收现比和净现比分别为1.24倍和2.09倍，分别同比变动0.05倍和-3.81倍。从资产端来看，22年底公司应收票据及应收账款为12.60亿元，同比减少2.35亿元；存货为17.96亿元，同比增加1.72亿元。从负债端看，公司22年底应付票据及应付账款为31.07亿元，同比减少8.66亿元。
- **行业承压，公司渠道建设不断加强。**根据公司22年年报援引中国建筑卫生陶瓷协会数据，21-22两年间，我国建筑陶瓷生产企业减少115家，生产线减少275条，减幅9.96%；同时22年我国陶瓷砖产量73.1亿平方米，同比下降12.74%。公司加大品牌建设及营销渠道建设，22年新零售派单规模增长91.48%，同时进一步优化产品结构，高毛利中大规格产品在全渠道上升至约25%，在零售渠道上升至约55%。23年一季度公司瓷砖事业部零售渠道同比增长46.47%，工程市场中心业绩同比增长90.48%。
- **盈利与估值。**我们预计公司2023-2025年EPS分别为0.58、0.71、0.77元/股，可比上市公司2023年预测PE的平均数为32.7倍，给予公司2023年20-25倍预测PE，对应合理价值区间11.60-14.50元/股，“优于大市”评级。
- **风险提示。**原材料价格波动风险，下游行业需求变化风险。

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7979	6930	8663	10162	11635
(+/-)YoY(%)	11.5%	-13.1%	25.0%	17.3%	14.5%
净利润(百万元)	154	202	683	837	906
(+/-)YoY(%)	-82.0%	31.5%	238.0%	22.6%	8.2%
全面摊薄EPS(元)	0.13	0.17	0.58	0.71	0.77
毛利率(%)	29.6%	29.7%	31.9%	32.1%	31.4%
净资产收益率(%)	2.1%	2.8%	8.8%	9.9%	9.9%

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

表 1 公司分业务收入毛利预测

		2022	2023E	2024E	2025E
瓷砖	营业收入 (百万元)	5765.74	7264.83	8543.44	9795.91
	营业成本 (百万元)	3984.34	4816.58	5638.67	6533.87
	毛利率	30.90%	33.70%	34.00%	33.30%
卫生洁具	营业收入 (百万元)	939.49	1166.47	1380.40	1593.40
	营业成本 (百万元)	720.23	905.88	1081.68	1256.55
	毛利率	23.34%	22.34%	21.64%	21.14%
其他	营业收入 (百万元)	224.63	231.37	238.31	245.46
	营业成本 (百万元)	164.85	173.53	179.45	185.32
	毛利率	26.61%	25.00%	24.70%	24.50%
合计	营业收入 (百万元)	6929.86	8662.67	10162.15	11634.77
	营业成本 (百万元)	4869.42	5895.99	6899.80	7975.75
	毛利率	29.73%	31.94%	32.10%	31.45%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 公司盈利预测 (百万元)

	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6930	8663	10162	11635
营业成本	4869	5896	6900	7976
毛利率%	29.7%	31.9%	32.1%	31.4%
营业税金及附加	67	85	101	116
营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	944	1048	1217	1381
营业费用率%	13.6%	12.1%	12.0%	11.9%
管理费用	582	528	617	702
管理费用率%	8.4%	6.1%	6.1%	6.0%
EBIT	111	1067	1282	1432
财务费用	-29	-44	-72	-98
财务费用率%	-0.4%	-0.5%	-0.7%	-0.8%
资产减值损失	-80	-88	-101	-112
投资收益	39	28	23	30
营业利润	174	815	1019	1114
营业外收支	-1	-3	-8	-9
利润总额	172	812	1012	1105
EBITDA	728	1600	1843	2019
所得税	-27	126	169	191
有效所得税率%	-15.5%	15.5%	16.7%	17.3%
少数股东损益	-3	3	6	8
归属母公司所有者净利润	202	683	837	906
每股收益 (元/股)	0.17	0.58	0.71	0.77

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 3 A 股同类可比上市公司估值 (截至 2023.05.04)

代码	简称	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)		PE (倍)	
			2023E	2024E	2023E	2024E
300737.SZ	科顺股份	10.58	0.58	0.77	18.3	13.8
002271.SZ	东方雨虹	29.62	1.54	2.03	19.3	14.6
002918.SZ	蒙娜丽莎	17.06	1.33	1.75	12.9	9.7
603737.SH	三棵树	101.13	2.42	3.42	41.7	29.6
002791.SZ	坚朗五金	68.15	1.83	2.67	37.3	25.5
002798.SZ	帝欧家居	6.93	0.10	0.37	66.7	18.5
		平均			32.7	18.6

资料来源: wind, 海通证券研究所  
(注: 可比公司预测取 wind 一致预期)

风险提示: 原材料价格波动风险, 下游行业需求变化风险。

## 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
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>6930</b>	<b>8663</b>	<b>10162</b>	<b>11635</b>
每股收益	0.17	0.58	0.71	0.77	营业成本	4869	5896	6900	7976
每股净资产	6.13	6.60	7.18	7.80	毛利率%	29.7%	31.9%	32.1%	31.4%
每股经营现金流	0.35	1.39	1.22	1.50	营业税金及附加	67	85	101	116
每股股利	0.10	0.12	0.14	0.15	营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	944	1048	1217	1381
P/E	48.02	14.21	11.59	10.71	营业费用率%	13.6%	12.1%	12.0%	11.9%
P/B	1.35	1.25	1.15	1.06	管理费用	582	528	617	702
P/S	1.40	1.12	0.95	0.83	管理费用率%	8.4%	6.1%	6.1%	6.0%
EV/EBITDA	10.29	4.43	3.39	2.49	EBIT	111	1067	1282	1432
股息率%	<b>1.2%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.9%</b>	财务费用	-29	-44	-72	-98
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.4%	-0.5%	-0.7%	-0.8%
毛利率	29.7%	31.9%	32.1%	31.4%	资产减值损失	-80	-88	-101	-112
净利润率	2.9%	7.9%	8.2%	7.8%	投资收益	39	28	23	30
净资产收益率	2.8%	8.8%	9.9%	9.9%	<b>营业利润</b>	<b>174</b>	<b>815</b>	<b>1019</b>	<b>1114</b>
资产回报率	1.6%	5.0%	5.8%	5.7%	营业外收支	-1	-3	-8	-9
投资回报率	1.5%	10.5%	11.9%	12.5%	<b>利润总额</b>	<b>172</b>	<b>812</b>	<b>1012</b>	<b>1105</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	728	1600	1843	2019
营业收入增长率	-13.1%	25.0%	17.3%	14.5%	所得税	-27	126	169	191
EBIT 增长率	4548.3%	861.5%	20.2%	11.7%	有效所得税率%	-15.5%	15.5%	16.7%	17.3%
净利润增长率	31.5%	238.0%	22.6%	8.2%	少数股东损益	-3	3	6	8
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>202</b>	<b>683</b>	<b>837</b>	<b>906</b>
资产负债率	43.6%	43.0%	42.0%	42.0%					
流动比率	1.23	1.30	1.42	1.53	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	0.85	0.92	1.02	1.12	货币资金	2989	3434	3960	4949
现金比率	0.57	0.62	0.68	0.78	应收账款及应收票据	1260	1445	1703	1902
<b>经营效率指标</b>					存货	1796	1955	2239	2524
应收账款周转天数	61.97	53.00	54.00	54.00	其它流动资产	396	375	392	395
存货周转天数	126.40	117.00	114.00	112.00	流动资产合计	6441	7210	8294	9770
总资产周转率	0.54	0.66	0.72	0.77	长期股权投资	77	82	86	89
固定资产周转率	1.66	2.06	2.47	2.94	固定资产	4225	4177	4051	3871
					在建工程	63	153	123	95
					无形资产	909	948	980	1007
					非流动资产合计	6319	6387	6243	6040
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>12760</b>	<b>13597</b>	<b>14538</b>	<b>15810</b>
净利润	202	683	837	906	短期借款	1122	712	412	202
少数股东损益	-3	3	6	8	应付票据及应付账款	3107	3608	3982	4525
非现金支出	697	741	793	869	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-117	11	4	-14	其它流动负债	1020	1233	1433	1646
营运资金变动	-363	188	-209	-5	流动负债合计	5249	5552	5827	6374
<b>经营活动现金流</b>	<b>416</b>	<b>1626</b>	<b>1430</b>	<b>1764</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-814	-592	-413	-381	其它长期负债	316	292	275	261
投资	-325	-5	-4	-4	非流动负债合计	316	292	275	261
其他	10	26	21	29	<b>负债总计</b>	<b>5565</b>	<b>5844</b>	<b>6102</b>	<b>6634</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1129</b>	<b>-571</b>	<b>-396</b>	<b>-356</b>	实收资本	1173	1173	1173	1173
债权募资	872	-434	-317	-224	归属于母公司所有者权益	7186	7740	8417	9149
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	9	12	18	26
其他	-752	-176	-192	-194	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>12760</b>	<b>13597</b>	<b>14538</b>	<b>15810</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>120</b>	<b>-610</b>	<b>-509</b>	<b>-419</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-593</b>	<b>445</b>	<b>526</b>	<b>990</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 04 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  
潘莹练 建筑建材行业  
申浩 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,科顺股份,亚士创能,力诺特玻,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
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。