



2018.09.17

打破分散魔咒，工程渠道助力大公司诞生

——建筑陶瓷行业专题报告

	穆方舟（分析师）	吴晓飞（分析师）	林昕宇（分析师）
	0755-23976527	0755-23976003	0755-23976212
	mufangzhou@gtjas.com	wuxiaofei@gtjas.com	linxinyu@gtjas.com
证书编号	S0880512040003	S0880517080003	S0880518080003

摘要：

建陶行业规模 5000 亿，家装工装需求各半，出口占比逐渐降低，供给端边际收缩带来巨大行业集中度提升空间。我国建筑陶瓷规模达到 5000 亿水平，从结构上来看，国内需求中家庭装修和公共建筑装修各占据一半份额，而国外出口占比受到反倾销影响则逐年降低。过去 7 年中建筑陶瓷企业数量不断减少，环保督查加速行业过剩产能出清。目前我国建筑陶瓷企业出现群雄混战局面，而 CR7 仅为 7.84%，因此行业集中度提升空间巨大。另一方面，供给端边际收缩也加速了集中度提升进程。

看现状企业品牌和渠道战略出现分化；观历史建陶龙头不断交替；评海外并购出海渐成趋势。目前建陶企业从品牌和渠道两个方面各自分为不同阵营。品牌方面，以新中源集团为首的多品牌运营策略适用于中低端产品；而以诺贝尔等为主的单一品牌运营则适用于高端产品；渠道方面，东鹏瓷砖以经销渠道为主，欧神诺则致力于自营工程建设。从历史上看，建陶行业的龙头不断交替迭代，尚未出现持续增长的大型企业。而借鉴海外经验，国外陶瓷巨头多以并购和拓展海外业务实现业绩的增长。

工程渠道有望让建陶企业摆脱“大公司”瓶颈，规模效应助力大型公司诞生。建陶历史上之所以未能出现持续存在的大公司，原因有多个方面，包括外部环境导致需求萎靡，所有制结构和管理层变动频繁，行业价格战反复产品迭代周期加速，以及多品牌定位不清、经销渠道受限等。工程渠道由于大规模专业化生产，可以缓解零售渠道对企业研发效率的要求，也成为单品牌战略下新的拓展渠道。同时，建陶行业适用规模效应，而工程渠道的专业化生产能够进一步降低转产成本，助力大型企业的诞生。

先发优势和资金壁垒成为企业开拓工程渠道的关键。工程渠道区别于经销渠道的方面在于：1）工程渠道下厂商需自行承担运输费用；2）房地产商具有更大话语权，因此需要稳定优质的服务；3）房地产企业的占款周期长。针对上述特征，率先进入工程渠道的建陶企业往往能够先与地产商建立关系并提供针对性的服务，具有先发优势；同时资金量充足的企业可以平抑房企占款周期过长的资金流动风险。欧神诺作为工程渠道占比最高的上市建陶企业，还采取自营工程模式与房地产商进行直接对接，提供的服务更为优质，因此具有较强的竞争壁垒。

相关报告

林纸产品：《家具龙头渐近中长期布局时点，造纸包装是突破方向》	2018.09.10
林纸产品：《家具板块增长放缓，造纸包装边际改善》	2018.09.02
林纸产品：《家具表现增长压力有望适度缓和》	2018.08.30
林纸产品：《从交易层面理解近期优质个股的下跌》	2018.08.20
林纸产品：《家具板块将从 beta 行情向 alpha 行情转变》	2018.08.13

目录

1. 核心观点.....	5
2. 瓷砖行业五千亿规模，大行业小公司格局凸显.....	5
2.1. 收入规模增速回暖，家装工装需求各半.....	5
2.1.1. 从规模看：国内瓷砖产量 101 亿平方米，规模 5000 亿.....	5
2.1.2. 从结构看：瓷砖家装工装需求基本各半，出口不断下滑... ..	6
2.2. 供给端逐渐收缩，行业集中度提升空间巨大.....	8
2.2.1. 建陶工厂数不断减少，环保风暴下产能过剩有所缓解.....	8
2.2.2. 行业集中度较低，呈现多头竞争格局.....	9
2.3. 品牌和渠道现分化，陶企各自建立竞争优势.....	18
2.3.1. 多品牌和单品牌构筑建陶行业两大阵营.....	18
2.3.2. 经销渠道和工程渠道成为建陶厂商各自发力点.....	19
2.4. 观历史建陶龙头不断交替，看海外并购出海成为趋势.....	21
2.4.1. 历史上瓷砖行业龙头交替出现.....	21
2.4.2. 海外陶瓷巨头凭并购扩大版图.....	23
3. 工程渠道受益规模效应，未来有望诞生大型公司.....	26
3.1. 受制于市场和运营，历史建陶行业未出现大公司.....	26
3.1.1. 外部环境：宏观环境恶化影响瓷砖下游需求.....	26
3.1.2. 公司治理：所有制结构和管理层变动影响企业经营效率.....	26
3.1.3. 生产运营：生产基地选择应考虑成本因素.....	27
3.1.4. 研发效率：瓷砖产品迭代周期缩短，研发效率成为关键.....	27
3.1.5. 品牌战略：高端产品更适用于单品牌或差异化品牌战略.....	28
3.1.6. 渠道限制：经销渠道下门店数量开拓空间有限.....	29
3.2. 规模效应是大型公司的竞争优势和增长基础.....	29
3.2.1. 瓷砖生产工艺流程较长，自动化程度高.....	29
3.2.2. 陶瓷生产存在规模效应，停产复工成本高企.....	30
3.3. 工程渠道有望出现大公司，先发和资金优势构筑企业壁垒.....	31
3.3.1. 工程渠道既优化企业运营，又受益于规模效应.....	31
3.3.2. 工程渠道盈利能力较强，原因在于内含运输费用.....	32
3.3.3. 先发优势和资金量优势成为工程渠道的进入壁垒.....	33

图表目录

图 1: 中国瓷砖产量增速下滑，2016 年略有回暖.....	6
图 2: 规模以上建筑陶瓷主营收入增速下降.....	6
图 3: 住宅需求和工程需求各占 50%.....	6
图 4: 住宅需求和工程需求各占 50%，工程占比将逐步提升.....	7
图 5: 中国瓷砖出口量和出口金额自 2015 年起出现下滑.....	8
图 6: 2011-2017 年建陶工厂数不断减少.....	8
图 7: 全国建陶厂开工节奏走逐渐放缓.....	8
图 8: 陶瓷行业的过剩产量不断下降.....	9
图 9: 东鹏瓷砖已有近 50 年发展历史.....	10
图 10: 东鹏瓷砖产能利用率 90% 以上.....	10
图 11: 外协瓷砖产量翻倍提升.....	10

图 12: 东鹏的产品结构历年稳定.....	11
图 13: 有釉砖和无釉砖毛利率相对高.....	11
图 14: 东鹏瓷砖的销售渠道以经销为主.....	11
图 15: 欧神诺 2018 年被帝王洁具收购登陆主板市场.....	12
图 16: 欧神诺外协采购金额不断攀升, 急需扩产.....	12
图 17: 欧神诺抛光砖产品占比逐年递减.....	13
图 18: 抛釉砖是毛利率第二高的产品.....	13
图 19: 欧神诺的销售以自营工程渠道为主.....	13
图 20: 蒙娜丽莎的产能利用率在 90% 以上.....	14
图 21: 蒙娜丽莎 OEM 生产需求不断上升.....	14
图 22: 蒙娜丽莎瓷质有釉砖产品占比逐年提升.....	14
图 23: 陶瓷薄板在所有产品中毛利率最高.....	14
图 24: 蒙娜丽莎经销业务和工程业务占比各半.....	15
图 25: 唯美陶瓷自 1988 年成立.....	15
图 26: 唯美陶瓷旗下拥有两大品牌.....	15
图 27: 诺贝尔陶瓷拥有近 30 年发展历史.....	16
图 28: 诺贝尔研发出首款大板瓷抛砖.....	16
图 29: 新中源集团全国拥有 10 座生产基地.....	17
图 30: 新明珠集团旗下覆盖多个主营业务.....	17
图 31: 新明珠集团实行多品牌战略.....	18
图 32: 多品牌企业大都采用矩阵式产销模型.....	19
图 33: 差异化战略和低成本战略各有所长.....	19
图 34: 多品牌和单一品牌建筑陶瓷企业战略定位.....	19
图 35: 建陶行业销售渠道非常多元化.....	20
图 36: 二三四线城市精装房增速高达两位数.....	20
图 37: 佛陶集团 1995 年收入增速 CAGR 达到 24%.....	21
图 38: 亚细亚集团收入增速持续下滑.....	22
图 39: 斯米克 2011-2012 年净利润为负.....	22
图 40: 亚细亚集团的盈利能力不断下降.....	22
图 41: 斯米克销售净利率于 2011 年大幅下滑.....	22
图 42: 鹰牌陶瓷 2001 和 2007 年分别经历三年衰退期.....	23
图 43: 陶瓷巨头收入稳定增长, 营业利润持续为正.....	24
图 44: 国际前十大建陶企业产能利用率超过 75%.....	24
图 45: 莫和克工业集团通过并购覆盖地板和瓷砖等品类.....	25
图 46: 莫和克集团其他地区收入占比逐步增长.....	26
图 47: LAMOSA 集团其他地区收入占比稳步增长.....	26
图 48: 城镇基础设施建设在 1999-2002 年增速趋缓.....	26
图 49: 房地产销售面积 2008 年出现大幅下滑.....	26
图 50: 中国建筑陶瓷企业经历了所有制的变迁.....	27
图 51: 创始人退出后鹰牌陶瓷业绩一蹶不振.....	27
图 52: 2000 年以来建陶企业在广东省内迁移.....	27
图 53: 国内呈现“三东一西”格局.....	27
图 54: 抛光砖生产线占比逐年降低.....	28
图 55: 东鹏陶瓷经历了并购到主副品牌再到单一品牌的发展历程.....	29
图 56: 瓷砖生产工艺流程.....	30
图 57: 瓷砖生产在热耗方面存在规模效应.....	30
图 58: 瓷砖工程渠道销售流程.....	32

图 59: 工程渠道毛利率较经销渠道更高.....	32
图 60: 工程渠道商主要销售费用为物流运输费, 经销渠道商销售费用以人事费用为主.....	33
图 61: 欧神诺比蒙娜丽莎更早进入工程渠道.....	34
图 62: 工程渠道应收账款周转率相对低.....	34
图 63: 工程和经销渠道存货周转率各异.....	34
表 1: 中国国内瓷砖需求拆分测算.....	7
表 2: 国内七大瓷砖企业公司市场份额 7.84%.....	9
表 3: 世界瓷砖四大巨头产能和瓷砖板块收入情况.....	24
表 4: 莫和克集团从 1992 年至今并购步伐从未放慢.....	25
表 5: 瓷砖产品迭代周期逐渐缩短.....	28
表 6: 东鹏瓷砖在单一品牌厂商中门店数量居首.....	29
表 7: 停窑、开窑和转产造成较大能源损耗.....	31
表 8: 小型瓷砖转产大板的设备更换成本达到 2000 万元.....	31

1. 核心观点

建陶行业规模 5000 亿，家装工装需求各半，出口占比逐渐降低，供给端边际收缩带来巨大行业集中度提升空间。我国建筑陶瓷规模达到 5000 亿水平。从结构上来看，国内需求中家庭装修和公共建筑装修各占据一半份额，而国外出口占比受到反倾销影响则逐年降低。过去 7 年中建筑陶瓷企业数量不断减少，环保督查加速行业过剩产能出清。目前我国建筑陶瓷企业出现群雄混战局面，而 CR7 仅为 7.84%，因此行业集中度提升空间巨大。另一方面，供给端边际收缩也加速了集中度提升进程。

看现状企业品牌和渠道战略出现分化；观历史建陶龙头不断交替；评海外并购出海渐成趋势。目前建陶企业从品牌和渠道两个方面各自分为不同阵营。品牌方面，以新中源集团为首的多品牌运营策略适用于中低端产品；而以诺贝尔等为主的单一品牌运营则适用于高端产品；渠道方面，东鹏瓷砖以经销渠道为主，欧神诺则致力于自营工程建设。从历史上看，建陶行业的龙头不断交替迭代，尚未出现持续增长的大型企业。而借鉴海外经验，国外陶瓷巨头多以并购和拓展海外业务实现业绩的增长。

工程渠道有望让建陶企业摆脱“大公司”瓶颈，规模效应助力大型公司诞生。建陶历史上之所以未能出现持续存在的大公司，原因有多个方面，包括外部环境导致需求萎靡，所有制结构和管理层变动频繁，行业价格战反复产品迭代周期加速，以及多品牌定位不清、经销渠道受限等。工程渠道由于大规模专业化生产，可以缓解零售渠道对企业研发效率的要求，也成为单品牌战略下新的拓展渠道。同时，建陶行业适用规模效应，而工程渠道的专业化生产能够进一步降低转产成本，助力大型企业的诞生。

先发优势和资金壁垒成为企业开拓工程渠道的关键。工程渠道区别于经销渠道的方面在于：1) 工程渠道下厂商需自行承担运输费用；2) 房地产商具有更大话语权，因此需要稳定优质的服务；3) 房地产企业的占款周期长。针对上述特征，率先进入工程渠道的建陶企业往往能够先与地产商建立关系并提供针对性的服务，具有先发优势；同时资金量充足的企业可以平抑房企占款周期过长的资金流动风险。欧神诺作为工程渠道占比最高的上市建陶企业，还采取自营工程模式与房地产商进行直接对接，提供的服务更为优质，因此具有较强的竞争壁垒。

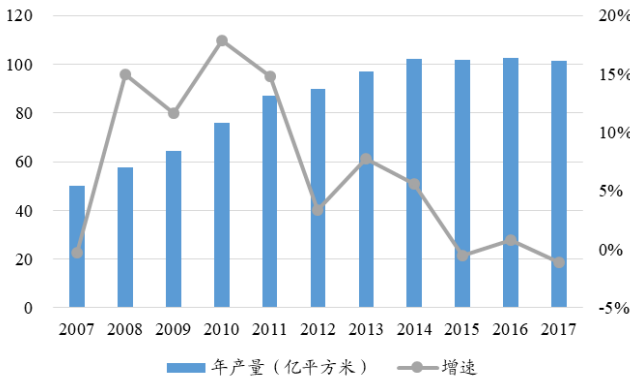
2. 瓷砖行业五千亿规模，大行业小公司格局凸显

2.1. 收入规模增速回暖，家装工装需求各半

2.1.1. 从规模看：国内瓷砖产量 101 亿平方米，规模 5000 亿

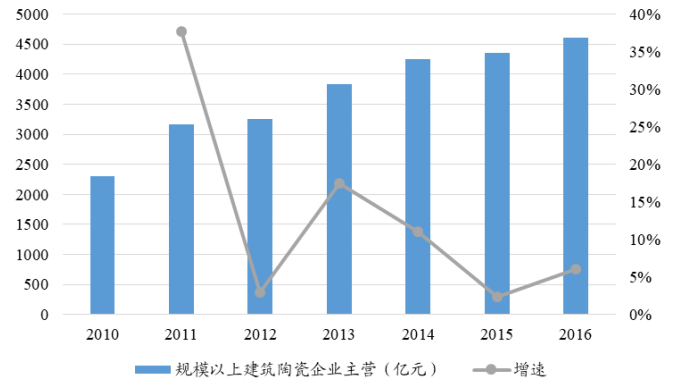
国内瓷砖市场规模千亿，近年产量增速趋缓，营收增速略有回暖。近年来由于下游房地产销售增速趋缓叠加行业供给过剩，因此国内瓷砖产量增速逐渐下降。从规模上看，2016 年中国规模以上建筑陶瓷企业主营业务收入为 4615 亿元，相较 2015 年同比增长 11.32%。由 2017 年瓷砖产量达到 101.5 亿平方米，假设每平方米瓷砖平均为 50 元，则中国目前瓷砖市场规模达到 5000 亿。

图 1: 中国瓷砖产量增速下滑, 2016 年略有回暖



数据来源: 中国建筑卫生陶瓷协会, 国泰君安证券研究

图 2: 规模以上建筑陶瓷主营收入增速下降

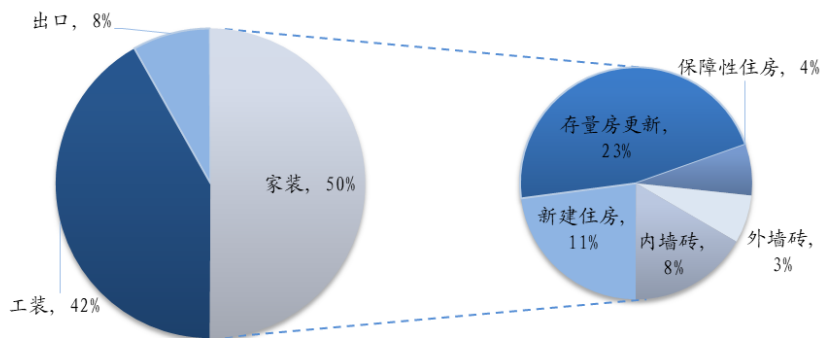


数据来源: 中国建筑陶瓷卫生协会, 国泰君安证券研究

2.1.2. 从结构看: 瓷砖家装工装需求基本各半, 出口不断下滑

瓷砖需求可以分为国内需求和出口需求, 而国内瓷砖又可分为家装和工装两类。其中家装需求按瓷砖用途可以分为墙地砖、建筑外墙和内墙砖。工装需求则主要用于基础设施建设 (如轨道交通、航空、隧道、科教场馆) 和酒店等场所。经测算, 家装、工装和出口需求占比分别为 50%、42%和 8%, 且出口呈逐年递减趋势。

图 3: 住宅需求和工程需求各占 50%



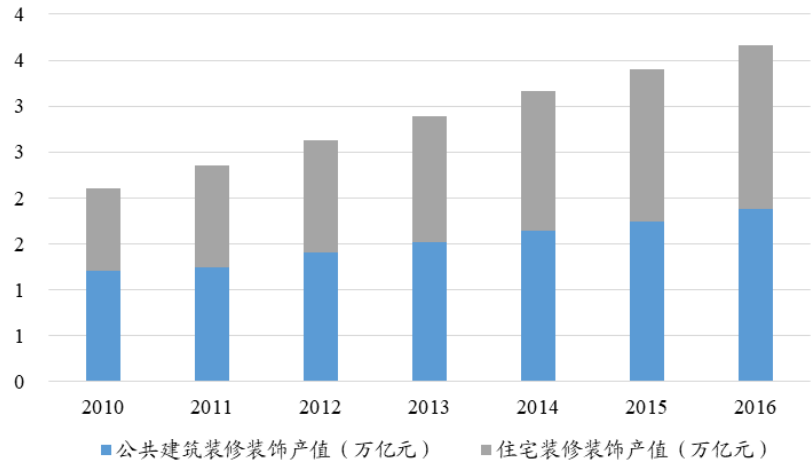
数据来源: 国泰君安证券研究

我们将国内瓷砖规模进行拆分测算如下:

- ✓ 假设新建住宅墙地砖铺设率为 80%，则由 2017 年住宅销售面积为 14.48 亿平方米可知新房销售需求为 11.60 亿平方米。
- ✓ 假设每户家庭人口平均为 3.1，2017 年城镇总人口为 8.14 亿人，即共有 2.63 亿户人家，存量房需求可大致估计为 2.63 亿套。假设每套住房平均面积为 90 平方米。瓷砖更新换代周期为 10 年，则存量房更新需求为 23.6 亿平方米。
- ✓ 假设城镇棚户区改造完成 2020 年规划目标，即共改造 2000 万套，平均每年需求为 400 万套，则保障型住房的瓷砖需求为 3.60 亿平方米。
- ✓ 除墙地砖以外，内墙砖因在厨房和浴室中应用广泛也成为瓷砖需求来源之一，由中国陶瓷家居网的《2017 中国陶瓷卫浴行业市场大数据调研报告》显示，内墙砖产量约为墙地砖的 24%。

- ✓ 外墙砖主要用于建筑幕墙，根据广东省生产线外墙砖和所有瓷砖日总产能之比，结合国内陶瓷产量数据，推算得外墙砖产量为 3.38 亿平方米。
- ✓ 对于工装瓷砖，数据显示建筑装饰行业产值中住宅和公共建筑装饰装修产值各占 50% 左右。由于和住宅瓷砖各占据一半市场，因此简单测算规模类似于住宅需求。

图 4: 住宅需求和工程需求各占 50%，工程占比将逐步提升



数据来源: 中国建筑卫生陶瓷协会, 国泰君安证券研究

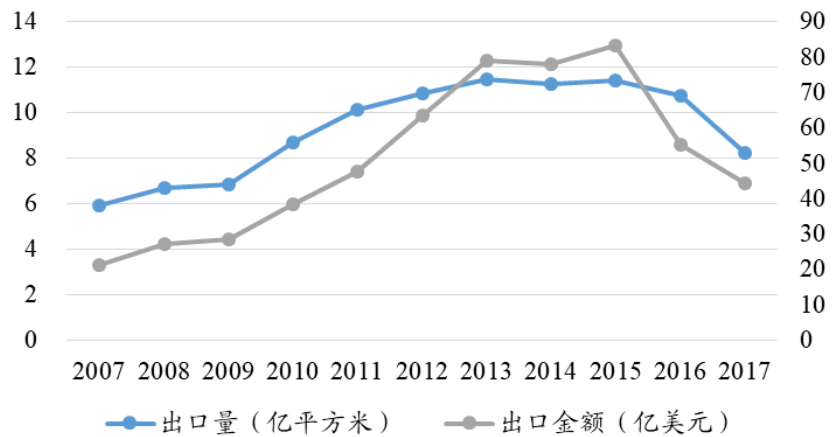
表 1: 中国国内瓷砖需求拆分测算

需求类型	产品类型	规模 (亿平方米)	测算逻辑
住宅需求	墙地砖	38.80	
	—新房销售	11.60	假设每套新建住房地面瓷砖铺设率为 80%
	—存量房更新	23.60	假设每户家庭平均人口为 3.1, 瓷砖更新周期为 10 年
	—保障型住房	3.60	根据规划, 到 2020 年城镇棚户区住房改造 2000 万套, 平均每年 400 万套
工程需求	内墙砖	9.43	以全国各地内墙砖产量占总产量之比平均为 24% 推算
	建筑外墙	3.40	以广东省外墙砖产能占总产能之比推算
	工程需求	42.20	工程瓷砖和家装瓷砖占比为 50%

数据来源: 国家统计局, 中国陶瓷家居网, WIND 君安证券研究

近年中国瓷砖出口量和出口金额均产生下滑。中国是典型的陶瓷出口国家，2017 年陶瓷出口量为 8.21 亿平方米，相比之下进口量仅有 1201 万平方米。然而自 2015 年起，国内瓷砖出口量和金额开始出现下降，原因在于国外反倾销调查的加剧和国内瓷砖由于品牌价值较低而导致的国际竞争力减弱。

图 5: 中国瓷砖出口量和出口金额自 2015 年起出现下滑



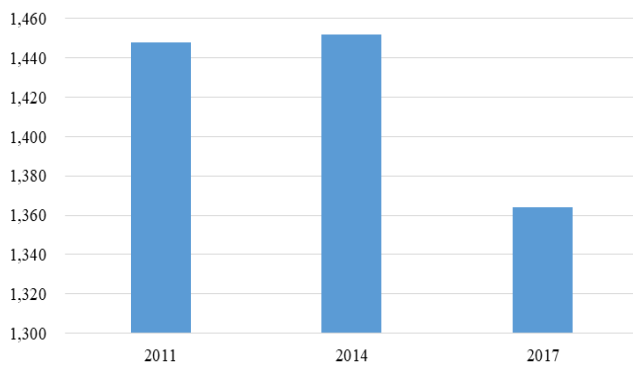
数据来源: 中国建筑卫生陶瓷协会, 国泰君安证券研究

2.2. 供给端逐渐收缩, 行业集中度提升空间巨大

2.2.1. 建陶工厂数不断减少, 环保风暴下产能过剩有所缓解

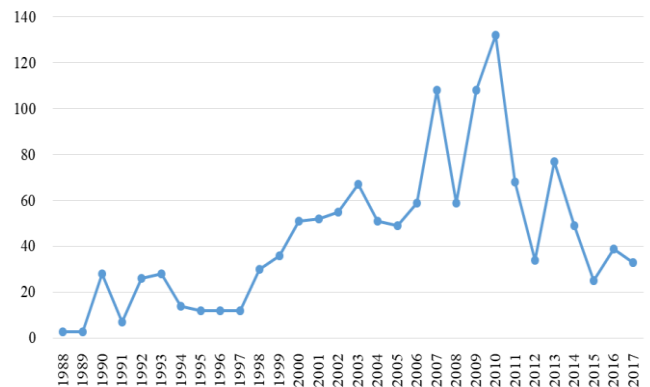
建筑陶瓷工厂数不断减少, 促进供给收缩。近年来我国建筑陶瓷工厂数不断减少, 从 2011 年的 1448 家降至 2017 年的 1364 家。与此同时, 建筑陶瓷的开厂节奏相较于高峰期也出现明显下降。2014~2017 年全国共有 183 家建陶工厂彻底退出, 占 2017 年建陶工厂总数的 12.6%, 供给端逐步收缩。

图 6: 2011-2017 年建陶工厂数不断减少



数据来源: 陶业长征, 国泰君安证券研究

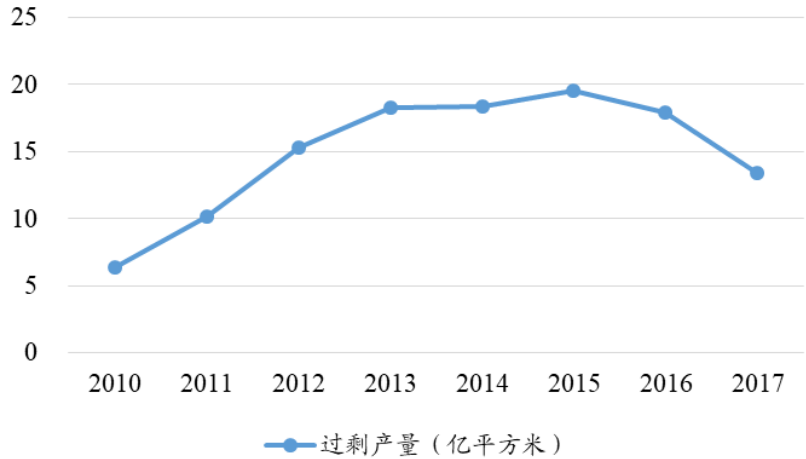
图 7: 全国建陶厂开厂节奏走逐渐放缓



数据来源: 陶瓷信息, 国泰君安证券研究

环保风暴助力产能出清, 供过于求情况边际缓解。随着 2015 年新修订的《环境保护法》正式实施, 陶企开始大规模停产, 紧接着随之而来的是 2016~2017 年中央环境保护督察组的各省巡视。在此背景下, 行业产能逐步出清, 供给过剩情况有所缓解。

图 8: 陶瓷行业的过剩产量不断下降



数据来源: 中国建筑卫生陶瓷协会, 国泰君安证券研究

2.2.2. 行业集中度较低, 呈现多头竞争格局

大行业小公司格局, 行业集中度低。近 5 年建陶行业规模复合增速为 8%, 2017 年预计达到 5000 亿规模。然而行业内的中小企业众多, 尚未出现行业领导者。目前市场中规模相对较大的建筑陶瓷企业分别为 3 家上市公司 (东鹏控股、蒙娜丽莎、欧神诺) 及 4 家非上市公司 (唯美集团旗下马可波罗、诺贝尔、新中源和新明珠)。7 家公司按照产能计算的市场份额仅为 7.84%, 足见瓷砖行业集中度之低, 行业当前呈现大行业、小公司的格局。

表 2: 国内七大瓷砖企业公司市场份额 7.84%

序号	名称	产能 (万平方米)	市场份额
1	东鹏控股	6885	0.68%
2	蒙娜丽莎	3220	0.24%
3	欧神诺	2450	0.32%
4	唯美集团	22000	2.17%
5	诺贝尔	5000	0.49%
6	新中源	20000	1.97%
7	新明珠	20000	1.97%
合计		79555	7.84%

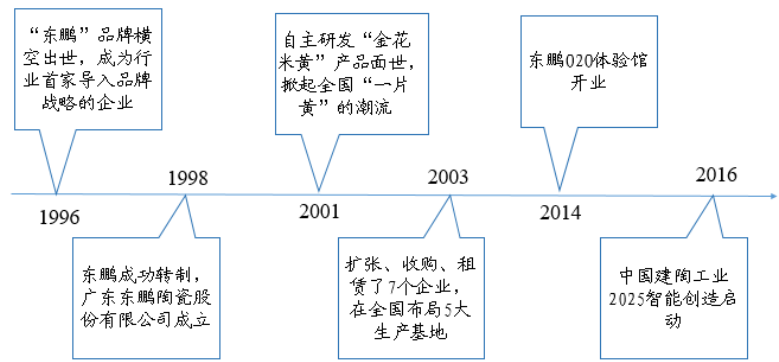
数据来源: 年报, 公司官网, 国泰君安证券研究

目前行业中尚未出现领导者, 呈现多头竞争格局。头部企业较为分散情况下, 行业中 7 家规模较大的公司呈现不同的特点:

➤ 东鹏控股: 拥有广泛的终端覆盖门店

东鹏控股创始于 1972 年, 目前拥有瓷砖、洁具、木地板、涂料、饰品等多个业务。2001 年, 其自主研发的产品“金花米黄”的诞生掀起了全国“一片黄”的潮流, 也彰显了东鹏的研发能力。

图 9: 东鹏瓷砖已有近 50 年发展历史

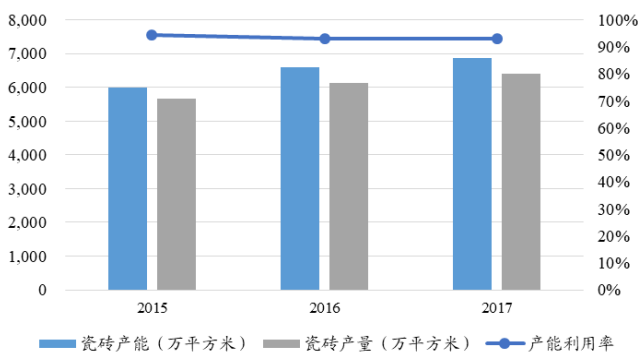


数据来源：东鹏官网，国泰君安证券研究

六大生产基地覆盖瓷砖洁具，瓷砖产能近 7000 万吨。东鹏集团目前建有六大生产基地，其中五个负责瓷砖生产，分别位于江西丰城、山东淄博、广东清远、佛山和湖南澧县，此外江西丰城也负责公司洁具部分的生产。目前东鹏瓷砖的产能利用率达到 90% 以上，此外，瓷砖产量不断增长，体现出东鹏产能相对较为紧张，与行业总体的产能过剩相反。

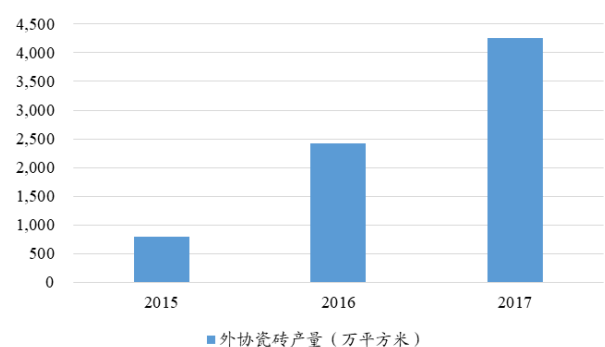
产能紧张情况下，募集资金扩大产能。东鹏控股拟在丰城东鹏扩建 4 条生产线，分别为瓷片生产线 2 条、仿古生产线 1 条及全抛釉生产线 1 条，建成后将形成年产 2190 万平方米的设计生产能力。同时，澧县新鹏拟建设 4 条高档仿古瓷砖生产线，建成后年产达到 1560 万平方米。新建产能的体量是现有产能的 50%。

图 10: 东鹏瓷砖产能利用率 90% 以上



数据来源：东鹏招股说明书，国泰君安证券研究

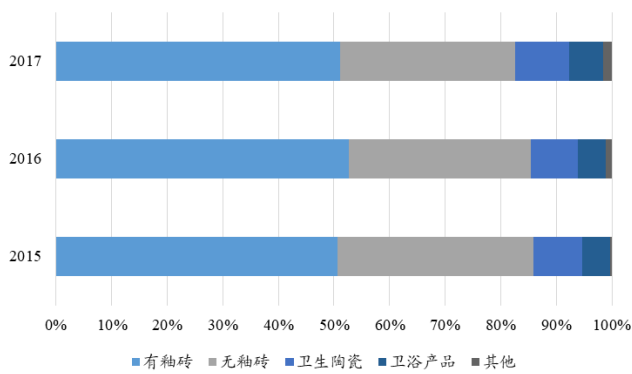
图 11: 外协瓷砖产量翻倍提升



数据来源：东鹏招股说明书，国泰君安证券研究

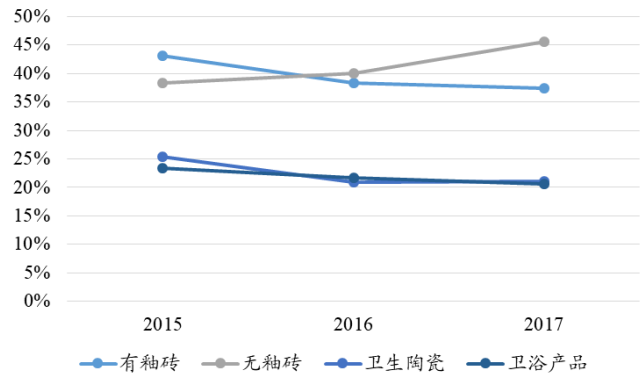
瓷砖洁具双管齐下，产品结构较为稳定。瓷砖可以分为有釉砖和无釉砖，有釉砖主要产品包括抛釉砖、仿古砖和瓷片，无釉砖主要产品为抛光砖。近几年东鹏的产品结构较为稳定，有釉砖占比略有提升，2017 年达到 51%。无釉砖占比为 31%。毛利率层面有釉砖毛利率有所下滑，主要原因在于其外协占比增长迅速，一定程度上拉低了产品的整体毛利率。除瓷砖之外，公司布局卫浴行业，当前卫浴产品收入占比相对较低。

图 12: 东鹏的产品结构历年稳定



数据来源: 东鹏招股说明书, 国泰君安证券研究

图 13: 有釉砖和无釉砖毛利率相对高

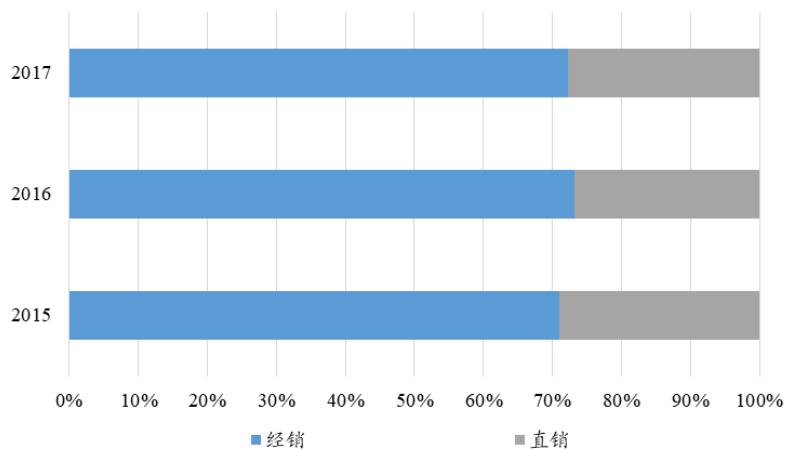


数据来源: 东鹏招股说明书, 国泰君安证券研究

坚持单一品牌运作, 减少内耗。回顾发展历程, 东鹏也曾尝试过多品牌战略, 即先建立了金意陶品牌, 后又建立了汇德邦陶瓷。但由于发展速度过快, 管理乏力, 东鹏自 2003 年开始增长速度减缓, 连续 3 年销量增幅下降、盈利能力下降。因此时任董事长的何新明果断把汇德邦和金意陶分给不同的人进行独立运营。何新明由切身经验体会到多品牌的缺陷是严重内耗, 因此直到现在, 东鹏一直奉行单一品牌的战略。

经销为主, 网点覆盖众多城市。东鹏的销售渠道包括直销和经销, 直销又包括工程销售、直营店/展厅销售、家装渠道和网络销售。近三年经销商渠道占比约为 70%, 较为稳定。此外东鹏具有很强的渠道下沉能力, 目前已经拥有一级经销商 1636 家, 全国经销商门店 4494 家以及直营店/展厅 105 家, 其终端覆盖之广, 在全国瓷砖企业中处于前列。

图 14: 东鹏瓷砖的销售渠道以经销为主

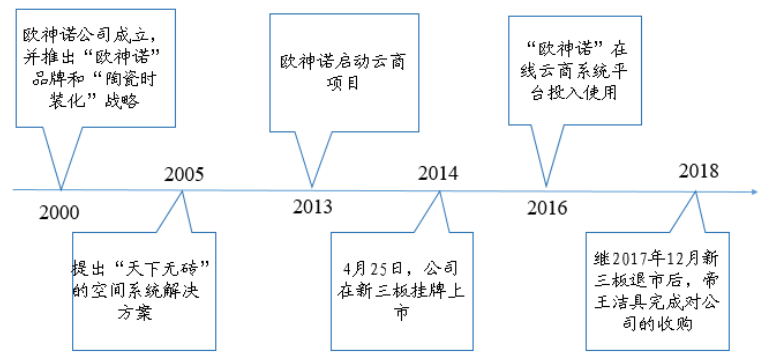


数据来源: 东鹏招股说明书, 国泰君安证券研究

➤ **欧神诺: 工程渠道领导者**

欧神诺成立于 2000 年 2 月, 并于 2014 年 4 月于新三板挂牌上市, 是一家专业从事中高端建筑陶瓷研发、设计、生产和销售的高新技术企业。2018 年帝王洁具完成对欧神诺的收购, 更名帝欧家居。欧神诺的创始人鲍杰军先生是陶瓷装备的技术专家, 曾打造了中国陶瓷装备界第一家上市的龙头企业——科达机电。

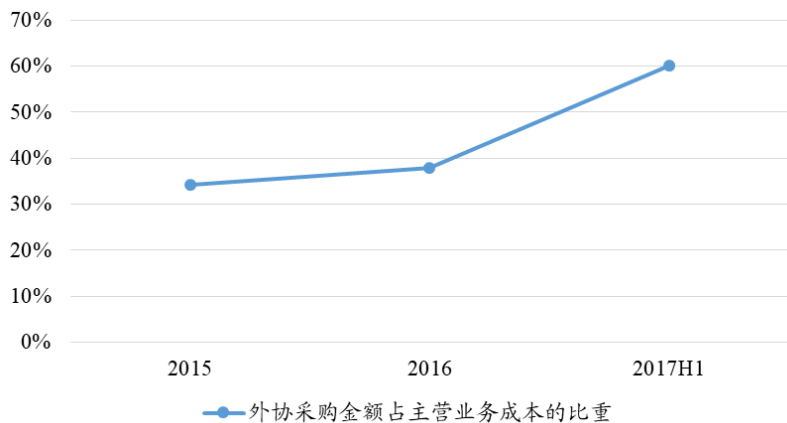
图 15: 欧神诺 2018 年被帝王洁具收购登陆主板市场



数据来源：欧神诺官网，国泰君安证券研究

现有年产能 2450 平方米，2020 年产能扩产至现有的 3 倍。目前欧神诺在广东佛山和江西景德镇有两大生产基地。欧神诺的瓷砖年产能达到 2450 平方米，帝王洁具收购欧神诺后投入 2.54 亿元用于为欧神诺扩建 1 条大规模瓷片生产线和 1 条仿古砖/抛釉砖生产线，建成后将分别新增 1000 万平米瓷片的年生产能力、125 万平米仿古砖年生产能力和 125 万平米抛釉砖年生产能力。此外，欧神诺孙公司在广西藤县规划建造年产 5000 万平方米高端墙地砖智能化生产线，项目分三期建设并预计于 2020 年底完成。至 2020 年欧神诺预计总产能达到 8700 万平方米，是现有产能的 3 倍之多。

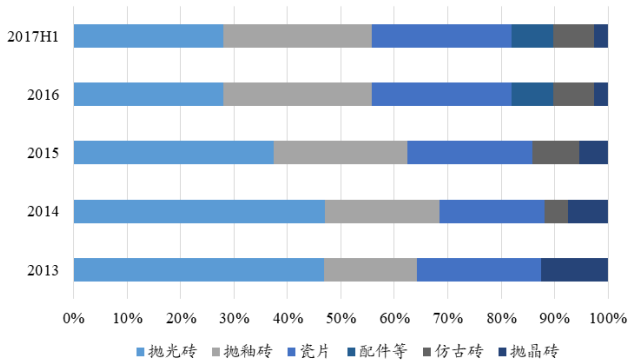
图 16: 欧神诺外协采购金额不断攀升，急需扩产



数据来源：帝欧家居公告，国泰君安证券研究

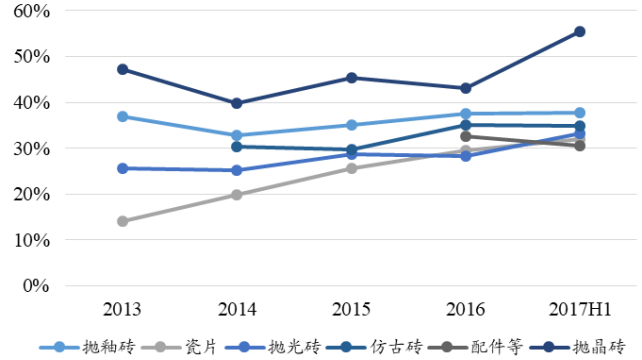
产品结构向毛利率更高的品类发展。欧神诺主要瓷砖产品包括抛光砖、抛釉砖、瓷片、仿古砖和抛晶砖等。随着抛光砖竞争逐渐白热化且价格降低，欧神诺产品中抛光砖的比例从 2013 年的 47% 下降到 2017 年中的 28%，与此同时抛釉砖和瓷片的占比随之上升。从毛利率角度来看，抛晶砖毛利率最高，但由于消费者装修风格由奢华风格向简约风格转变导致产销量下降，抛釉砖成为继抛晶砖之后的毛利率第二高的产品。

图 17: 欧神诺抛光砖产品占比逐年递减



数据来源: 帝欧家居公告, 国泰君安证券研究

图 18: 抛釉砖是毛利率第二高的产品

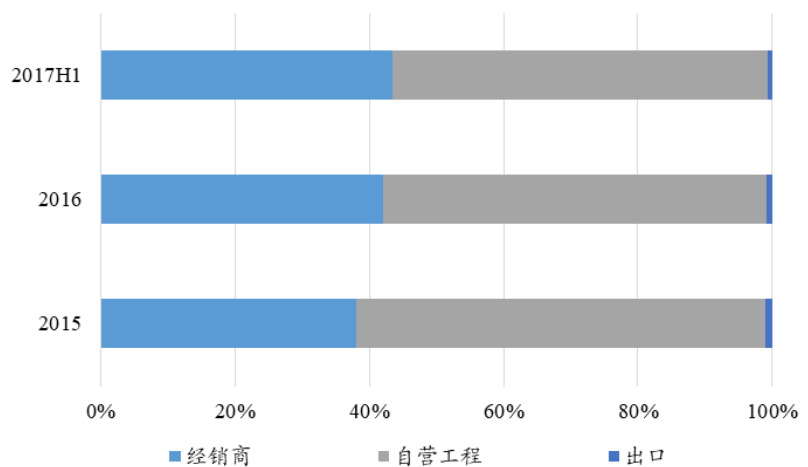


数据来源: 帝欧家居公告, 国泰君安证券研究

发力单一品牌, 定位“高端品牌定制家”。从创立以来, 欧神诺便坚持走“陶瓷时装化”之路, 认为瓷砖如时装。随后又提出了“天下无砖”、“奢瓷生活体验”“为专属而创”的品牌理念。欧神诺历史上也曾有旗下“特地”品牌, 为了形成品牌区分度, “特地”于 2002 年诞生起便定位中低端, 但随后两年的业绩证明特地团队不适合操作中低端品牌, 此后特地便形成独立团队和公司, 专业运作特地品牌并定位高端。2014 年欧神诺转让旗下广东特地, 专注“欧神诺”高端品牌。

自营工程是欧神诺的主要渠道。自营工程在欧神诺的渠道中占比在 55%~60%。自营工程方面, 欧神诺已与广州恒大、碧桂园、粤冠、万科、雅居乐等知名企业集团建立了全面战略合作伙伴关系, 前五名客户销售额占收入比重达到 56.55%, 其中单碧桂园和万科就贡献了 50% 以上的销售额。在经销方面, 欧神诺零售端开店 1600 家左右, 未来开店增长空间广阔, 此外还建立了以“欧神诺在线”网站为核心的线上管理平台, 作为内部业务协同的集成系统及顾客线上展示平台。

图 19: 欧神诺的销售以自营工程渠道为主

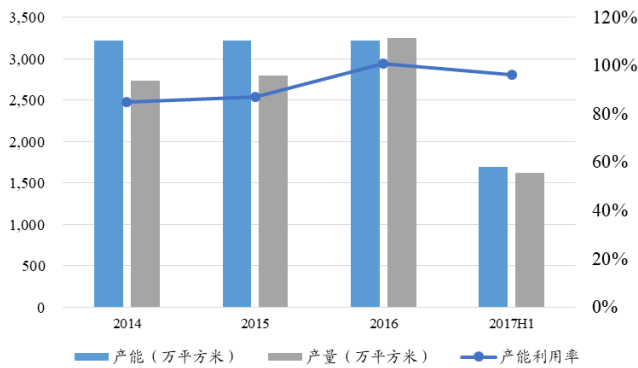


数据来源: 帝欧家居公告, 国泰君安证券研究

➤ 蒙娜丽莎: 瓷砖薄型化率先研发者

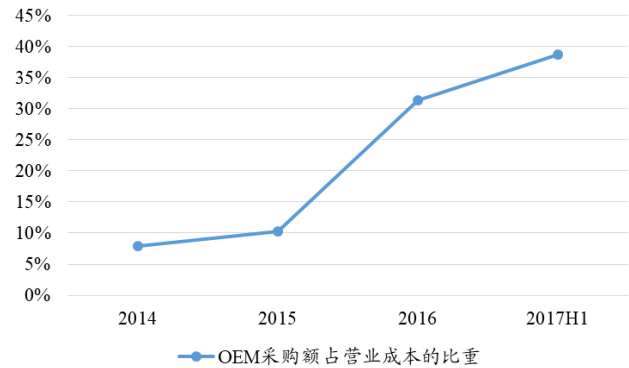
现有年产能 3220 万平方米，产能利用率在 90% 以上。蒙娜丽莎成立于 1992 年，于 2017 年 11 月主板上市。目前共有广东佛山和清远两个生产基地。现有产能 3220 万平方米，生产线 21 条，产能利用率在 90% 以上。随着业务规模的逐步提升，公司对 OEM 的生产需求也逐步增长。2018 年 5 月，公司与江西藤县人民政府签署生产项目投资合同，拟投资不低于 10 亿人民币建设 10 条生产线，项目建成后将加大公司的生产能力。

图 20: 蒙娜丽莎的产能利用率在 90% 以上



数据来源：蒙娜丽莎招股说明书，国泰君安证券研究

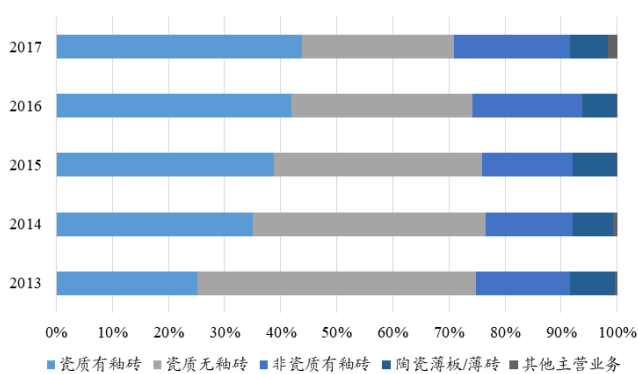
图 21: 蒙娜丽莎 OEM 生产需求不断上升



数据来源：蒙娜丽莎招股说明书，国泰君安证券研究

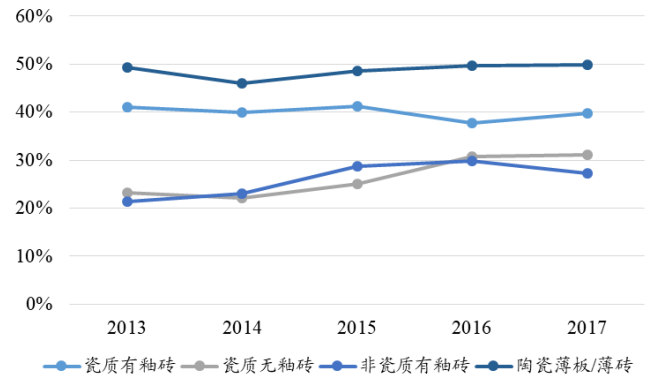
陶瓷薄板是蒙娜丽莎的明星产品。蒙娜丽莎的产品分为四类，分别是瓷质有釉砖、瓷质无釉砖、非瓷质有釉砖和陶瓷薄板/薄砖。与欧神诺产品结构变化类似，蒙娜丽莎近年来逐步加大毛利率相对更高的瓷质有釉砖的比重。同时，作为陶瓷薄板的率先研发者，蒙娜丽莎拥有 2 条陶瓷板生产线，其开发的陶瓷薄板产品由于轻薄节能、吸水率低等优点而风靡全国，引领整个建陶市场。

图 22: 蒙娜丽莎瓷质有釉砖产品占比逐年提升



数据来源：蒙娜丽莎招股说明书，国泰君安证券研究

图 23: 陶瓷薄板在所有产品中毛利率最高

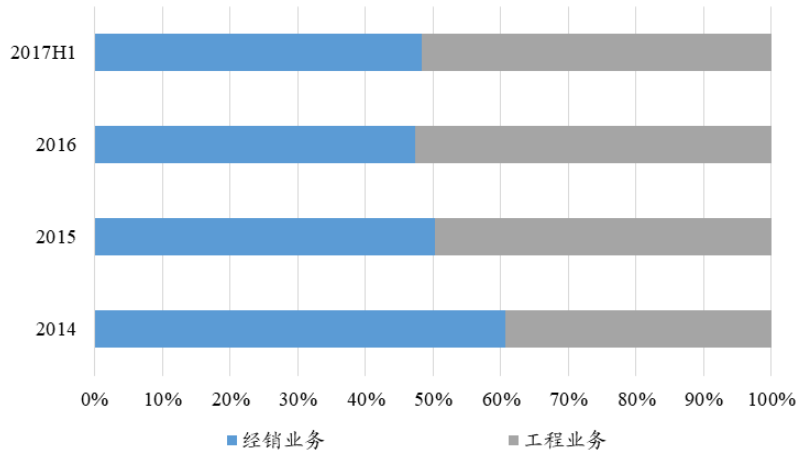


数据来源：蒙娜丽莎招股说明书，国泰君安证券研究

作为陶瓷高端品牌，蒙娜丽莎走的是“高端定位，高举高打”的差异化品牌之路，其旗下拥有“蒙娜丽莎”和“QD”两大品牌。其中“QD 瓷砖”是 2014 年由“樵东瓷砖”更名而来，最初是蒙娜丽莎集团的创始品牌，建立于 1992 年，随着市场的发展，樵东瓷砖因为地域性强，不便于品牌推广传播，因此资源整合后更加定位高端，定位相较蒙娜丽莎瓷砖更为时尚国际和现代，今后主要往小而精的高端品牌发展。

经销渠道和工程渠道基本各半。蒙娜丽莎在全国拥有 2000 多个营销网点，同时将经销渠道工程渠道并举，这一点可从其 2017 年上半年前五大客户看出，其第一大客户华耐立家是我国著名的建材经销商，采购额占比 11.80%，其后的恒大、碧桂园、万科和中海地产则为工程商，合计占比 30.92%，相较欧神诺的工程客户占比还有一定差距。

图 24: 蒙娜丽莎经销业务和工程业务占比各半

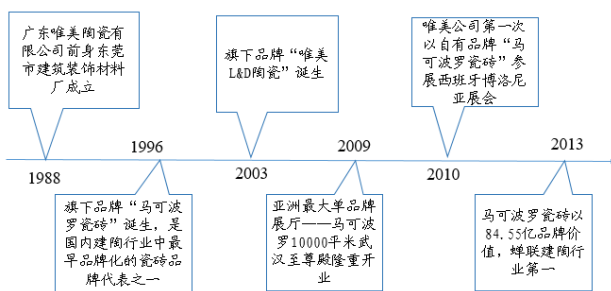


数据来源：蒙娜丽莎招股说明书，国泰君安证券研究

➤ 唯美集团：马可波罗品牌成为仿古砖至尊

唯美集团成立于 1988 年，总部位于广东东莞，旗下拥有“马可波罗瓷砖”和“唯美 L&D 陶瓷”两大建筑陶瓷品牌，相较于马可波罗，L&D 定位更加高端和时尚。除建筑卫生陶瓷制造外，唯美集团还涉足房地产开发和酒店业。

图 25: 唯美陶瓷自 1988 年成立



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

图 26: 唯美陶瓷旗下拥有两大品牌



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

国内外生产齐发力，产能总量 2.2 亿平方米。唯美陶瓷拥有自己的货运码头、发电厂，并在国内有四个生产基地，分别位于广东东莞高埗、广东清远、江西丰城、重庆荣昌。此外还在国内田纳西州建有 1 个生产基地，于 2017 年 4 月正式投产。国内外生产线总数接近 70 条，产能总量达到 2.2 亿平方米。

旗下马可波罗品牌为仿古砖知名品牌。马可波罗品牌诞生于 1996 年，是国内建陶行业最早品牌化的建陶品牌，最擅长制作仿古砖，享有“仿

古砖至尊”的美誉。现有产品包括仿古砖、亚光砖、抛釉砖、文化陶瓷、抛光砖、微晶石、抛晶砖、内墙砖等。

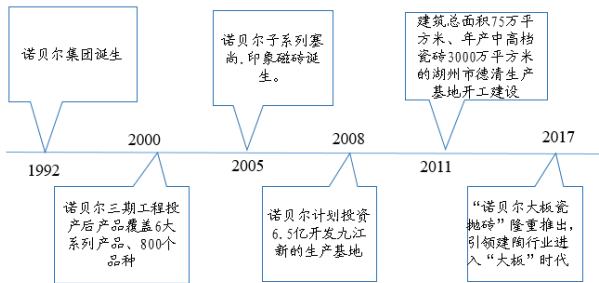
拥有多重渠道，建立立体营销网络。唯美集团在全国拥有 4000 余家专卖店，同时拥有工装、家装、超市和电子商务等立体营销网络，产品远销东南亚、欧美等国家和地区，是多家设计院战略合作品牌，奥运会、世博会主要建材供应品牌。2017 年中国房地产开发企业 50 强榜单已签约战略联盟 35 个，是万科、恒大、保利、雅居乐等地产商核心供应商。

➤ **诺贝尔集团：单品牌销量连续 13 年领先**

诺贝尔始创于 1992 年，总部位于杭州，专注于陶瓷砖及各种装饰配件的生产和销售。自 2003 年起连续十三年单品销量全国领先。目前诺贝尔公司总投资超 4.3 亿美元，拥有三大生产基地，分别位于总部杭州闲林、杭州临平和江西九江，占地 2300 余亩，厂房面积 80 万平方米，年生产规模近 5000 万平方米。

高端产品增长迅速，首款瓷抛砖研发者。2016 年，诺贝尔瓷砖以 SIMM-TEC 核心专利技术推出了全球首款瓷抛砖。2017 年 10 月，诺贝尔瓷砖推出了超大尺寸的新一代瓷砖——全球首款大板瓷抛砖，最大生产规格可达 1.6M*4.8M，瓷抛砖及大板瓷抛砖推出之后，诺贝尔高端产品销量增长 74%

图 27：诺贝尔陶瓷拥有近 30 年发展历史



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

图 28：诺贝尔研发出首款大板瓷抛砖



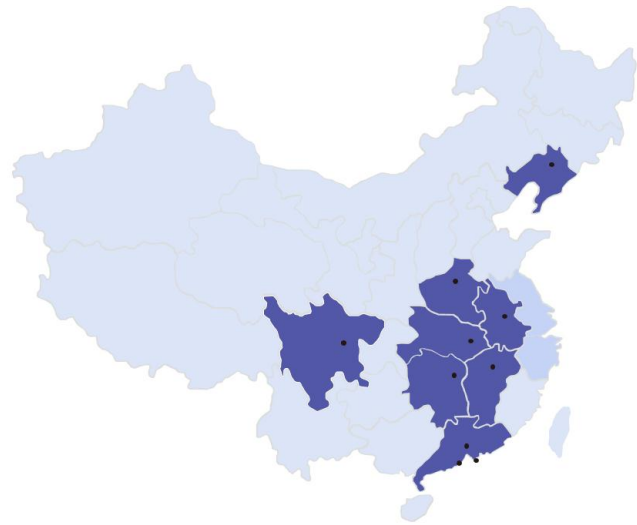
数据来源：公司官网

单一品牌销售额及市场占有率连续 13 年全国同行业领先。旗下拥有诺贝尔瓷抛砖、诺贝尔和塞尚·印象三大系列品牌，其中诺贝尔为主品牌，塞尚·印象瓷砖则是诺贝尔集团的高端仿古品牌作为补充，涵盖复古砖、件等系列产品。在全国拥有 53 家分公司、1100 余家品牌专卖店，目前全国有 2000 家左右门店，经销商有 1000 多位。

➤ **新中源集团：多品牌构筑建陶业航母**

新中源集团成立于 2001 年，总部设在佛山，拥有 10 座生产基地，分布在广东三水、顺德、河源、清远、四川夹江、江西高安、湖南衡阳、湖北当阳、沈阳法库和河南鹤壁，产能规模居全球前列。产品线全面而丰富，主要生产和销售陶瓷大板、现代仿古砖、大理石瓷砖、微晶石、抛光砖、全抛釉、金妆砖、瓷片等多个品类，目前是一家集陶瓷生产销售、房地产开发、酒店投资与经营为一体的超大型综合企业集团。

图 29: 新中源集团全国拥有 10 座生产基地



数据来源: 根据公司披露的生产基地位置进行图表绘制, 国泰君安证券研究

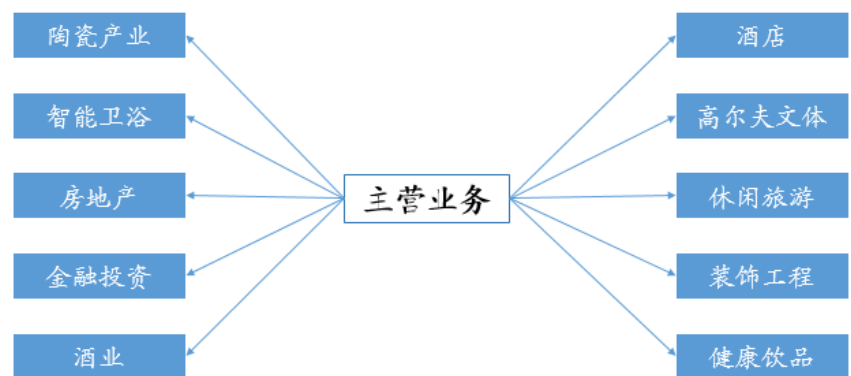
采取多品牌战略, 有建陶业航母之称。早在 1999 年, 新中源集团就确定了多品牌的战略, 当时策划了“新中源”、“新里万”、“圣德保”三个品牌。此后新中源陶瓷并未停下脚步, 目前集团下有多个主打品牌, 分别是新中源、圣德堡、新南悦、新粤、裕景、中源朗高、紫砂、圣保路、圣卡、新里万、巴丹、天伟、珠江、陶仙坊等。

国内形象专卖店 1000 多个, 遍布全国三十多个省、自治区、直辖市和地区。新中源集团在国内拥有超过 1000 家形象专卖店, 并全面向二、三级城市纵深拓展; 同时, 其海外营销网络遍及 120 多个国家和地区, 是目前中国出口量最大的建陶企业之一。

► 新明珠集团: 多品牌多元化发展的建陶集团

新明珠集团成立于 1999 年, 总部设在佛山, 拥有 4 座生产基地, 13 个陶瓷品牌, 60 多条生产线, 建筑陶瓷年产能超过 2 亿平方米, 陶瓷洁具年产能超 100 万件。在建陶主业之外, 新明珠还涉足房地产、红酒、金融、酒店和高尔夫等多个领域, 成为一家多元化发展的综合集团。

图 30: 新明珠集团旗下覆盖多个主营业务



数据来源: 公司官网, 国泰君安证券研究

实行多品牌战略，覆盖 7 个陶瓷品牌和 3 个卫浴品牌。新明珠集团旗下拥有“冠珠”、“萨米特”等品牌。冠珠是新明珠集团历时 25 载倾力打造的瓷砖品牌，始于 1993 年。萨米特则是新明珠旗下的另一品牌，始于 2000 年。萨米特与冠珠不同于新明珠其他品牌，是使用统一一条生产线生产，只是产品定位略有不同。目前新明珠的各个品牌已在全球拥有 5000 多个经销网点，20000 多个专卖店。

图 31：新明珠集团实行多品牌战略



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

2.3. 品牌和渠道现分化，陶企各自建立竞争优势

2.3.1. 多品牌和单品牌构筑建陶行业两大阵营

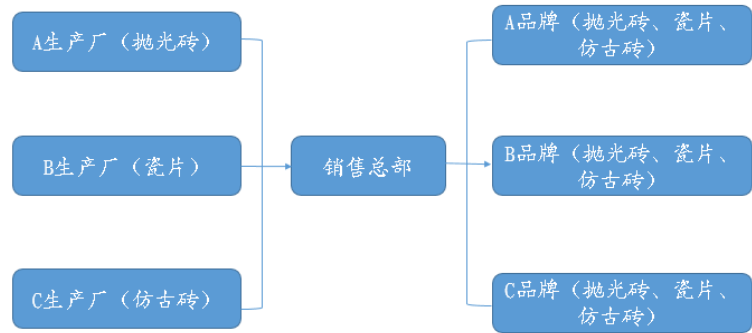
目前市场上的建陶企业可以根据品牌分为两大阵营，一类是以新中源和新明珠为代表的多品牌集团阵营，旨在尽可能地扩大市场覆盖面；另一类是以马可波罗、东鹏、诺贝尔、欧神诺等为代表的单品牌阵营，主要在东南沿海地区的一二级市场占明显优势。

低成本拓市场是多品牌集团的竞争战略。多品牌企业除了通过发展多个品牌扩大市场覆盖外，还致力于降低产品成本。如普遍采取跟随战术而支付较低的策划成本，采用“低价格+初级品牌+多渠道”的方式进行推广，并且通过强化外在品质因素，弱化内在品质因素提高产品性价比。此外，由于产品区分度不高，规模化生产也是降低成本的途径。

新中源和新明珠是典型的低成本多品牌建陶集团。2000 年前后，新中源凭借规模化生产、多品牌和大展厅为主的弱差异化战略找到市场突破口。其目标市场主要集中在三、四线市场。为了不断拓宽市场范围，新中源采取了多种措施，例如通过将生产基地搬迁到具有生产资源和成本优势的新兴产区如四川夹江、江西高安、湖南衡阳等，专门设有原料供应公司，从事陶瓷原料的矿山购买、开采和供应；采取分区域本地化经营，即本地生产本地销售；通过多元化经营增强综合实力如进军房地产市场等。新明珠则采取类似的竞争战略。

低成本多品牌战略符合中低端产品，但难以形成持久竞争优势。由于建陶行业长期以来的价格战，以及中低档消费群体仍是建陶市场的消费主流，选择低差异化战略更容易形成规模生产，以广大农村为主的五六级市场也是未来可以发展的空间。但不足之处在于竞争优势难以持久，成本控制能力容易被竞争对手所模仿，但产品定位和个性却不够突出；如新明珠能够逼近新中源的核心原因在于成本领先。

图 32: 多品牌企业大都采用矩阵式产销模型

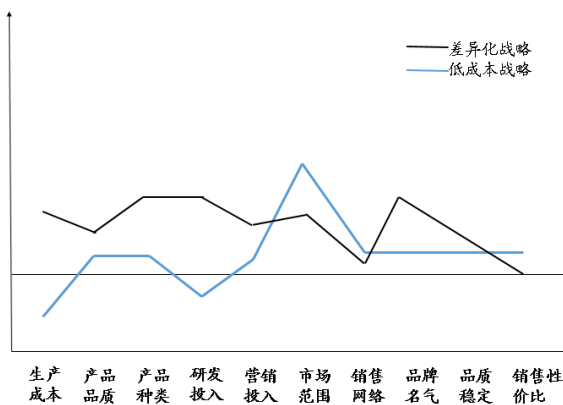


数据来源:《中国智式》, 国泰君安证券研究

走差异化路线的瓷砖企业一般拥有单一品牌。相较于多品牌集团, 单一品牌集团的品牌力更强, 研发和创新投入大, 其市场重点也一般放在一二级市场, 营销模式以区域总经销为主。并且由于建陶产品购买周期漫长。重复购买率低, 因此品牌的口碑宣传就显得尤为重要。

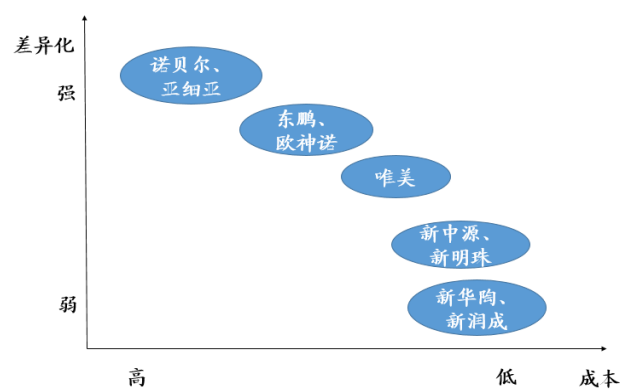
唯美、东鹏和欧神诺等是典型的单一品牌公司。唯美集团弱化集团品牌而强化旗下马可波罗单品牌, 采取“一流品牌、二流产品、三流市场”的策略, 并通过全国性生产布局实施全国性品牌经营。欧神诺则提出瓷砖的时装化经营, 2005年初提出“天下无砖”的理念, 通过品牌、产品和服务的差异化, 来为消费者提供空间的整体解决方案。

图 33: 差异化战略和低成本战略各有所长



数据来源:《中国智式》, 国泰君安证券研究

图 34: 多品牌和单一品牌建筑陶瓷企业战略定位

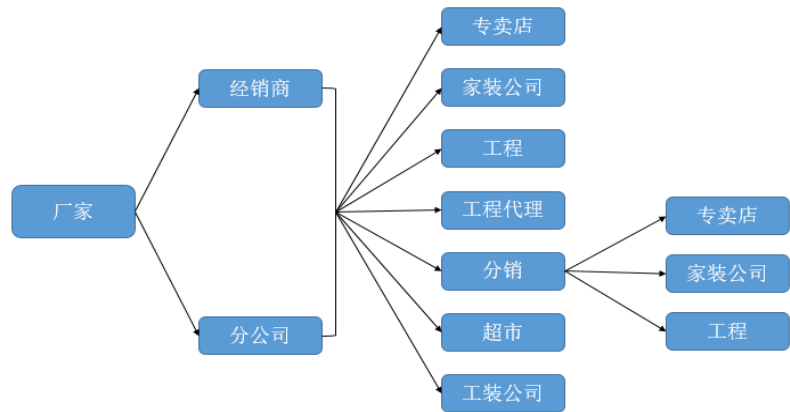


数据来源:《中国智式》, 国泰君安证券研究

2.3.2. 经销渠道和工程渠道成为建陶厂商各自发力点

建陶企业的销售渠道非常多元化。销售渠道囊括了经销商、分公司、专卖店、零售、团购、工程、超市、设计公司等。目前大的建筑陶瓷公司销售渠道也开始逐步分化, 经销商模式的代表企业如东鹏, 工程渠道为主的企业如欧神诺, 而蒙娜丽莎则是经销与工程渠道并举。

图 35: 建陶行业销售渠道非常多元化

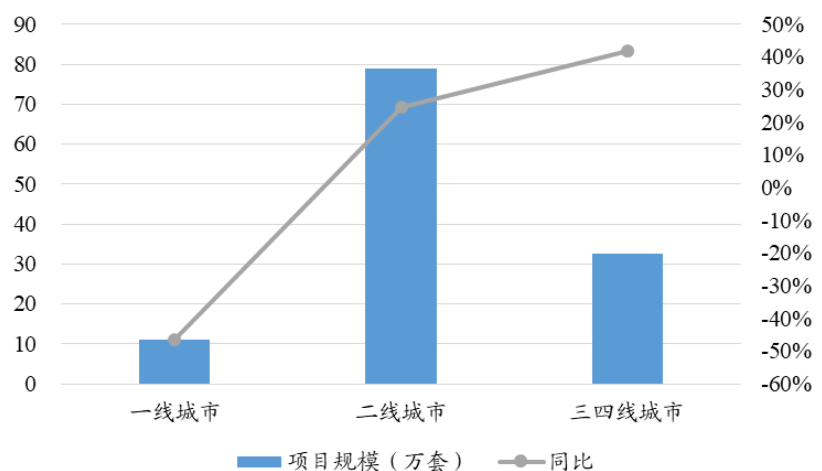


数据来源: 国泰君安证券研究

经销商渠道是建陶企业最常见的渠道之一。从行业平均水平来看，经销商渠道占建陶企业销售额的 70% 以上，在经销渠道中，存在经销商之间以及经销商与厂家之间的利益冲突问题。如东鹏由于内耗严重而主动将多元化品牌剥离，内耗的来源之一便是不同品牌经销商之间的竞争；与此同时，厂商往往会对经销商施加压力，提高销售目标；经销商也倾向经销更多的品牌以降低风险，从而产生了厂商与经销商之间的利益冲突。

工程渠道和团购的比例近年来也不断加大，未来随着精装房渗透率的提升前景广阔。相对于零售市场，工程渠道的形式较为单一，受政策、工程背景和施工季节的影响较大。但目前精装市场逐渐成为建陶企业的发力点，原因在于：第一，至今已有 21 个省市大力推进精装修，且二三线精装修项目规模均呈现两位数增长，未来前景可期；第二，根据奥维云网数据统计，目前中国精装修的覆盖率仅为 20%，与发达国家 80% 的渗透率相比仍存在较大差距；第三，根据奥维云网数据统计，精装修市场对于建材和卫浴的配置率均在 95% 以上。

图 36: 二三四线城市精装房增速高达两位数



数据来源: 奥维云网, 国泰君安证券研究,

2.4. 观历史建陶龙头不断交替，看海外并购出海成为趋势

2.4.1. 历史上瓷砖行业龙头交替出现

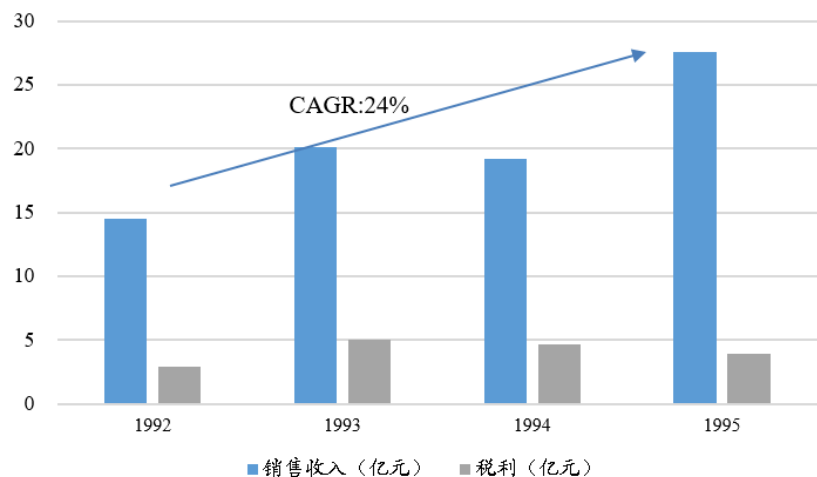
纵观历史，国内的建陶史随着龙头企业的兴起和陨灭可分为四个阶段：

➤ 第一阶段：佛陶集团独领风骚

意大利全自动生产线设备的引进是中国建陶工业开始的标志性事件。佛陶集团旗下的佛山市石湾利华装饰砖厂从意大利引进年产 30 万平方米的全自动生产线，被认为是中国建陶产业发展的开端。随后 1984 年 10 月利华厂投产并生产出 100*200mm 规格的彩釉砖正式标志着我国建陶厂生产技术能力的提高。

佛陶集团作为佛山市直属企业在当时独领风骚。佛陶集团在 1990 年已经年产 508 万平方米，实现销售值 1.05 亿元，是全国建陶行业首家年销售过亿的企业。随着佛陶集团的快速发展，到 1993 年便拥有 54 家企业，员工 2.1 万人，年产墙地砖 3510 万平方米，占全国建陶总产量的 25%。与此同时佛陶集团还影响了整个石湾镇，多家陶瓷企业如鹰牌、东平（东鹏前身）均在这个时期设立，但影响力和规模远不及佛陶集团。

图 37: 佛陶集团 1995 年收入增速 CAGR 达到 24%



数据来源：《中国智式》，国泰君安证券研究

盛极易衰，佛陶集团因体制僵化而走向没落。20 世纪 90 年代后期，乡镇和民营企业渐渐成长起来，而佛陶作为国有企业，一方面决策权、经营权都要上级批准；另一方面过于追求政绩的思想助长了好大喜功的心态，其产值目标从“七五”末的 5.23 亿元修订为“八五”末的 35 亿元，利润目标增长到 6~7 亿元，在这种心态下，佛陶集团引进合资项目贪大求洋，举债太多，最后导致资金链断裂。

➤ 第二阶段：亚细亚和斯米克抢滩登陆

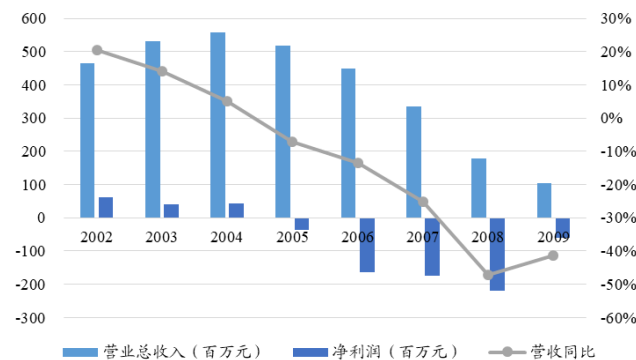
20 世纪 80 年代和 90 年代初，是台资企业在华东地区“抢滩登陆”的高峰时段，随后逐渐形成了以上海为中心的华东产区。斯米克是最早进入华东地区的台资企业之一，其与中国企业合资后一年来产量、利润、劳动生产率、出口创汇都节节上升，被称为“斯米克”现象，同期进入上海的亚细亚瓷砖也具有广泛的影响力。

亚细亚陶瓷于 2009 年从新加坡退市，斯米克 2013 年转型养老健康产业。亚细亚陶瓷从 2005 年开始走入下降通道。不仅收入首年出现负增长，利润也是首年为负，此后亚细亚陶瓷的利润持续出现负值，毛利率也逐年下降最终金明集团入主亚细亚，并宣布亚细亚自 2009 年从新加坡市场退市。斯米克则在 2011~2012 年间利润开始转负，净利润出现大幅下滑，2013 年开始转型健康养老产业。

产地转移是毛利率下滑的主要因素。由于上海政府的环保要求及考虑到成本管理因素，亚细亚陶瓷从 2006 年起逐渐将生产线从上海迁至山东；斯米克也由于闵行区的政府规划于 2011 年末开始逐步关停上海厂区的 8 条生产线，并搬迁到江西生产基地。搬迁过程中仓库存货处理和裁员、以及新产能未完全释放过程中的规模不经济导致成本陡增。斯米克新产品推出不足造成产品老化，导致产能利用率不足，平均单位成本相较上年上涨 10%。

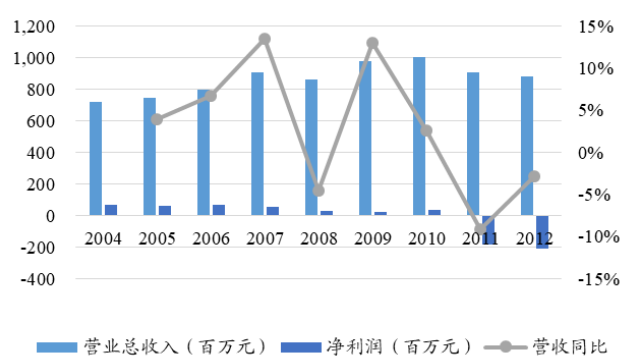
直销经营模式加速净利率下滑。亚细亚和斯米克之前均以直营为主，并且斯米克还在 2011 年加大了零售等直营渠道的营销网络建设，导致当年销售费用率较上年增长 9%，净利率转负。此后二者均从直营转为经销模式以期进行成本控制，但销售渠道转型过程中又产生了一定的裁员成本，导致短期盈利能力未能修复。

图 38: 亚细亚集团收入增速持续下滑



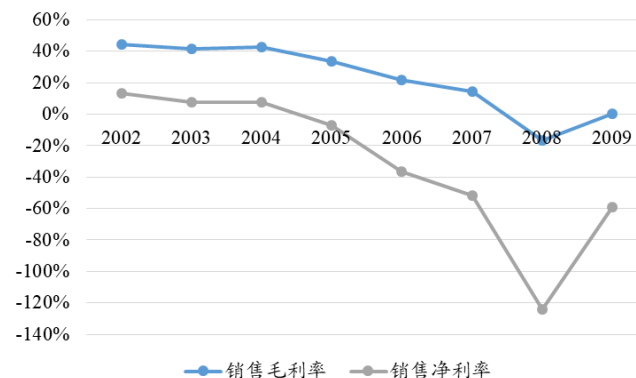
数据来源: BLOOMBERG, 国泰君安证券研究

图 39: 斯米克 2011-2012 年净利润为负



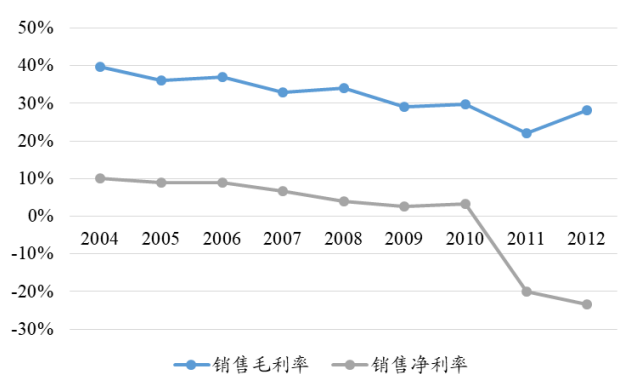
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 40: 亚细亚集团的盈利能力不断下降



数据来源: BLOOMBERG, 国泰君安证券研究

图 41: 斯米克销售净利率于 2011 年大幅下滑



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

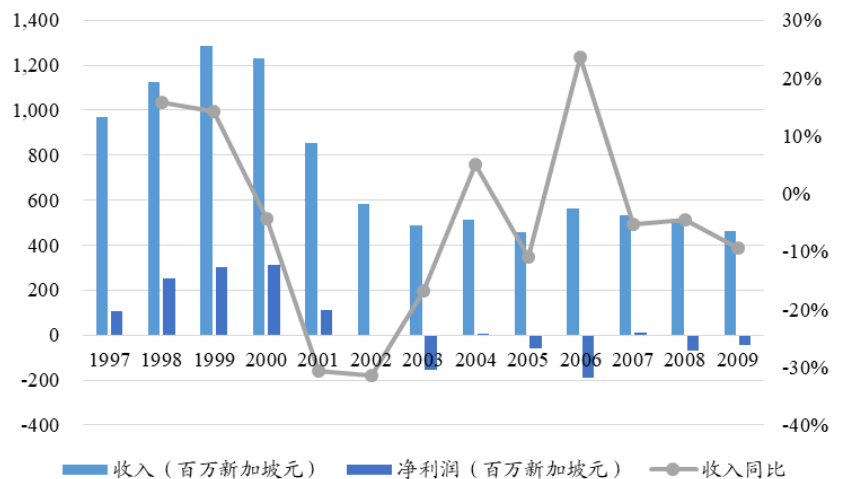
➤ 第三阶段：鹰牌陶瓷异军突起

鹰牌陶瓷在佛陶集团没落之后扛起了佛山陶瓷的大旗。随着佛陶集团的衰落及管理技术骨干的流失，鹰牌、东鹏、新中源、新明珠等一大批乡镇企业和经由国有、集体企业改制来的民企和股份制企业迅速发展壮大。而鹰牌陶瓷在1996年率先推出全球第一块弧形抛光砖，1998年作为中国建陶行业的唯一代表首次参加意大利博洛尼亚陶瓷展览会，1999年于新加坡股票交易所公开上市，并购华鹏陶瓷厂，盛极一时。

从2002年开始出现毛利率的断崖式下跌，低价清库存叠加规模效应减少，毛利率持续下降。2001年以前鹰牌陶瓷凭借产品创新和高端产品保持了较高的毛利率，2001年后高端建陶产品竞争开始加剧，加之许多亏损的国有企业被私人企业收购，国有资本的进入赋能私有企业购买更加先进的设备，因此高端产品市场参与者变多。2003年鹰牌陶瓷采取低价清理库存，对于住房开发项目的价格也有所让步，与此同时，消费者在产能过剩的市场下更倾向于购买便宜的商品，建陶企业成为买方市场，因此毛利率进一步下跌。其后毛利率稳定在较低区间内。

领导人频繁变动造成鹰牌业绩时好时坏。随着第一代领导人庞润流的离职，2000-2003年鹰牌出现大幅度滑坡，营业额从13亿下降至4.8亿，总营业费用达到2.2亿元。在此条件下，新任CEO钟应洲于2003年上任，上任后他主要采取了降低成本和扩张两个手段。与此同时，钟应洲通过收购河北景业陶瓷，一年时间内推出9大系列上百个品种来加速市场扩张。在此政策下，鹰牌从200个经销网点发展到1200个经销商。然而随着钟应洲的离职，鹰牌仍不能扭转下滑趋势，最终也因业绩连续两年下滑而退市。

图 42：鹰牌陶瓷 2001 和 2007 年分别经历三年衰退期



数据来源：BLOOMBERG，国泰君安证券研究

2.4.2. 海外陶瓷巨头凭并购扩大版图

世界陶瓷巨头格局稳定，CR4为6%。据2017年由《世界陶瓷评论》发布的世界瓷砖巨头排名，Mohawk、SCG、LAMOSA和RAK分别名列第一至第四位。其中美国的Mohawk集团以年产能2.5亿平方米和收入31.74亿美元稳居榜首，远超第二名泰国集团SCG的7.51亿欧元收入。从产能

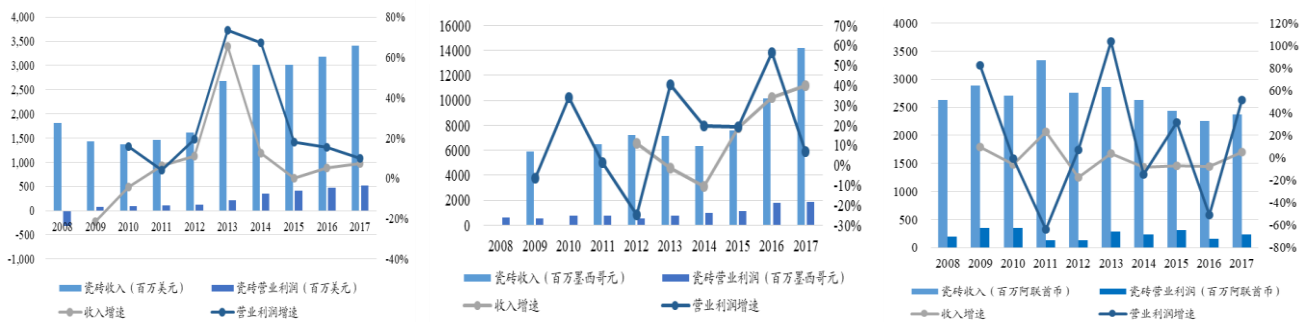
数据而言,前四大瓷砖企业总产能达到7.44亿平方米,占全球产量的6%,但从国内市占率的角度出发,泰国SGC企业国内市占率为20.1%,墨西哥的LAMOSA市场份额超过40%。

表 3: 世界瓷砖四大巨头产能和瓷砖板块收入情况

排名	名称	产能(万平方米)	2016年收入
1	莫和克工业集团	23000-25000	31.74 美元
2	泰国集团 SCG	20100	7.51 亿欧元
3	墨西哥集团 LAMOSA	18000	6.64 亿欧元
4	阿联酋 RAK 集团	11300	4.42 亿欧元

数据来源:世界陶瓷评论,国泰君安证券研究

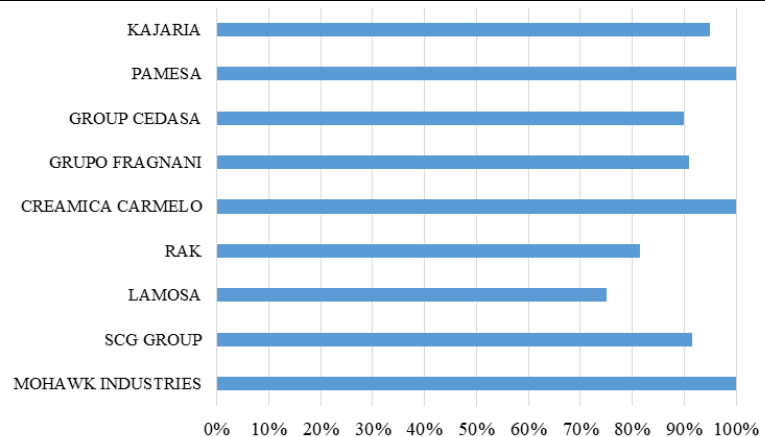
图 43: 陶瓷巨头收入稳定增长, 营业利润持续为正



数据来源: BLOOMBERG, 国泰君安证券 注: 从左到右依次为莫和克工业集团、LAMOSA 和 RAK, 由于 SCG 非上市公司, 因此没有表示

巨头建陶企业产能利用率在75%以上。从2015年世界陶瓷评论公布的全球前十大陶瓷企业的数据来看,前十大陶瓷企业不仅产能巨大,而且产能利用率也超过75%,且平均值达到92%,体现出其下游需求良性,并充分利用了陶瓷生产的规模效应。

图 44: 国际前十大建陶企业产能利用率超过75%



数据来源:世界陶瓷评论,国泰君安证券研究 注:2015年数据

并购和国外市场拓展成为国际建陶企业的发展趋势。世界最大的瓷砖厂商莫和克工业集团凭借并购实现收入利润增长,多品类覆盖地毯、地板和建筑陶瓷。莫和克工业集团的并购可以分为三个阶段,首先是

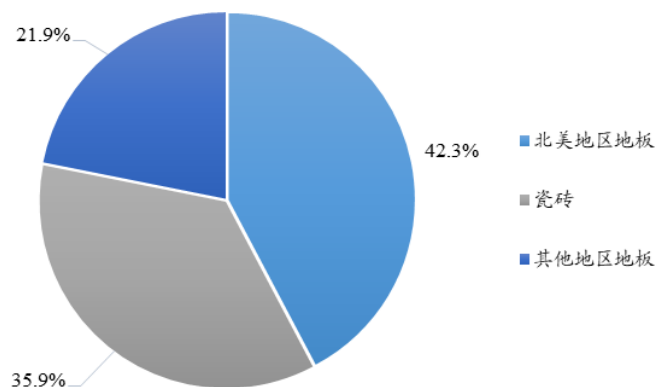
1992~2000 年间主要对纺织地毯公司进行收购，2002~2007 年则开始涉足瓷砖、地板领域；2010 年起更是加快高端品牌收购步伐，例如将意大利知名的马拉齐集团纳入麾下，又于 2017 年收购东欧陶瓷公司 Kay，并且 2018 年莫和克集团表示仍将并购欧洲两家小型分销公司，可以说莫和克工业集团的发展史就是一部并购史。

表 4: 莫和克集团从 1992 年至今并购步伐从未放慢

年份	收购事件
1992-2000	收购 Horizon、ARC、Karastan Bigelow、Galaxy、World、American Weavers、Newmark & JamesDurkan Patterned 共 8 家地毯公司；Image、Diamond 共 2 家地毯纺织公司及 Aladdin 纺织公司和 Crown Crafts 手工厂的纺织部
2002	莫和克收购达泰瓷砖 (Dal-Tile)，正式涉足瓷砖行业
2005	收购比利时地板公司 Unilin，领跑北美和欧洲复合地板市场
2007	收购美国 Columbia 地板公司，进入实木地板领域
2013	收购意大利知名的 Marazzi 瓷砖公司，成为世界范围内的瓷砖领导者；收购瑞士著名的 Pergo 地板公司，扩大自身在北美和欧洲地区复合地板领域的产能和影响力
2015	收购比利时著名塑胶地板公司 IVC，确立在北美和欧洲该领域的市场地位；收购保加利亚著名瓷砖公司 KAI，领导东欧瓷砖市场
2017	收购东欧最强的陶瓷公司 Kay 以及意大利陶瓷排名第八的 EmilceramicaS（埃米陶瓷集团）并拥有旗下的所有品牌

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 45: 莫和克工业集团通过并购覆盖地板和瓷砖等品类

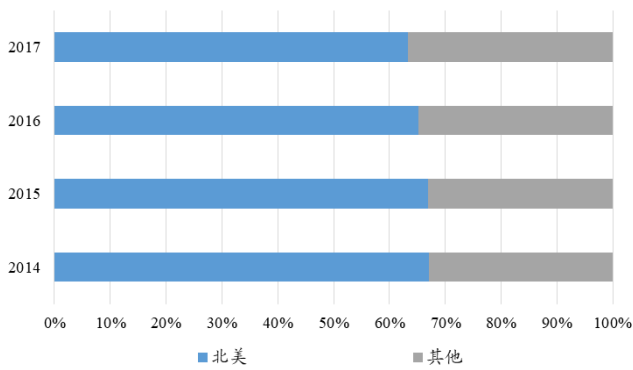


数据来源：BLOOMBERG，国泰君安证券研究

墨西哥 LAMOSA 集团通过并购实现 2017 年 39.7% 的收入增长。2017 年 LAMOSA 收购南非 Cerámica San Lorenzo 公司，该公司拥有超过 2400 万平方米的产能，在阿根廷具有领先地位。产能的增加和协同效应对 LAMOSA 的收入和盈利能力起到正向作用。

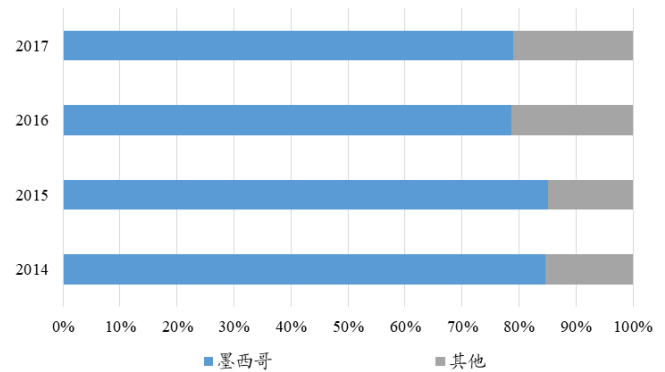
巨头陶瓷企业不断致力于国际陶瓷市场的开发和拓展。以莫和克集团及 LAMOSA 为例，莫和克集团北美地区外的收入占比从 2014 年的 32.9% 逐步上升至 2017 年的 36.7%；LAMOSA 在墨西哥境外的销售占比也从 2014 年的 15.5% 上升至 2017 年的 21%。随着国内市场需求逐步被满足，凭借自身品牌和技术拓展国外市场或并购国外企业，成为当前国外陶瓷企业的趋势。

图 46: 莫和克集团其他地区收入占比逐步增长



数据来源: BLOOMBERG, 国泰君安证券研究

图 47: LAMOSA 集团其他地区收入占比稳步增长



数据来源: BLOOMBERG, 国泰君安证券研究

3. 工程渠道受益规模效应, 未来有望诞生大型公司

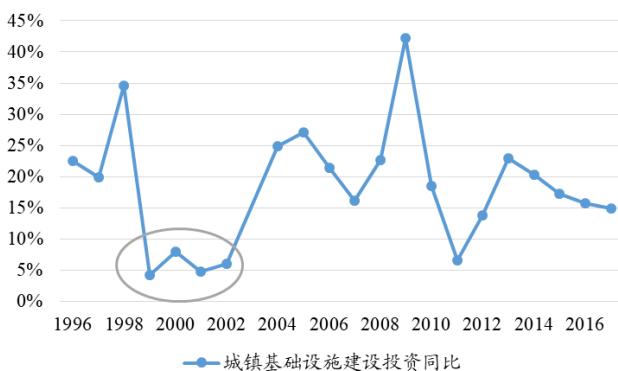
3.1. 受制于市场和运营, 历史建陶行业未出现大公司

从历史上看, 建筑陶瓷行业尚未诞生持续发展的大规模公司, 而是龙头不断交替更迭的过程。而如今, 不论是单一品牌销量十三年领先的诺贝尔, 还是多品牌为主的新明珠和新中源, 其营收也尚未突破百亿大关。复盘历史上大公司的陨落, 结合当今建陶行业的竞争格局, 总结原因如下:

3.1.1. 外部环境: 宏观环境恶化影响瓷砖下游需求

陶瓷企业营收恶化及退市的两阶段分别出现在 2000 年和 2008 年附近, 观察当时的经济环境, 中国的基建投资和房地产销售均出现大幅下降, 且分别处于亚洲金融危机和全球金融危机期间。由于下游需求的萎靡, 瓷砖企业销售不畅, 导致产能利用率偏低。

图 48: 城镇基础设施建设的在 1999-2002 年增速趋缓



数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

图 49: 房地产销售面积 2008 年出现大幅下滑



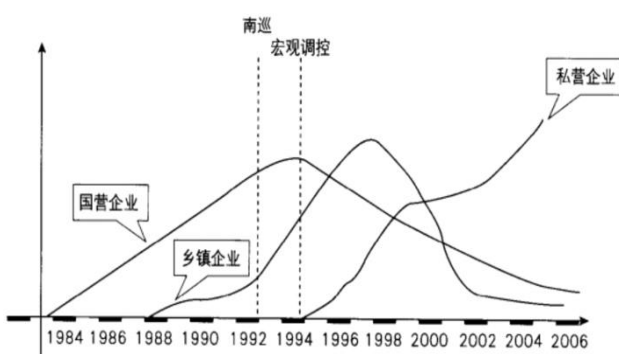
数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

3.1.2. 公司治理: 所有制结构和管理层变动影响企业经营效率

从佛陶集团到鹰牌陶瓷、东鹏陶瓷, 再到目前欧神诺、蒙娜丽莎、马可波罗、诺贝尔等百花齐放的格局, 体现的是从国有企业到乡镇企业再到民营企业的发展。佛陶集团的没落主要由于国有体制的僵化及追求政绩、好大喜功, 引进合资项目举债太多而导致资金链断裂。反观当下, 欧神诺的鲍杰军、蒙娜丽莎的萧华和东鹏的何新明这些创始人级别的人

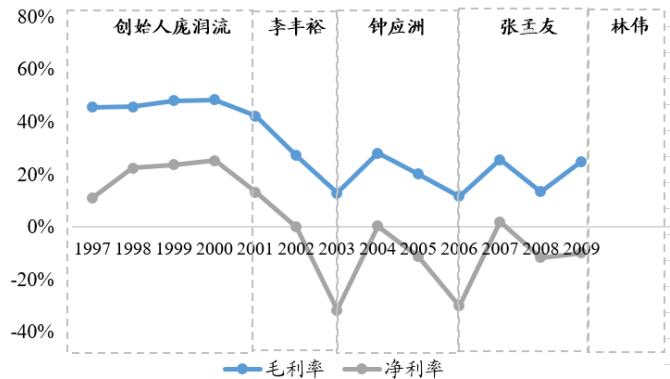
物仍各自工作在第一线。

图 50: 中国建筑陶瓷企业经历了所有制的变迁



数据来源：中国智式，国泰君安证券研究

图 51: 创始人退出后鹰牌陶瓷业绩一蹶不振



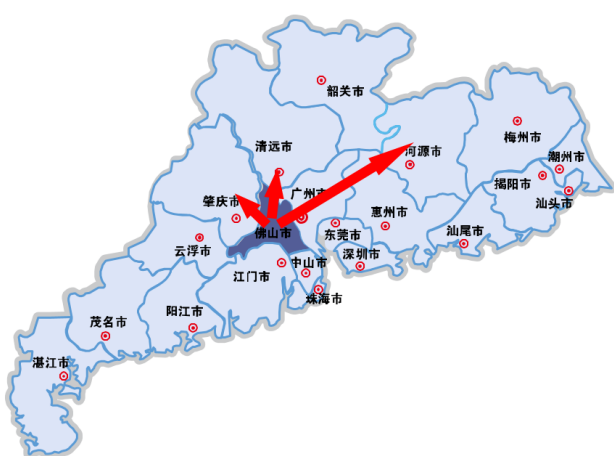
数据来源：BLOOMBERG，国泰君安证券研究

3.1.3. 生产运营：生产基地选择应考虑成本因素

在亚细亚集团和斯米克瓷砖的历史发展中，其生产基地都经历了从上海搬迁到外地的过程，其中亚细亚搬迁到山东，而斯米克转移到江西。亚细亚创始人詹村雄考虑上海基地的原因为上海是最能打造出高端品牌的销售市场，并因此辅之以终端影响力更大的直营渠道。但随后由于上海政府的环保要求，建陶企业纷纷撤出，而厂址的搬迁造成了不小的生产成本，且直营渠道产生的销售费用也未能一时缩减，造成净利润的大幅下滑。

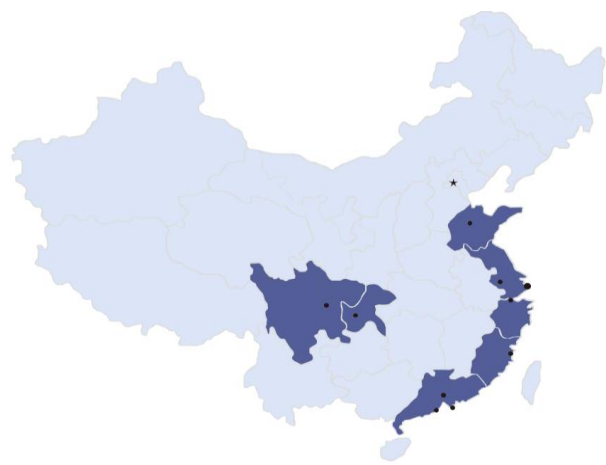
结合其他建陶企业的经验，厂址的选定更应该考虑成本因素。如新中源挥师四川夹江，主要因为其廉价的天然气优势；2000年来佛山建陶企业从佛山向清远、肇庆、三水等地方进行转移，也主要因为其有丰富的原料资源，随后山东淄博、江西丰城等地也吸引建陶企业纷纷建厂。形成“三东一西”的格局（广东、山东、华东和西部）。

图 52: 2000 年以来建陶企业在广东省内迁移



数据来源：根据公司披露数据进行绘图，国泰君安证券研究

图 53: 国内呈现“三东一西”格局



数据来源：根据公司披露数据进行绘图，国泰君安证券研究

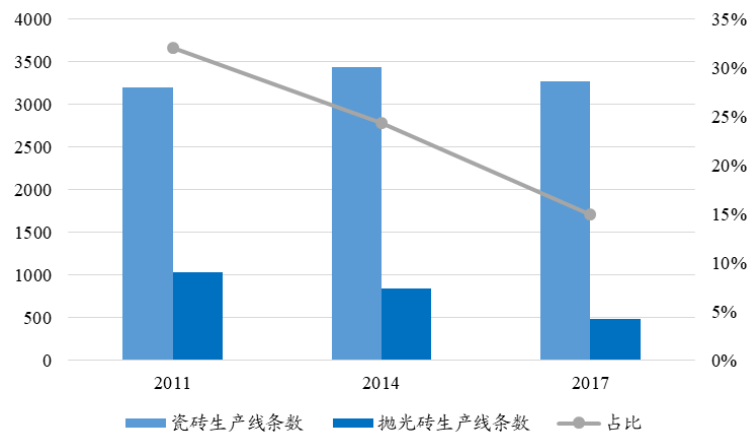
3.1.4. 研发效率：瓷砖产品迭代周期缩短，研发效率成为关键

从建陶行业的历史来看，每当有新品问世，便会遭受市场追捧继而招致

众多行业仿效者，最终纷纷以价格战结束惨烈的竞争，从历史上来看，亚细亚集团曾因大规模瓷砖的生产难度增加导致毛利率下降；鹰牌陶瓷也曾一度因价格战而被迫降低产品价格。

从产品来看，从抛光砖到仿古砖，从微晶石到全抛釉再到大理石，无一不经历过价格战的洗礼。以抛光砖为例，根据陶业长征的调研数据，抛光砖生产线从2011年的1025条减少至2017年的487条，减少比例超过50%。价格上，四川夹江的生产基地也表示抛光砖刚出来时可以卖到30元/片，如今不少厂家的出场价才为14~16元/片，下降程度巨大。

图 54: 抛光砖生产线占比逐年降低



数据来源：陶业长征调研数据，国泰君安证券研究

表 5: 瓷砖产品迭代周期逐渐缩短

种类	兴起时间	爆发	没落	周期(年)	事件
抛光砖	1990	-	2014	24	第一块抛光砖——石湾工业陶瓷厂于1990年1月引进全国最大的玻化砖生产线，开始生产抛光砖
仿古砖	1997	2000	2016	19	1997年，唯美公司率先在国内开发生产仿古砖
微晶石	2002	-	2012	10	第一批具备微晶石大规模生产能力的企业几乎同时开发投产
全抛釉	2008	-	2015	7	2007年，楼兰陶瓷在木纹砖的基础上，推出皇钻抛釉砖，开创了抛釉砖的先河
大理石	2009	2014	-	-	2009年由简一开创
抛晶砖	2010	-	-	-	
柔光瓷砖	2014	-	-	-	

数据来源：国家统计局，中国陶瓷家居网，Wind，国泰君安证券研究

3.1.5. 品牌战略：高端产品更适用于单品牌或差异化品牌战略

高端产品为保证其品牌影响力往往采取单一品牌。多品牌的战略不仅会减弱品牌力，还可能引起不同品牌经销商之间的内耗。以鹰牌陶瓷为例，其1999年并购华鹏陶瓷厂，虽然此后华鹏的品牌价值迅速成长，但未能与鹰牌的品牌产生差异化的定位，对鹰牌之后的业绩有一定影响。而同样采取收购战略的东鹏陶瓷，则在并购后维持单一品牌，不仅扩大了规模，还保持了自身的品牌影响力。

图 55: 东鹏陶瓷经历了并购到主副品牌再到单一品牌的发展历程



数据来源:《东鹏之道》, 国泰君安证券研究

3.1.6. 渠道限制: 经销渠道下门店数量开拓空间有限

目前建筑陶瓷企业的主要销售渠道仍为经销渠道, 作为经销渠道的龙头企业, 东鹏瓷砖已在全国布局有 4000 多家经销门店。由于单一品牌和品类的限制, 因此门店开拓空间有限。且四、五级市场又有低成本战略的新中源和新明珠集团参与竞争, 渠道下沉也存在限制。因此扩品类、开拓差异化品牌或进军其他渠道也成为增长空间所在。

表 6: 东鹏瓷砖在单一品牌厂商中门店数量居首

	名称	门店数目
1	东鹏控股	4494
2	唯美集团	4000
3	蒙娜丽莎	2000
4	诺贝尔	2000
5	欧神诺	1600
6	新中源	-
7	新明珠	20000 (多品牌)

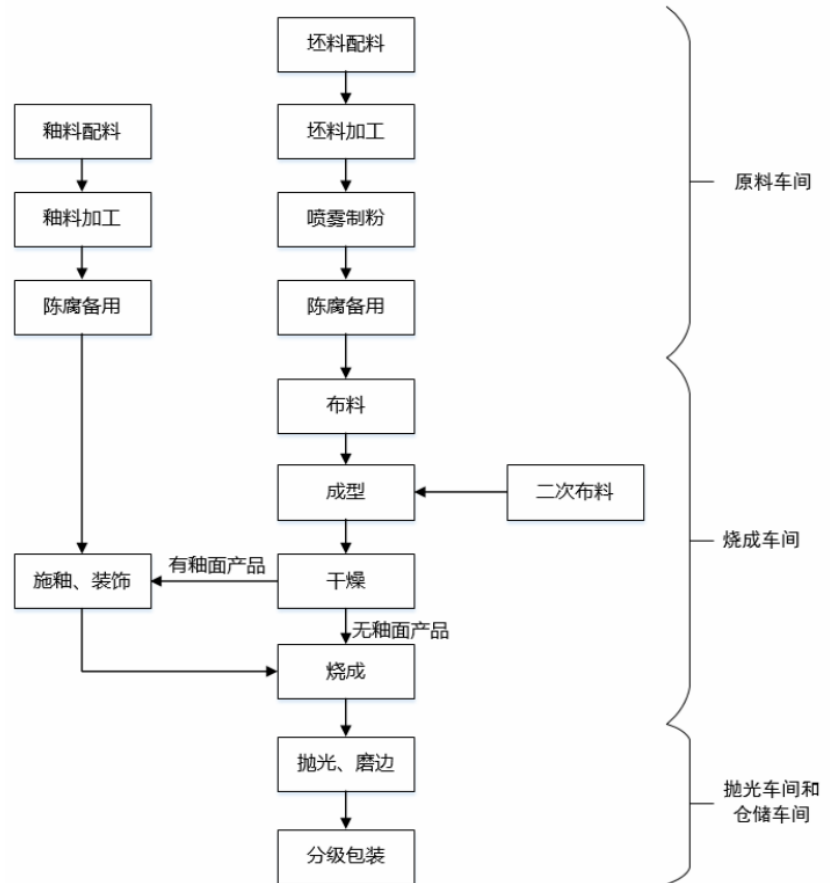
数据来源: 年报, 公司官网, 国泰君安证券研究

3.2. 规模效应是大型公司的竞争优势和增长基础

3.2.1. 瓷砖生产工艺流程较长, 自动化程度高

瓷砖生产工艺的标准化和自动化程度较高, 环节较多。瓷砖流程基本分为坯料和釉料的制备、生产线烧成及抛光三个环节, 需要经过原料车间、烧成车间和抛光仓储车间。具体而言, 原料的制备主要环节包括材料的均化 (即通过挖机进行混合)、球磨 (将泥浆进行研磨) 和喷雾干燥和陈腐等; 烧成车间则是先通过干燥窑进行干燥, 然后进行施釉, 最后在辊道窑中进行烧成; 此后一些瓷砖还需要进行抛光过程, 整个流程环节较为繁多。

图 56: 瓷砖生产工艺流程

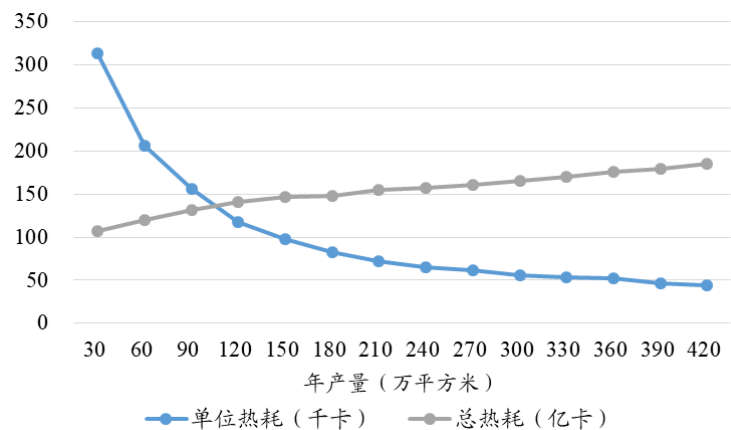


数据来源: 蒙娜丽莎招股说明书, 国泰君安证券研究

3.2.2. 陶瓷生产存在规模效应, 停产复工成本高企

瓷砖生产中成本可分为两块, 分别为购置成本和运行成本。购置成本方面: 以东鹏陶瓷募集资金进行的生产线投资为例, 4 条生产线共需固定资产投资 5.51 亿元, 平均每条需投资 1.38 亿元, 此项成本将分摊到产量上; 运行成本方面则主要指连续热处理带来的能源消耗, 数据表明当窑炉年产量超过 200 万平方米之后, 单位产品的热耗逐渐趋向 $40 \times 10^3 \text{kcal}$ 的渐近线, 但产量很小时, 单位产品的热耗就非常大。

图 57: 瓷砖生产在热耗方面存在规模效应



数据来源: 《陶瓷墙地砖生产技术》, 国泰君安证券研究

开窑、停窑和转产成本高企。由于陶瓷行业本身高能耗，因此在生产过程中不论停窑、重新开窑还是转产的成本都非常高，其中停窑和转产的成本主要由于能源的空转消耗，而重新开窑的主要成本在于试运转造成的电力损耗及中试产品检测过程中导致的成本。

表 7: 停窑、开窑和转产造成较大能源损耗

操作	成本
停窑	预热带和高温带需每小时约 30~50 度降至 850~900 度保温 3~4 小时，拔出辊棒后再以每小时约 30~50 度降至 550~600 度保温约 4~5 小时，再以每小时约 30~50 度降至 350~400 度
开窑	开窑过程中则需要提前 4 小时对各风机进行试运转，以确认风机没有震动、异声以及风机运转方向和标识方向一致。同时成品窑炉在点火过后，干燥窑需要重复提前 4 小时对风机进行检验的过程。
转产	转产则需要进行空窑的过程，空窑过程中能源正常消耗

数据来源：陶瓷厂窑炉工序指导书，国泰君安证券研究

转产可导致产品成本提高约 6 元/平方米，根据生产经验，每次生产转换需 8 小时，每月浪费在生产转化上的时间为 80 小时，期间无法正常生产，因此设备利用率为 $1-80 \div (30 \times 24) = 88.9\%$ 。如果假设生产线日产量为 5000 平方米，且设备利用率每下降 1%，经济损失约在 7 万元左右，由此，因设备利用率降低带来的经济损失每月近 77 万元，提高成本为 6 元/平方米，相对单位瓷砖 30-50 元的售价是一个较高的比例。且随着产品品种转产频率提高，单位成本损耗也相应提高。

转产甚至可能导致原料配比、压机和窑炉、施釉等一系列工艺的改造，从而加大改造成本。以小型瓷砖转产为大规格瓷砖为例，由于大小和厚度发生变化，干燥设备需要更换，压机吨数需要更高，磨具要变大，窑炉因为一次只能进一件陶瓷而导致效率降低，同时釉线和抛光机都面临着更换风险。

表 8: 小型瓷砖转产大板的设备更换成本达到 2000 万元

设备	更换成本 (万元)
五层干燥窑	350
压机投入	300
釉线更换	350
抛光线	1000
合计	2000

数据来源：国泰君安证券研究

3.3. 工程渠道有望出现大公司，先发和资金优势构筑企业壁垒

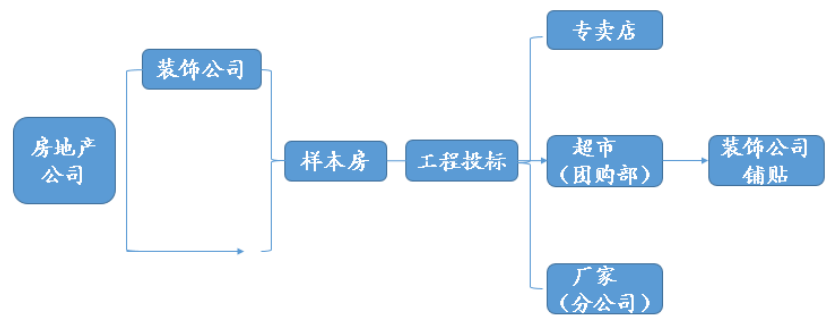
3.3.1. 工程渠道既优化企业运营，又受益于规模效应

工程渠道产品品类统一，利于缓解企业的研发效率问题，助力单一品牌下的渠道拓展。由于房地产企业单批次订单较多，且产品品类较为统一，相对于零售市场而言形式更为单一。零售端由于客户需求难以统一，因此需要不断推出新花色和品种，对企业的产品研发要求较高。并且多品牌集团通常利用零售渠道的开店扩张和经销商数目的增加实现营收增

长；而工程渠道下，多品牌企业优势难存。相反单一品牌公司借助品牌影响力和产品质量，能够加深与房地产企业的合作，开拓渠道增量。

受益于大规模和专业化生产，工程渠道生产能够改善产品的直接和间接生产成本。零售渠道不仅对库存有一定的要求，还会导致生产线的频繁转产，一定程度上增加了单位成本。反之，规模化生产下每提高 10% 的产量就能降低 3%~5% 的成本，而如果叠加专业化，则每提高 10% 的产量就能降低 5%~8% 的成本；与此同时，由于采购原料标准化，减少原料波动还能够使得产品质量更为稳定，间接减少生产成本。通常而言，规模化生产往往是多品牌集团的成本优势所在，而通过工程渠道，定位高端的单品牌企业也可以享受规模效应带来的成本减少。

图 58: 瓷砖工程渠道销售流程

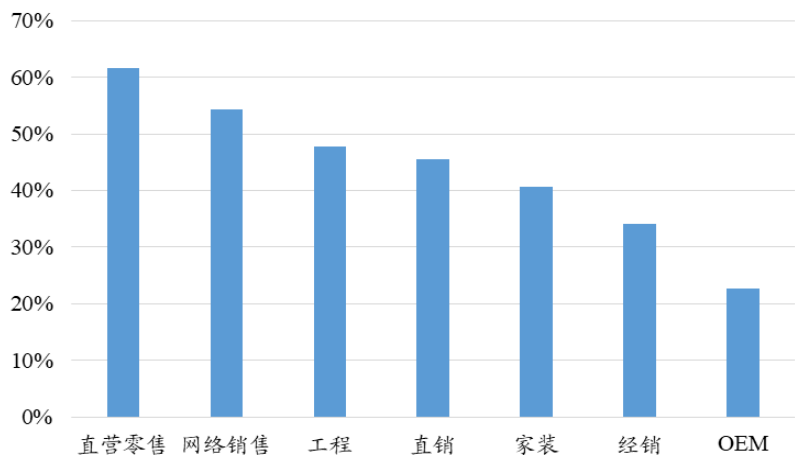


数据来源：国泰君安证券研究

3.3.2. 工程渠道盈利能力较强，原因在于内含运输费用

工程渠道有着更高的毛利率。在瓷砖所有的销售渠道中，直营零售毛利率最高为 61.67%，工程渠道毛利率高达 47.78% 位列第三，而相比之下，经销渠道毛利率仅高于 OEM，为 34.10%。

图 59: 工程渠道毛利率较经销渠道更高

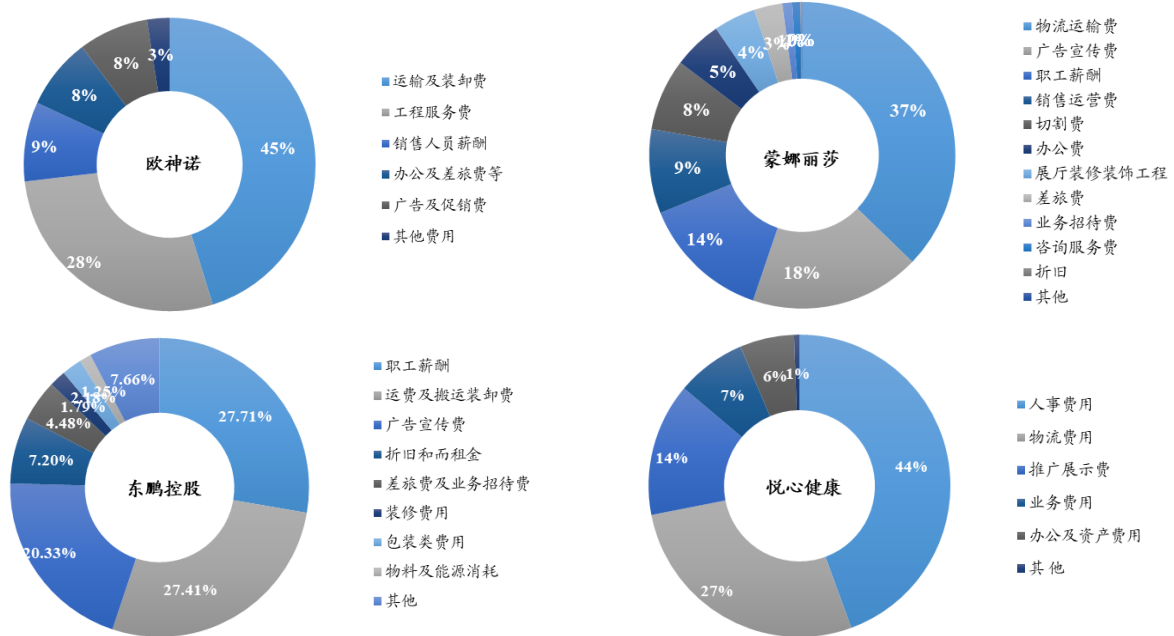


数据来源：东鹏控股招股说明书，国泰君安证券研究

工程渠道商和经销渠道商销售费用构成不同导致工程渠道毛利率更高。由于工程业务中由厂商负责运输费用，因此其销售费用中物流运输费占

据主要部分，且工程业务的售价中一定程度上包含了运费的销售服务费用；而相比之下，经销商渠道主要以销售人员的职工薪酬为主，运输费用位居其次。

图 60: 工程渠道商主要销售费用为物流运输费，经销渠道商销售费用以人事费用为主



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

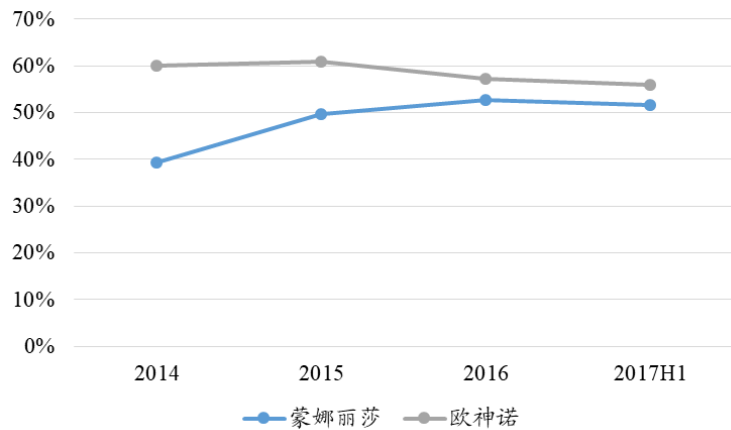
3.3.3. 先发优势和资金量优势成为工程渠道的进入壁垒

与房地产商深度合作的先发优势是建陶企业进入工程渠道的壁垒之一。目前建陶上市公司中只有欧神诺与蒙娜丽莎的工程渠道占比较高。与蒙娜丽莎不同的是，欧神诺的工装渠道均是自营服务团队提供支持。其中单单碧桂园和万科就贡献了50%以上的销售额。而蒙娜丽莎的大客户中，恒大、碧桂园、万科和中海地产等工程商合计占比30.92%，相较欧神诺的工程大客户占比还有一定差距。

其次，对于工程客户，自营模式比经销模式更为适用。工程渠道直接对接房地产企业，如果仅仅依靠经销商进行大客户服务，容易出现利益冲突和效率的低下。由于在工程渠道中房地产商的合作供应商不止一个，因此往往掌握更强的话语权。为了提高服务的质量，自营对接往往更加有效。例如欧神诺专门建有工程客户的大客户部，配备近百名员工，对于每个工程项目各个流程都进行专人跟进。

欧神诺从2008-2009年就开始注重工程渠道的发展。从2008年的渠道、团队和产品结构的调整，到2009年的大力发展，再到2010年的与碧桂园合作，欧神诺在工程渠道上占据了先发优势。蒙娜丽莎从2014年工程渠道占比为40%，而欧神诺则从2015年起就一直保持在55%-60%的水平，说明欧神诺对工程渠道进军更早。并且，欧神诺2018年计划新增加3-5个地产大客户，继续发力工程渠道。

图 61: 欧神诺比蒙娜丽莎更早进入工程渠道

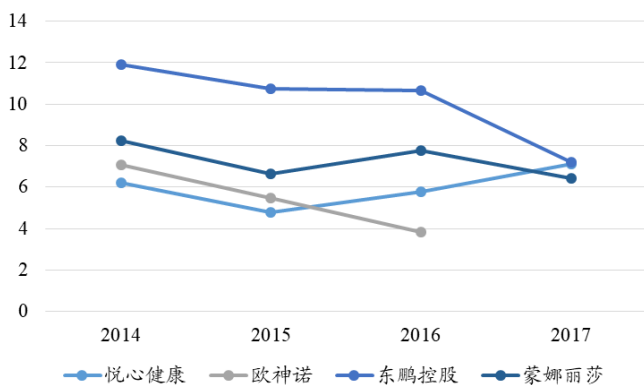


数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

大型规模化企业是工程渠道开发的壁垒之二。首先, 房地产企业在招标时对供应商提出的要求较高: 2012年9月, 恒大地产首次在新浪地产网对2012年集团统一采购材料进行招标自荐, 其中综合陶瓷类招标, 入围的条件有两个, 一是能够生产抛光砖、仿古砖、瓷片等类型; 二是注册资金达1亿元以上。高要求的招标标准使得一批中小企业无法进入工程客户的渠道中。

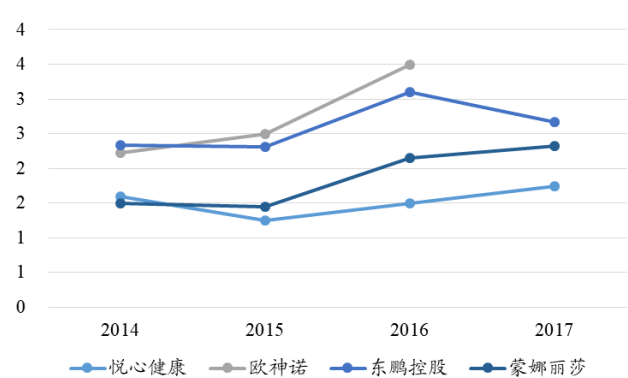
其次, 工程渠道更加占用企业的资金和库存, 因此资金量和现金流成为渠道壁垒。由于工程渠道直接面对的下游客户是房地产企业, 由于项目工期等一系列因素的影响, 开发商的工程款结算方式有一定的延迟性, 压货和垫资的情况比较常见地产企业的占款情况较为严重, 这会占用了企业大量的运营资金和库存, 导致工程渠道应收账款高企, 周转率相对低, 对于陶瓷企业本身的运作产生了一定的风险。

图 62: 工程渠道应收账款周转率相对低



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 63: 工程和经销渠道存货周转率各异



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海 银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界 商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中 心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		