

东鹏控股 (003012.SZ)

渠道优化显效，盈利能力边际改善

公司 2025 年前三季度实现营业总收入 45.01 亿元，同比下降 3.90%；实现归母净利润 3.49 亿元，同比增长 13.09%；扣非后归母净利润 3.23 亿元，同比增长 9.02%；基本 EPS 为 0.3016 元/股，同比增长 16.00%；加权平均 ROE 为 4.64%，同比提升 0.63pct。

□收入延续承压，净利和现金流同比增长。2025 年前三季度实现营业总收入 45.01 亿元，同比下降 3.90%；实现归母净利润 3.49 亿元，同比增长 13.09%；扣非后归母净利润 3.23 亿元，同比增长 9.02%。分季度看，25Q3 单季度实现营业总收入 15.67 亿元，同比下降 1.41%；归母净利润 1.30 亿元，同比增长 32.91%。2025 年前三季度公司经营性现金流净额 6.51 亿元，同比增长 33.19%。公司业绩与现金流显著改善，主要受益于渠道优化（零售及整装渠道占比提升）、产品创新和精益管理带来的控本降费。

□Q3 毛利率净利率双升，费用率优化应收管控加强。公司 2025 前三季度销售毛利率/销售净利率为 31.10%/7.76%，分别同比-0.13pct/+1.20pct，其中 25Q3 单季度销售毛利率/销售净利率分别为 32.56%/8.34%，分别同比+0.06pct/+2.19pct。公司持续进行产品研发创新，中高端产品占比提升带动毛利率边际改善，叠加费用率下行，公司净利率显著修复。2025 年前三季度公司期间费用率为 19.08%，同比下降 1.09pct；其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.92pct/-0.62pct/+0.08pct/+0.36pct。公司注重应收款项把控，2025Q3 末应收款项余额（应收票据及应收账款）同比下降 8.46%至 9.08 亿元。

□精益运营降低成本，产品渠道夯实竞争优势。成本端，公司持续推进全价值链精益运营，瓷砖单位制造成本进一步降低，叠加精准费用管控，销售与管理费用率同比下降 1.54pct。产品端，公司持续产品创新，旗舰产品收入占比提升至 28.50%，成交单价环比增长，并在行业率先获得适老化认证及陶瓷砖新国标 5A 评级，确立高端品质标杆。渠道端，2025 年前三季度，公司累计新建门店 196 家、重装升级 224 家，终端服务能力持续强化；大零售渠道收入逆势增长 8.03%，销售面积同比增长 14.96%，并推动工程业务向优质高端项目结构性转型，积极开拓医疗康养等专业细分市场。

□瓷砖行业持续出清，头部企业市占率提升。行业层面，房地产链条尚未企稳，瓷砖行业持续出清，价格竞争态势延续，但龙头集中度不断提升。公司层面，面对建陶行业深度调整与存量竞争加剧，公司通过多维举措强化竞争优势。公司通过搭建基地仓、中心仓、共享仓组成的全国布局供应链，持续开拓渠道，持续强化竞争优势。考虑到行业需求仍显较弱，我们下调盈利预测，预计公司 2025-2026 年 EPS 分别为 0.34 元、0.40 元，对应 PE 分别为 20.4x、17.5x，维持“强烈推荐”投资评级。

□风险提示：原材料价格波动风险、行业竞争加剧致使产品价格下滑、应收账款减值风险。

强烈推荐（维持）

中游制造/建材

目标估值：NA

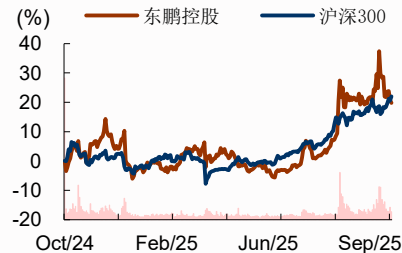
当前股价：7.06 元

基础数据

总股本（百万股）	1157
已上市流通股（百万股）	1145
总市值（十亿元）	8.2
流通市值（十亿元）	8.1
每股净资产（MRQ）	6.6
ROE（TTM）	4.8
资产负债率	33.7%
主要股东	宁波利坚创业投资合伙企业
主要股东持股比例	30.28%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	17	15
相对表现	-4	-9	-6



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《东鹏控股（003012）—行业需求走弱，瓷砖龙头业绩受扰》2024-10-29
- 2、《东鹏控股（003012）—降本增效显著，盈利能力提升》2024-04-30

郑晓刚 S1090517070008

✉ zhengxiaogang@cmschina.com.cn

袁定云 S1090523070010

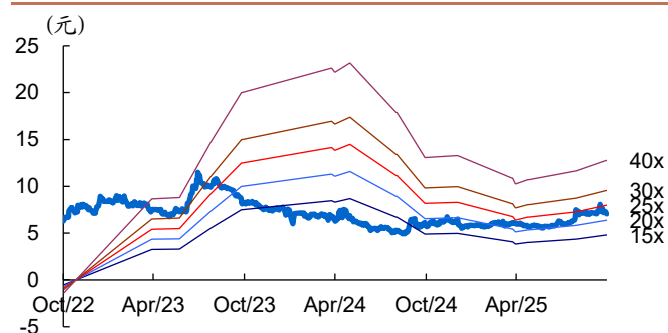
✉ yuandingyun@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	7773	6469	6281	6554	6775
同比增长	12%	-17%	-3%	4%	3%
营业利润(百万元)	817	372	446	519	570
同比增长	370%	-55%	20%	16%	10%
归母净利润(百万元)	720	328	395	460	504
同比增长	257%	-54%	20%	16%	10%
每股收益(元)	0.62	0.28	0.34	0.40	0.44
PE	11.2	24.6	20.4	17.5	16.0
PB	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0

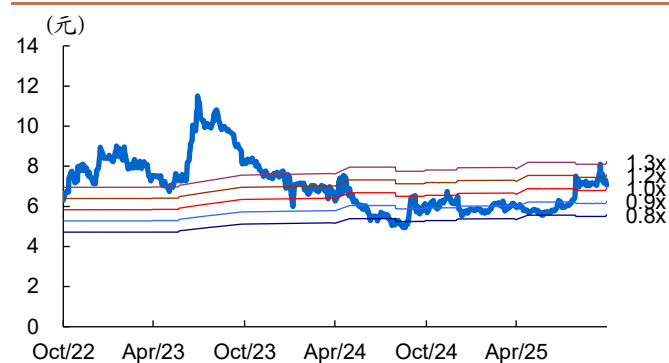
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：东鹏控股历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：东鹏控股历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	6751	6268	6893	7198	7638
现金	3580	3215	3973	4165	4508
交易性投资	0	92	92	92	92
应收票据	87	30	30	31	32
应收款项	1043	883	839	875	905
其它应收款	242	227	221	230	238
存货	1675	1685	1608	1669	1723
其他	124	136	131	136	141
非流动资产	5808	5738	5423	5147	4905
长期股权投资	77	74	74	74	74
固定资产	3785	3544	3320	3125	2956
无形资产商誉	893	869	782	704	634
其他	1053	1251	1247	1244	1242
资产总计	12559	12006	12316	12345	12543
流动负债	4507	4022	4228	4149	4252
短期借款	380	400	751	565	572
应付账款	3019	2698	2587	2684	2772
预收账款	277	234	225	233	241
其他	831	690	666	667	667
长期负债	261	336	336	336	336
长期借款	0	95	95	95	95
其他	261	241	241	241	241
负债合计	4768	4357	4564	4484	4588
股本	1173	1157	1157	1157	1157
资本公积金	2203	2102	2102	2102	2102
留存收益	4408	4390	4496	4608	4707
少数股东权益	7	(0)	(3)	(6)	(10)
归属于母公司所有者权益	7784	7649	7755	7867	7966
负债及权益合计	12559	12006	12316	12345	12543

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1766	859	901	910	925
净利润	720	326	392	456	500
折旧摊销	579	537	559	520	486
财务费用	13	11	12	13	5
投资收益	(14)	(14)	(74)	(71)	(65)
营运资金变动	466	32	14	(8)	(2)
其它	3	(31)	(2)	0	0
投资活动现金流	51	(772)	(169)	(172)	(179)
资本支出	(203)	(451)	(243)	(243)	(243)
其他投资	255	(321)	74	71	65
筹资活动现金流	(801)	(386)	26	(546)	(404)
借款变动	(699)	68	328	(185)	7
普通股增加	0	(16)	0	0	0
资本公积增加	(7)	(101)	0	0	0
股利分配	(117)	(352)	(289)	(348)	(405)
其他	22	15	(12)	(13)	(5)
现金净增加额	1017	(299)	758	192	343

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7773	6469	6281	6554	6775
营业成本	5284	4549	4362	4525	4674
营业税金及附加	87	76	74	77	80
营业费用	890	755	702	713	716
管理费用	426	426	413	411	425
研发费用	230	233	226	236	244
财务费用	(77)	(35)	12	13	5
资产减值损失	(217)	(143)	(120)	(131)	(126)
公允价值变动收益	(3)	(14)	(14)	(14)	(14)
其他收益	80	48	61	63	58
投资收益	26	14	26	22	21
营业利润	817	372	446	519	570
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	446	520	571
所得税	100	46	54	64	71
少数股东损益	(1)	(2)	(3)	(3)	(4)
归属于母公司净利润	720	328	395	460	504

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	12%	-17%	-3%	4%	3%
营业利润	370%	-55%	20%	16%	10%
归母净利润	257%	-54%	20%	16%	10%
获利能力					
毛利率	32.0%	29.7%	30.6%	31.0%	31.0%
净利率	9.3%	5.1%	6.3%	7.0%	7.4%
ROE	9.6%	4.3%	5.1%	5.9%	6.4%
ROIC	7.8%	3.6%	4.8%	5.4%	5.9%
偿债能力					
资产负债率	38.0%	36.3%	37.1%	36.3%	36.6%
净负债比率	3.3%	4.3%	6.9%	5.4%	5.3%
流动比率	1.5	1.6	1.6	1.7	1.8
速动比率	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	3.0	2.7	2.6	2.8	2.8
应收账款周转率	6.5	6.3	7.0	7.4	7.4
应付账款周转率	1.7	1.6	1.7	1.7	1.7
每股资料(元)					
EPS	0.62	0.28	0.34	0.40	0.44
每股经营净现金	1.53	0.74	0.78	0.79	0.80
每股净资产	6.73	6.61	6.70	6.80	6.89
每股股利	0.30	0.25	0.30	0.35	0.38
估值比率					
PE	11.2	24.6	20.4	17.5	16.0
PB	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	8.6	13.1	10.6	10.2	10.1

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。