

东鹏控股 (003012.SZ)

结构优化, 降本增效, 盈利维持领先

核心观点:

- **东鹏控股发布 24 年三季报。**前三季度实现营收 46.84 亿元, 同比下滑 18.27%, 归母净利润 3.09 亿元, 同比下滑 50.95%, 扣非净利润 2.96 亿元, 同比下滑 49.33%; 单季度看, 单 Q3 实现营收 15.89 亿元, 同比下滑 24.41%, 归母净利润 0.98 亿元, 同比下滑 59.94%。
- **周期底部推动结构优化。**公司 24Q1-3 收入同比下滑 18.27%, 今年以来, 房地产市场尚待止跌企稳, 据国家统计局, 今年 1-9 月房屋新开工面积/竣工面积/销售面积分别下滑 22.2%/24.4%/17.1%; 受此影响建筑陶瓷行业需求减弱, 竞争激烈, 企业面临考验。面对市场变化, 公司积极推动结构优化, 最终实现单三季度业绩逐月环比增长。
- **降本增效, 盈利能力维持业内领先。**24Q1-3 综合毛利率 31.23%, 同比下滑 1.13pct, 其中单 Q3 降幅环比有所收窄, 公司持续优化全价值链效率, 推进共享仓模式与数字化, Q1-3 瓷砖单位制造成本同比下降 6%。费用绝对值同比减少, 内部管控已初见成效。
- **积极回购注销, 彰显长期价值。**24 年 2 月 5 日, 公司拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购部分股票, 计划回购资金总额 1-2 亿元, 截至 24 年 10 月 31 日, 公司通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购总金额 1.15 亿元 (不含交易费用)。24 年 10 月 25 日, 公司拟变更回购股份方案的股份用途为“注销并减少注册资本”。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 24-26 年归母净利润分别为 4.84、5.63、6.39 亿元, 按最新收盘价对应 PE 分别为 15.4、13.2、11.6 倍, 参考可比公司估值水平, 给予 25 年 15x PE 的判断, 对应合理价值 7.19 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示。**渠道建设和拓展不及预期, 燃料价格波动超预期, 产能投放效果不及预期。

盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	6930	7773	5884	6632	7250
增长率 (%)	-13.1%	12.2%	-24.3%	12.7%	9.3%
EBITDA (百万元)	728	1378	1234	1396	1530
归母净利润 (百万元)	202	720	484	563	639
增长率 (%)	31.5%	256.6%	-32.9%	16.3%	13.5%
EPS (元/股)	0.17	0.61	0.41	0.48	0.54
市盈率 (P/E)	46.24	13.52	15.35	13.20	11.63
ROE (%)	2.8%	9.3%	5.8%	6.2%	6.4%
EV/EBITDA	10.29	4.78	3.00	1.98	1.11

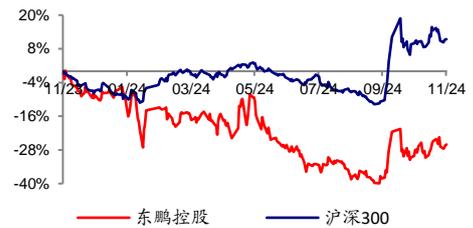
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	6.33 元
合理价值	7.19 元
前次评级	买入
报告日期	2024-11-22

相对市场表现



分析师:

谢璐



SAC 执证号: S0260514080004

SFC CE No. BMB592



021-38003688



xielu@gf.com.cn

分析师:

张乾



SAC 执证号: S0260522080003



021-38003687



gzhangqian@gf.com.cn

请注意, 张乾并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

东鹏控股 (003012.SZ): 发 2024-05-07

布新一轮激励计划, 阶梯型弹性考核最大化激励效果

东鹏控股 (003012.SZ): 经 2024-05-06

营质量稳健, 管理效率提升

东鹏控股 (003012.SZ): 23 2024-01-30

年收入双位数增长, 行业龙头显韧性

联系人: 钱子毅 021-38003557

qianziyi@gf.com.cn

一、结构优化，降本增效，盈利维持领先

东鹏控股发布23年三季报。前三季度实现营收46.84亿元，同比下滑18.27%，归母净利润3.09亿元，同比下滑50.95%，扣非净利润2.96亿元，同比下滑49.33%；单季度看，单Q3实现营收15.89亿元，同比下滑24.41%，归母净利润0.98亿元，同比下滑59.94%，扣非净利润0.97亿元，同比下滑59.2%。

周期底部推动结构优化。公司24Q1-3收入同比下滑18.27%，其中Q1、Q2、Q3分别同比下滑11.58%、16.16%、24.41%，今年以来，地产市场尚待止跌企稳，据国家统计局，今年1-9月房屋新开工面积/竣工面积/销售面积分别下滑22.2%/24.4%/17.1%；受此影响建筑陶瓷行业需求减弱，竞争激烈，企业面临考验，据中国陶瓷网，截至今年7月初，全国陶瓷行业停窑率已经达到50%左右。因此公司在三季度压力较大，收入出现同环比走弱，但面对市场变化，公司积极推动结构优化，如聚焦主力产品，Q1-3前10大产品收入占比提升3.5%；拓展增量，工程端转型升级，Q1-3城投城建、设计院等专业细分工程业绩同比增长11.47%，其他重点工作包括精益运营、提质增效等，最终实现单三季度业绩逐月环比增长。

降本增效，盈利能力维持业内领先。24Q1-3综合毛利率31.23%，同比下滑1.13pct，其中单Q3毛利率32.50%，同比下滑0.44pct(Q2下滑2.79pct)，降幅环比有所收窄，公司持续优化全价值链效率，推进共享仓模式与数字化，Q1-3瓷砖单位制造成本同比下降6%，但行业需求下滑明显，销售均价下降更多导致毛利率同比走弱。24Q1-3期间费用率20.17%，同比+1.84pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.45/+0.54/+0.78/+0.07pct；单Q3期间费用率21.31%，同比+2.03pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.29/+1.02/+0.36/+0.36pct，费用率上升主要受收入增速同比下滑导致摊薄效应减弱，但费用绝对值同比减少，Q1-3销售+管理+研发+财务费用同比下降10%，内部管控已初见成效。最终实现单Q3净利率6.15%，同比下滑5.51pct，但相比同行仍保持领先。

严控经营质量，资产状况稳健。公司进一步压降应收规模以低风险，截至24Q3应收账款及票据9.91亿元，同比-20%，应收账款周转天数58天，同比去年有所增加；24Q3经营性净现金流2.62亿元，去年同期5.14亿元，主要源自销售回款减少影响。

积极回购注销，彰显长期价值。2024年2月5日公司发布公告，拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购部分股票，用于员工持股计划或者股权激励，回购的资金总额不低于1亿元且不超过2亿元。截至2024年10月31日，公司通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购公司股份1820万股，占公司总股本的1.55%，其中最低成交价为5.05元/股，最高成交价为7.10元/股，成交总金额为人民币1.15亿元（不含交易费用）。2024年10月25日公司发布公告，基于对公司未来发展前景的信心和对自身价值的高度认同，为切实维护广大投资者利益、增强投资者信心、提高长期投资价值，积极响应“鼓励上市公司将回购股份依法注销”的倡议，拟变更2021年10月29日审议通过的回购股份方案的回购股份用途，由原方案“回购的股份将用于实施公司员工持股计划或者股权激励”变更为“本次实际回购的股份用于注销并减少

注册资本”。除上述变更内容外，原回购方案其他内容均不作变更。

加大以旧换新补贴力度，激发消费潜力。根据公司投资者关系公告，目前全国开放瓷砖品类补贴的地级市共 129 个，广州、佛山、深圳、上海等城市均在其列。公司充分发挥全国布局的销售网络及多品类优势，在业内率先启动旧换新活动，由总部统筹，区域经销商配合，落实政府申报及入库，东鹏瓷砖、卫浴、护墙板等多品类、多品牌共同参与。对于有政策开放瓷砖的地级市，公司在政府补贴之上追加15%-20%补贴；对于没有开放瓷砖补贴的城市，消费者到店仍然可以享受公司给予的15%-20%补贴。我们认为公司顺应国家政策，积极推动以旧换新消费补贴，有望带动四季度零售端数据向好。

二、盈利预测和投资建议

地产下行期，瓷砖行业需求阶段性承压，面对竞争环境的不断变化，只有优化经营、提质增效的行业龙头能够顺利走出底部。公司作为国内陶瓷卫浴领军企业，采取差异化竞争路线，生产端完善产能布局、技改降低单耗，推行共享仓提升供应链效率和助推渠道下沉；销售端结构优化，经销渠道提供较好利润和稳健的现金流，工程端积极开拓细分领域，在周期底部不断积蓄力量。

具体到未来三年各项业务的关键假设：

收入假设：建筑陶瓷行业空间足够大，目前需求在底部，再下滑空间已经有限，产能在持续出清中，公司这几年在产能、销售上持续加大投入，调整销售结构主动收缩地产大B收入规模，推出“产品+服务”、“共享仓”、“1+N”等差异化经营模式，预计2025-2026年收入增速有望止跌回升，预计2024-2026年建筑陶瓷收入增速分别为-29%、14%、9%，卫生洁具收入增速分别为6%、7%、9%，其他主营（辅材、涂料、集成墙板、生态石等产品）收入增速分别为-40%、20%、20%；毛利率假设：一方面随着公司产品价格跌幅企稳，成本端技改优化，预计毛利率有望企稳；另一方面随着“产品+服务”、“共享仓”模式发力，预计公司高端产品占比有望提升带来毛利率提升；综合来看，预计2024-2026年建筑陶瓷毛利率呈现上升态势，分别为34.0%、34.5%、35.0%，卫生洁具毛利率保持不变分别为22.0%、22.0%、22.0%，其他主营毛利率维持稳定分别为25.0%、25.0%、25.0%。

表1：公司分业务盈利预测

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
瓷砖	收入（万元）	576,574	658,132	467,479	533,253	583,499
	YOY（%）	-14%	14%	-29%	14%	9%
	成本（万元）	398,434	437,807	308,536	349,281	379,274
	YOY（%）	-14%	10%	-30%	13%	9%
	毛利率（%）	30.90%	33.50%	34.00%	34.50%	35.00%

卫生洁具	收入 (万元)	93,949	97,959	103,732	111,350	121,148
	YOY (%)	-10%	4%	6%	7%	9%
	成本 (万元)	72,023	76,098	80,911	86,853	94,495
	YOY (%)	-13%	6%	6%	7%	9%
	毛利率 (%)	23.30%	22.30%	22.00%	22.00%	22.00%
其他主营	收入 (万元)	11,656	11,984	7,190	8,628	10,354
	YOY (%)	-16%	3%	-40%	20%	20%
	成本 (万元)	9,653	8,603	5,393	6,471	7,765
	YOY (%)	-6%	-11%	-37%	20%	20%
	毛利率 (%)	17.20%	28.20%	25.00%	25.00%	25.00%
其他业务	收入 (万元)	10,807	9,202	10,000	10,000	10,000
	YOY (%)	-11%	-15%	9%	0%	0%
	成本 (万元)	6,833	5,915	6,427	6,427	6,427
	YOY (%)	-11%	-13%	9%	0%	0%
	毛利率 (%)	36.80%	35.70%	35.70%	35.70%	35.70%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

我们预计24-26年归母净利润分别为4.84、5.63、6.39亿元，按最新收盘价对应PE分别为15.4、13.2、11.6倍，我们选取蒙娜丽莎、箭牌家居作为可比公司，主营产品上具备可比性，蒙娜丽莎只做建筑陶瓷，箭牌、东鹏既有建筑陶瓷又有卫生洁具，东鹏以建筑陶瓷为主、洁具为辅，而箭牌业务结构更偏向于卫生洁具，但可比公司在渠道结构（东鹏、箭牌在经销渠道更具优势）、发展重心（蒙娜丽莎、东鹏重心仍在建筑陶瓷，箭牌偏向智能卫浴）、等方面也存在显著差异。综合考虑国内可比公司估值，我们给予公司2025年15x PE的判断，对应合理价值7.19元/股，维持“买入”评级。

表2：可比公司估值（Wind一致预期）

证券代码	证券简称	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)		PE (x)	
		2024/11/21	2024E	2025E	2024E	2025E
002918.SZ	蒙娜丽莎	8.62	0.54	0.70	15.85	12.23
001322.SZ	箭牌家居	8.44	0.26	0.35	32.66	24.06

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

三、风险提示

渠道建设和拓展不及预期。公司大C端的“小商模式”，要求销售投入较大、渠道介入较深、重点培育终端能力。若对于销售人员的培养不足，或对于终端经销商的服务和赋能不够，前期较大的销售投入未能转化为差异化模式带来的高盈利能力，则会对公司的销售和盈利产生不利影响。

燃料价格波动超预期。建筑陶瓷成本构成中，燃料成本占比约3成，若燃料价格波动超预期，且公司未能通过调价、产品结构调整等措施及时抵消成本变动的影

会对公司的销售和盈利产生不利影响。

产能投放效果不及预期。公司近年资本开支较大，新产能规模效应显现一方面降低OEM比例，另一方面摊薄较高的折旧费用，实现单位生产成本的降低，若产能利用率不及预期，较高的折旧费用会影响公司整体毛利率。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,441	6,751	6,718	8,016	8,825
货币资金	2,989	3,580	4,116	4,947	5,929
应收及预付	1,328	1,191	1,068	1,267	1,201
存货	1,796	1,675	1,223	1,471	1,375
其他流动资产	328	305	312	331	320
非流动资产	6,319	5,808	5,700	5,564	5,402
长期股权投资	77	77	77	77	77
固定资产	4,225	3,785	3,638	3,477	3,298
在建工程	63	86	124	149	166
无形资产	909	889	889	889	889
其他长期资产	1,044	971	971	971	971
资产总计	12,760	12,559	12,417	13,581	14,227
流动负债	5,249	4,507	3,802	4,204	3,994
短期借款	1,122	380	280	180	100
应付及预收	3,107	3,019	2,666	3,072	2,865
其他流动负债	1,020	1,108	857	952	1,029
非流动负债	316	261	261	261	261
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	316	261	261	261	261
负债合计	5,565	4,768	4,063	4,465	4,255
股本	1,173	1,173	1,173	1,173	1,173
资本公积	2,360	2,353	2,256	2,256	2,256
留存收益	3,804	4,408	5,069	5,830	6,686
归属母公司股东权益	7,186	7,784	8,348	9,109	9,965
少数股东权益	9	7	7	7	7
负债和股东权益	12,760	12,559	12,417	13,581	14,227

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6930	7773	5884	6632	7250
营业成本	4869	5284	4013	4490	4880
营业税金及附加	67	87	66	74	81
销售费用	944	890	688	769	841
管理费用	582	426	324	365	399
研发费用	186	230	194	212	232
财务费用	-29	-77	-59	-64	-69
资产减值损失	-80	-104	-118	-133	-145
公允价值变动收益	0	-3	0	0	0
投资净收益	39	26	18	20	22
营业利润	174	817	548	660	749
营业外收支	-1	3	2	2	2
利润总额	172	820	550	662	751
所得税	-27	100	66	99	113
净利润	199	720	484	563	639
少数股东损益	-3	-1	0	0	0
归属母公司净利润	202	720	484	563	639
EBITDA	728	1378	1234	1396	1530
EPS (元)	0.17	0.61	0.41	0.48	0.54

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	416	1,766	1,153	1,346	1,469
净利润	199	720	484	563	639
折旧摊销	617	625	529	555	582
营运资金变动	-363	301	-37	35	43
其它	-36	120	177	193	205
投资活动现金流	-1,129	51	-399	-398	-396
资本支出	-814	-171	-417	-418	-418
投资变动	-325	217	0	0	0
其他	10	4	18	20	22
筹资活动现金流	120	-801	-218	-116	-91
银行借款	872	-742	-100	-100	-80
股权融资	0	0	-97	0	0
其他	-752	-59	-21	-16	-11
现金净增加额	-593	1,017	535	832	982
期初现金余额	2,253	1,660	2,677	3,212	4,044
期末现金余额	1,660	2,677	3,212	4,044	5,025

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-13.1%	12.2%	-24.3%	12.7%	9.3%
营业利润	176.9%	370.4%	-33.0%	20.4%	13.5%
归母净利润	31.5%	256.6%	-32.9%	16.3%	13.5%
获利能力					
毛利率	29.7%	32.0%	31.8%	32.3%	32.7%
净利率	2.9%	9.3%	8.2%	8.5%	8.8%
ROE	2.8%	9.3%	5.8%	6.2%	6.4%
ROIC	1.5%	8.0%	7.1%	7.6%	7.9%
偿债能力					
资产负债率	43.6%	38.0%	32.7%	32.9%	29.9%
净负债比率	77.3%	61.2%	48.6%	49.0%	42.7%
流动比率	1.23	1.50	1.77	1.91	2.21
速动比率	0.85	1.10	1.42	1.53	1.84
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.62	0.47	0.49	0.51
应收账款周转率	6.04	7.46	5.98	5.94	6.60
存货周转率	3.86	4.64	4.81	4.51	5.27
每股指标 (元)					
每股收益	0.17	0.61	0.41	0.48	0.54
每股经营现金流	0.35	1.51	0.98	1.15	1.25
每股净资产	6.13	6.64	7.12	7.77	8.50
估值比率					
P/E	46.24	13.52	15.35	13.20	11.63
P/B	1.28	1.24	0.89	0.82	0.75
EV/EBITDA	10.29	4.78	3.00	1.98	1.11

广发建材行业研究小组

谢璐：首席分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。

张乾：资深分析师，南京大学经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

钱子毅：高级研究员，谢菲尔德大学金融经济学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。