

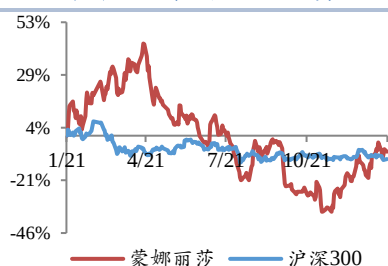
B 端 C 端均衡发展，产能优势持续加码

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-01-10

收盘价（元）	27.37
近 12 个月最高/最低（元）	42.41/19.00
总股本（百万股）	415
流通股本（百万股）	215
流通股比例（%）	51.75
总市值（亿元）	114
流通市值（亿元）	59

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

相关报告

- 1.《建材行业 2022 年度投资策略：动能转换，成长进阶》2021-12-31

主要观点：

● 快速成长的建筑陶瓷头部企业

公司自 1992 年成立以来始终专注于建筑陶瓷产品的研发、生产和销售；坚持创新为先、把握消费趋势。公司旗下蒙娜丽莎等品牌均拥有较强品牌实力。公司股权激励到位，助推业绩快速增长。2020 年，公司实现营业收入 48.64 亿元，2014-2020 年 CAGR 为 22.48%；归母净利润 5.66 亿元，2014-2020 年 CAGR 为 39.47%。2021 年前三季度，实现营业收入 49.27 亿元，同比增长 47.69%；归母净利润 4.17 亿元，同比增长 10.07%。

● 成熟市场超千亿，集中趋势加速演绎

我国建筑陶瓷行业发展已进入成熟期，房地产竣工韧性将支撑瓷砖需求端，瓷砖市场规模在 3000 亿元左右；行业市场集中度低、高度分散化，典型“大行业、小公司”；对比美国瓷砖行业龙头超过 50% 的市占率，头部企业的市占率有较大的提升空间。在环保政策趋严推动落后企业出清、下游房地产行业集中度以及精装房渗透率的提高带来 B 端占比提升等多重因素的催化之下，建筑陶瓷行业的集中度有望加速提升。品牌实力强，产品品质与产能规模兼备的头部企业将有望充分受益。

● 核心竞争力：品牌实力、产能规模、销售渠道兼优

1) 品牌实力：公司的建筑陶瓷薄型化、大型化技术行业领先；公司创新研发多种高附加值的建筑陶瓷产品，在市场中树立良好口碑，构筑雄厚的品牌实力。2) 产能优势：2020 年底，公司瓷砖产能达 11520 万平方米，产能规模业内领先。预计随着广西基地生产线的全部建成投产，公司的规模效应有望进一步凸显。3) 销售渠道：公司工程与经销业务均衡发展，B 端房地产客户优质稳定，C 端渠道下沉空间依然广阔。

● 投资建议

建筑陶瓷行业高度分散，供给格局仍存较大改善空间，公司作为行业内的头部企业，将充分享受行业集中度提升带来的红利；同时，公司的品牌、产能与渠道优势将有望持续支撑公司的高质量成长。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 6.69 / 8.63 / 10.66 亿元，分别同比增长 18.12% / 28.96% / 23.54%；对应 EPS 分别为 1.61 / 2.08 / 2.57 元；首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

原材料及大宗商品价格波动风险；应收账款逾期风险；行业竞争加剧，市场集中度提升不及预期。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4864	6685	8633	10518
收入同比（%）	27.9%	37.4%	29.1%	21.8%
归属母公司净利润	566	669	863	1066
净利润同比（%）	30.9%	18.1%	29.0%	23.5%
毛利率（%）	34.3%	36.5%	36.4%	35.8%
ROE（%）	16.4%	16.2%	17.3%	17.6%
每股收益（元）	1.40	1.61	2.08	2.57
P/E	23.07	17.75	12.89	10.43
P/B	3.88	2.88	2.23	1.84
EV/EBITDA	14.73	5.10	3.24	2.05

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 快速成长的建筑陶瓷头部企业	5
1.1 股权激励到位，回购彰显信心	5
1.2 把握消费趋势，产品结构持续优化	7
1.3 业绩快速增长，盈利能力稳健	10
2 成熟市场超千亿，集中趋势加速演绎	12
2.1 需求端具韧性，新品类拓宽应用场景	12
2.2 市场集中度较低，典型的“大行业、小公司”	16
2.3 多重因素催化集中趋势，头部企业有望充分受益	20
3 品牌、产能与渠道优势打造公司核心竞争力	24
3.1 建筑陶瓷薄型化、大型化的领导者	24
3.2 先发扩张产能，规模优势凸显	26
3.3 B 端、C 端双渠道齐发展	29
4 盈利预测与投资建议	34
4.1 公司分业务盈利预测	34
4.2 投资建议	36
风险提示：	36
财务报表与盈利预测	37

图表目录

图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司股权结构 (截至 2021/11/18)	6
图表 3 2018 年股票期权激励计划业绩考核目标完成情况	6
图表 4 公司 2021 年限制性股票激励计划	7
图表 5 公司 2021 年限制性股票激励计划绩效考核体系	7
图表 6 公司主要产品特点及应用示意	8
图表 7 2014-2020 公司主要产品营业收入占比 (%)	9
图表 8 2014-2020 公司主要产品收入同比增速 (%)	9
图表 9 2014-2020 公司主要产品销售量 (万平方米)	9
图表 10 2014-2020 公司主要产品售价 (元/平方米)	9
图表 11 2014-2021H1 公司主要产品毛利占比	10
图表 12 2014-2020 公司主要产品毛利率 (%)	10
图表 13 2014-2021 Q3 公司营业收入及同比增速 (亿元, %)	10
图表 14 2014-2021 Q3 公司归母净利润及同比增速 (亿元, %)	10
图表 15 2014-2021 Q3 建筑陶瓷行业内主要上市公司销售毛利率 (%)	11
图表 16 2014-2021 Q3 建筑陶瓷行业内主要上市公司销售净利率 (%)	11
图表 17 2014-2021Q3 公司销售/管理/财务/研发费用率 (%)	11
图表 18 2014-2021 Q3 建筑陶瓷行业内主要上市公司期间费用率 (%)	11
图表 19 2017-2021Q3 建筑陶瓷行业内主要上市公司研发费用率 (%)	12
图表 20 2017-2021Q3 建筑陶瓷行业内主要上市公司销售费用率 (%)	12
图表 21 2014-2021 Q3 建筑陶瓷行业内主要上市公司应收账款周转率	12
图表 22 2014-2021 Q3 建筑陶瓷行业内主要上市公司存货周转率	12
图表 23 全球瓷砖生产量和消费量 TOP 10 (亿平方米)	13
图表 24 1992-2020 全国陶瓷砖产量与房屋竣工面积同比增速 (亿平方米, %)	13
图表 25 2012-2020 建筑陶瓷行业规模以上企业数量	14
图表 26 2010-2020 建筑陶瓷行业规模以上企业主营业务收入及同比增速 (亿元, %)	14
图表 27 全国房地产开发投资累计同比增速 (%)	14
图表 28 房屋新开工与竣工面积累计同比增速 (%)	14
图表 29 中国及部分中高等收入国家城镇化率 (%)	15
图表 30 2015-2020 建筑幕墙产值及同比增速 (%)	15
图表 31 岩板生产线布局情况	15
图表 32 薄型陶瓷应用于橱柜饰面	16
图表 33 薄型陶瓷应用于家电饰面	16
图表 34 2016-2020 全国家具制造业营业收入 (亿元)	16
图表 35 2013-2019 建筑石材市场规模 (亿元)	16
图表 36 建筑陶瓷行业上下游示意图	17
图表 37 建筑陶瓷行业企业三个梯队	17
图表 38 高品质建筑陶瓷生产企业与其他企业特点	18
图表 39 部分高品质建筑陶瓷生产企业简介	18
图表 40 美国铺地材料市场份额	19
图表 41 2018-2020 莫霍克工业集团分产品/地区销售收入 (亿美元)	19
图表 42 建筑陶瓷主要上市公司瓷砖产量占全国瓷砖总产量比	19
图表 43 建筑陶瓷主要上市公司瓷砖业务占行业规模以上企业销售收入比	19
图表 44 2011/2014/2017/2020 全国及部分地区陶瓷砖年产能 (亿平方米)	20
图表 45 2020 年各省建筑陶瓷产能分布	20

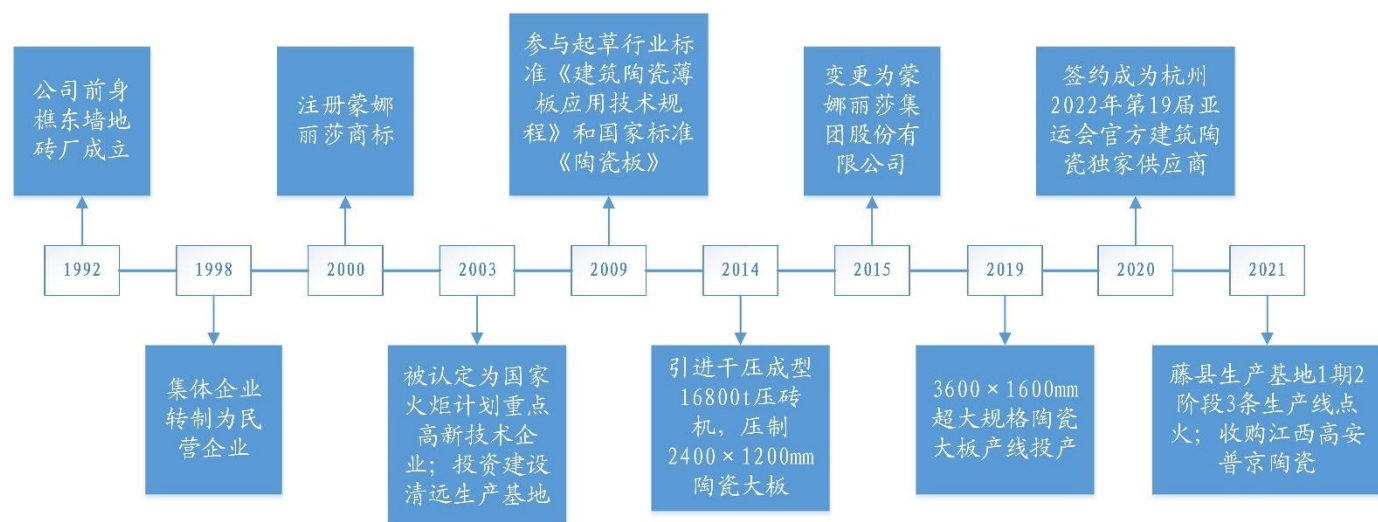
图表 46 2020 年各类型建筑陶瓷产能占比	20
图表 47 瓷砖生产成本占比	21
图表 48 2020 建筑陶瓷主要产区生产线天然气使用率	21
图表 49 建筑陶瓷单位产品综合能耗 (KG 煤/M ³)	21
图表 50 2014-2020 精装房开盘量 (万套)	22
图表 51 2016-2019 精装房占比	22
图表 52 全国精装修/全装修商品住宅部品配置率	22
图表 53 97 平方米精装房商品住宅瓷砖用量估算	22
图表 54 精装房用瓷砖市场规模估算	23
图表 55 TOP 房企全装修比例	23
图表 56 2014-2020 房地产行业集中度 (按销售金额)	24
图表 57 2014-2020 房地产行业集中度 (按销售面积)	24
图表 58 建筑陶瓷类房地产开发企业品牌首选率前五/十名累计	24
图表 59 2014-2020 公司研发支出及同比增速	25
图表 60 2017-2021H1 公司获得专利授权情况	25
图表 61 2014-2020 公司陶瓷薄板销售量与销售均价	25
图表 62 2021 岩板类房地产开发企业品牌首选率	25
图表 63 绿屋建科岩板定制家居项目概况	26
图表 64 陶瓷工业大气污染物排放标准及 2020 年公司内控标准	26
图表 65 2014-2021 Q3 蒙娜丽莎/东鹏控股/帝欧家居资本开支 (亿元)	26
图表 66 2017-2020 蒙娜丽莎瓷砖产能及产能利用率 (万平方米, %)	27
图表 67 2014-2020 蒙娜丽莎/东鹏控股/帝欧家居瓷砖产能 (万平方米)	27
图表 68 2017-2021 公司产能相关项目投资情况	27
图表 69 2014-2019 公司运输费用及占工程业务销售收入比 (亿元, %)	28
图表 70 2014-2019 蒙娜丽莎/东鹏控股/帝欧家居运输费用占营业总收入比	28
图表 71 2014-2021H1 公司各地区营业收入占比	28
图表 72 公司生产基地分布情况	28
图表 73 2014-2020 建筑陶瓷行业内主要上市公司瓷砖单平米销售收入 (元/平方米)	29
图表 74 2014-2020 建筑陶瓷行业内主要上市公司瓷砖单平方米生产成本 (元/平方米)	29
图表 75 经销业务与工程业务销售/信用/定价/收入确认政策比较	29
图表 76 蒙娜丽莎/东鹏控股/帝欧家居营业收入分渠道占比	30
图表 77 公司部分战略工程客户	30
图表 78 2015-2021 建筑陶瓷类房地产开发企业品牌首选率	31
图表 79 2018-2021Q1 公司部分工程业务客户销售额/占销售总额比/占工程业务销售额比	31
图表 80 2014-2021 公司工程业务销售额及同比增速 (亿元, %)	32
图表 81 2014-2021Q3 建筑陶瓷行业内主要上市公司收现比	32
图表 82 蒙娜丽莎/东鹏控股/帝欧家居应收账款账龄结构 (截至 2021 年 6 月末)	32
图表 83 蒙娜丽莎/东鹏控股/帝欧家居瓷砖经销商数量	33
图表 84 蒙娜丽莎/东鹏控股/帝欧家居瓷砖零售门店数	33
图表 85 公司零售门店在各省布局情况	33
图表 86 蒙娜丽莎门店服务	34
图表 87 蒙娜丽莎 2021 年双十一活动	34
图表 88 2014-2020 年公司广告宣传费/展厅装修装饰工程费用 (亿元)	34
图表 89 公司瓷砖产能/产量/销量/均价预测	35
图表 90 公司分业务营业收入及同比增速预测 (亿元, %)	35
图表 91 可比公司估值表	36
图表 92 蒙娜丽莎历史 P/E-BAND	36
图表 93 蒙娜丽莎历史 P/B-BAND	36

1 快速成长的建筑陶瓷头部企业

1.1 股权激励到位，回购彰显信心

蒙娜丽莎集团股份有限公司总部位于广东省佛山市，公司前身樵东墙地砖厂成立于1992年，1998年转制为民营企业、2015年变更为股份制公司，2017年在深圳证券交易所上市，成为建筑陶瓷行业首家A股上市公司。公司自成立以来始终专注于建筑陶瓷产品的研发、生产和销售，以品质为本、创新为先，经过近三十年的发展，公司旗下的“蒙娜丽莎”、“QD”、“美尔奇”品牌均已拥有较强的品牌实力。公司产品应用于北京奥运会八大场馆、广州亚运会十大场馆、港珠澳大桥等国内外重点工程建设。2020年，公司签约成为迪拜世博会中国馆指定瓷砖供应商、杭州亚运会官方建筑陶瓷独家供应商。

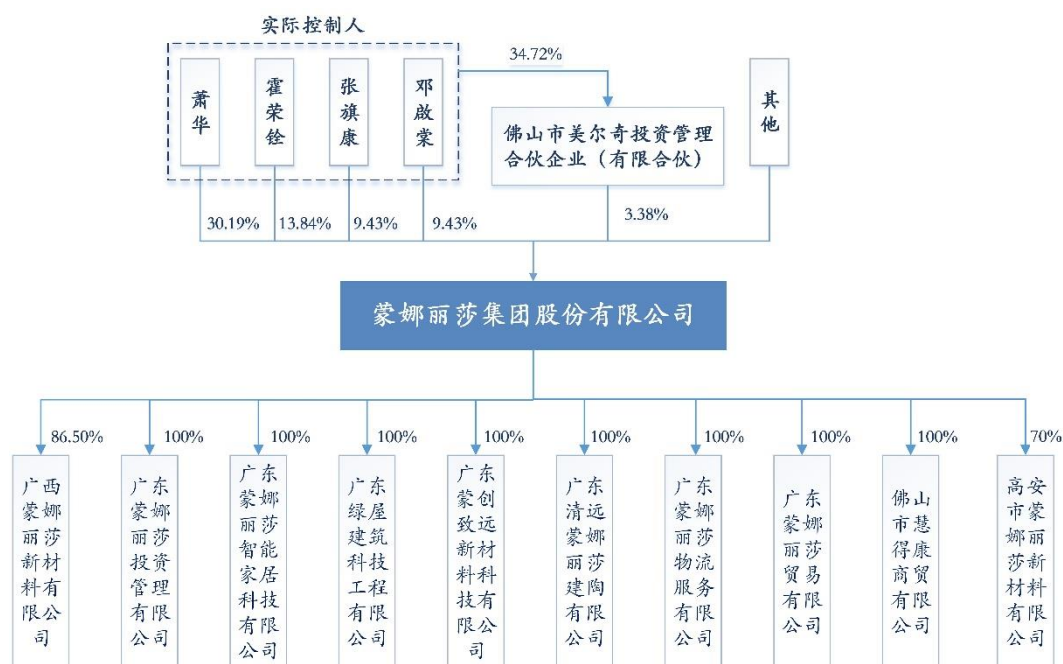
图表1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司股权集中度较高，治理结构健全稳定。公司董事长萧华、副董事长霍荣铨、副总裁邓启棠、董秘张旗康四人合计直接持有公司 62.89%的股份，为公司的共同实际控制人，并签署了《一致行动协议书》。四人自公司成立至今一直密切合作，在公司的发展战略、重大决策以及日常经营活动均有效协调并形成一致意见，促进了公司各项业务有序、高效的开展。

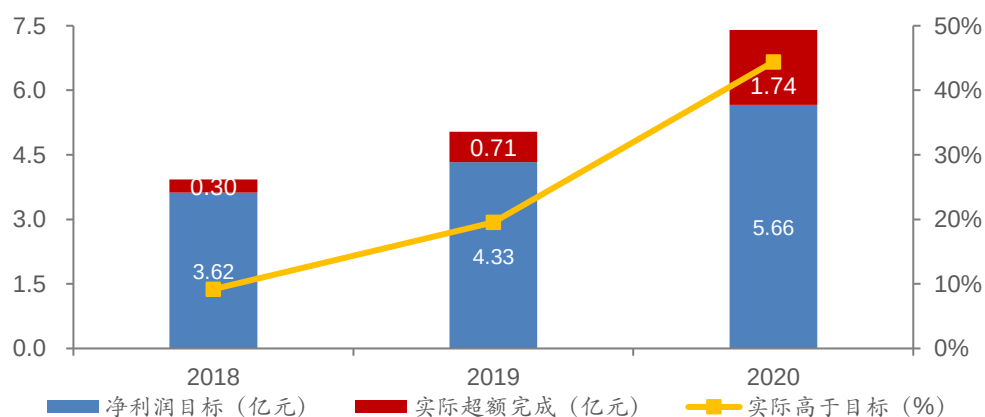
图表 2 公司股权结构 (截至 2021/11/18)



资料来源: wind, 华安证券研究所

公司 2018 年实施首次股票期权激励计划, 向公司及全资子公司董事、高管、中级管理人员与核心业务人员授予股票期权 799 万份, 占授予时公司总股本的 3.38%。2018 年股票期权激励计划设定了以 2017 年归属于上市公司股东净利润为基数, 2018-2020 年净利润增长率分别不低于 10%、20%、30% 的业绩发展目标。在股票期权激励计划的推动下, 2018-2020 年, 公司业绩实现强势增长, 分别实现归母净利润 3.62 /4.33 /5.66 亿元, 以 2017 年为基数的增长率分别为 20.11% /43.43% /87.72%, 远高于设定标准。

图表 3 2018 年股票期权激励计划业绩考核目标完成情况



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

2018 年股票期权激励计划业绩考核指标超额完成, 公司再推出 2021 年限制性股票激励计划, 上下齐心实现 2023 年营收超百亿目标。2021 年限制性股票激励计划为以 15.38 元/股的授予价格向 49 名激励对象授予 442 万股限制性股票, 占公

司授予时总股本的 1.08%。2021 年限制性股票激励计划设定了以 2020 年营业收入为基数，2021-2023 年营业收入增长率分别不低于 30% /70% /113%，即 2021-2023 年营业收入不低于 63.23 /82.69 /103.60 亿元，同比增长率不低于 30% /30.77% /25.29%的业绩考核指标。

图表 4 公司 2021 年限制性股票激励计划

限售期	解除限售时间	解除比例	业绩考核目标	营业收入 (亿元)	YoY (%)
I	自授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	30%	以 2020 年营业收入为基数，2021 年营业收入较 2020 年增长率不低于 30%	63.23	30.00%
II	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	35%	以 2020 年营业收入为基数，2022 年营业收入较 2020 年增长率不低于 70%	82.69	30.77%
III	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	35%	以 2020 年营业收入为基数，2023 年营业收入较 2020 年增长率不低于 113%	103.60	25.29%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

为进一步建立、健全公司的长效激励机制，将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合，共同关注公司的长远发展。除公司层面的业绩考核外，公司对业务单元和个人同样设置了严密的绩效考核体系，对激励对象的工作绩效作出较为准确、全面的综合评价。

图表 5 公司 2021 年限制性股票激励计划绩效考核体系

		优秀	良好	及格	不合格
业务单元考评	解除限售比例 (X)	100%	80%	60%	0%
个人年度绩效考评	解除限售比例 (Y)	100%	80%	60%	0%

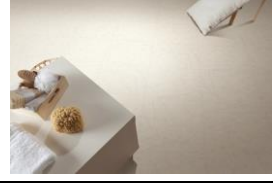
资料来源：公司公告，华安证券研究所

拟 1.1-2.2 亿元回购股份彰显对公司未来发展前景的信心和对公司价值的高度认可。公司 2021 年 11 月 9 日公告，拟使用自有资金 1.10 亿元-2.2 亿元回购社会公众股份，预计回购 344.50 万股-689.01 万股，占公司总股本的 0.83-1.66%。回购股份将全部用于股权激励计划或员工持股计划，以进一步健全公司长效激励机制，充分调动公司核心骨干及优秀员工的积极性，共同促进公司的长远发展。

1.2 把握消费趋势，产品结构持续优化

公司产品主要包括瓷质有釉砖、瓷质无釉砖、非瓷质有釉砖和陶瓷薄板/薄砖等。产品稳定可靠，富于艺术内涵，不仅在住宅装修装饰中应用广泛，还在建筑幕墙工程、户外和室内陶瓷艺术壁画、装配式建筑、复合部件、定制家居等在内的新应用领域开拓。公司借助强大的科研创新团队，把握消费趋势，不断开发新产品和优化升级产品系列、拓展产品应用场景。

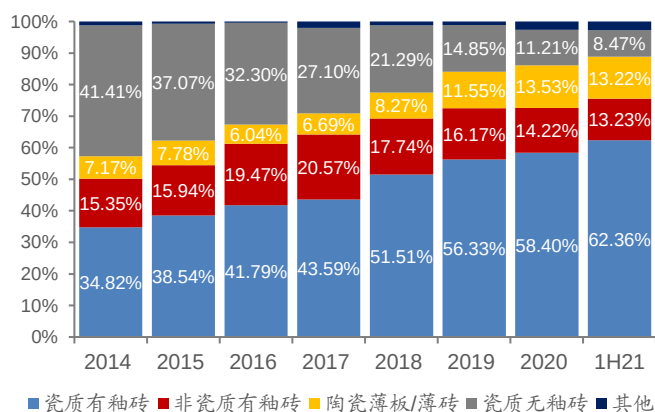
图表 6 公司主要产品特点及应用示意

主要产品		定义及品类		特点	应用	图示
陶瓷砖	瓷质有釉砖	由黏土、长石和石英为主要原料制造的用于覆盖墙面和地面的板状或块状建筑陶瓷制品，厚度不超过13.5 mm	抛晶砖、抛釉砖、仿古砖等	外观精致、图案多样，具有原料易得、易于批量化生产、抗污性好、耐腐蚀、易清洁、材质坚固、不受潮、辐射可控等特点。	酒店、商场超市、办公楼等公共空间装饰及家居背景等室内装修领域	
	瓷质无釉砖		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		过道和室外走道等装修项目的地面，除厨卫以外的多数家居室内空间，如厅堂等	
	非瓷质有釉砖		瓷片和小地砖等		一般用于厨卫空间、洗手间和室外阳台立面装饰等空间	
陶瓷薄板		由黏土和其他无机非金属材料经成形、高温烧成等生产工艺制程的板状陶瓷制品，厚度不大于6 mm、上表面面积不小于1.62 m²	轻薄、大规格、性价比高，装饰风格鲜明，生产过程节能节材、可以显著降低建筑综合能耗		逐渐成为建筑幕墙、创意化装饰、背景墙等领域的新兴品类	
陶瓷薄砖		厚度不大于5.5 mm的陶瓷砖	规格与传统陶瓷砖相近，厚度薄、质量轻、硬度高，施工简便快捷，利于维护施工现场的整洁，节约大量切割加工、铺贴辅料等费用		适用于二次装修、翻新，可以加快铺贴速度，减少建筑垃圾	

资料来源：公司招股说明书，公司可转换债券募集说明书，公司官网，华安证券研究所

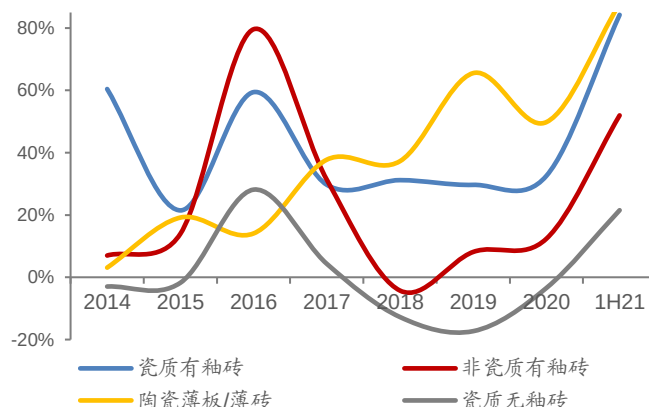
公司对市场热销品类不断优化升级，产品结构更趋合理。近年来，以仿古砖、抛釉砖为代表的、定位相对高端的瓷质有釉砖产品凭借丰富的图案色彩和良好的装饰效果成为瓷砖消费市场的热点。公司根据市场需求对瓷质有釉砖产品加大了生产和销售力度，稳固公司的竞争优势和中高端的市场定位。2014-2020 年，公司瓷质有釉砖的收入规模和占比均不断提升，收入 CAGR 为 33.51%，收入占比由 35.26% 上升至 59.98%，2021 年上半年度，瓷质有釉砖的收入占比进一步提升至 62.36%。

图表 7 2014-2020 公司主要产品营业收入占比 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

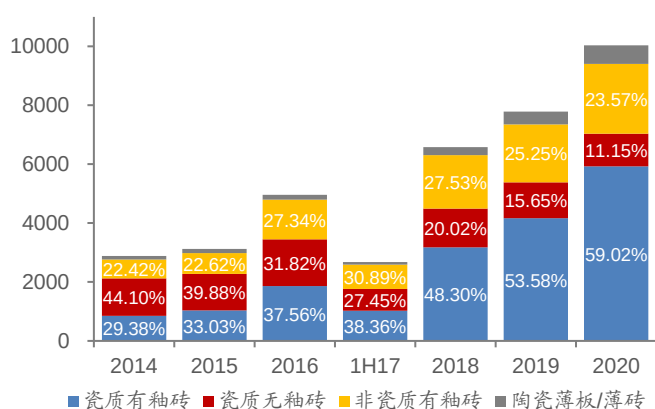
图表 8 2014-2020 公司主要产品收入同比增速 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

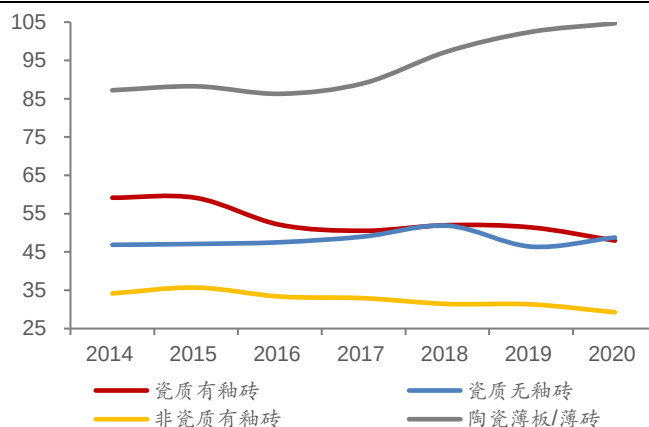
陶瓷薄板/薄砖视觉美观, 艺术感强, 装饰风格鲜明, 在消费转型升级的背景之下, 陶瓷薄板/薄砖越来越受到消费者的青睐。2017-2020 年, 公司陶瓷薄板/薄砖的收入占比由 6.69% 升至 14.22%。从销售价格上来看, 陶瓷薄板/薄砖是建筑陶瓷中的高端产品, 其市场售价较高, 且逐年上涨, 瓷质有釉砖和无釉砖价格接近, 非瓷质有釉砖价格较低。2020 年, 公司瓷质有釉砖/非瓷质有釉砖/瓷质无釉砖和陶瓷薄板/薄砖的售价分别为 47.97 / 48.78 / 29.25 / 104.69 元/平方米。

图表 9 2014-2020 公司主要产品销售量 (万平方米)



资料来源: wind, 华安证券研究所

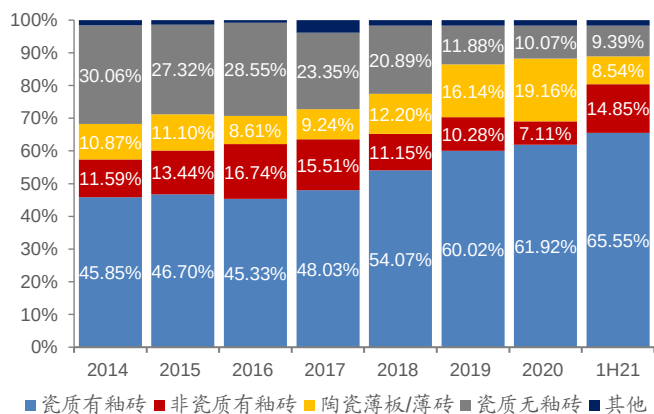
图表 10 2014-2020 公司主要产品售价 (元/平方米)



资料来源: wind, 华安证券研究所

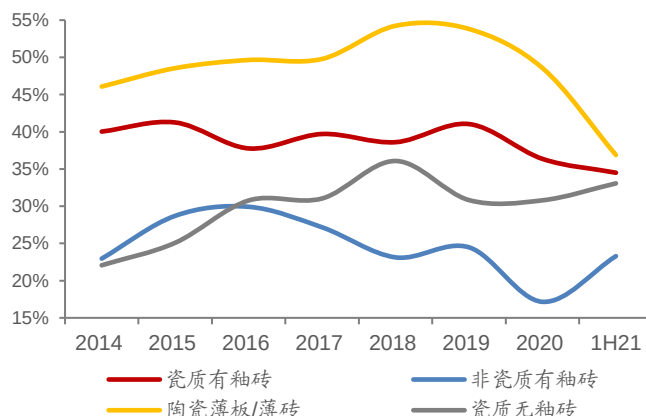
公司各产品中, 瓷质有釉砖和陶瓷薄板/薄板的毛利率相对较高, 2020 年, 瓷质有釉砖、非瓷质有釉砖、陶瓷薄板/薄砖和瓷质无釉砖的毛利率分别为 36.36% / 17.16% / 48.56% / 30.79%。2021 上半年, 受新收入准则的影响, 公司部分产品的毛利率有小幅下降。从毛利贡献的角度来看, 2020 年, 公司瓷质有釉砖产品贡献毛利 61.92%、陶瓷薄板/薄砖贡献毛利 19.16%, 非瓷质有釉砖和瓷质无釉砖毛利贡献 7.11% 和 10.07%, 各产品的毛利贡献与公司的产品销售结构相符。

图表 11 2014-2021H1 公司主要产品毛利占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 2014-2020 公司主要产品毛利率 (%)

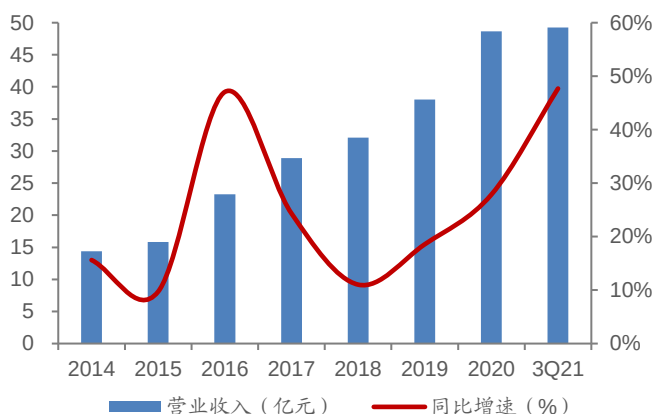


资料来源: wind, 华安证券研究所

1.3 业绩快速增长, 盈利能力稳健

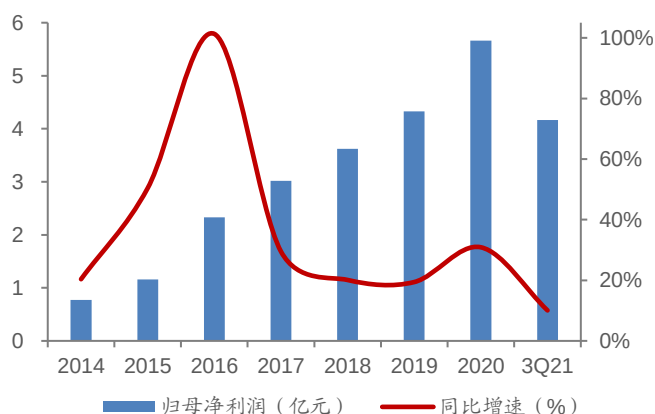
自 2017 年上市以来, 公司营收和归母净利润均保持较高水平增长。2020 年, 公司实现营业收入 48.64 亿元, 同比增长 27.86%, 2014-2020 年 CAGR 为 22.48%; 实现归母净利润 5.66 亿元, 同比增长 30.89%, 2014-2020 年 CAGR 为 39.47%。2020 年公司营业收入的大幅增长, 主要得益于广西藤县基地第一期工程第一阶段 4 条生产线全面投入生产, 新增产能日均 9 万平方米。2021 年前三季度, 公司营业收入同比增长 47.69%至 49.27 亿元, 归母净利润同比增长 10.07%至 4.17 亿元。受 2021 年原料、天然气等价格大幅上涨致生产成本明显上浮的影响拖累, 归母净利润增速低于营收增速。

图表 13 2014-2021 Q3 公司营业收入及同比增速 (亿元, %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 2014-2021 Q3 公司归母净利润及同比增速 (亿元, %)

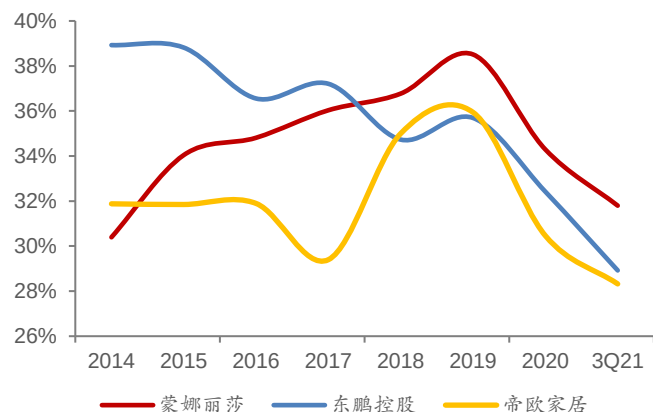


资料来源: wind, 华安证券研究所

公司盈利能力稳健, 毛利率和净利率均在行业内均处于领先水平。公司 2014-2019 年销售毛利率持续增长, 2020 年销售毛利率下降 4.22 pct 至 34.29%, 工程业务运输费用由公司承担, 公司近年来房地产工程业务规模扩大, 运输费用持续增加。2020 年执行新收入准则, 原确认为销售费用的运输费用和切割加工费计入合同履约成本, 如剔除该影响, 毛利率基本保持稳定 (若将 2019 年的运输费用从销售费用中剔除, 可计算得公司 2019 年销售毛利率为 34.28%)。对比来看, 2018-

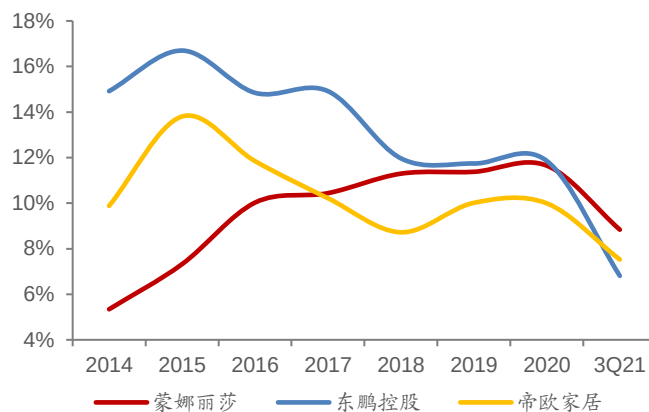
2020 年，公司毛利率水平在行业内主要上市公司中持续处于首位。销售净利率方面，公司的销售净利率在 2014-2020 年间实现了连续增长，从 5.34% 升至 11.65%，同样在行业内保持着领先的水平，体现了公司盈利能力的持续优化。

图表 15 2014-2021 Q3 建筑陶瓷行业内主要上市公司销售毛利率 (%)



资料来源：wind，华安证券研究所

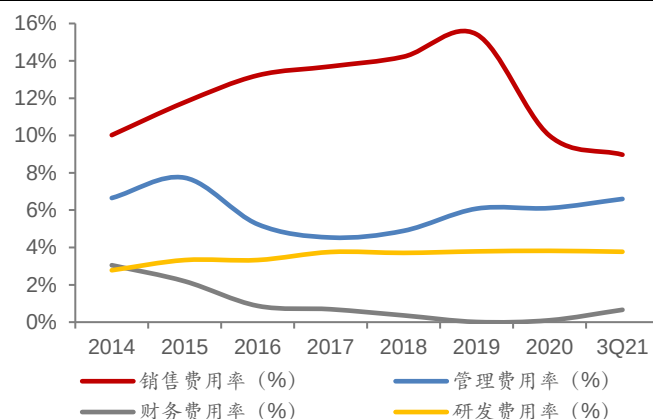
图表 16 2014-2021 Q3 建筑陶瓷行业内主要上市公司销售净利率 (%)



资料来源：wind，华安证券研究所

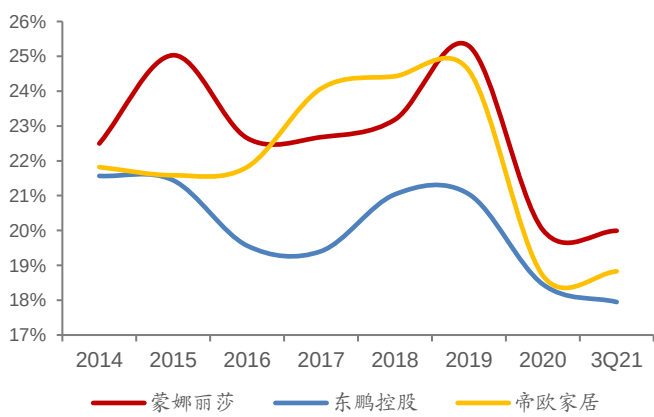
期间费用率稳中有降，研发费用较高。2020 年，公司期间费用率为 20.02%，同比下降 5.28 pct，其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为 9.99% /6.11% /3.82% /0.10%，同比变动-5.43 /+0.03 /+0.09 /+0.03 pct。除销售费用率由于新收入准则影响变动幅度较大，公司的管理、研发和财务费用率均较为稳定。公司坚持创新驱动发展，研发投入规模较大，公司研发费用率长期保持在约 4%，在行业内处于较高水平。

图表 17 2014-2021Q3 公司销售/管理/财务/研发费用率 (%)



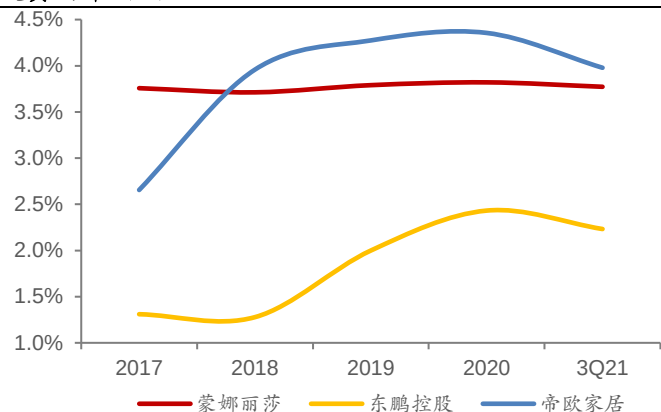
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 18 2014-2021 Q3 建筑陶瓷行业内主要上市公司期间费用率 (%)



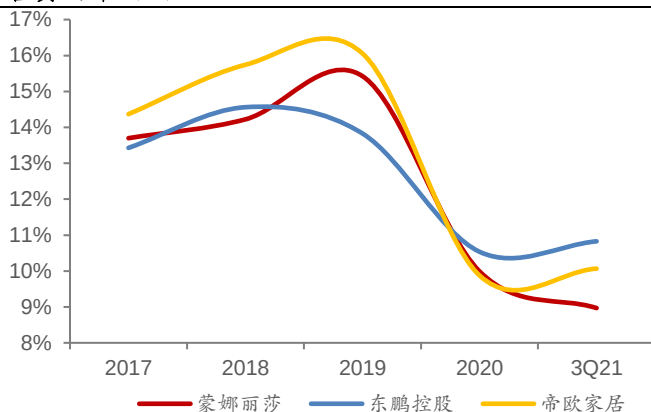
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 19 2017-2021Q3 建筑陶瓷行业内主要上市公司研发费用率 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 20 2017-2021Q3 建筑陶瓷行业内主要上市公司销售费用率 (%)

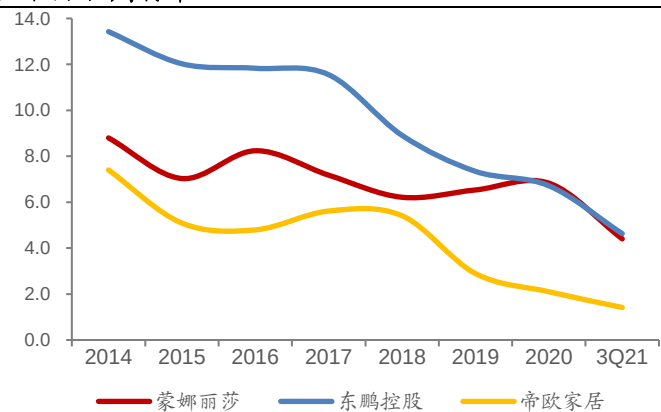


资料来源: wind, 华安证券研究所

在应收账款的管控方面, 公司的应收账款主要来自以大型房地产公司为主要客户的工程业务。近两年, 受下游房地产行业调控的影响, 公司的应收账款周转率承压, 但总体仍处于行业内的较好的水平。2020 年, 公司应收账款周转率为 6.83, 同比提高 0.30 个百分点; 2021 年前三季度应收账款周转率为 4.40, 主要因第三季度房地产公司资金压力风险暴露, 致房地产工程货款回笼延迟, 应收账款增长较多。

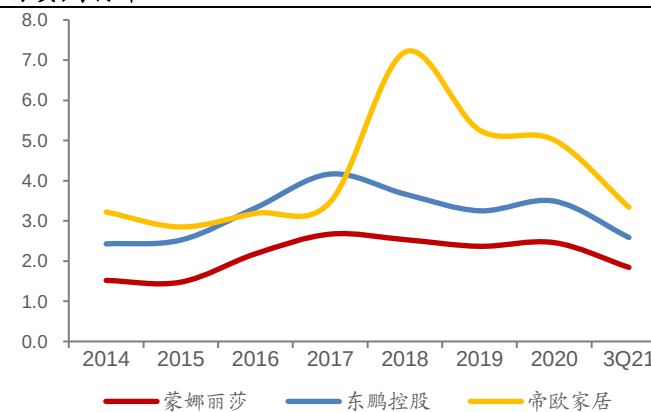
存货周转率方面, 近年来, 以公司为代表的高品质建筑陶瓷企业注重产品的个性化需求并积极主导新品流行趋势, 新产品品种多、推出速度快。与此同时, 新产品的推广需要库存支持, 产品种类多、新产品占比高的特点相应导致相对较高的存货库存水平和相对较低的存货周转速度。2020 年, 公司存货周转率为 2.46, 同比增长 0.1 个百分点; 2021 年前三季度, 公司的存货周转率为 1.84。

图表 21 2014-2021 Q3 建筑陶瓷行业内主要上市公司应收账款周转率



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 22 2014-2021 Q3 建筑陶瓷行业内主要上市公司存货周转率



资料来源: wind, 华安证券研究所

2 成熟市场超千亿, 集中趋势加速演绎

2.1 需求端具韧性, 新品类拓宽应用场景

中国是陶瓷的故乡, 在漫长的历史发展中形成了独具特色的陶瓷文化。改革开放以来, 在我国居民收入水平不断提高、住房环境持续改善的几十年中, 陶瓷砖由

于外观精致、图案多样，能够实现美观的装饰效果，同时具有耐腐蚀、抗污性好、易清洁、材质坚固、防火防潮、辐射可控等特点，一直受到国内消费者的欢迎。中国是世界建筑陶瓷产业最大的生产国与消费国，根据 ACIMAC 的统计，2020 年，中国的瓷砖消费量占全球瓷砖消费量的 49.01%，生产量占全球的 52.66%。

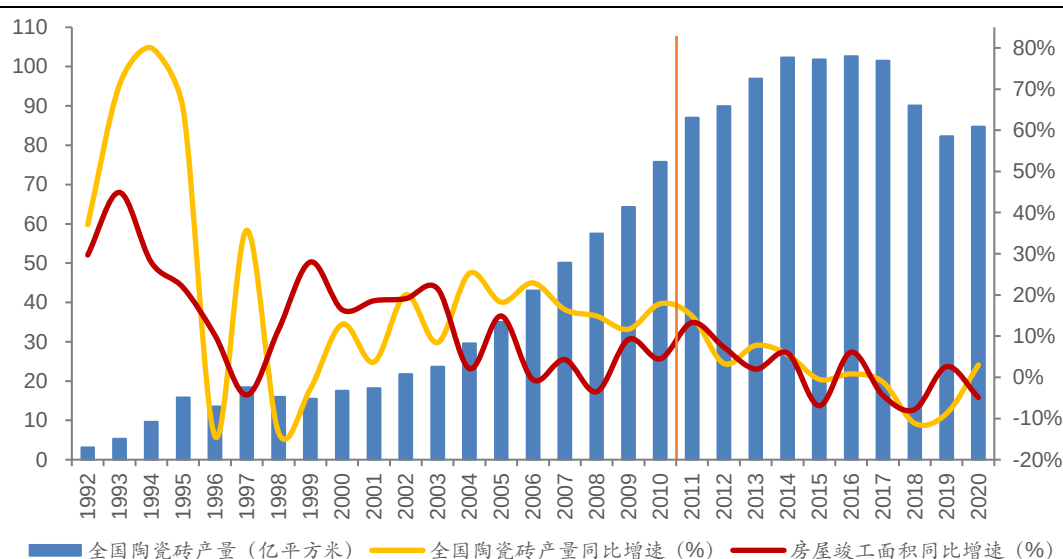
图表 23 全球瓷砖生产量和消费量 TOP 10 (亿平方米)

消费量	2016	2017	2018	2019	2020	生产量	2016	2017	2018	2019	2020
中国	92.45	92.44	81.63	74.53	78.59	中国	102.65	101.46	90.11	82.55	84.74
印度	7.85	8.61	8.76	9.10	8.85	印度	9.55	10.80	11.45	12.66	13.20
巴西	7.89	7.65	7.75	8.02	8.29	巴西	8.71	8.67	8.72	9.09	8.40
越南	4.12	5.80	5.42	4.67	4.00	越南	4.85	5.60	6.02	5.60	5.34
印尼	3.69	3.36	4.50	4.13	3.57	西班牙	4.92	5.30	5.30	5.10	4.88
美国	2.74	2.84	2.89	2.73	2.64	伊朗	3.40	3.73	3.83	3.98	4.49
墨西哥	2.35	2.42	2.36	2.38	2.42	土耳其	3.30	3.55	3.35	2.96	3.70
土耳其	2.39	2.51	2.36	1.85	2.41	意大利	4.16	4.22	4.16	4.01	3.44
沙特	2.48	2.03	1.76	1.90	2.38	印尼	3.60	3.07	3.83	3.47	3.04
埃及	2.15	2.52	2.36	2.39	2.37	埃及	2.50	3.00	3.00	3.00	2.85
其他	40.48	42.11	44.47	44.80	44.83	其他	23.46	24.74	25.80	25.85	26.85
总计	168.59	172.29	164.26	156.50	160.35	总计	171.10	174.14	165.57	158.27	160.93
中国占比	54.84%	53.65%	49.70%	47.62%	49.01%	中国占比	59.99%	58.26%	54.42%	52.16%	52.66%

资料来源：ACIMAC，华安证券研究所

我国建筑陶瓷行业发展已经进入成熟期，瓷砖需求总量趋于稳定。建筑陶瓷主要应用于住宅和公共建筑装修装饰领域的地面或墙面的铺装，是地产后周期的建材产品，其市场需求受房屋竣工面积的影响较大，瓷砖需求的变动与竣工增速变动相关性较强。2001-2011 年，受益于房地产竣工端的高增速，陶瓷砖的市场需求不断扩大，建筑陶瓷行业处于成长期。2012 年以来，房屋竣工面积增速放缓，建筑陶瓷的市场需求也趋于稳定，建筑陶瓷的产量增速有所下降。2020 年，全国陶瓷砖产量为 84.74 亿平方米，同比增长 3.03%。

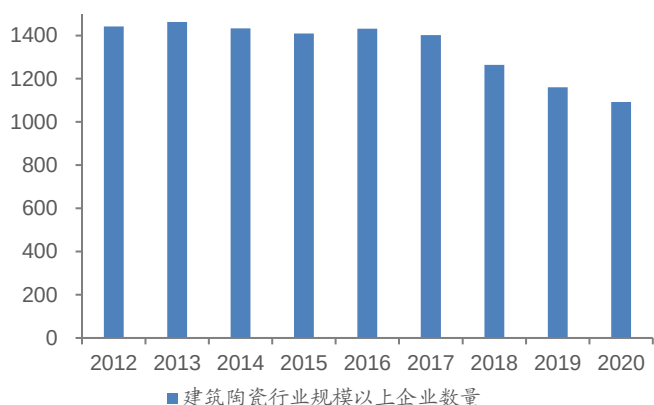
图表 24 1992-2020 全国陶瓷砖产量与房屋竣工面积同比增速 (亿平方米，%)



资料来源：中国建筑卫生陶瓷行业协会，wind，华安证券研究所

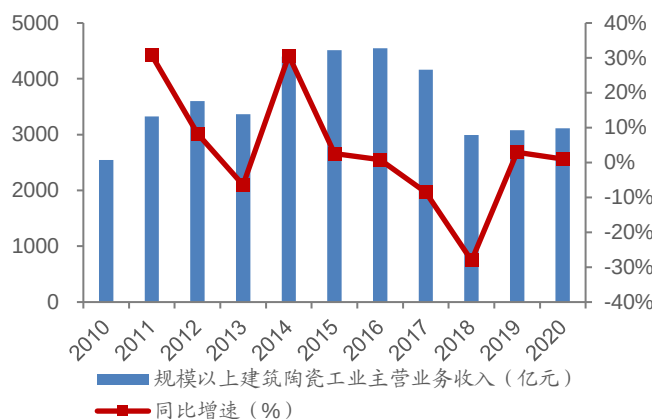
近年来,受市场需求增加有限及环保政策趋严影响,部分产能和技术落后的中小建筑陶瓷行业企业逐渐在市场中退出。据中国建筑卫生陶瓷行业协会的统计,2018-2020年,建筑陶瓷行业规模以上企业的数量为1265/1160/1093家,企业数量逐年减少。从销售规模的角度来看,2018-2020年建筑陶瓷行业规模以上企业的营业收入稳定在3000亿元上下小幅波动,分别为2993/3079.91/3111.24亿元,同比变动-28.10%/+2.90%/+1.02%。

图表 25 2012-2020 建筑陶瓷行业规模以上企业数量



资料来源: 中国建筑卫生陶瓷行业协会, 华安证券研究所

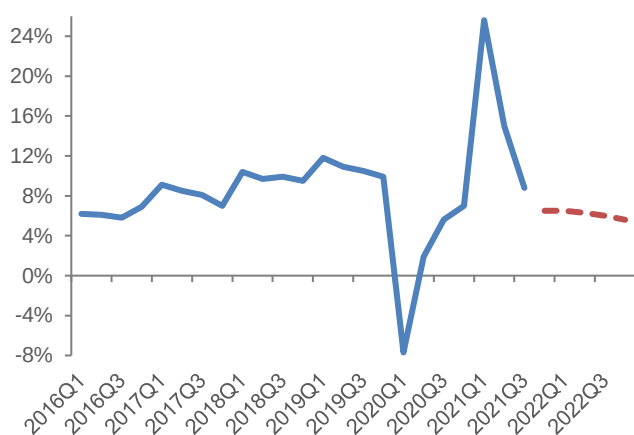
图表 26 2010-2020 建筑陶瓷行业规模以上企业主营业务收入及同比增速 (亿元, %)



资料来源: 中国建筑卫生陶瓷行业协会, 华安证券研究所

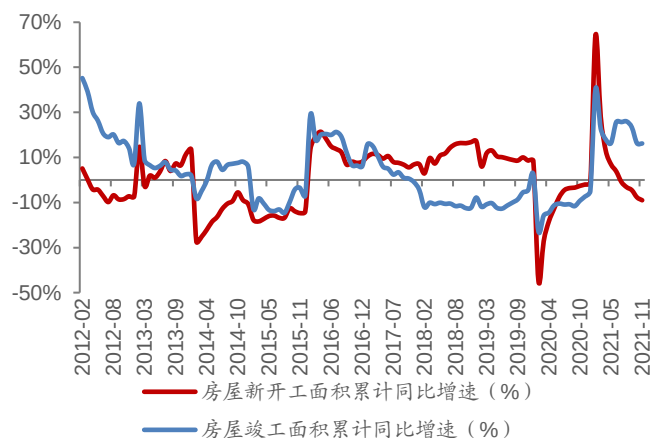
地产竣工端的韧性将支撑陶瓷砖的需求。按照房地产历史数据,新开工大约在2年后演变为竣工,2019年新开工面积的较高增速将对2021-2022年的竣工面积规模形成支撑。2021年下半年,房地产融资收紧、资金流动紧张使得竣工进度受到拖累,房地产竣工增速有所放缓。2021年1-11月,我国房屋竣工面积累计同比增速为16.20%,其中,2021年11月单月竣工面积为1.15亿平方米,同比增长15.4%。当前房地产融资政策现宽松迹象,预期将对存量项目的完工产生提振,产业链下游的陶瓷砖的需求将有所改善。

图表 27 全国房地产开发投资累计同比增速 (%)



注: 2021Q4-2022 数据由华安证券研究所宏观团队预测;
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 28 房屋新开工与竣工面积累计同比增速 (%)



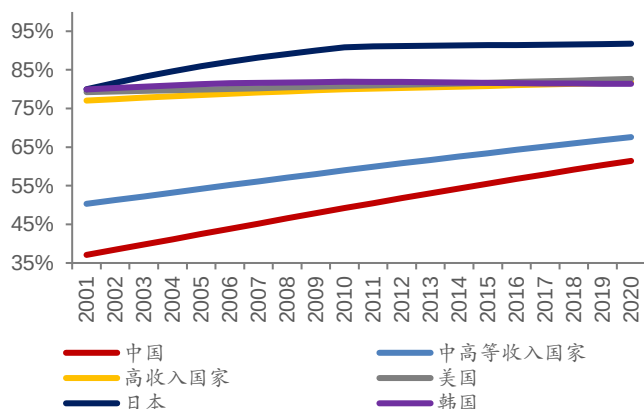
资料来源: wind, 华安证券研究所

根据中国建筑装饰协会的统计,2020年全国建筑幕墙产值约为4900亿元,同比增长8.89%。2020年我国的城镇化率约为60%,与美国等高收入国家80%以上的城镇化率相比,仍有提升的空间。据社科院研究中心预测,我国的城镇化率有望

在 2035 年达到 74%，预计城镇化率提升进程中带来的城市公共建筑的建设将支撑建筑幕墙的市场需求。

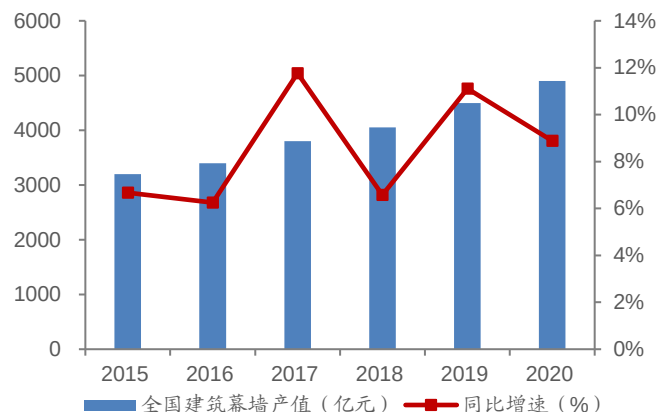
建筑陶瓷切入建筑幕墙领域，有望拓宽市场空间。陶瓷薄板因其厚度较薄、施工便捷、质量轻可以降低建筑物的荷载等特点，应用于高层、超高层建筑的幕墙。2012 年，住建部颁布《建筑陶瓷薄板应用技术规程》(JGJ/T172-2012)，其中增加了陶瓷薄板应用于幕墙干挂的相关内容，且应用不受建筑高度的限制，推动了陶瓷薄板在高层建筑幕墙的应用。以建筑幕墙年产值约为 5000 亿元、其中 5% 使用陶瓷薄板进行测算，陶瓷薄板应用于建筑幕墙将有望打开近 250 亿元的市场空间。

图表 29 中国及部分中等收入国家城镇化率 (%)



资料来源: World Bank, 华安证券研究所

图表 30 2015-2020 建筑幕墙产值及同比增速 (%)



资料来源: 中国建筑装饰行业协会, 华安证券研究所

近年来，建筑陶瓷行业的产品创新升级的步伐加快，2020 年在行业内更是掀起了新一轮以陶瓷大板、岩板为主的扩张浪潮。据中国建筑卫生陶瓷行业协会的统计，2020 年国内新增岩板线超过 100 条，年产能约为 1.57 亿-2.24 亿 m^2 ；截至 2021 年 10 月，国内建筑陶瓷企业已建成可生产 1200×2400 mm 及以上规格的岩板生产线已达 94 条。

图表 31 岩板生产线布局情况

2020 年各地区已建及规划建设岩板线统计			2017-2021 年全国岩板生产线数量	
广东	71	蒙娜丽莎 5、新明珠 5、唯美 6、依诺 6、新一派 5、大将军 6、新锦成 6、金牌亚洲 3、进强 4、全圣 3、新中源 1、顺成 2、雪狼 1、博德 1、升华陶瓷 1、祥达创展 1、恩平祥达 1、广东中岩 4、中盛 1、新润丰 1、昊晟 1、古宝斯 1、黄金石代 1、宝仕马 1、协进 1、冠星 1、简一 1、冠能 1		
江西	19	太阳企业 6、华硕 4、罗斯福 3、唯美集团 2、富利高 1、金凯瑞 1、瑞阳 1、罗曼缔克 1		
四川	13	金陶 5、米兰诺 4、广乐建陶 1、简优 1、建中 1、利弘 1		
山东	8	统一 1、新天地 1、新智联 1、金亿 1、亚细亚 1、双狮 1、锦昊 1、京齐力 1		
福建	6	宝达 1、万利 1、建华 1、铭盛 1、南安协进 1、三荣 1		
河北	4	领标 4		
湖北	2	美好 1、亚细亚 1		
广西	2	协进 1、新高盛 1		
浙江	1	诺贝尔 1		
宁夏	1	科豪 1		
合计	218			

资料来源: 陶瓷信息网, 中国建筑卫生陶瓷行业协会, 华安证券研究所

建筑陶瓷新品类拓宽应用场景，进入家居领域发展空间广阔。薄型陶瓷砖、超大规模瓷砖、岩板等产品的出现与推广，使得建筑陶瓷正在摆脱传统形式，作为一种新型材料应用在厨卫空间以及台面饰面材料等日常家居装修中。例如，陶瓷岩板产品可以作为厨房、茶几、书桌台面、电视背景墙和橱柜、衣柜等的用材。据工信部消费品工业司的数据，2020 年全国家具制造业营业收入为 6875.4 亿元，假设陶瓷岩板、陶瓷薄板占据家具制造收入的 2%，将带来建筑陶瓷行业的市场规模扩容超过百亿元。

图表 32 薄型陶瓷应用于橱柜饰面



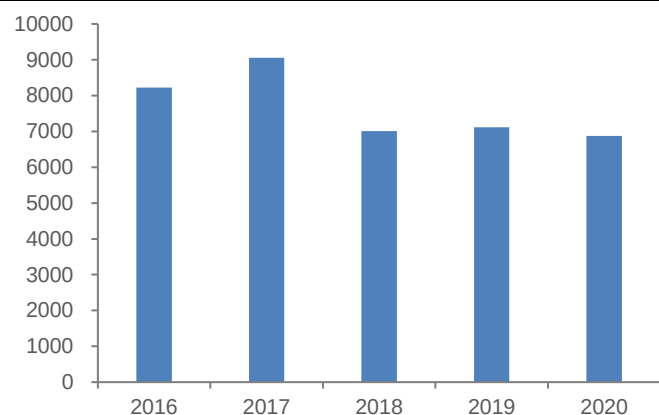
资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 33 薄型陶瓷应用于家电饰面



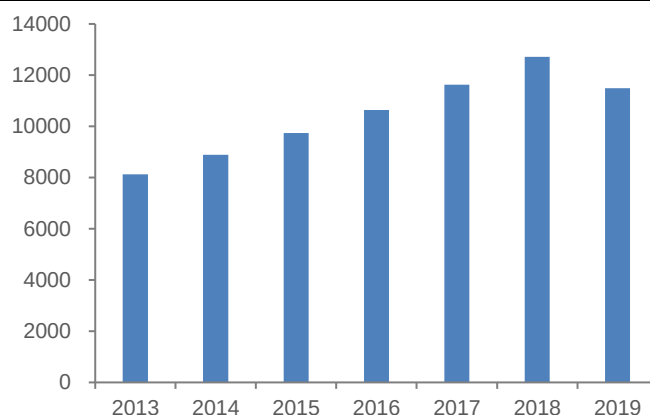
资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 34 2016-2020 全国家具制造业营业收入（亿元）



资料来源：工信部消费品工业司，华安证券研究所

图表 35 2013-2019 建筑石材市场规模（亿元）

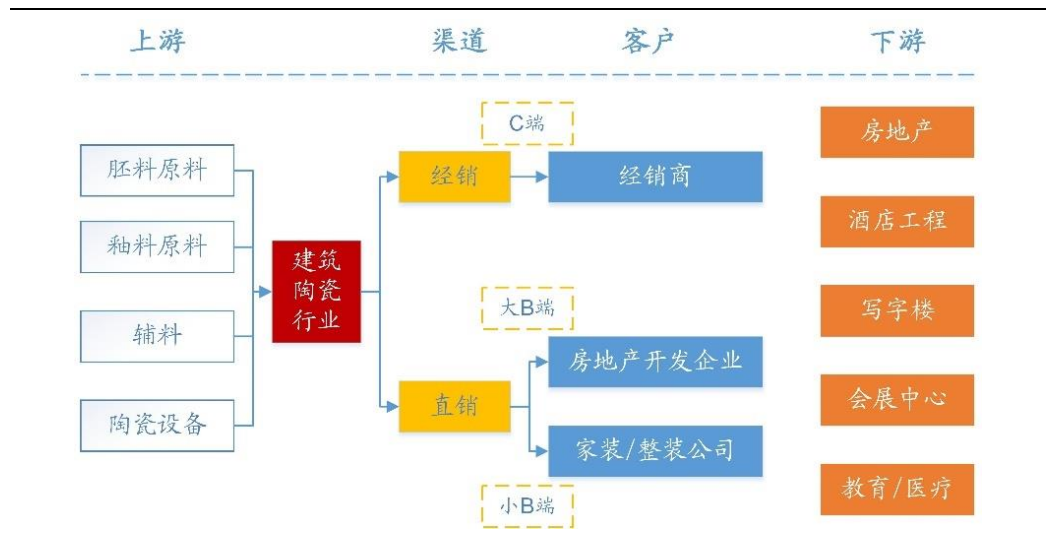


资料来源：前瞻研究院，华安证券研究所

2.2 市场集中度较低，典型的“大行业、小公司”

建筑陶瓷行业的产品特性及发展进程等决定了其市场集中度低、高度分散化的格局，是典型的“大行业、小公司”。从行业上下游的角度来看，建筑陶瓷的原材料、生产技术和设备等均属于易得性较高的类别，因此建筑陶瓷行业的进入壁垒较低，在建筑陶瓷行业的成长期，下游房地产的较快发展致大量企业涌入建筑陶瓷的生产，致行业内出现了众多的中小企业。

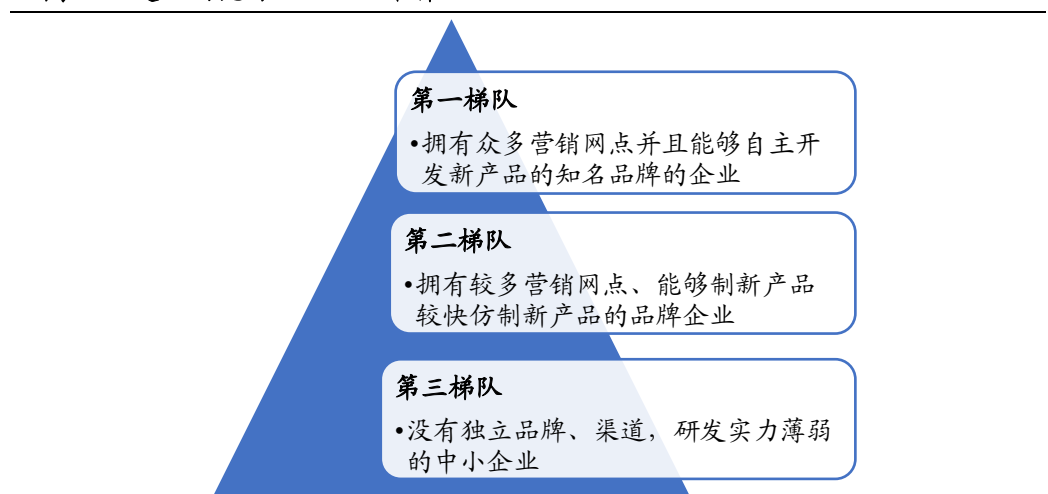
图表 36 建筑陶瓷行业上下游示意图



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

近年来，随着建筑陶瓷行业进入成熟期，叠加消费需求的转型升级，根据产品品质、品牌知名度、销售模式和企业产销规模等指标，建筑陶瓷行业企业趋于分化为三个梯队。第一梯队的企业在产品创新能力、品牌实力突出、产销规模与销售渠道等方面均有较为明显的优势。

图表 37 建筑陶瓷行业企业三个梯队



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

随着行业竞争的深入，建筑陶瓷行业的第一梯队中出现了以新明珠集团，唯美集团（主要经营品牌马可波罗）、诺贝尔、欧神诺、蒙娜丽莎以及东鹏控股为代表的，重点定位于中高端市场的高品质建筑陶瓷企业。高品质建筑陶瓷市场的突出特点为追求产品品质、注重个性化需求、潮流变化快、产品定价较高，对企业的新产品研发能力、产能的先进性、新产品推广能力以及品牌知名度均有着较高的要求。

图表 38 高品质建筑陶瓷生产企业与其他企业特点

	高品质建筑陶瓷生产企业	其他企业
定位	重点定位于高品质建筑陶瓷产品，面向有一定消费能力的中高端消费群体，追求高附加值	覆盖各层次消费群体，追求规模优势从而取得成本优势
产品	专注产品品质，注重个性化需求和艺术内涵	以性价比来获得市场
研发实力	创新能力较强，具有突出的新产品研发能力，推出新产品速度快，积极主导新品流行趋势	具备自主开发新产品的能力，但新产品推出速度较慢
生产	产能规模适中，产品结构丰富，善于革新设备及工艺，注重产能先进性	产能规模庞大，产品结构简单，设备及工艺改造较慢
品牌	核心品牌突出且品牌价值较高	以多品牌策略为主导
销售渠道	规模和服务并重，渠道网络优势明显	网点众多，以规模为优势

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 39 部分高品质建筑陶瓷生产企业简介

高品质建筑陶瓷企业	营业收入	主要品牌	简介	主要产品
蒙娜丽莎 (002918)	 47.36	蒙娜丽莎瓷砖、美尔奇、QD	主要从事高品质建筑陶瓷产品研发、生产和销售	陶瓷砖、陶瓷板、岩板、瓷艺
东鹏控股 (003012)	 60.61	东鹏瓷砖	前身创立于 1972 年，国内规模最大的瓷砖、卫浴产品专业制造和品牌企业之一	仿古砖、抛釉砖和抛晶砖等
欧神诺 (002798)	 49.85	欧神诺瓷砖	于 2000 年正式成立，主要从事高端瓷砖技术研发、定制生产以及销售	瓷片、仿古砖、抛光砖、抛晶砖、抛釉砖等
悦心健康 (002162)	 9.96	斯米克磁砖	以“中西合璧”的时尚理念为设计源泉，选用国外全套专业瓷砖生产线	玻化石、百丽晶、大理石、云石代、釉面砖、艺术瓷
唯美集团	 -	马可波罗瓷砖、唯美 L&D 等	集研发、设计、生产、销售于一体新型家居生活陶瓷供应商	日用陶瓷、卫生陶瓷、艺术陶瓷等全系列家居生活用瓷
诺贝尔	 -	诺贝尔瓷抛砖、诺贝尔瓷砖、塞尚印象瓷砖、汉为岩板等	创立于 1992 年，坚持技术领先，专注高端瓷砖，旨在成为“全球最优秀的装饰用品服务商”	岩板、大板瓷抛砖、瓷抛砖、全瓷大理石瓷砖、大理石瓷砖、木化石、厨卫瓷砖、地毯砖、背景墙等
新明珠集团	 109	冠珠、萨米特、格莱斯、金朝阳、惠万、新明珠岩板等	集建筑卫生陶瓷研发、生产、销售、服务于一体大型现代家居建材企业集团	大规格岩（薄）板、仿大理石瓷砖、喷墨渗花砖、仿古砖、抛釉砖、抛光砖、瓷片、外墙砖等

注：各公司名称下方标注代码为股票代码，未标注则为未上市；营业收入为各公司 2020 年瓷砖业务营业收入（单位：亿元），新明珠集团营业收入为 2019 年的数据；

资料来源：各公司官网，公司公告，华安证券研究所

以美国建筑陶瓷行业的格局为参考，美国建筑陶瓷行业的市场高度集中，头部企业市占率超过 50%。2018、2019 年美国铺地材料整体销售收入约为 273 /276 亿美元，其中，瓷砖销售收入占比为 14.4% /14.1%，即瓷砖销售收入为 39.31 /38.92 亿美元。美国最大的陶瓷砖生产企业-莫霍克工业集团（Mohawk Industries Inc.）2018、2019 年在全美的瓷砖收入为 21.31/20.50 亿美元，占美国瓷砖销售收入的 54.21% /52.68%，莫霍克一家的市占率就超过 50%。

图表 40 美国铺地材料市场份额

	2018	2019
销售收入 (亿美元)	273	276
地毯	43.1%	41.0%
弹性地板/ LVT	20.5%	23.2%
瓷砖	14.4%	14.1%
木材	13.0%	13.0%
层压板	3.4%	3.2%
石材	5.6%	5.5%

资料来源：莫霍克工业集团年报，华安证券研究所

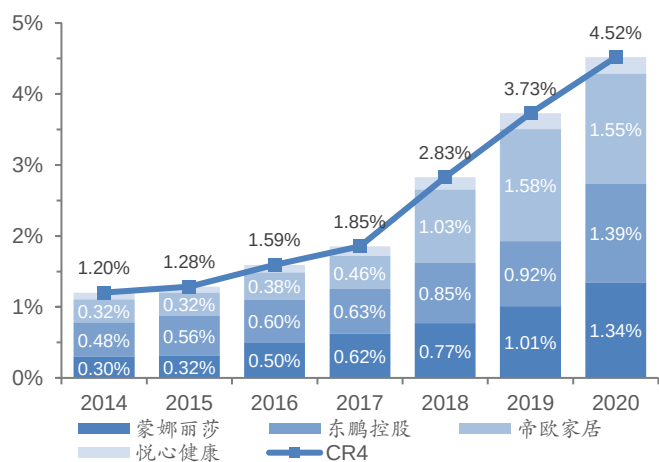
图表 41 2018-2020 莫霍克工业集团分产品/地区销售收入 (亿美元)

	2018				2019				2020			
	瓷砖	铺地材料 (北美)	铺地材料 (其他)	合计	瓷砖	铺地材料 (北美)	铺地材料 (其他)	合计	瓷砖	铺地材料 (北美)	铺地材料 (其他)	合计
美国	22.51	38.51	0.01	61.04	21.31	36.89	0.03	58.23	20.5	34.78	0.02	55.3
欧洲	7.14	0.06	18.62	25.83	7.12	0.07	18.14	25.32	7	0.02	17.86	24.87
俄罗斯	2.46	0	1.03	3.49	2.69	0	1.16	3.85	2.63	0	1.23	3.86
其他	3.41	1.71	4.35	9.48	5.19	1.48	5.63	12.3	4.2	1.15	6.15	11.49
合计	35.53	40.29	24.02	99.84	36.31	38.44	24.96	99.71	34.33	35.94	25.25	95.52

资料来源：莫霍克工业集团年报，华安证券研究所

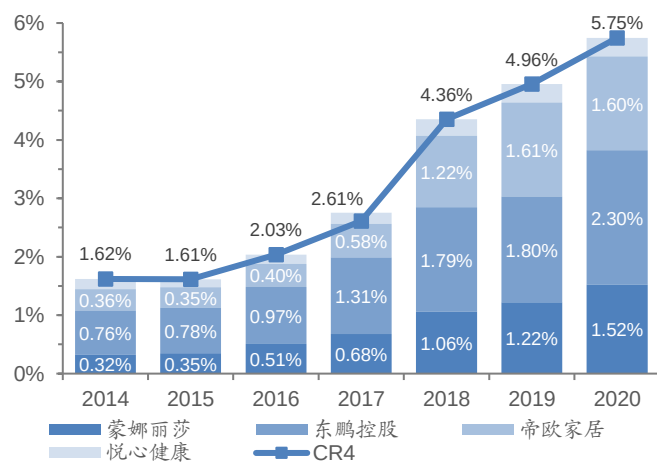
我国建筑陶瓷行业头部企业的市占率仅约 5%。我国建筑陶瓷行业内的主要上市公司为蒙娜丽莎、东鹏控股、帝欧家居（瓷砖板块为欧神诺）和悦心健康。2014-2020 年，无论是以各公司瓷砖产量占全国瓷砖总产量之比来看，还是其瓷砖业务收入占建筑陶瓷行业规模以上企业销售收入之比来看；国内 4 家上市公司的合计市占率都呈现逐年提升的趋势。具体而言，以瓷砖产量为口径的 CR4 由 1.20% 提升至 4.52%，以瓷砖规上企业收入为口径的 CR4 由 1.62% 提升至 5.75%。对比美国瓷砖行业龙头超过 50% 的市占率，我国瓷砖行业的市场集中度仍然很低，头部企业的市占率有较大的提升空间。

图表 42 建筑陶瓷主要上市公司瓷砖产量占全国瓷砖总产量比



资料来源：中国建筑卫生陶瓷行业协会，公司公告，华安证券研究所

图表 43 建筑陶瓷主要上市公司瓷砖业务占行业规模以上企业销售收入比



资料来源：中国建筑卫生陶瓷行业协会，中国陶瓷网，公司公告，华安证券研究所

2.3 多重因素催化集中趋势，头部企业有望充分受益

环保政策趋严助力改善行业供给格局

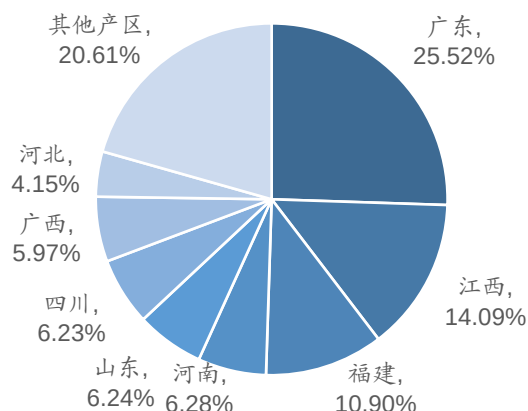
我国陶瓷砖的产能过剩，且产能利用率较低。近年来，环保政策力度不断增强使部分瓷砖落后产能淘汰，陶瓷砖产能有所下降。据《中国瓷砖产能调查报告》数据显示，2017-2020 年，我国陶瓷砖年产能由 136 亿 m² 降至 123 亿 m²，建筑陶瓷生产线由 3264 条降至 2760 条。多地的陶瓷企业受限电、错峰生产等影响，我国陶瓷砖的产能利用率较低，2020 年全国陶瓷砖的产能利用率为 68.89%。

图表 44 2011/2014/2017/2020 全国及部分地区陶瓷砖年产能（亿平方米）

年产能（亿 m ² ）	2011	2014	2017	2020
广东	34.66	41.19	38.62	31.39
福建	13.53	17.34	16.00	13.41
山东	15.55	16.18	9.71	7.68
江西	10.28	14.29	16.93	17.33
四川	7.78	8.27	8.34	7.66
河南	3.77	6.88	8.55	7.72
其他产区	21.19	30.07	38.12	37.81
总计	108.06	139.61	136.28	123
生产线数量（条）	3275	3621	3264	2760
产能利用率（%）	80.52%	73.27%	74.45%	68.89%

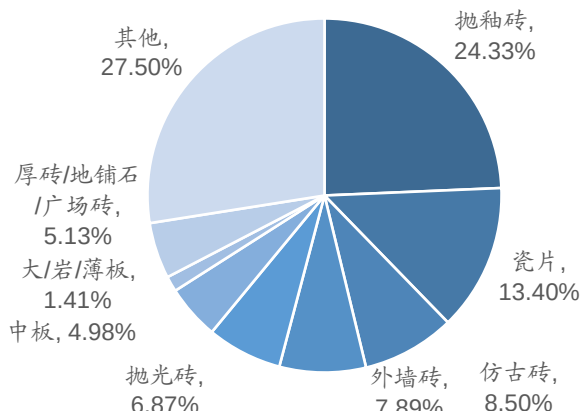
数据来源：陶瓷信息网，华安证券研究所

图表 45 2020 年各省建筑陶瓷产能分布



资料来源：陶瓷信息网，华安证券研究所

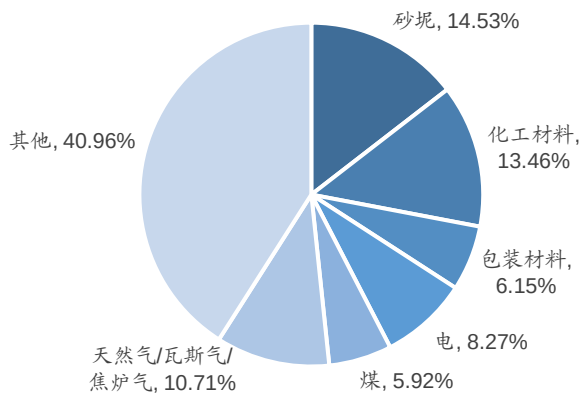
图表 46 2020 年各类型建筑陶瓷产能占比



资料来源：陶瓷信息网，华安证券研究所

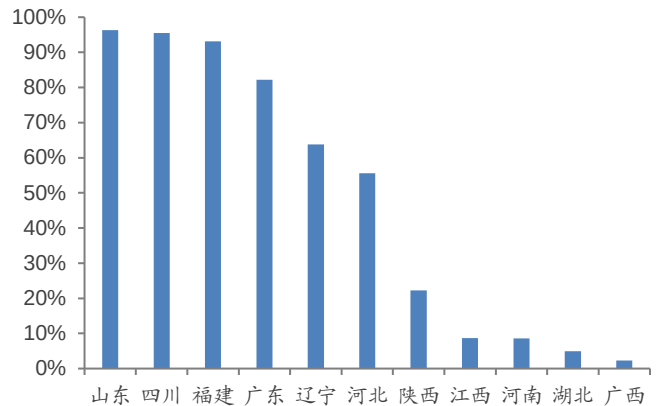
建筑陶瓷的生产过程中包含在窑中烧制的工序，陶瓷生产线对电力、煤炭等能源消耗较高，煤、电、天然气等能源成本占陶瓷生产成本的 20% 以上，因此其环境污染程度也较高。近年来，全国环保整治力度加强，国家和地方对建筑陶瓷行业的环保要求不断提高，推行窑炉“煤改气”力度进一步加大。建筑陶瓷企业一方面需要投入资金进行生产线的改造；另一方面，天然气作为燃料的成本高于使用煤的成本。因此，“煤改气”的逐步落实将推动淘汰部分落后产能以及环保不达标的陶瓷企业退出市场，有望优化建筑陶瓷产能过剩、市场集中度低的格局。

图表 47 瓷砖生产成本占比



注：图中数据为 2020 年 1-6 月东鹏控股自产产品生产成本占比
资料来源：东鹏控股招股说明书，华安证券研究所

图表 48 2020 建筑陶瓷主要产区生产线天然气使用率



资料来源：陶瓷信息网，华安证券研究所

2021 年 11 月 15 日，国家发改委等 5 部门联合发布《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平（2021 年版）》，其中，规定了建筑陶瓷产品综合能耗的基准水平和标杆水平，要求 2022 年 1 月 1 日起，新建项目的单位产品综合能耗达到标杆水平，现有项目的综合能耗不达标准的限期分批实施改造升级和淘汰。对需开展技术改造的项目，在规定时限内将能效改造升级到基准水平以上。此次规定的建筑陶瓷产品综合能耗基准水平与标杆水平较现行标准严格，环保壁垒将增加，中小企业的生产难度进一步加大。

图表 49 建筑陶瓷单位产品综合能耗 (kg 煤/m³)

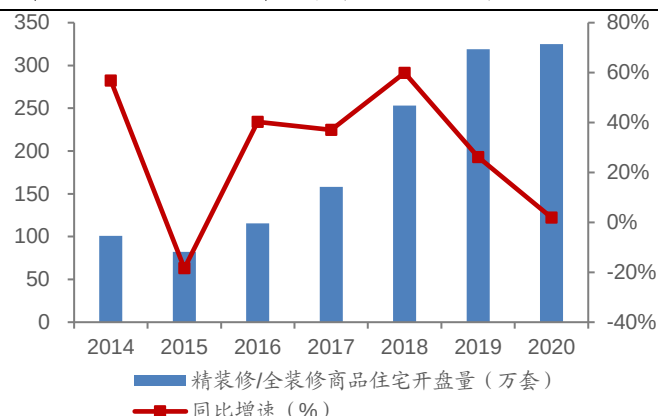
陶瓷砖吸水率	标杆水平	基准水平	现行标准
吸水率≤0.5%	4	7	7.8
0.5%<吸水率≤10%	3.7	4.6	5.4
吸水率>10%	3.5	4.5	5.2

资料来源：发改委官网，华安证券研究所

B 端业务占比的提高将加速建筑陶瓷行业市场集中度的提升

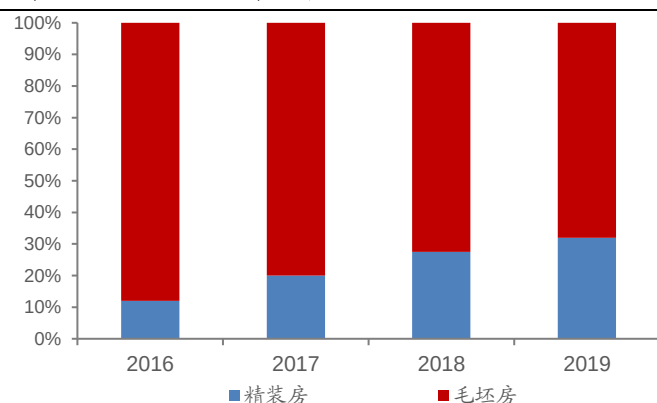
近年来，精装房政策密集出台，根据奥维云网的统计，2020 年我国各省市累计颁布精装修/全装修政策共 47 次，其中，市级政策 35 次，省级政策 10 次，国家级政策 2 次。在各级政策的助推下，我国精装房的开盘规模逐步增长，2015-2020 年，精装房开盘规模 CAGR 为 31.68%；2020 年，全国房地产行业精装修市场开盘规模为 325.5 万套，同比微降 0.12%。从渗透率的角度来看，2016-2019 年精装房占比由 12%增至 32%，虽然近几年增速明显，但对比欧美等发达国家 50%以上的占比，我国精装房的占比仍有较大的上升空间。此外，由于长租公寓标准户型和集中式的特点，长租公寓的发展也有望提振精装修的渗透率。

图表 50 2014-2020 精装房开盘量 (万套)



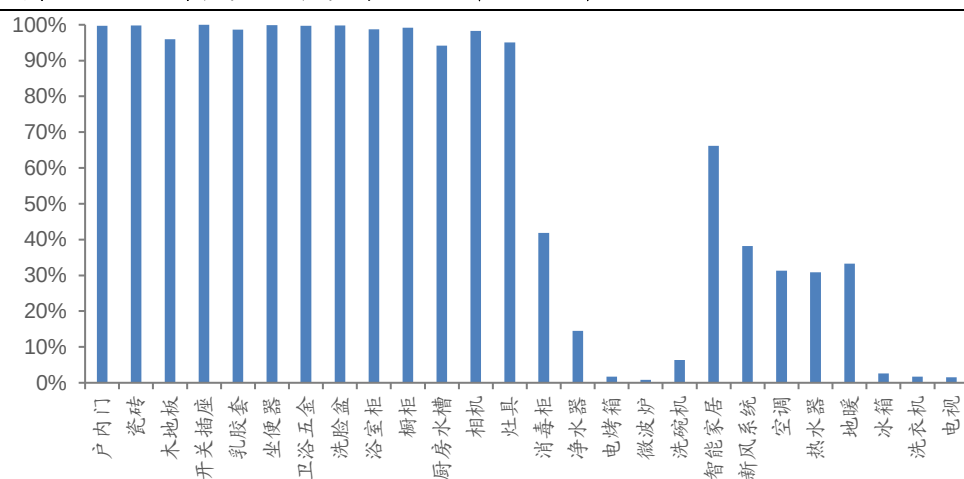
资料来源: 奥维云网, 华安证券研究所

图表 51 2016-2019 精装房占比



资料来源: 奥维云网, 华安证券研究所

图表 52 全国精装修/全装修商品住宅部品配置率



资料来源: 奥维云网, 华安证券研究所

瓷砖产品的防水/防火/防潮等特性使其在厨房、卫生间、阳台等的地面铺设中近乎不可替代, 使用率接近 100%。根据奥维云网统计的数据, 精装修商品住宅中瓷砖部品配置率为 99.80%, 以 97 m² 的两室一厅住宅为例, 估算精装修商品住宅的瓷砖使用率。按假设墙面面积为地面面积的 2.5 倍, 考虑 10% 的瓷砖损耗率, 估算约使用 98.6 平方米的瓷砖; 因此, 瓷砖使用面积 ≈ 全/精装修商品住宅建筑面积。

图表 53 97 平方米精装房商品住宅瓷砖用量估算

	面积 (m ²)	地面瓷砖使用比例	墙面瓷砖使用比例	瓷砖使用比例合计	瓷砖用量 (m ²)	考虑 10% 损耗率瓷砖用量 (m ²)
厨房	8.5	1	1.25	2.25	19.1	21.0
门厅/玄关	4	0.5		0.5	2.0	2.2
客餐厅	34.5	1		1	34.5	38.0
阳台	7.5	1	1	2	15.0	16.5
主卧+次卧	34	-	-	-	-	-
卫生间	8.5	1	1.25	2.25	19.1	21.0
合计	97				89.8	98.7

资料来源: 华安证券研究所测算

以 2021-2023 年住宅销售面积增速为 1% 瓷砖价格为 52 /54 /55 元/平方米估算, 我们预计 2021-2023 年精装商品住宅对应的市场规模为 313 /355 /399 亿元; 考虑到办公楼、商业营业用房的全装修瓷砖需求以及部分精装房住宅的装修品质要求较高、预计将采用更高单价的瓷砖; 并且预计精装房的渗透率好于预期将提振市场空间, 精装房带来的瓷砖需求有望进一步扩大。

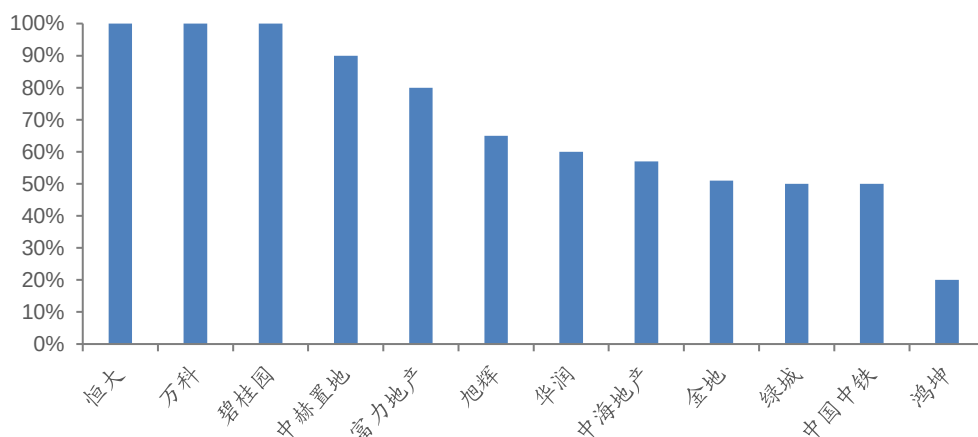
图表 54 精装房用瓷砖市场规模估算

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
住宅销售面积 (亿 m ²)	14.79	15.01	15.49	15.64	15.80	15.96
YOY	2.17%	1.50%	3.15%	1.0%	1.0%	1.0%
精装房渗透率 (%)	27.50%	32%	35%	40%	45%	50%
精装房面积 (亿 m ²)	4.07	4.80	5.42	6.26	7.11	7.98
瓷砖用量 (亿 m ²)	4.07	4.80	5.42	6.26	7.11	7.98
瓷砖单价 (元 / m ²)	50	50	50	52	54	55
市场规模 (亿元)	203.40	240.23	271.04	325.37	383.92	438.82

资料来源: wind, 华安证券研究所

毛坯房限价政策下, 精装房有利于房企获取利润增量, 地产开发商具备提升精装房供给比例的驱动力。从终端数据看, 龙头房企精装率高于平均水平, 房地产头部企业更倾向于开发精装房。目前来看, 万科、碧桂园等头部房地产企业项目的全装修比例达到 100%, 房地产市场集中度的提升将促进精装房渗透率提升。

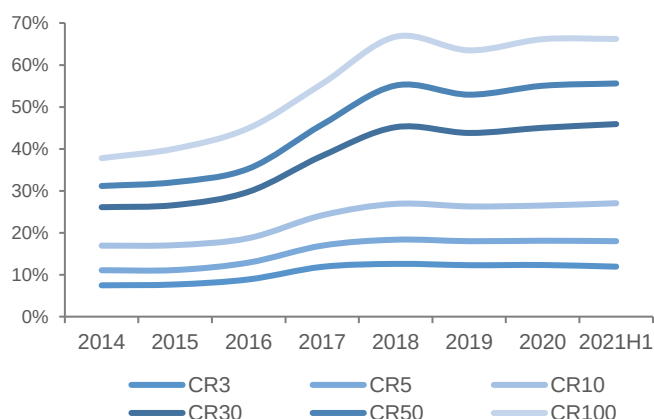
图表 55 TOP 房企全装修比例



资料来源: 奥维云网, 华安证券研究所

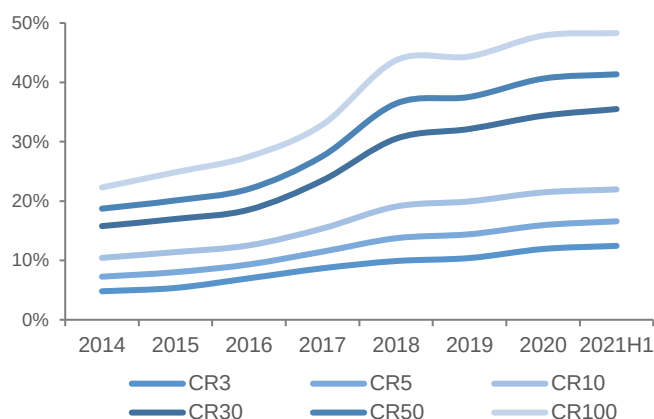
随着房地产行业宏观调控的持续, 房地产企业之间的竞争日趋激烈, 行业区域及品牌集中度逐渐提高, 排名前列的房地产公司的销售额增长显著, 房地产行业的市场集中度逐渐提高。截至 2021 年上半年, 房地产行业 CR100 为 66% (以销售金额计)、48% (以销售面积计)。

图表 56 2014-2020 房地产行业集中度 (按销售金额)



资料来源: wind, 华安证券研究所

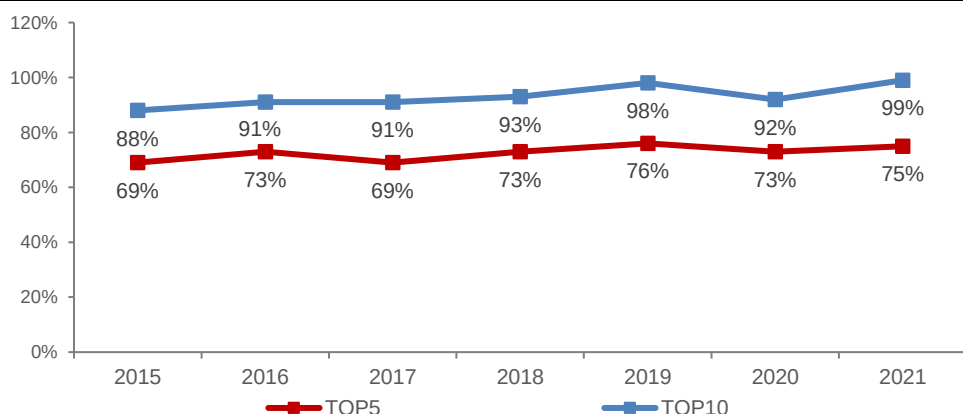
图表 57 2014-2020 房地产行业集中度 (按销售面积)



资料来源: wind, 华安证券研究所

与零售相比,地产开发商等工程客户、尤其是百强房企对建筑陶瓷企业的生产能力、产品质量以及资金实力等都有较高的要求。建筑陶瓷的头部企业在产品质量、生产能力及资金实力等方面强于中小企业,中小企业难以进入百强房企的供应商之列。建筑陶瓷头部企业在 B 端占据了大部分的市场份额。2021 年,房企客户在建筑陶瓷类的首选率前十名占比已达 99%;建筑陶瓷行业头部前五名占比约为 75%。

图表 58 建筑陶瓷类房地产开发企业品牌首选率前五/十名累计



资料来源: 优采大数据, 华安证券研究所

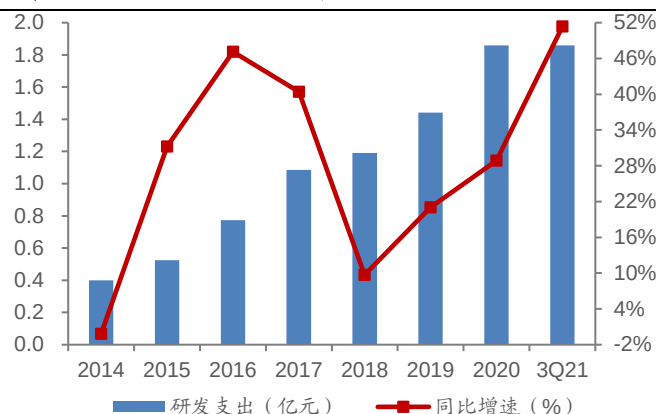
房地产行业的市场集中度提升与精装修渗透率提升加速建筑陶瓷销售渠道的变革,面向 C 端的零售渠道逐渐向房地产开发商、整装公司、家装公司等 B 端分流。B 端业务占比的提高将加速建筑陶瓷行业市场集中度的提升,龙头企业的市占率有望进一步提升。

3 品牌、产能与渠道优势打造公司核心竞争力

3.1 建筑陶瓷薄型化、大型化的领导者

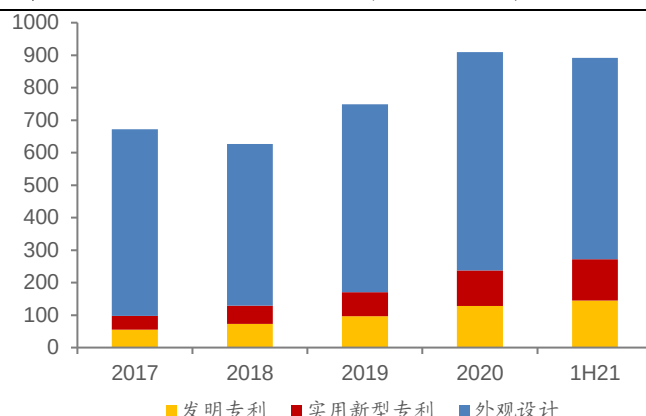
公司始终坚持产品创新引领,以技术实力打造品牌竞争力。公司以创新驱动发展,对公司产品研发给予大力支持。2014-2020 年,公司研发支出年均复合增速为 24.52%;2021 年前三季度,公司研发支出为 1.86 亿元,同比增长 51.36%。公司研发成果处于行业前列,截至 2021 年 6 月末,公司共有专利 892 件,其中发明专利 145 件(含国外发明专利 5 件),实用新型专利 127 件,外观设计 620 件。

图表 59 2014-2020 公司研发支出及同比增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

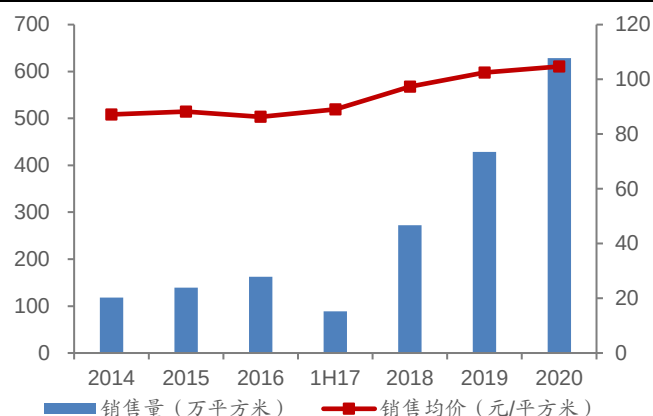
图表 60 2017-2021H1 公司获得专利授权情况



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

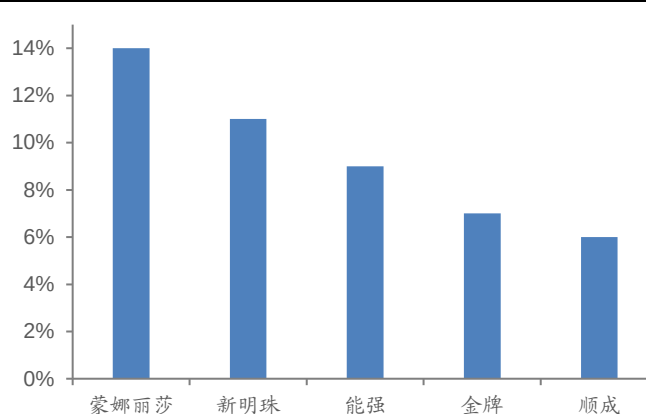
公司创新研发多类型的多功能、高附加值的建筑陶瓷产品, 构筑了雄厚的品牌实力。公司在国内率先研发出的干压陶瓷薄板和配套的绿色化、智能化生产工艺, 在建筑陶瓷薄型化、大型化方面技术实力领先, 公司的陶瓷薄板产品在中树立了良好的口碑。近年来, 公司陶瓷薄板的销售量大幅增长, 2020 年, 公司陶瓷薄板销售量为 628.73 万平方米, 2018-2020 年均复合增速为 51.87%。与此同时, 公司陶瓷薄板的销售均价保持在较高水平并有所上涨, 2020 年销售均价为 104.69 元/平方米, 远高于市场上其他类型的陶瓷产品。

图表 61 2014-2020 公司陶瓷薄板销售量与销售均价



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 62 2021 岩板类房地产开发企业品牌首选率



资料来源: 优采大数据, 华安证券研究所

公司依托创新平台, 不断拓展产品应用场景。公司与中科院广州化学研究所联合研发推出瓷砖胶, 提升公司陶瓷薄板产品在各应用领域中的综合竞争力, 有利于公司深度挖掘陶瓷薄板市场。此外, 公司瞄准岩板在建筑装饰领域的应用发展态势, 推出多种规格系统的岩板产品, 覆盖墙地面装饰、背景墙、橱柜台面定制等家居及商业空间全场景应用。

公司积极推动岩板产品与其他行业实现跨界合作, 进军岩板家居领域, 推动家居定制模式。2019 年 6 月, 公司子公司绿屋建科以优质的岩板材料、陶瓷行业屈指可数的“双甲双壹”专业资质 (建筑装饰装修工程专业承包壹级/设计专项甲级等), 以及涵盖解决材料配套与设计、安装应用的衔接问题等定制服务的优势签订了岩板定制家居项目合同。2021 年 7 月, 成都华府金沙名城的岩板定制家居项目

正式开工，是建筑陶瓷行业内首个房地产定制家居岩板 EPC 项目，项目涉及住宅 1300 多套住宅的定制厨柜、中岛台、洗手台岩板家居，岩板应用量约为 2 万延米。

图表 63 绿屋建科岩板定制家居项目概况

项目名称	成都华府金沙名城	楼幢数量	7 幢
开发商	浩源地产	住宅数量	1300 多套精装修交付住宅
岩板家居	定制厨柜、中岛台、洗手台	岩板应用面积	20000+延米

资料来源：绿屋建科微信公众号，华安证券研究所

顺应“双控、双碳”发展趋势，持续强化节能减排和环保整治。作为建筑陶瓷行业转型升级标杆企业，公司对污染物排放实行严于国家的企业内控标准。公司近几年不断追加环保投入，通过煤改气、烟气一站式净化系统、废水循环利用系统、废渣循环利用系统等一系列环保设备的引入与升级，构建公司绿色产业生态链。2021 年 8 月，公司入选广东省首批“减污降碳突出贡献企业”。

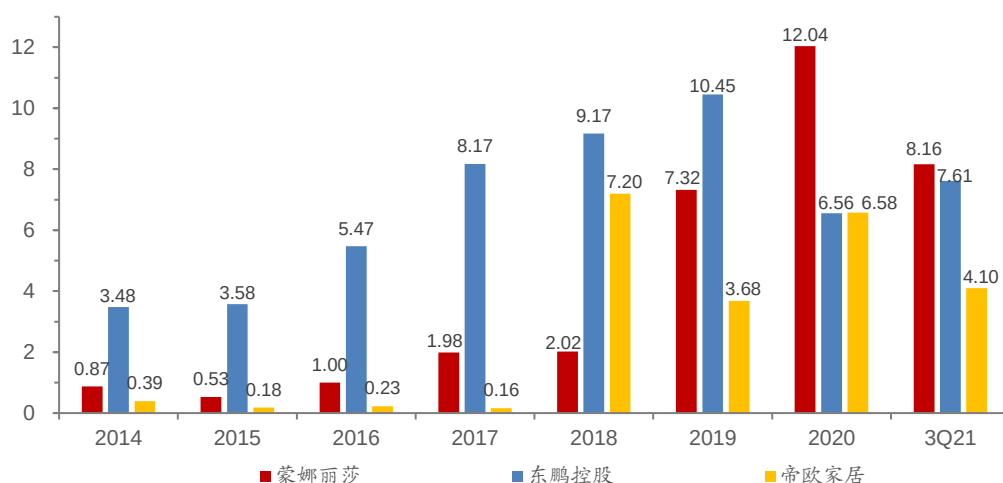
图表 64 陶瓷工业大气污染物排放标准及 2020 年公司内控标准

污染物	陶瓷工业大气污染物排放标准		公司内控标准
	2010 年版	2019 年版	2020 年
颗粒物	≤ 30	≤ 20	≤ 10
二氧化硫	≤ 50	≤ 30	≤ 20
氮氧化物（以 NO ₂ 计）	≤ 180	≤ 100	≤ 90

资料来源：公司社会责任报告，华安证券研究所

3.2 先发扩张产能，规模优势凸显

图表 65 2014-2021 Q3 蒙娜丽莎/东鹏控股/帝欧家居资本开支（亿元）



注：资本开支以购建固定、无形资产支付的现金计

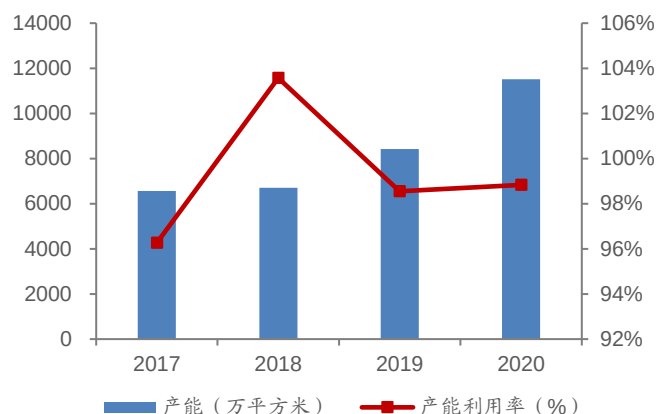
资料来源：wind，华安证券研究所

自 2017 年上市以来，公司持续增加资本投入，通过原有生产线技术改造、新建生产线和股权收购等方式扩大产能规模。2020 年，公司构建固定、无形资产支付的现金为 12.0 亿元，接近东鹏控股/帝欧家居资本开支的 2 倍。

产能规模逐年扩大，产能利用率接近 100%。2017-2020 年底，公司的瓷砖产能从 6565 万平方米增至 11520 万平方米，产能接近翻倍。与此同时，公司依然保

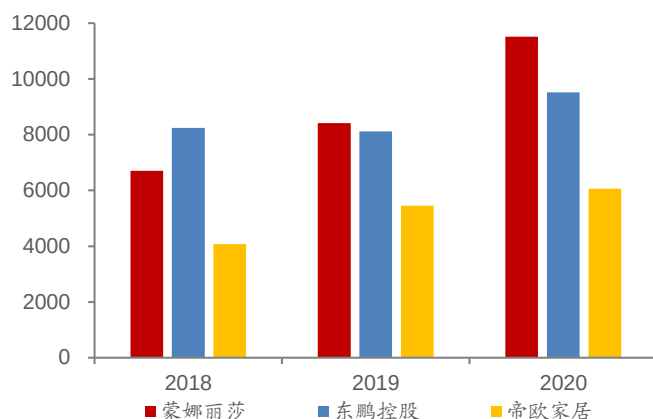
持着较高的产能利用率，2018-2020 年，公司产能利用率分别为 103.57% /98.55% /98.83%。对比来看，2018-2020 年，东鹏控股和帝欧家居的瓷砖产能规模仅有较小幅度的扩张，截至 2020 年底，公司的瓷砖产能已经在建筑陶瓷行业内位于领先地位。

图表 66 2017-2020 蒙娜丽莎瓷砖产能及产能利用率 (万平方米, %)



注：2017 年瓷砖产能为 2017 年 1-6 月瓷砖产能 × 2；
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 67 2014-2020 蒙娜丽莎/东鹏控股/帝欧家居瓷砖产能 (万平方米)



注：东鹏控股 2020 年瓷砖产能为 2020 年 1-6 月瓷砖产能 × 2；
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 68 2017-2021 公司产能相关项目投资情况

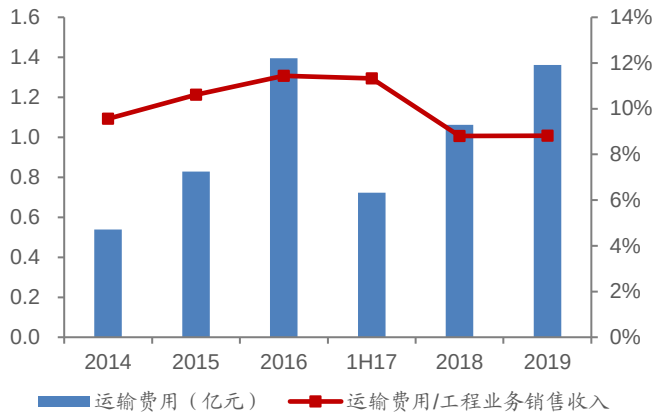
公告日期	地址	项目	新增产能 (万 m ²)	投资金额 (亿元)
2017-11	广东佛山	超大规格陶瓷薄板生产线技术改造项目	300	3.05
		陶瓷薄砖生产线技术改造项目	400	
2018-05	广西藤县	高端、智能建筑陶瓷生产项目	7200	12.5
		高端、智能建筑陶瓷生产线配套工程项目		1.5
		研发中心建设项目	1622	6
2019-05	广东西樵	特种高性能陶瓷板材绿色化、智能化技术改造	1520	4.5
2021-02	江西高安	收购至美善德 58.97% 股权并增资项目	4000	6.51
合计			15042	34.06

资料来源：公司公告，华安证券研究所

广西新增产能为建筑陶瓷的中高端产品，助力公司抢占中高端市场份额。公司在广西藤县新增产能主要为受市场关注度高的陶瓷薄板、大规格陶瓷等中高端产品。广西藤县生产线的陆续投产将进一步优化公司的产品结构，公司在陶瓷大板、薄板领域的市场份额将有望进一步提升。

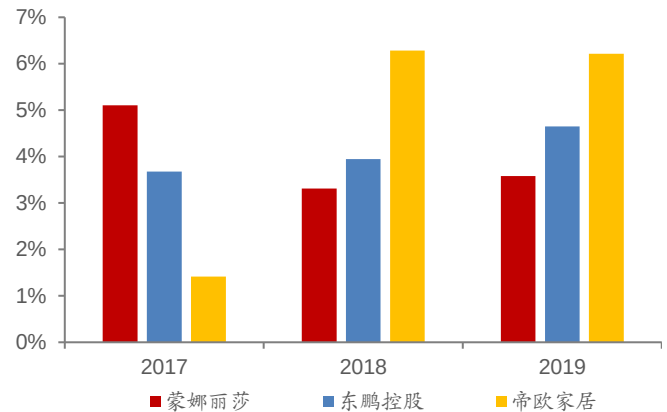
2021 年收购普京陶瓷，优化生产基地区域布局，扩展华东市场。华东地区是公司重要的产品销售市场之一，公司在华东地区的营业收入占比长期保持在 25-30%；2021 年上半年，公司华东地区营业收入占比为 26.31%。在工程业务中，瓷砖产品的运输费用由公司承担。公司原有生产基地主要分布于华南地区，与华东市场距离较远，导致运输费用占比较高，运输费用占工程业务销售收入的 10% 左右。

图表 69 2014-2019 公司运输费用及占工程业务销售收入比 (亿元, %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

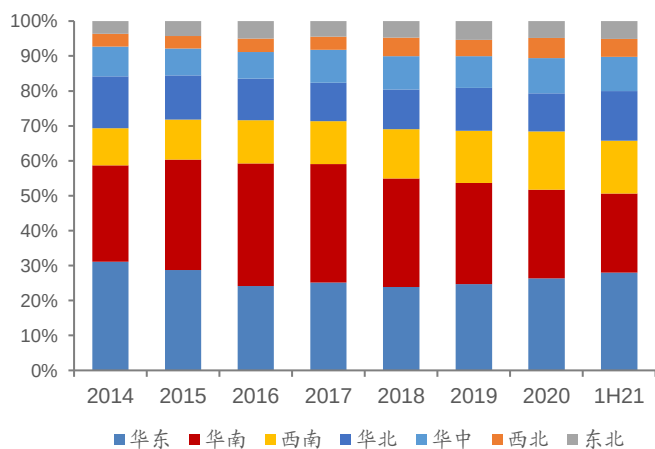
图表 70 2014-2019 蒙娜丽莎/东鹏控股/帝欧家居运输费用占营业总收入比



资料来源: wind, 华安证券研究所

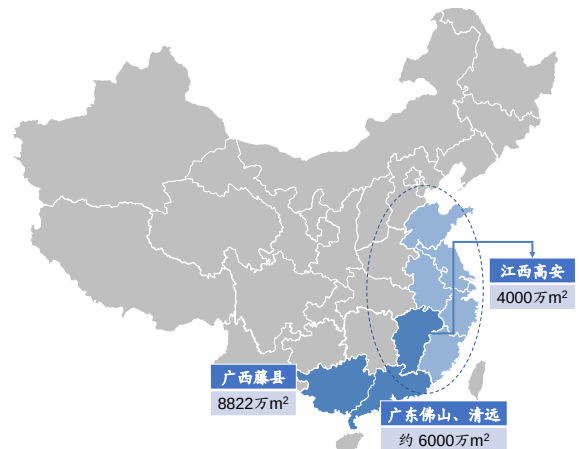
基于多年以来在陶瓷行业的深度沉淀以及“大瓷砖战略”布局的重要举措,公司于 2021 年收购普京陶瓷 (年产陶瓷砖、陶瓷板约 4000 万平方米)。普京陶瓷的生产基地位于江西高安,主要覆盖华东地区。在江西高安布局生产基地将进一步扩大公司在华东地区的生产与供货能力,促进产能分布的持续优化,以较低的仓储物流成本辐射华东地区乃至全国市场。

图表 71 2014-2021H1 公司各地区营业收入占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

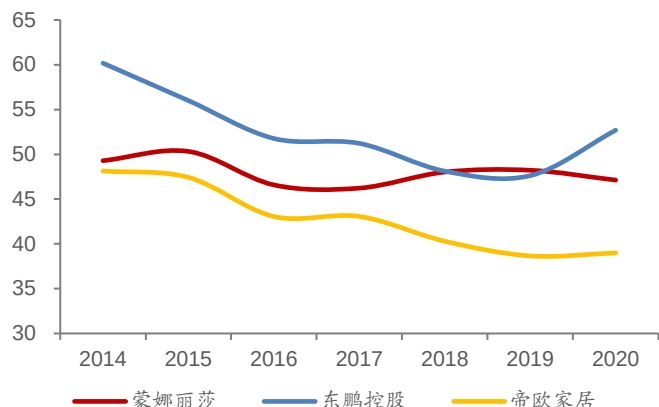
图表 72 公司生产基地分布情况



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

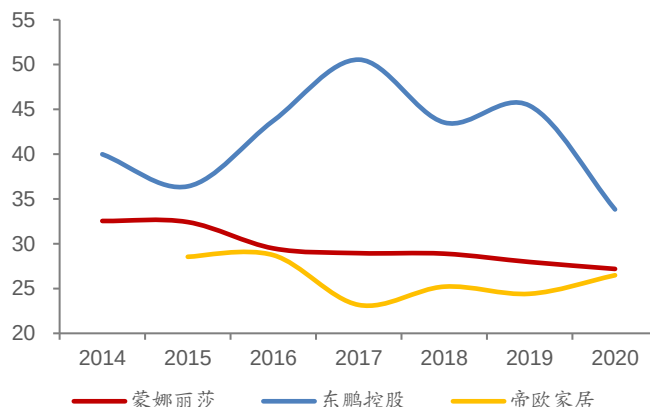
多途径降本增效, 规模优势凸显。公司通过在生产成本较低的广西建立生产基地、收购位于江西高安的普京陶瓷辐射华东市场以降低运输费用及生产线自动化、智能化技术改造升级等多种方式降低成本。在产能大幅增长的同时, 公司单平方米瓷砖的营业成本逐年下降。2014-2020 年, 公司瓷砖单平方米的生产成本由 32.54 元/平方米降低至 27.19 元/平方米, 在行业内处于较低水平。预计随着广西基地生产线的建成投产, 公司的规模效应有望进一步凸显, 瓷砖单平方米生产成本将进一步下降。

图表 73 2014-2020 建筑陶瓷行业内主要上市公司瓷砖单平米销售收入 (元/平方米)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 74 2014-2020 建筑陶瓷行业内主要上市公司瓷砖单平方米生产成本 (元/平方米)



资料来源: wind, 华安证券研究所

3.3 B 端、C 端双渠道齐发展

建筑陶瓷行业的销售渠道主要分为经销模式与工程模式两大类, 其中经销业务面向零售市场 (C 端), 公司与经销商买断式经销, 终端多为普通家装; 工程业务主要面向房地产开发商、整装公司等工程客户 (B 端) 进行批量供货销售。

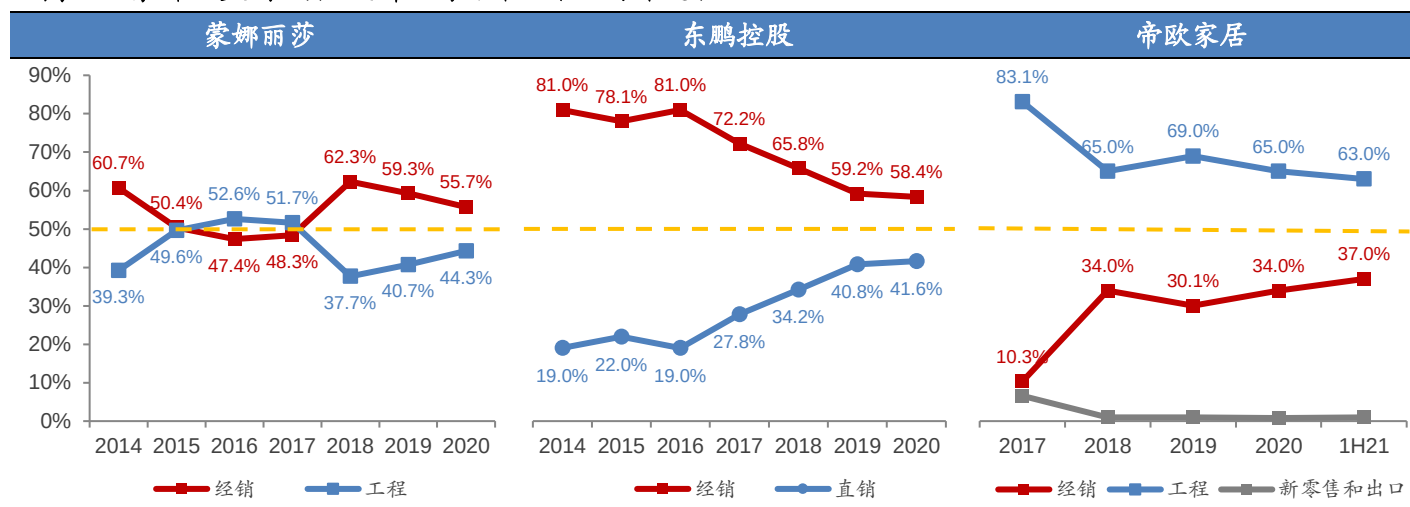
图表 75 经销业务与工程业务销售/信用/定价/收入确认政策比较

	经销业务	工程业务
销售政策	公司与经销商签订年度经销框架合同, 由经销商在双方经销合同约定的框架内, 根据销售需求给公司下达订单, 并负责完成后续提货、运输、仓储、加工、销售、结算、售后服务等事宜, 经销商和公司定期完成对账结算后确认形成买断式经销。	公司与工程方签订产品销售协议, 公司与服务商/代理商签订工程项目业务服务协议/销售代理业务协议, 由服务商/代理商为公司向工程方提供发货、运输、仓储、加工、供货、对账结算、售后服务等相关服务事宜, 公司按照约定给服务商/代理商结算运营服务费用。
信用政策	经销商按公司制定的单价支付发货保证金或按公司规定办理同等金额的授信手续后发货, 办理授信手续发货的, 授信期限原则上不超过 3 个月。	根据对账结算结果应当支付的当期货款, 以 6 个月期限商业承兑汇票支付。
定价政策	公司在统一经销开单价的原则上, 根据具体市场情况, 制订年度产品区域价格体系, 并有权在年度内据市场情况对价格体系进行适当调整。	货物价格按合同约定的单价结算, 为到工地价格。
收入确认	在货物发出、取得经销结算单据时确认收入。	在完成交货、货物经验收合格并取得结算权利时确认收入。

资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

对比来看, 蒙娜丽莎、东鹏控股和帝欧家居在销售渠道的发展上略有不同。东鹏控股将销售渠道分为直销和经销两类, 其中, 直销渠道面向工程客户、家装客户、OEM 客户、直营零售客户以及网络销售客户。东鹏控股长期以来深耕 C 端零售市场, 经销业务收入占比较高, 2014-2020 年占比均保持在 50% 以上。近年来, 伴随着行业内呈现的市场需求由零售端向工程端分流的格局, 东鹏控股加大了在工程端的开发力度。东鹏控股利用在零售渠道建立的经销商网络, 在当地获取工程信息, 发展工装、家装、设计师和单体工程等小微工程。2020 年, 东鹏控股的经销/直销业务收入分别为 58.36% / 41.64%; 其中, 工程业务占直销渠道收入的 81.09%, 直营零售、OEM、家装和网络销售占直销渠道收入的 18.91%。

图表 76 蒙娜丽莎/东鹏控股/帝欧家居营业收入分渠道占比



注：蒙娜丽莎 2017 为 2017 年上半年数据；
资料来源：公司公告，华安证券研究所

帝欧家居的工程业务占比明显高于经销业务占比，2018-2021 年上半年，帝欧家居工程业务和经销业务的占比较为稳定，保持在工程业务占比约为 65%、经销业务占比约为 35%。蒙娜丽莎在工程和经销两个渠道上的销售收入规模较为接近，分布均衡。2020 年，公司在经销和工程业务的营业收入占比为 44.27% / 55.73%。

B 端：工程业务经验丰富，与优质龙头房企合作稳定持续

图表 77 公司部分战略工程客户



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司积极开拓房地产工程业务，“产品+服务”模式贡献市场竞争力。公司与大型工程的合作配套经验丰富，在定向研发、供货保障、物流配送、应用开发、运营服务等方面，均形成专业优势，并逐渐发展为独具市场竞争力的“产品+服务”模式。公司目前已与碧桂园、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 6 年成为万科地产 A 级供应商，并获得碧桂园卓越供应商、保利质量优秀奖、金茂优秀供应商、世茂优秀供应商等荣誉。

公司的产能规模快速增加、产品品类不断完善，供货能力显著增强，有利于公司与 B 端房地产客户加深合作关系，支撑公司 B 端工程业务稳健增长。2015-2018 年，公司在 TOP 500 房地产开发企业在建筑陶瓷类产品的首选供应商中公司排名由第 9 名升至第 2 名，品牌首选率由 3% 升至 17%。2019-2021 年，公司始终保持建筑陶瓷行业内 TOP 500 房地产开发企业首选率的第 2 名，在大 B 端已具备较强的品牌影响力。

图表 78 2015-2021 建筑陶瓷类房地产开发企业品牌首选率

2015		2016		2017		2018		2019		2020		2021	
马可波罗	17%	马可波罗	17%	马可波罗	18%	马可波罗	19%	马可波罗	20%	马可波罗	20%	马可波罗	21%
诺贝尔	16%	东鹏	16%	东鹏	14%	蒙娜丽莎	16%	蒙娜丽莎	17%	蒙娜丽莎	17%	蒙娜丽莎	17%
东鹏	15%	诺贝尔	15%	诺贝尔	13%	东鹏	14%	欧神诺	14%	欧神诺	14%	欧神诺	14%
欧神诺	14%	新中源	13%	新中源	12%	诺贝尔	12%	东鹏	13%	东鹏	12%	宏宇陶瓷	12%
新中源	7%	欧神诺	12%	蒙娜丽莎	12%	欧神诺	12%	诺贝尔	12%	欧美陶瓷	10%	欧美陶瓷	11%
冠珠	6%	遂达	5%	欧神诺	11%	新明珠	8%	欧美陶瓷	8%	新明珠	7%	东鹏	10%
金意陶	4%	金意陶	4%	新明珠	4%	新中源	6%	新明珠	7%	能强	6%	能强	7%
冠军	4%	蒙娜丽莎	4%	金意陶	3%	欧雅	3%	金意陶	4%	诺贝尔	3%	亚细亚	3%
蒙娜丽莎	3%	新明珠	3%	欧雅	2%	能强	2%	能强	2%	简一	2%	冠珠	2%
简一	2%	简一	2%	简一	2%	亚细亚	1%	新中源	1%	亚细亚	1%	诺贝尔	2%

资料来源：优采大数据，华安证券研究所

工程业务销售额大客户销售占比下降，分散应收账款坏账风险。公司近几年销售额前五大客户稳定为 C 端经销大客户华耐家居和碧桂园、万科、保利等 B 端大客户。公司与优质龙头房企合作关系稳定且具有可持续性，2018-2020 年，碧桂园在公司的销售额分别为 4.31 /3.72 /3.64 亿元，占公司工程业务比为 35.70% /24.07% /17.26%。在保持地产大客户稳定合作的基础上，公司增强对工程业务风险分散的管理，公司前五大客户中工程客户的销售额占工程业务销售额的比例由 2018 年的 78.77% 降至 2021 年第一季度的 49.92%。

图表 79 2018-2021Q1 公司部分工程业务客户销售额/占销售总额比/占工程业务销售额比

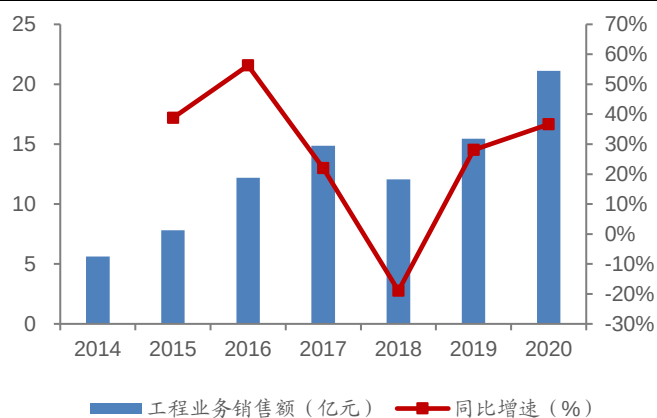
2018				2019				2020				2021Q1			
客户	销售额 (亿元)	占销售 总额比	占工程 业务比	客户	销售额 (亿元)	占销售 总额比	占工程 业务比	客户	销售额 (亿元)	占销售 总额比	占工程 业务比	客户	销售额 (亿元)	占销售 总额比	占工程 业务比
碧桂园	4.31	13.42%	35.70%	碧桂园	3.72	9.78%	24.07%	碧桂园	3.64	7.49%	17.26%	万科	0.78	7.80%	15.50%
万科	2.64	8.22%	21.86%	万科	2.34	6.15%	15.15%	保利发展	3.20	6.58%	15.15%	碧桂园	0.73	7.30%	14.51%
保利发展	1.71	5.32%	14.14%	保利发展	2.13	5.59%	13.76%	万科	2.87	5.91%	13.61%	保利发展	0.69	6.91%	13.74%
恒大	0.85	2.66%	7.07%	恒大	0.67	1.75%	4.32%	中海地产	1.32	2.71%	6.24%	金科地产	0.31	3.10%	6.17%
合计	9.50	29.62%	78.77%	合计	8.85	23.27%	57.30%	合计	11.03	22.69%	52.27%	合计	2.50	25.11%	49.92%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

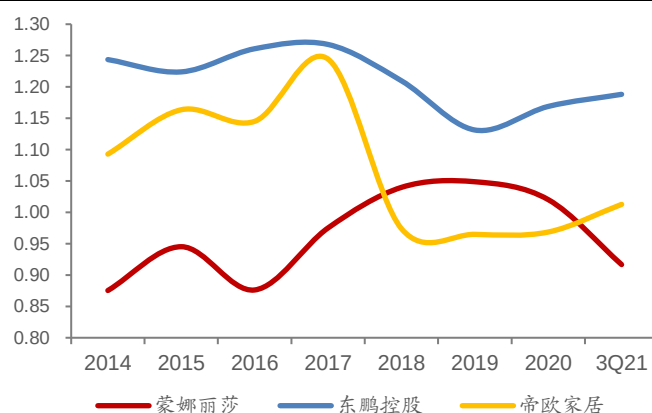
现金流质量短期承压，看好公司稳健收现能力。整体来看，公司对销售渠道的管理和销售收现能力在行业内处于较好水平。2016-2020 年，在工程业务扩张、房地产客户收入确认周期较长的影响之下，公司的收现比仍实现了稳健的增长。2021 年，在房地产客户资金链紧张等的影响下，公司的收现情况有所恶化，2021 年前

三季度，公司净现比和收现比分别为 0.92。预计短期内随着下游房地产政策的边际放松，房企融资压力预期缓解的背景下，公司的现金流质量将有所修复。

图表 80 2014-2021 公司工程业务销售额及同比增速 (亿元, %)



图表 81 2014-2021Q3 建筑陶瓷行业内主要上市公司收现比



注：2017 年公司工程业务销售额为以公司公告的 2017 年 1-6 月数据中的工程业务占比 × 2017 年公司主营业务收入估算得；

资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

公司应收账款管控能力较强，账龄在 1 年以内的应收账款占比较高。截至 2021 年 6 月末，公司账龄在 1 年以内的应收账款为 13.27 亿元，占总应收账款的比例为 96.10%。对比来看，公司的应收账款总额与东鹏控股接近，叠加公司 B 端、C 端业务占比均衡分布而东鹏控股 C 端业务占比更高的情况来看，公司的应收账款管控能力在行业中处于较好的水平。

图表 82 蒙娜丽莎/东鹏控股/帝欧家居应收账款账龄结构 (截至 2021 年 6 月末)

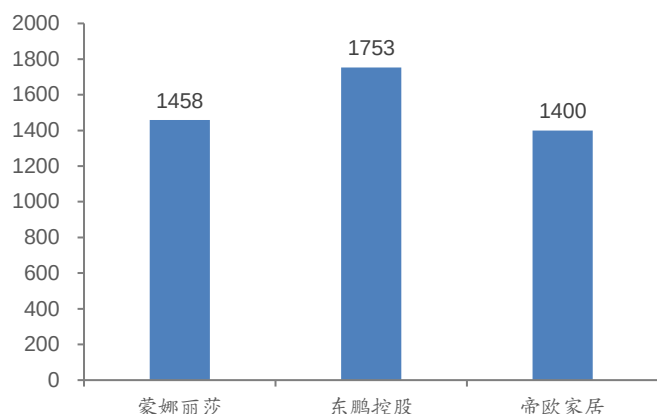
应收账款账龄	蒙娜丽莎		东鹏控股		帝欧家居	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
1 年以内	13.27	96.10%	9.99	76.57%	35.22	94.70%
1-2 年	0.34	2.43%	1.86	14.29%	1.65	4.43%
2-3 年	0.15	1.09%	0.65	4.99%	0.16	0.42%
3 年以上	0.05	0.38%	0.54	4.15%	0.17	0.45%
合计	13.81	100%	13.05	100%	37.19	100%

资料来源：wind，华安证券研究所

C 端：终端门店覆盖密度提升，渠道下沉空间依然广阔

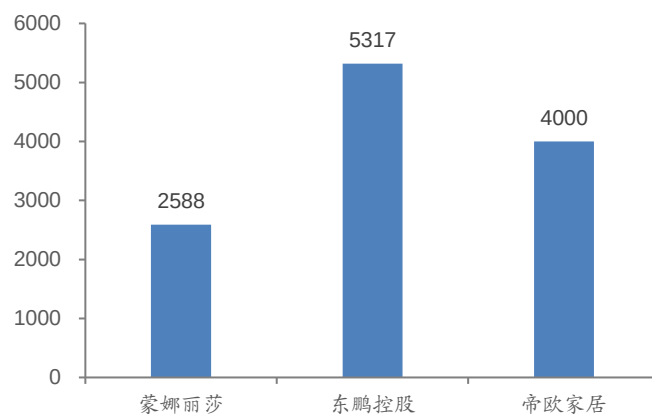
在经销业务方面，公司持续经销商渠道的建设，经销商网络建设日趋完善。2017-2020 年三季度末，公司签约经销商数量由 620 个增加至 1490 个，公司已在全国内地 31 个省、自治区、直辖市建立了经销网络；与此同时，公司通过鼓励经销商增加门店数量，并力推经销商更新展厅装修、更换公司新产品等措施推动公司经销渠道的发展。截至 2021 年 6 月末，公司在全国共开设零售门店 2588 个、(另有销售网点 1709 个)，与深耕零售端的东鹏控股零售门店超过 5000 的数量相比，公司在零售门店数量还有较大的开发空间。

图表 83 蒙娜丽莎/东鹏控股/帝欧家居瓷砖经销商数量



注：蒙娜丽莎、帝欧家居（欧神诺瓷砖经销商数量）为 2021H1 公告数据，东鹏控股为 2020H1 公告数据
资料来源：公司公告，华安证券研究所

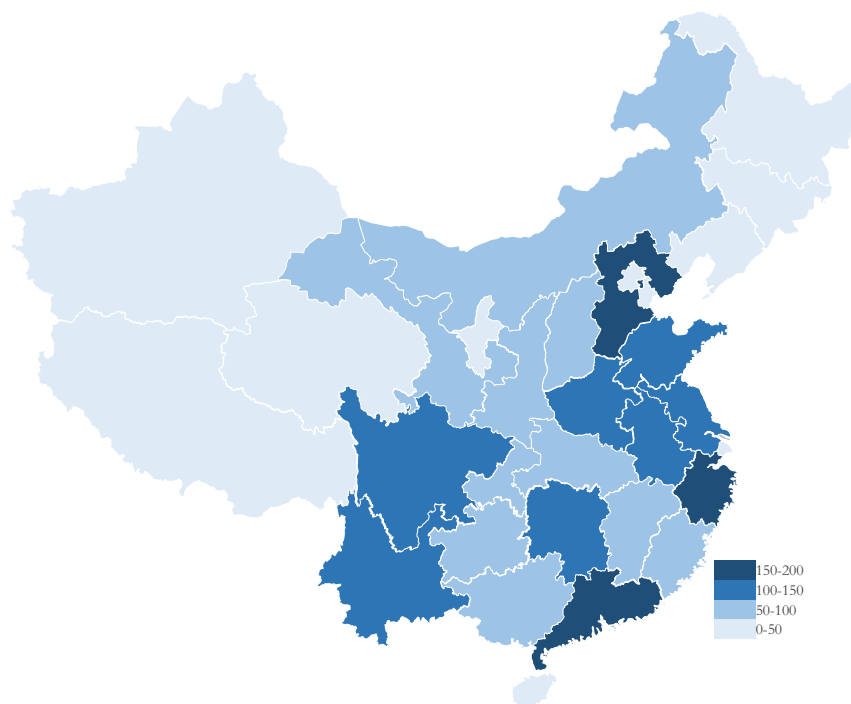
图表 84 蒙娜丽莎/东鹏控股/帝欧家居瓷砖零售门店数



注：蒙娜丽莎、帝欧家居为 2021H1 公告数据，东鹏控股为 2020 年底公告数据
资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司继续坚定三四线城市的渠道下沉，公司计划每年新增 350 至 550 家零售门店，持续提高终端覆盖密度，全面下沉及深挖三四级市场渠道，并向中、西部空白市场渗透。2020 年，公司发起“领势未来，携手共赢”系列招商活动，面向全国 22 个省份、逾 370 个县，近 30 个乡镇展开招商计划，规划将新增 400 个县镇渠道。2021 年 12 月 8 日，国新办举行国务院政策例行吹风会指出鼓励家具家装下乡补贴，推动农村居民消费梯次升级。“家具下乡”的举措将有望促进公司在乡镇渠道的拓展，为公司经销业务带来收入增量。

图表 85 公司零售门店在各省布局情况



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司不断强化线下实体门店的服务优势，为消费者提供免费量房、全案设计、

铺贴指导、补退货等增值服务，凸显品牌竞争优势。同时，公司进一步优化提升终端专卖店形象，改善消费者的消费体验。此外，公司利用生产技术及品牌的领先优势，进行品牌整合营销推广，进一步提升公司的品牌知名度和美誉度，将广告宣传等资源切实转化为销售业绩。

图表 86 蒙娜丽莎门店服务

门店参观	量房服务	设计服务	铺贴指导	送货上门	退货补货
					
自由参观门店，真实感受不同品类、风格的瓷砖	设计师上门量房，沟通需求	设计师专属定制瓷砖铺贴方案及造型设计	提供产品加工配套等相关服务，并根据设计方案指导铺贴	提供产品送货上门服务	提供满意售后服务

资料来源：公司官网，华安证券研究所

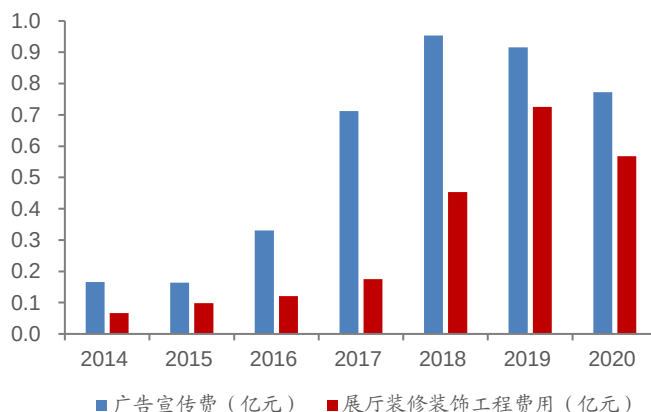
公司通过电商平台、小程序、短视频平台等构建完善的品牌服务渠道和传播网络，多方面为企业赋能。公司充分利用天猫、京东、抖音、居然、红星、集团会员平台等线上平台，全方位的开展直播等各种线上活动；智慧门店终端推广系统和设计云平台等工具的应用提升明显。截至 2021 年 6 月末，蒙娜丽莎集团会员平台会员注册突破 100 万，通过平台数字化营销功能赋能终端，更有效引流拓客、门店管理和用户运营，为消费者提供个性化的应用设计服务，切实提升终端营销水平和品牌知名度等，为消费者带来良好的用户体验。

图表 87 蒙娜丽莎 2021 年双十一活动



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 88 2014-2020 年公司广告宣传费/展厅装修装饰工程费用 (亿元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 公司分业务盈利预测

根据公司公告，广西生产基地预计建设高端、智能建筑陶瓷生产线 11 条，合计产能为 8822 万平方米，目前已完成 7 条生产线建设，还有 4 条生产线未建成，预计于 2023 年底建成投产。根据公司生产线建设进度和产能投放进度，我们预测公司 2021-2023 年瓷砖产能约为 1.69/2.02/2.29 亿平方米；结合公司产能利用及产

销情况的历史数据，并预期随着公司产品结构的优化，高端产品占比提升将抬升公司瓷砖产品均价，预测公司 2021-2023 年瓷砖销售均价为 47.67 /49.00 /52.00 元。综合以上关键假设，我们预测公司 2021-2023 年的营业收入分别为 66.85 /86.33 /105.18 亿元，分别同比增长 37.44% /29.13% /21.84%。

图表 89 公司瓷砖产能/产量/销量/均价预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
瓷砖产能（万平方米）	6700	8420	11520	16885	20238	22867
产能利用率（%）	103.8%	98.55%	98.83%	86.10%	88.43%	90.09%
瓷砖产量（万平方米）	6958	8303	11390	14538	17897	20601
产销率（%）	95.13%	93.96%	88.24%	93.90%	96.11%	95.98%
瓷砖销量（万平方米）	6602	7802	10050	13651	17202	19773
瓷砖均价（元/平方米）	48.02	48.22	47.12	47.67	49.00	52.00
瓷砖业务收入（亿元）	31.70	37.62	47.36	65.08	84.30	102.82
其他业务收入（亿元）	0.38	0.42	1.28	1.77	2.03	2.37
营业总收入（亿元）	32.08	38.04	48.64	66.85	86.33	105.18
同比增速（%）	11.02%	18.57%	27.86%	37.44%	29.13%	21.84%

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 90 公司分业务营业收入及同比增速预测（亿元，%）

收入（亿元）	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
瓷质有釉砖	16.53	21.43	28.41	41.28	55.75	67.28
YOY（%）	31.18%	29.67%	32.57%	45.3%	35.0%	20.7%
占比（%）	51.51%	56.33%	58.40%	61.76%	64.58%	63.96%
非瓷质有釉砖	5.69	6.15	6.91	8.18	10.13	12.02
YOY（%）	-4.28%	8.14%	12.38%	18.23%	23.86%	18.73%
占比（%）	17.74%	16.17%	14.22%	12.23%	11.73%	11.43%
陶瓷薄板/薄砖	2.65	4.39	6.58	9.95	13.29	18.13
YOY（%）	37.27%	65.54%	49.82%	51.22%	33.48%	36.50%
占比（%）	8.27%	11.55%	13.53%	14.89%	15.39%	17.24%
瓷质无釉砖	6.83	5.65	5.45	5.66	5.14	5.38
YOY（%）	-12.78%	-17.30%	-3.44%	3.84%	-9.27%	4.75%
占比（%）	21.29%	14.85%	11.21%	8.47%	5.95%	5.12%
其他	0.38	0.42	1.28	1.77	2.03	2.37
YOY（%）	-35.22%	8.88%	206.62%	38.31%	14.52%	16.66%
占比（%）	1.20%	1.10%	2.63%	2.65%	2.35%	2.25%
合计	32.08	38.04	48.64	66.85	86.33	105.18
YOY（%）	11.02%	18.57%	27.86%	37.44%	29.13%	21.84%

资料来源：wind，华安证券研究所

4.2 投资建议

公司是建筑陶瓷行业的头部企业，在环保趋严、消费升级、渠道变革等多因素催化市场集中度提升之下，公司将有望充分受益。公司产能规模具先发优势，业绩成长潜力较大。同时，公司在工程与经销渠道不断破局，通过扩充产品品类、下沉渠道、升级服务等多方式打开市场空间，公司核心竞争优势有望持续兑现。结合分业务盈利预测与可比公司的相对估值，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 6.69 /8.63 /10.66 亿元，分别同比增长 18.12% /28.96% /23.54%；对应 EPS 分别为 1.61 /2.08 /2.57 元；首次覆盖，给予“买入”评级。

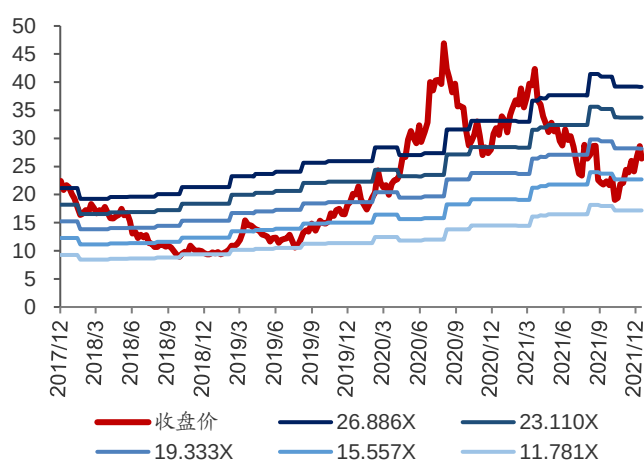
图表 91 可比公司估值表

证券简称	总市值	P/E				EPS (元)			ROE (%)			
	(亿元)	TTM	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
东鹏控股	180.62	25.09	20.25	14.73	11.82	0.75	1.03	1.28	11.35%	10.70%	13.16%	14.46%
帝欧家居	58.89	11.53	10.71	8.93	7.37	1.42	1.70	2.07	13.31%	11.54%	12.30%	13.05%
平均值	-	18.31	15.48	11.83	9.59	1.09	1.37	1.68	12.33%	11.12%	12.73%	13.75%
蒙娜丽莎	113.53	18.78	17.75	12.89	10.43	1.61	2.08	2.57	16.41%	16.21%	17.29%	17.60%

注：截至 2022 年 1 月 10 日收盘数据，东鹏控股与帝欧家居的盈利预测为 wind 一致预期；

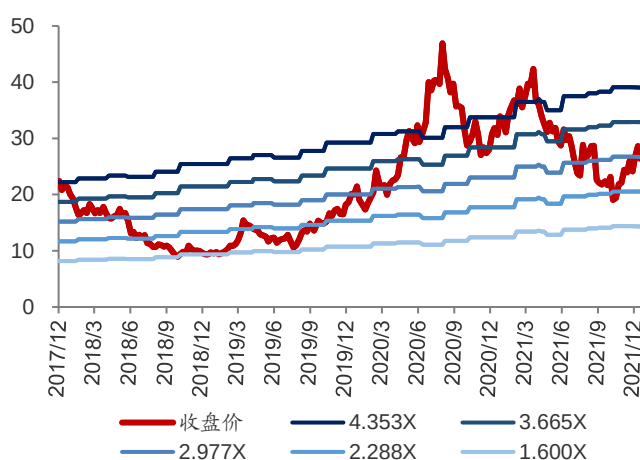
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 92 蒙娜丽莎历史 P/E-Band



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 93 蒙娜丽莎历史 P/B-Band



资料来源：wind，华安证券研究所

风险提示：

原材料及大宗商品价格波动风险；应收账款逾期风险；行业竞争加剧，市场集中度提升不及预期。

财务报表与盈利预测
资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5083	7256	9956	13203
现金	2121	3340	4832	6989
应收账款	816	1082	1401	1699
其他应收款	91	184	261	303
预付账款	6	11	12	16
存货	1513	1984	2573	3164
其他流动资产	536	656	876	1031
非流动资产	2496	2173	1417	531
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1386	822	-131	-1239
无形资产	213	232	245	260
其他非流动资产	897	1119	1303	1509
资产总计	7580	9429	11373	13734
流动负债	3389	4460	5441	6637
短期借款	368	468	588	728
应付账款	966	1284	1659	2044
其他流动负债	2054	2709	3194	3865
非流动负债	596	696	796	896
长期借款	594	694	794	894
其他非流动负债	2	2	2	2
负债合计	3984	5156	6237	7532
少数股东权益	145	145	145	145
股本	406	415	415	415
资本公积	1298	1298	1298	1298
留存收益	1747	2416	3278	4344
归属母公司股东权益	3451	4128	4991	6057
负债和股东权益	7580	9429	11373	13734

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	576	1872	1966	2724
净利润	566	669	863	1066
折旧摊销	134	1118	1366	1592
财务费用	21	35	42	49
投资损失	20	19	28	35
营运资金变动	-186	-2	-390	-82
其他经营现金流	774	703	1309	1212
投资活动现金流	-1206	-826	-652	-757
资本支出	-1196	-805	-620	-717
长期投资	-11	0	0	0
其他投资现金流	0	-21	-32	-41
筹资活动现金流	1052	174	178	191
短期借款	349	100	120	140
长期借款	454	100	100	100
普通股增加	3	9	0	0
资本公积增加	102	0	0	0
其他筹资现金流	144	-35	-42	-49
现金净增加额	422	1219	1491	2158

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

利润表

单位: 百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4864	6685	8633	10518
营业成本	3196	4243	5487	6758
营业税金及附加	32	44	58	70
销售费用	486	883	1111	1265
管理费用	297	414	535	652
财务费用	5	35	42	49
资产减值损失	-1	-6	-12	-12
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-20	-19	-28	-35
营业利润	653	777	1003	1234
营业外收入	4	2	2	2
营业外支出	6	3	3	3
利润总额	651	776	1002	1233
所得税	85	107	139	167
净利润	566	669	863	1066
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	566	669	863	1066
EBITDA	821	1929	2410	2874
EPS (元)	1.40	1.61	2.08	2.57

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	27.9%	37.4%	29.1%	21.8%
营业利润	28.2%	19.0%	29.1%	23.0%
归属于母公司净利润	30.9%	18.1%	29.0%	23.5%
获利能力				
毛利率 (%)	34.3%	36.5%	36.4%	35.8%
净利率 (%)	11.6%	10.0%	10.0%	10.1%
ROE (%)	16.4%	16.2%	17.3%	17.6%
ROIC (%)	12.7%	12.5%	13.5%	13.9%
偿债能力				
资产负债率 (%)	52.6%	54.7%	54.8%	54.8%
净负债比率 (%)	110.8%	120.7%	121.4%	121.5%
流动比率	1.50	1.63	1.83	1.99
速动比率	1.04	1.17	1.34	1.50
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.71	0.76	0.77
应收账款周转率	5.96	6.18	6.16	6.19
应付账款周转率	3.31	3.31	3.31	3.31
每股指标 (元)				
每股收益	1.40	1.61	2.08	2.57
每股经营现金净流	1.39	4.51	4.74	6.57
每股净资产	8.32	9.95	12.03	14.60
估值比率				
P/E	23.07	17.75	12.89	10.43
P/B	3.88	2.88	2.23	1.84
EV/EBITDA	14.73	5.10	3.24	2.05

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。