

东鹏控股 (003012)

证券研究报告

2020年11月29日

瓷砖洁具龙头蓄势待发，深耕零售核心竞争力

建筑卫生陶瓷行业龙头，迎来更大舞台

公司成立于2011年11月4日，专业从事高品质建筑卫生陶瓷产品的研发、生产和销售。主要产品包括瓷砖和洁具，此外还生产销售木地板、涂料等产品。公司经营情况稳健良好，2014-2019 公司营收 CAGR 为 11.5%。2017/2018/2019 公司收入分别为 66.32/66.19/67.52 亿，增速分别为 26.9%/-0.2%/2.0%；归母净利润分别为 9.90 亿/7.94 亿/7.94 亿，增速分别为 29.1%/-19.8%/0.1%。

行业集中度有待提高，工程市场放量在即

建筑卫生陶瓷行业具有“大行业，小企业”特征。行业内高中低端品牌林立，竞争激烈，行业集中度始终较低，2018 年我国瓷砖行业集中度 CR5 不足 5%。瓷砖行业的市场需求与下游房地产行业的景气度密切相关，受房地产行业影响较大。由于楼市政策收紧，竣工端整体下行趋势明显。2016 年以来房地产预售面积绝对值高于竣工面积，且差距不断加大。考虑到竣工回补具有刚性，竣工端增速有望在未来 2-3 年快速提升，将带动建筑陶瓷行业 B 端需求迅速放量。此外，随政策不断加码，精装房渗透率将进一步提升，一方面将挤压 C 端零售市场空间，另一方面配套瓷砖卫浴 B 端需求将得到快速增长。

房地产存量市场改造装修需求潜力较大，助力零售端业务发展。随着家庭规模小型化释放的改善性住房需求和棚户区、旧城拆旧改造的需求进一步扩大，预计在未来仍会使住宅装修装饰市场的需求保持增长。近年来由于二手房、租赁房市场较为活跃，我国改造性住宅装修装饰工程快速扩大，2018 年改造性住宅装修装饰工程总产值达 6900 亿元，同比增长 15%，在总工程产值中占比 34%。按照 2018 年同比增速计算，2020 年改造性住宅装修装饰工程总产值将突破 9000 亿元，需求潜力较大。

公司重视品牌和渠道建设，拥有较强品牌知名度，具有规模庞大、运转高效的经销网络，未来同店提升及开店空间方面提升空间较大。截止公司 2020H1，公司瓷砖、洁具产品经销商体系已覆盖全国绝大部分省份和大部分地县级市。瓷砖经销商共 1753 家，瓷砖经销门店 4981 家；洁具经销商共 82 家，洁具经销门店 1468 家，并于 2017 年 10 月发展有 1 家境外瓷砖经销商，开设有 1 家境外经销门店。公司坚持“3+1”战略，实现业绩与利润的持续增长。公司除瓷砖、卫浴外，还拓展了木地板、涂料、墙板等品类，近年来进军整装家居业务，致力于成为国内领先的整体家居解决方案提供商。

多轮驱动助力公司持续发展，优质工程业务成为公司新增业绩增长动力公司着力于开发优质房地产企业等大型战略客户，直销模式中工程业务收入占比增长趋势明显，2019 年公司主营业务收入增长率为 1.7%，其中工程业务年增长率达 38.2%，为公司业绩增长的重要驱动力。

我们预计 2020/2021/2022 年分别实现净利润 8.12/10.14/12.74 亿元，YOY2.22%/24.82%/25.68%，对应 PE 22/18/14x。给予 2021 年 25-30 倍 PE，目标市值 253-304 亿元，目标价 21.50-25.80 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争风险、募投项目实施扩产产能不及预期风险、环保政策风险、房地产行业不达预期风险、财务风险、东鹏创意原股东持股纠纷

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,619.35	6,751.86	7,195.30	9,057.44	11,265.48
增长率(%)	(0.19)	2.00	6.57	25.88	24.38
EBITDA(百万元)	1,163.37	1,416.25	1,094.80	1,308.60	1,599.24
净利润(百万元)	793.66	794.38	812.04	1,013.57	1,273.87
增长率(%)	(19.82)	0.09	2.22	24.82	25.68
EPS(元/股)	0.68	0.68	0.69	0.86	1.09
市盈率(P/E)	22.73	22.71	22.22	17.80	14.16
市净率(P/B)	4.12	3.49	2.95	2.53	2.14
市销率(P/S)	2.73	2.67	2.51	1.99	1.60
EV/EBITDA	0.00	0.00	14.49	10.18	7.82

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/其他建材
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	15.69 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,173.00
流通 A 股股本(百万股)	143.00
A 股总市值(百万元)	18,404.37
流通 A 股市值(百万元)	2,243.67
每股净资产(元)	5.53
资产负债率(%)	46.38
一年内最高/最低(元)	17.97/13.62

作者

范张翔	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080004	fanzhangxiang@tfzq.com
刘佳昆	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520080004	liujiakun@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 公司概况——建筑卫生陶瓷行业龙头，迎来更大舞台	5
1.1. 国内建筑卫生陶瓷行业领先企业，深市 IPO 上市	5
1.2. 股权结构明晰，集团聚焦瓷砖洁具产业	6
1.3. 公司经营整体稳健，毛利率水平较高	6
2. 行业分析——低渗透率大市场，一线品牌迎机遇	7
2.1. 6000 亿大市场，行业集中度有待提高	7
2.2. 竣工回暖+精装率提升双动力驱动，工程市场放量或持续	9
2.2.1. 受下游房地产行业景气度影响，行业需求持续走低	9
2.2.2. 竣工回补具有刚性，行业整体需求将迎来小阳春	10
2.2.3. 精装渗透率提升推动渠道变革，主战场聚焦 B 端	11
2.2.4. 房企行业集中度抬升，大地产偏好头部建筑陶瓷企业	14
2.3. 旧房改造市场需求潜力较大，提振零售端业绩	15
2.4. 环保政策加码，一线品牌规模效应带来成本竞争优势	16
3. 公司亮点——多轮驱动助力公司持续发展	16
3.1. 工程业务发力，成为公司业绩增长动力源	16
3.1.1. 受益全精装修政策，公司工程业务增长迅速	17
3.1.2. 工程端规模效应显现，促进公司发展	18
3.1.3. 工程市场持续增长，公司机会大	20
3.2. 保持零售优势，深耕渠道建设，企业护城河不断拓宽	22
3.2.1. 低成本、高效率且覆盖全面的物流网络，利于公司渠道建设	22
3.2.2. 以零售起家，公司具有庞大经销网络	23
3.2.3. 保持零售优势，门店升级提升单店产出，生产基地布局业内最多	24
3.3. 强化研发与技术优势，助力公司长远发展	25
3.4. 环保政策加速行业洗牌，公司绿色制造受益明显	27
4. 总结及盈利预测	31

图表目录

图 1：公司历史沿革	5
图 2：公司主要产品为瓷砖和洁具	6
图 3：截至 2020 年 7 月 31 日公司股权结构	6
图 4：公司近年营业收入水平及同比增速	7
图 5：公司近年归母净利润水平及同比增速	7
图 6：公司近年毛利率与净利率情况	7
图 7：公司近年费用率情况	7
图 8：陶瓷行业产业链情况	8
图 9：中国规模以上建筑陶瓷企业主营收入	9

图 10: 中国规模以上建筑陶瓷企业数量变化	9
图 11: 房屋竣工面积变化	9
图 12: 中国陶瓷砖产量情况	10
图 13: 2013 年以来住宅新开工面积与竣工面积增速	10
图 14: 2019 年电梯产量增速提升	11
图 15: 2019 年玻璃产量快速增长	11
图 16: 2019H2 可比公司分季度营业收入明显恢复	11
图 17: 2019 年精装房开盘数量	12
图 18: 2016-2019 年全国精装修房渗透率不断提升	13
图 19: 房地产行业集中度逐年抬升	15
图 20: 全国改造性住宅装修装饰工程总产值逐年提升	15
图 21: 2018 年住宅装修装饰工程总产值结构	15
图 22: 深圳二手房成交面积 (平方米)	16
图 23: 北京二手房成交面积 (平方米)	16
图 24: 公司营业收入分渠道情况	17
图 25: 公司直销营收占比逐年提升	17
图 26: 工程业务收入增长趋势明显	17
图 27: 公司工程业务前五大客户	17
图 28: 公司工程业务前五大客户销售金额及占比情况	18
图 29: 工程业务成为公司增长重要驱动力	18
图 30: 公司有较强成本管控能力	19
图 31: 公司单位成本具有下降趋势	19
图 32: 蒙娜丽莎工程业务比重较大	19
图 33: 蒙娜丽莎原材料与能源耗用成本情况	19
图 34: 帝欧家居工程业务发展迅速	19
图 35: 帝欧家居瓷砖生产规模效应显著	19
图 36: 公司瓷砖产品应用于港珠澳大桥	20
图 37: 公司整装卫浴产品应用于扬州力宝精装公寓	20
图 38: 公司所建实验室获得“CNAS 国家实验室认可”证书	21
图 39: 公司广告宣传费较高 (万元)	21
图 40: 恒大地产年销售额情况	21
图 41: 中海地产年销售额情况	21
图 42: 公司应收账款周转率情况	21
图 43: 公司应付账款周转率情况	21
图 44: 公司资产负债率情况	22
图 45: 公司经营活动产生的现金流量/营业利润情况	22
图 46: 东鹏工程业务应收账款余额及增速	22
图 47: 公司近 3 年工程业务应收账款占营业收入比例	22
图 48: 公司物流网络覆盖全面	23
图 49: 经销商委托公司配送占比有所提升	23
图 50: 公司经销商门店数量逐年递增	23

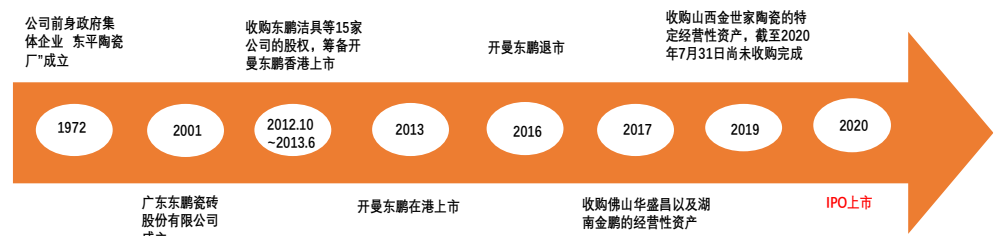
图 51: 公司经销网络覆盖全国	23
图 52: 公司经销渠道营业收入较高	24
图 53: 公司二级经销商门店销售占比逐年提升	24
图 54: 公司二级经销商门店数目逐年增长	24
图 55: 东鹏瓷砖优秀店面	25
图 56: 东鹏 VR 全景展厅	25
图 57: 东鹏整体家装案例	25
图 58: 公司研发能力行业领先	26
图 59: 公司研发机构设置图	26
图 60: 公司研发费用投入较高	26
图 61: 公司研发费用率情况	26
图 62: 公司毛利率高于行业平均水平	27
图 63: 公司营收水平处于行业内领先水平	27
图 64: 公司绿色产品-空气净化砖	28
图 65: 公司绿色产品-节水卫浴产品	28
图 66: 公司环保投入情况	28
图 67: 公司环保费用支出情况	28
图 68: 建筑陶瓷行业集中不断提升	29
图 69: 项目采用低温固化工艺流程	30
表 1: 公司 IPO 募投项目	5
表 2: 主要瓷砖种类	8
表 3: 各省市精装修政策发布执行情况	11
表 4: 每百平米瓷砖覆盖率估算	13
表 5: 精装修瓷砖市场规模估算	14
表 6: 精装修洁具市场需求测算	14
表 7: 2019 年可比公司建筑卫生陶瓷市占率情况	14
表 9: 建筑卫生陶瓷行业相关环保政策	16
表 10: 公司近年获得主要荣誉表	20
表 11: 可比公司生产基地布局对比	25
表 12: 公司近年来主推的创新产品	26
表 13: 环保投入明细	29
表 14: 环保费用支出情况	29
表 15: 2017 年各地陶瓷产区落后产能关停或压缩情况	29
表 16: 新型环保生态石板材项目投资明细	30
表 17: 人造石板材对比天然石板材的优势	30
表 18: 公司分业务营收与毛利情况	31
表 19: 可比公司估值表	32

1. 公司概况——建筑卫生陶瓷行业龙头，迎来更大舞台

1.1. 国内建筑卫生陶瓷行业领先企业，深市 IPO 上市

港股私有化转投 A 股，已挂牌上市深交所中小板。1972 年，“东平陶瓷厂”诞生于佛山，属集体企业。1996 年，“东鹏”品牌横空出世，成为行业首家导入品牌战略的企业。此后，东鹏成功改制，于 2001 年成立广东东鹏陶瓷股份有限公司。2012 年 10 月至 2013 年 6 月公司进行一系列资产收购，后成为以瓷砖和洁具为代表的建筑卫生陶瓷产品的研发、生产和销售企业，并于 2013 年 12 月 9 日香港主板上市，股票代码为 3386.HK。2016 年 6 月 22 日，东鹏完成私有化退市，随后转战 A 股上市。为筹备在深交所中小板挂牌上市相关事宜，公司对红筹架构进行了拆除、重组，2020 年 10 月 19 日公司上市。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

此次公开发行募集资金将主要用于产能扩张与扩建，以应对后续市场需求。募投资金将主要用于公司生产平台、智能化产品展示厅、信息化系统的建设，并专项研发相关的技艺和工艺、持续提升公司研发平台技术水平。

表 1：公司 IPO 募投项目

项目	项目投资总额（万元）	拟投入募集资金额（万元）	拟自投金额（万元）
生态石板材改造	18626	18006.7	619.3
陶瓷生产线扩建	60000	60000	0
澧县公司二期扩建	66218	10000	56218
卫生洁具生产线建设	34000	0	34000
卫生洁具及五金龙头建设	94248.16	45000	49248.16
东鹏信息化升级改造	13000	10000	3000
智能化产品展示厅建设	10056.78	5000	5056.78

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

公司在中高端瓷砖市场处于领先地位，在卫生洁具市场也处于行业前列。公司专业从事高品质建筑卫生陶瓷产品的研发、生产和销售。主要产品包括瓷砖和洁具，此外还生产销售木地板、涂料等产品。公司在玻化砖、釉面砖、仿古砖、幕墙瓷板、洁具、水晶瓷等陶瓷产品体系方面具有领先优势。瓷砖业务是公司最主要收入来源，2020H1 瓷砖营收占公司总主营业务收入的 85.13%。除销售自有品牌瓷砖外，公司还在国内代理销售意大利 Rex 等品牌瓷砖，丰富了公司瓷砖产品线的高端品类。

图 2：公司主要产品为瓷砖和洁具



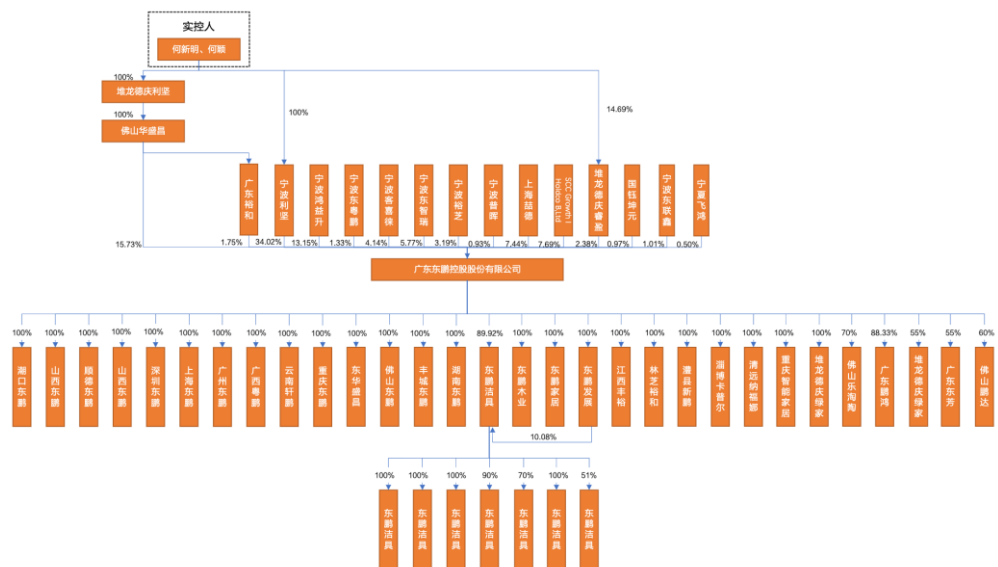
资料来源：公司招股书，天风证券研究所

1.2. 股权结构明晰，集团聚焦瓷砖洁具产业

何新明先生与何颖女士（父女）为公司实际控制人，两人合计持有公司股权 51.85%。何新明先生毕业于华南理工大学，曾就职于佛山东平陶瓷厂、东鹏创意，现任公司董事长，发行人董事长，管理经验丰富，专业背景雄厚。何颖女士毕业于加拿大西安大略大学，曾就职于广东天普生化医药股份有限公司、Marme Canada Inc，现任发行人人资运营共享平台中心经理、董事。

截至 2020 年 7 月 31 日，公司拥有全资子公司 29 家，控股子公司 8 家，参股公司 23 家。

图 3：截至 2020 年 7 月 31 日公司股权结构



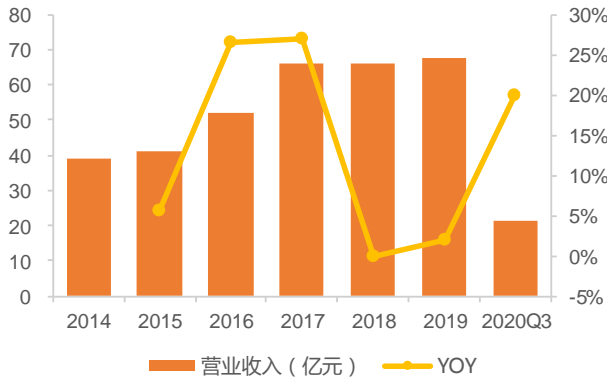
资料来源：公司招股书，天风证券研究所

1.3. 公司经营整体稳健，毛利率水平较高

公司经营情况稳健良好，2014-2019 公司营收 CAGR 为 11.5%。面对激烈的市场竞争，公司加大市场开拓力度，持续增加研发投入，不断改进产品质量，订单保持稳定。近年来，受无釉砖的市场需求增速放缓影响，公司营收增速有所降低。2017/2018/2019 公司收入分别为 66.32/66.19/67.52 亿，增速分别为 26.9%/-0.2%/2.0%。

行业竞争加剧，公司下沉市场拓宽渠道。2018 年公司为了应对行业竞争，开展了较多市场的促销活动，同时为了拓展三、四线城市的销售，向这些区域提供了较多的低售价、低毛利的专供产品，导致该年综合毛利率下降明显。2017/2018/2019 归母净利润分别为 9.90 亿/7.94 亿/7.94 亿，增速分别为 29.1%/-19.8%/0.1%。

图 4：公司近年营业收入水平及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：公司近年归母净利润水平及同比增速

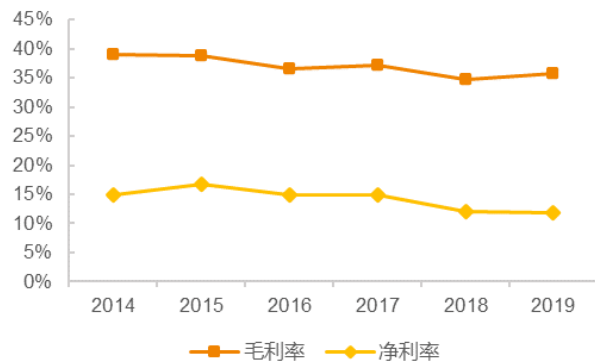


资料来源：Wind，天风证券研究所

公司毛利维持高位，净利率受业务调整影响小幅下滑。公司 2017-2019 年毛利率分别为 37.2%/34.7%/35.7%，总体保持稳定。公司 2017-2019 年净利率分别为 14.9%/12.0%/11.7%，小幅下滑。

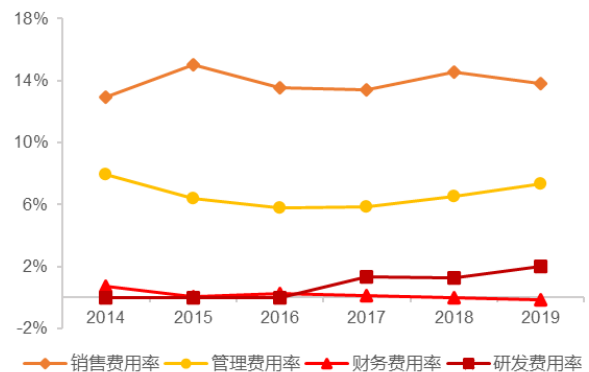
公司销售费用率总体稳定，研发力度逐年加强。近年来，基于公司直销方面的大客户销售策略和与经销商深度合作的销售模式，公司与绝大部分优质客户在长期合作过程中结成了稳定的战略合作伙伴关系，销售费用总体水平稳定。而由于总部大楼折旧及装修费摊销金额较大和职工薪酬上升的影响，管理费用有所上升。自 2017 年起，公司加大了对“原石”系列、3D 喷墨、具有一定空气净化和抗菌等健康功能的新产品的研发力度，研发费用稳步增长。

图 6：公司近年毛利率与净利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：公司近年费用率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 行业分析——低渗透率大市场，一线品牌迎机遇

2.1. 6000 亿大市场，行业集中度有待提高

中国是世界建筑卫生陶瓷产业最大生产国、最大消费国和最大出口国。建筑卫生陶瓷业一直是我国较具优势产业之一，我国建筑陶瓷品种已超过 2000 种，包括各种建筑物饰面用的墙地砖（板）、建筑琉璃制品及饰面瓦等几大类。按照用途主要分为：外墙砖、内墙砖、地砖、特殊场所用砖等；按有无釉面可分为釉面砖和无釉砖；按吸水率大小可以分为瓷质砖、炻瓷砖、细炻砖、炻质砖、陶质砖。

表 2：主要瓷砖种类

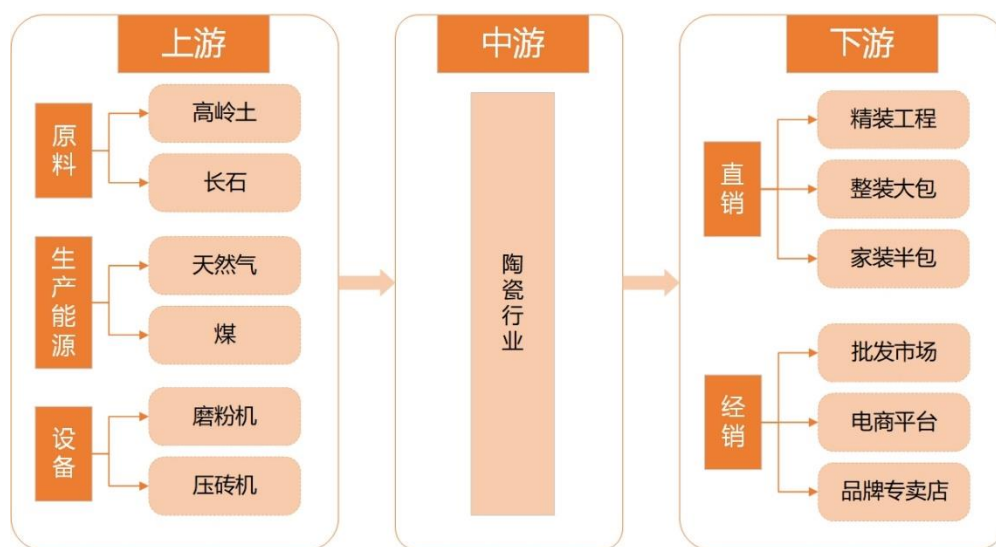
分类方法	具体类别	分类依据	特征
按吸水率	瓷质砖	$E(\text{吸水率}) \leq 0.5\%$	陶瓷烧结越致密，吸水率越低，强度越高;对于抛光砖来说，吸水率越低，表面气孔量就越小，防污能力就越强。
	炻瓷砖	$0.5\% < E \leq 3\%$	
	细炻砖	$3\% < E \leq 6\%$	
	炻质砖	$6\% < E \leq 10\%$	
	陶质砖	$E > 10\%$	
按有无釉面	釉面砖	有釉面	釉面砖色彩丰富，个性化及设计性强，主要用于卫生间、厨房的地面装饰，与内墙砖配套使用。
	无釉砖	无釉面	无釉砖强度大、坚硬耐磨，常用于铺地。

资料来源：GB4100-2015 陶瓷砖，天风证券研究所

大型陶瓷生产企业相较上游供应商议价能力较强。建筑陶瓷行业的上游行业主要包括泥砂坯料、化工原料、色釉料等原材料行业，煤炭、电力、柴油等能源行业，陶瓷生产设备、环保排放治理系统等机械制造行业。坯料涉及泥砂黏土等资源，在我国供应充足，开采、加工企业较多，行业竞争充分，上游行业发展成熟，但由于原材料标准化程度较低，不同产地的原材料差异性显著，为保证产品质量和原材料供应稳定，陶瓷企业通常会储备一定数量的原材料以保证生产需求。

建筑陶瓷行业与下游房地产业、建筑业最密切相关。建筑陶瓷行业的下游行业主要包括房地产开发商、家装消费者以及公共建筑行业，其中房地产开发商客户注重性价比、产品质量稳定性及供货能力，由于其采购量大，选择众多，具有较强的议价能力；而家装消费者以及公共建筑行业更看重装饰效果，注重品牌。

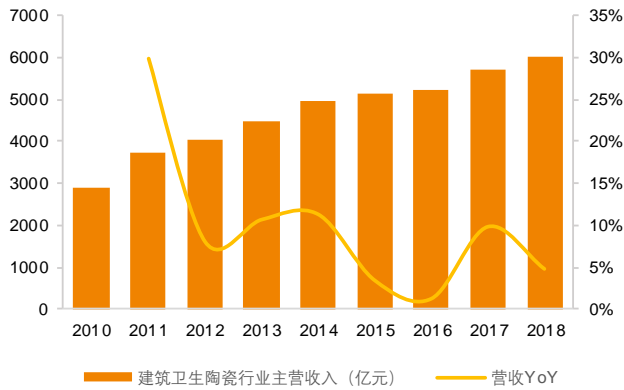
图 8：陶瓷行业产业链情况



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所整理

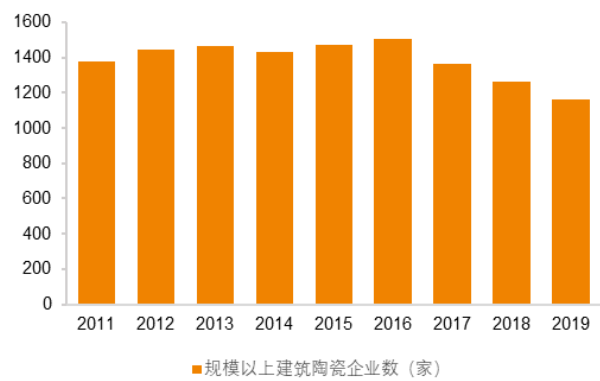
建筑卫生陶瓷行业 6000 亿大市场，业内企业众多。建筑卫生陶瓷行业具有“大行业，小企业”特征。2019 年全国规模以上建筑卫生陶瓷企业 1522 家，比 2018 年减少 122 家，同比下降 7.42%，全年主营业务收入 3877.62 亿元，同比增长 2.81%；实现利润总额 266.11 亿元，同比增长 12.43%，整体规模较 2018 年情况略有回升。考虑到规模以上企业，2018 年建筑卫生陶瓷行业总营收达 6010 亿元，预计 2020 年建筑卫生陶瓷行业总营收将持续超过 6000 亿元。

图 9：中国规模以上建筑陶瓷企业主营收入



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会，天风证券研究所

图 10：中国规模以上建筑陶瓷企业数量变化



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会，天风证券研究所

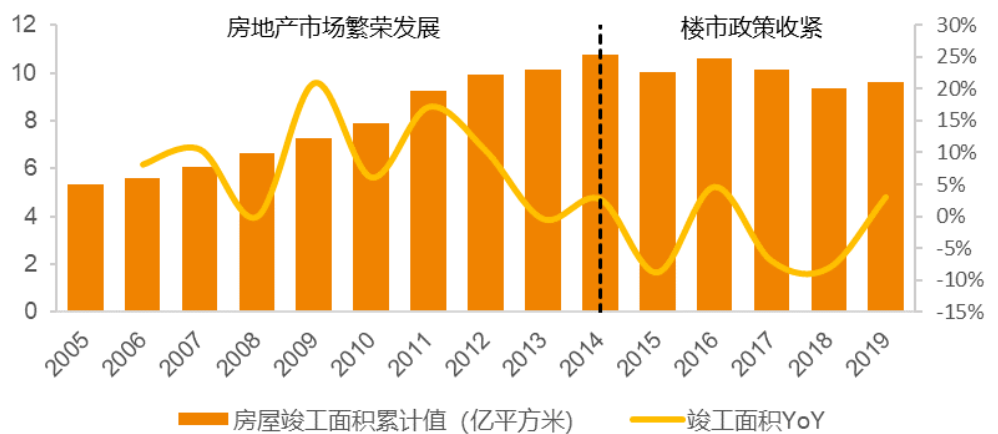
建筑陶瓷高中低端品牌林立，行业集中度较低。早期建陶行业进入门槛并不高，加上前期房地产市场繁荣，催生出大量中小建陶公司，行业内高中低端品牌林立，竞争激烈，行业集中度始终较低，根据中华陶瓷网的数据显示，2018 年我国瓷砖行业集中度 CR5 不足 5%。除部分国内外知名品牌企业外，其他企业普遍具有资产规模小，生产技术落后，产品同质化严重，核心竞争力的产品少的特点，低价格竞争是企业获取市场份额的主要手段。

2.2. 竣工回暖+精装率提升双动力驱动，工程市场放量或持续

2.2.1. 受下游房地产行业景气度影响，行业需求持续走低

由于楼市政策收紧，竣工端整体下行趋势明显。2014 年以前随着国内地产市场繁荣发展，拉动相关建材行业需求快速上升，瓷砖行业进入大踏步发展阶段，2010-2014 年中国瓷砖年产量由 75.8 亿平方米增长至 102.3 亿平方米。随着后期楼市政策收紧，房地产口径住宅房屋竣工数据增速逐步向底部聚拢，2017-2019 年全国住宅房屋竣工面积分别为 7.2/6.6/6.8 亿平方米，同比增速分别为 -7.0%/-8.1%/3.0%，竣工端整体下行趋势明显。

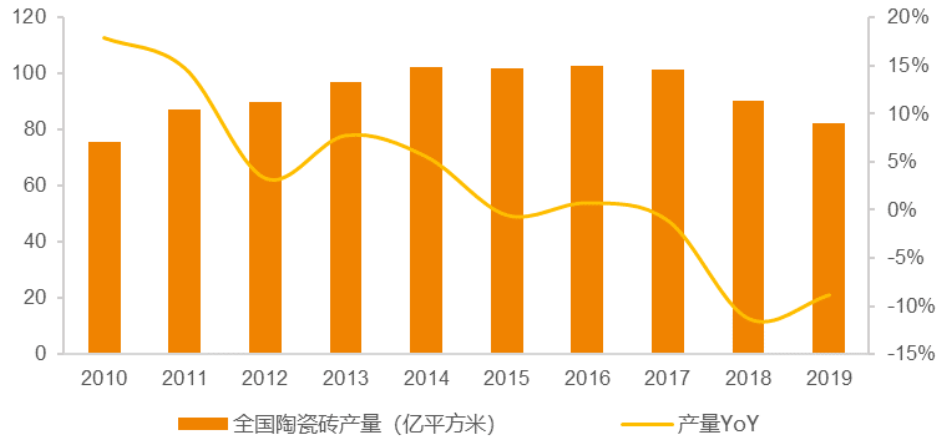
图 11：房屋竣工面积变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

瓷砖行业需求整体下行，步入存量整合阶段。瓷砖行业的市场需求与下游房地产行业的景气度密切相关，受房地产行业影响较大。2015-2016 年瓷砖业年产量增长近 0，2017-2019 年连续三年负增长，2018 年产量跌破 100 亿平方米，2019 年产量持续走低，年产量 82.2 亿平方米，较 2018 年下降 8.8%。

图 12: 中国陶瓷砖产量情况

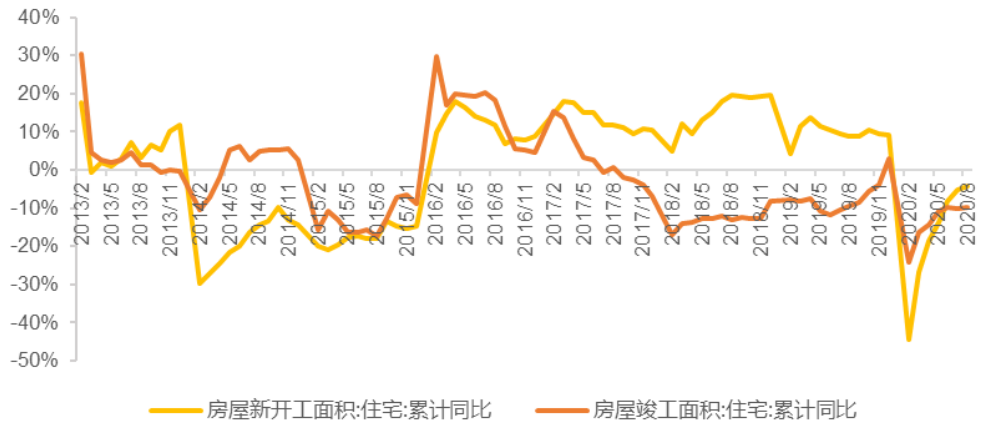


资料来源: 中国建筑卫生陶瓷协会, 天风证券研究所

2.2.2. 竣工回补具有刚性，行业整体需求将迎来小阳春

2016-2019 年新开工高增速与竣工端增速剪刀差持续扩大。商品房新开工与竣工存在对应联系，从开工至竣工周期一般为 1-3 年，理论上每一个新开工增速峰值应该在其后的 1-3 年中有竣工增速峰值与之对应。2017 年以来，宏观信用政策收紧，房地产企业资金压力加大，预售至竣工这一资金投入阶段动力不足，竣工周期拉长。

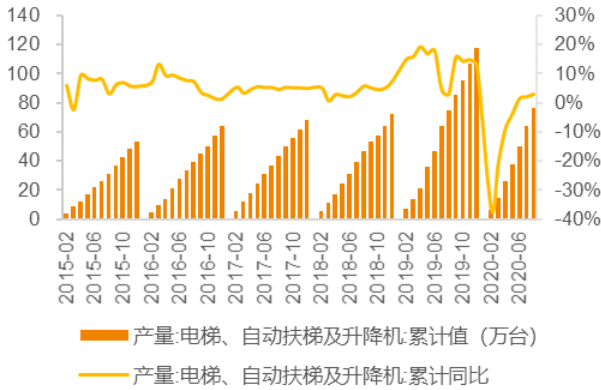
图 13: 2013 年以来住宅新开工面积与竣工面积增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

竣工回补具有刚性，竣工增速峰值会滞后但不会缺席。2019H2 竣工端增速即出现明显修复。此外房屋交房前瞻指标诸如电梯产量、玻璃产量库存等持续改善。

图 14：2019 年电梯产量增速提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

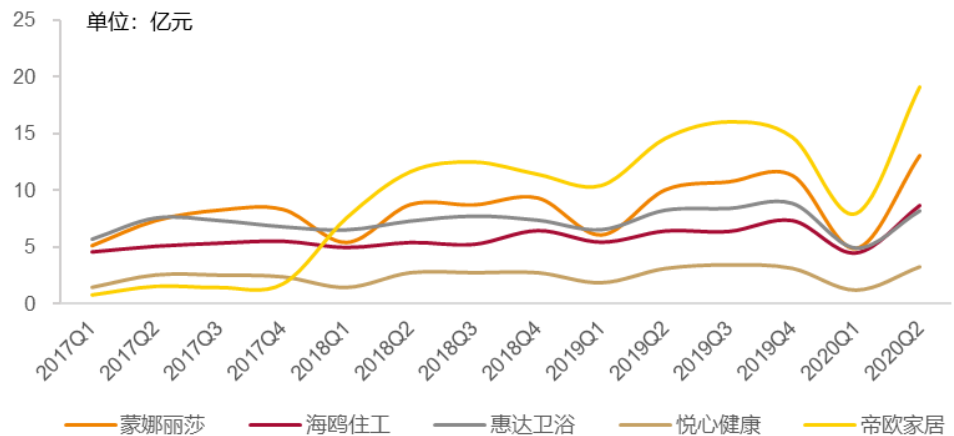
图 15：2019 年玻璃产量快速增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

竣工面积增速有望快速提升，建筑陶瓷行业或将受益明显。受疫情影响竣工修复趋势被打断，但从逻辑链条出发，2016 年以来房地产预售面积绝对值高于竣工面积，且差距不断加大，考虑到预售—竣工—交房存在合同强约束，排除地产商发生大面积违约的极端情况，竣工面积必将快速反弹，预计交房回暖持续周期在 2 年左右。按照预售模式占整个销售面积 85% 估算，2016 年-2020H1 商品房预售面积与竣工面积累计差额达 35.8 亿平方米，若在未来三年补足差额，平均新增竣工面积近 12 亿平方米，竣工端增速有望在未来 2-3 年快速提升，将带动建筑陶瓷行业 B 端需求迅速放量。

图 16：2019H2 可比公司分季度营业收入明显恢复



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2.3. 精装渗透率提升推动渠道变革，主战场聚焦 B 端

受益政策推动，全/精装修趋势明显。与毛坯房相比，精装修交房能够减少垃圾、保障建筑安全，符合居民对健康和环保的要求，同时为房地产企业提供利润，是商品住宅未来的趋势所在。近年来政策不断推进房地产市场全/精装修比例提升，2013 年国务院提出积极推行住宅全装修，2017 年 4 月住建部在“十三五规划”中明确指到 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%。各省市也纷纷响应国家政策推行全装修。根据奥维云网数据统计，2016 年全国全装修政策总发布数量激增，达到 11 项，2017-2019 年分别发布 11/20/21 项；从政策结构来看，省级政策数量下降，市级政策数量激增，“一城一策”的政策导向明显，全装修渗透加速下沉。

表 3：各省市精装修政策发布执行情况

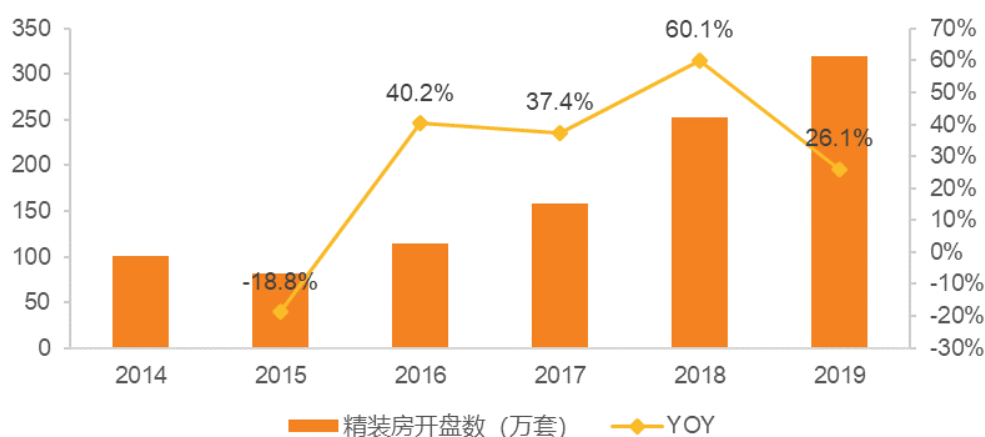
省市	政策目标	实现或执行时间
北京	全市保障房 100%全装修	2015 年 5 月
黑龙江	新建住房全装修比例不低于 30%	2015 年 5 月
宁夏	新建住宅全装修的面积比例达到年度竣工面积的 30%	2016 年 1 月

浙江	全省中心城区出让或划拨土地上的新建住宅 100%全装修	2016 年 10 月
上海	新建住宅全装修比例, 外环线内 100%, 外环线外 50%, 奉贤、金山和崇明区 30%	2017 年 1 月
山东	全省、新建高层建筑 100%全装修	2017 年 1 月
河北	新建住房全装修比例不低于 60%	2017 年 6 月
海南	全省新建住宅 100%全装修	2017 年 7 月
湖北	全省新建公共租赁房实施全装修	2017 年 7 月
安徽	政府新建建筑全部全装修, 合肥新建住宅全装修比例达到 30%	2017 年 12 月
河南	全省新建住宅 100%全装修	2018 年 1 月
山东	全省新建高层小高层住宅 100%全装修	2018 年 1 月
内蒙古	新建住宅全装修比例达到 80%以上	2018 年 9 月
湖北	武汉市、襄阳市、宜昌市和荆门市新建住宅 100%全装修	2020 年 1 月
江西	全省新建住宅 100%全装修	2020 年 1 月
河南	全省新建住宅 100%全装修	2020 年 1 月
重庆	全省主城区新建住宅 20%全装修	2020 年 1 月
四川	全省新建住宅 50%全装修	2020 年 1 月
江苏	全省新建住宅 60%全装修	2025 年 1 月
陕西	全省保障房 30%全装修	2025 年 1 月
山西	全省新建住宅 60%全装修	2025 年 1 月

资料来源: 各省政府网站, 天风证券研究所

精装房渗透率持续上升, 工程瓷砖成为瓷砖行业竞争主战场。随政策不断加码, 2019 年我国精装房渗透率从 27.5%提升至 32%, 一线城市渗透率达到 90%, 领先于二三四线城市。随着未来城镇化率不断提升, 二三线城市精装房渗透率将向一线城市逐步靠拢。对比欧美发达国家市场 80%以上的精装占比, 国内的精装房渗透率还有很大的提升空间。产业信息网数据显示, 2019 年全国精装修商品住宅开盘 319.3 万套, 同比上升 26.09%, 我们认为未来随着精装房渗透率的进一步提升, 一方面将挤压 C 端零售市场空间, 同时将拉动配套瓷砖卫浴 B 端需求的快速增长, 工程瓷砖成为瓷砖行业的竞争主战场。

图 17: 2019 年精装房开盘数量



资料来源: 产业信息网, 天风证券研究所

我们假设:

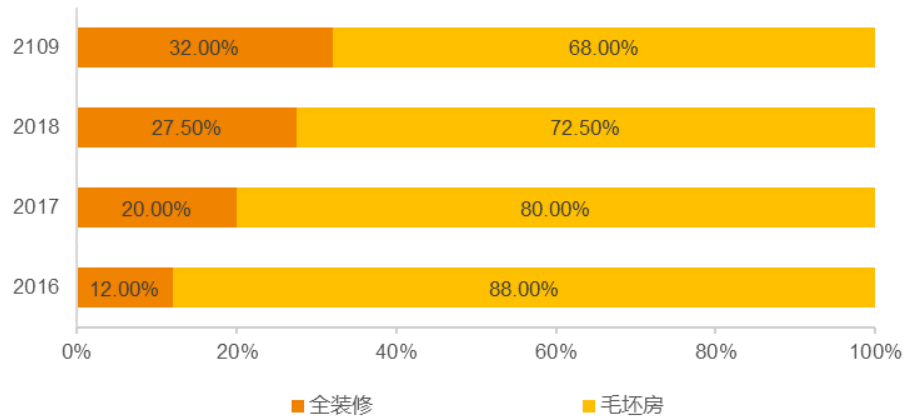
精装修市场空间=房地产口径住宅房屋新开工面积*精装修渗透率*瓷砖覆盖率*主流产品价格标准

对于精装修市场空间测算, 我们采用房地产口径住宅房屋新开工面积测算。2019 年住宅房屋竣工面积为 16.75 亿平方米, 依据对市场判断, 我们预计新开工面积将加速释放逻辑不变, 但受疫情影响, 预计原本于 2019 年释放的新开工潮将延迟至 2020-2021 年。结合竣工端缺

口回补刚性需求及释放延后,我们假设 2020-2021 年商品住宅新开工面积增速分别为 19.4% 和 25.0%, 相对应 2020-2021 年商品住宅新开工面积分别为 20、25 亿平方米。

按照竣工端滞后新开盘项目 2 年的渗透率计算, 并假设新开盘项目精改毛比例为零。同时基于 2017 年以来精装修开盘口径渗透变化, 我们假设 2020-2021 年精装修新开工口径渗透率分别为 40%、50%。

图 18: 2016-2019 年全国精装修房渗透率不断提升



资料来源: 产业信息网, 天风证券研究所

我们根据各户室面积占比及相应瓷砖覆盖率估算每百平米瓷砖覆盖面积, 进而得到新开工住宅面积与瓷砖用量面积的比例关系。从户室功能特点划分, 厨房、卫生间、阳台等户室瓷砖使用率及覆盖率最高, 客厅、餐厅瓷砖使用率适中偏高, 卧室瓷砖使用率最低。结合地面面积与内墙面积比例关系, 并考虑瓷砖铺设过程中约 3% 的损耗率, 最终得出每百平米瓷砖覆盖面积为 115.8 平方米, 对应瓷砖覆盖率取做 120%。

表 4: 每百平米瓷砖覆盖率估算

户室	地面占比	地面瓷砖使用率	地面瓷砖平均覆盖率	墙面瓷砖使用率	墙面瓷砖平均覆盖率	每百平米住宅面积对应瓷砖面积 (平方米)
卧室+书房	37%	37	50%	92.50	0%	18.50
客厅	35%	35	70%	87.50	2%	26.25
餐厅	8%	8	85%	20.00	5%	7.80
厨房	8%	8	95%	20.00	90%	25.60
卫生间	7%	7	95%	17.50	95%	23.28
阳台	5%	5	95%	12.50	50%	11.00
总计	100%					112.43
考虑瓷砖 3% 损耗后的总用量						115.80

资料来源: 锐观网, 楼盘网, 天风证券研究所 (注: 地面面积与墙面面积约为 1: 2.5 估算, 参照楼盘网)

瓷砖市场中抛釉砖、抛光砖、瓷片等产品为主流产品, 从各品类价格变化分析, 瓷片均价相对较低, 抛光砖、抛釉砖均价在 50-60 元/平方米。对比主流瓷砖企业各产品售价, 我们假设城镇住宅市场瓷砖装修中均价为 55 元/平方米。瓷砖部品在精装修配套中属于渗透率较为成熟的品类, 我们假设其精装修市场配置率为 100%。

从新开工口径测算结果分析, 随着精装修渗透率不断提升, 精装修瓷砖市场空间 2020/2021 年将分别达到 528/825 亿元规模, 增速分别达 49.3%/56.3%。虽与瓷砖整体市场规模相比体量较小, 但规模仍然可观。

表 5：精装修瓷砖市场规模估算

项目	2019	2020E	2021E
房屋(住宅)新开工面积累计值(亿平方米)	16.75	20	25
YoY	9.2%	19.4%	25.0%
精装修比例	32%	40%	50%
瓷砖覆盖率	120%	120%	120%
装修标准(元/平方米)	55	55	55
精装修瓷砖市场需求量(亿平方米)	6.43	9.60	15.00
精装修瓷砖市场规模(亿元)	353.76	528.00	825.00
YoY		49.3%	56.3%

资料来源：Wind，产业信息网，天风证券研究所测算

对于卫生陶瓷市场，2019 年精装修渗透率为 32%，房屋（住宅）新开工面积为 16.75 亿平方米，我国精装修项目总规模达到 322 万套。基于此，我们以 166.5 平方米为单套房屋面积进行测算，假设每套房为四室两厅两卫户型。根据每套住宅商品房装修时至少需要的陶瓷洁具、花洒、水龙头、浴室柜等配件产品的数量测算。从房屋新开工口径测算结果分析，精装修洁具市场空间 2020-2021 年将分别达到 461.26/720.72 万元规模。

表 6：精装修洁具市场需求测算

	套数	平均单价(元)	2019A	2020E	2021E
房屋(住宅)新开工面积累计值(亿平方米)	-	-	16.75	20	25
精装修比例			32%	40%	50%
精装修房屋套数(万套)			322	480	751
陶瓷洁具	2	2000	644	961	1502
水龙头	4	150	1288	1922	3003
花洒	2	1000	644	961	1502
浴室柜	2	1500	644	961	1502
洁具市场规模(万元)	-	-	309.05	461.26	720.72

资料来源：Wind，产业信息网，天风证券研究所测算

2.2.4. 房企行业集中度抬升，大地产偏好头部建筑陶瓷企业

建筑陶瓷行业集中度较低。2019 年我国陶瓷砖产量为 82.25 亿平方米。企业参与者众多，包括东鹏、蒙娜丽莎、欧神诺、唯美陶瓷、诺贝尔等一线品牌。其中建筑陶瓷产业，东鹏瓷砖 2019 年生产量 0.75 亿平方米，市占率约 0.92%；蒙娜丽莎 2019 年生产量 0.83 亿平方米，市占率约 1.01%；帝欧家居瓷砖 2019 年生产量 1.30 亿平方米，市占率约 1.58%。

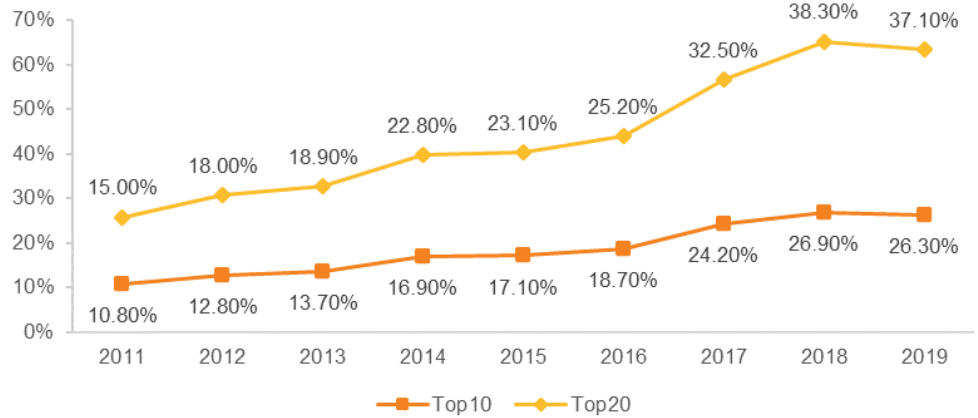
表 7：2019 年可比公司建筑卫生陶瓷市占率情况

亿平方米	东鹏控股	蒙娜丽莎	帝欧家居
产量	0.75	0.83	1.30
行业总产量	82.25	82.25	82.25
市占率	0.92%	1.01%	1.58%

资料来源：各公司招股说明书，各公司年报，天风证券研究所

房企集中度提升，建筑陶瓷行业竞争加剧。上文我们明确，在竣工端加速回补及精装修渗透率不断抬升浪潮下，房地产企业集中度也在不断抬升。Top100 房企不断蚕食中小企业份额，大地产企业由于采购量大，可选择多，逐渐掌握建筑装饰市场话语权。TOP100 房企注重性价比，产品质量稳定性与大批量供货能力，因此更加偏向瓷砖卫浴行业龙头品牌。根据中国建筑卫生陶瓷协会统计，自 2016 年以来，规模以上建筑陶瓷企业数量锐减，2017-2019 连续三年每年淘汰规上建陶企业分别为 30/137/105 家。同时由于行业竞争加剧，规模以上企业收入规模也大幅缩水，2017-2019 年收入增速分别为-8.4%/-35.1%/2.9%，建筑陶瓷行业也迎来新一轮大洗牌。

图 19：房地产行业集中度逐年抬升

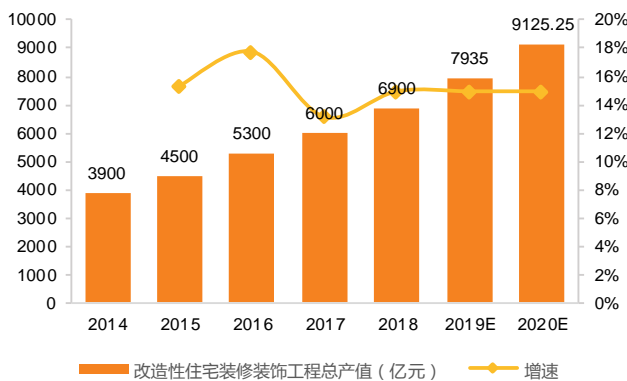


资料来源：产业信息网，天风证券研究所

2.3. 旧房改造市场需求潜力较大，提振零售端业绩

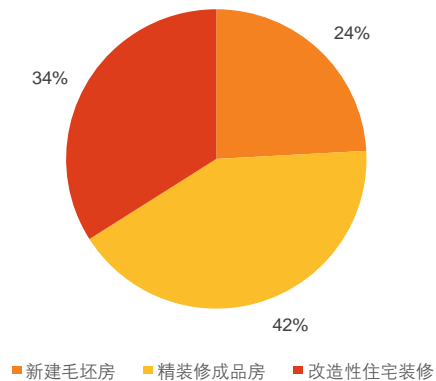
房地产存量市场改造装修需求潜力较大，助力零售端业务发展。随着家庭规模小型化释放的改善性住房需求和棚户区、旧城拆旧改造的需求进一步扩大，预计在未来仍会使住宅装饰装修市场的需求保持增长。近年来由于二手房、租房市场较为活跃，我国改造性住宅装饰装修工程快速扩大，2018 年改造性住宅装饰装修工程总产值达 6900 亿元，同比增长 15%，在总工程产值中占比 34%。按照 2018 年同比增速计算，2020 年改造性住宅装饰装修工程总产值将突破 9000 亿元，需求潜力较大。

图 20：全国改造性住宅装饰装修工程总产值逐年提升



资料来源：中国建筑装饰行业协会，天风证券研究所

图 21：2018 年住宅装饰装修工程总产值结构

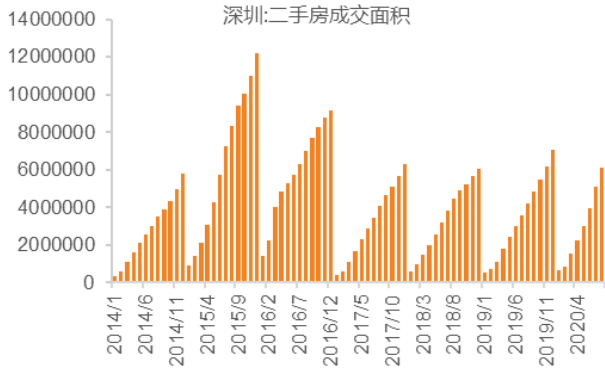


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

旧房翻新需求旺盛。正常情况下，由于住宅功能及感官需求，家庭住房的翻新周期约为 5-10 年；另外，随着房地产市场调控力度加大，短期内无力购房和受政策限制无法再次购房的家庭，会通过老房翻新和更换卫浴产品来改善居住环境，使得二次品的需求量递增。因此，家庭住房的二次装修对卫生洁具等产品的需求量较大。

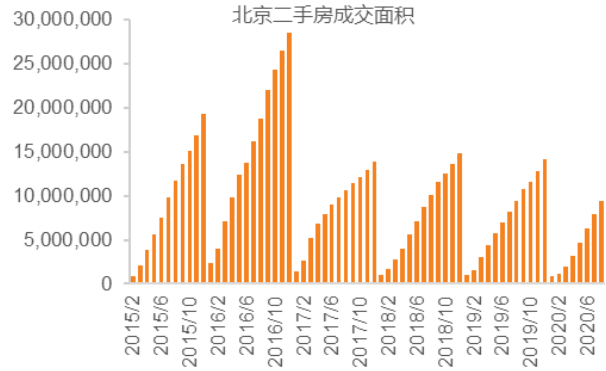
二手房交易活跃，改造性装修需求扩大。国内房产企业早年间繁荣发展，为房地产市场的存量市场带来了较大的发展空间，将为建筑陶瓷行业带来新的市场需求。一般而言，住宅装饰的耐用年限为 8-10 年，在住宅的完整寿命周期中，本身就存在多次装修的需要。截止 2019 年末，我国商品房待售面积 49821 万平方米。同时，我们选取了 9 个一二线城市作为样本（包括 2 个一线城市，7 个二线城市），2019 年 9 大城市二手房成交面积 6686 万平方米，累计同比增长 16.99%。其中一线城市（北京、深圳）二手房成交面积已经超过新房销售面积。而二手房装修意愿较强，也将带动室内涂料需求。随着存量住宅装修耐用年限的到来和二手房市场的持续发展，大量住房的二次装修需求将会逐步释放，将为建筑陶瓷行业零售端创造新的发展空间。

图 22：深圳二手房成交面积（平方米）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：北京二手房成交面积（平方米）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.4. 环保政策加码，一线品牌规模效应带来成本竞争优势

瓷砖生产的工艺特性，使规模效应成为业内公司降成本、提效率的重要途径。瓷砖产品生产上游材料主要是黏土等大宗产品，整个生产过程从配料到烧制再到成型包装工序较为复杂，且在核心的烧制环节，烧窑需要连续高温生产，单次开关机损耗大，且不同产品之间相互转产难度较大，这也就意味着只有足够大体量的单体 SKU 订单，才能使生产线折旧成本规模效应更明显，这也是龙头公司成本下降、提高效率的重要途径。

环保政策趋严筑高行业准入门槛。国家环保标准不断趋于严格，在国家和地方政府的持续引导下，我国建筑陶瓷产业向着节能化、清洁化方向演进，一系列节能环保改造工作在全国范围内持续推进，进入行业的节能环保壁垒越来越高。

落后产能将被淘汰，行业集中度将进一步提高。瓷砖行业需要经历烧制环节，需末端排放污染气体，很多小企业环保欠账严重，缺乏有效末端治理。相关环保政策和排放标准提升了瓷砖行业能源成本与末端治理成本，行业内一些缺少自主品牌、渠道建设落后、技术创新能力薄弱的企业在激烈的市场竞争中走向退出。大量落后不规范产能被淘汰后，注重品牌形象建设、研发技术投入以及绿色环保制造升级的企业将会在行业洗牌中做大做强，行业集中度将会得到提高。

表 8：建筑卫生陶瓷行业相关环保政策

项目	具体情况
排放限值	排放限值窑炉颗粒物、二氧化硫、氮氧化物浓度排放限制分别由 50、300 和 450mg/m ³ 提升为 10、30 和 150mg/m。
煤改气	多个陶瓷产区均颁布煤改气政策，如广东省环保厅发布《广东省打赢蓝天保卫战 2018 年工作方案》，鼓励各地将建筑陶瓷煤改气工程纳入规模以上工业企业实施技改内容，并列明了建筑陶瓷行业煤改气计划，涵盖了广东省共 230 家建陶企业的 998 条生产线，基本囊括了广东省所有的陶瓷厂。
能源消耗限值	已有建筑卫生陶瓷企业综合能耗每吨产品不高于 800 千克标准煤，或综合电耗每吨产品不高于 1,000 度电；新建企业或生产线综合能耗每吨产品不高于 700 千克标准煤，或综合电耗每吨产品不高于 800 度电。
落后产能淘汰	《产业结构调整指导目录(2019 年本)》明确限制 150 万平方米/年及以下的建筑陶瓷生产线建设；淘汰 100 万平方米/年(不含)以下的建筑陶瓷砖生产线，被淘汰的还包括建筑卫生陶瓷土窑、倒焰窑、多孔窑、煤烧明焰隧道窑、隔焰隧道窑、匣钵装卫生陶瓷隧道窑、建筑陶瓷砖成型用的摩擦压砖机、建筑陶瓷砖成型用的摩擦压砖机。鼓励单块面积大于 1.62 平方米(含)的陶瓷板生产线，按照瓷砖产品常规规格换算，相当于鼓励发展 900×1800mm 及以上规格大板。

资料来源：政府官网，天风证券研究所

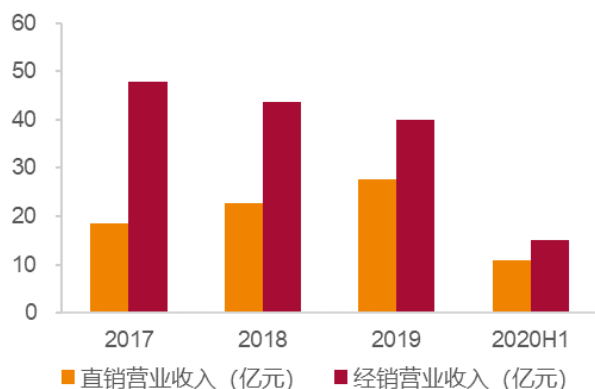
3. 公司亮点——多轮驱动助力公司持续发展

3.1. 工程业务发力，成为公司业绩增长动力源

3.1.1. 受益全精装修政策，公司工程业务增长迅速

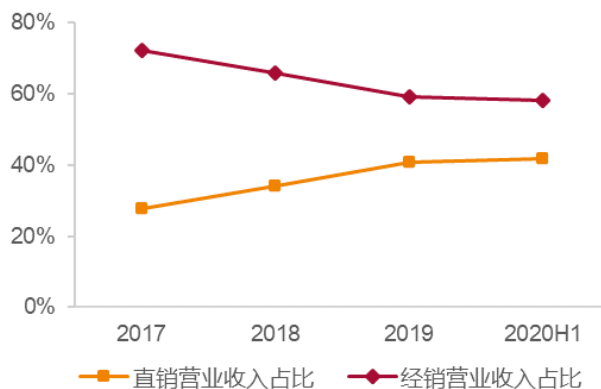
公司积极应对行业消费模式转变，直销渠道未来增长可观。直销模式是以公司为主体进行销售。随家居整装和地产精装房比例提升，个人消费者自行购买瓷砖比例有所下降，工程业务成为公司战略重点。公司直接面向工程客户、直营零售客户、家装渠道客户、OEM 客户、网络客户有序开展直销工程业务，吸引了更多的大型战略工程客户，直营业务营收占比逐年提升，市场影响力不断增强。

图 24：公司营业收入分渠道情况



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

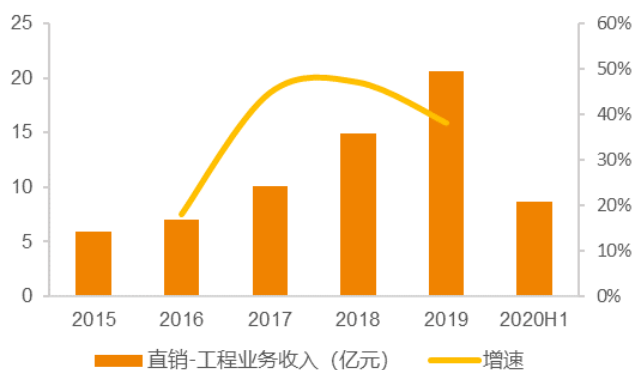
图 25：公司直销营收占比逐年提升



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

工程业务放量明显，公司有望进一步拓展市场份额。公司工程销售主要客户为房地产开发商和连锁商业。近年来，为应对行业变化，公司着力于开发房地产企业等大型战略客户，如恒大地产、万科、华润置业、金科地产、绿地集团、融信地产、中海地产、万达广场、中信地产、碧桂园、保利地产等均是公司重要客户。直销模式中工程业务收入占比增长趋势明显，2020H1 公司工程业务前五大客户销售金额占营收比例为 7.18%。

图 26：工程业务收入增长趋势明显



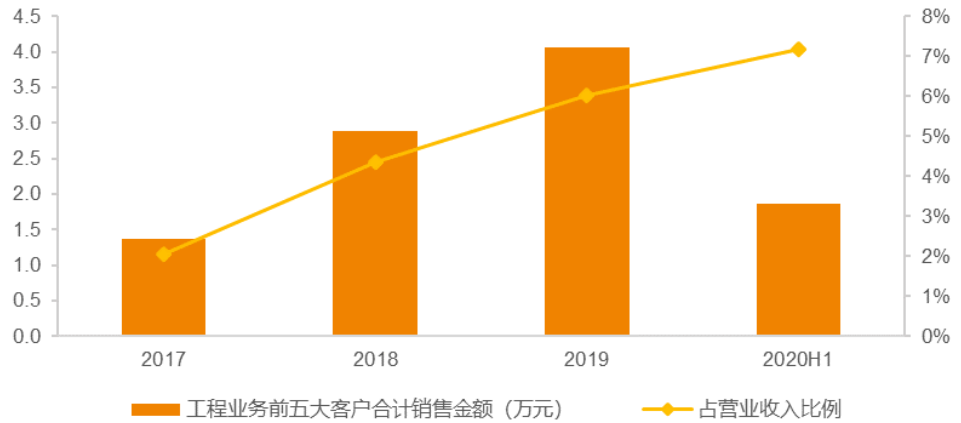
资料来源：公司招股书，天风证券研究所

图 27：公司工程业务前五大客户

客户名称	销售金额 (万元)	占营业收入比例
1 广州恒大材料设备有限公司	8,549.89	3.28%
2 重庆庆科商贸有限公司	4,231.93	1.62%
3 广州恒乾材料设备有限公司	2,276.91	0.87%
4 深圳恒大材料设备有限公司	1,990.95	0.76%
5 河北荣盛建筑材料有限公司	1,665.58	0.64%
	18,715.26	7.18%

资料来源：公司招股书，天风证券研究所（注：期间为 2020 年 1-6 月）

图 28：公司工程业务前五大客户销售金额及占比情况



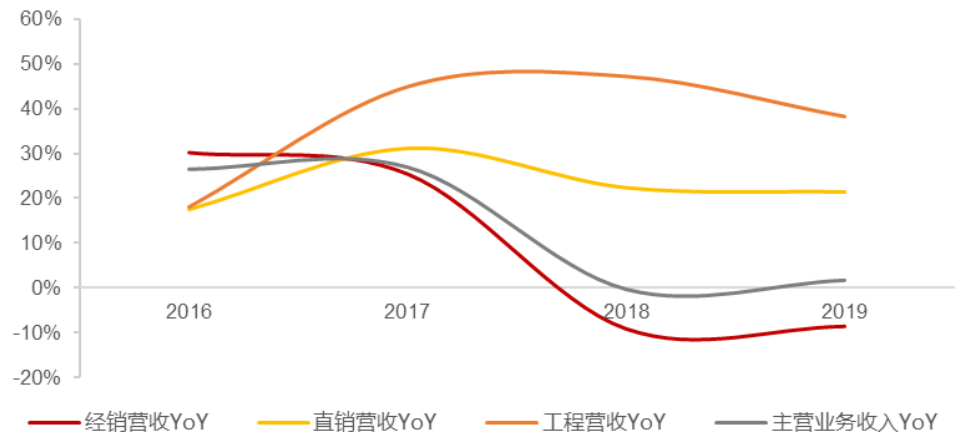
资料来源：公司招股书，天风证券研究所

工程业务占比逐年提升，未来空间较大。2015 年以来，全国各地陆续出台全/精装修政策，要求

房地产商在进行新房交付时采用全/精装修交付。受政策引导，工程市场愈加繁荣，公司亦大力开展工程业务。工程业务占主营业务收入比重从 2015 年的 14.5% 增长至 2019 年的 30.9%。

工程业务成为公司增长重要驱动力。受全/精装修政策影响，建筑卫生陶瓷行业零售渠道趋于萎缩。于 2019 年，公司主营业务收入增长率为 1.7%，经销/直销业务收入增长率分别为 -8.5%/21.4%。直销业务中以工程业务为长，2019 年工程业务年增长率达 38.2%，为公司增长的重要驱动力。

图 29：工程业务成为公司增长重要驱动力

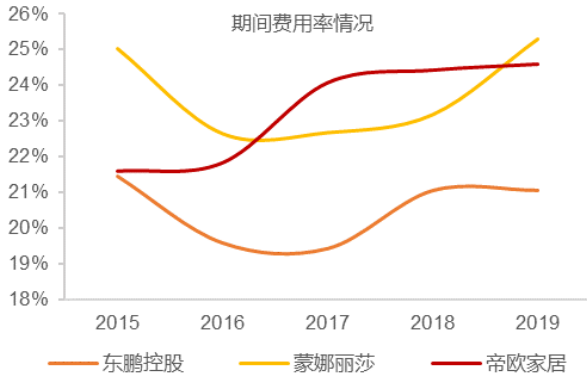


资料来源：公司招股书，天风证券研究所

3.1.2. 工程端规模效应显现，促进公司发展

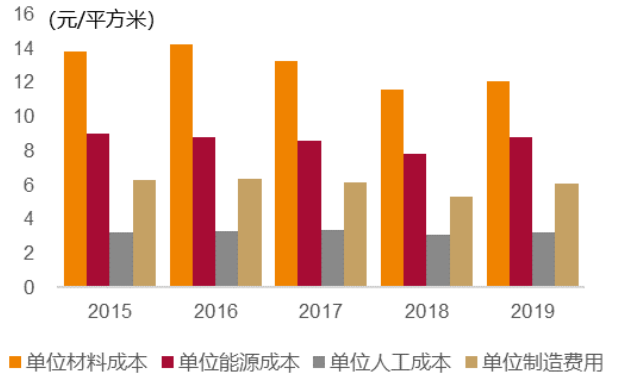
公司成本管控能力较强。公司历来重视经营管理能力，有较为完善、健全的公司内部控制制度管理体系，严格控制公司各项成本费用支出。近年来，公司期间费用率均维持在行业内较低水平。其次，除优秀管理能力外，作为行业内体量最大的公司之一，公司具有一定规模优势。

图 30：公司有较强成本管控能力



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

图 31：公司单位成本具有下降趋势

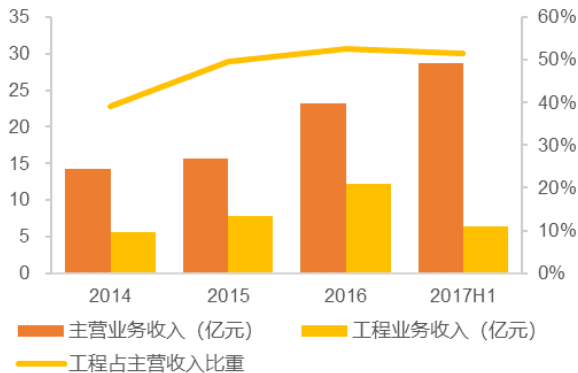


资料来源：公司招股书，天风证券研究所

工程业务规模效应明显，将进一步降低公司单位成本。工程业务由于直接与房地厂商合作，具有需求量大、品类较为集中单一的特点。公司持续推进工程业务，对于生产端来说，能有效减少转产时间，利用规模效应降低成本，进一步提升公司利润。

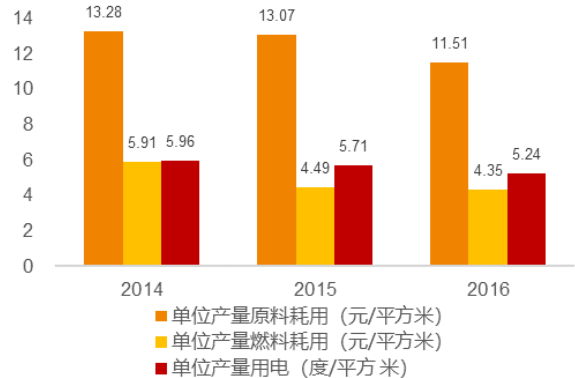
蒙娜丽莎早于本公司开展工程业务，2014-2016 年工程业务占主营业务收入比重分别为 39.3%/49.6%/52.6%（2016 年东鹏工程业务收入占比为 13.5%）。三年间单位原材料及能耗均有明显下降趋势，工程业务带来的规模效应较为明显。公司大力发展工程业务，进一步提升工程业务比重，成本端将受益明显。

图 32：蒙娜丽莎工程业务比重较大



资料来源：蒙娜丽莎招股书，天风证券研究所

图 33：蒙娜丽莎原材料与能源耗用成本情况



资料来源：蒙娜丽莎招股书，天风证券研究所

近年来，帝欧家居通过收购欧神诺，工程业务得到快速发展。2019 年总营收 55.7 亿元，工程业务收入 38.42 亿元，占比高达 69.0%。从帝欧单位成本数据同样可以看出，工程业务的特点结合建筑陶瓷生产制造的特性，可以很好地发挥规模经济效应，形成制造端的生产成本优势。

图 34：帝欧家居工程业务发展迅速

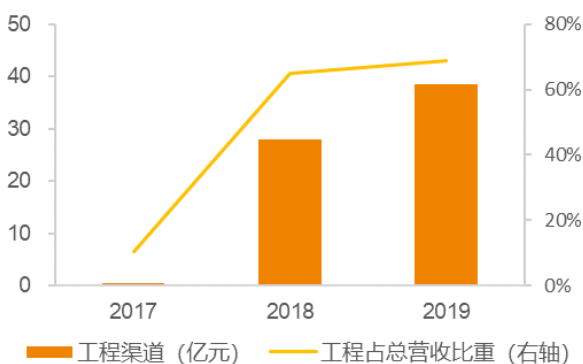
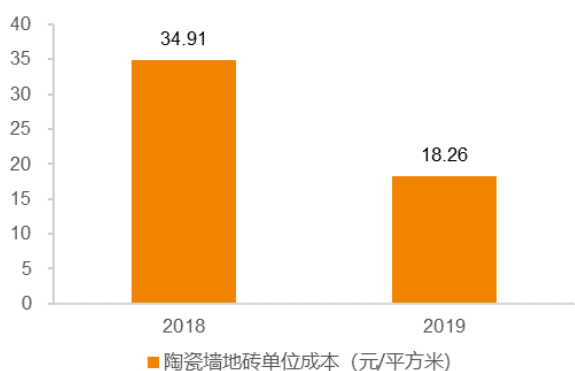


图 35：帝欧家居瓷砖生产规模效应显著



资料来源：帝欧家居公告，天风证券研究所

资料来源：帝欧家居公告，天风证券研究所

3.1.3. 工程市场持续增长，公司机会大

如前文所述，受益竣工回暖、精装率提升、政策指引，我国工程市场持续扩大。2018 年全年，国内精装修市场新开盘项目规模已达 253 万套，2019 年新开盘项目约为 342 万套。2019 年，我国全装修覆盖率为 32%，对比北美/日本/欧洲地区 80%/85%/90% 的渗透率，有较大提升空间。

公司作为建筑卫生陶瓷行业耕耘多年的老牌企业，受益品牌影响力，有望持续开拓工程市场。公司是国内规模最大的瓷砖、洁具产品专业制造商之一。公司的瓷砖产品多应用于高端项目和地标建筑，公司的洁具产品的工程战略客户则覆盖了保利、万科等多家国内知名房地产商。

图 36：公司瓷砖产品应用于港珠澳大桥



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 37：公司整装卫浴产品应用于扬州力宝精装公寓



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司重视品牌建设，拥有较强品牌知名度。公司始创于 1972 年，自成立以来重视品牌建设，秉持“以此为生，精于此道”的精神，专注建陶业 47 年。凭借持续的品牌宣传和过硬的产品质量形成了相当的知名度和影响力，多次蝉联“中国建筑陶瓷行业标志性品牌”、“中国 500 最具价值品牌”，是中国建陶行业领军企业。

表 9：公司近年获得主要荣誉表

荣誉/资质称号	颁发时间	颁发单位
中国陶瓷十大公信品牌——第六届中国泛家居年度总评榜	2016.1	国际建筑装饰室内设计协会
陶瓷品牌 100 强——东鹏瓷砖	2016.4	中国室内装饰协会装饰材料用品专业委员会
全国卫陶行业质量领军企业	2016.8	中国质量检验协会
行业卓越品牌——首届中国家居行业匠心奖	2016.12	广东省家具商会、广东省家居业联合会
2016 年度中国家居风云品牌榜暨业主喜爱的瓷砖品牌	2017.1	中国指数研究院（房天下）
2016 年度责任品牌奖	2017.1	第六届中国公益节组委会
广东省出口名牌企业	2017.11	广东省商务厅、广东卓越质量品牌研究院
中国品牌年度大奖 NO.1（2017.12.28-2018.12.27）	2017.12	世界品牌实验室、总裁杂志、世界企业家、中国经济新闻
中国陶瓷 2017 年度品牌典范	2018.1	中国工业合作协会
2018 年度家居绿色环保推荐品牌	2019.1	中国质量认证中心
全国百佳质量诚信标杆企业	2019.3	中国质量检验协会
2019 年度广东陶瓷标准化示范企业、广东陶瓷设计创新示范企业	2020.7	广东省陶瓷协会
2019 年度广东建材科技进步示范企业、广东建材绿色制造示范企业	2020.7	广东省建筑材料行业协会

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

公司坚持品牌铁三角理念，坚持以优良的质量、创新的产品、一流的服务努力为消费者打造美好家居生活。公司高度重视质量，于 2018 年通过中国合格评定国家认可委员会认可获得了“CNAS 国家实验室认可”证书，拥有行业首家全面开展陶瓷项目检测的国家级实验室。

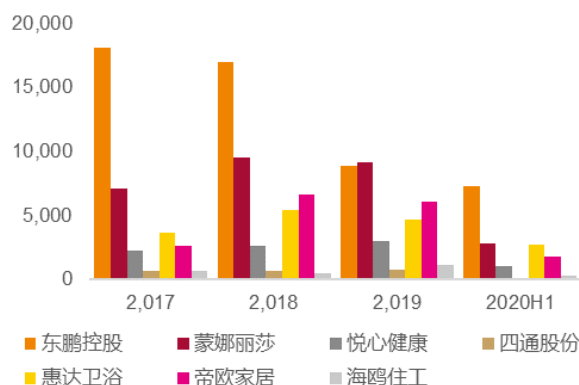
此外，公司注重品牌影响力建设，广告宣传费用投入相对较大。

图 38：公司所建实验室获得“CNAS 国家实验室认可”证书



资料来源：公司官网，天风证券研究所

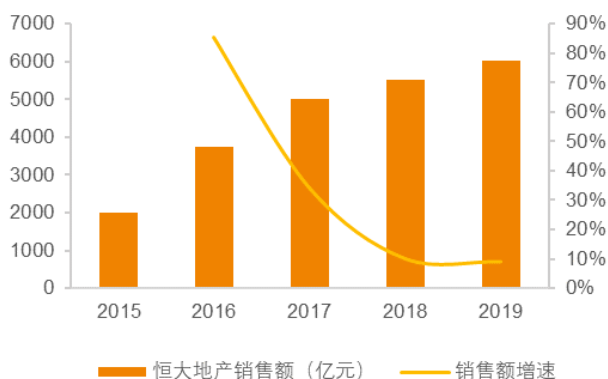
图 39：公司广告宣传费较高（万元）



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

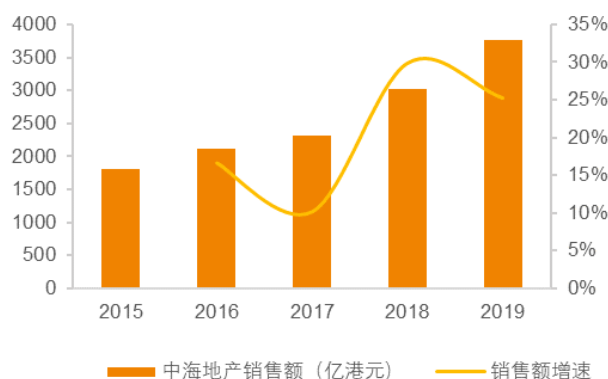
品牌优势助力公司工程业务持续发展。地产集中度提升，大品牌受益。公司作为建筑卫生陶瓷行业一线品牌，利用自身品牌优势，发力工程业务。大型地产商如恒大地产、万科、华润置业、金科地产、绿地集团、融信地产、中海地产、万达广场、中信地产、碧桂园、保利地产等均是公司重要客户，并有望进一步拓展大型战略客户份额。

图 40：恒大地产年销售额情况



资料来源：中国恒大公告，天风证券研究所

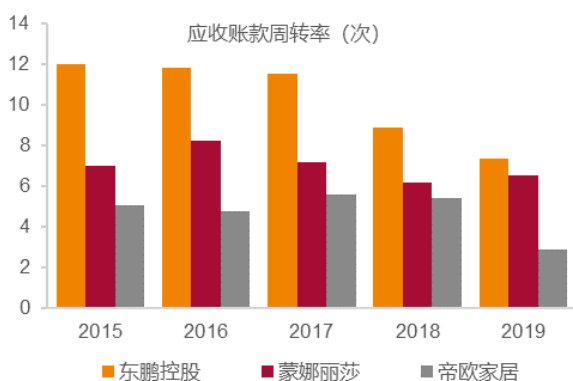
图 41：中海地产年销售额情况



资料来源：中海地产公告，天风证券研究所

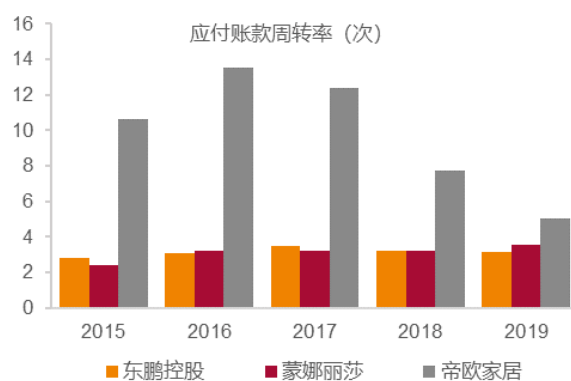
公司营运能力较强，能较好应对工程业务发展。近年来，公司持续发展工程业务，应付账款周转率较为稳定，公司有较好账期管理能力。公司 2019 年应收账款周转率/应付账款周转率分别为 7.34/3.13 次，同行业蒙娜丽莎分别为 6.53/3.55 次，帝欧家居分别为 2.89/5.02 次。

图 42：公司应收账款周转率情况



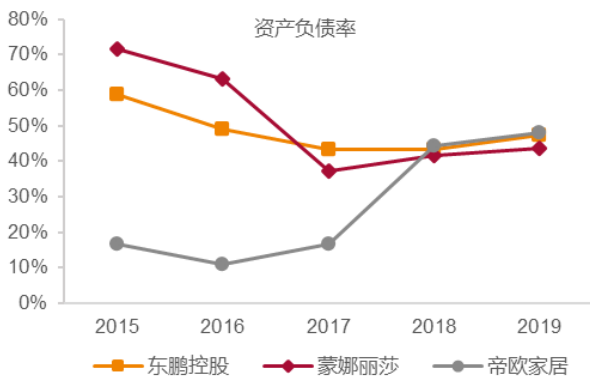
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 43：公司应付账款周转率情况



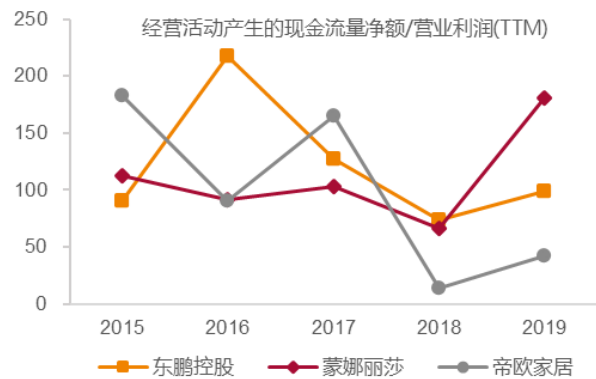
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 44：公司资产负债率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

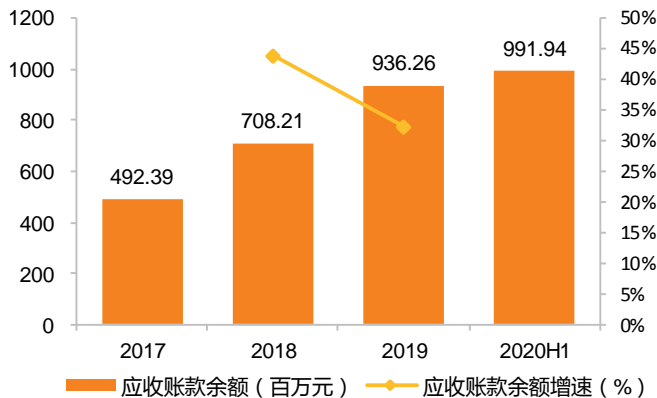
图 45：公司经营活动产生的现金流量/营业利润情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

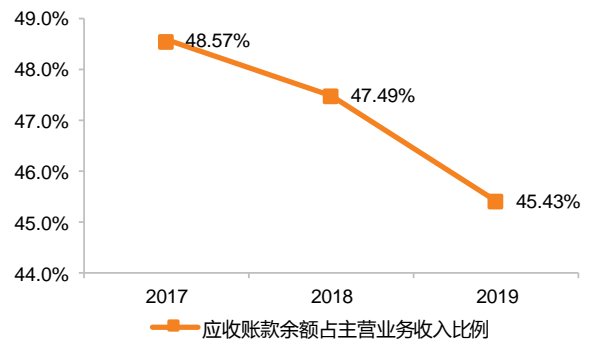
工程端质量较高，应收账款占比低。东鹏的工程业务开展的比较谨慎，目前地产客户中最大的客户恒大每年也只有 2 亿元左右的销售额，风险总体可控。东鹏优先选择现金流有保证、资产状况良好的地产客户，此外重点拓展企商、单体工程和连锁工程，如大兴国际机场、港珠澳大桥等项目，确保工程业务的资金安全和财务稳健。工程业务应收账款占营业收入比例较为稳定，且逐年下降趋势明显。

图 46：东鹏工程业务应收账款余额及增速



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 47：公司近 3 年工程业务应收账款占营业收入比例



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

3.2. 保持零售优势，深耕渠道建设，企业护城河不断拓宽

3.2.1. 低成本、高效率且覆盖全面的物流网络，利于公司渠道建设

公司注重运输建设，物流网络覆盖全面。公司具有国内陶瓷行业领先的物流网络，由 13 个中心仓与 6 个销售仓组合形成覆盖全国的公司仓储网络。

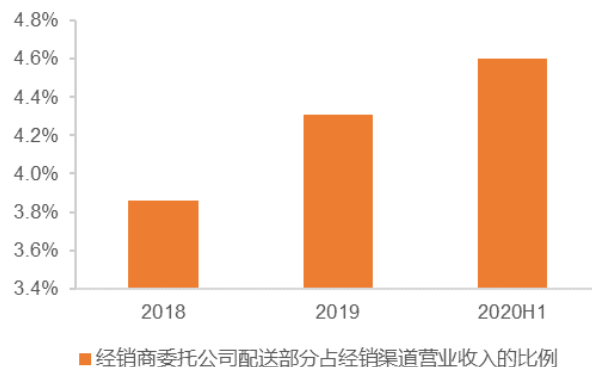
发达仓储网络能有效降低经销商成本。对于经销渠道来说，公司的仓储网络发达，能有效减少产品交付运输时间，有助于经销商有效管理库存和现金流，同时通过减少部分经销商自设仓库的需要降低经销商成本；另一方面，公司通过发达的仓储网络给经销商提供就近提货的便利，能有效降低经销商的运输成本；此外，公司配送产品的物流形式达到一定规模效应能进一步降低运输成本。

图 48：公司物流网络覆盖全面



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 49：经销商委托公司配送占比有所提升



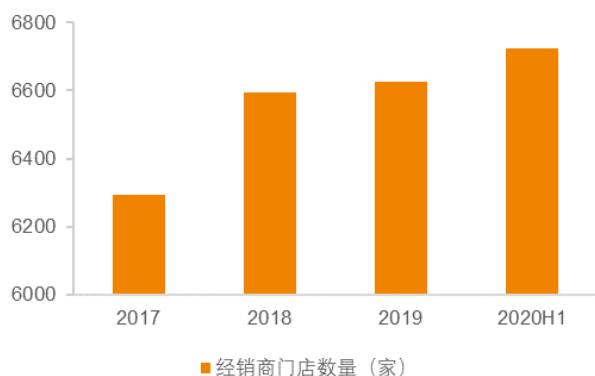
资料来源：公司招股书，天风证券研究所

物流优势助力公司工程业务发展。对于工程业务来说，由于部分工程渠道订单有分期发货要求，对产品交付速度要求更高，即存在部分商品已完成生产但客户暂未要求发货的情形，也存在短时间对大批量产品有需求的情形。公司覆盖全面的仓储网络对工程业务的支持作用明显，能快速地响应客户需求，提升公司服务工程渠道客户的质量。此外，由于覆盖广的仓储网络带来的运输成本降低，也能进一步降低公司开展工程业务的成本，提升公司的竞争力。

3.2.2. 以零售起家，公司具有庞大经销网络

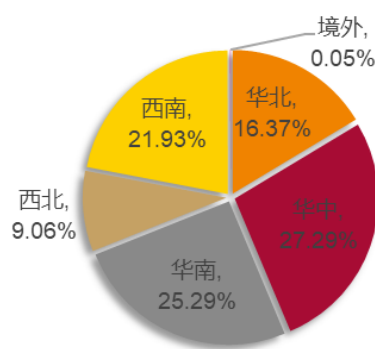
公司以零售起家，具有规模庞大、运转高效的经销网络。截至 2020 年 6 月 30 日，公司瓷砖、洁具产品经销商体系已覆盖全国绝大部分省份和大部分地县级市。瓷砖经销商共 1753 家，瓷砖经销门店 4981 家；洁具经销商共 82 家，洁具经销门店 1468 家，并于 2017 年 10 月发展有 1 家境外瓷砖经销商，开设有 1 家境外经销门店。此外，公司于境内建立有 112 家瓷砖直营店/展厅，2 家洁具直营店/展厅。若以每平米 1000 元的装修补贴、门店平均 300 平米计算，其他企业想要布局到达东鹏的店面数量规模，需要约 20 亿元的投入。经销作为行业传统主流销售模式，强大的经销网络筑起公司竞争壁垒。

图 50：公司经销商门店数量逐年递增



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

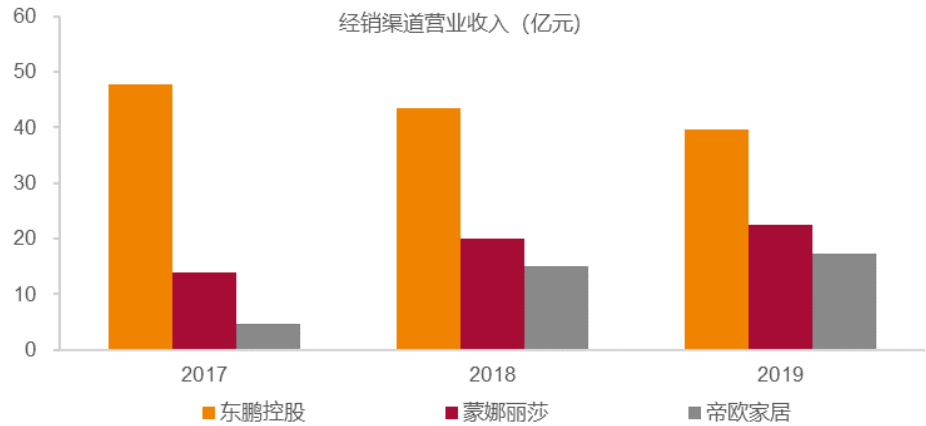
图 51：公司经销网络覆盖全国



资料来源：公司招股书，天风证券研究所（注：经销商区域占比数据截至 2020/6/30）

公司经销渠道营收体量较大。依靠规模庞大的经销网络，公司经销渠道收入可观，与行业内公司比较，优势较大。2019 年，本公司、蒙娜丽莎、帝欧家居经销渠道收入分别为 39.68 亿元、22.52 亿元、17.28 亿元。

图 52：公司经销渠道营业收入较高

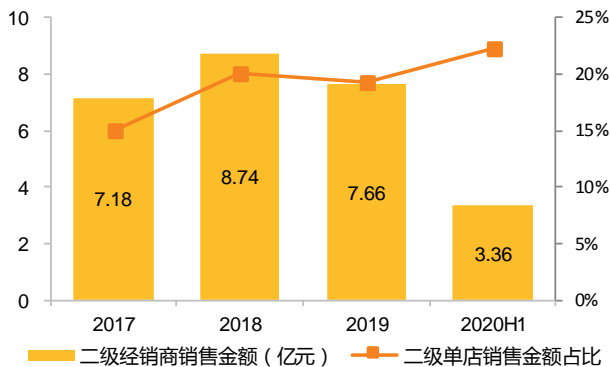


资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2.3. 保持零售优势，门店升级提升单店产出，生产基地布局业内最多

加速三、四线城市经销商门店扩张，渠道深挖大有可为。公司现有门店数量 6724 家，主要集中在二线城市，距离 1 万家门店瓶颈仍有很大空间。从中国的行政区划上来看，三四线城市，包括县乡镇大概有 3-4 万多个，所以三四级市场是我们未来渠道突破和渠道下沉的一个重点。公司通过渠道下沉积极开发三四线市场网点，一级经销商向下发展的二级经销商数量增加，二级经销商门店呈现逐年增长趋势，有望带动业绩进一步提升。

图 53：公司二级经销商门店销售占比逐年提升



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 54：公司二级经销商门店数目逐年增长



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

门店升级持续推进，加大装修改造力度，提升单店坪效。东鹏拓展品牌、布局门店较早，虽然门店数量比较多，但是近两年受调控和行业影响，经销商在门店的投入较少。随着东鹏成功上市，公司持续推进经销门店升级，加大装修、广告等方面的投入补贴。同时东鹏通过电子化展示手段升级展厅，以沉浸式、可视化的方式呈现，提升消费者的体验感和代入感，努力提升现有门店坪效和毛利水平。

图 55：东鹏瓷砖优秀店面



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 56：东鹏 VR 全景展厅



资料来源：公司微信公众号，天风证券研究所

产业规模庞大，生产基地布局华南、华北和西南，产品品类完备。生产基地布局在硬装行业内最为广泛，数量最多。公司拥有布局在广东佛山、清远、江门、高明、江西丰城、重庆永川、湖南澧县、山东淄博、山西垣曲等十大瓷砖、卫浴生产基地，13 个中心仓和 6 个销售仓，生产基地和营销网络渠道的全国布局，大大降低了物流成本。

表 10：可比公司生产基地布局对比

公司	生产基地布局
东鹏控股	10 大生产基地布局全国，分别在广东佛山、清远、江门、高明、江西丰城、重庆永川、湖南澧县、山东淄博、山西垣曲等地，拥有 13 个中心仓和 6 个销售仓
帝欧家居	6 个从事生产的控股子公司，分别为亚克力板、重庆帝王、佛山帝王、欧神诺、景德镇陶瓷、广西陶瓷
蒙娜丽莎	拥有佛山西樵、广东清远、广西藤县三个生产基地，21 条陶瓷砖生产线和 4 条陶瓷板生产线。

资料来源：东鹏公司公告，帝欧家居年报，蒙娜丽莎官网，天风证券研究所

公司坚持“3+1”战略，实现业绩与利润的持续增长。公司除瓷砖、卫浴外，还拓展了木地板、涂料、墙板等品类，近年来进军整装家居业务，致力于成为国内领先的整体家居解决方案提供商。

图 57：东鹏整体家装案例



资料来源：公司官网，天风证券研究所

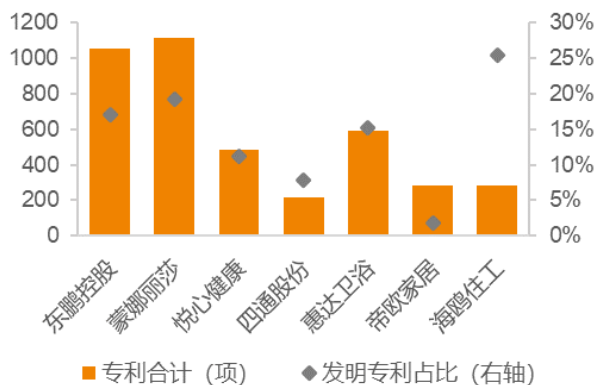
3.3. 强化研发与技术优势，助力公司长远发展

研发能力是行业内公司发展的重要推动力。在建筑陶瓷行业，人们对装饰材料的需求已不再简单追求防污防潮功能，图案效果、耐用程度、良品率高低是影响建筑陶瓷产品竞争力的重要因素。对于卫生陶瓷行业，随卫生陶瓷产品的普及，消费者对产品造型、防臭抑菌、节能节水等方面提出更高要求。市场对陶瓷产品的要求提升，使得自主研发能力成为我国

陶瓷行业打造知名品牌的主要内容之一。

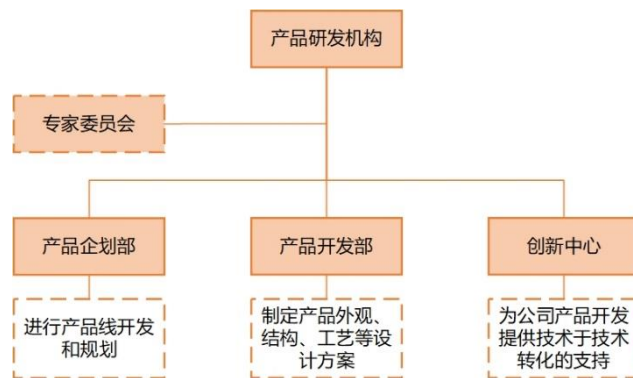
公司在技术创新及产品研发方面处于行业领先地位。截至 2020 年 8 月 13 日，公司在中国境内累计获得国家专利 1051 项，在境外获得专利 1 项，参与起草瓷砖及洁具产品标准达 47 项。强大的技术创新能力推动公司向市场源源不断推出创新产品，公司于 2019 年提出健康新概念对功能瓷砖产品进行升级，将木纹产品应用于卧室和阳台，迅速获得消费者认可和喜爱。

图 58：公司研发能力行业领先



资料来源：公司招股书，Wind，天风证券研究所

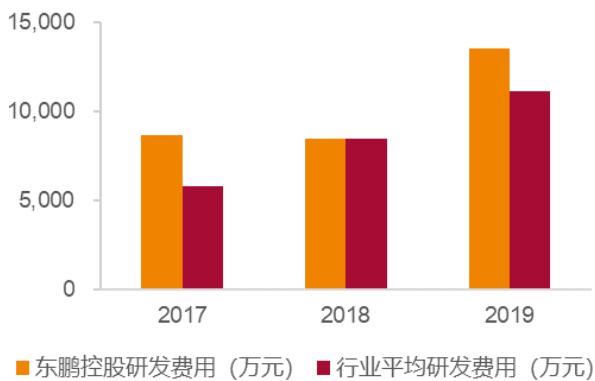
图 59：公司研发机构设置图



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

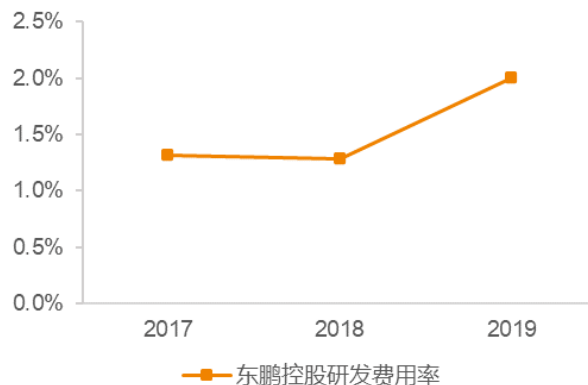
公司重视产品及工艺研发、技术团队建设，研发投入高于行业平均水平。截至 2020 年 6 月 30 日，公司拥有研发技术人员 388 人，具有高级工程师 13 人，博士 2 人。2017/2018/2019 年的研发费用率分别为 1.31%/1.28%/2.00%。

图 60：公司研发费用投入较高



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 61：公司研发费用率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

利用差异化提升产品附加值，不断提升公司行业竞争力。公司长期坚持管理创新、营销创新、服务创新和技术创新，依托高品质产品及技术研发能力，不断推陈出新。通过技术改造和引进先进设备，提升生产自动化水平，从质量、成本、性能、创意等维度增长公司竞争力。

表 11：公司近年来主推的创新产品

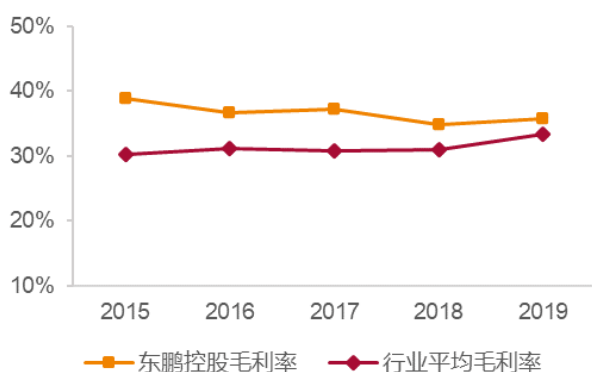
序号	产品名称/系列	推出时间	主要特色/创新点
1	金花米黄	1998 年	设计行业领先、引领潮流
2	洞石家族：一代洞石、纳福娜、至尊洞石、世界洞石	2006、2008、2010、2013 年	产品延续性强，生命周期长；独创孕熔技术；岩涌技术；纹理和孔洞效果双重突破
3	宾利法尼亚	2009 年	设计、创新和品质行业领先；采用行业领先的二次布料技术及干粉材料；引领时尚、轻奢设计风潮
4	原石家族：原石 1.0、原石 2.0、	2015、2016、	国内领先的干法渗花技术；花色丰富；渗花工艺一石多面技

序号	产品名称	年份	技术/特点
	原石 2.0+、原石 3.0、原石 4.0	2017、2019 年	术
5	亚马逊	2012 年	精准线条纹理布料，图案清晰稳定；配方改造，材质更坚硬
6	世界之美	2015 年	独特原创设计，不单纯仿造自然界物体
7	通体大理石	2016 年	以全抛釉融合公司擅长的布料技术；可以倒角、拉槽使用，拓宽应用场合
8	金刚釉	2017 年	突破行业技术难题，增强产品表面耐磨度；釉层通透，花色纹理清晰
9	薄层布料	2018 年	采用行业先进设备，薄层布料，干粉干压技术；逼真还原真实石材纹理及质感
10	具有一定空气净化功能的瓷砖	2018 年	绿色产品，表面可释放负离子；采用了行业领先的集成研发和生命周期管理体系
11	缎光釉	2018 年	表面质感顺滑，易清理
12	干粒抛	2019 年	干粒技术，解决表面波浪纹；表面更坚硬，更通透
13	精雕木纹	2019 年	数码精雕技术，加强表面质感
14	奥拉系列五金龙头产品	2015 年	专利外观，功能选择丰富
15	简爱系列浴室柜	2016 年	设计风格简单美观；实木材质与美式涂装巧妙结合；丰富收纳功能；可拆卸式铰链，延长使用寿命
16	奥斯卡系列浴室柜、五金	2017 年	经典美式设计；超大尺寸平直柜盆；并蒂莲设计元素运用
17	奥斯卡系列坐便器	2017 年	冲水系统为公司发明专利；实现国家 1 级水效节水节能；外观设计行业领先
18	泡沫盾系列智能马桶	2017 年	采用专利泡沫发生装置，实现防溅、防粘、抑菌、防臭
19	N+M 系列浴室柜	2018 年	采用行业领先的模块化定制，可以实现个性化收纳选择
20	超光盾系列智能马桶	2018 年	采用无耗材除臭技术，超长寿命；清洗水温实时反馈
21	卫洗宝 F0 智能马桶	2019 年	脚触式翻圈翻盖及男士小便冲水；平面大面积腿部承托设计

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

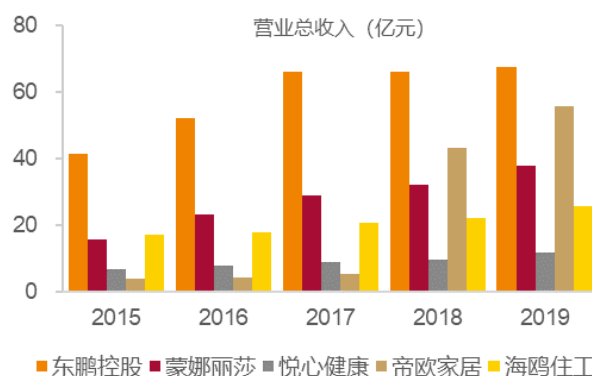
依托强大研发能力，公司深耕中高端市场收获行业领先的毛利率水平。 高端产品溢价能力强，毛利空间高。公司在中高端瓷砖市场处于领先地位，在卫生洁具市场上也处于行业前列。

图 62：公司毛利率高于行业平均水平



资料来源：Wind，天风证券研究所（注：行业平均选取本公司、蒙娜丽莎、悦心健康、四通股份、惠达卫浴、帝欧家居、海鸥住工毛利率之平均值）

图 63：公司营收水平处于行业内领先水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.4. 环保政策加速行业洗牌，公司绿色制造受益明显

在环保标准趋严之环境下，公司绿色制造能力优势凸显。 近年来，我国制定了一系列规范建筑卫生陶瓷行业能耗、排污的强制性国家标准，在卫生陶瓷行业更是对新建产能提出更高环保要求。在国家和地方政府的引导下，行业朝节能化、清洁化方向发展。日趋严格的环保标准将加剧建筑卫生陶瓷行业竞争，优秀的绿色制造能力将有助于企业在行业洗牌中做大做强。

公司是行业内节能环保的典型企业，清远纳福娜是工信部确定的 2017 年首批绿色工厂示范单位。公司坚持“绿色制造”原则，积极研发“绿色产品”。目前，公司已在环保节能生产制造技术领域取得一定成果，相应绿色产品推出获得市场认可。

图 64：公司绿色产品-空气净化砖



资料来源：公司官网，天风证券研究所

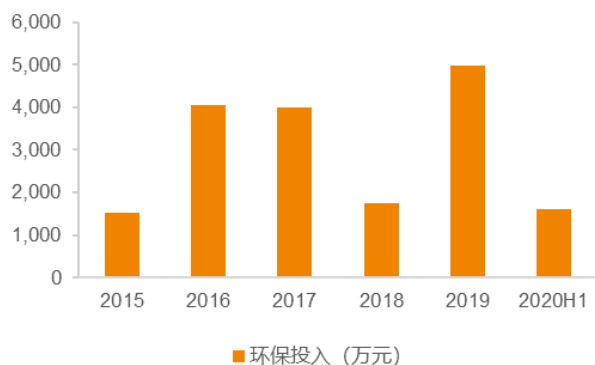
图 65：公司绿色产品-节水卫浴产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

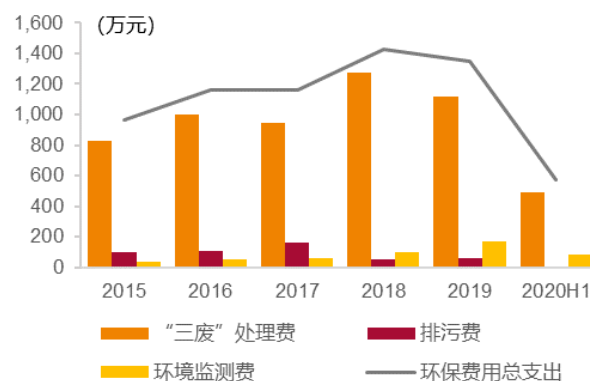
公司具有良好末端排污处理能力，公司环保水平在建筑卫生陶瓷行业居于领先地位。公司在各主要生产基地均设立了安全管理部和环保管理部，建立了完善的环保管理制度。同时，公司不断探索最适合的节能减排技术，先后投入引进和建立了国内先进节能窑炉系统、干法制粉设备、无尘化抛光设备、废水循环系统、污水处理系统、废气成分监测系统、废气排放治理系统等系列节能减排设施不断进行环保技改工作，建立固体废物、废水、废气检测管理制度流程并制定控制管理程序书，制定日常控制考核方法和指标。在实现了主要污染物的超低排放的同时，不断提高公司产品生产节能环保水平。

图 66：公司环保投入情况



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

图 67：公司环保费用支出情况



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

我们以近五年的数据为基础，环保投入的资本支出在折旧时，由于数据可得性只计算近五年的环保投入情况。根据招股书载明的固定资产折旧政策：房屋建筑物/机器设备的年折旧率分别为 4.85%/9.70%，考虑环保相关支出对净利润的影响。另外，根据公司招股书说明，固定资产折旧均采用年限平均法，公司所得税率考虑 25%。

2019 年，公司环保投入相关的折旧额（2015-2019 年）为 1582.94 万元，环保费用支出为 1349.32 万元。若不考虑环保相关支出，净利润将增加 2199.2 万元，占当年净利润比例为 2.8%。公司 2019 年净利率、不考虑环保相关支出的净利率分别为 11.7%/12.1%。

由以上计算可知，环保相关支出占当年净利率比重较大（2.8%）。陶瓷行业属于环保高压行业，优秀的环保投入能力和环保处理能力是行业内公司继续发展壮大不可或缺的条件之一。

表 12: 环保投入明细

	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
废气处理设备 (万元)	810.95	3,241.05	2,999.43	1,301.00	3,613.44	1,328.89
废水处理设备 (万元)	150.75	344.56	585.36	143.72	654.47	127.35
固体废弃物处理设备 (万元)	5.01	-	18.43	147.66	70.65	116.62
环保监控设备 (万元)	181.27	142.16	318.07	115.64	422.48	20.18
绿化建设 (万元)	387.57	336.05	72.88	31.55	224.85	23.1
环保投入 (万元)	1,535.55	4,063.82	3,994.17	1,739.57	4,985.89	1,616.14

资料来源: 公司招股书, 天风证券研究所

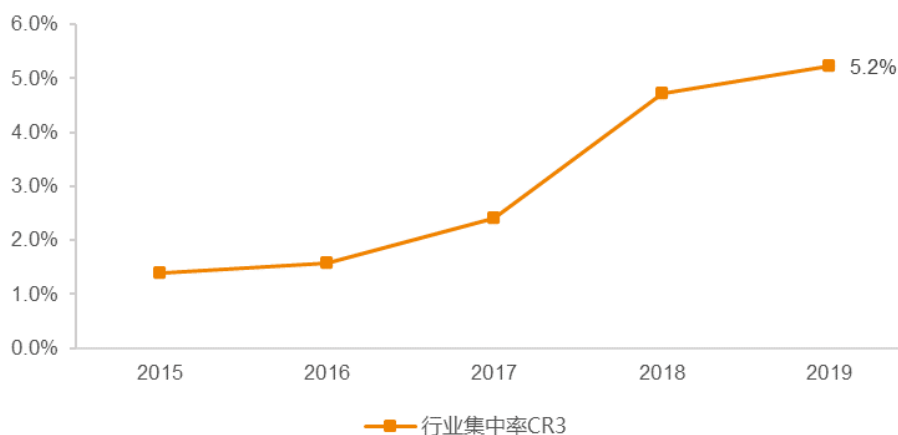
表 13: 环保费用支出情况

	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
“三废”处理费	826.89	999.53	944.73	1,276.11	1,120.88	488.1
排污费	100.61	110.65	159	55.27	62.65	-
环境监测费	38.67	48.51	57.64	97	165.79	83.52
环保费用总支出	966.17	1,158.69	1,161.37	1,428.38	1,349.32	571.62

资料来源: 公司招股书, 天风证券研究所

环保监管呈高压态势, 加速行业集中度提升。陶瓷行业面临着全国环保督查的行业环境, 各地方政府陆续出台的环保政策对企业环保整治提出更高的要求。各公司在环保方面的投入增加明显: 蒙娜丽莎 2019 年累计投入的环保费用达 3930.34 万元; 欧神诺各生产基地均严格按照环境治理和保护的要求投入环保设备, 并每年持续进行环保维护的投入、按时缴纳环境保护税。环保督查更严, 会有更多企业因环保不过关而影响生产, 更多产区推行清洁能源改造, 企业生产成本大幅攀升, 部分落后产能以及环保不达标的陶瓷企业被逐步淘汰及出现被关停整改。行业集中度 CR3 从 2015 年的 1.4% 上升至 2019 年的 5.2%。

图 68: 建筑陶瓷行业集中不断提升



资料来源: Wind, 天风证券研究所 (注: 选取东鹏、蒙娜丽莎、帝欧家居收入数据计算)

表 14: 2017 年各地陶瓷产区落后产能关停或压缩情况

地区	案例
山东淄博	建陶产能从 7 亿平米减至 2 亿平米
山东临沂	建陶行业 6 成产能将退出
河北高邑	违法排污遭环保部点名批评, 高邑、赞皇陶企全线停产
河南安阳	内黄 14 家陶瓷厂继续被限产, 鹤壁陶瓷全部被要求企业停产整改
四川夹江	未来将有约 30% 产能彻底退出
贵州清镇	5 家陶瓷厂被责令停产整改

山西	成立“工业企业检查验收”领导小组，陶企须经验收方可生产
福建	闽清产区陶瓷厂停产，漳州 8 家陶瓷厂被限期整改
广东	肇庆五家陶瓷企业出现环保问题，恩平 28 条生产线被查封拆除

资料来源：佛山陶瓷网，天风证券研究所

加强环保项目建设，增强综合竞争力。公司拟投资 1.86 亿元，规划 3 条新型环保生态石板材生产线，规格尺寸以 1220mmx2440mmx20mm 为主，重点开发仿名贵天然大理石纹理板材、砂岩系列板材和洞石系列板材。项目实施主体是东华盛昌，项目建设期为 51 个月。项目建成后，3 条大规格板材生产线全年产能为 315 万平方米。

表 15：新型环保生态石板材项目投资明细

投资项目	金额（万元）	占总投资比例
工程费用	14026	75.30%
建筑工程费	3620	
设备购置、安装费用	10406	
其他工程费用	1600	8.59%
铺底流动资金	3000	16.11%
投资总额合计	18626	100.00%

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

近年来，随着现代建筑装饰的需求变化，追求环保健康、纹理绚丽的新消费理念逐渐产生，既环保又极富装饰性的天然石材和人造石材备受追捧。天然石材作为一种不可再生的矿产资源，一方面逐渐枯竭，另一方面存在强度、硬度不高，易被溶蚀和风化，含放射性物质影响人体健康等缺点。因此，人造石部分替代天然石材成为发展趋势。

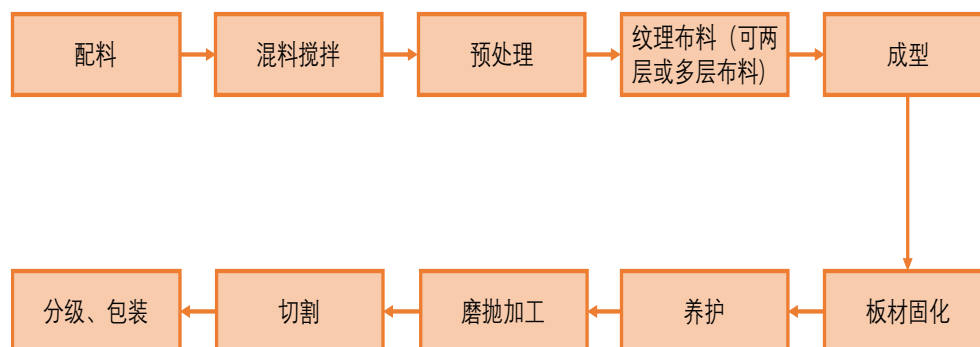
表 16：人造石板材对比天然石板材的优势

优势方面	具体表现
外观设计	产品结构致密、颜色鲜艳丰富、纹理图案流畅自然、逼真于天然石材，且颜色、纹理一致性好，
产品性能	克服易碎裂、易风化等的缺陷，其抗折强度、抗压强度、耐磨性、硬度等性能指标
生产流程	可以人为控制配方、生产进程，生产的自动化程度高，
节能环保	可利用天然石材开矿时产生的大量的难以有效处理的废石料资源，且生产方式不需要高温聚合，属节能、循环利用和环保型材料。

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

新型环保生态石板材改造项目属于新型健康、环保装饰建材。该项目生产方式不需要高温聚合（免烧的瓷砖），产品具有独特的性能和优势，产品规格大，且可任意加工成各种规格或异形装饰产品，能广泛应用于室内外墙面、地面、台面和艺术雕塑品，市场潜力大，总体前景看好。

图 69：项目采用低温固化工艺流程



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4. 总结及盈利预测

公司主营业务为瓷砖与洁具，2019 年瓷砖营收占主营业务收入比重为 83.2%，为公司最重要收入来源。瓷砖业务中，有釉砖为营收增速的主要贡献者，但无釉砖毛利率较高，2019 年有釉砖/无釉砖的营收增速分别为 13.8%/-15.5%，毛利率分别为 37.4%/41.5%。

关键建设：

- 瓷砖业务中，有釉瓷砖 2020/2021 年收入增速分别为 11.09%/31.30%，无釉瓷砖 2020/2021 年收入增速分别为 4.97%/23.75%。
- 洁具业务中，卫生陶瓷 2020/2021 年收入增速分别为 0.35%/4.03%，卫浴产品 2020/2021 年收入增速分别为-0.98%/16.40%。
- 其他业务中，其他产品 2020/2021 年收入增速分别为-7.91%/-12.96%。

表 17：公司分业务营收与毛利情况

		2017	2018	2019	2020E	2021E
合计	主营业务营收（亿元）	65.92	65.69	66.80	71.95	90.57
	YoY	27.0%	-0.3%	1.7%	7.72%	25.88%
	毛利率	37.3%	34.7%	35.7%	35.88%	36.00%
瓷砖业务	有釉砖营收（亿元）	33.68	35.56	40.45	44.94	59.00
	YoY	23.1%	5.6%	13.8%	11.09%	31.30%
	毛利率	37.5%	35.5%	37.4%	35.0%	34.5%
	无釉砖营收（亿元）	20.73	17.92	15.14	15.89	19.67
	YoY	22.2%	-13.6%	-15.5%	4.97%	23.75%
	毛利率	45.5%	42.1%	41.5%	40.0%	40.0%
洁具业务	卫生陶瓷营收（亿元）	6.48	7.13	6.48	6.50	6.76
	YoY	47.9%	10.1%	-9.1%	0.35%	4.03%
	毛利率	21.1%	21.6%	21.4%	21.0%	21.0%
	卫浴产品营收（亿元）	3.97	4.01	3.85	3.81	4.44
	YoY	51.7%	1.0%	-4.1%	-0.98%	16.40%
	毛利率	20.6%	20.7%	22.5%	22.0%	22.0%
其他	其他产品营收（亿元）	1.05	1.07	0.88	0.81	0.71
	YoY	81.7%	1.8%	-17.9%	-7.91%	-12.96%
	毛利率	31.0%	24.0%	24.9%	22.0%	20.0%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们预计 2020/2021/2022 年分别实现净利润 8.12/10.14/12.74 亿元，YOY2.22%/24.82%/25.68%，对应 PE 22/18/14x。

根据业务属性和业务结构我们选择帝欧家居、蒙娜丽莎、坚朗五金、三棵树、欧派家居作为可比公司。其中：帝欧家居与蒙娜丽莎同为以瓷砖为主的建筑陶瓷行业企业，且以工程业务为主要业务；坚朗五金与三棵树分别为建筑五金行业、涂料行业公司，与本公司具有相似客户结构；欧派家居与本公司拥有相似业务属性与客户结构。

2019 年五家可比公司平均 PE 为 24.35 倍，2020/2021/2022 年平均 PE 分别为 37.43/27.40/21.56 倍。我们看好公司在零售端核心竞争力的不断提升，给予 2021 年 25-30 倍 PE，目标市值 253-304 亿元，目标价 21.50-25.80 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 18：可比公司估值表

证券代码	可比公司	股价(元) (2020/11/27)	总市值 (亿)	EPS (元)				PE (倍)			
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
002798.SZ	帝欧家居	21.14	82.22	1.47	1.70	2.22	2.77	17.04	12.46	9.54	7.63
002918.SZ	蒙娜丽莎	27.44	111.42	1.07	1.40	1.83	2.30	18.66	19.61	15.01	11.93
002791.SZ	坚朗五金	122.7	394.53	1.37	2.32	3.27	4.41	22.32	52.85	37.53	27.81
603737.SH	三棵树	137.31	369.23	2.18	2.16	3.22	4.20	37.01	63.55	42.60	32.66
603833.SH	欧派家居	130.47	778.07	4.38	3.37	4.04	4.70	26.73	38.68	32.33	27.79
平均值								24.35	37.43	27.40	21.56

资料来源：Wind 一致预测，天风证券研究所

风险提示：

- 1) 市场竞争风险。我国建筑卫生陶瓷行业生产能力近年扩张迅速，行业集中度低，总体产能过剩，市场竞争激烈。
- 2) 募投项目实施扩产产能不及预期风险。公司募投项目多为扩产项目，产品品质能否满足消费者需求存在不确定性，可能导致市场扩展、市场销售不达预期，进而影响公司投资回报率。
- 3) 环保政策风险。公司为行业内节能环保典型企业，在环保治理方面投入较大。在国家节能降耗大环境下，环保标准会否进一步严苛存在不确定性，公司因此追加环保投入将导致经营成本提高，致使公司经营业绩存在不确定性。
- 4) 房地产行业发展不达预期风险。如果房地产调整加剧，房地产市场陷入低迷，消费者的购房和装修需求增长放缓，将会给公司的产品销售和回款带来不利影响。
- 5) 财务风险。受到新冠肺炎疫情下产线停工拉升固定开支比例、户外广告转化率降低等因素的影响，预测 2020 年度公司费用率有所上升、净利率有所下滑，2020 年度预测归属于母公司股东净利润为 62,898.25 万元，同比下降 20.82%；2020 年度预测扣除非经常性损益后归属于母公司净利润为 58,197.40 万元，同比下降 19.04%。
- 6) 东鹏创意原股东持股纠纷风险。2020 年 4 月期间，李淑芳等 14 名退股员工股东以东鹏创意、佛山东联盛及发行人为被告提起民事诉讼，要求将上述 14 名退股员工股东记载于东鹏创意股东名册，并办理相应的变更登记，佛山市禅城区人民法院对该等案件已作出一审判决驳回原告全部诉讼请求，目前，李淑芳等 13 名退股员工已提起上诉，不能绝对排除公司仍可能会被作为被告或第三方参加诉讼，从而可能会对公司声誉造成不利影响。

7) 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,489.88	2,165.82	2,032.86	4,563.61	5,378.36
应收票据及应收账款	1,012.12	1,432.77	615.49	1,662.33	1,170.79
预付账款	53.46	73.13	71.34	104.13	114.43
存货	1,331.03	1,339.99	1,183.31	2,115.91	1,868.17
其他	222.20	252.11	243.47	242.53	281.92
流动资产合计	4,108.69	5,263.82	4,146.47	8,688.52	8,813.67
长期股权投资	57.92	69.76	69.76	69.76	69.76
固定资产	2,492.70	3,329.76	3,338.29	3,316.95	3,264.68
在建工程	195.07	290.43	210.26	174.16	134.49
无形资产	653.61	716.95	698.41	679.87	661.32
其他	223.60	194.20	164.02	174.26	169.80
非流动资产合计	3,622.91	4,601.11	4,480.74	4,414.98	4,300.05
资产总计	7,731.60	9,864.93	8,627.21	13,103.50	13,113.72
短期借款	247.92	5.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	2,146.91	3,199.94	1,363.02	4,688.97	3,174.06
其他	892.10	834.44	1,043.99	1,164.29	1,405.88
流动负债合计	3,286.93	4,039.39	2,407.00	5,853.26	4,579.94
长期借款	0.00	486.39	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	62.18	152.57	79.83	98.19	110.20
非流动负债合计	62.18	638.96	79.83	98.19	110.20
负债合计	3,349.10	4,678.34	2,486.83	5,951.46	4,690.14
少数股东权益	6.80	16.54	15.29	13.39	11.06
股本	1,030.00	1,030.00	1,173.00	1,173.00	1,173.00
资本公积	955.54	959.98	959.98	959.98	959.98
留存收益	3,345.69	4,140.05	4,952.08	5,965.66	7,239.53
其他	(955.54)	(959.98)	(959.98)	(959.98)	(959.98)
股东权益合计	4,382.49	5,186.59	6,140.38	7,152.05	8,423.58
负债和股东权益总计	7,731.60	9,864.93	8,627.21	13,103.50	13,113.72

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	792.05	792.73	812.04	1,013.57	1,273.87
折旧摊销	276.02	339.42	150.19	155.99	160.47
财务费用	5.75	8.93	(13.13)	(41.11)	(61.95)
投资损失	(12.32)	(23.56)	(20.98)	(20.98)	(20.98)
营运资金变动	(451.47)	(271.53)	(685.55)	1,443.10	(567.27)
其它	71.50	94.58	(1.25)	(1.91)	(2.33)
经营活动现金流	681.53	940.57	241.31	2,548.67	781.81
资本支出	818.75	1,226.33	132.74	61.64	38.00
长期投资	(1.67)	11.84	0.00	0.00	0.00
其他	(1,653.25)	(2,285.75)	(171.76)	(120.66)	(67.01)
投资活动现金流	(836.17)	(1,047.58)	(39.02)	(59.02)	(29.02)
债权融资	247.92	491.39	0.00	0.00	0.00
股权融资	(1.97)	12.51	156.13	41.11	61.95
其他	(215.84)	(73.27)	(491.39)	0.00	0.00
筹资活动现金流	30.10	430.62	(335.26)	41.11	61.95
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(124.54)	323.61	(132.97)	2,530.76	814.74

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,619.35	6,751.86	7,195.30	9,057.44	11,265.48
营业成本	4,320.45	4,341.96	4,613.84	5,796.76	7,226.07
营业税金及附加	60.52	65.69	73.16	87.68	111.07
营业费用	963.82	933.63	1,002.94	1,313.33	1,587.18
管理费用	345.83	360.32	424.52	543.45	647.26
研发费用	84.61	135.01	143.91	181.15	281.64
财务费用	(1.72)	(8.07)	(13.13)	(41.11)	(61.95)
资产减值损失	30.35	(33.32)	13.31	3.45	(5.52)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	12.32	23.56	20.98	20.98	20.98
其他	(117.16)	(13.66)	(41.96)	(41.96)	(41.96)
营业利润	920.32	946.74	957.74	1,193.72	1,500.72
营业外收入	21.89	29.05	20.86	23.94	24.62
营业外支出	19.91	21.75	18.91	20.19	20.28
利润总额	922.30	954.05	959.69	1,197.46	1,505.06
所得税	130.26	161.31	148.90	185.79	233.52
净利润	792.05	792.73	810.79	1,011.67	1,271.54
少数股东损益	(1.61)	(1.64)	(1.25)	(1.91)	(2.33)
归属于母公司净利润	793.66	794.38	812.04	1,013.57	1,273.87
每股收益(元)	0.68	0.68	0.69	0.86	1.09

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	-0.19%	2.00%	6.57%	25.88%	24.38%
营业利润	-18.70%	2.87%	1.16%	24.64%	25.72%
归属于母公司净利润	-19.82%	0.09%	2.22%	24.82%	25.68%
获利能力					
毛利率	34.73%	35.69%	35.88%	36.00%	35.86%
净利率	11.99%	11.77%	11.29%	11.19%	11.31%
ROE	18.14%	15.36%	13.26%	14.20%	15.14%
ROIC	38.66%	26.70%	24.02%	24.67%	50.27%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	43.32%	47.42%	28.83%	45.42%	35.77%
净负债率	-28.34%	-32.28%	-33.11%	-63.81%	-63.85%
流动比率	1.25	1.30	1.72	1.48	1.92
速动比率	0.85	0.97	1.23	1.12	1.52
营运能力					
应收账款周转率	7.29	5.52	7.03	7.95	7.95
存货周转率	5.62	5.06	5.70	5.49	5.66
总资产周转率	0.92	0.77	0.78	0.83	0.86
每股指标(元)					
每股收益	0.68	0.68	0.69	0.86	1.09
每股经营现金流	0.58	0.80	0.21	2.17	0.67
每股净资产	3.73	4.41	5.22	6.09	7.17
估值比率					
市盈率	22.73	22.71	22.22	17.80	14.16
市净率	4.12	3.49	2.95	2.53	2.14
EV/EBITDA	0.00	0.00	14.49	10.18	7.82
EV/EBIT	0.00	0.00	16.79	11.56	8.69

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com