

蒙娜丽莎 (002918.SZ) 瓷砖行业龙头公司, C 端+大宗双轮驱动

2021 年 08 月 11 日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)
吕明 (分析师)
张绪成 (分析师)
王宇俊 (联系人)

lvming@kysec.cn

zhangxucheng@kysec.cn

wangyujun@kysec.cn

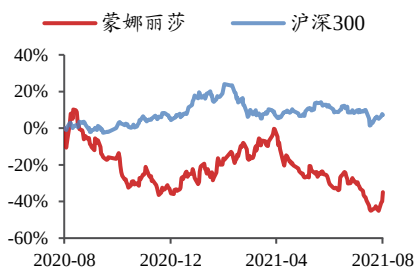
证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790520020003

证书编号: S0790120080064

日期	2021/8/11
当前股价(元)	27.74
一年最高最低(元)	48.90/22.80
总市值(亿元)	113.66
流通市值(亿元)	59.41
总股本(亿股)	4.10
流通股本(亿股)	2.14
近 3 个月换手率(%)	94.18

股价走势图



数据来源: 聚源

● 瓷砖行业龙头公司, C 端+大宗双轮驱动, 首次覆盖给予“买入”评级

蒙娜丽莎是瓷砖行业龙头公司, 在瓷砖行业长期集中度提升的背景下, 公司不断进行产品升级, 优化产能布局, 把握区位优势降低生产成本, 加快渠道下沉, 未来业绩有望持续稳定增长。我们预测公司 2021-2023 年归母净利润为 7.41/9.62/12.39 亿元, 对应 EPS 为 1.81/2.35/3.02 元, 当前股价对应 PE 分别为 15.3/11.8/9.2 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

● 行业“大行业小企业”特征明显, 未来集中度提升空间大

(1) 2019 年我国规模以上建筑陶瓷企业销售额达到 3878 亿元, 2014-2019 年, 瓷砖行业规模以上企业营业收入 CAGR 为-2.49%, 行业已步入成熟期, 市场规模整体增速放缓。(2) 目前瓷砖行业格局分散, 具有“大行业小企业”的特征, 伴随环保政策趋严, 瓷砖行业去产能, 中小企业加快退出, 龙头公司在全国进行产能布局以及销售网络搭建, 凭借渠道、产品、品牌力在 C+小 B 端市场抢占份额, 同时, 凭借规模优势积累优质大 B 客户, 龙头优势更加显著。

● 陶瓷板材领先, 产能布局优化, 成本管控优质, 渠道下沉战略落地表现优异

(1) 重视研发投入, 所获专利稳步增长, 较早布局岩板领域, 重视薄型化、大规格产品发展, 产品升级构建公司品牌价值。(2) 产能扩张迅速, 布局战略优化, 选址把握区位优势降成本。2018 年 5 月, 公司开始规划在广西藤县建设 11 条陶瓷生产线, 项目全部完工将增加 8822 万平方米的产能, 目前一、二阶段生产线分别投产, 同时, 收购江西普京陶瓷子公司至美善德, 年产能达 4000 万平方米。藤县、高安选址充分发挥区位优势, 有效降低成本。(3) “经销渠道+地产战略”双轮驱动, 工程业务加速成长。公司拥有专卖店和网点 4000 多个, 且计划每年新增 350-550 家零售门店。营销线上线下齐发力, 应用智慧门店终端推广系统和设计云平台, 利用天猫、京东、抖音、居然、红星等线上平台参与众多品牌营销活动。B 端口碑优质, 与碧桂园、万科、保利大型地产商建立战略合作关系。

● **风险提示:** 原材料价格波动风险; 市场竞争加剧风险; 公司产能不及预期风险

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,804	4,864	6,689	8,998	11,608
YOY(%)	18.6	27.9	37.5	34.5	29.0
归母净利润(百万元)	433	566	741	962	1,239
YOY(%)	19.4	30.9	30.8	29.9	28.7
毛利率(%)	38.5	34.3	34.3	33.9	33.8
净利率(%)	11.4	11.6	11.1	10.7	10.7
ROE(%)	14.8	15.8	17.9	19.4	20.5
EPS(摊薄/元)	1.06	1.38	1.81	2.35	3.02
P/E(倍)	26.3	20.1	15.3	11.8	9.2
P/B(倍)	3.9	3.3	2.8	2.4	1.9

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 蒙娜丽莎：致力高品质建筑陶瓷的研产销一体化优质企业	4
1.1、 定位中高端陶瓷市场，立研产销一体化建陶行业龙头	4
1.2、 高毛利率产品占比提升，产品结构优化	5
1.3、 营收稳健增长，期间费用率持稳	6
2、 龙头公司优势凸显，行业集中度进一步提升	7
2.1、 行业处于成熟期发展阶段，规模在 3000 亿以上	7
2.2、 行业格局分散，未来集中度有望提升	8
2.2.1、 行业格局分散，呈现“大行业，小企业”特点	8
2.2.2、 集中度有所提高，环保政策趋严及壁垒抬高有望推动集中度持续提升	9
2.3、 精装趋势推动 B 端业务增长，地产竣工进一步释放瓷砖需求	11
3、 核心竞争力：陶瓷板材领先业内，成本管控优质，渠道下沉战略落地表现优异	12
3.1、 创新提升品牌价值，岩板发展领先行业	12
3.1.1、 研发投入大，创新驱动产品升级，提升品牌价值	13
3.1.2、 技术、服务优势构建壁垒，立岩板龙头地位	14
3.2、 产能扩张迅速，选址把握区位优势降成本	17
3.2.1、 产能扩张迅速，布局进一步优化	17
3.2.2、 选址充分发挥区位优势，有效降低成本。	17
3.3、 “经销渠道+地产战略”双轮驱动，工程业务加速成长	19
3.3.1、 经销业务稳定增长，渠道下沉战略效果显现	19
3.3.2、 工程渠道提质增量，业务加速成长	21
4、 盈利预测与投资建议	23
4.1、 关键假设	23
4.2、 盈利预测与估值	23
5、 风险提示	23
附：财务预测摘要	24

图表目录

图 1： 定位中高端陶瓷市场，立研产销一体化建陶行业龙头	4
图 2： 股权及管理层结构稳定	5
图 3： 陶瓷薄板/薄砖毛利率显著高于传统瓷砖	5
图 4： 陶瓷薄板/薄砖及瓷质有釉砖毛利贡献占比提高	5
图 5： 陶瓷薄板/薄砖及瓷质有釉砖营收占比持续提升	6
图 6： 陶瓷薄板/薄砖及瓷质有釉砖营收增长明显	6
图 7： 公司营收稳健增长	6
图 8： 2020 年归母净利润实现 5.66 亿元	6
图 9： 公司净利率持续提升	7
图 10： 公司 2013-2019 年毛利率在行业内保持较高水平	7
图 11： 期间费用率持稳	7
图 12： 行业处于成熟期发展阶段	8
图 13： 行业规模在 3000 亿以上	8
图 14： 建陶行业本身特性决定了其分散的市场格局	9

图 15: “大行业, 小企业”特点明显	9
图 16: 2016 年以来规模以上建陶企业数量持续减少	10
图 17: 天然气价格处于历史高位	11
图 18: 精装房开盘量逐步提升	12
图 19: 精装房渗透率总体呈上升趋势	12
图 20: 2021 年 1-6 月房屋竣工面积同比增长 26%	12
图 21: 蒙娜丽莎研发费用持续增长	13
图 22: 公司研发费用率在同业中处于较高水平	13
图 23: 研发专利稳步增长 (单位: 个)	13
图 24: 陶瓷薄板/薄砖收入稳定增长	14
图 25: 2020 年具备生产 1200×2400mm 及以上规格的大规格岩板生产线达到 68 条	15
图 26: 跨界定制家居, 全案体系完善	16
图 27: 第十七届新锐榜中, 公司被评选为岩板龙头企业	16
图 28: 产能扩张迅速, 重点发展自有产能	17
图 29: 收购完成后, 产能布局进一步优化	17
图 30: 广西平均销售电价低于广东 (单位: 元/千瓦时)	18
图 31: 工业用管道燃气价格广西低于广东 (单位: 元/方)	18
图 32: 广西年在岗职工平均工资明显低于广东 (单位: 元)	18
图 33: 2018 年-2021Q1 经销业务收入占比下降	19
图 34: 经销业务收入稳定增长	19
图 35: 门店全国布局	19
图 36: 公司主要市场在华东和华南	20
图 37: 2020 年西北、西南、华中地区营收增幅较大	20
图 38: 2019 年以来公司销售人员增加较多	20
图 39: 疫情影响节省了大量线下宣传费用	20
图 40: 工程业务加速成长	21
图 41: 公司与近 100 家大型房地产商建立战略合作关系	21
图 42: 2015 年以来公司工程业务毛利率高于经销业务毛利率	22
图 43: 应收账款周转率在业内表现尚佳	22
图 44: 低账龄应收占比增加	22
图 45: 经营活动现金流总体保持健康水平	22
图 46: 收现比持续提高	22
表 1: 以陶瓷砖、陶瓷薄板、薄型陶瓷砖为主要产品	4
表 2: 部分主要陶瓷生产省区环保政策出台, 进一步整治建陶企业排污问题	10
表 3: 较早布局岩板领域, 创新驱动产品升级	14
表 4: 岩板本身优势明显, 应用领域广泛	15
表 5: 2020 年 10 月-2021 年 1 月部分建陶企业新增岩板生产线	15
表 6: 最新面世的 INFINITY 系列双层岩板窑炉功能先进	16
表 7: 2018-2019 年蒙娜丽莎运输费用低于同业 (单位: 亿元)	18
表 8: 2020 年首选率达 17%, 连续三年保持榜单第二位	21
表 9: 公司当前估值水平高于行业平均水平	23

1、蒙娜丽莎：致力高品质建筑陶瓷的研产销一体化优质企业

1.1、定位中高端陶瓷市场，立研产销一体化建陶行业龙头

蒙娜丽莎是致力于高品质建筑陶瓷产品研发、生产和销售的大型陶瓷企业，成立于 1998 年，前身为樵东装饰，2015 年变更为股份有限公司，2017 年在深交所中小板挂牌上市。公司定位中高端陶瓷市场，以“美化建筑与生活空间”为理念，创立“蒙娜丽莎®”和“QD®”陶瓷品牌，将艺术、绿色、智能元素融入瓷砖生产，秉承“每个家，都值得拥有蒙娜丽莎”的品牌发展理念，通过全国营销网络，将产品推向国内外市场。公司是国内率先研发出陶瓷薄板和配套绿色化、智能化生产工艺的企业，突破了建筑陶瓷产品的传统应用领域，为国内建筑陶瓷行业进一步转型升级开辟了新路径。公司以陶瓷砖、陶瓷薄板、薄型陶瓷砖为主要产品，2020 年营收规模达 48.64 亿元，净利润达 5.66 亿元。

图1：定位中高端陶瓷市场，立研产销一体化建陶行业龙头



资料来源：公司官网、开源证券研究所

表1：以陶瓷砖、陶瓷薄板、薄型陶瓷砖为主要产品

产品分类	说明	具体产品	用途
陶瓷砖	瓷质有釉砖	吸水率小于 0.5%、经过施釉工序的陶瓷砖产品	包括抛晶砖、抛釉砖、仿古砖等
	瓷质无釉砖	吸水率小于 0.5%、不经过施釉工序的陶瓷砖产品	包括渗花抛光砖、纯白抛光砖、一般微粉抛光砖、特殊微粉抛光砖等
	非瓷质有釉砖	吸水率大于 0.5%、经过施釉工序的陶瓷砖产品	包括瓷片和小地砖等
陶瓷薄板	吸水率小于 0.5%，厚度不大于 6mm，表面面积不小于 1.62m ² 的板状陶瓷产品		用于一般装修装饰、建筑幕墙
陶瓷薄砖	吸水率小于 0.5%，厚度不大于 5.5mm，表面面积小于 1.62m ² 的陶瓷砖		工程和市政隧道工程

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

股权及管理层结构稳定。1998年萧华、霍荣铨、张旗康、邓启棠共同投资设立樵东陶瓷，2015年四人作为发起人，广东蒙娜丽莎新型材料集团有限公司整体变更设立为股份有限公司，截止2020年年报，四人合计持股63.7%，为一致行动人和公司共同实际控制人。目前，萧华任董事长，霍荣铨任副董事长，邓启棠任副总裁，张旗康任董事会秘书。

图2：股权及管理层结构稳定

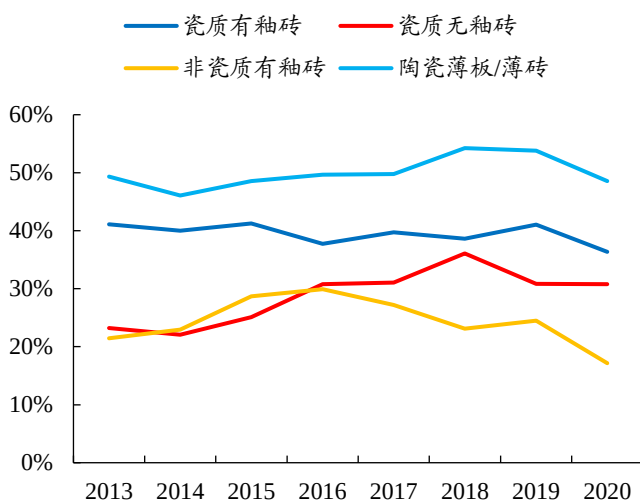


资料来源：Wind、开源证券研究所

1.2、高毛利率产品占比提升，产品结构优化

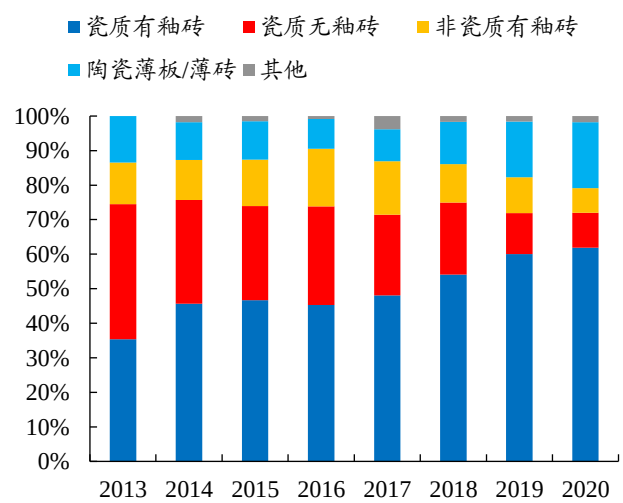
高毛利率产品占比提升，产品结构优化。蒙娜丽莎主要产品为陶瓷砖、陶瓷薄板/薄砖，其中陶瓷薄板/薄砖毛利率显著高于传统陶瓷砖，平均毛利率约为50%，传统陶瓷砖中以瓷质有釉砖毛利率最高，平均毛利率约为39%，毛利率相比其他陶瓷砖高出10%-20%。公司产品结构中，陶瓷薄板/薄砖及瓷质有釉砖营收占比在2013-2020年持续提升，2016年后贡献超过50%，至2020年，营收占比分别为13.53%、58.4%。对毛利贡献占比同样持续提高，拉动综合毛利率上行。

图3：陶瓷薄板/薄砖毛利率显著高于传统瓷砖



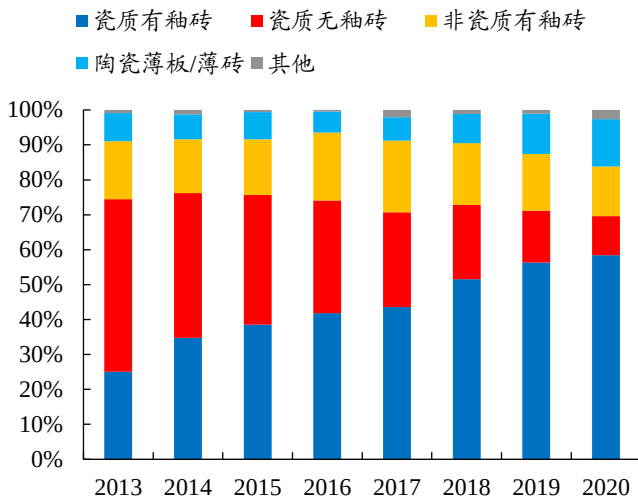
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：陶瓷薄板/薄砖及瓷质有釉砖毛利贡献占比提高



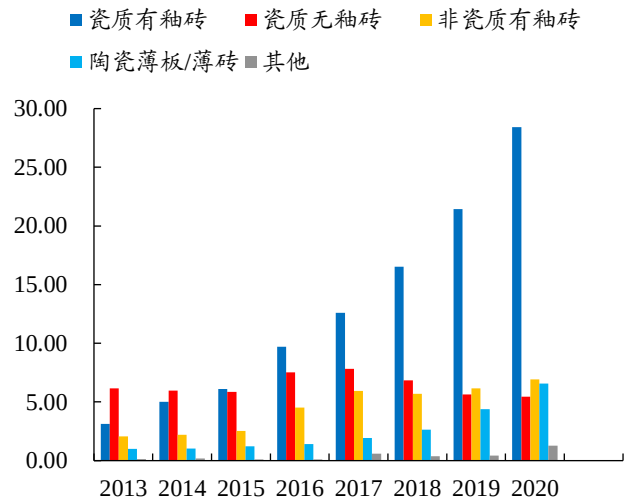
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：陶瓷薄板/薄砖及瓷质有釉砖营收占比持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：陶瓷薄板/薄砖及瓷质有釉砖营收增长明显



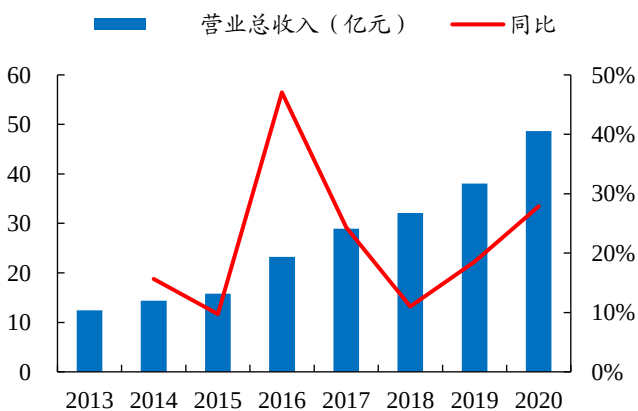
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、营收稳健增长，期间费用率持稳

营收稳健增长，利润率持续提升。2020年，公司实现营收48.64亿元，同比增长27.86%，归母净利润5.66亿元，同比增长30.89%，说明公司在疫情冲击下反应迅速，恢复较好，业绩韧性强。利润率持续提升，净利率2020年11.65%，相比2019年增长0.27个百分点，毛利率2020年为34.29%，下滑4.22%，主要是由于新收入准则，原来确认在销售费用中的运输费用和切割加工费计入合同履约成本，使得成本增加，毛利率下滑。若不考虑新收入准则，毛利率依旧保持上升。利润率水平在同业中处于高位。

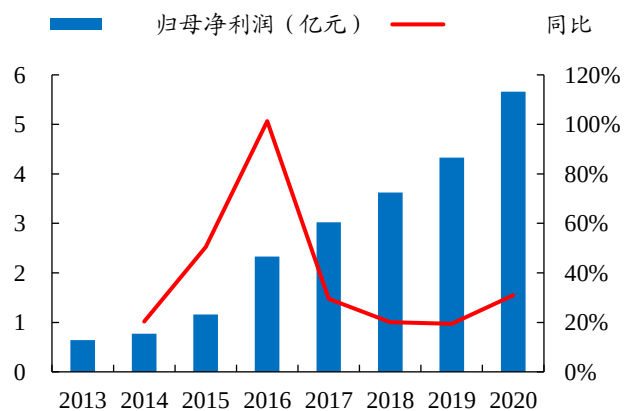
期间费用率持稳。受新收入准则影响，销售费用率大幅下降，管理费用率和财务费用率小幅增长，幅度小于0.1%。总体来看，期间费用率基本保持平稳。

图7：公司营收稳健增长

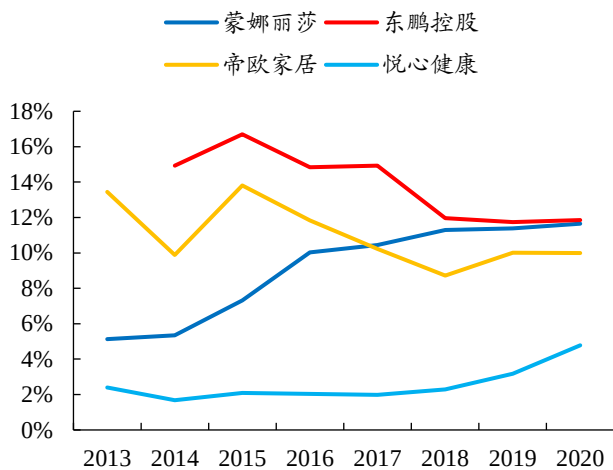


数据来源：Wind、开源证券研究所

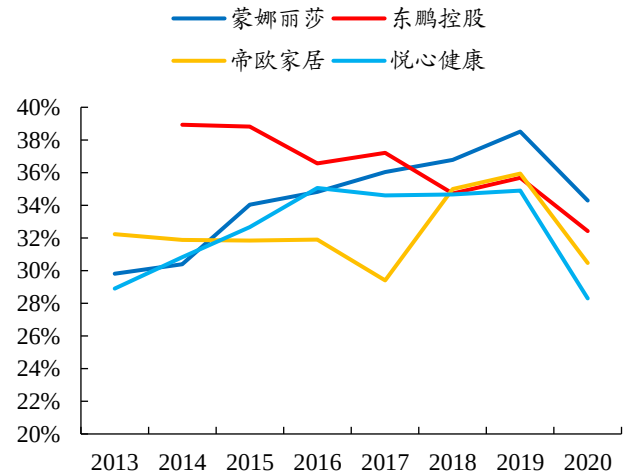
图8：2020年归母净利润实现5.66亿元



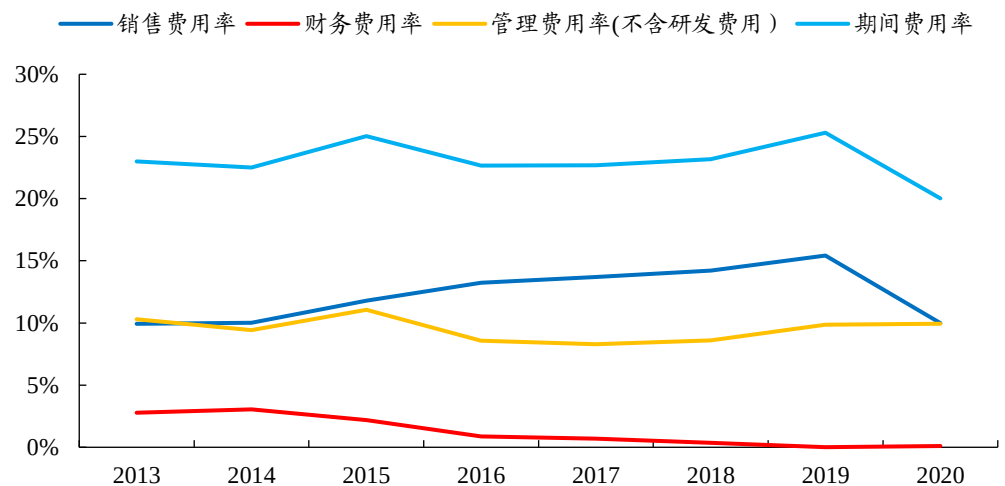
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：公司净利率持续提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：公司 2013-2019 年毛利率在行业内保持较高水平


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：期间费用率持稳


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、龙头公司优势凸显，行业集中度进一步提升

2.1、行业处于成熟期发展阶段，规模在 3000 亿以上

建筑陶瓷行业发展主要分三个阶段：

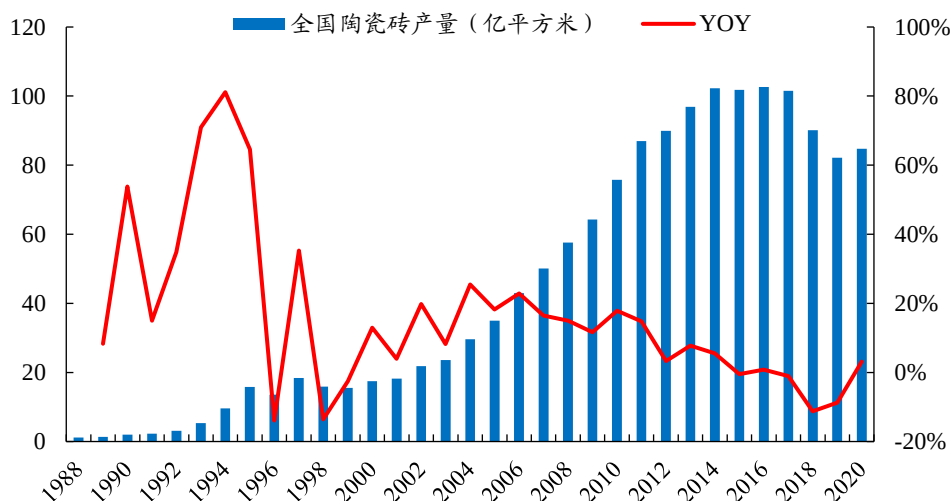
- (1) **发展初期（80 年代-2001 年）**：80 年代佛山耐酸陶瓷厂从意大利引进第一条全自动陶瓷墙地砖生产线，由此，中国建陶产业逐渐发展起来，2001 年陶瓷砖产量达到 18.2 亿平方米。
- (2) **高速成长期（2001-2011 年）**：国内地产行业快速发展，建陶需求不断增加，行业迅速扩张，陶瓷砖产量 2001-2011 复合增速达 16.94%。
- (3) **成熟发展期（2012 年-至今）**：2012 年开始，行业增速降至个位数，增长

仅 3.33%，2015 年行业首次出现负增长，规模开始收缩。2019 年陶瓷砖产量 82.2 亿平方米，同比下降 8.77%，2020 年 84.74 亿平方米，略微上升。

目前，建陶行业正处在成熟发展期，发展平稳。据中国建筑卫生陶瓷协会预测，2021 年建筑陶瓷砖产量将有 5%-7% 的增长。

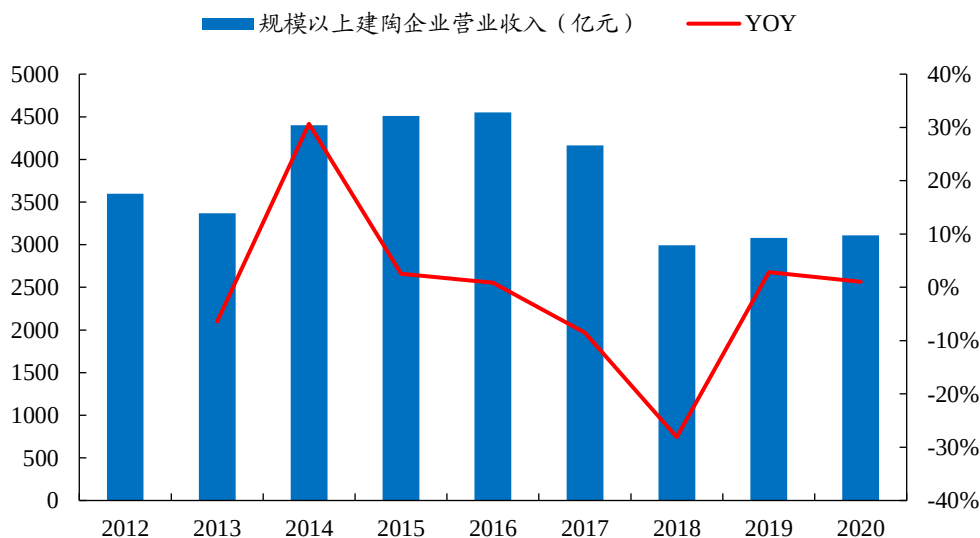
行业整体规模在 3000 亿以上，2019 年规模以上建陶企业营业收入达 3079 亿元，同比增长 2.87%，2020 年营收达 3111.24 亿元，相比 2019 年，增长 1.05%。

图12: 行业处于成熟期发展阶段



数据来源：中国建筑卫生陶瓷协会、开源证券研究所

图13: 行业规模在 3000 亿以上



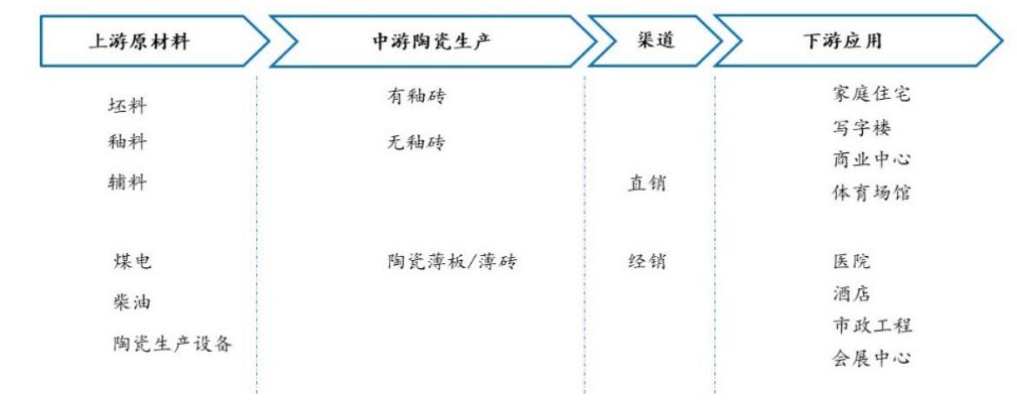
数据来源：艾媒咨询、公司公告、开源证券研究所

2.2、行业格局分散，未来集中度有望提升

2.2.1、行业格局分散，呈现“大行业，小企业”特点

建陶行业本身特性决定了其分散的市场格局。建筑陶瓷行业上游行业包括坯料、釉料、能源燃料及陶瓷生产设备，下游主要应用在住宅装修、市政工程等方面。由于我国原材料丰富，开采及加工企业众多，原材料供应充足，且陶瓷生产设备国产化，原材料及生产设备的易得性，使得进入壁垒较低。同时，瓷砖产品本身种类和花色繁多，装饰性强，一个品类不可能满足市场需求，加上质量较大，运输半径一般在500km以内，市场需求广泛，因此，众多区域性中小产能得以存活，行业格局分散，具有弱品牌性。

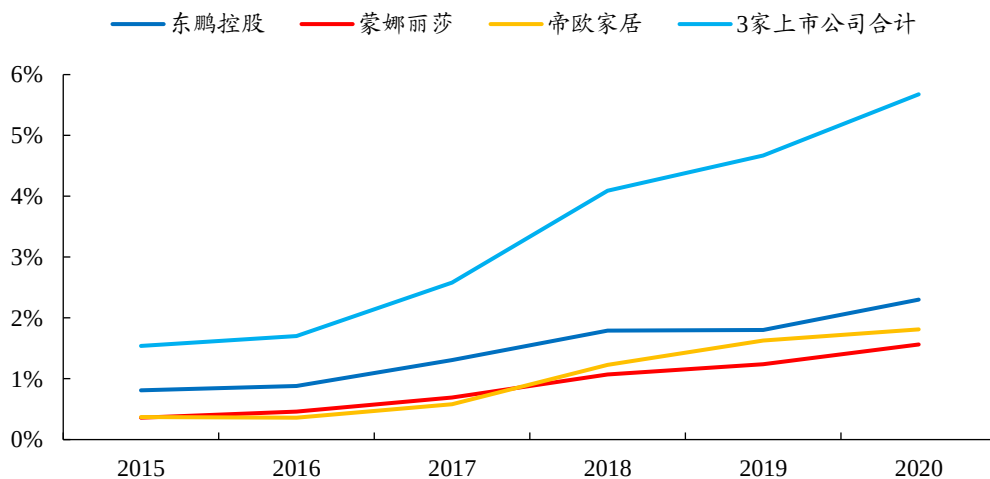
图14：建陶行业本身特性决定了其分散的市场格局



资料来源：公司招股说明书

“大行业，小企业”特点明显。2020年规模以上建陶企业营业收入3111.24亿元，头部企业东鹏控股、蒙娜丽莎和帝欧家居营收分别为71.58、48.64、56.37亿元，市占率分别为2.3%、1.56%、1.81%，三家企业市占率合计仅5.68%，行业集中度低。

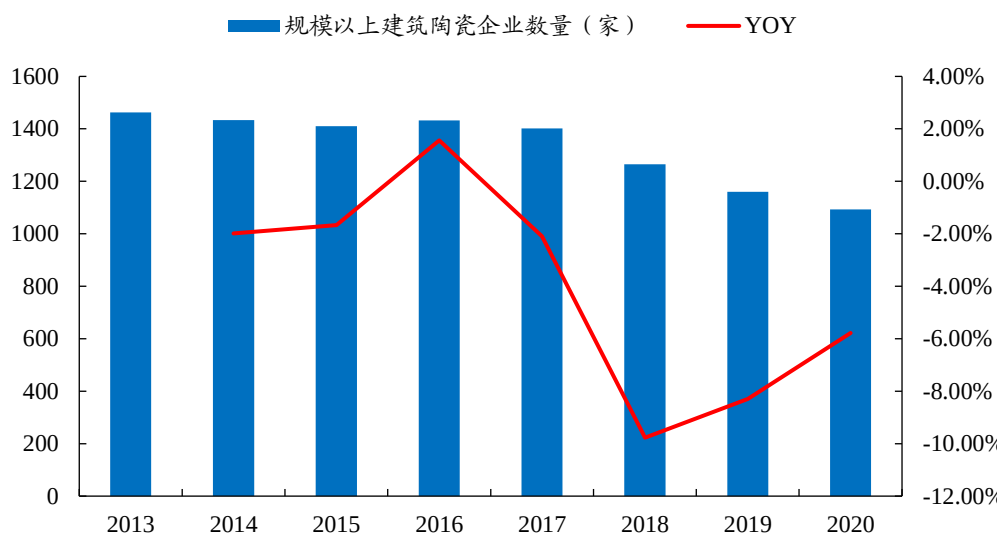
图15：“大行业，小企业”特点明显



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2.2、集中度有所提高，环保政策趋严及壁垒抬高有望推动集中度持续提升

建陶行业集中度有所提高。2016年以来，规模以上建陶企业数量持续减少，2020年规模以上建陶企业1093家，同比减少67家。同时，头部企业的市占率持续提高，东鹏控股、蒙娜丽莎、帝欧家居三家头部企业市占率从2016年的1.7%提升到了2020年的5.68%。

图16: 2016 年以来规模以上建陶企业数量持续减少


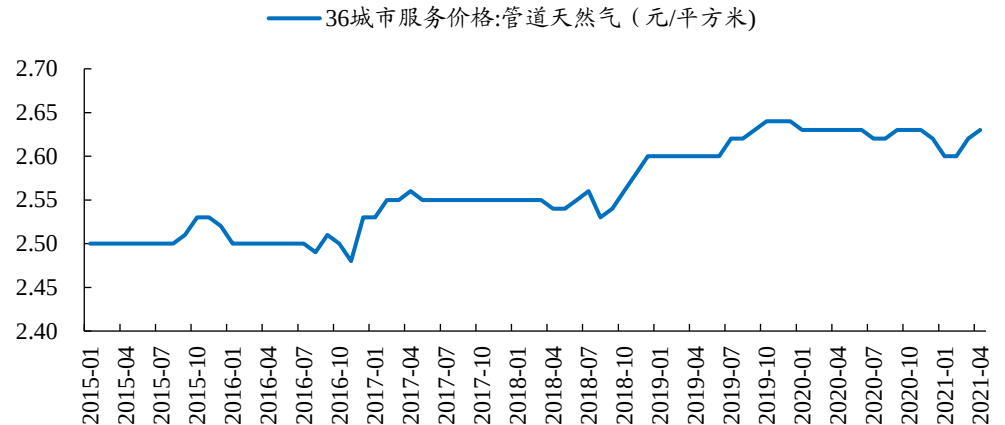
数据来源: 中国建筑卫生陶瓷协会、开源证券研究所

环保政策趋严，中小产能可能逐渐淘汰。2017 年，《陶瓷工业污染物排放标准》重新修订，污染物排放限值要求更高。近三年各地方政府相继出台地方方案，进一步整治建陶企业排污问题。“煤改气”工程持续推进，由于我国天然气对外依赖度较高，同时自 2017 年全国多行业“改气运动”进行，在优先保障民生的情况下，“气荒”问题频现。2020 年受疫情及国际贸易因素影响，天然气供应问题突出，10 月下旬，北方地区就陆续有陶瓷产区集中停窑。目前，天然气价格处于历史高位，燃料成本上升，加速不堪承受的中小企业退出市场。

表2: 部分主要陶瓷生产省区环保政策出台，进一步整治建陶企业排污问题

省份	相关文件	颗粒物	二氧化硫	氮氧化物	执行
广东	《广东省陶瓷工业大气污染物排放标准》	20	30	100	现有企业 2020 年 7 月 1 日起执行；新建企业 2019 年 8 月 1 日起执行
河北	《河北省陶瓷工业大气污染物排放标准》	10	30	100	现有企业 2022 年 1 月 1 日起实施；新建企业 2020 年 11 月 1 日起实施
福建	《福建省打赢蓝天保卫战三年行动计划实施方案》				福州、泉州深入推进建筑陶瓷业污染整治；漳州组织实施“煤改气”工程，2020 年底前基本完成

资料来源: 中国政府网、开源证券研究所

图17: 天然气价格处于历史高位


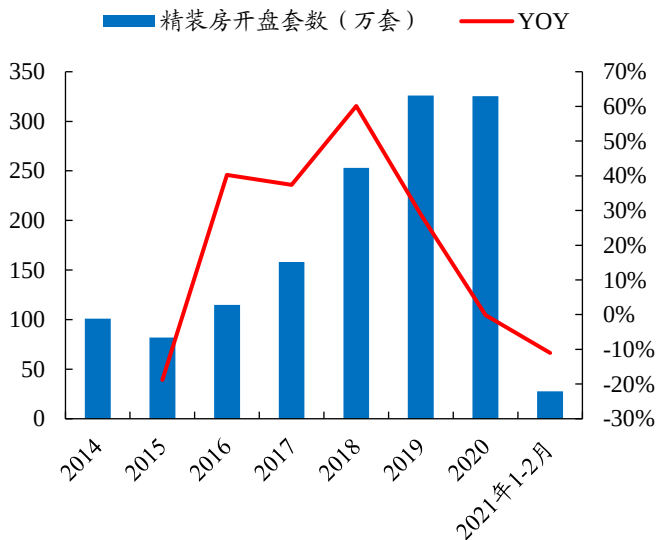
数据来源: Wind、开源证券研究所

龙头企业引领产品升级, 规模及效率优势抬高行业壁垒, 加速行业集中。龙头企业加大研发, 推进瓷砖产品升级, 如东鹏控股、蒙娜丽莎新产品都有大型化、薄型化趋势, 尺寸上逐渐由传统的 $300 \times 300\text{mm}$ 、 $800 \times 800\text{mm}$ 的小、中规格瓷砖向 $900 \times 1800\text{mm}$ 、 $1200 \times 2400\text{mm}$ 的大板发展; 厚度也逐渐变为 5.5mm 甚至 3mm 厚, 2021 年 1 月蒙娜丽莎推出 $6100 \times 1830 \times 10.5\text{mm}$ 高性能大规格陶瓷大板, 进一步加速瓷砖行业“定制化”生产的到来。龙头企业一般掌握较高的技术, 生产线设计更科学, 生产效率较高, 且具有规模优势, 平均制造费用较低。新智能生产线设备价格一般较高, 存在较高的资金壁垒, 同时随着技术壁垒抬高, 中小产能扩张及进入越来越难, 加速行业集中。

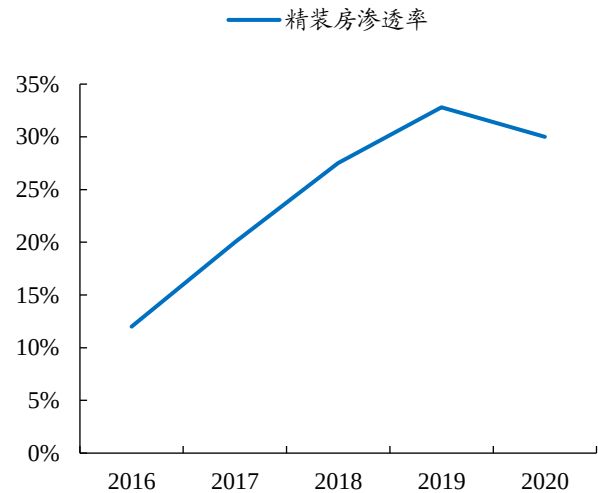
2.3、精装趋势推动 B 端业务增长, 地产竣工进一步释放瓷砖需求

精装趋势推动 B 端业务增长, 工程渠道成发展主要引擎。2016 年以来, 精装房开盘数量稳步提升, 2020 年国内精装修市场总规模 325.5 万套, 在疫情影响下同比仅下滑 0.2%。受 2020 年下半年开盘规模持续释放影响, 1 月份开盘规模回调, 2 月份开盘规模出现大幅增长, 预计后期开盘规模会实现正增长。

精装房渗透率总体呈上升趋势, 2019 年渗透率达 32.8%。同时, 据奥维云网监测数据显示, 2020 年精装瓷砖配置率为 99.8%。精装修趋势下, 地产企业用户业务需求增大, 工程渠道销售的重要性逐步凸显, 成发展主要引擎。

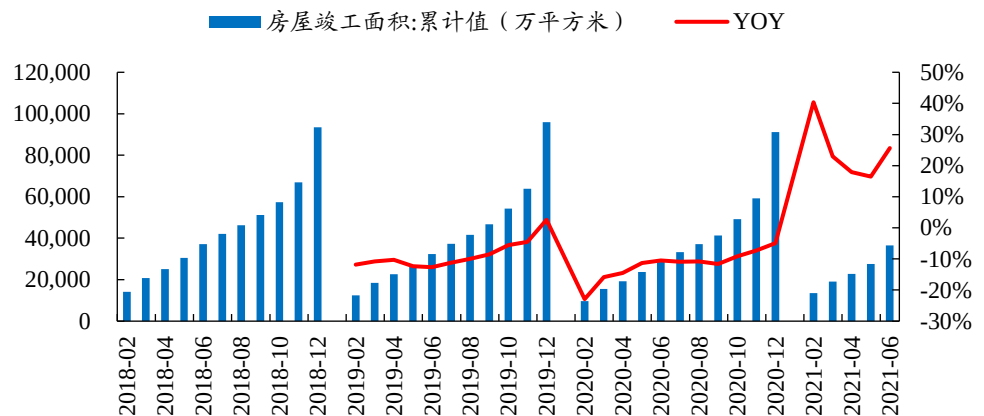
图18: 精装房开盘量逐步提升


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图19: 精装房渗透率总体呈上升趋势


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

地产竣工进一步释放瓷砖需求。瓷砖广泛应用于住宅、写字楼、市政工程等建筑后期的装修环节，2021年1-6月房屋竣工面积同比增长26%，2021年地产竣工有望回升，刺激瓷砖需求增长。

图20: 2021年1-6月房屋竣工面积同比增长26%


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、核心竞争力：陶瓷板材领先业内，成本管控优质，渠道下沉战略落地表现优异

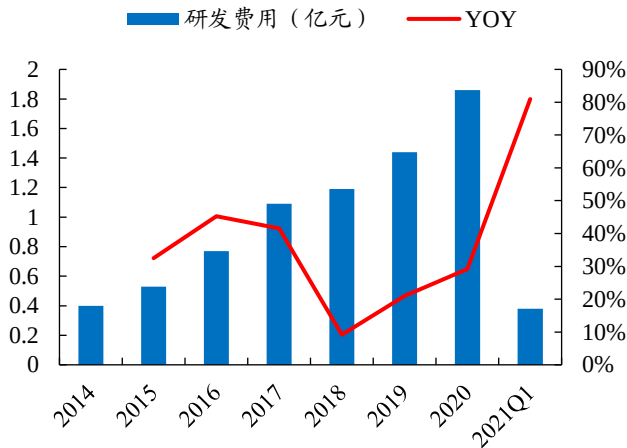
3.1、创新提升品牌价值，岩板发展领先行业

蒙娜丽莎旗下拥有“蒙娜丽莎”和“QD”两大陶瓷品牌，“蒙娜丽莎”主要定位于中高端市场，“QD”在2017年集团上市后重点打造为轻时尚品牌，面向广大年轻消费群体。公司秉承“把每一片瓷砖打造成艺术精品，让蒙娜丽莎的微笑走进千家万户”的质量文化，将艺术、绿色、智能元素融合到瓷砖生产中，打造了独有的品牌价值。同时，公司不断的创新，提升产品品质，为品牌价值提升赋能。

3.1.1、研发投入大，创新驱动产品升级，提升品牌价值

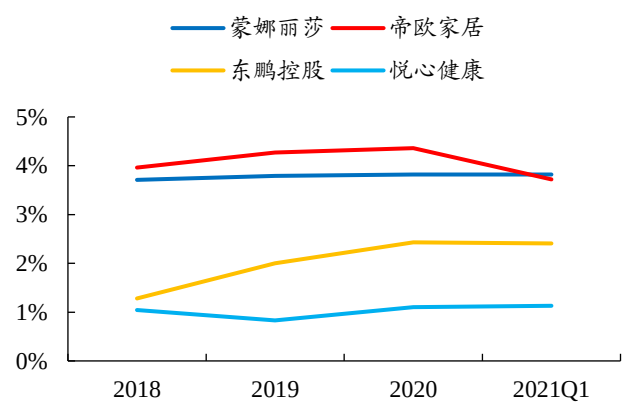
重视研发投入，所获专利稳步增长。公司研发费用持续增长，2020 年研发费用 1.86 亿元，同比增长 29.17%，2021Q1 研发费用达 0.38 亿元，相比 2020 年一季度，增长 80.95%。在同业中，蒙娜丽莎研发费用率处于较高水平，主要竞争对手东鹏控股研发费用率低于 2.5%、悦心健康研发费用率在 1% 左右。公司所获专利稳步增长，截止 2020 年 12 月，获得专利 909 项，其中发明专利 128 项，实用新型 109 项，外观设计 672 项。

图21：蒙娜丽莎研发费用持续增长



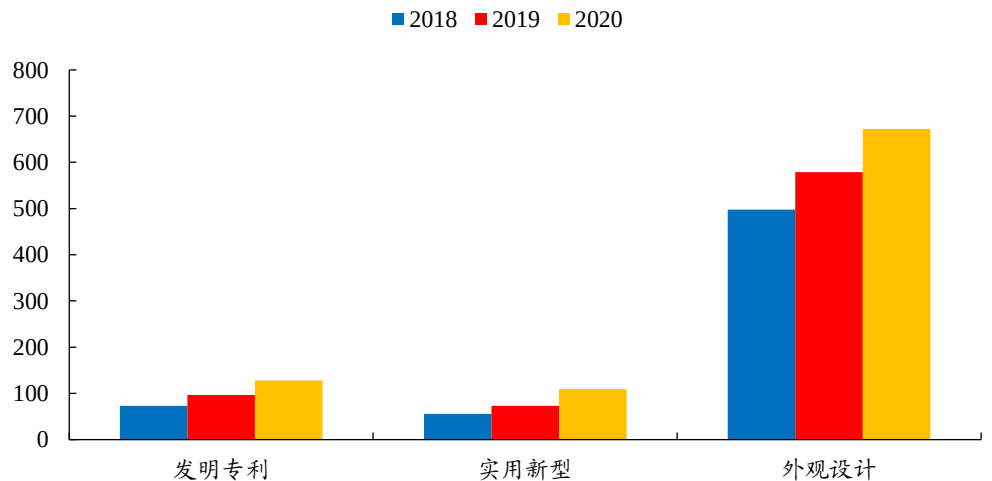
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：公司研发费用率在同业中处于较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：研发专利稳步增长（单位：个）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

重视薄型化、大规格产品发展，较早布局岩板领域，创新驱动产品升级。蒙娜丽莎 2006 年启动“大规格建筑陶瓷薄板”项目，2007 年引进科达洁能国内首条陶瓷薄板全套生产线，生产出国内首款 900×1800×5.5mm 的陶瓷薄板，向中国陶瓷薄板的产业化迈出重要一步。2016 年，决定定位并进军岩板领域，是业内较早关注岩板的企业，2018 年，正式提出“大岩板·大家居”的方向，推出 1200×2400mm 的超石代岩板。2019 年又推出 1600×3600mm 的陶瓷大板，2021 年取得重大突破，研发

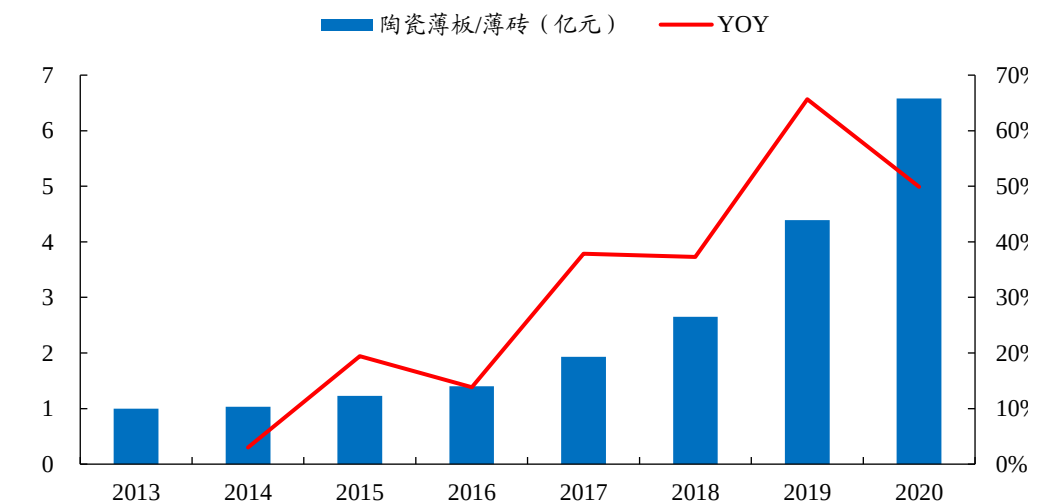
出 1830 × 6100 × 10.5mm 的高性能大规格陶瓷大板,加速陶瓷板材定制化时代的到来。

表3: 较早布局岩板领域,创新驱动产品升级

	2007	2015	2016	2017	2018	2019	2021
新产品	陶瓷薄板(国内首款)	“罗马宝石”系列	陶瓷大板	“罗马御石”系列	超石代岩板	陶瓷大板	高性能大规格陶瓷大板
规格	900 × 1800 × 5.5mm	900 × 900mm	1200 × 2400mm	800 × 800mm	1200 × 2400mm	1600 × 3600mm	1830 × 6100 × 10.5mm
示意图							

资料来源: 公司官网、开源证券研究所

图24: 陶瓷薄板/薄砖收入稳定增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

3.1.2、技术、服务优势构建壁垒,立岩板龙头地位

处于岩板发展热度期,技术、服务优势构建壁垒。

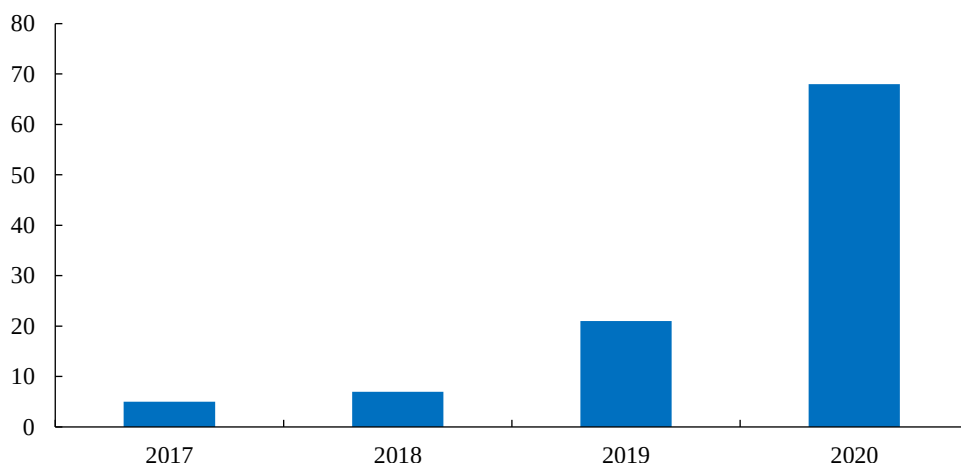
(1) 2020 年“岩板”成为建陶行业发展热点。岩板本身相比传统陶瓷砖/板、石材等传统材料具有很多优点,比如耐高温、渗水率低,抗污抗菌效果好等。应用领域广泛,除了传统陶瓷砖涉及的室内地墙面,建筑外立面、家具面板等领域都可以运用到。

2020 年陶瓷产业掀起“岩板热”,据陶城报,截止 2020 年 12 月,国内已建成岩板生产线 108 条,日产能达到 197.85 万平方米。2020 年具备生产 1200 × 2400mm 及以上规格的大规格岩板生产线达到 68 条,相较 2019 年的 21 条,同比增长达 223.81%。并且,2020 年全国共有 55 家企业公开新增岩板线计划,共涉及 120 条生产线。

表4: 岩板本身优势明显, 应用领域广泛

竞品	岩板优势	应用例子
玻璃	无自爆风险, 可减少光污染。个性化, 装饰种类丰富	岩板建筑幕墙
石材	耐污易清洁, 重量轻。耐磨耐腐蚀, 防火阻燃, 更具安全性	作为板材应用于餐桌、卫浴、电视柜、橱柜
铝板	个性化程度高, 适合定制, 成本低, 环保不容易变形或者掉色, 耐酸碱	岩板定制家具
墙纸	不易燃, 防水, 耐磨耐腐蚀; 尺寸大, 接缝少, 装饰效果好, 硬度高	岩板背景墙
传统陶瓷板	个性化, 可私人定制	岩板砖

资料来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

图25: 2020 年具备生产 1200 × 2400mm 及以上规格的大规格岩板生产线达到 68 条


数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

表5: 2020 年 10 月-2021 年 1 月部分建陶企业新增岩板生产线

时间	公司	项目
2020/10/4	领标科技	年产 800 万平方米新型节能超薄岩板项目第一条生产线点火投产
2020/10/17	依诺	拟投资 3 亿建设岩板生产线
2020/11/7	道格拉斯	江西丰城产区 M3 点火开线
2020/11/11	唯美集团	重庆产区在建新生产线即将建成点火
2020/11/16	欧神诺	推出 2021 岩板+瓷砖新品五大系列, 正式进军岩板市场
2020/11/24	宏宇集团	清远基地宏威陶瓷举行大岩板生产点火仪式
2020/12/10	新明珠	第五条大规格岩板生产线点火投产
2020/12/19	诺贝尔	高端岩板生产线成功点火, 设计日产量 2 万平方米
2020/12/27	蒙娜丽莎	西樵生产基地 2 条特种高性能陶瓷岩板生产线举行点火仪式
2021/1/1	广东中岩	第五条岩板生产线全球岩板智能化全自动生产线成功量产

资料来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

(2)技术、服务构建壁垒。相比其他建陶企业，蒙娜丽莎是岩板领域的先发者，在技术和服务上具备一定的优势。

技术上：具备高实力研发基地及先进的生产系统。蒙娜丽莎 2020 年 8 月建成超 8000 平方米的研究院，与中科院广州化学研究所及华南理工等高校共同合作。具备先进的 INFINITY 系列双层岩板窑炉，能够解决岩板切割易裂的痛点问题。联手摩德娜（国内领先的窑炉设备生产供应商）打造了全球首两条“摩登西施”双层大板窑炉生产线。

表6：最新面世的 INFINITY 系列双层岩板窑炉功能先进

INFINITY 系列的优点
能满足各种规格岩板的不同工况自如切换
可独立运行，智能控制，保证产品优等率
比单层窑炉节能 5%以上，配套摩德娜专利空燃比例 ADC 系统
全新升级的 DRI 传动系统，精度更高
最新一代 CIC 可组态智能管理系统，配合公司迈进 5G 时代
智能空窑管理系统升级，空窑时可以智能调节窑炉气氛，不影响产品品质，轻松实现“一键复产”

资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会、开源证券研究所

服务上：跨界定制家居，全案体系完善。蒙娜丽莎如今已经形成了岩板餐桌、岩板电视柜、厨卫空间定制岩板、集成墙板等全案应用体系，并配套有蒙娜丽莎全案设计中心、蒙娜丽莎-绿屋建科岩板加工应用中心。同时培养了专业服务团队提供关于施工的铺贴指导服务，从生产-设计-运输到施工都贴心的跟进服务，形成全方位一站式整体解决方案。

岩板发展优势明显，立稳岩板龙头地位。中国陶瓷行业新锐榜被称为陶瓷行业的“奥斯卡”，2021 年第十七届中国陶瓷行业新锐榜中，蒙娜丽莎被评选为岩板龙头企业。

图26：跨界定制家居，全案体系完善



资料来源：公司官网

图27：第十七届新锐榜中，公司被评选为岩板龙头企业



资料来源：中国陶瓷网

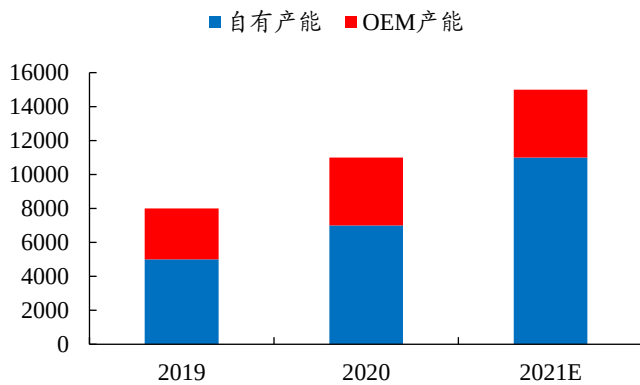
3.2、产能扩张迅速，选址把握区位优势降成本

3.2.1、产能扩张迅速，布局进一步优化

蒙娜丽莎产能扩张迅速。2018 年 5 月，公司开始规划在广西藤县建设 11 条陶瓷生产线，项目全部完工将增加 8822 万平方米的产能，再造一个蒙娜丽莎。2020 年，藤县一阶段 4 条产线投产，年新增产能约为 2500 万平方米，2021 年 1 月二阶段 3 条线投产。同时，2020H1 佛山西樵镇太平工业区投资建设特种高性能陶瓷板材绿色化、智能化技术改造项目正式启动，预计改造完成后三条窑炉生产线产能将达 1520 万平方米。

重点发展自有产能，OEM 产能增长较少。公司 B 端客户占比较高，B 端客户一般要求自主产能供货，所以蒙娜丽莎重点发展自有产能。目前主要是较低端的产品采用 OEM 方式生产。

图28：产能扩张迅速，重点发展自有产能



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图29：收购完成后，产能布局进一步优化



资料来源：公司公告

收购进一步扩张产能，优化产能布局。公司收购江西普京陶瓷子公司至美善德 59% 的股权，后续增资至 70% 的股权，至美善德具有 9 条生产线，年产能达 4000 万平方米。收购完成可短时间大幅提升自有产能，同时，可优化产能布局，产能由华南扩张至华东，有利于提高华东销售市场的生产和供货能力。

产能将继续全国布局。公司未来可能在华中、华北、西南开始布局，增加 2-3 个生产基地。

3.2.2、选址充分发挥区位优势，有效降低成本。

广西藤县具备多方面区位优势：

(1) 原材料资源丰富。高岭土是陶瓷生产的重要原料，而藤县具有 17 平方公里的高岭土储备，预估可供 200 条产线使用 150 年，储量丰富，这大大减少了原材料运输的成本。

(2) 能源价格偏低。广西平均销售电价低于全国，低于广东近 20%。工业用管道燃气市场价格低于广东。

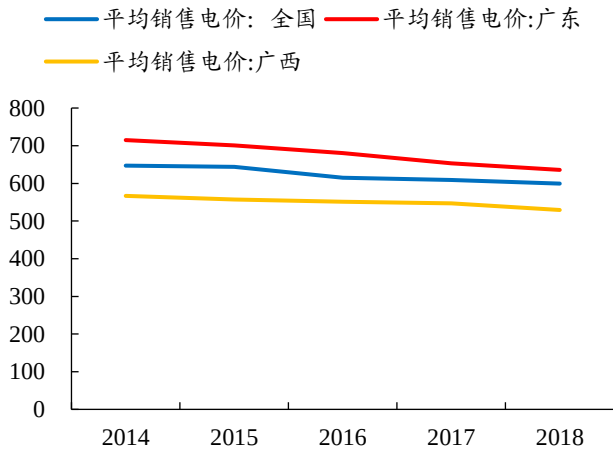
(3) 水陆运输便利。南广高速铁路穿过，境内有赤水港内河港口，临近西江黄

金水道，具备地理优势，可有效降低运输成本。

(4) 广西劳动力成本较低，广西在岗职工平均工资明显低于广东。

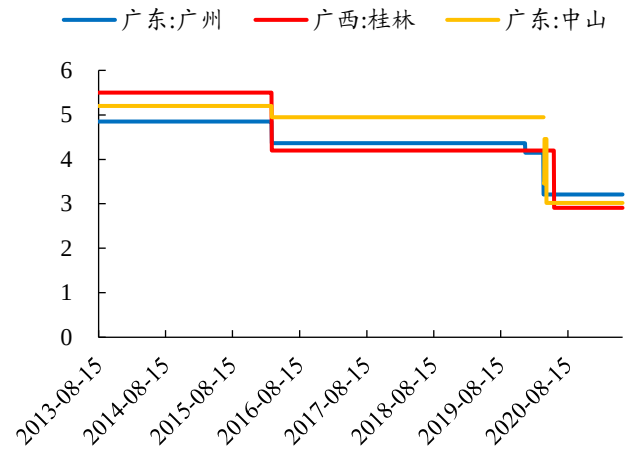
(5) 政府补贴，藤县政府给予政策优惠，公司可连续 5 年享受 10% 企业所得税减免。

图30: 广西平均销售电价低于广东 (单位: 元/千瓦时)



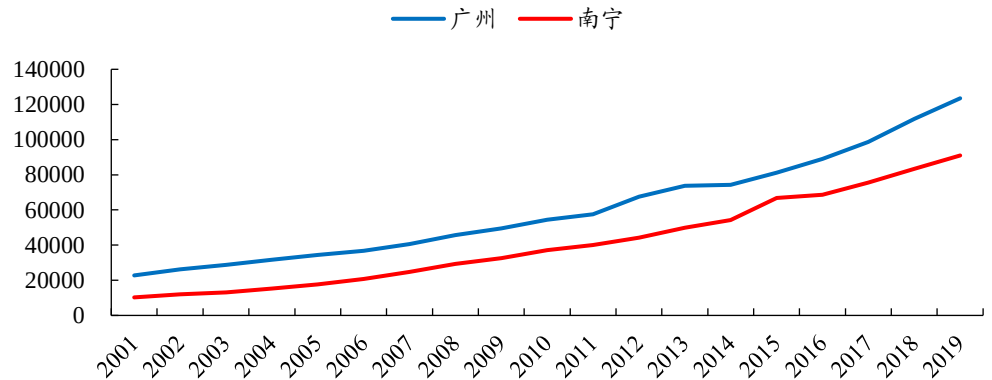
数据来源: Wind、开源证券研究所

图31: 工业用管道燃气价格广西低于广东 (单位: 元/方)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图32: 广西年在岗职工平均工资明显低于广东 (单位: 元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

收购的至善美德位于江西高安，同样具备较好的区位优势。江西高安位于南昌西部，是中国汽运大市，交通网络四通八达，且拥有丰富的陶瓷原料和陶瓷产业集群。布局高安，有助于公司以较低的仓储物流成本辐射华东地区乃至全国市场，进一步满足华东市场需求。

表7: 2018-2019 年蒙娜丽莎运输费用低于同业 (单位: 亿元)

	2017	2018	2019
蒙娜丽莎	1.47	1.06	1.36
东鹏控股	2.44	2.61	3.14
帝欧家居	0.08	2.71	3.46

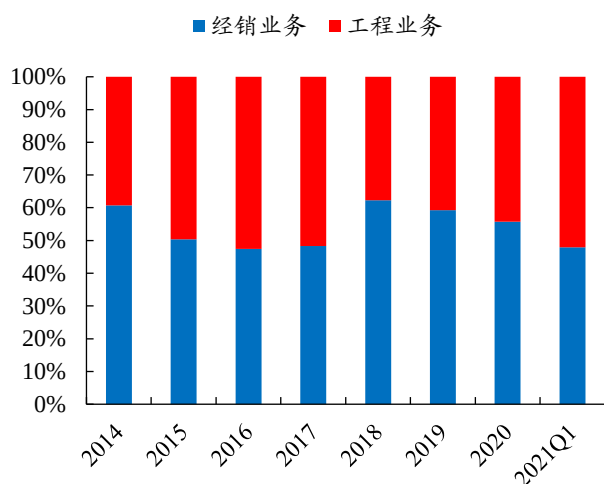
数据来源: Wind、开源证券研究所

3.3、“经销渠道+地产战略”双轮驱动，工程业务加速成长

3.3.1、经销业务稳定增长，渠道下沉战略效果显现

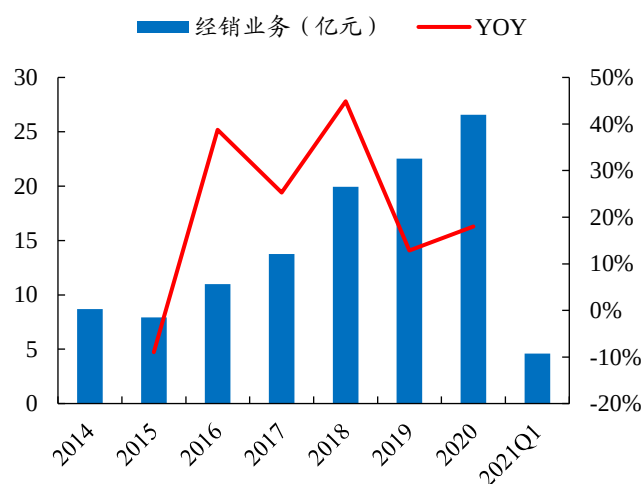
经销业务收入稳定增长，工程业务占比提升。经销业务收入增长稳健，2019、2020 年同比增速为 13%、18%。近年来受精装及集采趋势影响，工程业务收入占比扩大，经销业务收入占比由 2019 年的 59.31%降至 55.73%。

图33：2018 年-2021Q1 经销业务收入占比下降



数据来源：公司招股说明书、公司年报、开源证券研究所

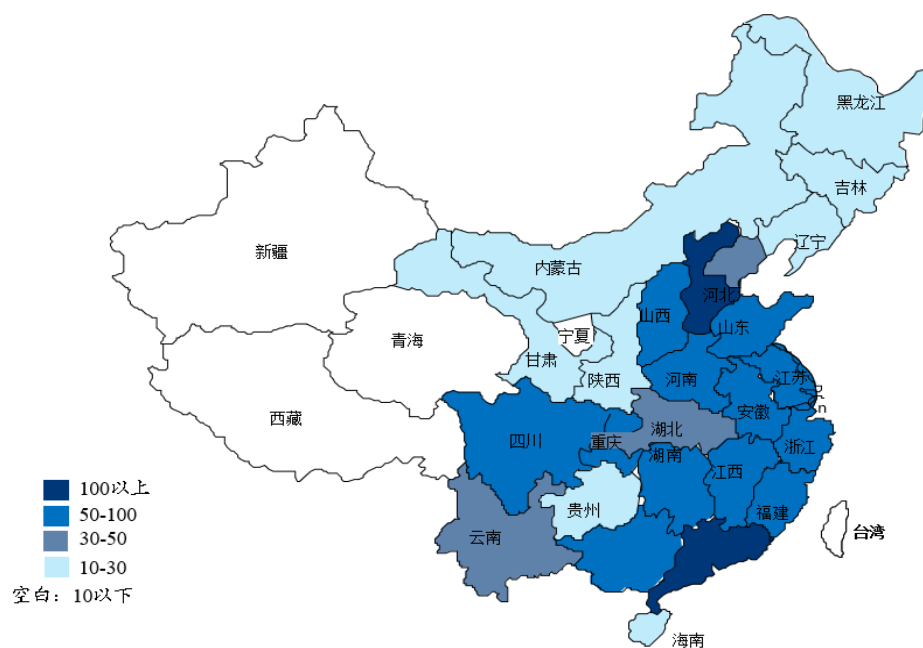
图34：经销业务收入稳定增长



数据来源：公司招股说明书、公司年报、开源证券研究所

门店全国布局。截至 2021 年上半年，蒙娜丽莎拥有专卖店和网点 4000 多个，且计划每年新增 350-550 家零售门店，提高门店覆盖密度，全面下沉及深挖三四级市场渠道，向中、西部渗透。2020 年公司发起“领势未来，携手共赢”系列招商活动，规划新增 400 个县镇渠道。

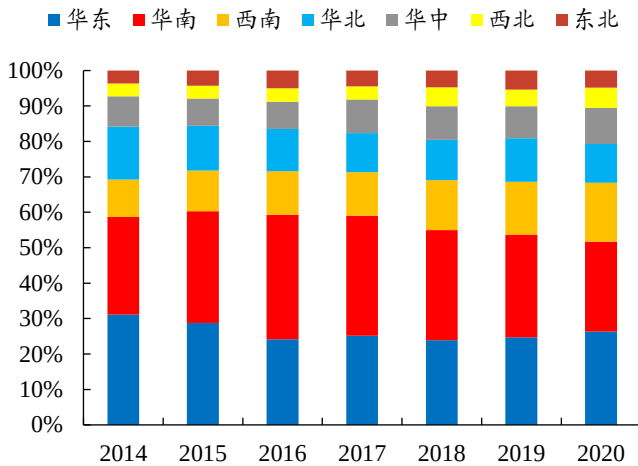
图35：门店全国布局



资料来源：盟享加

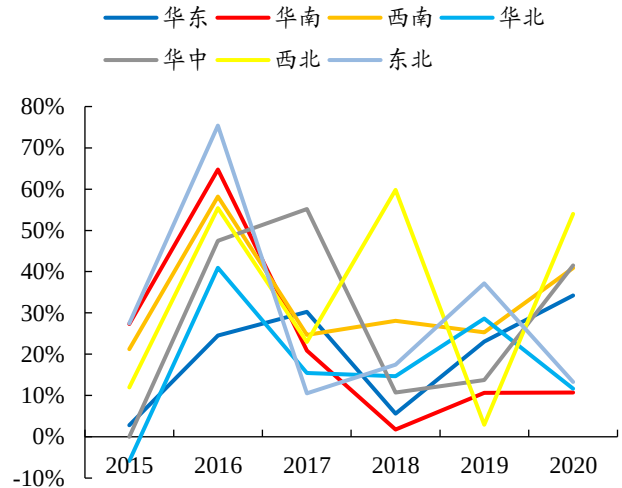
渠道下沉战略效果显现。公司主要市场在华东和华南，两大区域营收占比超过50%。2020年，西北、西南、华中地区营收增幅较大，分别同比增长54%、41%、42%，这一方面是得益于这些地区经济发展房地产投资的增加，另一方面是得益于公司优化现有销售渠道，扩区域，进一步向县镇市场下沉的努力。

图36：公司主要市场在华东和华南



数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：2020年西北、西南、华中地区营收增幅较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

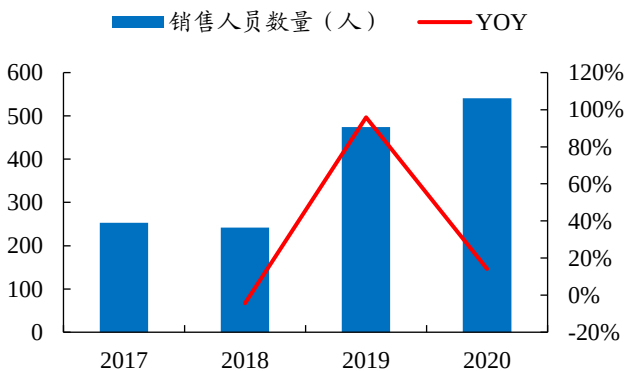
营销线上线下齐发力，提高品牌知名度。

线下：公司延续“大户外、大信息、大支持、大形象”四大广告投放策略，在飞机、高铁的广告投入进一步加强。智慧门店终端推广系统和设计云平台的应用得到进一步提升，通过差异化设计为客户提供更好的服务，提升产品体验度。

线上，利用天猫、京东、抖音、居然、红星等线上平台，开展大量直播活动，参与众多品牌营销活动，比如抖音家装节、装家火拼月，开展蒙娜丽莎 616 品牌直购节等。

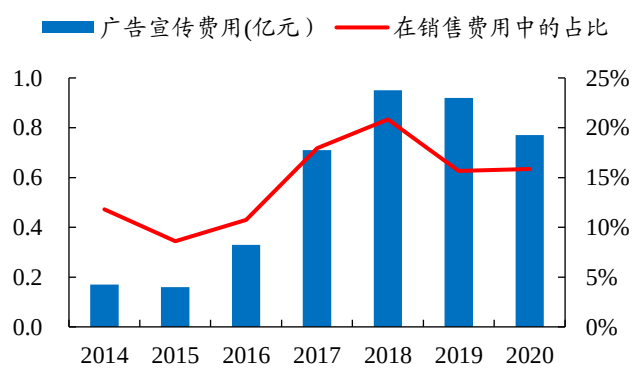
公司营销宣传力度较大，2019年公司大幅“招兵买马”，销售人员增长96%，2020年销售人员541人，同比增长14%。2020年广告宣传费用0.77亿元，下降较大，主要是因为疫情影响节省了大量的线下宣传费用。

图38：2019年以来公司销售人员增加较多



数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：疫情影响节省了大量线下宣传费用



数据来源：Wind、开源证券研究所

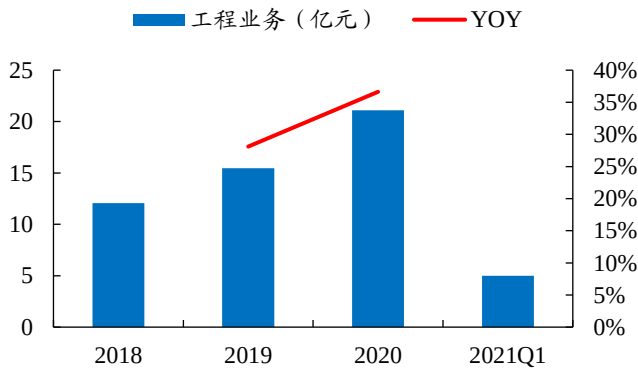
3.3.2、工程渠道提质增量，业务加速成长

B 端口碑优质，工程业务加速成长。目前，公司与碧桂园、万科、保利、中海、融创、龙湖、世茂、金科等近 100 家大型房地产商建立战略合作关系。连续六年成为万科地产 A 级供应商，并荣获碧桂园卓越供应商、保利质量优秀奖等。受精装及地产集采趋势，工程业务收入增长加速，2019 年、2020 年同比增长 28.11%、36.63%。

据中国房地产开发企业 500 强首选供应商服务商品牌测评报告（建筑陶瓷类），蒙娜丽莎的首选率从 2017 年 12% 增长到 2020 年 17%，连续三年稳居榜单第二位，预计未来集采趋势下，头部品牌效应会更明显。

参与众多国家级重大项目，为品牌提供有力背书。公司先后参与北京奥运会、广州亚运会、北京大兴机场等国内外重点工程建设，签约成为 2020 年迪拜世博会中国馆指定瓷砖供应商、杭州 2022 年第 19 届亚运会官方建筑陶瓷独家供应商。公司经受国家高标准的筛选，脱颖而出，国家工程为品牌提供了强有力背书。

图40：工程业务加速成长



数据来源：公司年报、开源证券研究所

图41：公司与近 100 家大型房地产商建立战略合作关系



资料来源：公司官网

表8：2020 年首选率达 17%，连续三年保持榜单第二位

排名	2017			2018			2019			2020		
	品牌	首选率		品牌	首选率		品牌	首选率		品牌	首选率	
1	马可波罗	18%		马可波罗	19%		马可波罗	20%		马可波罗	20%	
2	东鹏控股	14%		蒙娜丽莎	16%		蒙娜丽莎	17%		蒙娜丽莎	17%	
3	诺贝尔	13%		东鹏控股	14%		欧神诺	14%		欧神诺	14%	
4	新中源	12%		诺贝尔	12%		东鹏控股	13%		东鹏控股	12%	
5	蒙娜丽莎	12%		欧神诺	12%		诺贝尔	12%		欧雅	10%	

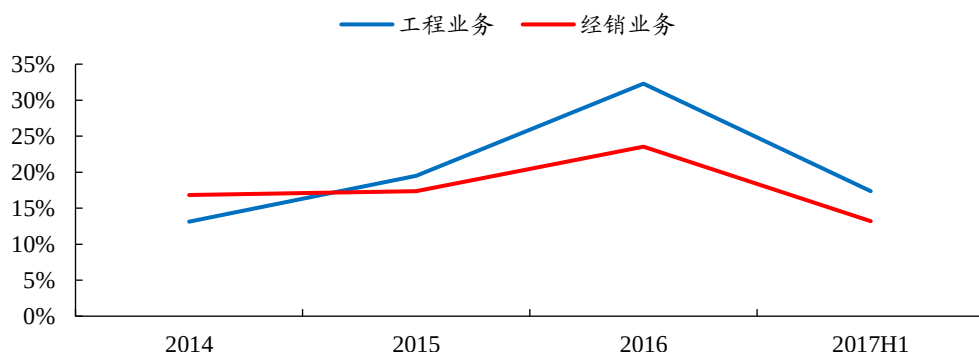
资料来源：中国房地产开发企业 500 强首选供应商服务商品牌测评报告（建筑陶瓷类）、开源证券研究所

获碧桂园创投增持，有望加强战略合作，提升销售额。蒙娜丽莎子公司桂蒙公司引入碧桂园战略投资 2 亿元，碧桂园持有公司 13.5% 的股权，并派驻一名董事。碧桂园作为房产龙头企业，拥有渠道、市场、品牌力等优质资源，同时，碧桂园是蒙娜丽莎重要战略伙伴，2016 年即已是公司工程端销售前五大客户。碧桂园投资的引入，有望加强战略合作，协助公司拓展市场，提升销售额，提高市占率。

工程业务占比增加，有望提升公司盈利能力。陶瓷板/砖产品 SKU 众多，面对 C 端客户，个性化需求可能更多，而在 B 端客户集采状况下，标准要求较为统一，企

业往往转产频率可有所降低，降低成本。工程业务毛利率高于经销业务毛利率，工程业务增长，在总收入中的占比提升，有望提升公司盈利能力。

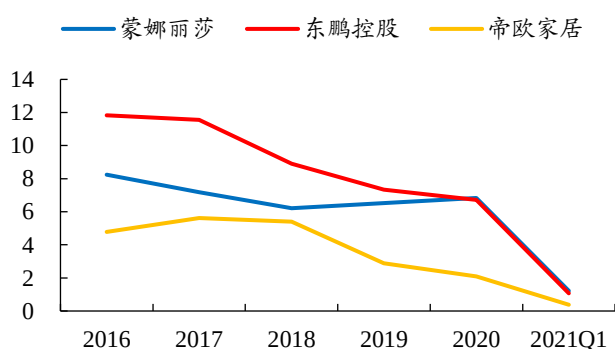
图42：2015年以来公司工程业务毛利率高于经销业务毛利率



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

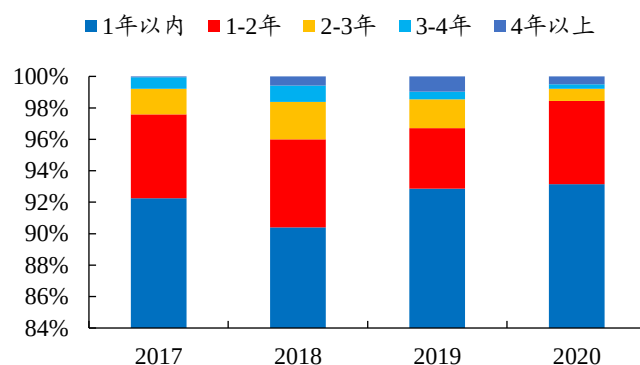
账期管理较好，经营风险较低。应收账款周转率在业内表现尚佳，2019、2020年应收周转率为6.53、6.83次。账龄在1年以内的占比90%以上，低账龄占比提升，2020年占98.44%，相比2019提升1.74个百分点。经营活动现金流总体保持健康。收现比不断提高，短期偿债能力增强。

图43：应收账款周转率在业内表现尚佳



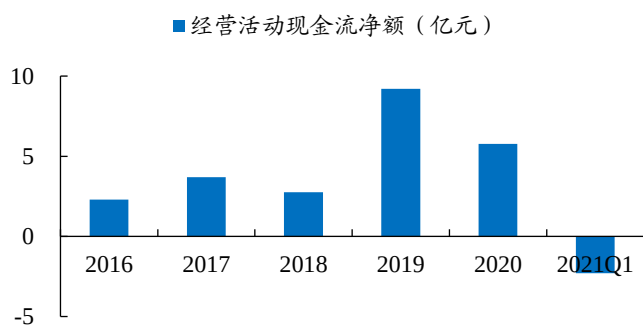
数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：低账龄应收占比增加



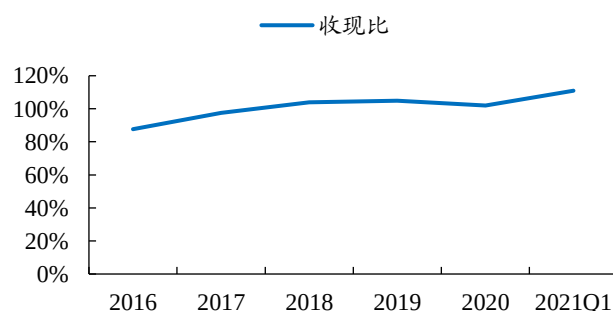
数据来源：Wind、开源证券研究所

图45：经营活动现金流总体保持健康水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：收现比持续提高



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

(1) 伴随公司募投项目逐步投产，公司产品进一步迈向高端化，产品结构升级有望带动单价进一步提升。

(2) 长期看行业龙头公司凭借渠道、产品、品牌力优势市场份额上升，短期来看房地产竣工数据回暖市场需求升温，公司产能加速投放，销量有望进一步增加。

4.2、盈利预测与估值

蒙娜丽莎是瓷砖行业龙头公司，在瓷砖行业长期集中度提升的背景下，公司不断进行产品升级，优化产能布局，把握区位优势降低生产成本，加快渠道下沉，未来业绩有望持续稳定增长。我们预测公司 2021-2023 年归母净利润为 7.41/9.62/12.39 亿元，对应 EPS 为 1.81/2.35/3.02 元，当前股价对应 PE 分别为 15.3/11.8/9.2 倍。公司由 C 端、工程渠道双轮驱动，业绩成长确定性高，盈利能力优秀，有望享受估值溢价。

首次覆盖给予“买入”评级。

表9：公司当前估值水平高于行业平均水平

证券代码	证券简称	收盘价(单位: 元)	归母净利润增速(%)				PE(倍)			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
003012.SZ	东鹏控股	15.59	7.24	31.18	27.00	24.02	21.47	16.36	12.89	10.39
002798.SZ	帝欧家居	13.54	0.1	36.26	24.76	20.11	9.27	6.77	5.44	4.53
	平均		3.67	33.72	25.88	22.07	15.37	11.57	9.16	7.46
002918.SZ	蒙娜丽莎	27.74	30.90	30.80	29.90	28.70	20.07	15.35	11.81	9.18

资料来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2021/08/11，帝欧家居盈利预测来源于 Wind 一致预测。）

5、风险提示

原材料价格波动风险；市场竞争加剧风险；公司产能不及预期风险

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3782	5083	6405	7529	9472
现金	1627	2121	2292	2276	2789
应收票据及应收账款	831	1088	1552	2000	2582
其他应收款	138	91	224	199	347
预付账款	7	6	12	13	19
存货	1086	1513	2062	2777	3472
其他流动资产	92	264	264	264	264
非流动资产	1397	2496	2799	3200	3664
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	557	1386	1701	2054	2429
无形资产	195	213	226	243	265
其他非流动资产	645	897	871	903	970
资产总计	5179	7580	9204	10729	13136
流动负债	2113	3389	4545	5330	6735
短期借款	19	368	368	368	368
应付票据及应付账款	1596	1893	2906	3590	4798
其他流动负债	498	1128	1271	1372	1568
非流动负债	144	596	510	428	346
长期借款	140	594	509	427	345
其他非流动负债	4	2	2	2	2
负债合计	2257	3984	5055	5758	7081
少数股东权益	0	145	145	145	145
股本	403	406	410	410	410
资本公积	1196	1298	1298	1298	1298
留存收益	1322	1747	2303	2991	3860
归属母公司股东权益	2922	3451	4004	4827	5910
负债和股东权益	5179	7580	9204	10729	13136

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	921	576	966	875	1556
净利润	433	566	741	962	1239
折旧摊销	91	134	193	256	328
财务费用	0	5	8	14	17
投资损失	10	20	7	9	12
营运资金变动	359	-192	17	-366	-39
其他经营现金流	28	43	0	0	0
投资活动现金流	-479	-1206	-503	-666	-803
资本支出	732	1204	302	402	463
长期投资	244	-11	0	0	0
其他投资现金流	497	-13	-201	-265	-340
筹资活动现金流	-298	1052	-292	-225	-240
短期借款	-188	349	0	0	0
长期借款	40	454	-85	-82	-82
普通股增加	167	3	4	0	0
资本公积增加	-143	102	0	0	0
其他筹资现金流	-172	144	-210	-143	-158
现金净增加额	144	422	171	-16	513

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3804	4864	6689	8998	11608
营业成本	2339	3196	4395	5950	7684
营业税金及附加	19	32	51	62	75
营业费用	587	486	689	936	1219
管理费用	231	297	408	540	696
研发费用	144	186	268	369	464
财务费用	0	5	8	14	17
资产减值损失	0	-1	0	0	0
其他收益	43	39	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-10	-20	-7	-9	-12
资产处置收益	-3	-8	0	0	0
营业利润	509	653	864	1118	1441
营业外收入	2	4	4	4	3
营业外支出	3	6	5	5	5
利润总额	509	651	862	1118	1440
所得税	76	85	121	155	201
净利润	433	566	741	962	1239
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	433	566	741	962	1239
EBITDA	561	783	1030	1342	1727
EPS(元)	1.06	1.38	1.81	2.35	3.02

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	18.6	27.9	37.5	34.5	29.0
营业利润(%)	21.9	28.2	32.3	29.5	28.9
归属于母公司净利润(%)	19.4	30.9	30.8	29.9	28.7
获利能力					
毛利率(%)	38.5	34.3	34.3	33.9	33.8
净利率(%)	11.4	11.6	11.1	10.7	10.7
ROE(%)	14.8	15.8	17.9	19.4	20.5
ROIC(%)	13.0	12.4	14.4	16.3	17.8
偿债能力					
资产负债率(%)	43.6	52.6	54.9	53.7	53.9
净负债比率(%)	-50.1	-28.3	-31.0	-27.0	-31.8
流动比率	1.8	1.5	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.2	1.0	0.9	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	4.8	5.1	5.1	5.1	5.1
应付账款周转率	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.06	1.38	1.81	2.35	3.02
每股经营现金流(最新摊薄)	2.25	1.41	2.36	2.14	3.80
每股净资产(最新摊薄)	7.13	8.42	9.76	11.77	14.42
估值比率					
P/E	26.3	20.1	15.3	11.8	9.2
P/B	3.9	3.3	2.8	2.4	1.9
EV/EBITDA	17.7	13.4	9.9	7.6	5.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn