

## 公司研究 | 点评报告 | 东鹏控股 (003012.SZ)

# 渠道结构优化，等待收入拐点

### 报告要点

东鹏控股 2025 年实现营业收入 61 亿元，同比下降 6%；归属净利润 3.5 亿元，同比增长 7%，扣非净利润约 3.2 亿元，同比增长 5%。1 季度实现营业收入 8 亿元，同比下降 19%；归属净利润-0.5 亿元，同比下降 64%，扣非净利润约-0.6 亿元，同比下降 89%。

### 分析师及联系人



范超

SAC: S0490513080001

SFC: BQK473



张佩

SAC: S0490518080002

## 渠道结构优化，等待收入拐点

### 事件描述

公司 2025 年实现营业收入 61 亿元，同比下降 6%；归属净利润 3.5 亿元，同比增长 7%，扣非净利润约 3.2 亿元，同比增长 5%。1 季度实现营业收入 8 亿元，同比下降 19%；归属净利润-0.5 亿元，同比下降 64%，扣非净利润约-0.6 亿元，同比下降 89%。

### 事件评论

- **收入尚未企稳，瓷砖表现好于卫生洁具。**公司 2025 年收入同比下降 6%，2026Q1 收入同比下降 19%，收入尚未实现企稳，一是去年同期有家装以旧换新政策对需求的拉动，二是行业需求仍然弱势，统计局 2025 年竣工面积同比下降 18%，2026Q1 竣工面积同样弱势。公司优势产品瓷砖经营表现好于卫生洁具，2025 年瓷砖收入约 51 亿元，同比下降 5%；卫生洁具收入 7.9 亿元，同比下降 13%。需求承压背景下瓷砖和洁具行业均延续价格战，2025 年瓷砖销量约 14984 万方，同比持平，但均价同比下降 5%，2021 年以来公司瓷砖均价累计下降 21%；公司卫生洁具销量约 631 万件，同比下降 10%。
- **公司大零售渠道逆势增长。**分渠道看，2025 年公司经销收入约 37 亿元，同比下降 7%；直销收入约 23 亿元，同比下降 5%。其中瓷砖大零售渠道收入同比增长 4%，核心渠道增长动能进一步增强，主要源于公司持续优化渠道结构与产品结构持续优化，一是 2025 年新建及重装升级门店超 500 家，终端品牌形象、营销能力与服务水平进一步提升，瓷砖旗舰产品收入占比提升至 28.3%；二是线上渠道保持行业领先，再次登顶天猫、京东瓷砖品类大促季销冠；三是整装渠道加快开拓头部装企，市场占有率不断提升。
- **盈利能力保持稳定，但收入下降导致费用摊薄减弱。**公司致力于盈利修复和降本增效，2025 年全年毛利率约 30.0%，同比提升 0.3 个百分点，主要源于单位成本下降抵消产品跌价的不利影响。随着公司员工数量从 2021 年的 10679 人下降至 2025 年的 6291 人，2025 年期间费率约 20.4%，同比下降 0.9 个百分点，此外资产运营质量持续优化，资产负债率 34%，维持较优水平。1 季度毛利率约 23.1%，同比下降 0.4 个百分点，但收入下降明显导致期间费率同比提升 4.7 个百分点，最终归属净利率同比下降 3.1 个百分点。
- **瓷砖行业供给出清显著。**瓷砖资产较重、市场分散的行业特征，使得下行期小企业的产能利用率较低，从而盈利能力面临较大考验。2025 年全国建筑陶瓷产量约 48.6 亿平方米，较 2021 年累计下降 41%，测算马可波罗、东鹏控股、蒙娜丽莎、帝欧家居销量市占率分别约 3.6%、3.1%、2.4%、1.2%。保持定力、优化经营的龙头企业才能长期胜出，在行业下行期，东鹏控股的收入表现好于竞争对手，2025 年马可波罗、东鹏瓷砖产品、蒙娜丽莎、帝欧家居瓷砖收入较 2021 年累计下降 31%、23%、44%、65%。预计公司 2026-2027 年归属净利润为 3.9、5.4 亿元，对应估值为 17、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。

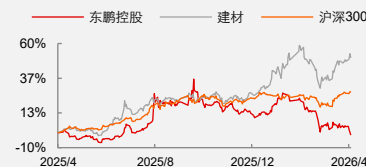
请阅读最后评级说明和重要声明

### 公司基础数据

当前股价(元)	5.88
总股本(万股)	115,698
流通A股/B股(万股)	113,451/0
每股净资产(元)	6.54
近12月最高/最低价(元)	8.10/5.50

注：股价为 2026 年 4 月 30 日收盘价

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

### 相关研究

- 《内生效率提升，初现经营拐点》2025-11-03
- 《需求弱势，但盈利能力迎来改善》2025-08-27
- 《价格战延续中，等待行业企稳》2025-04-29



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>				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	<b>6062</b>	<b>6148</b>	<b>6461</b>	<b>7131</b>	货币资金	2958	3430	3790	4388
营业成本	4244	4286	4445	4870	交易性金融资产	152	152	152	152
<b>毛利</b>	<b>1818</b>	<b>1862</b>	<b>2016</b>	<b>2262</b>	应收账款	796	1011	1062	1172
%营业收入	30%	30%	31%	32%	存货	1628	1292	1340	1468
营业税金及附加	79	61	65	71	预付账款	60	56	58	63
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	314	646	676	740
销售费用	683	787	775	820	<b>流动资产合计</b>	<b>5908</b>	<b>6587</b>	<b>7078</b>	<b>7984</b>
%营业收入	11%	13%	12%	12%	长期股权投资	63	63	63	63
管理费用	353	430	439	468	投资性房地产	164	164	164	164
%营业收入	6%	7%	7%	7%	固定资产合计	3421	3395	3337	3248
研发费用	217	172	181	200	无形资产	847	847	847	847
%营业收入	4%	3%	3%	3%	商誉	4	4	4	4
财务费用	-14	-40	-59	-73	递延所得税资产	568	568	568	568
%营业收入	0%	-1%	-1%	-1%	其他非流动资产	558	501	414	304
加: 资产减值损失	-95	-44	-54	-57	<b>资产总计</b>	<b>11534</b>	<b>12130</b>	<b>12476</b>	<b>13183</b>
信用减值损失	-66	-60	-50	-50	短期贷款	336	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0	应付款项	974	1174	1218	1334
投资收益	18	25	25	27	预收账款	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>401</b>	<b>421</b>	<b>586</b>	<b>753</b>	应付职工薪酬	133	150	156	170
%营业收入	7%	7%	9%	11%	应交税费	62	60	63	70
营业外收支	5	20	20	20	其他流动负债	2010	2648	2744	3001
<b>利润总额</b>	<b>406</b>	<b>441</b>	<b>606</b>	<b>773</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>3515</b>	<b>4033</b>	<b>4181</b>	<b>4576</b>
%营业收入	7%	7%	9%	11%	长期借款	165	165	165	165
所得税费用	55	51	70	89	应付债券	0	0	0	0
净利润	352	391	537	684	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>352</b>	<b>392</b>	<b>539</b>	<b>687</b>	其他非流动负债	235	235	235	235
少数股东损益	0	-2	-2	-3	<b>负债合计</b>	<b>3919</b>	<b>4437</b>	<b>4585</b>	<b>4980</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.30</b>	<b>0.34</b>	<b>0.47</b>	<b>0.59</b>	归属于母公司所有者权益	7613	7693	7893	8208
					少数股东权益	1	0	-2	-5
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>股东权益</b>	<b>7614</b>	<b>7693</b>	<b>7891</b>	<b>8203</b>
	2025A	2026E	2027E	2028E	<b>负债及股东权益</b>	<b>11534</b>	<b>12130</b>	<b>12476</b>	<b>13183</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>874</b>	<b>1229</b>	<b>734</b>	<b>947</b>					
取得投资收益收回现金	26	25	25	27	<b>基本指标</b>				
长期股权投资	11	0	0	0		2025A	2026E	2027E	2028E
资本性支出	141	-200	-200	-200	每股收益	0.30	0.34	0.47	0.59
其他	-495	77	107	130	每股经营现金流	0.76	1.06	0.63	0.82
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-317</b>	<b>-99</b>	<b>-68</b>	<b>-43</b>	市盈率	21.53	17.35	12.63	9.91
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.00	0.88	0.86	0.83
股权融资	2	0	0	0	EV/EBITDA	4.75	5.94	4.33	2.96
银行贷款增加(减少)	6	-336	0	0	总资产收益率	3.1%	3.2%	4.3%	5.2%
筹资成本	-289	-323	-306	-306	净资产收益率	4.6%	5.1%	6.8%	8.4%
其他	-126	0	0	0	净利率	5.8%	6.4%	8.3%	9.6%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-408</b>	<b>-659</b>	<b>-306</b>	<b>-306</b>	资产负债率	34.0%	36.6%	36.8%	37.8%
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>149</b>	<b>472</b>	<b>360</b>	<b>598</b>	总资产周转率	0.53	0.51	0.52	0.54

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。