东鹏控股（003012.SZ）

零售深耕、现金充沛，存量时代逐步筑底

C 端零售起家，经营质量优异。东鹏控股主营瓷砖和卫浴业务，瓷砖是主要收入利润来源，收入占比 80%以上，渠道以经销渠道为主，占比 60%以上。从客户穿透来看，零售及中小微工程占比 70%以上，地产战略工程占比 15%，剩余为市政、整装等小 B 业务。2024 年受需求减弱、市场竞争激烈影响，收入 64.7 亿元，同比下滑 16.8%，归母净利润 3.3 亿元，同比下滑 54.4%。

二手房提供需求支撑，供给侧加速出清，行业贝塔改善。新建需求仍在下滑，但存量需求持续增长，尤其是以二手房为代表的重装需求，2024 年下半年以来二手房成交持续火热为 2025 年需求带来了边际改善，并且存量需求占比的不断提升，以及新建需求降幅的自然收敛，2026 年起家装需求有望迎来拐点。厨卫是存量改造首选区域，瓷砖作为厨卫焕新的材料需求受益明显，同时行业供给侧的洗牌已经开始，市场化是本轮行业出清的主要力量，并且在能耗管控和双碳背景下，行业的落后产能有望加速退出，尾部企业生存空间进一步压缩，在供需两端发力下，25 年后瓷砖行业贝塔好于去年。

零售渠道深耕，现金流优异，分红有支撑。1）公司产能辐射全国核心市场，共享仓模式赋能中小经销商，供应链完善，并且产品线丰富，成本端持续优化。2）公司渠道下沉基础坚实，门店仍处在扩张，截至 2023Q3 共有经销商 4500 家，门店网点六七千家，零售端持续加强品牌曝光、广告投放、线上线下引流，并且拓展工长渠道流量，工程加大整装头部开拓，聚焦非房业务。3）C 端为主为公司提供了稳定的现金流，2024 年经营性现金流净额 8.6 亿元，收现比、净现比分别为 1.2/2.6，自我造血能力强，截至 2024 年末，公司现金及现金等价物余额 23.8 亿元，有息负债 5.7 亿元，以 2025 年 6 月 9 日收盘价计算的股息率约为 4.3%，并且公司减值风险基本出清、资本开支高峰已过，股息率有提升空间。

盈利预测与投资建议：公司作为瓷砖行业龙头，零售渠道经长期建设已形成较强掌控力，并拓展工长等流量入口，同时工程端携手装企开拓整装市场，2025 年有望触底，预计公司 2025-2027 年营收分别为 60.1 亿元、61.1 亿元、65.8 亿元，归母净利润分别为 3.54 亿元、4.07 亿元、4.91 亿元，三年业绩复合增速 17.8%，对应 PE 分别为 19X、17X、14X。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：竣工需求大幅下滑风险，行业价格战加剧风险，原燃料价格持续快速上涨风险，假设和测算误差风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,773	6,469	6,011	6,111	6,578
增长率 yoy（%）	12.2	-16.8	-7.1	1.7	7.6
归母净利润（百万元）	720	328	354	407	491
增长率 yoy（%）	256.6	-54.4	7.7	15.1	20.6
EPS 最新摊薄（元/股）	0.62	0.28	0.31	0.35	0.42
净资产收益率（%）	9.3	4.3	4.6	5.3	6.3
P/E（倍）	9.3	20.5	19.0	16.5	13.7
P/B（倍）	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9

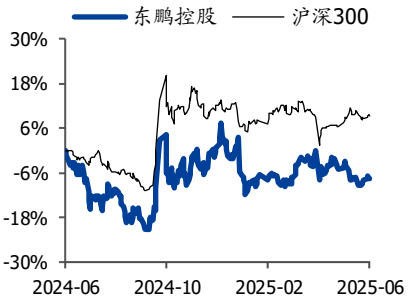
资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2025 年 06 月 06 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	家居用品
06 月 06 日收盘价（元）	5.81
总市值（百万元）	6,722.06
总股本（百万股）	1,156.98
其中自由流通股（%）	98.95
30 日日均成交量（百万股）	6.27

股价走势



作者

分析师　沈猛
执业证书编号：S0680522050001
邮箱：shenmeng@gszq.com
分析师　张润
执业证书编号：S0680524110002
邮箱：zhangrun@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**6751**	**6268**	**6184**	**6588**	**7223**
现金	3580	3215	3481	3898	4421
应收票据及应收账款	1130	914	827	809	846
其他应收款	242	227	203	209	224
预付账款	61	57	52	53	57
存货	1675	1685	1470	1472	1531
其他流动资产	63	170	150	147	144
非流动资产	**5808**	**5738**	**5444**	**5100**	**4741**
长期投资	77	74	74	74	74
固定资产	3785	3544	3291	3002	2671
无形资产	889	865	836	807	778
其他非流动资产	1057	1255	1242	1217	1218
资产总计	**12559**	**12006**	**11628**	**11688**	**11963**
流动负债	**4507**	**4022**	**3688**	**3683**	**3868**
短期借款	380	400	300	250	200
应付票据及应付账款	3019	2698	2509	2545	2719
其他流动负债	1108	924	879	888	949
非流动负债	**261**	**336**	**317**	**302**	**297**
长期借款	0	95	95	95	95
其他非流动负债	261	241	222	207	202
负债合计	**4768**	**4357**	**4005**	**3986**	**4165**
少数股东权益	7	0	-2	-3	-6
股本	1173	1157	1157	1157	1157
资本公积	2353	2217	2217	2217	2217
留存收益	4408	4390	4461	4542	4641
归属母公司股东权益	7784	7649	7624	7706	7804
负债和股东权益	**12559**	**12006**	**11628**	**11688**	**11963**

现金流量表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	**1766**	**859**	**1042**	**1094**	**1252**
净利润	720	326	352	406	489
折旧摊销	625	576	607	638	653
财务费用	13	11	14	11	10
投资损失	-14	-14	-22	-19	-20
营运资金变动	196	-170	40	-11	52
其他经营现金流	227	130	51	69	67
投资活动现金流	**51**	**-772**	**-271**	**-274**	**-272**
资本支出	-171	-415	-293	-293	-291
长期投资	217	-373	0	0	0
其他投资现金流	4	16	22	19	20
筹资活动现金流	**-801**	**-386**	**-504**	**-402**	**-458**
短期借款	-742	20	-100	-50	-50
长期借款	0	95	0	0	0
普通股增加	0	-16	0	0	0
资本公积增加	-7	-136	0	0	0
其他筹资现金流	-52	-348	-404	-352	-408
现金净增加额	**1017**	**-299**	**266**	**417**	**523**

利润表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**7773**	**6469**	**6011**	**6111**	**6578**
营业成本	5284	4549	4283	4327	4629
营业税金及附加	87	76	65	69	75
营业费用	890	755	697	703	750
管理费用	426	426	385	379	401
研发费用	230	233	204	202	210
财务费用	-77	-35	-20	-28	-38
资产减值损失	-104	-72	-40	-40	-40
其他收益	80	48	52	54	54
公允价值变动收益	-3	-14	0	0	0
投资净收益	26	14	22	19	20
资产处置收益	-7	5	0	0	2
营业利润	**817**	**372**	**401**	**462**	**557**
营业外收入	22	20	22	21	21
营业外支出	19	20	21	20	21
利润总额	**820**	**372**	**402**	**463**	**558**
所得税	100	46	50	57	69
净利润	**720**	**326**	**352**	**406**	**489**
少数股东损益	-1	-2	-2	-2	-2
归属母公司净利润	**720**	**328**	**354**	**407**	**491**
EBITDA	1378	913	988	1072	1173
EPS（元/股）	0.62	0.28	0.31	0.35	0.42

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	12.2	-16.8	-7.1	1.7	7.6
营业利润(%)	370.4	-54.5	8.0	15.1	20.6
归属母公司净利润(%)	256.6	-54.4	7.7	15.1	20.6
获利能力					
毛利率(%)	32.0	29.7	28.8	29.2	29.6
净利率(%)	9.3	5.1	5.9	6.7	7.5
ROE(%)	9.3	4.3	4.6	5.3	6.3
ROIC(%)	8.0	3.6	4.1	4.7	5.6
偿债能力					
资产负债率(%)	38.0	36.3	34.4	34.1	34.8
净负债比率(%)	-39.7	-34.6	-39.6	-45.5	-52.3
流动比率	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9
速动比率	1.1	1.1	1.2	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	7.1	6.7	7.2	7.8	8.4
应付账款周转率	4.5	3.9	3.8	4.0	4.1
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.28	0.31	0.35	0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	1.53	0.74	0.90	0.95	1.08
每股净资产(最新摊薄)	6.73	6.61	6.59	6.66	6.75
估值比率					
P/E	9.3	20.5	19.0	16.5	13.7
P/B	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	4.8	5.5	3.7	3.0	2.3

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2025 年 06 月 06 日收盘价

内容目录

1 零售起家的建陶企业，经营质量优异 5
2 行业：二手房需求火热，供给侧加速出清 10
2.1 需求：二手房韧性支撑，需求拐点临近 10
2.2 供给：市场化驱动叠加节能降碳推进，产能持续出清 13
3 公司：渠道建设持续推进，现金流质量高 16
3.1 供应链完善，产品线丰富，成本持续优化 16
3.2 渠道下沉持续推进，零售拓宽流量入口 18
3.3 减值风险出清，现金流支撑强，分红能力有保障 20
4 盈利预测与估值 22
4.1 盈利预测 22
4.2 估值及投资建议 22
风险提示 23

图表目录

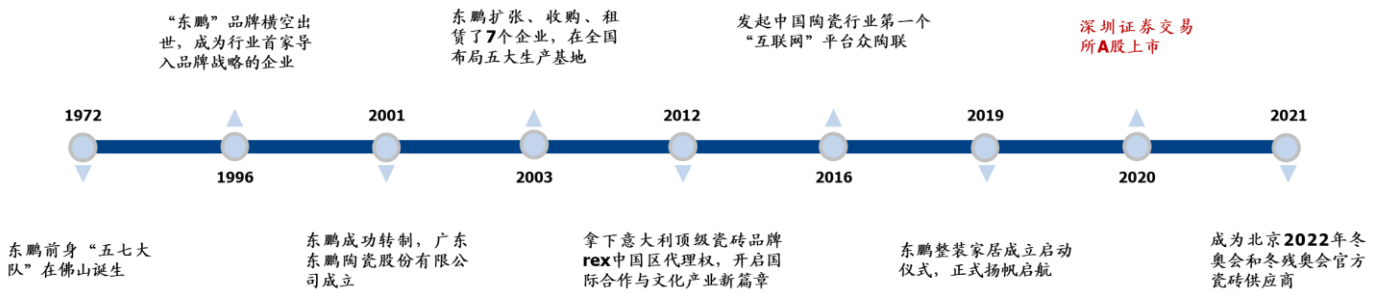
图表 1： 公司发展历程 5
图表 2： 公司产品体系 5
图表 3： 公司展厅及产品应用案例 5
图表 4： 公司分渠道收入结构（单位：%） 6
图表 5： 公司分渠道毛利率（单位：%） 6
图表 6： 公司分产品收入结构（单位：%） 6
图表 7： 公司分产品毛利率（单位：%） 6
图表 8： 公司营业总收入及同比（单位：亿元；%） 7
图表 9： 公司归母净利润及同比（单位：亿元；%） 7
图表 10： 公司及可比公司销售毛利率情况（单位：%） 7
图表 11： 公司及可比公司销售净利率情况（单位：%） 7
图表 12： 公司及可比公司 ROE 情况（单位：%，摊薄） 7
图表 13： 公司及可比公司期间费用率情况（单位：%） 7
图表 14： 公司及可比公司管理费用率情况（单位：%） 8
图表 15： 公司及可比公司销售费用率情况（单位：%） 8
图表 16： 公司股权结构（截至 2025 年一季度末） 8
图表 17： 公司 2021 年、2022 年以及 2024 年股权激励情况 9
图表 18： 2024 年以来竣工、销售仍有下滑（单位：%） 10
图表 19： 2023 年中国城镇住宅结构 10
图表 20： 2024 年下半年起二手房成交数据回暖（单位：万平） 10
图表 21： SW 家居用品、SW 装修建材分季度收入增速（单位：%） 10
图表 22： 美国 40-44 岁人口与房屋销售（左轴：万人；右轴：万套） 11
图表 23： 日本 40-44 岁人口与新屋开工（单位：万人；亿平） 11
图表 24： 中国 40-44 岁人口结构（单位：亿人） 11
图表 25： 改善型需求在居民购房需求中占比提升（单位：%） 11
图表 26： 存量房装修市场需求测算 12
图表 27： 卫生间和厨房是消费者局改的热门空间 12
图表 28： 美国瓷砖消费量和房屋销售（单位：亿平方英尺；万套） 12
图表 29： 全国瓷砖消费量以及竣工面积同比增速（左轴：亿平；右轴：%） 13
图表 30： 规模以上建筑陶瓷企业主营业务收入（单位：亿元） 13
图表 31： 全国陶瓷砖产量及增速（左轴：亿平；右轴：%） 13
图表 32： 瓷砖行业名义产能及产能利用率（左轴：亿平；右轴：%） 13
图表 33： 2022、2024 年全国瓷砖产能分布情况（单位：亿平） 14
图表 34： 2017、2020、2022 年全国瓷砖分产品产能情况（单位：%） 14
图表 35： 全国建筑陶瓷生产企业数量及变化情况（单位：家） 14

图表 36: 瓷砖及屋面瓦产线数量（单位：条）.....14
图表 37: 瓷砖行业天然气使用情况（单位：%）.....15
图表 38: 瓷砖分省份天然气使用情况（单位：家；%）.....15
图表 39: 东鹏控股生产基地分布.....16
图表 40: 公司瓷砖产品运输半径（单位：%）.....16
图表 41: 公司卫生洁具收入、增速及毛利率（左轴：亿元；右轴：%）.....16
图表 42: 公司包铺贴业务已在全国多个省市开通服务.....16
图表 43: 马可波罗瓷砖生产成本构成（单位：%）.....17
图表 44: 头部瓷砖企业项目投资情况.....17
图表 45: 东鹏控股瓷砖产能、自产量及销量（单位：万平方米）.....17
图表 46: 产能扩张下的 OEM 比例呈下降趋势（单位：%）.....17
图表 47: 公司折旧摊销/收入（单位：%）.....18
图表 48: 2022 年以来公司单位成本下降（单位：元/平）.....18
图表 49: 公司经销收入及增速（左轴：亿元；右轴：%）.....18
图表 50: 公司经销毛利率（左轴：%）.....18
图表 51: 公司销售人员数量及占比（左轴：人；右轴：%）.....19
图表 52: 公司广告宣传及推广费在头部企业中领先（单位：%）.....19
图表 53: 东鹏控股与小红书签订战略合作.....19
图表 54: 东鹏控股与德高签订战略合作协议.....19
图表 55: 整装市场空间、占比以及增速（左轴：亿元；右轴：%）.....19
图表 56: 整装套数、渗透率以及增速（左轴：万套；右轴：%）.....19
图表 57: 公司信用减值及资产减值损失（单位：亿元）.....20
图表 58: 2023 年公司单项计提信用减值准备情况（单位：万元）.....20
图表 59: 公司应收项及应收账款周转天数（左轴：亿元；右轴：天）.....20
图表 60: 公司经营性现金流量净额及收现比、净现比（左轴：亿元）.....20
图表 61: 公司资本性支出情况（单位：亿元）.....21
图表 62: 公司自由现金流情况（单位：亿元）.....21
图表 63: 公司及可比公司、装修建材行业资产负债率情况（单位：%）.....21
图表 64: 公司有息负债、现金及现金等价物情况（单位：亿元）.....21
图表 65: 公司股利支付率（单位：%）.....21
图表 66: 2020-2024 年末公司股息率（单位：%）.....21
图表 67: 公司主要业务收入及毛利率预测.....22
图表 68: 可比公司估值表.....23

1 零售起家的建陶企业，经营质量优异

专注建陶行业五十余年，国内领先的瓷砖专业制造企业。广东东鹏控股股份有限公司（简称东鹏控股）始创于 1972 年，1996 年“东鹏”品牌诞生，2020 年 10 月 19 日公司在深交所上市。公司主营瓷砖业务，目前在全国拥有 10 大家居生产基地，约 7000 家瓷砖、卫浴销售门店及网点 6 万名专业人员，瓷砖、卫浴产品经销商体系已经覆盖了绝大部分省地市级市，并累计出口 100 多个国家和地区。

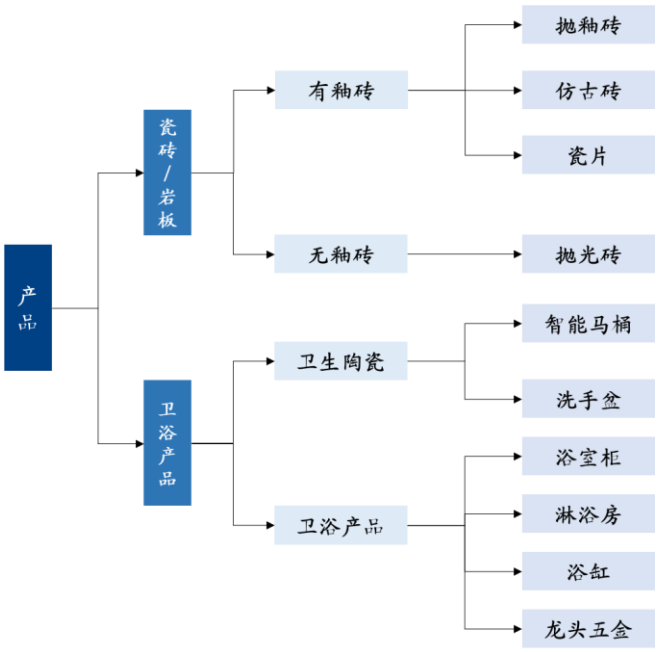
图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

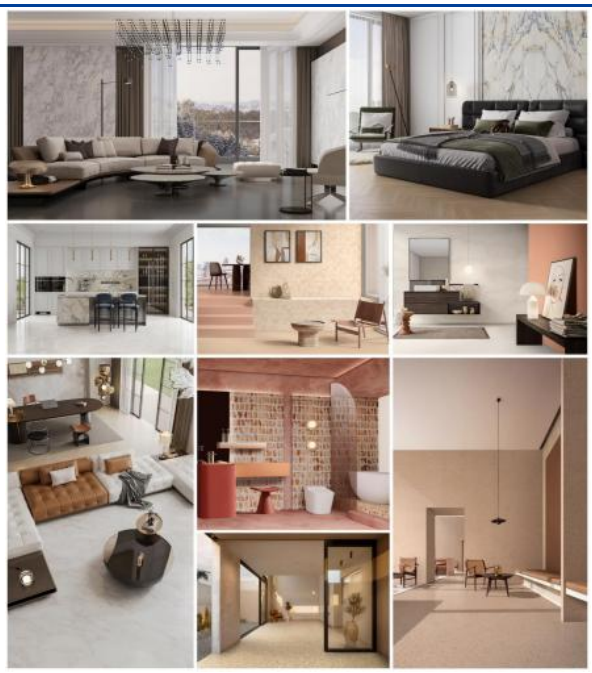
公司主要产品包括瓷砖/岩板和卫浴产品。瓷砖以有釉砖和无釉砖为主，有釉砖包括抛釉砖、仿古砖和瓷片，无釉砖主要为抛光砖。卫浴包括卫生陶瓷和卫浴产品，卫生陶瓷主要包括智能马桶、洗手盆等，卫浴产品包括浴室柜、淋浴房、浴缸、龙头五金等。

图表2：公司产品体系



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

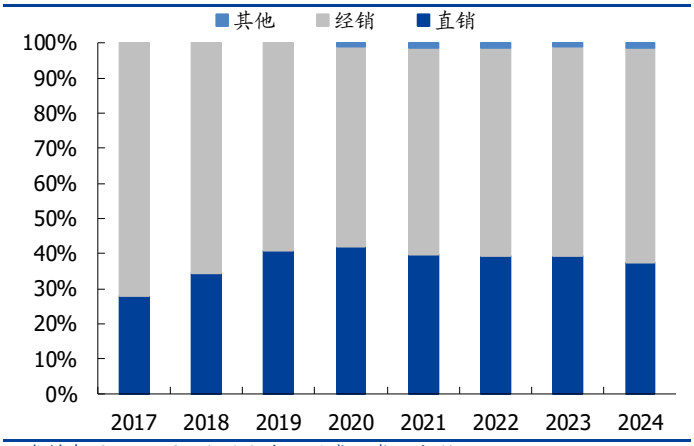
图表3：公司展厅及产品应用案例



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

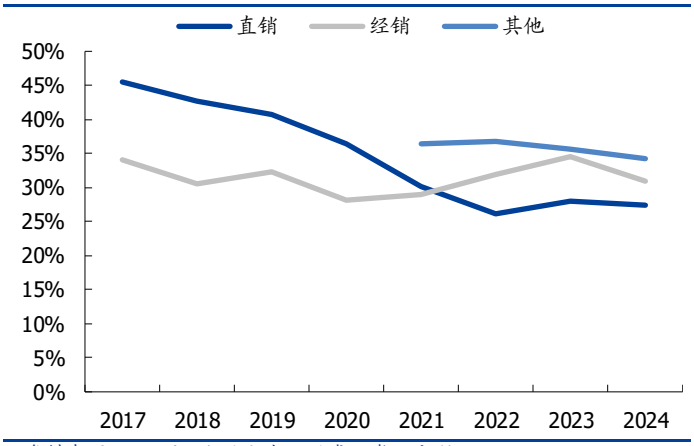
公司经销收入占比 60%以上，大 C 端收入占比 70%以上。1）从销售模式来看，公司 2024 年经销收入 39.7 亿元，同比下滑 14.2%，占比 61.4%，毛利率 30.98%，同比下滑 3.6pct，直销收入 24.1 亿元，同比下滑 21.0%，占比 37.2%，毛利率 27.4%，同比下滑 0.7pct。从客户穿透来看，2023 年公司大 C 端收入占比 71%，大 C 端包括零售以及小 V，零售通过经销、公司直营以及线上销售实现，小 V 指学校、医院等中小微工程，绝大部分由经销商承接，部分由公司总部直营承接，大 B 端即地产战略工程收入占比 15%，剩余为小 B，主要为市政、企业总部、家装、整装、大包公司和设计师渠道等。

图表4：公司分渠道收入结构（单位：%）



资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

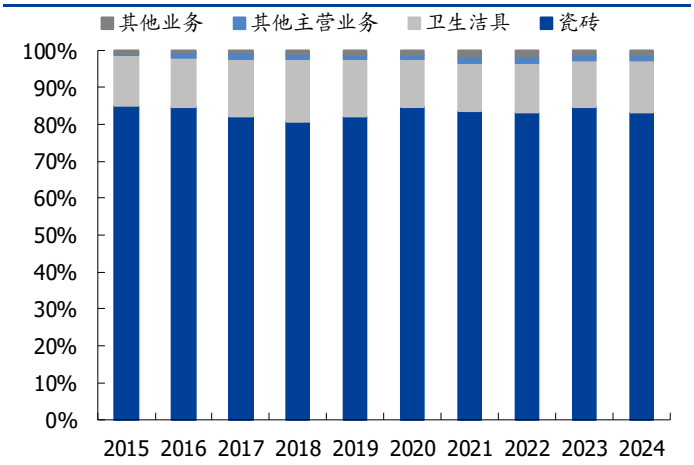
图表5：公司分渠道毛利率（单位：%）



资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

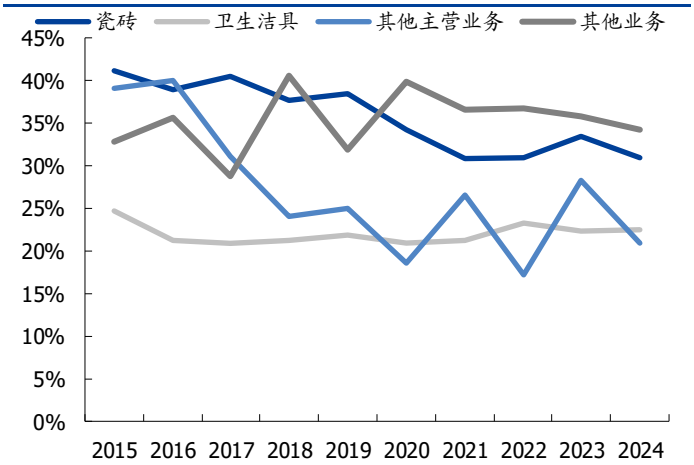
分产品看，瓷砖为公司主要收入、利润来源。1）瓷砖：2024 年收入占比 83.3%，收入 53.87 亿元，同比下滑 18.1%，毛利率 31.0%，同比下降 2.5pct，行业需求疲软，市场竞争激烈，公司收入承压，但通过降本增效实现了毛利率的相对稳定；**2）卫生洁具：**以零售为主，2024 年收入占比 14.2%，收入 9.16 亿元，同比下滑 6.5%，毛利率 22.5%，同比增长 0.2pct。

图表6：公司分产品收入结构（单位：%）



资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

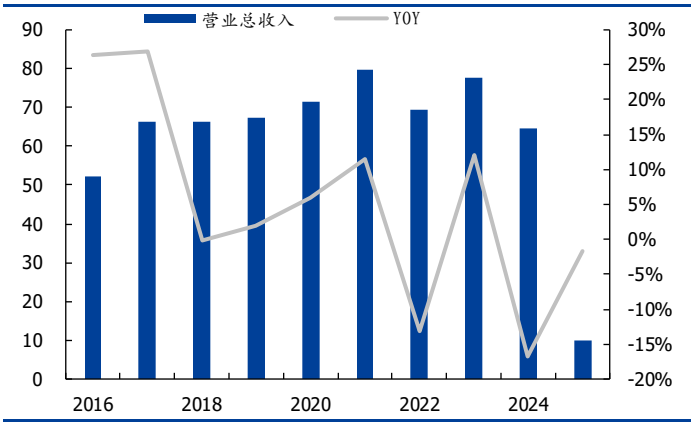
图表7：公司分产品毛利率（单位：%）



资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

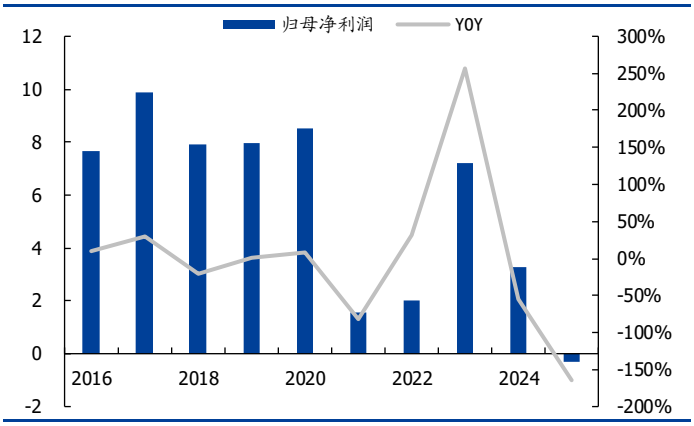
行业需求减弱，供过于求问题仍存在，收入业绩承压。2020 年前在竣工需求向好以及渠道扩张下，公司收入、业绩稳步增长，2021-2022 年受外部环境扰动、能源和原材料价格上涨以及大规模计提减值影响，公司业绩受损较为严重。2023 年公司通过深耕零售和优质工程，加强降本增效，收入、业绩实现逆势增长，全年收入 77.7 亿元，同比增长 12.2%，归母净利润 7.2 亿元，同比增长 256.6%。2024 年行业需求承压下行，且竞争激烈、消费降级，公司收入 64.7 亿元，同比下滑 16.8%，归母净利润 3.3 亿元，同比下滑 54.4%，规模效应减弱下利润下滑幅度更大。2025 年 Q1 价格竞争依旧激烈，公司收入 9.9 亿元，同比下滑 1.7%，归母净利润亏损 0.3 亿元。

图表8：公司营业总收入及同比（单位：亿元；%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

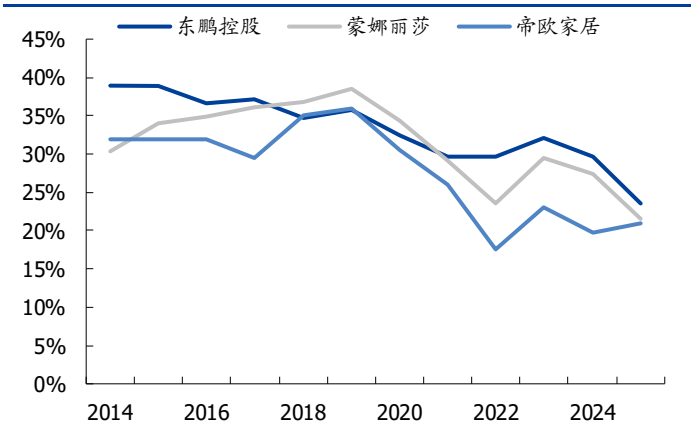
图表9：公司归母净利润及同比（单位：亿元；%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

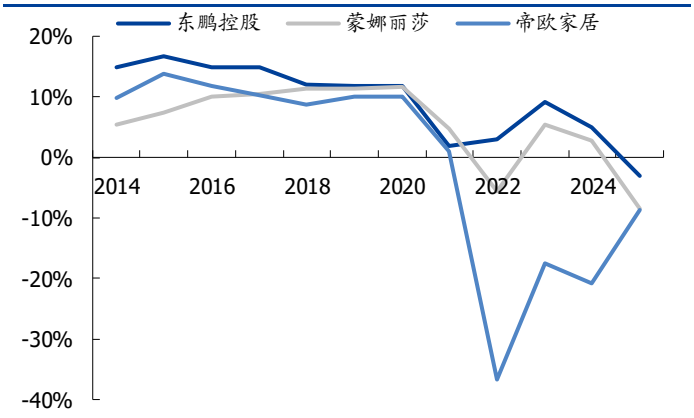
费用管控优秀，利润率稳定。2022 年前受行业竞争激烈以及原材料、能源价格上涨影响，公司整体毛利率持续下滑，2023 年以来能源价格回落，公司持续优化产品结构并通过技改、采购等降低成本，但无法完全对冲价格下行，2024 年毛利率 29.7%，同比降低 2.3pct。费用率方面，2024 年公司期间费用率 21.3%，其中管理费用率 6.6%，处于较低水平，销售费用率 11.7%，偏高主要系职工薪酬以及广告宣传和推广等支出较多。毛利率领先、费用率管控优秀、减值影响消退，公司销售净利率、ROE 在可比公司中均处于前列。

图表10：公司及可比公司销售毛利率情况（单位：%）



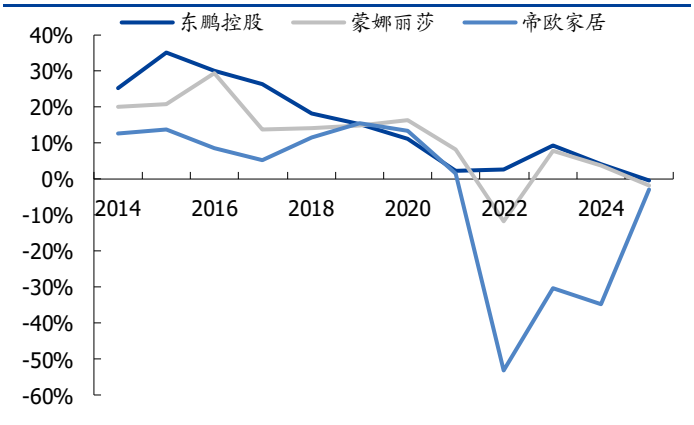
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表11：公司及可比公司销售净利率情况（单位：%）



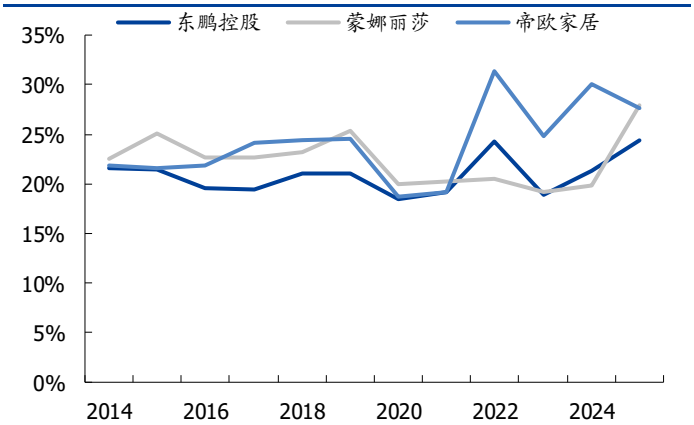
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表12：公司及可比公司 ROE 情况（单位：%，摊薄）



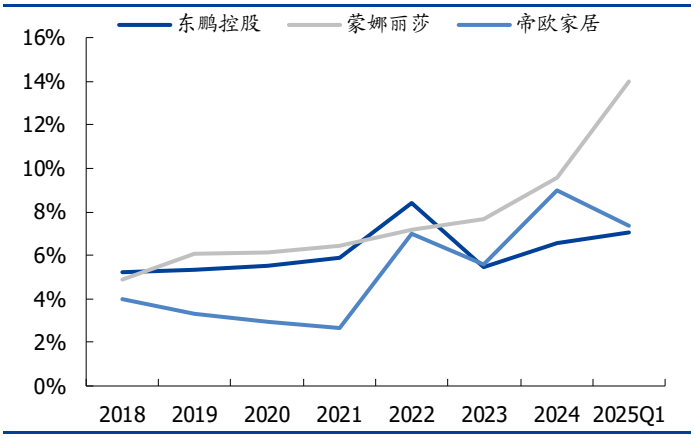
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表13：公司及可比公司期间费用率情况（单位：%）



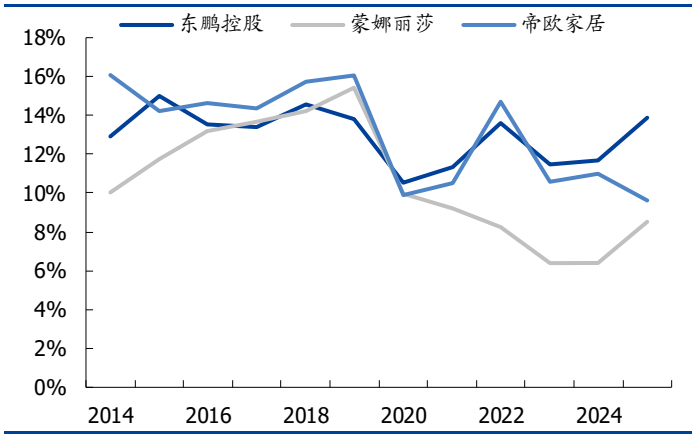
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表14：公司及可比公司管理费用率情况（单位：%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

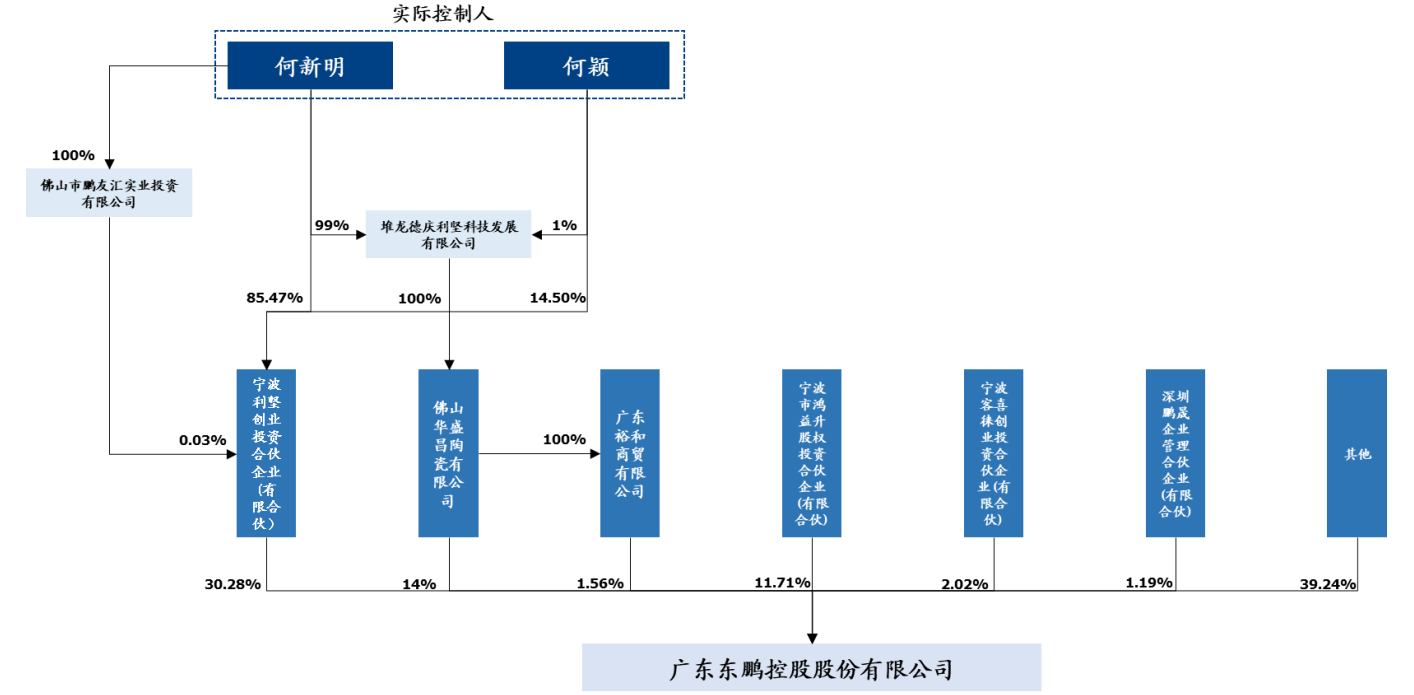
图表15：公司及可比公司销售费用率情况（单位：%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

实控人合计持股 45.84%，股权结构稳定。截至 2025 年 Q1 末，公司实际控制人何新民及何颖合计间接持有公司 45.84%股权，宁波鸿益升、宁波客喜徕以及深圳鹏晟为员工持股平台，分别持有公司 11.71%、2.02%、1.19%股权。

图表16：公司股权结构（截至 2025 年一季度末）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

股权激励灵活调整，充分调动员工信心。公司 2021 年发布首次股权激励计划，对扣非净利润进行考核，但因外部环境变化导致行权难度较大，难以达到预期激励目的和效果，本次方案已终止。公司 2022 年 4 月推出新股权激励方案，考核指标改为营业收入且更为弹性，但受需求疲软影响，2022 年及 2023 年前两期均未达行权条件。为强化激励效果，公司 2024 年再次调整股权激励方案，考核期为 2024-2026 年，阶梯式考核下行权方案更加弹性，其中公司层面最低行权目标为扣非净利润分别不低于 6.80/7.48/7.82 亿元，完成难度降低，激发管理团队积极性，提高经营效率。

图表17：公司 2021 年、2022 年以及 2024 年股权激励情况

2024年股权激励计划						
授予规模及价格	计划拟向激励对象授予的股票期权数量调整后为2650万份，占总股本2.26%，行权价格调整后为6.70元/股					
		授予股份数量（万股）			占总股本比例	
激励对象	董事、高级管理人员及核心骨干	2340			2.00%	
	预留	310			0.26%	
	合计	2650			2.26%	
行权期及行权比例		业绩考核指标	最低扣非净利润行权目标(亿元)	0%	公司层面行权比例 等于当年实际扣非净利润÷当年扣非净利润目标×分区系数	100%
首次授予	第一个行权期-30%	以2023年扣非净利润为基数，2024年扣非净利润增长率(X)目标为15%	6.80	X＜0%	10%≤X＜15%，分区系数=1.0 5%≤X＜10%，分区系数=0.7 0%≤X＜5%，分区系数=0.3	X≥15%
	第二个行权期-30%	以2023年扣非净利润为基数，2025年扣非净利润增长率(X)目标为45%	7.48	X＜10%	30%≤X＜45%，分区系数=1.0 15%≤X＜30%，分区系数=0.7 10%≤X＜15%，分区系数=0.3	X≥45%
	第三个行权期-40%	以2023年扣非净利润为基数，2026年扣非净利润增长率(X)80%	7.82	X＜15%	55%≤X＜80%，分区系数=1.0 35%≤X＜55%，分区系数=0.7 15%≤X＜35%，分区系数=0.3	X≥80%
预留授予	第一个行权期-40%	以2023年扣非净利润为基数，2025年扣非净利润增长率(X)目标为45%	7.48	X＜10%	30%≤X＜45%，分区系数=1.0 15%≤X＜30%，分区系数=0.7 10%≤X＜15%，分区系数=0.3	X≥45%
	第二个行权期-60%	以2023年扣非净利润为基数，2026年扣非净利润增长率(X)目标为80%	7.82	X＜15%	55%≤X＜80%，分区系数=1.0 35%≤X＜55%，分区系数=0.7 15%≤X＜35%，分区系数=0.3	X≥80%
首次授予股票期权数量（万股，调整前）	摊销费用合计（万元）	2024年（万元）	2025年（万元）		2026年（万元）	2027年（万元）
2390.00	2393.30	612.87	989.81		583.78	206.84

2022年股权激励计划						
授予规模及价格	计划拟向激励对象授予的股票期权数量调整后为3965万份，占总股本3.33%，行权价格调整后为8.49元/股					
		授予股份数量（万股）			占总股本比例	
激励对象	董事、高级管理人员及核心骨干	3465			2.91%	
	预留	500			0.42%	
	合计	3965			3.33%	
行权期及行权比例		业绩考核指标	最低营业收入行权目标(亿元)	0%	公司层面行权比例 对应业绩考核指标完成比例范围	100%
首次授予	第一个行权期-40%	以 2021 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率（A）10%	83.78	A＜5%	5%≤A＜10%	A≥10%
	第二个行权期-30%	以 2021 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率（A）20%	87.77	A＜10%	10%≤A＜20%	A≥20%
	第三个行权期-30%	以 2021 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率（A）30%	91.75	A＜15%	15%≤A＜30%	A≥30%
预留授予	第一个行权期-50%	以 2021 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率（A）20%	87.77	A＜10%	10%≤A＜20%	A≥20%
	第二个行权期-50%	以 2021 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率（A）30%	91.75	A＜15%	15%≤A＜30%	A≥30%
首次授予股票期权数量（万股，调整前）	摊销费用合计（万元）	2022年（万元）	2023年（万元）		2024年（万元）	2025年（万元）
3500.00	6619.31	2585.56	2546.09		1200.66	287.00

2021年股权激励计划（已终止）						
授予规模及价格	计划拟向激励对象授予的股票期权数量为2500万份，占总股本2.13%，行权价格调整后为9.39元/股					
		授予股份数量（万股）			占总股本比例	
激励对象	董事、高级管理人员及核心骨干	2000			1.70%	
	预留	500			0.43%	
	合计	2500			2.13%	
行权期及行权比例		业绩考核指标			扣非净利润行权目标(亿元)	
首次授予	第一个行权期-40%	以2020年公司扣非净利润为基数，2021年扣非净利润增长率不低于15%			8.60	
	第二个行权期-30%	以2020年公司扣非净利润为基数，2022年扣非净利润增长率不低于32%。			9.87	
	第三个行权期-30%	以2020年公司扣非净利润为基数，2023年扣非净利润增长率不低于50%。			11.22	
首次授予股票期权数量（万股，调整前）	摊销费用合计（万元）	2021年（万元）	2022年（万元）		2023年（万元）	2024年（万元）
2000.00	19520.00	6344.00	8784.00		3416.00	976.00

资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

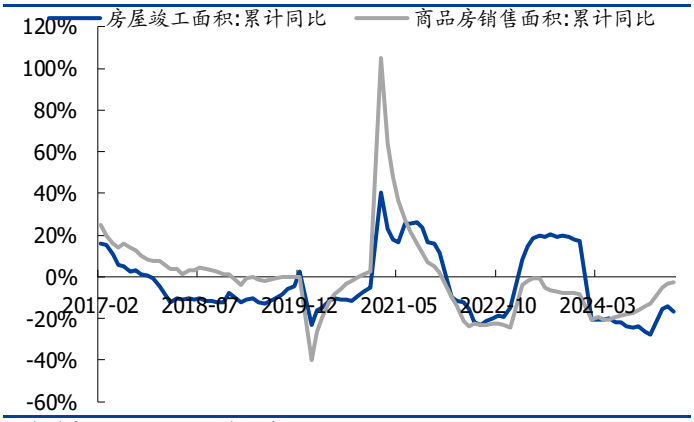
2 行业：二手房需求火热，供给侧加速出清

2024 年下半年以来二手房成交火热，为 2025 年家装需求带来了边际改善，并且随着二手房为代表的存量需求占比不断提升，以及新建需求降幅的自然收敛，2026 年家装需求有望迎来拐点。瓷砖作为厨卫焕新的重要材料，受益于二手房需求增长，同时供给侧的洗牌已经开始，供需两端优化下，25 年行业贝塔好于去年。

2.1 需求：二手房韧性支撑，需求拐点临近

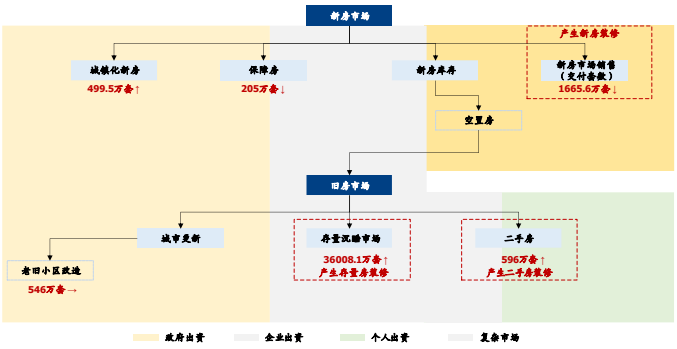
新建需求收缩，存量扛起大旗。家装市场由新房、存量房和二手房组成，2024 年以来地产销售、竣工仍在下滑中，新房需求仍有收缩，但庞大的存量房形成的旧改需求以及二手房成交带来的重装需求，为家装需求提供了韧性支撑。

图表18：2024 年以来竣工、销售仍有下滑（单位：%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

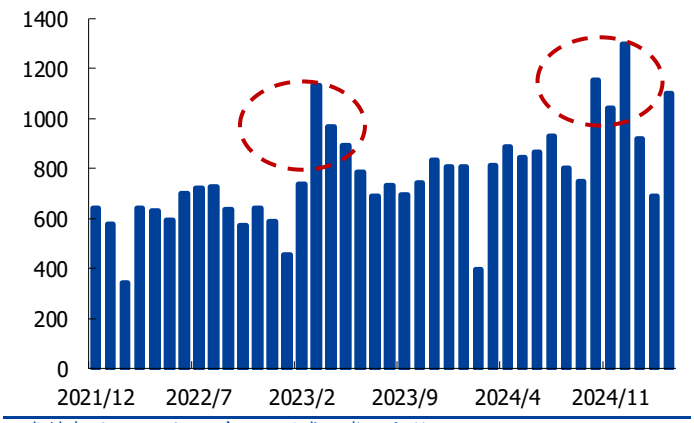
图表19：2023 年中国城镇住宅结构



资料来源：奥维云网《2024 年中国家装市场蓝皮书》，国盛证券研究所

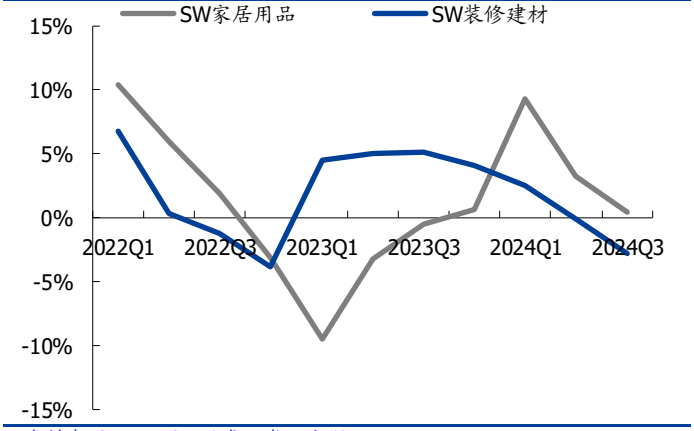
二手房成交火热，是 2025 年需求的最大看点，边际改善已开始体现。根据中指研究院数据，2024 年重点 30 城二手房成交套数同比增长约 7%，其中 Q4 同比增长约 35%，同时根据 Wind、e 房网等数据统计，25Q1 北上广深等 14 城二手房成交面积合计 3242 万平，同比增长 36.4%，二手房成交持续火热。二手房本质为改善型需求，装修节奏和新房类似，成交后约 5 个月传导至建材端，2023 年 3 月至 6 月以及 2024 年 10 月至今出现两个二手房成交高峰，预计将在 2023 年 8-11 月以及 2025 年 3 月起的建材需求中体现，装修链靠前的建材收入增速在 23Q3 达到高点，靠后的家居（硬装到软装约 2 个月）收入在 23Q4 和 24Q1 表现较好，印证了二手房带来的需求增长，2024 年 10 月起二手房的活跃将对 25 年建材需求带来边际改善。

图表20：2024 年下半年起二手房成交数据回暖（单位：万平）



资料来源：Wind，e 房网，国盛证券研究所

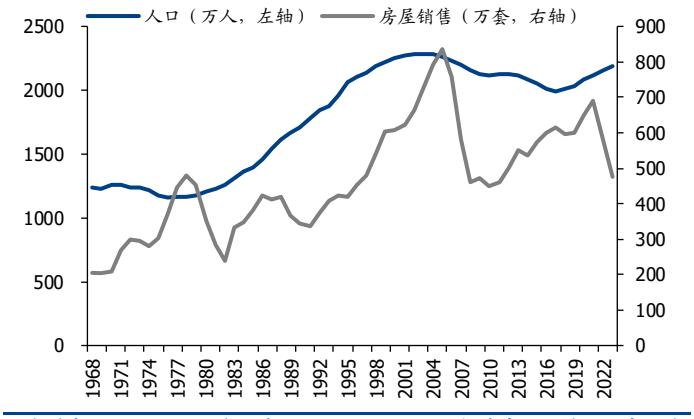
图表21：SW 家居用品、SW 装修建材分季度收入增速（单位：%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

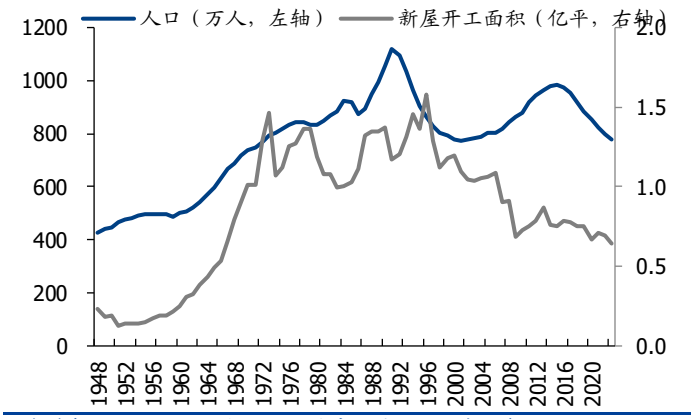
人口结构成为地产需求主导因素，二手房的活跃具备持续性。二手房回暖的本质是改善型需求的增加，根据发达国家历史经验，40-44 岁人群数量和地产销售（新房+二手房）成高度正相关，美国和日本等国家皆是如此，而我国 40-44 岁人群数量在 2012 年见顶后，2021 年开始再次拐头向上，根据中指研究院和 CHFS 数据可知，2012-2021 年 40-44 岁人群数量与地产销售面积的错配主要是房屋的部分金融属性带来的，2022 年地产销售面积大幅下滑以来，房屋的金融属性快速下降，下降到一定程度后上升的改善型需求将再次发挥作用，这部分需求可能通过二手房来满足。

图表22：美国 40-44 岁人口与房屋销售（左轴：万人；右轴：万套）



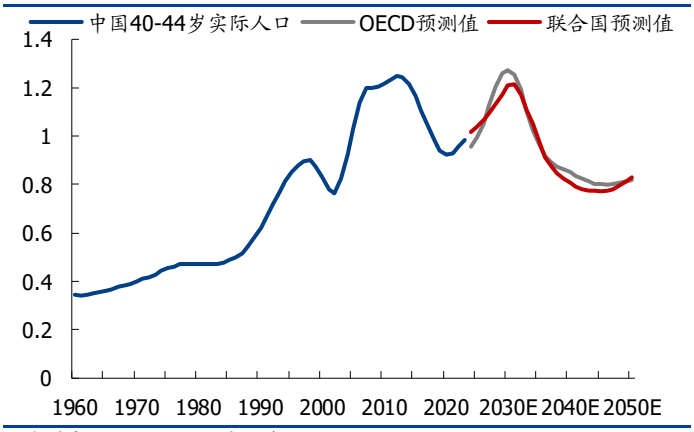
资料来源：Wind，国盛证券研究所（注：1999 年前房屋销售=新房销售+单户型成屋销售，2000 年起房屋销售=新屋销售+成屋销售）

图表23：日本 40-44 岁人口与新屋开工（单位：万人；亿平）



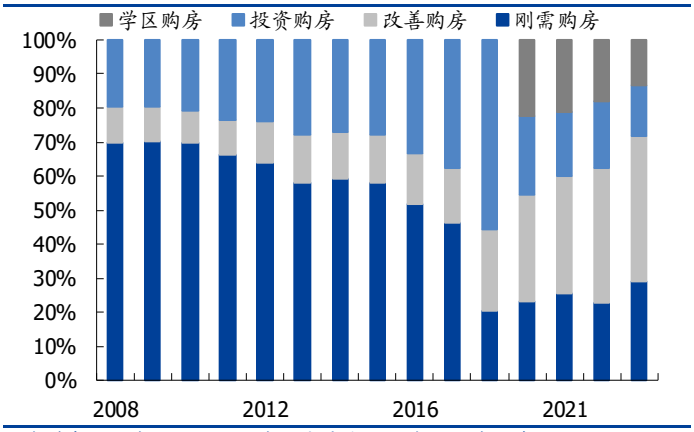
资料来源：Wind，日本 E-Stat 政府统计网，国盛证券研究所

图表24：中国 40-44 岁人口结构（单位：亿人）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表25：改善型需求在居民购房需求中占比提升（单位：%）



资料来源：中指研究院，中国家庭金融调查，国盛证券研究所

存量支撑下，2025 年家装需求降幅收窄，2026 年有望实现回升。根据我们测算，预计 2025 年全国二手房装修面积占比约 37%，旧房改造装修面积约占比约 21%，存量房市场装修需求占比接近 60%，受新建需求收缩影响，整体需求仍有下跌，但降幅明显收窄，尤其是在二手房成交量的持续火热，2026 年存量房需求合计占比将超过 60%，同时新建下滑影响减弱，装修建材需求有望实现回升。

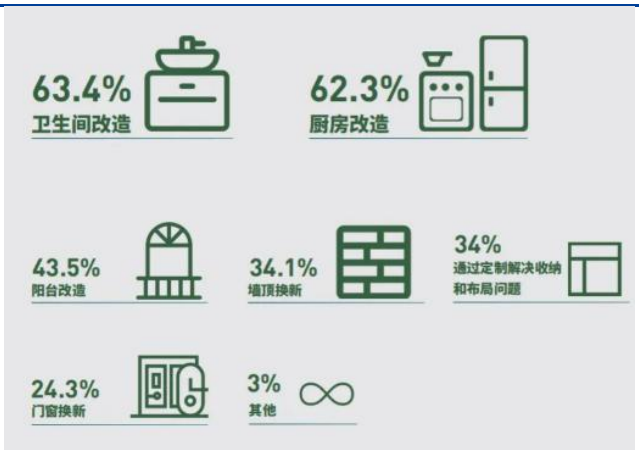
图表26：存量房装修市场需求测算

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
一、毛坯	**取 2 年前销售面积，假设非精装房中 80%在 1 年内进行装修，假设 2025-2026 年精装修率与 2024 年持平**					
新房面积（亿平）	17.2	17.6	17.9	13.6	11.2	9.8
精装修率	37%	40%	30%	33%	33%	33%
新房 1 年内装修比例	80%	80%	80%	80%	80%	80%
毛坯房装修面积（亿平）	**8.6**	**8.4**	**10.0**	**7.2**	**6.0**	**5.2**
二、旧房装修：	**装修周期设置为 15-25 年，进入装修周期的平均面积中约 70%为有人居住，其中 80%进行翻新**					
存量面积（亿平）	3.4	3.8	4.3	4.8	5.4	6.0
自住比例	70%	70%	70%	70%	70%	70%
翻新比例	80%	80%	80%	80%	80%	80%
旧房装修面积（亿平）	1.9	2.1	2.4	2.7	3.0	3.4
三、二手房：	**假设二手房成交后 80%进行装修**					
二手房成交面积（亿平）	3.6	4.0	5.7	6.1	6.7	7.4
二手房重装比例	80%	80%	80%	80%	80%	80%
二手房装修面积（亿平）	2.9	3.2	4.6	4.9	5.4	5.9
合计（亿平）	**13.4**	**13.7**	**17.0**	**14.8**	**14.4**	**14.5**

资料来源：Wind，贝壳研究院，中指研究院，奥维云网，东易日盛北京旗舰店，中国人口普查年鉴 2020，国盛证券研究所测算

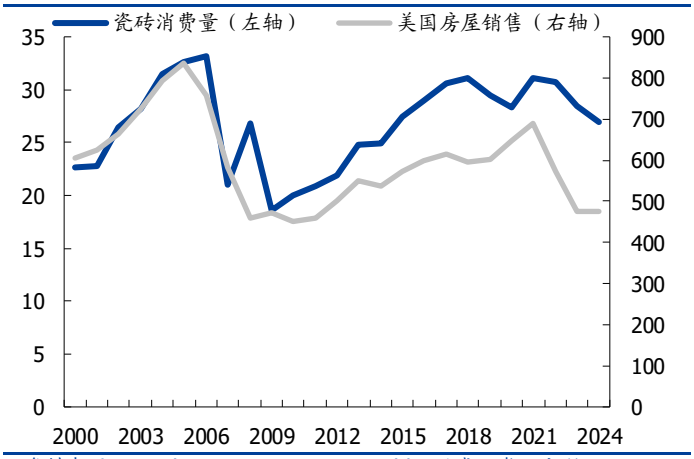
厨卫是存量更新首选空间，瓷砖需求受益。二手房和旧房重装逐步成为装修的主力，而装修的轻重度会有不同，根据中装协住宅产业分会调研，卫生间和厨房是局改消费者的首选空间，消费者改造率分别为 63.4%、62.3%，厨卫是瓷砖应用主要场景，瓷砖需求受益，并且参考美国经验，美国瓷砖消费量在 2021 年迎来第二个峰值，二手房和存量房的翻新都起到了很强支撑作用，存量房时代的瓷砖需求并不弱。

图表27：卫生间和厨房是消费者局改的热门空间



资料来源：中装协住宅产业分会，国盛证券研究所

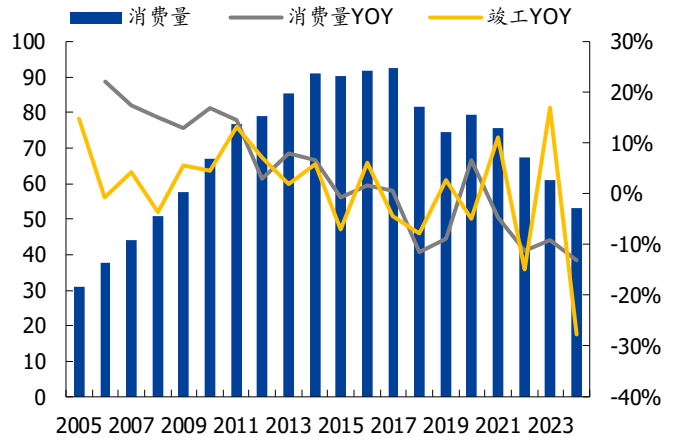
图表28：美国瓷砖消费量和房屋销售（单位：亿平方英尺；万套）



资料来源：Wind，TNCA，Ceramic World，国盛证券研究所

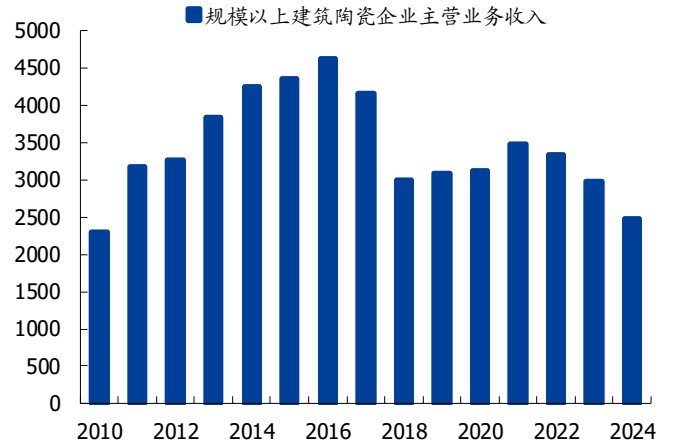
2025 年是瓷砖需求触底年，2026 年后需求有望企稳。瓷砖下游需求包括新房和二次装修消费者、房企以及学校、医院、写字楼等公共建筑，受竣工冲击较大。2024 年全国瓷砖消费量约 53.1 亿平方米，同比下滑 13.1%，规模以上企业（年主营业务收入在 2000 万元及以上的企业）对应营业收入约 2476.6 亿元，同比下滑 16.6%，蒙娜丽莎公告显示 2025 年瓷砖销量有望维持在 50 亿平左右，而根据中国建筑卫生陶瓷协会预测，未来我国瓷砖市场容量将稳定在 40 亿平左右，瓷砖需求已接近底部，2026 年后有望企稳。

图表29：全国瓷砖消费量以及竣工面积同比增速（左轴：亿平；右轴：%）



资料来源：Wind，中国建筑卫生陶瓷协会，国盛证券研究所

图表30：规模以上建筑陶瓷企业主营业务收入（单位：亿元）

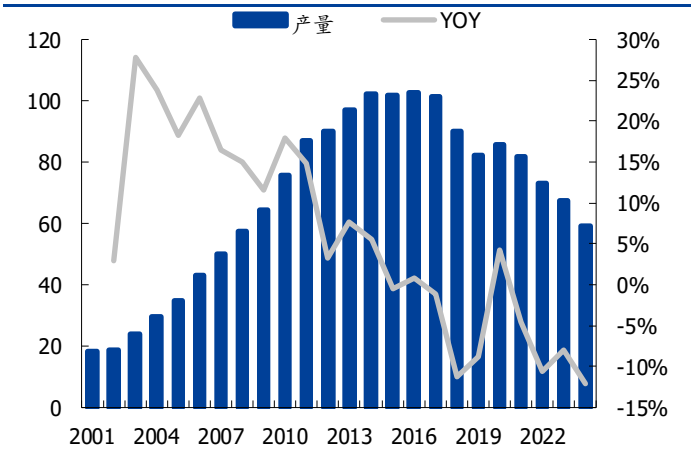


资料来源：陶业要闻摘要，陶瓷信息汇，中国建筑卫生陶瓷协会，马可波罗招股说明书，新明珠招股说明书，蒙娜丽莎招股说明书，东鹏控股招股说明书，国盛证券研究所

2.2 供给：市场化驱动叠加节能降碳推进，产能持续出清

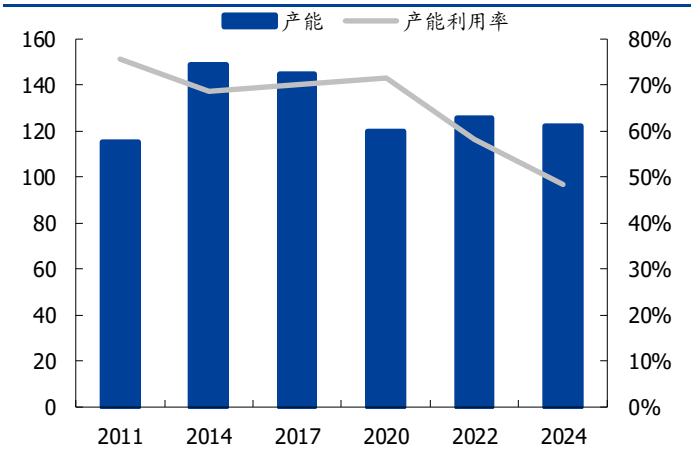
供给处在高位，产能利用率偏低。2001 年至 2016 年，全国陶瓷砖产量基本处于持续增长状态，2017 年起行业产能及产量均开始出现下滑，尤其是 2021 年以来受地产资金链紧张影响，瓷砖产量下滑速度明显加快，2024 年我国陶瓷砖产量 59.1 亿平方米，同比下滑 12.1%，行业名义产能 122.1 亿平方米，较 2022 年下滑 2.8%，但产能利用率降至 48.4%，较 2022 年减少 9.8pct。

图表31：全国陶瓷砖产量及增速（左轴：亿平；右轴：%）



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会，陶瓷信息汇，国盛证券研究所

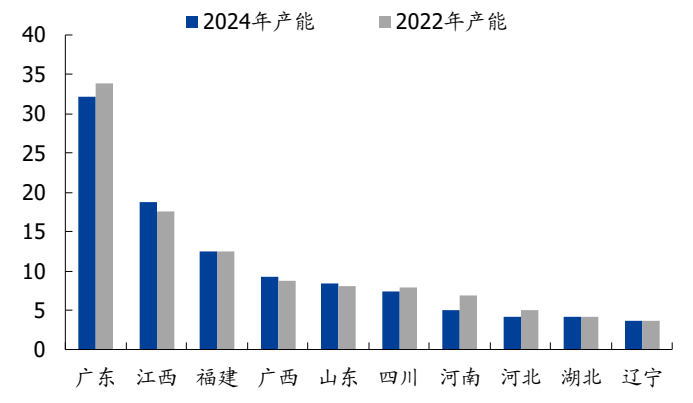
图表32：瓷砖行业名义产能及产能利用率（左轴：亿平；右轴：%）



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会，国盛证券研究所

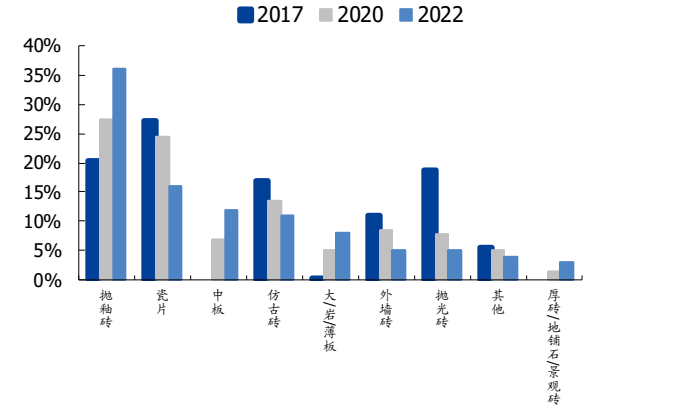
广东、江西、福建为主要集群，抛釉砖、中板、大板增速较快，瓷片产能下滑较大。从区域来看：广东、江西、福建产能分别为 32.07/18.78/12.51 亿平方米，占比分别为 26.3%/15.4%/10.2%。**从品类来看：**2022 年抛釉砖成产能占比位居第一，占比达 36%，瓷片产能大幅萎缩，占比由 2017 年的 27.2%下降至 2022 年的 16%，中板和大/岩/薄板产能增速较快，2022 年占比分别为 12%、8%，仿古砖和抛光砖产能亦有萎缩，占比分别由 2017 年的 17.02%、18.75%下降至 2022 年的 11%、5%。

图表33：2022、2024 年全国瓷砖产能分布情况（单位：亿平）



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会，国盛证券研究所

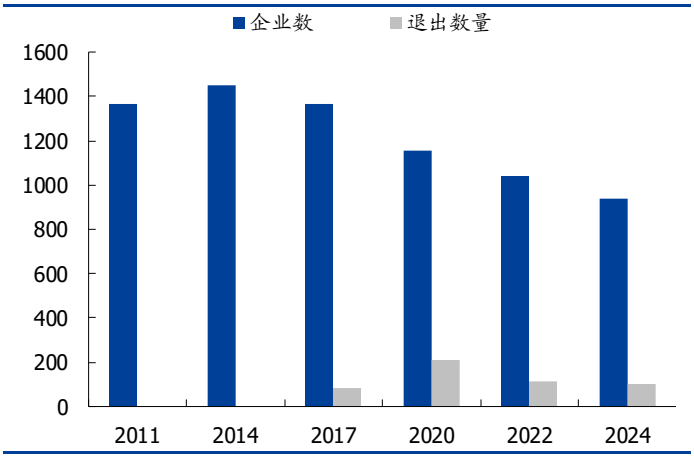
图表34：2017、2020、2022 年全国瓷砖分产品产能情况（单位：%）



资料来源：陶瓷信息汇，中国建筑卫生陶瓷协会，国盛证券研究所

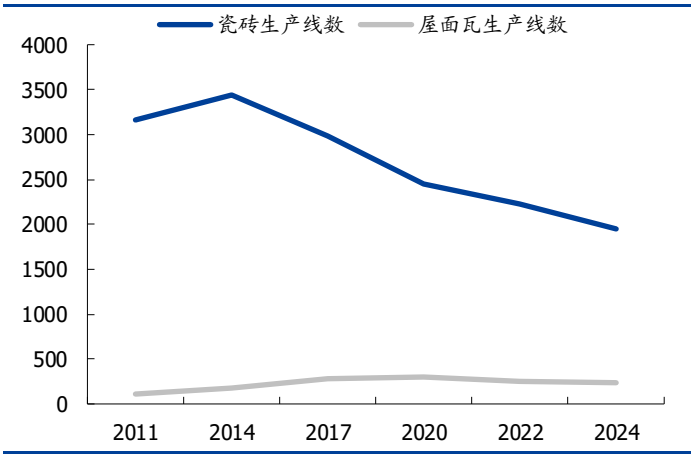
需求缩减，市场化驱动的洗牌已经开始。根据陶业长征调查统计，2024 年全国建筑陶瓷生产企业数量 938 家，生产线 2193 条，较 2022 年共有 102 家陶瓷厂、292 条生产线退出，陶瓷工厂和生产线退出率分别为 9.81%、11.75%，不同于 2017 年至 2022 年环保政策驱动，2022 年以来绝大部分企业主要受需求缩减影响，在市场驱动下或主动退出、或被动淘汰，2025 年瓷砖需求仍面临下滑，市场化的出清还将持续。

图表35：全国建筑陶瓷生产企业数量及变化情况（单位：家）



资料来源：陶瓷信息汇，中国建筑卫生陶瓷协会，国盛证券研究所

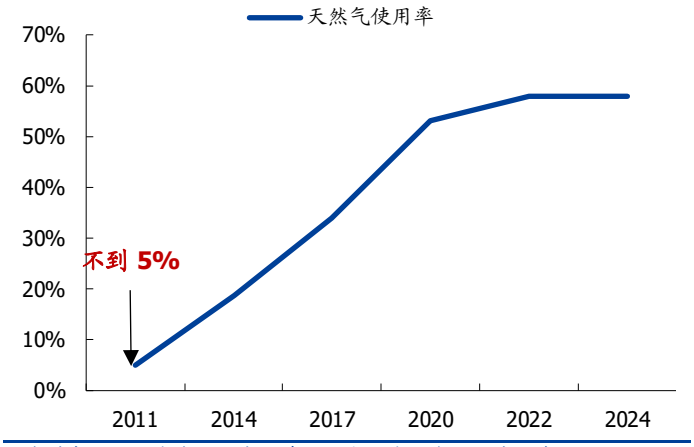
图表36：瓷砖及屋面瓦产线数量（单位：条）



资料来源：陶瓷信息汇，国盛证券研究所

双碳、能耗约束下，供给侧有望加速出清。2023 年 12 月工信部等八部门联合印发《关于加快传统制造业转型升级的指导意见》，文件指出“落实工业领域和有色、建材等重点行业碳达峰实施方案”，2024 年 5 月国务院印发《2024—2025 年节能降碳行动方案》通知，要求“新建和改扩建水泥、陶瓷、平板玻璃项目须达到能效标杆水平和环保绩效 A 级水平”，“到 2025 年底，水泥、陶瓷行业能效标杆水平以上产能占比达到 30%”。根据中国建筑卫生陶瓷协会数据，2024 年瓷砖行业天然气使用率 57.9%，以高安为例，用气企业成本较自制水煤气企业高出 2 元/平，给了中小企业生存空间。随着“煤改气”推进，有望加速淘汰瓷砖落后产能。

图表37：瓷砖行业天然气使用情况（单位：%）



资料来源：陶瓷资讯，中国建筑卫生陶瓷协会，国盛证券研究所

图表38：瓷砖分省份天然气使用情况（单位：家；%）

省份	企业数量	使用天然气的陶瓷厂数量	天然气使用率
广东	164家	140家	85.4%
江西	96家	15家	15.6%
福建	198家	165家	83.3%
山东	75家	73家	97.3%
河南	46家	7家	15.2%
四川	102家	100家	98.0%
广西	47家	1家	2.1%
河北	30家	26家	86.7%
天津	1家	1家	100.0%
湖北	41家	3家	7.3%
辽宁	41家	30家	73.2%
湖南	27家	1家	3.7%
陕西	24家	8家	33.3%
山西	26家	7家	26.9%
云南	23家	/	/
贵州	15家	1家	6.7%
重庆	10家	9家	90.0%
新疆	12家	/	/
甘肃	12家	5家	41.7%
宁夏	1家	/	/
安徽	21家	1家	4.8%
江苏	8家	4家	50.0%
浙江	6家	2家	33.3%
内蒙古	6家	2家	33.3%
吉林	3家	/	/
黑龙江	4家	/	/
上海	1家	1家	100.0%
合计	1040家	602家	57.9%

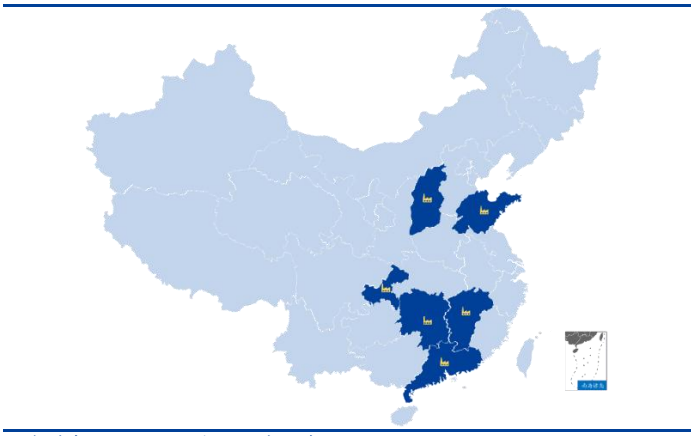
资料来源：陶瓷资讯，国盛证券研究所

3 公司：渠道建设持续推进，现金流质量高

3.1 供应链完善，产品线丰富，成本持续优化

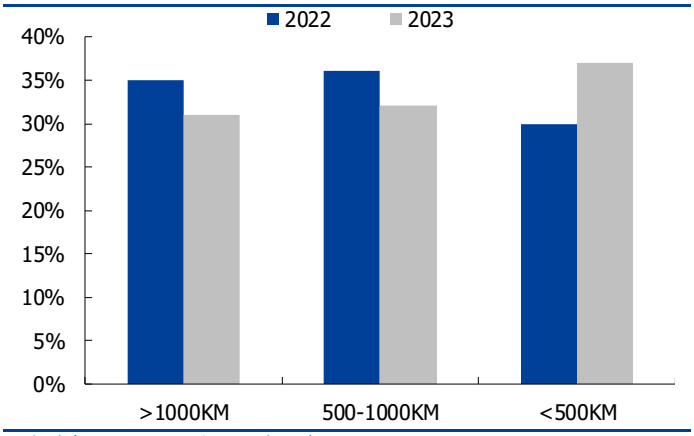
全国化布局，共享仓赋能，供应链体系完善。公司在全国建有 10 个生产基地，产线超过 40 条，从原料获取到供应均布局属地供应链，原料供应半径 300KM 覆盖率 90%以上。同时公司采用独特的共享仓模式，将大型经销商仓储共享，辐射周边 300~500 公里的中小经销商，中小经销商可开更多门店、降低仓储物流成本、提升 SKU 运营效率和高值产品比例、增强交付效率和服务能力，减少盲目进货并获得大经销商的加工、营销支持。目前公司共享仓超过 30 个，2023 年瓷砖产品运输距离明显下降。

图表39：东鹏控股生产基地分布



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

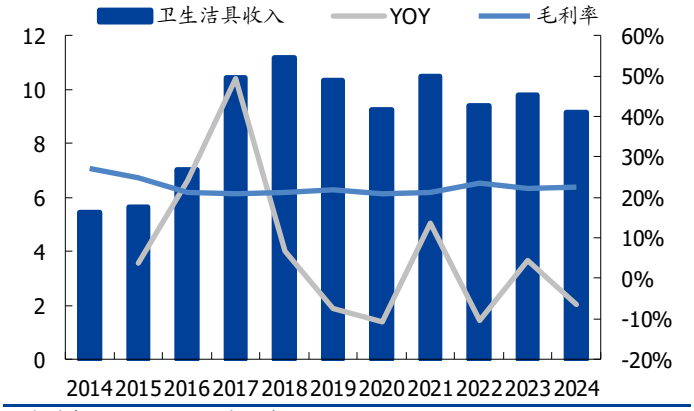
图表40：公司瓷砖产品运输半径（单位：%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

产品、设计、交付全链条，一站式装修解决方案。公司是产品线最丰富的建陶企业，实行“1+N”战略，“1”为瓷砖、岩板和瓷片等主要产品，“N”包括卫浴（智能马桶、淋浴房、浴室柜、五金花洒等）、辅材（瓷砖胶、美缝剂、防水）、集成墙板、整装、生态石新材等，2024 年卫生洁具业务收入 9.2 亿元，同比下滑 6.5%，毛利率 22.5%。同时公司具备设计和交付的一站式服务能力，可根据客户需求提供瓷砖和卫浴空间的搭配与设计以及包铺贴的交付业务，包铺贴目前在多个省市均已开通网点服务。

图表41：公司卫生洁具收入、增速及毛利率（左轴：亿元；右轴：%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

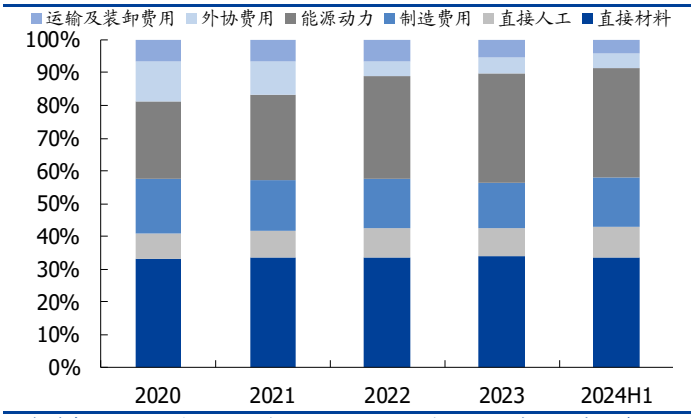
图表42：公司包铺贴业务已在全国多个省市开通服务

资料来源：东鹏装到家官网，国盛证券研究所

低成本下的全国化产能布局，是强化企业核心竞争力的主要手段。瓷砖产品较重且易碎，产能供给优势的企业可优化运输半径，以较低的仓储物流成本辐射核心市场，同时根据马可波罗招股说明书，2024H1 直接材料和能源动力占瓷砖成本均为 33.6%，大型企业规模、物流、资源优势突出，集采议价能力强，并且可使用直供气降本。同时瓷砖资本开支较大，参考头部瓷砖企业项目投资情况，每新建 1000 万平总投资额超过 2 亿元，马可波罗招股说明书显示，2024H1 制造费用成本占比约 15%，且消费者偏好分散，倒

逼企业维持海量 SKU，企业换产成本很高，规模占优的企业可摊薄制造费用、降低换产成本，中小企业资金限制难以进行大面积扩张，头部企业竞争优势稳固。

图表43：马可波罗瓷砖生产成本构成（单位：%）



资料来源：马可波罗主板首次公开发行股票招股说明书，国盛证券研究所

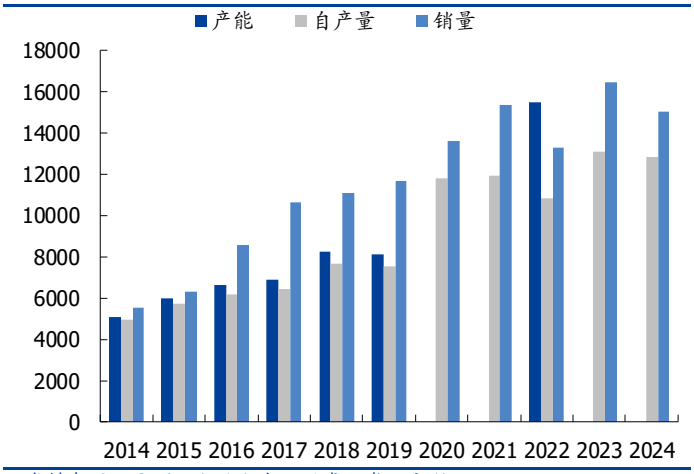
图表44：头部瓷砖企业项目投资情况

公司	项目	产能（万平）	总投资（万元）	设备投资（万元）	单平总投资（元/平）	单平设备投资（元/平）
马可波罗	江西加美陶瓷有限公司智能陶瓷家居产业园（一期）	1000	67483.37	34849.29	67.48	34.85
	江西唯美陶瓷有限公司陶瓷生产线绿色智能制造升级改造 广东家美陶瓷有限公司绿色智能制造升级改造项目	技改	49139.64	40228.23		
	江西和美陶瓷有限公司建筑陶瓷生产线绿色智能制造升级改造	技改	38184.99	32814.84		
新明珠	新型节能环保板材项目二期技术改造项目	技改	62795.93	40842.54		
	湖北新明珠绿色建材1#产线技改项目	技改	27655.46	17000.98		
蒙娜丽莎	广西藤县生产基地	8822	200000	/	22.67	
	特种高性能陶瓷板材绿色化、智能化技术改造项目	1520	53000	/	34.87	
帝欧家居	欧神诺八组年产5000万平方高端墙地砖智能化生产线	5000	163939.5	77118.89	32.79	15.42
	两组年产1300万㎡高端陶瓷地砖智能化生产线目	1300	36609.23	20993.82	28.16	16.15
东鹏控股	扩建4条陶瓷生产线项目	2190	60000	40591.52	27.40	18.53
	潼县新鹏陶瓷有限公司二期扩建项目	1560	66218	37540.66	42.45	24.06

资料来源：马可波罗招股说明书，新明珠招股说明书，东鹏控股招股说明书，蒙娜丽莎公告，帝欧家居公告，国盛证券研究所

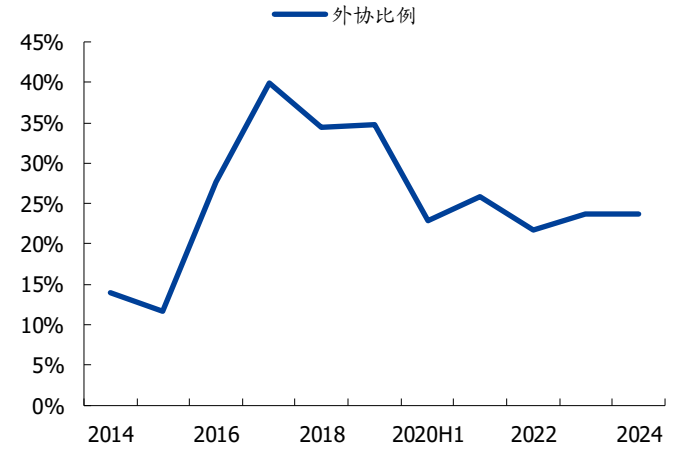
产能扩张下 OEM 比例降低，公司规模效应开始体现，成本持续下降。2019 年前公司产能不足，外协生产比例超过 30%，产能扩张后，2024 年的外协比例降至 23.7%，自有产能更聚焦于成本有优势的中高端产品。同时公司折旧摊销/收入较高，随着产能扩张，公司规模效应开始体现，2023 年折旧摊销/收入降至 8.0%，单位成本同比下滑 11.7%，2024 年受收入下滑影响，折旧摊销/收入增至 8.9%，未来仍有优化空间。

图表45：东鹏控股瓷砖产能、自产量及销量（单位：万平方米）



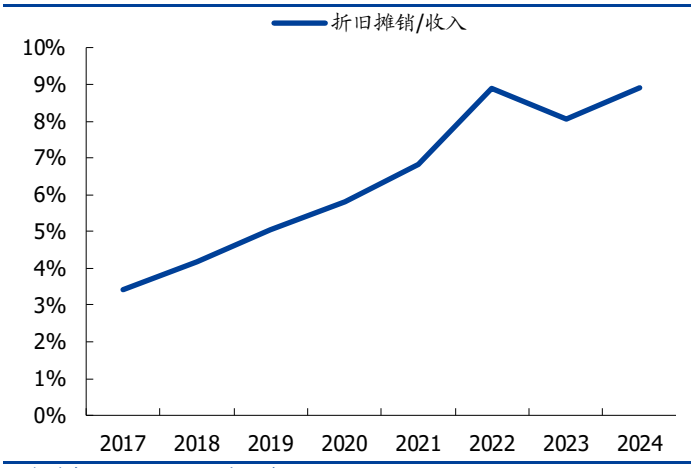
资料来源：ifind，公司公告，国盛证券研究所

图表46：产能扩张下的 OEM 比例呈下降趋势（单位：%）



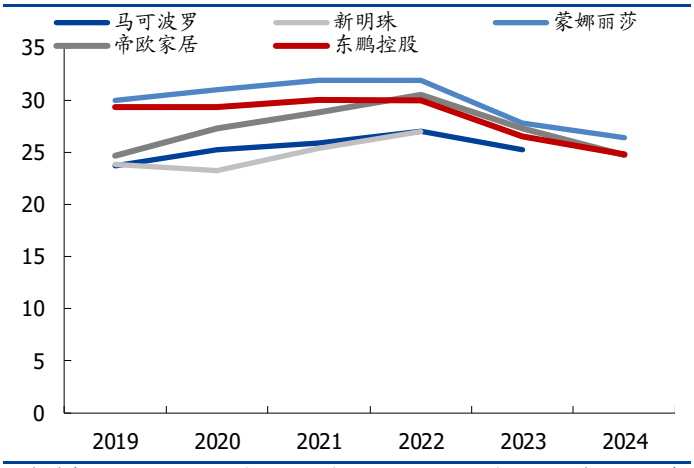
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表47：公司折旧摊销/收入（单位：%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表48：2022 年以来公司单位成本下降（单位：元/平）



资料来源：ifind，马可波罗主板首次公开发行股票招股说明书，新明珠首次公开发行股票招股说明书，国盛证券研究所

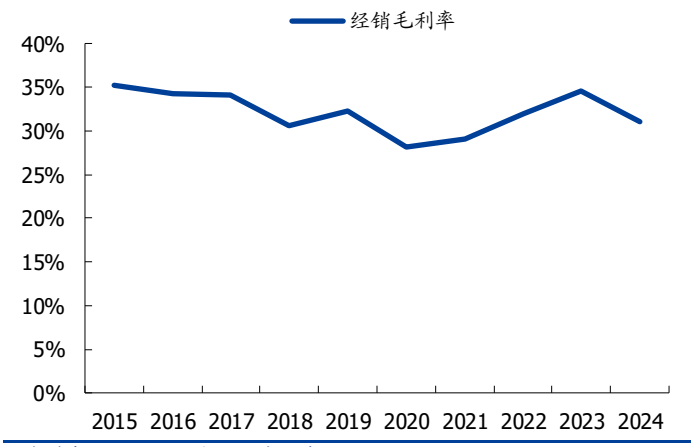
3.2 渠道下沉持续推进，零售拓宽流量入口

经销渠道掌控力强，渠道下沉持续推进。经销商是瓷砖零售的主要力量，控制了经销渠道，也就控制了零售业务，因此经销商的管理是零售的核心竞争力之一，主要表现在使经销商能够持续而稳定地盈利，稳定盈利的经销商新增门店动力强，也能吸引更多经销商加盟，从而推动渠道不断下沉。截至 2023 年三季度末，公司一二级经销商约 4500 个，门店网点六七千家，2024 年零售门店净增加 188 家，渠道下沉不断推进，公司 2024 年实现经销收入 39.7 亿元，同比下滑 14.2%。

图表49：公司经销收入及增速（左轴：亿元；右轴：%）

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

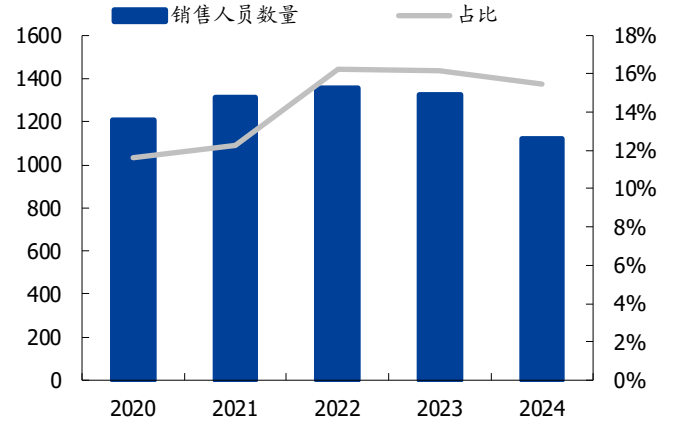
图表50：公司经销毛利率（左轴：%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

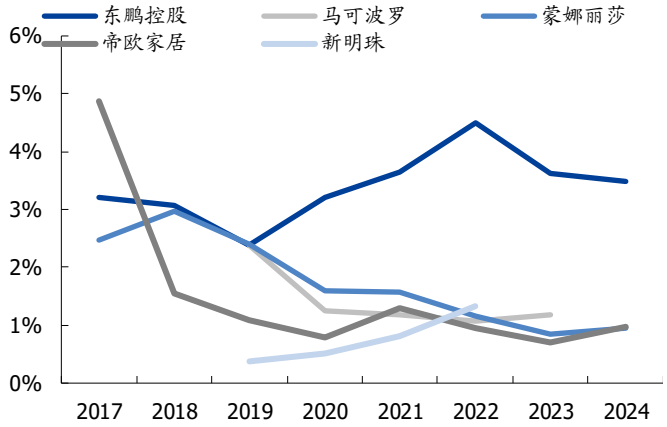
零售渠道深耕，线上线下拓宽流量入口。零售渠道需要持续的品牌曝光和广告投入，公司高度重视零售渠道建设，广宣及推广费支出大幅领先同行，并且整体人员缩减下销售人员数量仍保持相对稳定。为拓宽流量入口，公司加强抖音、小红书等线上新媒介平台推广，并且加强能够带来流量和复购的工长渠道，一方面成立工长会员平台，通过福利及培训等吸引工长加入，截至 2024 年 7 月已招募工长 3 万余人，另一方面，公司 2024 年 11 月与西卡德高签署三年战略合作协议，德高瓷砖胶、防水、美缝剂等产品在国内有口皆碑，德高的优质工长资源有望转化为公司流量。

图表51：公司销售人员数量及占比（左轴：人；右轴：%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表52：公司广告宣传及推广费在头部企业中领先（单位：%）



资料来源：Wind，马可波罗招股说明书，新明珠招股说明书，帝欧家居公告，国盛证券研究所

图表53：东鹏控股与小红书签订战略合作

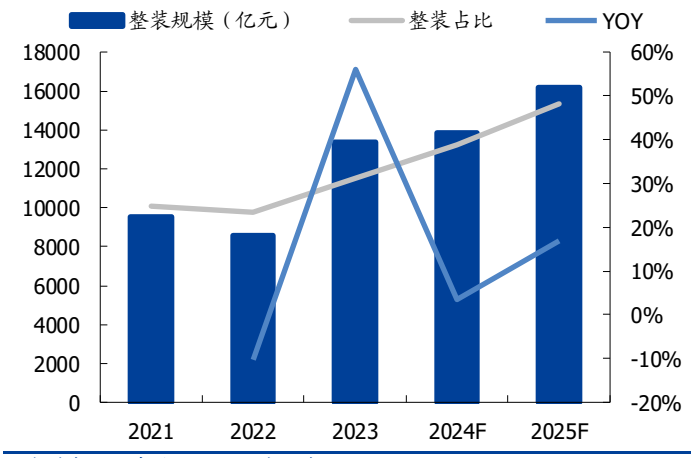
资料来源：东鹏控股 1972，国盛证券研究所

图表54：东鹏控股与德高签订战略合作协议

资料来源：东鹏控股 1972，国盛证券研究所

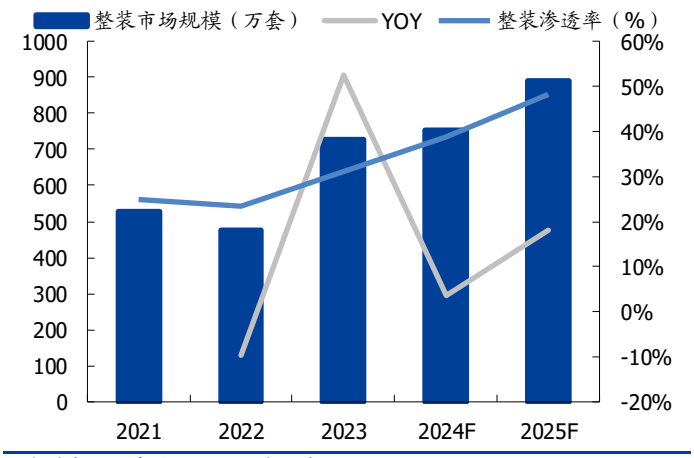
工程渠道拓合作，整装、非房加大资源获取。年轻消费群体更关注产品服务品质和装修全流程体验。整装成为大趋势，根据奥维云网测算，2025 年整装渗透率有望达 48.2%，市场规模超 1.6 万亿元，同比增长 16.8%，2024 年公司整装业务收入增长 8.07%，连续两年实现突破，并且与贝壳、业之峰签订战略合作。非房领域，公司与中国建筑学会战略合作，不断深化与设计院的合作关系，构建从设计到实施的一体化服务链条。

图表55：整装市场空间、占比以及增速（左轴：亿元；右轴：%）



资料来源：奥维云网，国盛证券研究所

图表56：整装套数、渗透率以及增速（左轴：万套；右轴：%）

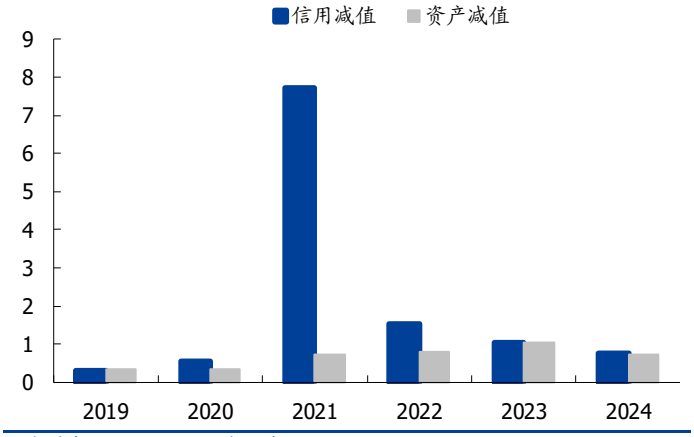


资料来源：奥维云网，国盛证券研究所

3.3 减值风险出清，现金流支撑强，分红能力有保障

坏账风险释放充分，风险敞口基本出清。2021 年起受地产资金链紧张影响，公司对相关地产行业客户应收款项计提信用减值损失，截至 2023 年底，公司地产类客户应收项合计 14.11 亿元，已计提信用减值 10.21 亿元，计提比例 72.37%，剩余未计提金额合计 3.90 亿元，截至 2024Q3 末，公司收到的工抵房 2 亿多元，风险敞口已基本出清。

图表57：公司信用减值及资产减值损失（单位：亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

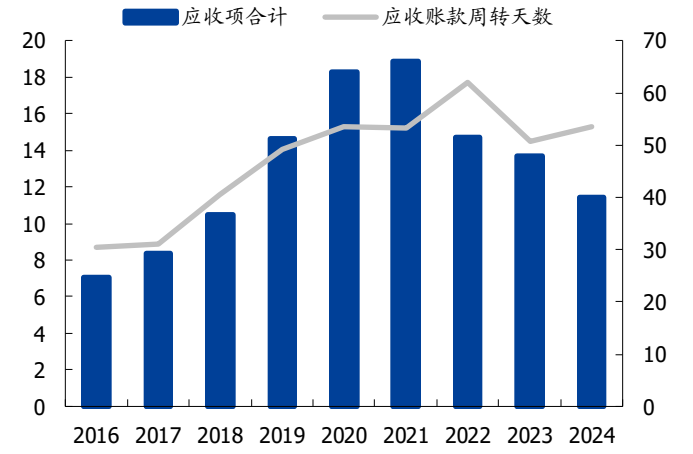
图表58：2023 年公司单项计提信用减值准备情况（单位：万元）

客户名称	应收账款余额	其他应收款余额	合计	计提比例	期末信用减值准备余额
恒大	57827.74	15000.00	72827.74	87.10%	63433.00
融创	1927.25	23277.83	25205.08	40.00%	10082.03
华夏幸福	4057.69	0.00	4057.69	98.36%	3991.30
蓝光	4796.84	0.00	4796.84	83.77%	4018.14
世茂	3343.33	1000.00	4343.33	77.51%	3366.47
金科	6932.94	15.00	6947.94	59.83%	4157.01
阳光城	3412.66	15.00	3427.66	67.47%	2312.72
中南	1343.45	5073.60	6417.05	60.71%	3895.51
荣盛	7734.16	10.00	7744.16	43.61%	3376.99
泰禾	593.70	0.00	593.70	100.00%	593.70
奥园	799.78	0.00	799.78	60.58%	484.49
富力	297.74	0.00	297.74	100.00%	297.74
碧桂园	2577.11	0.00	2577.11	40.96%	1055.57
其他客户	1014.67	0.00	1014.67	100.00%	1014.67
合计	**96659.08**	**44391.43**	**141050.51**		**102079.36**

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

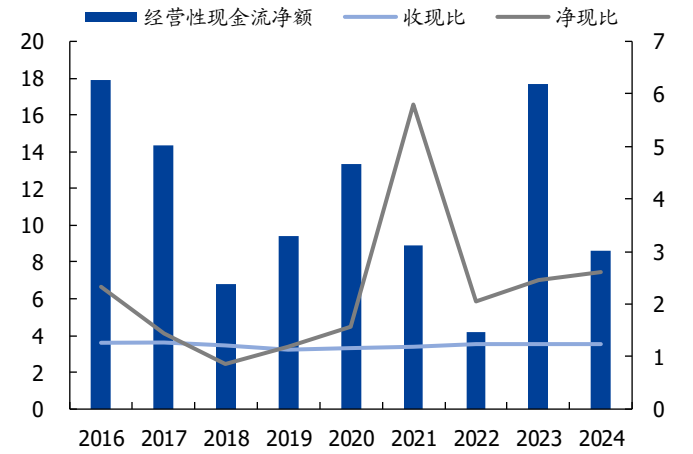
资本开支减少，零售模式下应收账款可控，提供稳定现金流。公司以零售为主，应收项规模及账期可控，2024 年应收项合计 11.4 亿元，应收账款周转天数 53.6 天，经营性现金流净额 8.6 亿元，收现比、净现比分别为 1.2/2.6，自我造血能力强。公司资本开支高峰期已过，2023 年、2024 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金降低至 2.0/4.5 亿元，自由现金流分别为 15.6/4.1 亿元，2023 年以来实现转正。

图表59：公司应收项及应收账款周转天数（左轴：亿元；右轴：天）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表60：公司经营性现金流量净额及收现比、净现比（左轴：亿元）

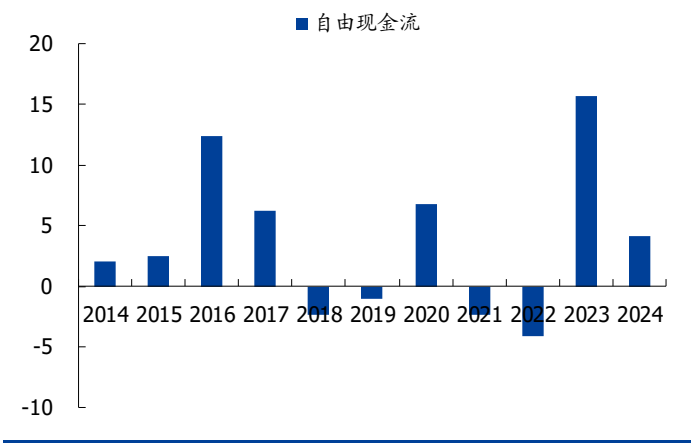


资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表61：公司资本性支出情况（单位：亿元）

资料来源：Wind，国盛证券研究所

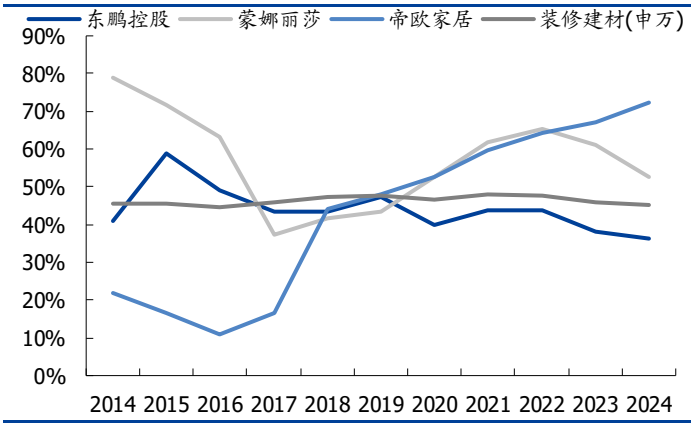
图表62：公司自由现金流情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所（注：自由现金流=经营性现金流净额-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金）

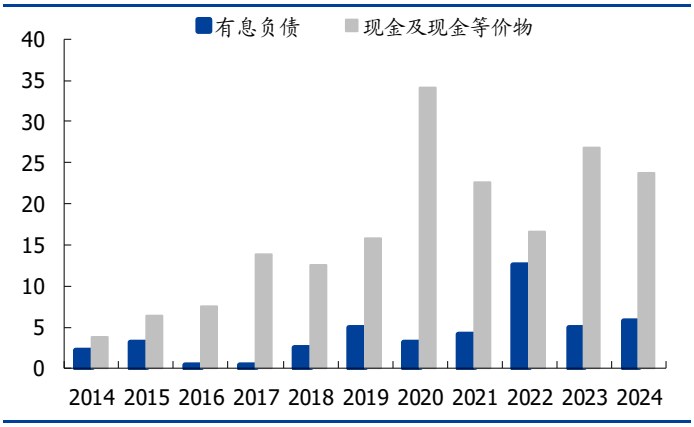
在手现金充裕，资产结构良好。公司资产负债率处于较低水平，2024 年末资产负债率 36.3%，大幅低于可比公司，也低于 SW 装修建材平均水平。2023 年公司归母净利润和经营性现金流量净额大幅提升，现金及现金等价物显著增加，偿还短期借款后有息负债进一步降低，2024 年末公司现金及现金等价物 23.8 亿元，有息负债仅 5.7 亿元。

图表63：公司及可比公司、装修建材行业资产负债率情况（单位：%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

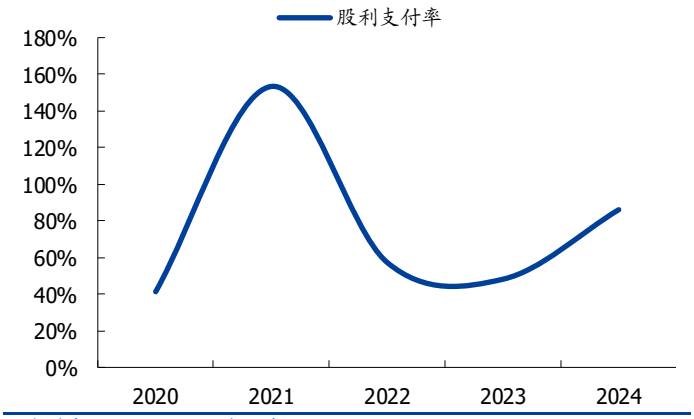
图表64：公司有息负债、现金及现金等价物情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

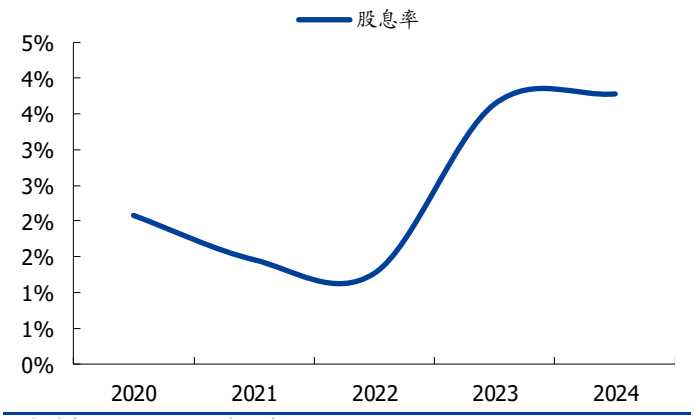
现金流健康、资本开支高峰已过、在手现金充裕，股息率有望进一步提升。2024 年报分红预案每 10 股派发现金红利 2.5 元（含税），以 2025 年 6 月 9 日收盘价计算的股息率约为 4.3%，考虑到公司资本开支高峰已过，2023 年以来自由现金流显著为正，且有大量在手净现金，预计公司高分红可以保持，股息率仍有进一步提升空间。

图表65：公司股利支付率（单位：%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表66：2020-2024 年末公司股息率（单位：%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

营业收入及毛利率：我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 60.1、61.1、65.8 亿元，同比变动-7.1%/1.7%/7.6%；综合毛利率分别为 28.8%/29.2%/29.6%。

- **瓷砖：**我们认为，2025 年为瓷砖需求的触底年，2026 年起随着存量需求占比提升，竣工下滑的影响将被逐步冲淡，叠加供给侧落后产能出清，行业贝塔有望持续改善，预计 2025-2027 年收入分别为 49.6 亿元/50.6 亿元/54.8 亿元，分别同比变动-7.8%/2.0%/8.2%，公司产品结构和成本优化将部分对冲价格下行压力，2026 年需求复苏下提价有望提升毛利率，预计 2024-2026 年毛利率分别为 30%/30.5%/31%。
- **卫浴：**公司“1+N”战略持续推进，与瓷砖协同效应逐步体现，预计 2025-2027 年收入分别为 8.8 亿元/8.8 亿元/9.3 亿元，同比增速分别为-4.0%/0.0%/6.1%，预计 2025-2027 年毛利率保持在 22%左右。
- **其他主营业务：**2024 年收入 0.8 亿元，预计 2025-2027 年保持稳定，毛利率稳定在 20%左右。

图表67：公司主要业务收入及毛利率预测

	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
公司总营收（百万元）	7772.76	6469.49	6010.87	6110.66	6577.50
YOY	12.2%	-16.8%	-7.1%	1.7%	7.6%
毛利率	32.0%	29.7%	28.8%	29.2%	29.6%
瓷砖业务：					
收入（百万元）	6581.32	5387.09	4964.74	5064.54	5477.80
YOY	14.1%	-18.1%	-7.8%	2.0%	8.2%
毛利率	33.5%	31.0%	30.0%	30.5%	31.0%
卫浴业务：					
收入（百万元）	979.59	915.90	879.63	879.63	933.20
YOY	4.3%	-6.5%	-4.0%	0.0%	6.1%
毛利率	22.3%	22.5%	22.0%	22.0%	22.0%
其他主营业务：					
收入（百万元）	119.84	81.25	81.25	81.25	81.25
YOY	2.8%	-32.2%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	28.2%	20.9%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

4.2 估值及投资建议

估值及投资建议：东鹏控股主要从事瓷砖和卫浴生产和销售，选取蒙娜丽莎、箭牌家居、瑞尔特三家企业作为可比公司，对应主营业务为瓷砖及卫浴生产，与东鹏控股业务接近。三家可比公司 2025 年 PE 平均值为 20X。预计公司 2025-2027 年营收分别为 60.1 亿元、61.1 亿元、65.8 亿元，归母净利润分别为 3.54 亿元、4.07 亿元、4.91 亿元，三年业绩复合增速 17.8%，对应 PE 分别为 19X、17X、14X。公司作为瓷砖行业龙头，品牌积淀深厚，零售渠道经长期建设已形成较强掌控力，并拓展工长等流量入口，同时在工程端携手装企开拓整装市场，公司供应链体系完备，收入恢复增长后规模效应将再次体现，盈利能力有望优化提升，首次覆盖给予“买入”评级。

图表68：可比公司估值表

		股价	EPS（元人民币）			PE			总市值
		元	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	亿元
002918.SZ	蒙娜丽莎	8.48	0.50	0.62	0.76	16.99	13.64	11.20	35.21
001322.SZ	箭牌家居	8.48	0.30	0.37	0.46	28.71	22.65	18.48	82.14
603385.SH	瑞尔特	7.39	0.48	0.55	0.61	15.55	13.46	12.11	30.88
		平均 PE				20.42	16.58	13.93	
003012.SZ	东鹏控股	5.81	0.31	0.35	0.42	18.99	16.50	13.68	67.22

资料来源：Wind，国盛证券研究所，股价为 2025 年 6 月 6 日收盘价数据；备注：东鹏控股为预测值，其余为 wind 一致预期

风险提示

1）竣工需求大幅下滑风险：瓷砖与竣工需求关联度较高，存在竣工大幅下滑影响收入业绩的风险。

2）行业价格战加剧风险：瓷砖行业供过于求，存在产能出清不及预期，行业陷入持续价格战，挤压利润风险。

3）原燃料价格持续快速上涨风险：瓷砖成本中燃料占比较大，存在天然气、煤炭价格大幅上涨，挤压利润率的风险。

4）假设和测算误差风险：报告中公司盈利预测基于一定数据假设，因此测算结果存在误差风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com