

## 公司研究 | 点评报告 | 东鹏控股 (003012.SZ)

# 需求弱势，但盈利能力迎来改善

### 报告要点

公司 2025H 实现营业收入 29 亿元，同比下降 5%；归属净利润 2.2 亿元，同比增长 4%，扣非净利润约 2.0 亿元，同比增长 0.5%。2 季度实现营业收入 19 亿元，同比下降 7%；归属净利润 2.5 亿元，同比增长 12%，扣非净利润约 2.3 亿元，同比增长 8%。

### 分析师及联系人



范超

SAC: S0490513080001

SFC: BQK473



张佩

SAC: S0490518080002

## 需求弱勢，但盈利能力迎来改善

### 事件描述

公司 2025H 实现营业收入 29 亿元，同比下降 5%；归属净利润 2.2 亿元，同比增长 4%，扣非净利润约 2.0 亿元，同比增长 0.5%。2 季度实现营业收入 19 亿元，同比下降 7%；归属净利润 2.5 亿元，同比增长 12%，扣非净利润约 2.3 亿元，同比增长 8%。

### 事件评论

- **大零售渠道收入逆势增长，2 季度表现环比改善。**公司上半年收入同比下降 5%，其中瓷砖大零售渠道收入同比增长 5.9%，高值产品收入同比增长 19.5%，新建店面 133 家，重装升级 168 家。同时工程业务采取稳健发展策略，使得营业收入同比略有下滑，房地产战略工程向优质高端项目进行结构化转型，工程毛利率获得提升；深耕企商、酒店和医养等工程专业细分市场，中标多家银行、企业总部及头部酒店管理集团。分产品看，上半年瓷砖收入约 24.8 亿元，同比下降 4%，实现洁具收入 3.7 亿元，同比下降 15%，瓷砖相较于洁具体现了更强的市场竞争力。分渠道看，上半年经销收入约 18.2 亿元，同比下降 5%，而直销收入约 10.7 亿元，同比下降 5%，经销渠道收入占比维持在 62% 左右。
- **盈利能力开始改善。**公司上半年毛利率约 30.3%，同比基本持平，分产品看，瓷砖毛利率约 31.5%，同比下降 0.5 个百分点，洁具毛利率约 22.4%，同比提升 0.8 个百分点，毛利率企稳意味着行业价格战竞争已至尾声，也体现了在行业底部公司相较同行具有一定品牌和供应链优势。随着公司零售渠道结构的优化，盈利能力逐步出现拐点，2 季度毛利率约 33.8%，同比提升 1.2 个百分点。上半年期间费率约 18.6%，同比下降 1 个百分点，其中 2 季度期间费率约 15.7%，同比下降 0.3 个百分点。最终上半年归属净利率约 7.5%，同比提升 0.6 个百分点，其中 2 季度归属净利率约 12.8%，同比提升 2.2 个百分点。
- **应收款继续下降，现金流表现优异。**公司过去四年（2022H-2025H）收现比分别为 1.16、1.26、1.21、1.21，2025H 保持较好水平。2025H 末应收账款及票据为 9.5 亿元，较 2024H 末的 10.9 亿元同比继续下降，主要源于公司零售占比较高，且渠道结构持续优化。2025H 年付现比约 1.14，同比下降 0.25，最终经营活动产生的现金流净额为 4.4 亿元，同比增加 2.1 亿元，净现比达 2.00，同比增加 0.92，体现公司运营质量及回款能力持续增强。
- **瓷砖行业供给退出明显，企业经营拐点依赖于行业需求企稳。**瓷砖由于终端差异化弱、供给端资产重，因此在此轮行业下行中，行业供给退出明显，2024 年建筑陶瓷产量约 59.1 亿平方米，同比下降 12%，较 2021 年累计下降 28%。行业规模以上企业数量从 2021 年的 1048 家下降至 2024 年的 993 家，退出企业数量约 55 家。同时环保政策对瓷砖行业供给也形成制约，《工业重点领域能效标杆水平》等文件明确要求 2025 年底淘汰低效产能，倒逼行业聚焦绿色生产与智能制造，碳交易政策落地进一步推动产业链绿色重构。市场化出清叠加环保政策约束，预计瓷砖行业未来的经营弹性将更多来自供给端变化。
- 预计公司 2025-2026 年归属净利润约 4.7、5.8 亿元，对应估值 16、13 倍。

### 风险提示

- 1、地产行业下行超预期；
- 2、原材料价格继续上涨。

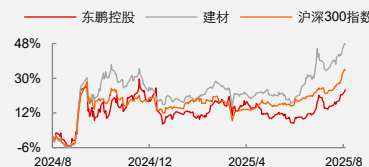
请阅读最后评级说明和重要声明

### 公司基础数据

当前股价(元)	6.45
总股本(万股)	115,698
流通A股/B股(万股)	114,488/0
每股净资产(元)	6.48
近12月最高/最低价(元)	7.39/5.05

注：股价为 2025 年 8 月 26 日收盘价

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

### 相关研究

- 《价格战延续中，等待行业企稳》2025-04-29
- 《收入压力扩大，盈利领先同行》2024-10-29
- 《需求走弱，周转放缓》2024-09-08



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 风险提示

- 1、地产行业下行超预期：建陶行业是一个与房地产息息相关的行业，国家不断强化对房地产市场的宏观调控，最终会传导到陶瓷企业，影响到建陶行业的发展，若房地产行业回暖不及预期，最终会影响到行业总需求与企业应收账款回收等。
- 2、原材料价格继续上涨：受国际市场及环保、物流影响，公司生产所需天然气、煤炭、陶土、色釉料、包装材料等存在价格上涨的可能，如未来市场天然气及主要原材料、电力价格出现大幅上涨，将会增加公司的生产成本。

**财务报表及预测指标**

<b>利润表 (百万元)</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>6469</b>	<b>6216</b>	<b>6478</b>	<b>6958</b>	货币资金	3215	3181	3325	3625
营业成本	4549	4304	4454	4782	交易性金融资产	92	92	92	92
<b>毛利</b>	<b>1921</b>	<b>1912</b>	<b>2023</b>	<b>2175</b>	应收账款	883	1022	1065	1144
%营业收入	30%	31%	31%	31%	存货	1685	1297	1342	1441
营业税金及附加	76	62	65	70	预付账款	57	56	58	62
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	336	675	700	746
销售费用	755	777	777	800	<b>流动资产合计</b>	<b>6268</b>	<b>6322</b>	<b>6581</b>	<b>7110</b>
%营业收入	12%	13%	12%	12%	长期股权投资	74	74	74	74
管理费用	426	404	421	417	投资性房地产	171	171	171	171
%营业收入	7%	7%	7%	6%	固定资产合计	3544	3681	3863	4087
研发费用	233	174	181	195	无形资产	865	865	865	865
%营业收入	4%	3%	3%	3%	商誉	4	4	4	4
财务费用	-35	-39	-54	-64	递延所得税资产	535	535	535	535
%营业收入	-1%	-1%	-1%	-1%	其他非流动资产	545	670	808	954
加: 资产减值损失	-72	-20	-22	-28	<b>资产总计</b>	<b>12006</b>	<b>12322</b>	<b>12901</b>	<b>13800</b>
信用减值损失	-77	-80	-60	-60	短期贷款	400	0	0	0
公允价值变动收益	-14	0	0	0	应付款项	1207	1179	1220	1310
投资收益	14	25	25	26	预收账款	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>372</b>	<b>508</b>	<b>627</b>	<b>752</b>	应付职工薪酬	143	151	156	167
%营业收入	6%	8%	10%	11%	应交税费	56	64	64	68
营业外收支	0	20	20	20	其他流动负债	2216	2649	2740	2938
<b>利润总额</b>	<b>372</b>	<b>528</b>	<b>647</b>	<b>772</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>4022</b>	<b>4043</b>	<b>4180</b>	<b>4484</b>
%营业收入	6%	8%	10%	11%	长期借款	95	95	95	95
所得税费用	46	61	74	89	应付债券	0	0	0	0
净利润	326	467	573	683	递延所得税负债	4	4	4	4
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>328</b>	<b>469</b>	<b>575</b>	<b>686</b>	其他非流动负债	236	236	236	236
少数股东损益	-2	-2	-2	-3	<b>负债合计</b>	<b>4357</b>	<b>4378</b>	<b>4515</b>	<b>4819</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.28</b>	<b>0.41</b>	<b>0.50</b>	<b>0.59</b>	归属于母公司所有者权益	7649	7946	8390	8988
					少数股东权益	0	-2	-4	-7
					<b>股东权益</b>	<b>7649</b>	<b>7944</b>	<b>8386</b>	<b>8981</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>12006</b>	<b>12322</b>	<b>12901</b>	<b>13800</b>
<b>现金流量表 (百万元)</b>									
	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>基本指标</b>				
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>859</b>	<b>969</b>	<b>741</b>	<b>904</b>		2024A	2025E	2026E	2027E
取得投资收益收回现金	16	25	25	26	每股收益	0.28	0.41	0.50	0.59
长期股权投资	4	0	0	0	每股经营现金流	0.74	0.84	0.64	0.78
资本性支出	265	-200	-200	-200	市盈率	23.28	15.90	12.97	10.88
其他	-1057	-105	-118	-126	市净率	1.00	0.94	0.89	0.83
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-772</b>	<b>-280</b>	<b>-293</b>	<b>-300</b>	EV/EBITDA	4.96	6.41	5.53	4.48
债券融资	0	0	0	0	总资产收益率	2.7%	3.8%	4.5%	5.0%
股权融资	0	0	0	0	净资产收益率	4.3%	5.9%	6.9%	7.6%
银行贷款增加(减少)	115	-400	0	0	净利率	5.1%	7.6%	8.9%	9.9%
筹资成本	-354	-323	-303	-303	资产负债率	36.3%	35.5%	35.0%	34.9%
其他	-147	0	0	0	总资产周转率	0.54	0.50	0.50	0.50
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-386</b>	<b>-723</b>	<b>-303</b>	<b>-303</b>					
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>-299</b>	<b>-34</b>	<b>144</b>	<b>301</b>					

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。