

东鹏控股（003012.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

2026年10月12日

基本信息		估值结果		四维评级	
所属行业	能源及材料	价值	86.26亿	成长空间	☆☆☆☆☆
当前股价	4.72	DDM估值 上行空间	58%	盈利趋势	★★★★☆
总市值	54.61亿	状态	低估	产业格局	★★★★☆
PE-TTM	33.79	价值	86.10亿	护城河	★★★★☆
PB-MRQ	0.74	动态估值 上行空间	58%		
		状态	低估		

核心评级结论

东鹏控股始创于1972年，是国内规模最大的瓷砖与卫浴产品专业制造及品牌企业之一，致力于为用户提供“产品+服务”的一站式整体家居解决方案。

综合来看，东鹏控股成长空间相对有限，主因建筑陶瓷行业步入成熟期且受地产拖累，但存量房翻新、渠道下沉及产品高端化或持续提供增量支撑；作为建陶龙头，依托采购规模、控产降本以及产品结构升级支撑盈利韧性，盈利有望温和修复，但行业供给过剩制约盈利大幅上行；行业落后产能持续出清，集中度存在提升潜力，不过同质化竞争显著，格局优化进程偏慢，产业格局相对较好；公司护城河宽度较好，依靠生产规模优势与全国广泛渠道构筑核心壁垒，优势具备持续性。

根据壹评级的动态估值和DDM估值模型，基于公司未来市占率提升，盈利逐步修复的假设，当前东鹏控股的估值处于低估位置。

我们区别于市场的观点

当前行业景气度较低，市场或过度担忧行业性承压而未充分考虑龙头企业穿越周期的经营优势，而我们认为东鹏控股在行业寒冬期仍维持了较好的业绩韧性，当前市值无法反映其价值，公司或被低估。

风险提示

若下游需求疲软且行业复苏节奏不及预期，将对公司业务增长形成压制；天然气、煤炭、陶土等核心燃料及原材料价格若大幅上涨，成本传导机制若受阻将挤压盈利空间；业务板块面临行业产能过剩带来的价格战压力，上述风险若显现，将对公司业绩构成一定影响。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 研发强度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2026年收入占比	4
图2：预测2026年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

东鹏控股始创于1972年，是国内规模最大的瓷砖与卫浴产品专业制造及品牌企业之一。公司以瓷砖和岩板为基石，构建了“1+N”多品类产业格局与品牌矩阵，依托完善渠道与供应链优势，致力于为用户提供“产品+服务”的一站式整体家居解决方案。

2. 业务介绍

对于东鹏控股公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

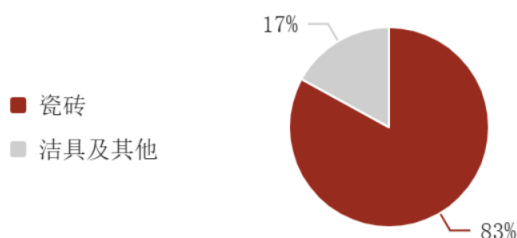
瓷砖：

瓷砖业务是公司的核心主业，产品体系主要包括有釉砖（抛釉砖、仿古砖、瓷片）和无釉砖（抛光砖）等建筑陶瓷产品，该业务主要通过经销与直销相结合的模式实现销售，销售渠道主要有门店零售（大零售渠道）、整装渠道以及工程渠道，我们对该业务的竞争市场界定为中国境内。

洁具及其他：

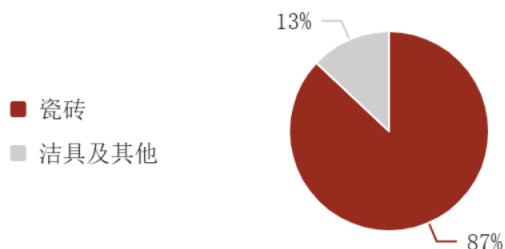
洁具（卫浴）业务是东鹏区别于单一陶瓷企业的特色业务。公司依托该业务深化“1+N”战略（以瓷砖/岩板为核心，协同整装卫浴、生态新材等），旨在从单一产品销售向一站式空间解决方案转型。我们对该业务的竞争市场界定为中国境内。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

东鹏控股以瓷砖、岩板为核心打造“1+N”建材产品矩阵，配套卫浴、辅材等品类提供全屋硬装方案。生产以自有智能化产线为主、外协代工为补充。销售采用扁平化经销为主、核心城市直营为辅，同步布局零售、整装、工程、线上全渠道，终端门店数量行业领先。依托全国共享仓体系优化供应链，配套成品交付服务提升客单值，以规模生产与全渠道运营实现稳健扩张。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

东鹏控股的资产强度较高。2025年，公司固定资产和在建工程占总资产比例约29.79%，单位收入所需要的固定资产约为0.57。公司全国布局八大生产基地，多条智能化瓷砖与卫浴生产线，持续投入产线升级、绿色工厂建设。公司生产端设备、厂房等长期资产投入规模大，制造产能与硬件配套投入充足。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

东鹏控股研发强度较低。2025年公司研发费用率3.58%，研发费用占营业总成本3.9%。瓷砖品类技术迭代节奏平缓，核心聚焦釉面、防滑等成熟工艺改良，无需持续高额投入前沿新材料研发。行业整体研发投入水平有限，公司依托规模化生产消化现有专利与成熟配方，新品迭代以外观纹理微调为主。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

东鹏控股的客户集中度低。2025年公司前五大客户销售额占比为6.25%。公司采用经销、零售、整装、工程多元渠道布局，经销收入占总收入六成以上，经销商数量庞大且单家规模有限；工程端分散对接地产、医疗、教育、酒店等众多细分市场，不依赖少数大型房企或渠道商，客户群体高度分散，单一客户流失对整体营收冲击极小，客户结构分散化特征突出。

4. 历史经营绩效

过去五年，东鹏控股盈利能力与成长能力受地产下行与行业价格战拖累有所下滑；业务控制力在应收账款压降与充裕现金流支撑下保持强劲；股东回报分红比例高，但业绩走弱拖累整体回报评级维持中等水平。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

近五年，公司历史盈利能力长期处在中低区间，核心受行业竞争环境制约。陶瓷赛道产能过剩引发持续价格竞争；同时自有重资产产线带来高额折旧，能源等刚性成本波动影响利润表现。虽通过产品结构升级小幅提效，但成本端压力难以完全转嫁，毛利率、净利率表现整体偏弱。

4.2 历史成长能力

☆☆☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



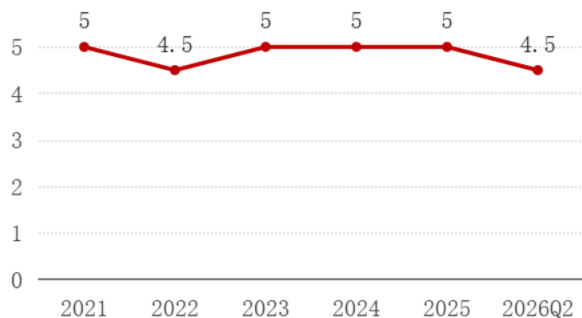
数据来源：公司财报，壹评级

近几年，公司历史成长能力有所下滑，主因地产交付疲软、家居消费复苏乏力，行业价格战压缩出货均价，渠道库存高企主动控产去库存，新品增量难以对冲主业下滑，公司营收、利润增速表现同步走弱，叠加原材料成本波动侵蚀盈利，公司整体成长势头持续回落。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



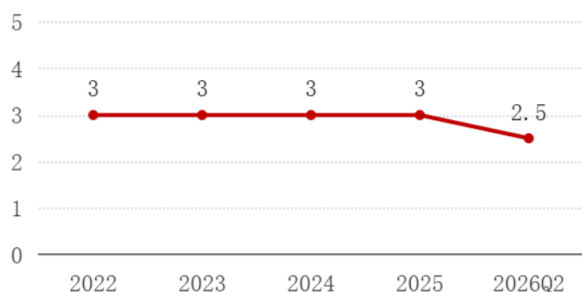
数据来源：公司财报，壹评级

近五年，公司业务控制力保持高位，现金流与上下游占款指标表现稳健。零售渠道现款现货占比高，经营性现金流较为充裕；对下游经销商应收款项规模可控，对上游原材料供应商具备规模采购议价能力，依靠渠道模式优势有效占用上下游资金，对冲了部分重资产运营压力。

4.4 股东回报评级

★★★☆☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

近几年，公司股东回报稳定维持水平。在行业需求承压背景下，管理层已实质性收缩国内重大产线资本开支，战略重心转向充裕现金流的精细化管理。公司分红率近几年处于行业较高水平，但受业绩承压影响，整体股东回报处于中等水平。

5. 四维评级

当前时点来看，东鹏控股成长空间偏弱，盈利趋势和产业格局相对良好，具备规模经济和渠道护城河，且持续性相对较好，总体来看公司基本面相对较优。

5.1 成长空间

★★★★☆

东鹏控股的主营业务为瓷砖产品，所属建筑陶瓷行业处于成熟阶段，成长空间有限。

瓷砖(1.5星):

公司瓷砖业务规模位于行业前列，但整体市场分散，市占率仍有一定提升空间；从行业来看，建筑陶瓷行业较为成熟，业内中性预测未来市场容量将稳定在40亿平米左右，存量翻新需求将占据主导，公司后续成长点或在于产品高端化占比提升以及渠道拓展带来的市场份额提升。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

东鹏控股盈利趋势相对较好，公司作为建筑陶瓷龙头企业之一，在行业下行期具备一定盈利韧性。

瓷砖(3.5星):

瓷砖行业重资产属性带来产能出清缓慢，供给持续过剩，价格协同难度大，终端长期价格竞争压制毛利；但公司具备规模优势，原材料采购成本优于中小厂商。长期资本开支逐步收缩，折旧压力边际缓解，存量翻新需求稳步抬升改善下游需求预期。产品结构向高端岩板、特色瓷砖升级，市占率稳步小幅提升。龙头盈利韧性强于中小企业，但行业供需格局短期难实质性反转，盈利仅温和修复。

5.3 产业格局

★★★★☆

东鹏控股的产业格局相对较好，当前行业集中度低，较为分散，长期来看，行业集中度有望提升。

瓷砖(3.5星):

瓷砖行业重资产属性叠加政策强约束，落后产能正被加速清退。中小厂商持续出清，利于龙头市占率缓慢提升，但产品差异化弱，专利、产品转换成本壁垒偏弱，同质化竞争难以根除。下游客户极度分散，消费者价格敏感度较高，削弱向下游议价能力。瓷砖替代品类（木地板、石材）存在小幅分流风险，行业难以形成价格同盟，龙头优势或稳步积累，但格局优化节奏缓慢。

5.4 护城河

★★★★☆

东鹏控股护城河宽度较好，持续性较强，优势主要体现在规模优势和渠道。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
瓷砖	(3星) 公司瓷砖业务护城河宽度星级位于中等水平。经壹评级调整后，2025年该业务ROIC为7%，公司市占率约为3%，业务控制力为4星。依托规模和渠道优势，公司为在行业下行期保持了相对的盈利韧性，市占率逆势提升。	(4星) 该业务具备规模优势及渠道护城河。1) 公司具备大型智能化生产基地，产能体量行业前列，原燃材料采购成本低于中小企业，随着外协比例下降，制造端摊薄固定成本，其规模优势有望进一步释放；2) 公司具备渠道优势，扁平化经销网络覆盖全国，终端门店基数庞大，零售、整装、工程多渠道协同发力，其渠道深度广度领先中小企业。其余市场竞争者短期内建立同等量级优势的难度较大，护城河被颠覆的风险相对较低。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

根据壹评级的动态估值和DDM估值模型，基于公司未来市占率提升，盈利逐步修复的假设，当前东鹏控股的估值处于低估位置。

6.1 核心假设及逻辑

公司的主要业务包括：瓷砖、洁具及其他业务，我们分业务进行盈利预测并估值，主要聚焦瓷砖和洁具业务，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

瓷砖：

收入假设：我们参考行业规模以及公司市占率变化测算公司瓷砖业务的营业收入规模，预计短期内新房装修需求仍承压，但大幅下滑空间有限，存量翻新需求成为结构性增量，在公司市占率缓慢提升情况下，保守估计未来五年该业务的CAGR落在0%-5%之间。

盈利能力假设：当前行业产能过剩、价格竞争压制盈利水平，随着产品结构优化和成本控制成效显现，叠加低效产能逐步出清，中长期该业务毛利率回归至中枢水平，后续假设稳定在33%水平。

洁具：

收入假设：我们参考行业规模以及公司市占率变化测算公司洁具业务的营业收入规模，依托瓷砖主业渠道协同带动洁具品类渗透，新品持续丰富，但市场竞争激烈、行业整体增速有限，在公司市占率缓慢提升情况下，保守估计未来五年该业务的CAGR落在0%-5%之间。

盈利能力假设：洁具业务仍处于渠道拓展投入阶段，规模效应持续释放对冲费用压力，假设中长期该业务毛利率稳定在23%-24%水平。

资产减值：我们假设对公司资产与应收账款减值进行计提，计提金额随后续减值压力逐步缓解而下降。

表2：公司整体业绩预测

东鹏控股	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	77.7	64.7	60.6	55.4	55.2	55.7	58.3	62.6
归母净利润(亿)	7.2	3.3	3.5	0.9	1.7	2.5	3.2	3.7
归母净利润增速(%)	255.6	-54.4	7.3	-75.4	95.6	45.8	27.5	17.2
经营性净利润(亿)	6.4	3.0	3.2	0.7	1.5	2.3	2.9	3.5
经营性净利润增速(%)	343.0	-53.8	9.1	-79.6	125.7	52.2	30.1	18.4
经营性归母净利润(亿)	6.4	3.0	3.2	0.7	1.5	2.3	2.9	3.5
经营性归母净利润增速(%)	337.0	-53.5	8.4	-79.6	125.7	52.2	30.1	18.4

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

瓷砖	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	65.8	53.9	51.1	46.2	45.9	46.2	48.7	52.6
收入增速(%)	14.1	-18.1	-5.1	-9.6	-0.7	0.7	5.2	8.1
经营性净利润(亿)	5.8	2.6	2.9	0.6	1.3	1.9	2.5	3.0
经营性净利率(%)	8.9	4.9	5.7	1.2	2.7	4.1	5.1	5.8
经营性净利润增速(%)	330.9	-55.0	10.4	-80.3	119.2	51.6	31.0	22.1
洁具及其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	11.9	10.8	9.5	9.2	9.3	9.4	9.7	10.0
收入增速(%)	2.3	-9.2	-12.2	-3.3	0.8	1.7	2.5	3.3
经营性净利润(亿)	0.6	0.3	0.3	0.1	0.2	0.4	0.5	0.4
经营性净利率(%)	4.8	3.0	3.4	0.9	2.5	3.8	4.7	4.5
经营性净利润增速(%)	525.2	-42.2	-1.3	-73.2	168.9	55.4	25.4	-2.2

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
瓷砖	6.0%	中等	较好	较强	8.0%	16.25	3.4
洁具及其他	4.3%	中等-	一般	一般	8.0%	12.15	0.5
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
瓷砖(亿)	13.3	37.4	50.7	24.3	-	-	75.0
洁具及其他(亿)	2.8	3.8	6.5	4.5	-	-	11.1
公司整体测算(亿)	16.1	41.2	57.3	28.8	-	-	86.1

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
瓷砖(亿)	24.4	26.2	50.6	24.3	-	-	74.9
洁具及其他(亿)	4.1	2.7	6.8	4.5	-	-	11.4
公司整体测算(亿)	28.5	28.9	57.4	28.8	-	-	86.3

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

东鹏控股估值确定性一般。建陶行业与地产高度绑定，行业大而散，产能出清慢且价格战激烈，竞争加剧易压制盈利；公司维度，其信披颗粒度及一致性有进一步提升空间，主业历史业绩随地产波动较大，而整装、海外业务等新曲线仍处于验证期，对未来营收、市占率及毛利率的影响尚存不确定性。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。