



增持(首次)

所属行业: 轻工制造/家居用品
当前价格(元): 8.48

证券分析师

闫广

资格编号: S0120521060002

邮箱: yanguang@tebon.com.cn

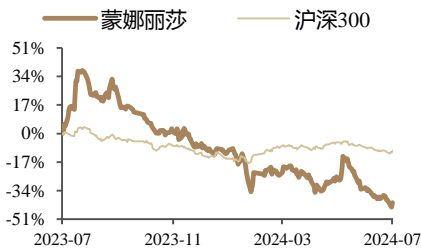
王逸枫

资格编号: S0120524010004

邮箱: wangyf6@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-12.30	-20.91	-20.11
相对涨幅(%)	-9.34	-15.50	-19.06

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

蒙娜丽莎(002918): 建筑陶瓷民族龙头, 全渠道发力经营质量持续提升

投资要点

- 建筑陶瓷民族龙头, 销售面向中高端市场。**蒙娜丽莎始创于1992年, 致力于高品质建筑陶瓷产品的研发、生产和销售, 以产量为口径的市场占有率排名第二。围绕着大瓷砖、大建材、大家居战略, 公司打造了以岩板家居、集成墙板、厨房板材等创新应用为主的整体解决方案, 并发力岩板高端定制领域, 中高端形象深入人心。2023年以来, 伴随大规模减值计影响减弱, 公司逐渐走出房地产下行周期导致的业绩低谷, 营业收入降幅同比收窄至-4.94%, 实现归母净利润2.66亿元, 同比+169.93%。
- 环保法规趋严叠加产品结构变革, 行业集中度有望提升。**煤改气作为工业能源清洁化改造的重要一环, 正在加速推进建筑陶瓷行业产能的转型升级。因煤改气后将直接推高陶企生产成本, 当前各产区改造进度分化较大, 成本压力或迫使改造进度落后的产区的小型陶企停产退出。与此同时, 建陶行业产品结构正向新型品类倾斜, 个性化、功能化、艺术化特征愈发明显。综上建陶行业有望持续出清产能落后、产品同质化严重、渠道有限的小型陶企, 龙头有望实现集中度稳步提升。
- 销售结构优化+力推岩板产品, 公司竞争力重塑。**1) 收缩战略工程业务, 压降房地产相关回款风险。受房地产下行周期影响, 大B端战略工程业务回款风险显著增加, 公司通过传统渠道下沉、开拓多元化新兴渠道、以及布局产业链下游安装服务, 强化零售体验等措施坚定践行全渠道战略, 截至2024Q1, 公司工程业务收入占比已降低至28.83%, 相关回款风险或加速释放。2) 加大投入岩板领域, 有望开启新增长点。岩板为蒙娜丽莎深耕十余年的优势品类, 具备应用广泛、品牌卓越、技术领先等竞争优势。公司持续投入岩板产品的研发和推广, 未来有望伴随行业整体产品结构变革兑现先发优势。
- 投资建议:**建筑陶瓷行业出清加速进行中, 公司作为行业龙头具备领先的规模、渠道和品牌优势, 岩板产品更具独特竞争力, 有望进一步抢占市场份额, 渠道转型阵痛期后整体业绩具备向上弹性。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为2.84、3.57、4.50亿元, 对应EPS分别为0.68、0.86、1.08元。首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示:**地产竣工端修复不及预期、行业竞争加剧、新增产能难以消化、原材料、燃料价格大幅波动。

股票数据

总股本(百万股):	415.18
流通A股(百万股):	219.46
52周内股价区间(元):	8.03-19.83
总市值(百万元):	3,520.72
总资产(百万元):	9,508.95
每股净资产(元):	7.89

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,229	5,921	5,011	5,387	6,026
(+/-)YOY(%)	-10.8%	-4.9%	-15.4%	7.5%	11.8%
净利润(百万元)	-381	266	284	357	450
(+/-)YOY(%)	-220.9%	169.9%	6.5%	25.9%	26.0%
全面摊薄EPS(元)	-0.92	0.64	0.68	0.86	1.08
毛利率(%)	23.6%	29.5%	28.2%	28.4%	28.5%
净资产收益率(%)	-11.7%	7.7%	7.7%	8.9%	10.3%

资料来源: 公司年报(2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 公司概况：深耕建陶行业三十二载，打造龙头民族品牌	5
1.1. 建筑陶瓷行业龙头，定位中高端陶瓷市场	5
1.2. 渠道结构调整致收入承压，减值计提影响逐渐减弱	7
2. 建陶行业存量竞争时代来临，集中度有望加速提升	12
2.1. 上游为非金属矿物材料，下游需求主要为地产及基建	12
2.2. 基建增速收窄、地产持续承压，融资“白名单”有望维持建陶需求韧性	14
2.3. 集中度加速提升，马太效应愈演愈烈	19
2.3.1. 环保法规趋严，“煤改气”促使落后产能加速出清	19
2.3.2. 行业产品结构变革，定制化产品需求释放助力龙头增长	21
2.3.3. 行业出清带来集中度提升机会，龙头优势凸显	22
3. 积极转型，重塑蒙娜丽莎核心竞争力	23
3.1. 主动收缩战略工程业务，渠道转型阵痛期后业务结构更趋合理	23
3.2. 产品品类优化升级，岩板领域优势明显	25
3.3. 合理布局产能，创新减碳降本，精益管理引领效能提升	28
3.3.1. 因地制宜，产能布局发挥优势互补	28
3.3.2. 低碳高效转型，节约能源用量	29
3.3.3. “数智”转型+“三美”管理，提高管理及生产效率	31
4. 盈利预测与估值	33
5. 风险提示	35

图表目录

图 1：蒙娜丽莎股权结构及主要参控股子公司情况（截至 2024 年一季度）	7
图 2：2014-2024Q1 蒙娜丽莎营业收入及增速	8
图 3：2014-2024Q1 蒙娜丽莎归母净利润及增速	8
图 4：2014-2023 蒙娜丽莎分产品营收占比情况（%）	8
图 5：2014-2023 蒙娜丽莎分产品毛利润占比情况（%）	8
图 6：2014-2023 蒙娜丽莎毛利率与归母净利率情况	9
图 7：2014-2023 蒙娜丽莎分产品毛利率情况	9
图 8：2014-2024Q1 蒙娜丽莎期间费用及增速	9
图 9：2014-2024Q1 蒙娜丽莎各项费用率情况	9
图 10：2014-2024Q1 蒙娜丽莎资产减值情况	10
图 11：2019-2024Q1 蒙娜丽莎信用减值情况	10

图 12: 2014-2024Q1 蒙娜丽莎存货规模及增速	10
图 13: 2014-2024Q1 蒙娜丽莎应收账款规模及增速	10
图 14: 2014-2024Q1 蒙娜丽莎收现比情况	11
图 15: 2014-2024Q1 公司经营活动产生的现金流量净额及增速	11
图 16: 建筑陶瓷行业产业链	13
图 17: 2023 年头部建陶企业成本结构	13
图 18: 马可波罗 2023 年各项采购金额占比	13
图 19: 2014-2021 年蒙娜丽莎原材料采购均价	14
图 20: 2014-2021 年蒙娜丽莎能源燃料采购均价	14
图 21: 中国建筑陶瓷消费量及增速	14
图 22: 中国建筑陶瓷出口量及增速	14
图 23: 固定资产投资完成额 (不含农户) 累计值及增速	15
图 24: 基础设施建设投资 (不含电力) 累计同比增速	15
图 25: 房地产开发投资完成额及增速	16
图 26: 商品房销售面积及增速	16
图 27: 房屋竣工面积累计值及增速	18
图 28: 2010-2023 年我国城镇化率水平 (%)	18
图 29: 2010-2023 年我国城镇居民人均可支配收入	18
图 30: 中国分产区建陶企业天然气应用率	20
图 31: 2020-2022 各种类建陶产品生产线数量变化	21
图 32: 2020-2022 各种类建陶产品产能变化	21
图 33: 截至 2020 年按住房建成时间分的家庭户住房面积状况	21
图 34: 头部建陶企业最新披露经销商与线下网点数量	21
图 35: 2010-2023 中国建筑陶瓷产量及增速	22
图 36: 2017-2023 中国规模以上建筑陶瓷企业数量	22
图 37: 2021-2023 头部建筑陶瓷企业产量	22
图 38: 2021-2023 建筑陶瓷行业以产量为口径的市占率	22
图 39: 2014-2024M1-4 中国精装房开盘数量	23
图 40: 头部建陶企业 2021-2023 年直销收入占比	23
图 41: 2018-2024Q1 蒙娜丽莎战略工程与经销模式收入及增速	24
图 42: 2018-2024Q1 蒙娜丽莎战略工程与经销收入占比变化	24
图 43: 蒙娜丽莎设计师全国巡讲活动	25
图 44: 蒙娜丽莎微笑服务体系	25

图 45: 2014-2024Q1 蒙娜丽莎研发费用及研发费用率	25
图 46: 蒙娜丽莎近三年获得专利授权情况	25
图 47: 2014-2023 蒙娜丽莎各主要产品营收规模 (亿元)	26
图 48: 2014-2023 公司陶瓷板 (岩板)、薄型陶瓷砖营收及增速	27
图 49: 蒙娜丽莎岩板应用场景丰富	27
图 50: 2021-2023 蒙娜丽莎成本结构拆分	29
图 51: 2021-2023 蒙娜丽莎单位成本拆分	29
图 52: 蒙娜丽莎广西基地实现厂区屋顶光伏全覆盖	31
图 53: 蒙娜丽莎 3mm 超薄岩板	31
图 54: 蒙娜丽莎智能制造数字中心	32
图 55: 蒙娜丽莎三美质量管理模式	32
表 1: 蒙娜丽莎发展阶段与重大事件梳理	5
表 2: 蒙娜丽莎代表性产品	6
表 3: 建筑陶瓷分类	12
表 4: 近期专项债、万亿国债政策情况	15
表 5: 5 月 17 日地产相关利好政策解读	16
表 6: “保交楼”、“保交房”相关政策、新闻梳理	17
表 7: 建筑陶瓷行业煤改气部分相关政策梳理	19
表 8: 2014-2022 年广东省建筑陶瓷生产企业、生产线及产能概况	20
表 9: 岩板应用领域广阔	26
表 10: 历届房建供应链综合实力 TOP500-首选岩板类合作品牌五强	27
表 11: 蒙娜丽莎 2023 年主要研发项目	28
表 12: 截至 2024 年 3 月末公司四大生产基地基本情况	29
表 13: 蒙娜丽莎环保经营举措梳理	30
表 14: 蒙娜丽莎分产品盈利预测	33
表 15: 可比公司估值 (收盘价截至 2024 年 7 月 11 日)	35

1. 公司概况：深耕建陶行业三十二载，打造龙头民族品牌

1.1. 建筑陶瓷行业龙头，定位中高端陶瓷市场

蒙娜丽莎成立于 1998 年，深耕高品质建筑陶瓷的龙头民族品牌。公司前身为始创于 1992 年的樵东墙地砖厂，1998 年由集体企业改制为民营企业并正式成立，后于 2017 年在深圳证券交易所中小板挂牌上市。公司现已成长为一家集科研开发、创意设计、专业生产、市场营销为一体的民营股份制大型建筑陶瓷企业，先后参与过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。

表 1：蒙娜丽莎发展阶段与重大事件梳理

阶段	时间	事件
打造知名品牌	1992 年	公司前身原“樵东墙地砖厂”成立
	1998 年	由集体企业改制为民营企业
	2000 年	蒙娜丽莎商标注册成功，“雪花白”瓷砖诞生，奠定品牌形象
	2003 年	蒙娜丽莎获认定为广东省著名商标，并被认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”
	2003 年	投资建设广东清远生产基地
积累技术实力	2007 年	承担“十一五”国家科技支撑计划重大项目中《陶瓷砖绿色制造关键技术与装备》项目
	2007 年	国内首条干压大规格陶瓷板生产线落户蒙娜丽莎集团，生产出中国第一块拥有自主知识产权的干压成型 1800×900×5.5mm 大规格陶瓷薄板
	2009 年	参与起草的行业标准《建筑陶瓷薄板应用技术规程》和国家标准《陶瓷板》相继发布
	2014 年	“蒙娜丽莎企业技术中心”被认定为“国家认定企业技术中心”
	2017 年	蒙娜丽莎集团在深圳证券交易所中小板挂牌上市
产能加速布局	2019 年	入选 2020 年迪拜世博会中国馆指定瓷砖供应商
	2020 年	蒙娜丽莎广西藤县生产基地一期 4 条生产线全面投产
	2020 年	蒙娜丽莎岩板高定战略发布会成功举办，开启岩板高定时代
	2020 年	签约杭州 2022 年第 19 届亚运会官方建筑陶瓷独家供应商
	2021 年	广西藤县生产基地二期二阶段 3 条生产线点火
	2021 年	收购晋京陶瓷旗下至美善德，高安生产基地宣布成立
	2022 年	蒙娜丽莎智能家居中心开业，开启智能家居时代
	2022 年	成立广东省大尺寸陶瓷薄板企业重点实验室

资料来源：蒙娜丽莎官方网站、蒙娜丽莎招股说明书、公司公告等，德邦研究所

产品品类丰富，定位中高端市场，大家居战略下不断拓宽应用边界。公司产品瞄准中高端市场，注重消费者个性化需求，具备较强的创意设计、新产品开发和制造能力。

1) 公司产品品类丰富，依据生产工艺与产品特性，公司主要产品可分为陶瓷板、仿古砖、抛光砖、全抛釉瓷砖、岩板等多个大品类。若细分至纹理、色号来看，公司产品线更为丰富，上市伊始即有超过 100 个产品系列，并保持每年推出十余个新系列的节奏。

2) 2019 年，公司围绕着“大瓷砖、大建材、大家居”战略，不再局限于传统瓷砖上墙下地的空间装饰应用，而是以大板、岩板为重要载体，打造以岩板家居、

集成墙板、厨房板材等创新应用为主的整体解决方案，产品应用边界和内涵不断拓宽。

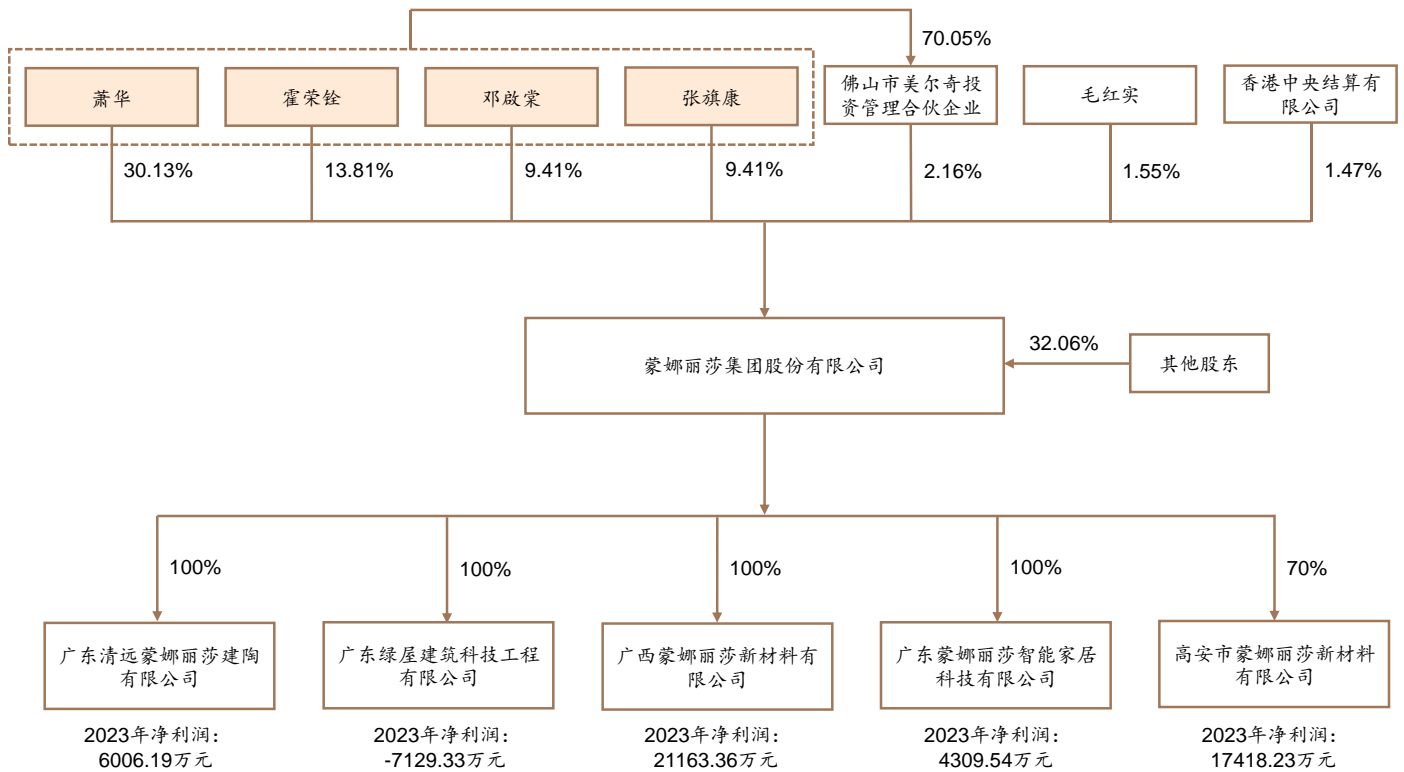
表 2：蒙娜丽莎代表性产品

品类	产品/系列	产品特性	图例
陶瓷板	国风·时光	强耐磨,低辐射,低吸水率,耐酸碱,高硬度,止滑,防冻	
仿古砖	岁月·风华	采用意大利无光釉工艺,触感柔雅光滑,具有止滑的安全性,可广泛铺贴应用于各类室内外空间区域	
全抛釉瓷砖	罗马天韵石	整合了仿古砖和抛光砖的优势,相比抛光砖花色更丰富,装饰效果更好,相比仿古砖更加光洁亮丽	
瓷木地板	挪威森林	适用范围广,既可铺地,也可上墙,完全可以替代实木材料、木地板,不仅可以用于家装,也能用于商业空间,并且可以进行直线、曲线切割及各种复杂的加工	
抛光砖	蓝田玉石	在面料中加入高温熔融性能不同的微粉透明料进行生产,光泽度高、强度高、耐磨损,不怕酸碱腐蚀,不会龟裂、风化,防污易清洗	
岩板	白玉海棠	物理性能强悍,应用范围广,囊括家装空间的家具、厨房、卫浴、墙地面,工装建筑的电梯、外墙、地面等,覆盖了空间一体化应用,可根据装饰需要设计多种不同表面纹理	

资料来源：蒙娜丽莎官方网站，德邦研究所

一致行动人关系稳固，公司股权结构相对集中。蒙娜丽莎四位实控人为董事长萧华先生、副董事长霍荣铨先生与邓启棠先生、张旗康先生二位董事，四方已于 2023 年 12 月 15 日续签了《一致行动协议》，维护了公司实际控制权的稳定，有利于保持发展战略和经营管理政策的连贯性和稳定性。截至 2024Q1，萧华、霍荣铨、张旗康、邓启棠分别直接持有公司 30.13%/13.81%/9.41%/9.41%股份，并通过佛山美尔奇投资管理合伙企业共计穿透持有公司 1.51%股份，合计掌握公司 64.27%股份，公司股权结构较为集中。

图 1: 蒙娜丽莎股权结构及主要参控股子公司情况 (截至 2024 年一季度)



资料来源: 公司 2023 年报、公司 2024 年一季度报、Wind, 德邦研究所

1.2. 渠道结构调整致收入承压, 减值计提影响逐渐减弱

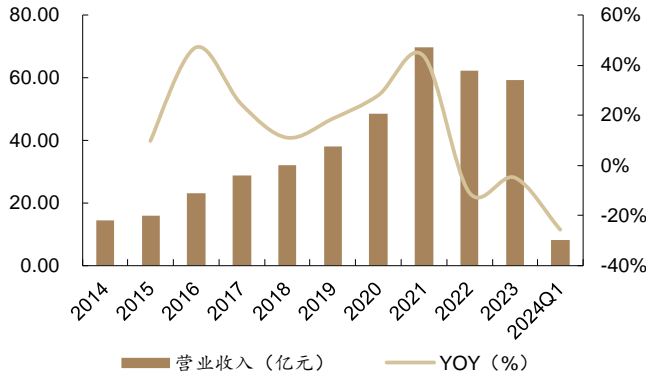
2021 年为公司业绩分水岭, 地产整体下行影响公司收入及业绩增长。

1) 2021 年前受益于国内房地产周期红利, 公司业务规模快速扩张, 2014-2020 年营收与归母净利润 CAGR 分别为 22.48%和 39.47%;

2) 2021-2022, 公司连续两年大幅计提信用减值, 分别计提 1.86 和 5.69 亿元。2021 年归母净利润同比-44.41%至 3.15 亿元, 2022 年进一步转负至-3.81 亿元;

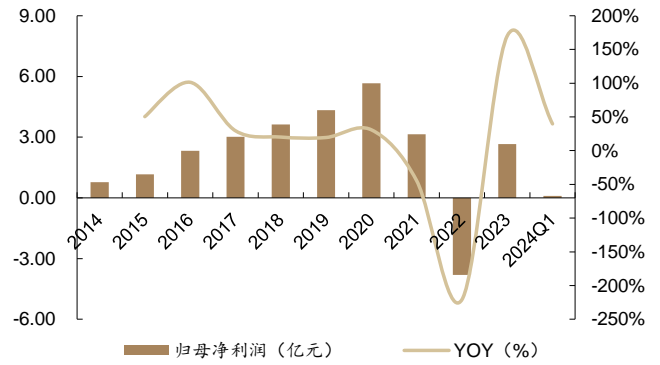
3) 2023-2024Q1, 公司持续收缩风险较大的战略工程业务导致收入下滑, 但 2023 年归母净利润由负转正至 2.66 亿元, 同比+169.93%, 主要系公司加强风险管控与存货管理, 房地产客户应收款项信用减值与资产减值损失均同比减少。2024Q1 公司实现归母净利润 0.10 亿元, 同比+39.63%维持修复趋势, 或主要受益于资产减值损失转回 1224.43 万元, 应收账款减值影响有望逐步减弱。

图 2: 2014-2024Q1 蒙娜丽莎营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind, 德邦研究所

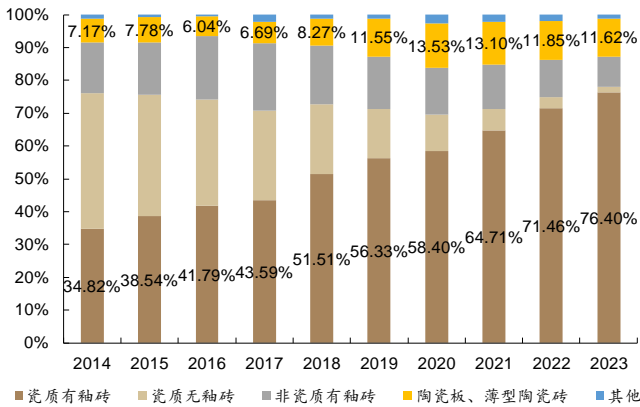
图 3: 2014-2024Q1 蒙娜丽莎归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind, 德邦研究所

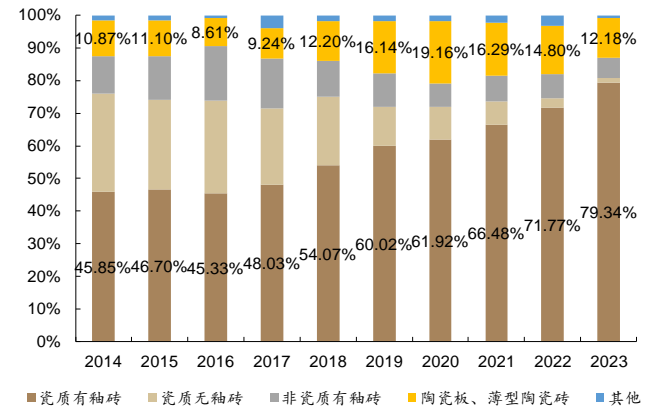
瓷质有釉砖为公司核心产品, 陶瓷板、薄型陶瓷砖占比有所提升。2014-2023 年公司核心产品瓷质有釉砖营收占比从 34.82% 大幅提升至 76.40%, 毛利润占比从 45.85% 提升至 79.34%。同期以岩板为代表的陶瓷板、薄型陶瓷砖产品营收占比从 7.17% 提升至 11.62%, 毛利润占比从 10.87% 提升至 12.18%, 2022 年以来成为公司第二大营收和利润来源。其余如以抛光砖为代表的价格较低、耐污性能较差的瓷质无釉砖和以上墙铺贴的瓷片为主的非瓷质有釉砖产品, 对公司收入和利润贡献均有明显减少。

图 4: 2014-2023 蒙娜丽莎分产品营收占比情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind, 德邦研究所

图 5: 2014-2023 蒙娜丽莎分产品毛利润占比情况 (%)

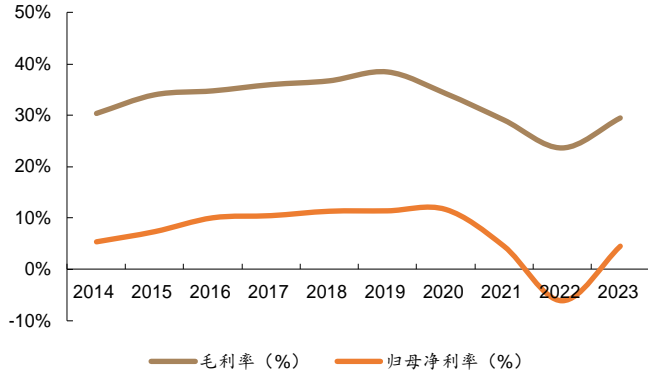


资料来源: 公司公告、Wind, 德邦研究所

销售单价持续下降导致盈利能力承压, 23 年原材料价格回落引导毛利率修复。2019 年公司建筑陶瓷制品计算口径下的平均销售单价从 48.67 元/平方米逐年下降至 2023 年的 39.49 元/平方米, 降幅为 -18.86%。2021-2022 年叠加原材料价格上涨影响, 公司毛利率逐步回落至 23.65%。2023 年公司销售单价依旧下滑, 但受益于原材料价格有所下降, 毛利率修复至 29.51%。分产品来看, 截至 2023 年公司占比较高的陶瓷板、薄型陶瓷砖与瓷质有釉砖的毛利率分别为 30.95% 与 30.65%, 而占比下降的瓷质无釉砖和非瓷质有釉砖毛利率分别为 24.75% 和

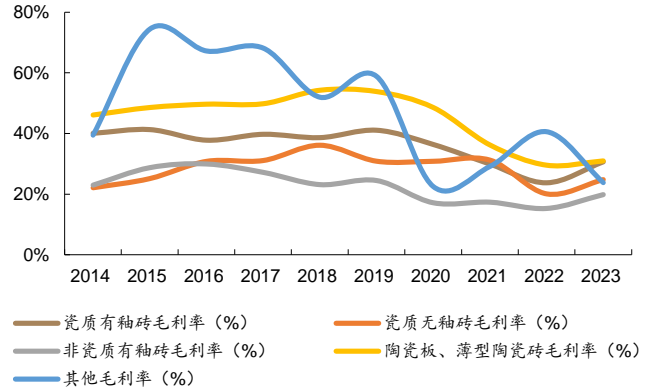
19.84%。我们认为，随着产品结构不断优化，高毛利产品占比继续上升有利于公司综合毛利率的持续改善。

图 6：2014-2023 蒙娜丽莎毛利率与归母净利率情况



资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

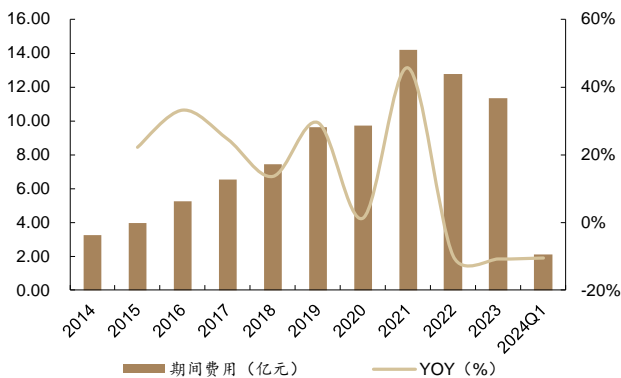
图 7：2014-2023 蒙娜丽莎分产品毛利率情况



资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

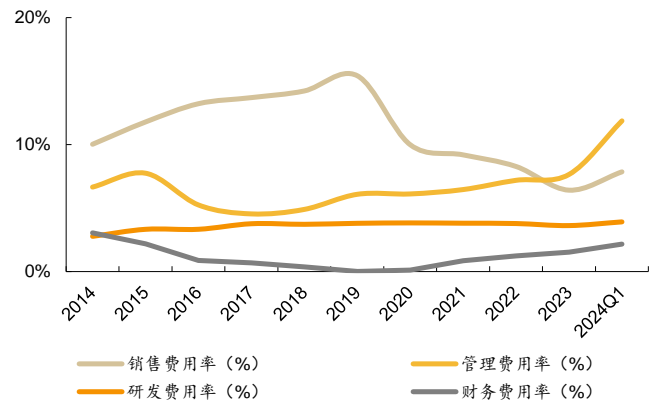
持续控费已见成效，销售费用改善明显。公司坚持落实减费、降本、增效各项措施，加强费用管控力度，2014-2023 年公司费用率有所改善，四项费用率合计从 22.50% 降至 19.18%。2021 年期间费用短期增长较多主要系收购江西子公司致员工薪酬、资产折旧、无形资产摊销等管理费用增加。2023 年公司销售费用率下降至 6.41%，同比降低 1.87 个百分点，主要系公司压降风险较大的房地产业务规模，相关销售运营费用减少。此外公司研发费用率始终稳定在 3%-4%，控费的同时依旧保持稳定的研发投入。

图 8：2014-2024Q1 蒙娜丽莎期间费用及增速



资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

图 9：2014-2024Q1 蒙娜丽莎各项费用率情况



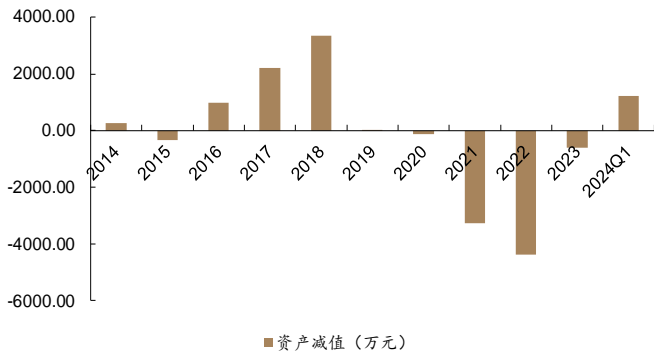
资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

注：2018 年会计准则变更前的管理费用与研发费用已追溯调整

大规模计提减值放缓，后续有望轻装上阵。2021-2022 年公司业绩受减值影响较大，2021 年资产与信用减值损失分别为 -0.33/-1.86 亿元，2022 年分别为 -

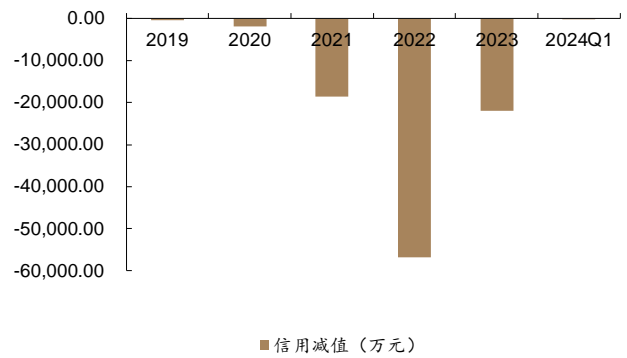
0.44/-5.69 亿元。2023 年公司资产与信用减值损失均大幅下降，资产减值同比少减 0.38 亿元，信用减值在坏账计提比例上升至 45.59% 的同时仍同比少减 3.50 亿元，同年公司归母净利润回正。2024Q1 公司产品库存下降，资产减值损失转回 1224.43 万元，同比改善+2319.55 万元。我们认为，相关减值风险敞口或已得到有效控制，后续业绩有望逐步释放弹性。

图 10: 2014-2024Q1 蒙娜丽莎资产减值情况



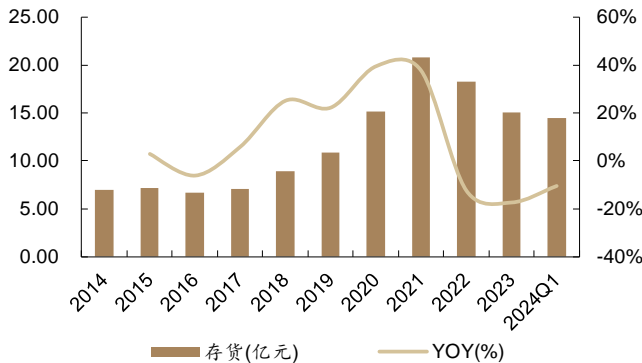
资料来源: 公司公告、Wind, 德邦研究所

图 11: 2019-2024Q1 蒙娜丽莎信用减值情况



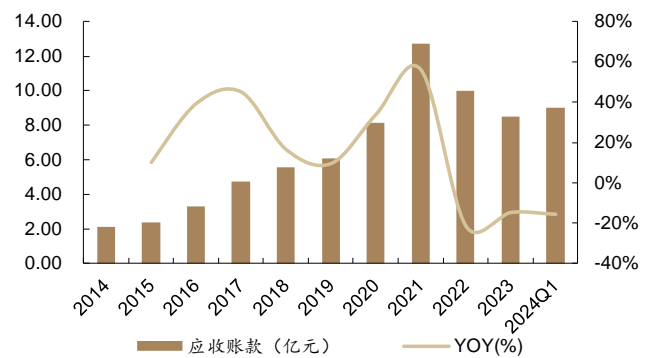
资料来源: 公司公告、iFinD、Wind, 德邦研究所

图 12: 2014-2024Q1 蒙娜丽莎存货规模及增速



资料来源: 公司公告、Wind, 德邦研究所

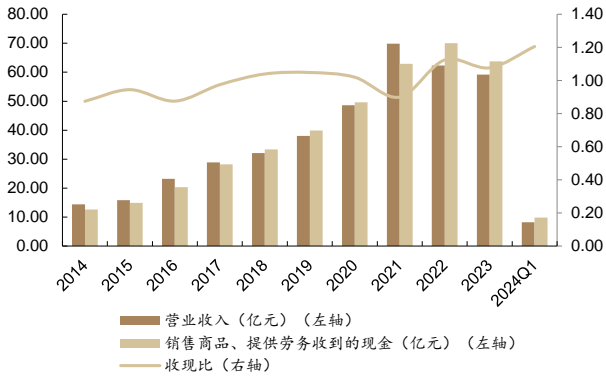
图 13: 2014-2024Q1 蒙娜丽莎应收账款规模及增速



资料来源: 公司公告、Wind, 德邦研究所

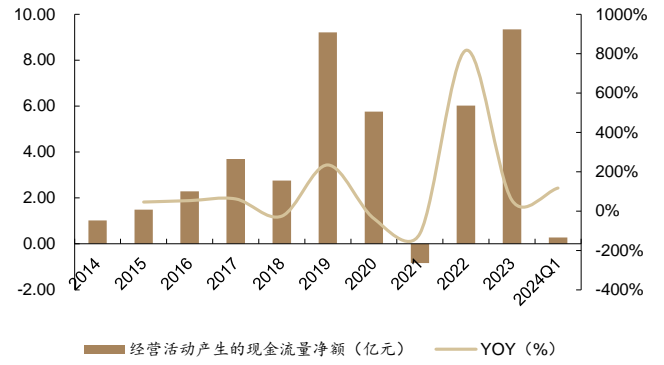
公司加强回款力度, 2021 年现金流指标触底后迅速改善。受房地产持续调控政策影响, 公司现金回款放缓, 2021 年公司经营性现金流量净额短暂转负至 -0.84 亿元。2022-2023 年, 公司加强风控管理, 专人专责加大力度追收风险地产客户贷款, 并持续开拓经销业务渠道、加强成本费用管控, 经营性现金流量净额显著修复, 分别同比+816.99%和+55.15%。2024Q1 公司经营性现金流量净额为 0.28 亿元, 同比+117.11%, 为 2020 年以来首次在一季度实现净流入。

图 14: 2014-2024Q1 蒙娜丽莎收现比情况



资料来源: 公司公告、Wind, 德邦研究所

图 15: 2014-2024Q1 公司经营活动产生的现金流量净额及增速



资料来源: 公司公告、Wind, 德邦研究所

2. 建陶行业存量竞争时代来临，集中度有望加速提升

建筑陶瓷指用于建筑物、构筑物，具有装饰、构建与保护等功能的陶瓷制品。作为一种空间美学装饰材料，建筑陶瓷产品款式多、装饰属性强，同时还具有防水、耐热、耐磨、易清洁等实用性特点。依据产品规格形制与理化性质的不同，建筑陶瓷可以分为瓷质有釉砖、瓷质无釉砖、非瓷质有釉砖、陶瓷薄板与薄型陶瓷砖。

表 3：建筑陶瓷分类

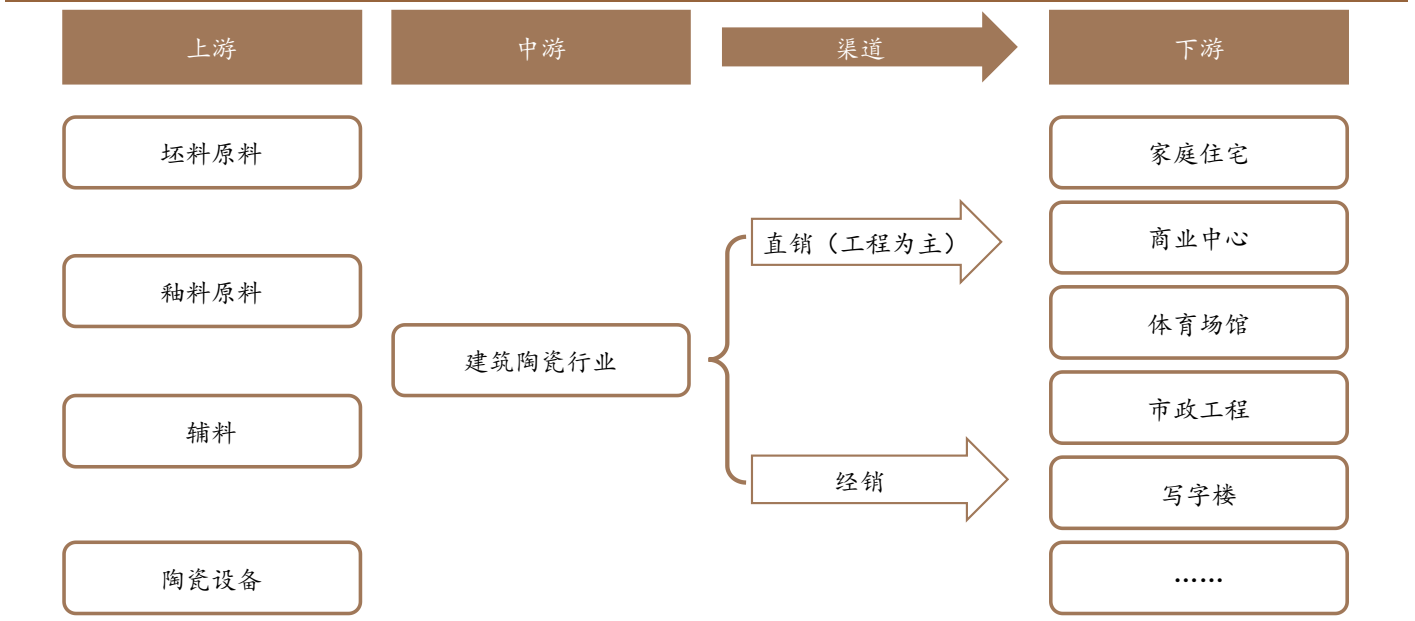
类别	性质	特点	应用场景	
陶瓷砖	瓷质有釉砖（包括抛晶砖、抛釉砖、仿古砖等）	吸水率小于等于 0.5%、经过施釉工序的陶瓷砖产品	外观精致、图案多样，原料易得、易于批量化生产、抗污性好、耐腐蚀、易清洁、材质坚固、不受潮、辐射可控等	广泛应用于酒店、商场超市、办公楼等公共空间装饰及家居背景墙等室内装修领域
	瓷质无釉砖（包括渗花抛光砖、纯白抛光砖、一般微粉抛光砖、特殊微粉抛光砖等）	吸水率小于等于 0.5%、不经过施釉工序的陶瓷砖产品	质地坚硬耐磨、吸水率低、表面不易出现划痕，可以做出各种仿石、仿木的效果，但耐污性较差	广泛使用于过道和室外走道等装修项目的地面，除厨卫以外的多数家居室内空间，如厅堂等
	非瓷质有釉砖（包括瓷片和小地砖等）	吸水率大于 0.5%、经过施釉工序的陶瓷砖产品	釉面的烧成温度低，颜色可做得很鲜艳；坯体的吸水率高，易于上墙铺贴	一般用于厨卫空间、洗手间和室外阳台立面装饰等
陶瓷薄板（岩板）	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	最大程度实现产品薄型化，大幅降低消耗原料、能源，降低建筑物负荷，规格大，具有特殊装饰效果	除传统的瓷砖产品应用场景外，亦可应用于泛家居领域，如厨房操作台面、橱柜及衣柜门、餐桌茶几、冰箱门等领域	
薄型陶瓷砖	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	厚度薄、质量轻、硬度高，施工简便快捷，有效减轻施工人员的劳动强度，节约大量切割加工、铺贴辅料等综合费用	逐渐成为建筑幕墙、创意化装饰、背景墙等领域的新兴品类	

资料来源：蒙娜丽莎招股说明书、蒙娜丽莎可转债 2022 年跟踪评级报告、马可波罗招股说明书、湖北省标准化与质量研究院微信公众号，德邦研究所

2.1. 上游为非金属矿物材料，下游需求主要为地产及基建

建筑陶瓷行业上游主要为非金属矿物材料的开采及加工行业，下游受地产、基建影响较大。建筑陶瓷上游原材料主要包括坯料（黏土、石英、长石等矿物）、釉料（金属氧化物、盐类等）、辅料等；陶瓷设备包括窑炉、压机、抛光线、环保排放治理系统等。建筑陶瓷行业一般通过直销（B 端工程为主）和经销两种销售模式对接下游家庭住宅、商业中心、体育场馆、市政工程等和地产、基建相关性较强的领域。

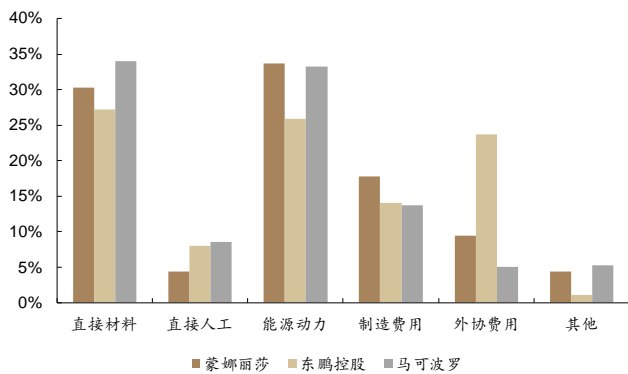
图 16: 建筑陶瓷行业产业链



资料来源: 蒙娜丽莎招股说明书、马可波罗招股说明书, 德邦研究所

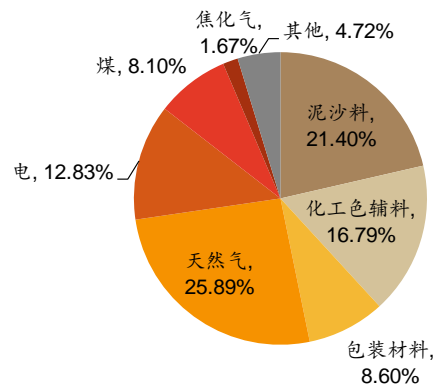
建陶行业关键成本构成为原材料和能源。横向对比 2023 年各头部陶企成本结构, 直接材料和能源动力占成本比例均在 30%左右, 是对陶企盈利水平影响较大的两个成本分项。具体来看, 原材料主要为以泥沙料为主的坯料, 和以化工色辅料为主的釉料, 能源主要为天然气和电力。

图 17: 2023 年头部建陶企业成本结构



资料来源: 蒙娜丽莎、东鹏控股 2023 年报, 马可波罗招股说明书, 德邦研究所

图 18: 马可波罗 2023 年各项采购金额占比



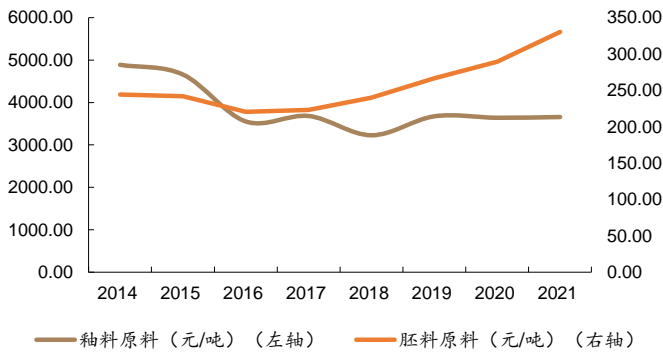
资料来源: 马可波罗招股说明书, 德邦研究所

1) 原材料方面, 陶企较上游议价能力较强: 我国粘土、沙料、长石等资源的优质产地与开采、加工企业较多, 行业竞争充分; 釉料原料的采购则通常通过采购不同供应商的多种釉料原料调配而成, 故单一供应商依赖风险较小。

2) 能源方面, 能源价格变化具有季节性和局部性: 建筑陶瓷是典型高耗能、高排放的“两高”行业, 陶企使用的主要能源为天然气、电力和煤炭。其中电力和天然气主要由属地供电局和燃气公司集中供应, 煤炭通常以招投标方式向公开市

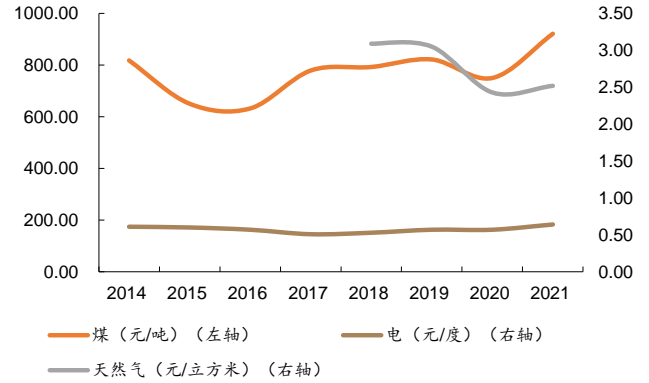
场的供应链公司采购。因能源价格变化具有季节性和局部性，对陶企成本端的影响难以避免。我们认为，余热综合利用、节能燃烧、陶瓷减薄等节能减排技术或是控成本的重要手段，在综合能耗水平方面具备比较优势的陶企或将率先获得更强的成本竞争力。

图 19：2014-2021 年蒙娜丽莎原材料采购均价



资料来源：蒙娜丽莎招股说明书、蒙娜丽莎可转债募集说明书，德邦研究所
注：2017 年数据披露口径为 1-6 月，2021 年数据披露口径为 1-3 月

图 20：2014-2021 年蒙娜丽莎能源燃料采购均价

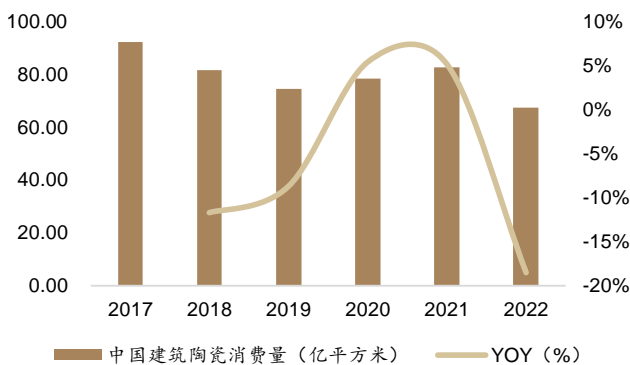


资料来源：蒙娜丽莎招股说明书、蒙娜丽莎可转债募集说明书，德邦研究所
注：2017 年数据披露口径为 1-6 月，2021 年数据披露口径为 1-3 月

2.2. 基建增速收窄、地产持续承压，融资“白名单”有望维持建陶需求韧性

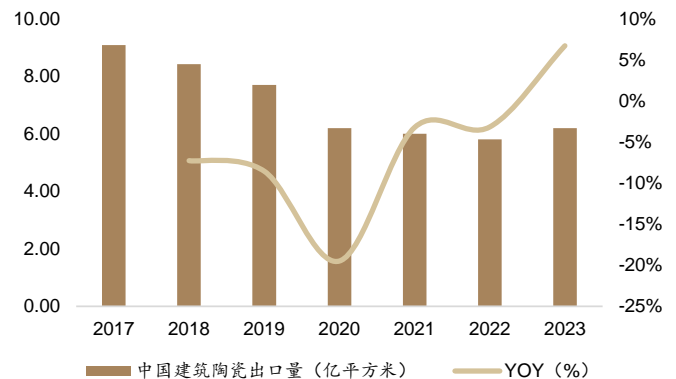
建筑陶瓷下游主要应用在地产和基建，近年市场规模有所收缩。建筑陶瓷广泛应用于住宅、商场、酒店、写字楼、大型场馆及市政工程等建筑装饰装修领域。据 QYResearch，住宅是瓷砖的主要下游应用场景，2021 年约占我国总需求的 83.75%。因此受房地产下行周期影响，建陶相关需求亦持续减弱，我国建筑陶瓷消费和出口量已由 2017 年的 92.44/9.08 亿平方米下降至 2022 年的 67.37/5.81 亿平方米。

图 21：中国建筑陶瓷消费量及增速



资料来源：MECS/Acimac Research Centre、ceramicworldweb，德邦研究所

图 22：中国建筑陶瓷出口量及增速

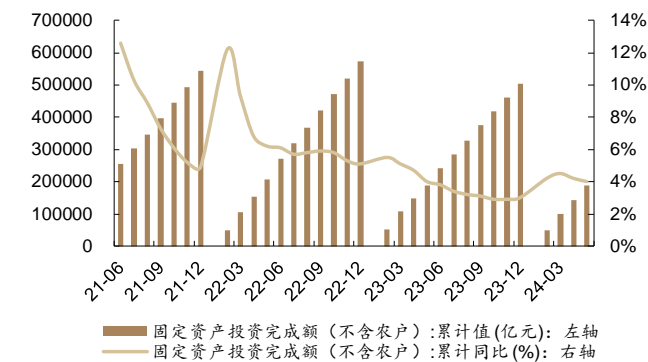


资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会微信公众号，德邦研究所

2023 年以来我国基建增速有所收窄。2023 年全年固定资产投资完成额累计

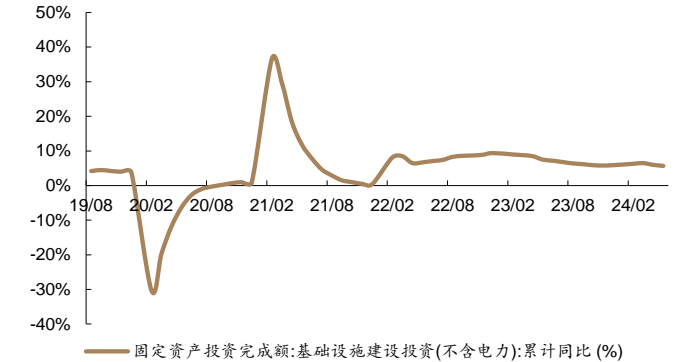
值约 50.3 万亿元，累计同比+3.00%，增速同比收窄 2.1 个百分点；2024 年 1-5 月固定资产投资完成额约 18.80 万亿元，累计同比+4.0%，增速连续三个月收窄。从基建增速来看，2023 年全国基础设施建设投资(不含电力)完成额增速为 5.9%，同比收窄 3.5 个百分点；2024 年 1-5 月全国基础设施建设投资(不含电力)完成额累计同比+5.7%，增速连续三个月收窄。

图 23：固定资产投资完成额（不含农户）累计值及增速



资料来源：Wind，德邦研究所

图 24：基础设施建设投资（不含电力）累计同比增速



资料来源：Wind，德邦研究所

2024 年基建端增量资金可观，待落位后基建有望提速。根据国家发改委，24 年 4 月已完成今年专项债券项目的初步筛选工作，目前已推送给财政部并反馈给各地方，项目数量充足、资金需求较大。此外，2023 年全部三批共 1 万亿元增发国债项目清单已于 2024 年 2 月完成项目清单下达工作，资金已经落实到约 1.5 万个具体项目。我们认为，2024 年稳增长趋势不变，政府工作报告中提到从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，2024 年先发行 1 万亿（5 月 17 日 2024 年超长期特别国债（一期）正式发行，本期国债期限 30 年，发行面值金额 400 亿元，票面利率 2.57%）。中央加杠杆支持经济复苏有望推动更多实物工作量落地，带动基建需求提速。

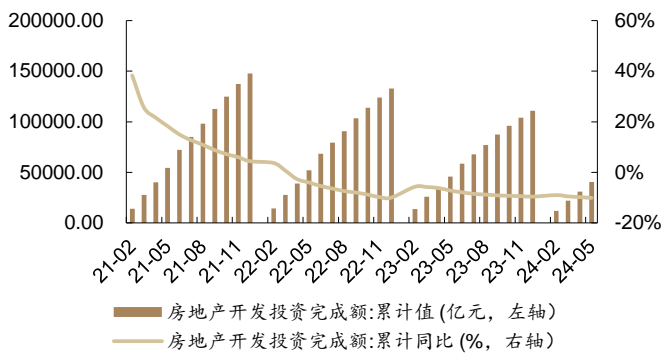
表 4：近期专项债、万亿国债政策情况

部门/会议	时间	核心内容
政治局会议	2023 年 7 月 24 日	要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。要加强金融监管，稳步推动高风险中小金融机构改革化险；要更好发挥政府投资带动作用，加快地方政府专项债券发行和使用。
财政部	2023 年 8 月 28 日	2023 年新增专项债券力争在 9 月底前基本发行完毕，用于项目建设的专项债券资金力争在 10 月底前使用完毕，研究扩大投向领域和用作项目资本金范围，引导带动社会投资。
财政部	2023 年 8 月 30 日	要加快地方政府专项债券发行使用，研究扩大投向领域和用作项目资本金范围，持续加强专项债券项目储备和投后管理，提升专项债券资金使用效益，引导带动社会投资。加强财政、货币等政策的协调配合，强化预期管理，更好发挥协同效应。
十四届全国人大常委会议	2023 年 10 月 24 日	1) 为支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力的项目建设，增发 1 万亿元国债。 2) 为了加快地方政府债券发行使用进度，保障重点领域重大项目资金需求，授权国务院在授权期限内，在当年新增地方政府债务限额（包括一般债务限额和专项债务限额）的 60% 以内，提前下达下一年度新增地方政府债务限额。
国务院政策例行吹风会	2023 年 10 月 25 日	本次增发 1 万亿国债全部通过转移支付方式安排给地方使用，全部列为中央财政赤字，还本付息由中央承担，不增加地方偿还负担。万亿国债在 2023 年安排使用 5000 亿元，结转 2024 年使用 5000 亿元。
2024 政府工作报告	2024 年 3 月 5 日	拟安排地方政府专项债券 3.9 万亿元、比上年增加 1000 亿元。为系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行 1 万亿元。

资料来源：中国政府网、财联社，德邦研究所

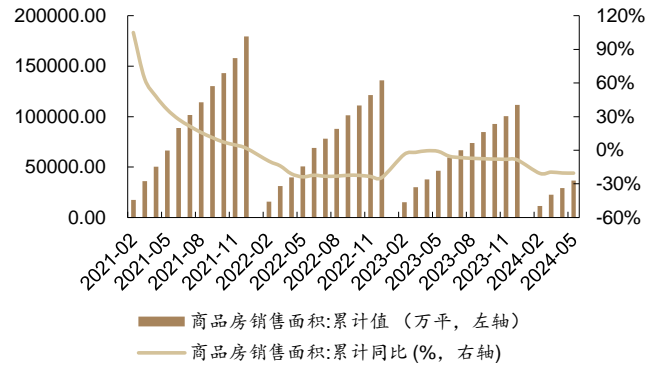
房地产投资及销售下行周期超两年，低基数下 2024 年至今下行压力不减。 2023 年房地产开发投资完成额为 11.09 万亿元，同比下滑 9.6%，2024 年 1-5 月房地产开发投资完成额 4.06 万亿元，同比-10.1%。我们认为，在销售基本面企稳前，房企投资意愿及实力仍显不足，后续仍需观察销售复苏以及融资协调机制的落位情况。从销售面积来看，2023 年商品房销售面积 11.17 亿平方米，同比下降 8.5%，2024 年 1-5 月商品房销售面积 3.66 亿平方米，同比下降 20.3%。地产销售自 2022 年 2 月进入负增长阶段后下行已超两年，低基数下 2024 年前 5 月地产销售仍然承压。

图 25：房地产开发投资完成额及增速



资料来源：Wind，德邦研究所

图 26：商品房销售面积及增速



资料来源：Wind，德邦研究所

地产政策重点转向存量，24 年 5 月中央政策迎来四连发。 5 月 17 日，央行发布四大利好地产的相关政策，涵盖降低首套/二套房首付比例、下调个人住房公积金贷款利率、取消商贷利率下限，以及中央资金支持地方政府收购存量房产，力度超预期。我们认为，近期地产政策思路从代表增量需求的“三大工程”转向消化存量房产，有望加速基本面的筑底企稳。

表 5：5 月 17 日地产相关利好政策解读

内容	调整后利率或比例	解读
取消全国层面首套住房和二套房商业性个人住房贷款利率政策下限。	中国人民银行各省级分行按照因城施策原则，自主决定是否设定利率下限及下限水平。	根据贝壳研究院，24 年 3 月百城首套/二套主流房贷利率平均为 3.59%/4.16%，同比分别回落 43BP/75BP，已处于历史低位，而取消房贷利率下限有利于进一步降低购房成本，叠加降首付政策有望加速住房需求入市市场。
自 2024 年 5 月 18 日起，下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点。	首套：5 年及以下 2.35%，5 年以上 2.85%； 二套：5 年及以下不低于 2.775%，5 年以上不低于 3.325%	此前首套、二套房贷款利率下限分别为 5 年期以上 LPR-20BP (3.75%)、5 年期以上 LPR+20BP (4.15%)，新房价格环比连续 3 月下跌的城市可阶段性取消首套房贷款利率下限，此次利好扩大至二套房领域。
对于贷款购买商品住房的居民家庭，降低首套/二套房商业性个人住房贷款最低首付比例。	首套：不低于 15%； 二套：不低于 25%。	调整后的首付比例已低于 08 年和 16 年周期底部水平，目前除北上广深等 8 个城市外，其他城市均已选择执行首套/二套最低首付比例 20%/30% 的底线政策，本次央行进一步下调首付比例下限后，预计将有更多城市包括一线城市或跟进落实，有利于实质性降低购房门槛。
设立 3000 亿元保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计带动银行贷款 5000 亿元。		有利于加快保障性住房供给的同时实现商品房库存的去化。4 月郑州、南京等城市已经试点推进的“收旧换新”模式有望得到全国推广，在中央配套资金支持到位情况下有望打通新房二手房置换链条，实现需求释放及库存去化。

资料来源：中国政府网、人民日报、贝壳研究院，德邦研究所

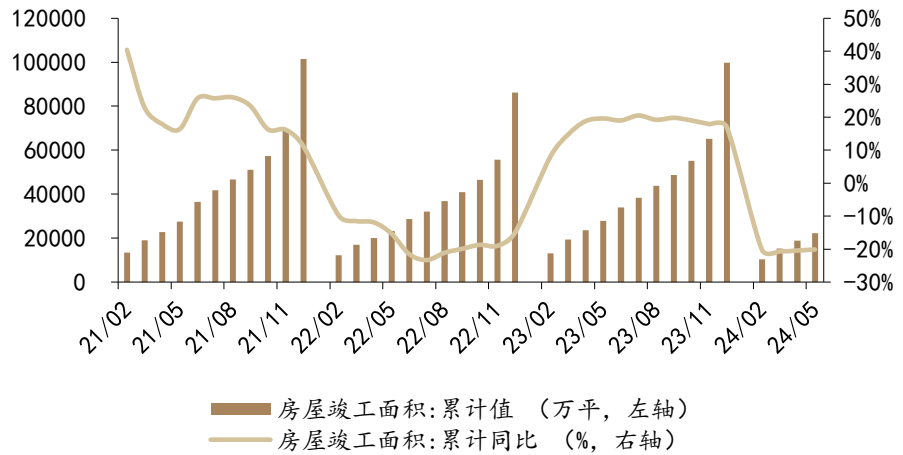
保交楼政策对房地产竣工端利好，融资“白名单”进一步提供资金支持。2022年以来，保交楼系列政策层层推进，旨在加快已售逾期难交付住宅项目的建设交付。竣工端看，2023年全年我国房屋竣工面积9.98亿平方米，同比+17.0%，反映政策组合拳效果显著。2024年初，国家进一步提出房地产融资协调机制，并于5月17日国务院政策例行吹风会强调推动符合融资协调机制“白名单”条件的项目“应进尽进”，商业银行对合规“白名单”项目“应贷尽贷”。我们认为，融资协调机制“白名单”的推出或意味着房企在建项目合理融资需求得到有力保障，而建筑陶瓷作为地产链后周期建材，与房屋竣工端相关性更强，未来有望受益于地产融资政策进一步放松后竣工面积的再度修复。

表 6：“保交楼”、“保交房”相关政策、新闻梳理

发布/报道时间	发布主体	政策/会议名称	内容
2022年7月28日	中共中央政治局	-	要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱， 支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。 要保持金融市场总体稳定，妥善化解一些地方村镇银行风险，严厉打击金融犯罪。
2022年11月21日	中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会	全国性商业银行信贷工作座谈会	用好民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”）支持民营房企发债融资。 完善保交楼专项借款新增配套融资的法律保障、监管政策支持等，推动“保交楼”工作加快落实， 维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展。
2022年11月23日	中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会	《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》	支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款。 支持国家开发银行、农业发展银行按照有关政策安排和要求，依法合规、高效有序地向经复核备案的借款主体发放“保交楼”专项借款，封闭运行、专款专用，专项用于支持已售逾期难交付住宅项目加快建设交付。
2023年1月13日	有关金融部门	《改善优质房企资产负债表计划行动方案》	在“资产激活”行动中，通过优化政策激活合理需求，加大保交楼力度，稳定房地产销售，压实企业瘦身自救责任，支持优质房企通过并购提升资产质量，着力改善经营性现金流。 加快新增1500亿元保交楼专项借款投放、设立2000亿元保交楼贷款支持计划、加大保交楼专项借款配套融资力度、强化保交楼司法保障。
2024年1月5日	住房和城乡建设部金融监管总局	《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》	建立城市房地产融资协调机制。 协调机制根据房地产项目的开发建设情况及项目开发企业资质、信用、财务等情况，按照公平公正原则， 提出可以给予融资支持的房地产项目名单， 向本行政区域内金融机构推送。
2024年5月17日	住房和城乡建设部、自然资源部、中国人民银行、国家金融监督管理总局	国务院政策例行吹风会	按照市场化、法治化原则， 分类处置在建已售未交付的商品住房项目，推动项目建设交付，切实保障购房人合法权益； 进一步发挥城市房地产融资协调机制作用，满足房地产项目合理融资需求。城市政府推动符合“白名单”条件的项目“应进尽进”，商业银行对合规“白名单”项目“应贷尽贷”，满足在建项目合理融资需求。

资料来源：中国政府网、中国人民银行、新华网，德邦研究所

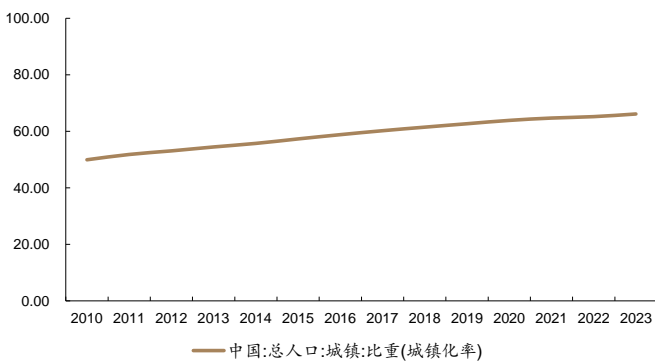
图 27：房屋竣工面积累计值及增速



资料来源：Wind，德邦研究所

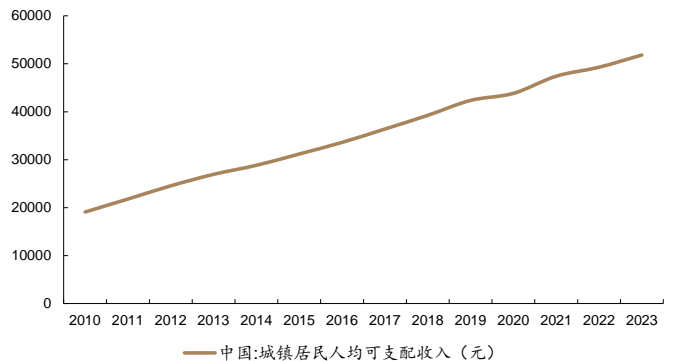
建陶行业未来市场发展空间较大，城镇化与消费升级仍是有力驱动。据国家统计局数据，截至 2023 年我国常住人口城镇化率为 66.16%，对比发达国家 80% 的城镇化水平仍存在较大发展空间，将推动我国各类房屋建设规模维持在较高水平，拉动建筑陶瓷产品需求。我国居民的收入水平与消费能力也在不断提高，2010-2023 年，城镇居民人均可支配收入由 19109 元增长至 51821 元，CAGR 为 7.98%。得益于消费能力的提升，人们对居住环境的的要求正从满足基本居住属性向家居文化发展。个性化、创意化、艺术化成为市场潮流，高品质建陶产品影响力不断扩大，国家亦出台多项政策，大力引导建陶行业进行产业升级，如《产业结构调整指导目录（2024 年本）》、《建筑卫生陶瓷行业准入标准》、《促进绿色建材生产和应用行动方案》等，适应了消费需求升级趋势，有望持续推动建陶行业高质量发展。

图 28：2010-2023 年我国城镇化率水平 (%)



资料来源：Wind，德邦研究所

图 29：2010-2023 年我国城镇居民人均可支配收入



资料来源：Wind，德邦研究所

2.3. 集中度加速提升，马太效应愈演愈烈

2.3.1. 环保法规趋严，“煤改气”促使落后产能加速出清

煤改气步伐坚定，能源清洁化改造大势所趋。在我国“碳达峰”、“碳中和”目标推动下，环保要求趋严，近年来中央与各地政府、部委已多次强调煤炭减量替代，提高天然气等清洁低碳能源的使用比例。建筑陶瓷是典型高耗能、高排放的“两高”行业，在减碳的具体执行层面已有广东规定到2020年珠海、佛山、韶关、东莞、江门、肇庆、清远等市基本完成建筑陶瓷行业清洁能源改造；广西对2025年底前未完成煤改气的陶瓷生产线将纳入淘汰类产业。

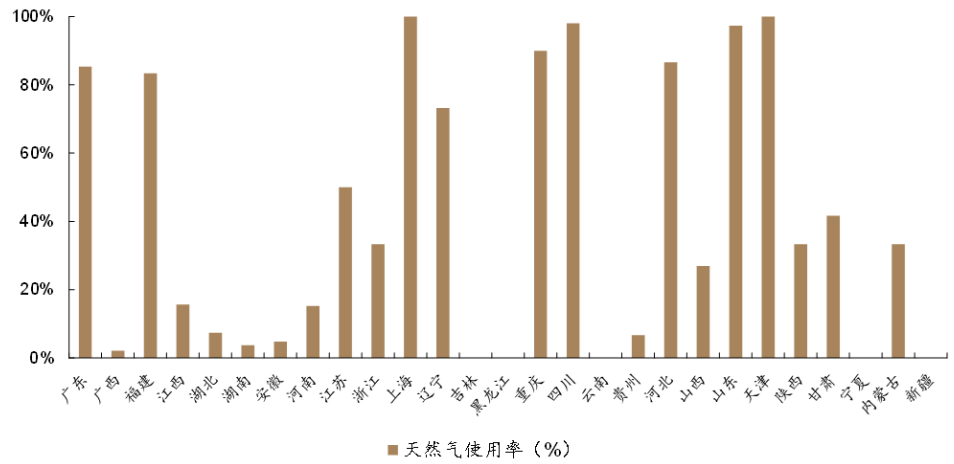
表 7：建筑陶瓷行业煤改气部分相关政策梳理

时间	发布主体	政策名称	政策内容
2018年12月29日	广东省人民政府	《广东省打赢蓝天保卫战实施方案（2018—2020年）》	推进陶瓷行业清洁排放改造。在保障气源供应的前提下，按照“先环保后发展”的原则， 到2020年，珠海、佛山、韶关、东莞、江门、肇庆、清远等市基本完成建筑陶瓷行业清洁能源改造。
2021年5月28日	广西壮族自治区工业和信息化厅	《广西工业产业结构调整指导目录（2021年本）》	2025年前未完成煤改气改造的陶瓷生产线纳入淘汰类产业。
2022年2月11日	国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部、国家能源局	《建筑、卫生陶瓷行业节能降碳改造升级实施指南》	加强清洁能源原燃料替代。建立替代原燃材料供应支撑体系， 推动建筑、卫生陶瓷行业能源消费结构逐步转向使用天然气等清洁能源 ，加大绿色能源使用比例，支持鼓励建筑、卫生陶瓷企业利用自有设施、场地实施太阳能利用、余热余压利用、分布式发电等，努力提升企业能源自给能力，减少对化石能源及外部电力依赖。
2022年8月19日	广西壮族自治区人民政府	《广西能源发展“十四五”规划》	提升终端用能低碳化电气化水平。加强工业领域清洁能源替代，在冶金、陶瓷、玻璃、水泥等行业推广电锅炉、电窑炉使用， 鼓励高效利用可再生能源，稳妥拓展工业“煤改电”、“煤改气”。
2023年4月17日	中国轻工业联合会	《轻工业重点领域碳达峰实施方案》	推进煤炭减量替代。 进一步降低陶瓷、日用玻璃行业中煤炭能源的比重，逐步提高天然气和电能的使用比例。逐步禁止陶瓷行业使用燃煤及煤制气，推动天然气成为主要能源。 在电力资源优势地区，鼓励玻璃窑炉采取“天然气+电助熔”的能源结构形式，推动陶瓷窑炉燃料“以电代气”，推广电窑炉替代，推动工业用能电气化。
2023年4月27日	福建省生态环境厅	《福建省生态环境厅关于推动陶瓷行业减污降碳协同治理的通知》	推广清洁能源。按照“提气、转电、控煤”的发展思路， 推动陶瓷行业进一步优化用能结构，实现能源消费清洁低碳化。 提气方面， 闽清、平和等地要巩固建陶企业“煤改气”成果，在气源有保障、价格可承受的条件下，推动有序提高天然气等清洁低碳能源使用比例； 转电方面，综合运用峰谷分时制度，引导建陶企业使用电能；控煤方面，按照减污降碳原则，逐步减少直至取消燃煤烘干物料、燃料类煤气发生炉等用煤，减少化石能源消费，协同降低温室气体和污染物排放。
2023年7月26日	新疆维吾尔自治区工业和信息化厅、发展和改革委员会、生态环境厅	《新疆维吾尔自治区工业领域碳达峰实施方案》	用好“可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制”等政策，有序推进燃料用煤减量替代，逐步提高绿电消费比重。 加大天然气消费，推广煤改气、煤改电工程，合理引导工业用气和化工原料用气增长。 鼓励企业、园区就近利用清洁能源，鼓励企业通过投资可再生能源发电项目、参与分布式发电市场化交易、购买绿色电力证书等方式选用清洁能源，提高非化石能源消费占比，从源头减少碳排放。
2023年8月23日	湖南省人民政府	《湖南省大气污染防治“守护蓝天”攻坚行动计划（2023—2025年）》	推动能源绿色低碳转型。严格落实煤炭等量、减量替代，提高电煤消费占比。多渠道扩展天然气气源，扩大外受电比重，持续推进“煤改气”“煤改电”工程， 大力推进使用清洁能源或电厂热力、工业余热等替代锅炉、炉窑燃料用煤，加快推动玻璃、地板砖等建材行业企业以及有色冶炼行业鼓风机、反射炉等“煤改气”， 依法依规推进煤气发生炉有序退出，推动非化石能源发展。

资料来源：广东省人民政府、广西壮族自治区工业和信息化厅、国家发展和改革委员会、中国轻工业联合会、湖南省人民政府、福建省生态环境厅、新疆维吾尔自治区生态环境厅、广西壮族自治区人民政府，德邦研究所

煤改气推高生产成本，改造进度分化明显。从成本角度看，以我国建陶主要产区江西高安为例，据陶瓷信息汇，截至 2024 年 3 月底，高安产区煤炭到厂价约为 1300 元/吨，而相同条件下使用天然气折合为煤炭价格约 1773 元/吨。煤改气后的单位能源成本将上升 36.38%，或意味着成本压力是煤改气推进的重要阻力之一。据中国建筑卫生陶瓷协会数据，截至 2022 年，全国范围建陶企业天然气使用率为 57.88%，并已有多个省份的建陶企业天然气使用率达到 80% 以上，囊括了主要陶瓷产地如广东、四川、福建、山东等，但仍有部分产区如广西、江西、湖南、湖北的天然气使用率还处于较低水平，未来产线改造压力较大。

图 30：中国分产区建陶企业天然气应用率



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会、陶瓷信息汇公众号，德邦研究所

煤改气加速落后产能出清进度。以早在 2020 年即全面推行煤改气的广东省为例，2014-2022 年，广东累计淘汰 59 家陶企、382 条生产线，“去产能” 7.36 亿平方米/年。我们预计随着建陶企业能源结构转型清洁化，产能落后、环保不达标的小型陶企将难以承担煤改气对成本端的提升，改造动力不足或被加速出清，有望优化建陶低端产能过剩、市场集中度低的格局。

表 8：2014-2022 年广东省建筑陶瓷生产企业、生产线及产能概况

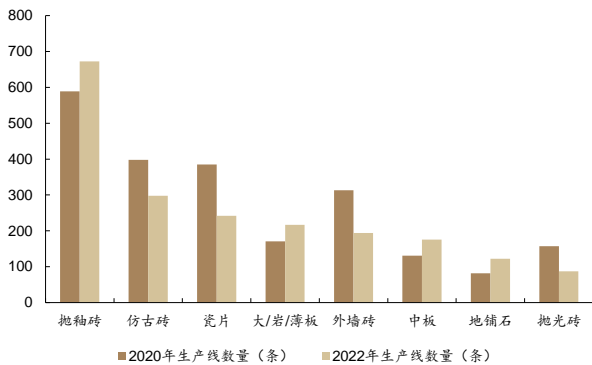
年份	企业数量	生产线数量	日产能
2014 年	223 家	1062 条	1328.82 万平方米
2017 年	211 家	962 条	1245.81 万平方米
2020 年	174 家	741 条	1014.19 万平方米
2022 年	164 家	680 条	1091.31 万平方米

资料来源：陶瓷信息汇公众号，德邦研究所

2.3.2. 行业产品结构变革，定制化产品需求释放助力龙头增长

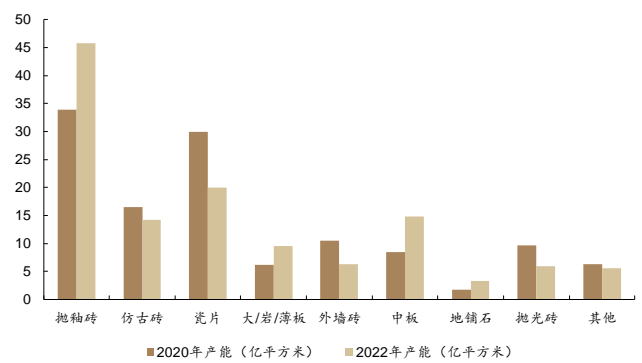
个性化需求推动建陶行业结构优化，新兴品类产能快速增长。近年来，随着消费群体及消费观念的不断变化，装修装饰设计的个性化、功能化、艺术化特征愈发明显。对应到行业产品结构方面，据中国建筑卫生陶瓷协会，2200-2022 年建陶主要品类中，仿古砖、瓷片、外墙砖以及抛光砖生产线数量及产能明显减少，而抛釉砖、大/岩/薄板、中板、地铺石等新兴品类的生产线数量及产能增长较多，或一定程度反映下游消费需求升级为行业带来的结构性变化机会。

图 31：2020-2022 各种类建陶产品生产线数量变化



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会、中国陶瓷网，德邦研究所

图 32：2020-2022 各种类建陶产品产能变化

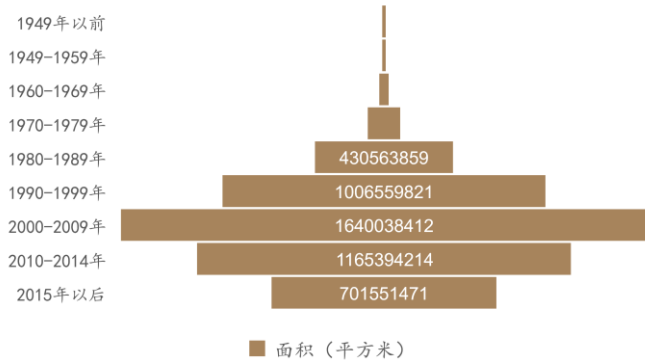


资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会、中国陶瓷网，德邦研究所

房地产迈入存量时代，改造翻新等定制化需求有望成为建陶龙头增长契机。

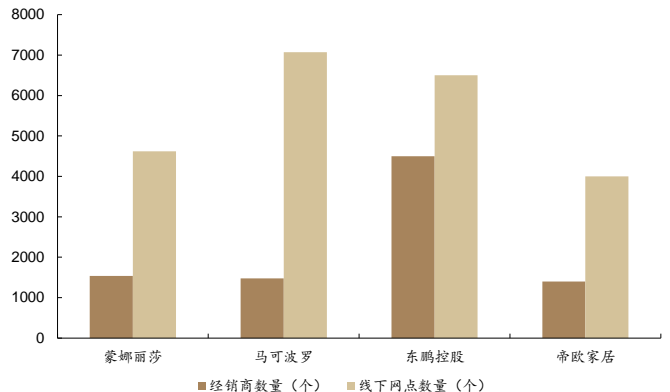
房地产开发投资与新开工面积疲软的大背景下，全国房龄中位数上升属于确定性趋势。从结构来看，截至 2020 年国家统计局数据，我国 2000-2014 年建成的住房面积已占总建成住房面积的 55.02%，未来有望释放大量存量改造需求。我们认为，由于存量翻新更关注品质的升级，质量更好，美学更优，可做高端化和定制化的龙头企业能够凭借自身产品实力和渠道优势承接更多翻新需求，而产品同质化严重、渠道有限的小型陶企或进一步丧失市场。

图 33：截至 2020 年按住房建成时间分的家庭户住房面积状况



资料来源：国家统计局 - 《中国人口普查年鉴-2020》，德邦研究所

图 34：头部建陶企业最新披露经销商与线下网点数量

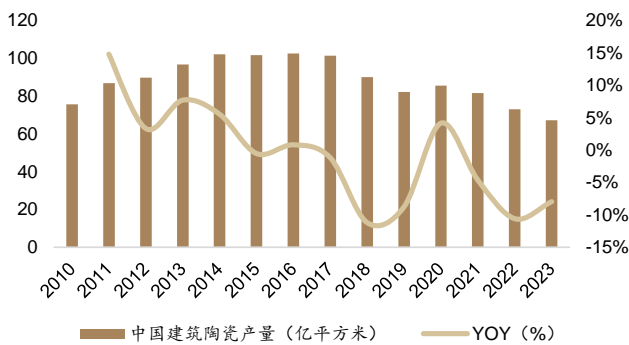


资料来源：各公司年报、各公司投关记录、马可波罗招股说明书，德邦研究所注：蒙娜丽莎数据为截至 2021 年，东鹏控股数据为截至 2023Q3，马可波罗、帝欧家居数据为截至 2023 年，数据有约数

2.3.3. 行业出清带来集中度提升机会，龙头优势凸显

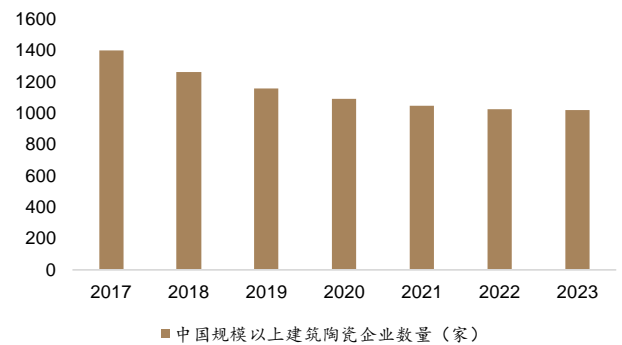
产量与企业数量双降，建陶行业加速出清。在房地产市场供求关系发生重大变化、世界经济和贸易增长动能减弱的大背景下，我国建筑陶瓷产量已从2017年的101.46亿平方米下降至2023年的67.30亿平方米，规模以上建陶企业数量从2017年的1402家下降至2023年的1022家，分别-33.67%和-27.10%。我们预计环保要求趋严与行业产品结构变革有望加速建陶行业出清，行业分化趋势或更加明显，龙头集中度有望进一步提升。

图 35：2010-2023 中国建筑陶瓷产量及增速



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会，德邦研究所

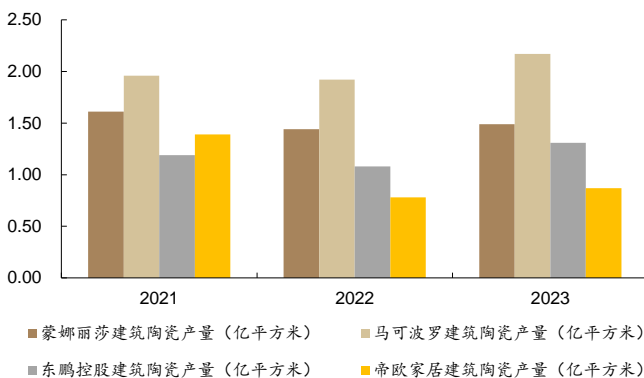
图 36：2017-2023 中国规模以上建筑陶瓷企业数量



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会、前瞻产业研究院，德邦研究所

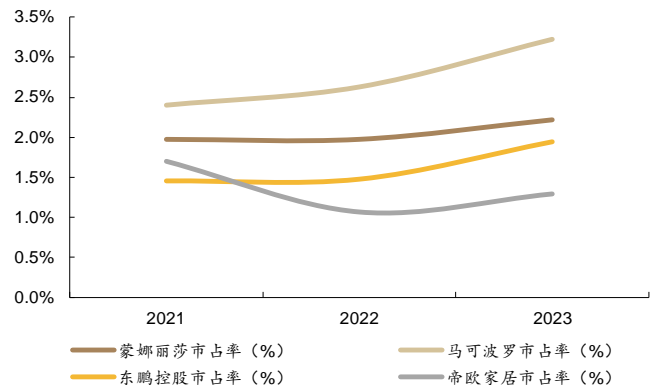
建陶行业整合空间大，龙头市占率提升可期。建筑陶瓷行业呈现龙头企业市占率较低、地方性小厂数量众多、低档产品产能过剩的激烈竞争格局。近年来行业加速出清，供给侧收缩后龙头有望获得更加确定的成长机会。2021-2023 年，四家头部建筑陶瓷企业中，蒙娜丽莎、马可波罗、东鹏控股以产量为口径的市占率均有不同程度增长，或反映了行业集中度提升趋势。但从绝对值来看，截至 2023 年底，四家企业合计市占率仍不足 9%，未来进一步加速整合，龙头市占率提升空间依旧可观。

图 37：2021-2023 头部建筑陶瓷企业产量



资料来源：马可波罗招股说明书，德邦研究所

图 38：2021-2023 建筑陶瓷行业以产量为口径的市占率



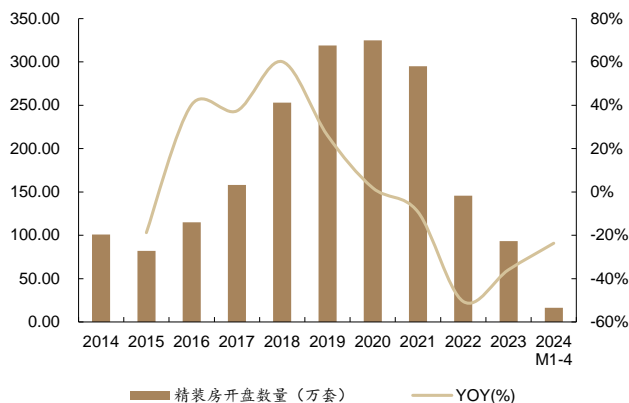
资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会、马可波罗招股说明书，德邦研究所测算

3. 积极转型，重塑蒙娜丽莎核心竞争力

3.1. 主动收缩战略工程业务，渠道转型阵痛期后业务结构更趋合理

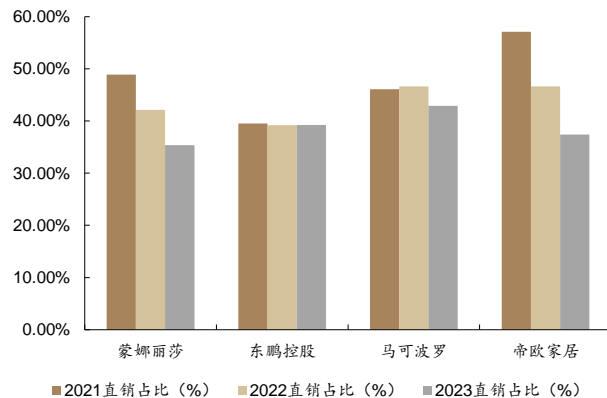
下游直销模式占比触顶回落，收缩工程业务成行业共识。2020-2023 年，我国精装房开盘套数从 325 万套大幅下滑至 93 万套。市场高速扩容红利期终结叠加房地产相关违约风险发酵，头部建陶企业纷纷积极调整渠道战略，主动收缩对接精装房集采需求的工程业务比重。

图 39：2014-2024M1-4 中国精装房开盘数量



资料来源：奥维云网、中房网、华经产业研究院，德邦研究所

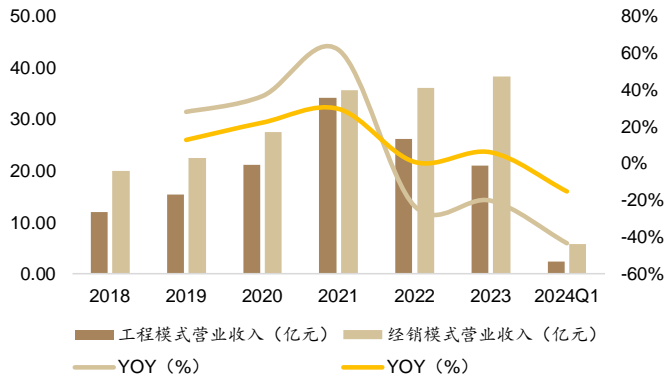
图 40：头部建陶企业 2021-2023 年直销收入占比



资料来源：蒙娜丽莎、东鹏控股、帝欧家居 2023 年报、马可波罗招股说明书等公告，德邦研究所

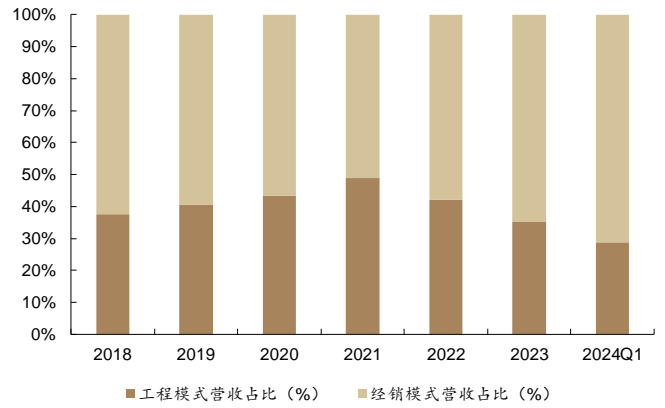
承接工程业务慎之又慎，公司主动收缩房地产客户订单。受益于精装房市场高景气度，2018-2021 年公司工程业务收入高速增长，CAGR 达 41.49%。但 2022 年中报公司首次提出对房地产业务进行分类管控，主动收缩风险较大的房地产客户的订单，或反映公司渠道转型工作就此开启。2022-2023 年，公司战略工程收入分别为 26.24 亿元和 20.94 亿元，分别同比-23.18%和-20.21%；经销收入 36.04 亿元和 38.27 亿元，分别同比+0.96%和+6.17%。2024Q1 公司战略工程业务继续大幅收缩，而经销业务收入占比提升至 71.17%。我们认为，近年来工程与经销渠道增速的分化反映了公司渠道结构的重塑，短期或使收入承压，但长期看公司经营模式更趋合理，现金流更为稳健的经销业务占比上升有望使公司经营风险显著下降。

图 41: 2018-2024Q1 蒙娜丽莎战略工程与经销模式收入及增速



资料来源: 蒙娜丽莎可转债募集说明书、蒙娜丽莎各年报等公告, 德邦研究所

图 42: 2018-2024Q1 蒙娜丽莎战略工程与经销收入占比变化



资料来源: 蒙娜丽莎可转债募集说明书、蒙娜丽莎各年报等公告, 德邦研究所
注: 2018-2020 年数据为公司主营业务下的分销售模式占比

C 端零售表现优于大 B 工程, 公司紧抓机遇渠道下沉。奥维云网地产大数据显示, 2024 年 1-4 月精装修市场新开盘楼盘项目个数 276 个, 同比-17.9%; 精装套数 16.38 万套, 同比-23.7%, 均下滑较多, 或反映战略工程业务重要来源增长乏力。参考同期国家统计局数据, 2024 年 1-4 月建筑及装潢材料类零售额绝对量 504 亿元, 同比+0.6%, 一定程度上反映 C 端零售表现相对工程端明显较好。公司积极拥抱变化, 力争打造全渠道优势, 主要措施有:

1) 传统渠道下沉潜力更大的乡镇市场: 新基建、乡村振兴和新农村建设蕴含巨大的市场潜力, 2022 年 3 月, 六部门发文联合开展“2022 年绿色建材下乡活动”, 蒙娜丽莎位列首批下乡活动产品清单及企业名录。借助绿色建材下乡活动, 有利于公司快速向乡镇级市场渗透, 布局渠道下沉。2024 年 4 月, 六部门再次发文深入开展绿色建材下乡活动, 并将范围拓展至全国, 有望推动公司进一步布局下沉市场。

2) 拓宽多元化新兴渠道: 公司不断拓宽渠道范围, 如电商、直播、互联网家装、设计师渠道等, 实行多元化、多业态的全渠道市场战略。

3) 布局产业链下游安装服务, 强化零售体验: 公司不断强化服务内容和能力, 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。公司打破陶瓷产品的半成品属性, 力推“微笑铺贴, 品质交付”服务体系, 可以确保一次性验收交付, 减少瓷砖施工的投诉问题, 提高终端用户体验。

图 43: 蒙娜丽莎设计师全国巡讲活动



资料来源: 蒙娜丽莎会员之家公众号, 德邦研究所

图 44: 蒙娜丽莎微笑服务体系

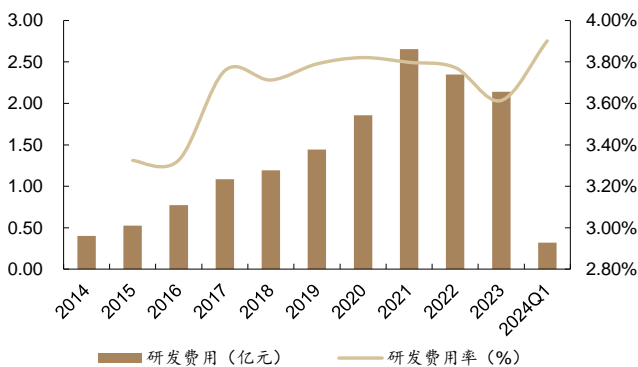


资料来源: 蒙娜丽莎集团官方公众号, 德邦研究所

3.2. 产品品类优化升级, 岩板领域优势明显

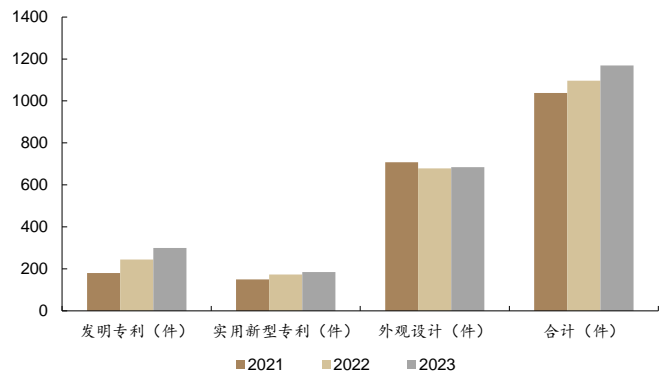
坚持产品创新驱动, 行业下行但公司研发动力不减。公司重视产品研发, 2014-2023 年, 公司研发费用从 0.40 亿元增长至 2.14 亿元。2024Q1, 公司研发费用率提升至 3.90%, 同比增加 0.6 个百分点。专利方面, 截至 2023 年底, 公司共有专利 1169 件, 其中发明专利 299 件 (含国外发明专利 9 件), 实用新型专利 185 件, 外观设计 685 件, 近三年发明专利与实用新型专利数目均保持增长, 彰显公司创新热情。

图 45: 2014-2024Q1 蒙娜丽莎研发费用及研发费用率



资料来源: 蒙娜丽莎招股说明书等公告、Wind, 德邦研究所

图 46: 蒙娜丽莎近三年获得专利授权情况

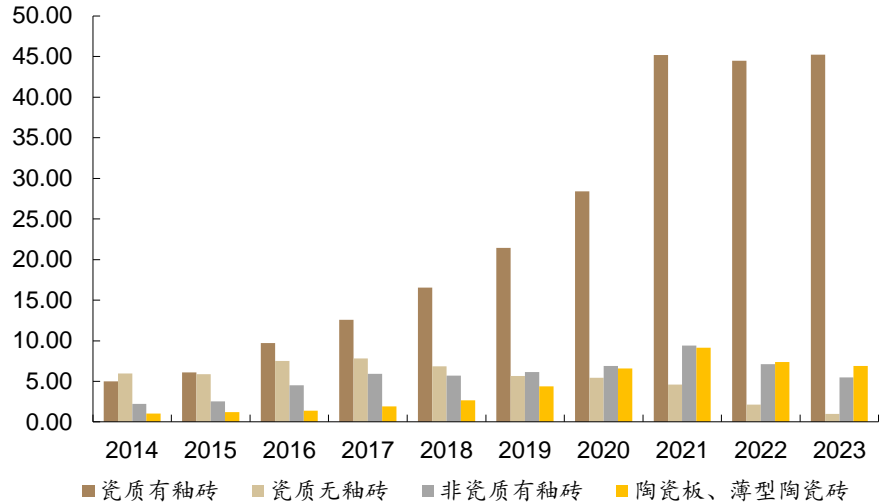


资料来源: 公司各年报, 德邦研究所

市场热销品类不断优化升级, 产品结构更趋合理。从分品类营业收入看, 艺术系列与花色最丰富的瓷质有釉砖为公司核心产品, 收入规模从 2014 年的 5.02 亿元增长至 2023 年的 45.24 亿元, CAGR 达 27.68%; 主打薄型化、功能化卖点的陶瓷板、薄型陶瓷砖增长同样迅猛, 收入规模从 2014 年的 1.03 亿元增长至 2023 年的 6.88 亿元, CAGR 达 23.46%, 并晋升第二大收入贡献的产品。据蒙娜丽莎官网, 公司近期主推的“国风·时光”、“罗马超石代”、“连纹背景墙”、“银河星辰”等系列均为陶瓷板产品, 高端线同时有“大师定制艺术岩板”系列覆盖艺术

岩板市场蓝海，一定程度反映了公司产品结构变革方向积极适应建筑陶瓷薄型化、功能化、个性化的市场发展趋势。

图 47：2014-2023 蒙娜丽莎各主要产品营收规模（亿元）



资料来源：公司招股说明书等公告、Wind，德邦研究所

岩板较多种建材具备性能优势，有望开辟建陶新增长点。岩板产品是一种理化性能优异、具备多种建材替代潜力的新型建筑材料，使得建筑陶瓷于传统应用之外，可开发出更多定位家居领域的功能性用途，如作为橱柜领域的板材、家电领域的岩板饰面、以及利用抗污、抗菌性优势成为厨房台面的理想选择等。因此岩板是建陶企业进军大家居战略的重要载体，有望成为重要发展品类之一。

表 9：岩板应用领域广阔

竞品	岩板的优势	替代应用场景
玻璃	无自爆风险、可减少光污染、个性化强、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、安全性更高	作为板材应用于餐桌、卫浴、电视机柜、橱柜等领域
铝板	个性化程度高，适合定制、成本低、不易掉色、耐酸碱	岩板定制家居
墙纸	不易燃，消防安全程度高、防水耐磨耐腐蚀、尺寸大、装饰效果好、硬度高、抗污染，易清洁	岩板背景墙
传统陶瓷板	吸水率更低、强度更大、具有一定抗菌性能、耐高温性更强	岩板砖

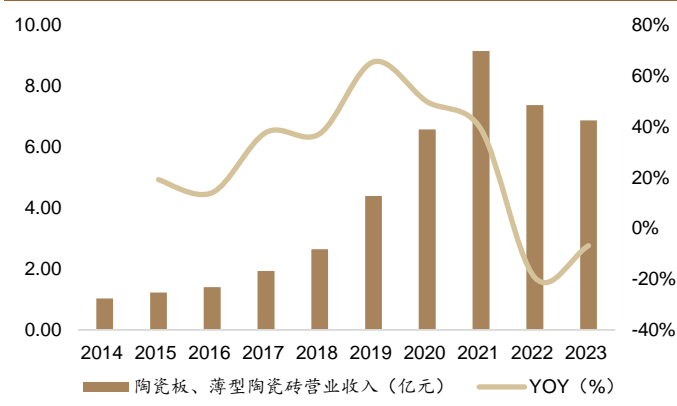
资料来源：前瞻产业研究院、九正建材网、中国建筑卫生陶瓷协会，德邦研究所

公司深耕岩板领域十余年，构建独特竞争优势。据智研咨询，2023 年我国岩板产量为 22850 万平方米，需求量为 19595 万平方米，同比分别增长 18.70%和

21.24%，市场规模达到 212.42 亿元，在传统瓷砖品类趋于饱和的情况下，大规格、高性能陶瓷岩板有望成为建陶厂商理想的赛道切换方向之一。蒙娜丽莎作为第 17 届中国陶瓷行业新锐榜认证的“岩板龙头企业”，竞争优势显著：

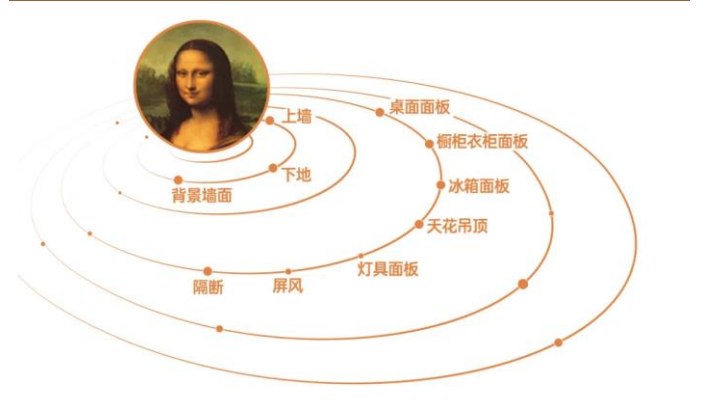
1) 从应用领域看，2014 年蒙娜丽莎全资子公司绿屋建科成立，成为集团旗下的专业板材整体解决方案供应服务商，后于 2018 年公司与石功夫发布“超石代岩板——第四代厨房板材应用整体解决方案”，开拓以厨房板材为代表的整体家居定制领域渠道，开拓了“大而全”的建筑岩板、定制家具岩板、成品家具岩板、家电岩板四大品类的家居产品应用。同时公司联合知名艺术家开发“小而美”的大师定制美学岩板系列，在功能性与艺术性上均可满足消费者独特需求。

图 48：2014-2023 公司陶瓷板（岩板）、薄型陶瓷砖营收及增速



资料来源：公司招股说明书等公告、Wind，德邦研究所

图 49：蒙娜丽莎岩板应用场景丰富



资料来源：绿屋建科官方公众号，德邦研究所

2) 从品牌矩阵看，蒙娜丽莎集团包含“蒙娜丽莎”、“QD”和“美尔奇”三大子品牌，三者均含岩板产品，但定位互有不同，可实现各类岩板消费群体的全覆盖。除全品类的主流核心品牌蒙娜丽莎外，QD 为蒙娜丽莎集团旗下轻时尚品牌，产品和设计风格定位面向广大年轻消费群体；美尔奇为蒙娜丽莎集团旗下潮奢岩板品牌，致力于为追求高品质生活的用户提供性能卓越、美学效果独特的岩板产品，满足家居高端定制需求。同时公司连续多年稳居房建供应链综合实力岩板类品牌前二，彰显在岩板相关领域良好的竞争力与市场口碑。

表 10：历届房建供应链综合实力 TOP500-首选岩板类合作品牌五强

2021		2022		2023		2024	
品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率
蒙娜丽莎	14%	新岩素	16%	东鹏	-	东鹏	13%
冠珠	11%	蒙娜丽莎	15%	蒙娜丽莎	-	蒙娜丽莎	11%
能强	9%	冠珠	10%	冠珠	-	新岩素	10%
金牌亚洲	7%	能强	10%	能强	-	能强	10%
顺域	6%	金牌亚洲	7%	德赛斯	-	德赛斯	6%

资料来源：中房网、中国房地产业协会、优采平台官方公众号等，德邦研究所
注：2023 年未披露首选率。

3) 从研发投入看, 公司以市场需求为导向, 加大新产品研发力度, 重点发力岩板、薄型陶瓷砖领域, 通过装备升级、工艺改进、设计赋能等, 提升产品的市场竞争力。

表 11: 蒙娜丽莎 2023 年主要研发项目

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
汉白玉质陶瓷砖(板)产品的研发及产业化	研发类似高端石材汉白玉质感产品, 具有高白度及较高透光率, 丰富产品品类, 提升高端岩板产品的市场竞争力。	项目已完成, 经广东省轻工业联合会组织的科技成果鉴定, 技术达到国际领先水平。	自主研发白度 $\geq 70^\circ$ 坯体配方, 并开发 3 款以上新产品。	丰富了岩板产品品类, 提高了产品市场竞争力, 满足高端客户对高白度产品的需求。
肌肤釉陶瓷砖(板)的研发及产业化	公司主推的哑光产品以哑抛工艺为代表, 国内同行以不抛的肤感面为主。为丰富产品品类, 特成立本项目开发肌肤釉系列产品。	项目已完成。	开发并投产肌肤釉产品, 形成规模化销售。	补充集团产品系列, 花色以当前流行的素色为主, 为公司创造价值。
数字化堆积蜡质陶瓷岩板关键技术 研究及产业化	研发具有蜡质质感及触感釉料, 协同数码精雕墨水实现釉面凹凸纹理质感。	项目已完成, 经中国轻工业联合会组织的科技成果鉴定, 技术水平达到国际领先。	产品质感细腻, 光泽度低于 30° , 表面凹凸纹理对应图案纹理。	该技术产品得到客户的认可, 订货情况良好。
低膨胀耐热餐台陶瓷岩板的研发及产业化	传统陶瓷板热膨胀系数相对较高, 加热温度超过 300°C 具有开裂风险。 本项目开发出较低膨胀系数的陶瓷岩板, 拓宽产品应用领域。	项目完成了低膨胀陶瓷坯体配方的开发, 开发出的低膨胀陶瓷岩板可应用于餐桌灶台。本项目通过广东省轻工业联合会组织的科技成果鉴定, 技术水平达到国际领先。	结合全数码工艺, 开发低膨胀陶瓷岩板。	产品可用于电磁炉面板、局部高温加热的台面等, 降低产品循环加热过程中开裂风险, 满足消费者在日常生活中的个性化需求。
分级纳米基元序构的高性能超薄陶瓷岩板制备关键技术	利用建筑陶瓷原材料创新应用与化学组成优化设计, 突破传统陶瓷组分限制, 利用热化学诱导析晶烧结法突破分级纳米基元序构建筑陶瓷经济高效制备的关键技术难题, 实现建筑陶瓷力学性能的大幅提升, 进一步推进陶瓷岩板“减薄不减质”的开发进程。	项目完成了纳米建筑陶瓷的配方开发以及物相-微结构调控技术, 于国内外首次提出了基于分级基元序构的建筑陶瓷强韧化方法, 发明出纳米强韧化建筑陶瓷高效制备技术。项目通过中国建筑材料联合会组织的科技成果鉴定, 技术水平达到国际领先。	项目构建了建筑陶瓷高钙镁新配方体系, 研发出热化学诱导析晶烧结、机械活化与镁质协同增强技术, 大幅度提升了建筑陶瓷的力学性能。断裂模数高达 124MPa , 可满足 2.3mm 建筑陶瓷板的力学性能要求。	项目成果在建筑陶瓷材料体系创新及产品力学性能方面取得了重大突破, 有助于提升建筑陶瓷的高端化制造水平, 为拓宽建陶产品应用领域提供了更多的可能性。

资料来源: 蒙娜丽莎 2023 年报, 德邦研究所

3.3. 合理布局产能, 创新减碳降本, 精益管理引领效能提升

3.3.1. 因地制宜, 产能布局发挥优势互补

公司拥有四大生产基地, 产能布局充分考虑优势互补。截至 2024 年 3 月末, 公司佛山、清远, 广西藤县和江西高安四个基地拥有年产能合计 1.49 亿平方米, 综合来看与马可波罗、东鹏控股、新明珠同处于行业第一梯队。在产能布局的考量方面, 公司通过充分发挥各个基地的比较优势以增强公司的市场竞争力。

1) 广东佛山西樵生产基地为公司总部, 截至 2024 年 3 月末拥有 16 条产线, 合计年产能 3550 万平方米, 其中 2 条产线为特种高性能陶瓷板生产线。西樵基地依托佛山陶瓷领先的区域品牌优势和成熟的产业集群, 大力强化对新技术、新产品的研发与生产;

2) 广东清远生产基地截至 2024 年 3 月末拥有 5 条产线, 合计年产能 1500

万平方米，依托广东制造业的优势和丰富的原材料，成为西樵基地的重要补充；

3) 广西藤县桂蒙生产基地规划建设 11 条生产线，一期工程 7 条生产线已于 2021 年投产，当前合计年产能 5200 万平方米。二期项目截至 2024 年 3 月末尚有 4 条产线在建，规划生产高性能瓷砖和大规格陶瓷板类别产品为主，未来合计总年产能达 8822 万平方米。桂蒙基地拥有丰富的陶瓷生产原料、便利的交通运输条件，以及较大的招商引资力度，有力凸现公司产能优势；

4) 江西高安生产基地截至 2024 年 3 月末拥有 9 条生产线，合计年产能 4600 万平方米，为公司收购普京陶瓷旗下至美善德取得，具备较为成熟的产业链优势、运输和销售半径等优势，同时区位优势明显，可辐射国内消费市场最密集的华东区域。

表 12: 截至 2024 年 3 月末公司四大生产基地基本情况

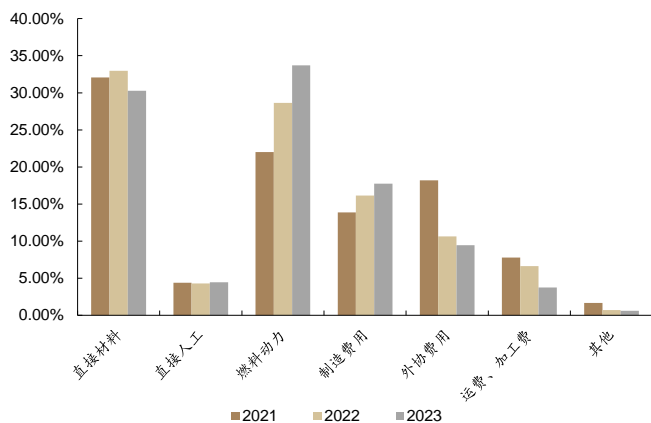
生产基地	生产线数量 (条)	产能 (万平方米)	产能扩张方式	能源端
西樵生产基地	16	3550	自建	100%天然气
清远生产基地	5	1500	自建	100%天然气
广西生产基地	7	5200	自建	100%天然气
江西生产基地	9	4600	股权收购	天然气和煤转气
合计	37	14850	-	-

资料来源：蒙娜丽莎可转债 2023 年跟踪评级报告、蒙娜丽莎可转债 2024 年跟踪评级报告，德邦研究所

3.3.2. 低碳高效转型，节约能源用量

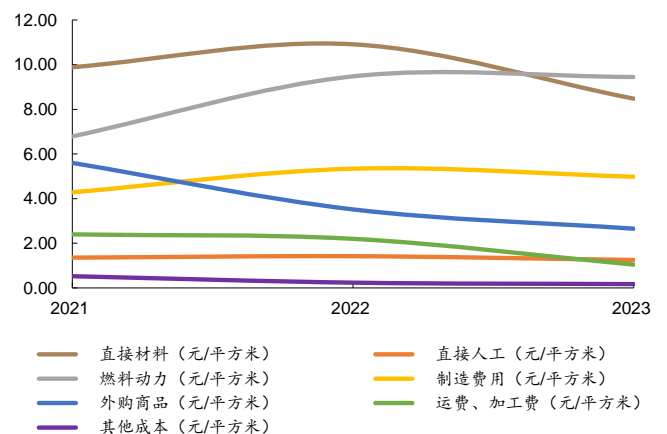
能源成本占比逐年上升，节能低碳转型箭在弦上。参考蒙娜丽莎近三年披露的成本结构数据，2021-2023 年公司直接材料占总成本比例较为稳定，但燃料动力占总成本比例与单位成本均呈逐年上升趋势，至 2023 年底燃料动力已占总体成本的 33.71%，位居第一大成本构成。我们认为在行业竞争激烈、价格端提价预期不强的背景下，若蒙娜丽莎低碳高效转型顺利，将有机会打开毛利改善空间。

图 50: 2021-2023 蒙娜丽莎成本结构拆分



资料来源：公司各年报，德邦研究所

图 51: 2021-2023 蒙娜丽莎单位成本拆分



资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

布局创新减碳，挖掘差异化能源降本空间。蒙娜丽莎秉持“环保治理，没有句号，只有逗号”的理念，持续投入低碳转型。环保政策趋严大背景下，公司旗下四大基地均主动承担社会责任，致力于构建清洁低碳安全高效的能源体系：广西藤县生产基地在当地允许烧煤制气的情况下全部采用天然气，2019-2020年清远生产基地与西樵生产基地先后完成100%天然气改造，江西生产基地也在全面着手天然气改造的规划。同时因行业普遍面临天然气改造推高生产燃料成本的问题，公司率先布局创新减碳，如应用节能技术、利用可再生能源、余热回收、智能能源管理、屋顶光伏发电等，有望使用差异化方式挖掘未来能源端降本空间。

表 13：蒙娜丽莎环保经营举措梳理

时间	项目/事件	影响
2018年11月	广东清远蒙娜丽莎“建筑陶瓷烟气深度净化集成技术与装备”通过新产品新技术鉴定	该系统实现了自动化控制和运行，具有操作便捷、人员少、劳动强度低、运行成本低等众多优势，有效解决了建筑陶瓷行业烟气中多项污染因子同时治理达标的难题，填补了国内建筑陶瓷烟气治理一站式净化技术与装备的技术空白
2021年11月	南海首个氢能叉车项目落户蒙娜丽莎	供应商伙伴提供从供氢、加氢到氢能叉车的一揽子解决方案，以氢能智能叉车快速响应物流仓储搬运需求，赋能蒙娜丽莎厂区特种交通智能化、低碳化升级发展
2022年4月	蒙娜丽莎环保云中心正式启用	实时显示每个排放口的排放量等数据，对生产过程的各项环保指数进行动态可视化监管，为绿色、环保生产制造管理提供大数据支撑。
2023年12月	启动全国首条氢氨零碳燃烧陶瓷板砖生产线项目	国内第一条采用氢氨零碳燃烧技术，实现陶瓷板/砖批量生产、零碳排放的生产线
2024年3月	广西基地启用中国电力单体容量最大的工商业屋顶分布式光伏	有效提升周边电稳定性，降低用户用电成本，具备良好的经济效益和环境效益

资料来源：蒙娜丽莎集团官网、珠江时报、广东陶瓷协会、蒙娜丽莎集团官方公众号、德邦研究所

最大屋顶光伏项目并网，通过清洁能源降低电力成本。2024年3月，中国迄今为止单体容量最大的工商业屋顶分布式光伏在蒙娜丽莎广西基地正式启用，总装机容量为85.34MWp，覆盖屋顶面积达64万m²，投运后预计年平均发电量为8166万kWh，每年可节约标准煤3.27万吨，减少碳排放8.14万吨，有望助力公司继续向低碳高效生产转型发展。

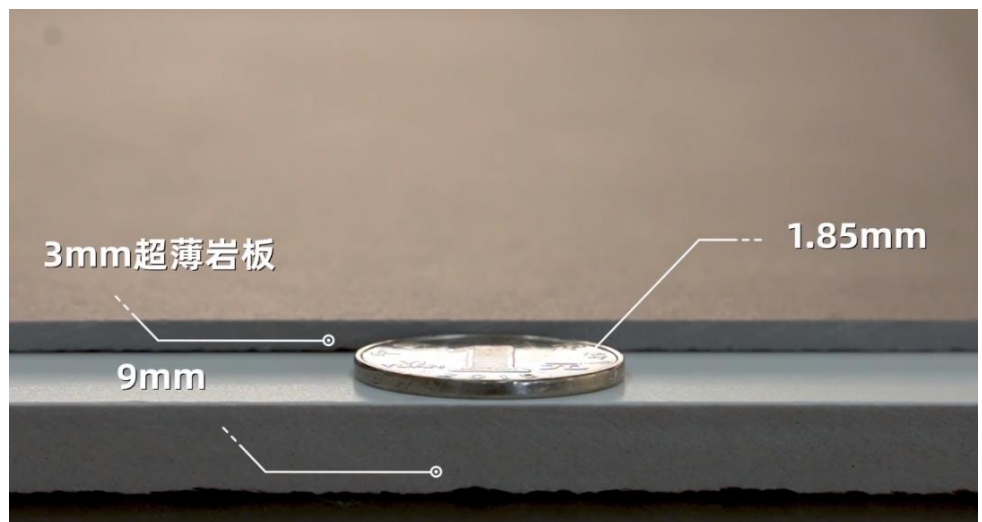
图 52：蒙娜丽莎广西基地实现厂区屋顶光伏全覆盖



资料来源：蒙娜丽莎集团官方公众号，德邦研究所

薄型化亦是减量减耗措施之一，成为激烈竞争下公司降低成本的主要措施。薄型建陶产品因重量轻、用料少等特性，更符合陶瓷产业绿色节能生产的目标。据蒙娜丽莎集团披露，其陶瓷薄板产品与传统陶瓷砖相比，可实现同等面积节材 40% 以上，综合能耗降低 25% 以上，减少二氧化碳等污染物排放 20% 左右，并节约了物流运输成本，减轻建筑物荷载，降低物流、建筑施工环节的碳排放。我们认为，薄型化是公司在环保政策趋紧下有效降本的优势之一，毛利改善空间有望打开。

图 53：蒙娜丽莎 3mm 超薄岩板



资料来源：蒙娜丽莎集团官方公众号，德邦研究所

3.3.3. “数智”转型+“三美”管理，提高管理及生产效率

建陶行业数智化转型升级探路先锋，领先构建智能制造体系。2022 年，蒙

蒙娜丽莎建成特高板数智化示范车间，将新一代信息技术与制造技术融合，打通各个环节的数据壁垒，形成覆盖各层面的互通网络，提升了企业的资源配置优化、生产管理精细化和智能决策科学化水平，使公司数控装备占有率超过 90%、平均装车时间缩短 7 分钟、单位产品综合能耗降低 9.69%，并入选佛山市一级数字化智能化示范工厂，入选工信部“2023 年建材工业智能制造数字转型典型案例”。

图 54：蒙娜丽莎智能制造数字中心



资料来源：蒙娜丽莎官方网站，德邦研究所

图 55：蒙娜丽莎三美质量管理模式



资料来源：蒙娜丽莎集团官方公众号，德邦研究所

独特“三美”质量管理模式，高标准塑造高形象。2015 年，蒙娜丽莎将陶瓷与艺术、绿色、智能相融合，内化出“三美质量管理模式”，将陶瓷产品的质量管理与艺术化、绿色化、智能化发展相融合，为品牌的高端化建设提供了更全面、更有力的支撑。此模式下，蒙娜丽莎严苛执行 1153 项企业内控标准，产品韧性、吸水率、放射性水平、平整度、防摩擦系数等质量关键核心特性指标达到甚至优于国际水平，带动着全行业的标准建立和提升。

4. 盈利预测与估值

公司是建筑陶瓷行业民族龙头，中高端品牌形象深入人心，在产品创新、环保实践、产能规模、品牌影响力等方面均建立了龙头竞争优势。我们认为，公司未来发展有望换挡提速，主要驱动在于：1) 建陶行业环保政策趋严，落后产能持续出清，龙头有望稳步提升市占率；2) 公司主动收缩战略工程业务，专注打造全渠道优势，业务模式更趋合理，现金流表现更加稳健；3) 公司加大投入具备强竞争力的岩板领域，有望伴随行业整体产品结构变革兑现先发优势。

为测算公司未来业绩增长，我们对其建筑陶瓷业务做如下核心假设：

整体产能与售价来看：据公司可转债 2024 年跟踪评级报告，截至 24 年 3 月末，公司广西藤县生产基地二期共计产能 3622 万平方米的 4 条生产线因市场行情原因产线装配暂未推动，我们预计 2024 年仍无新增产能，2025-2026 年有望逐步完工投产，每年新增产能约 1811 万平方米，2026 年总体产能可达 1.85 亿平方米，同时考虑到投产后产能需要经历爬坡阶段，故产能利用率进行小幅下修，2024-2026 年产能利用率分别为 95%/93%/93%；产销率 94%/94%/94%。平均销售价格方面，由于公司主动压降战略工程业务，增加经销业务占比，叠加房地产市场触底回暖预期，我们假设 2024-2026 年销售均价增速呈逐步修复态势，分别同比 -5.0%/-2.0%/+1.0%，对应均价 37.51/36.76/37.13 元/平方米。

分产品来看：

1) 瓷质有釉砖系列为公司销售规模最大的核心产品，我们预计 2024-2026 年该产品的主营业务收入占比实现稳定提升，分别为 78.00%/79.00%/80.00%，毛利率分别为 28.85%/28.86%/28.79%；

2) 瓷质无釉砖近年来收入绝对值与占比均下滑较快，或将逐渐面临淘汰，我们预计该产品 2024-2026 年的主营业务收入占比分别为 1.25%/1.00%/0.75%，毛利率分别为 23.16%/23.26%/23.24%；

3) 非瓷质有釉砖收入占比下滑同样较快，我们预计后续将维持此趋势，2024-2026 年该产品的主营业务收入占比分别为 7.55%/5.80%/4.05%，毛利率分别为 18.34%/18.03%/17.18%；

4) 陶瓷板、薄型陶瓷砖为公司最高毛利率的产品，2022 年前均实现高速增长，近年来虽有所回落，但我们认为该系列产品为公司最具竞争力且重点投入的高毛利产品，预计主营业务收入占比能够实现稳定提升，2024-2026 年营收占比分别为 13.00%/14.00%/15.00%，毛利率分别为 30.22%/30.17%/30.15%。

表 14：蒙娜丽莎分产品盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
瓷质有釉砖					
营业收入 (百万元)	4451.02	4523.60	3880.17	4230.03	4796.68
YOY (%)	-1.54%	1.63%	-14.22%	9.02%	13.40%
主营收入占比 (%)	72.21%	76.93%	78.00%	79.00%	80.00%
营业成本 (百万元)	3394.08	3137.23	2760.77	3009.23	3415.48

毛利率 (%)	23.75%	30.65%	28.85%	28.86%	28.79%
瓷质无釉砖					
营业收入 (百万元)	214.35	99.21	62.18	53.54	44.97
YOY (%)	-53.39%	-53.71%	-37.32%	-13.89%	-16.02%
主营收入占比 (%)	3.48%	1.69%	1.25%	1.00%	0.75%
营业成本 (百万元)	171.36	74.66	47.78	41.09	34.52
毛利率 (%)	20.05%	24.75%	23.16%	23.26%	23.24%
非瓷质有釉砖					
营业收入 (百万元)	711.76	546.58	375.58	310.56	242.83
YOY (%)	-24.37%	-23.21%	-31.29%	-17.31%	-21.81%
主营收入占比 (%)	11.55%	9.30%	7.55%	5.80%	4.05%
营业成本 (百万元)	602.96	438.15	306.70	254.56	201.10
毛利率 (%)	15.29%	19.84%	18.34%	18.03%	17.18%
陶瓷板、薄型陶瓷砖					
营业收入 (百万元)	738.02	687.94	646.70	749.63	899.38
YOY (%)	-19.34%	-6.78%	-6.00%	15.92%	19.98%
主营收入占比 (%)	11.97%	11.70%	13.00%	14.00%	15.00%
营业成本 (百万元)	519.99	475.03	451.28	523.48	628.18
毛利率 (%)	29.54%	30.95%	30.22%	30.17%	30.15%
其他					
营业收入 (百万元)	49.16	22.75	9.95	10.71	11.99
YOY (%)	20.05%	-53.72%	-56.27%	7.64%	11.98%
营业成本 (百万元)	33.29	22.37	9.78	10.53	11.79
毛利率 (%)	32.29%	1.66%	1.66%	1.66%	1.66%
合计					
总收入 (百万元)	6228.58	5920.79	5011.21	5387.44	6025.52
YOY (%)	-10.85%	-4.94%	-15.36%	7.51%	11.84%
营业成本 (百万元)	4755.83	4173.44	3599.71	3859.96	4310.03
毛利率 (%)	23.65%	29.51%	28.17%	28.35%	28.47%

资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所预测

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 50.11、53.87 和 60.26 亿元，同比增长-15.36%、7.51%和 11.84%，归母净利润分别为 2.84、3.57 和 4.50 亿元，同比增长 6.53%、25.89%和 26.01%，对应 EPS 分别为 0.68、0.86 和 1.08 元。可比公司方面，我们选择主营业务同样为建筑陶瓷的东鹏控股，以及消费建材细分赛道龙头三棵树、伟星新材作为可比公司。24 年可比公司平均估值约为 17 倍，蒙娜丽莎估值低于行业平均水平。考虑到行业出清加速进行中，公司作为行业龙头具备领先的规模、渠道和品牌优势，岩板产品具备独特竞争力，有望进一步抢占市场份额，渠道转型阵痛期后整体业绩具备向上弹性，首次覆盖给予“增持”评级。

表 15: 可比公司估值 (收盘价截至 2024 年 7 月 12 日)

代码	简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
003012.SZ	东鹏控股	5.75	67	0.70	0.70	0.80	0.89	8.26	8.16	7.17	6.47
603737.SH	三棵树	34.47	182	0.33	1.34	1.63	2.11	104.45	25.72	21.15	16.34
002372.SZ	伟星新材	15.16	241	0.90	0.93	1.02	1.12	16.84	16.30	14.86	13.54
	平均							43.19	16.73	14.39	12.11
002918.SZ	蒙娜丽莎	8.48	35	0.64	0.68	0.86	1.08	13.25	12.41	9.86	7.82

资料来源: Wind, 德邦研究所预测; 注: 蒙娜丽莎、伟星新材、三棵树为德邦建材组预测, 其余标的预测来自 Wind 一致预期

5. 风险提示

1) 地产竣工端修复不及预期: 若后续地产竣工端修复不及预期, 相关建筑陶瓷需求将难以匹配, 公司可能面临产能过剩。

2) 行业竞争加剧: 房地产下行周期中, 各头部建陶厂商采取渠道下沉策略, 可能导致 C 端赛道过于拥挤, 瓷砖价格持续下行。

3) 新增产能难以消化: 公司广西桂蒙基地尚有四条产线在建, 潜在产能扩张规模较大, 若后续行业竞争格局、市场营销策略及产品的市场接受程度等出现重大不利变化, 公司新增产能将可能面临短期内无法完全消化的风险。

4) 原材料、燃料价格大幅波动: 若坯料、釉料等原材料以及天然气、煤炭等燃料价格上涨超预期, 将进一步增大成本压力, 削弱公司盈利能力。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.64	0.68	0.86	1.08
每股净资产	8.32	8.91	9.64	10.56
每股经营现金流	2.25	2.38	2.24	2.45
每股股利	0.13	0.10	0.13	0.16
价值评估(倍)				
P/E	21.16	12.41	9.86	7.82
P/B	1.63	0.95	0.88	0.80
P/S	0.59	0.70	0.65	0.58
EV/EBITDA	7.46	4.38	3.25	2.18
股息率%	1.0%	1.2%	1.5%	1.9%
盈利能力指标(%)				
毛利率	29.5%	28.2%	28.4%	28.5%
净利润率	4.5%	5.7%	6.6%	7.5%
净资产收益率	7.7%	7.7%	8.9%	10.3%
资产回报率	2.7%	3.0%	3.6%	4.3%
投资回报率	6.0%	4.6%	5.3%	6.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-4.9%	-15.4%	7.5%	11.8%
EBIT 增长率	232.9%	-22.0%	19.5%	21.6%
净利润增长率	169.9%	6.5%	25.9%	26.0%
偿债能力指标				
资产负债率	60.9%	57.3%	56.2%	55.1%
流动比率	1.4	1.6	1.8	1.9
速动比率	1.0	1.2	1.4	1.5
现金比率	0.6	0.8	1.0	1.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	52.5	52.5	46.5	40.5
存货周转天数	132.0	132.0	132.0	132.0
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6
固定资产周转率	1.8	1.7	2.1	2.8

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	266	284	357	450
少数股东损益	51	7	9	12
非现金支出	644	623	602	581
非经营收益	96	61	61	63
营运资金变动	-123	12	-100	-88
经营活动现金流	934	988	929	1,018
资产	-330	-75	-75	-76
投资	-28	-40	-40	-40
其他	0	-12	-18	-20
投资活动现金流	-358	-127	-133	-136
债权募资	71	-108	0	0
股权募资	4	0	0	0
其他	-191	-92	-102	-116
融资活动现金流	-116	-200	-102	-116
现金净流量	460	661	695	767

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 7 月 12 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,921	5,011	5,387	6,026
营业成本	4,173	3,600	3,860	4,310
毛利率%	29.5%	28.2%	28.4%	28.5%
营业税金及附加	58	50	54	60
营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	379	321	339	374
营业费用率%	6.4%	6.4%	6.3%	6.2%
管理费用	452	381	420	482
管理费用率%	7.6%	7.6%	7.8%	8.0%
研发费用	214	175	189	211
研发费用率%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%
EBIT	460	359	429	521
财务费用	90	43	31	20
财务费用率%	1.5%	0.9%	0.6%	0.3%
资产减值损失	-6	-40	-30	-20
投资收益	-19	-17	-18	-20
营业利润	344	314	398	504
营业外收支	9	9	9	9
利润总额	353	323	407	513
EBITDA	879	842	921	1,022
所得税	35	32	41	51
有效所得税率%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
少数股东损益	51	7	9	12
归属母公司所有者净利润	266	284	357	450

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,149	2,810	3,504	4,271
应收账款及应收票据	877	643	630	635
存货	1,509	1,262	1,366	1,539
其它流动资产	689	648	692	768
流动资产合计	5,225	5,362	6,192	7,212
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,335	2,957	2,570	2,174
在建工程	76	56	36	16
无形资产	302	298	294	290
非流动资产合计	4,469	4,102	3,731	3,351
资产总计	9,694	9,464	9,923	10,563
短期借款	406	300	300	300
应付票据及应付账款	1,646	1,420	1,522	1,700
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,788	1,643	1,686	1,754
流动负债合计	3,840	3,363	3,509	3,754
长期借款	901	901	901	901
其它长期负债	1,165	1,163	1,163	1,163
非流动负债合计	2,066	2,064	2,064	2,064
负债总计	5,906	5,427	5,573	5,819
实收资本	415	415	415	415
普通股股东权益	3,456	3,698	4,001	4,384
少数股东权益	332	340	349	360
负债和所有者权益合计	9,694	9,464	9,923	10,563

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获2019年金牛奖建筑材料第二名；2019年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019年Wind金牌分析师建筑材料第一名；2020年Wind金牌分析师建筑材料第一名。

王逸枫 建筑建材行业分析师，剑桥大学经济学硕士，2022年加入德邦证券，主要负责水泥、玻璃、玻纤和新材料。曾任职于浙商证券以及平安集团旗下不动产投资平台，拥有产业和卖方研究复合背景。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。