

国内瓷砖龙头：品牌积淀筑壁垒，规模优势稳盈利

C30 非金属矿物制品业/C3071 建筑陶瓷制品制造

马可波罗 IPO 投资价值研究报告

□ **公司概况：**马可波罗是深耕建陶二十余年的民族瓷砖品牌龙头，品牌创立于 1996 年。公司前身为广东马可波罗陶瓷有限公司，于 2008 年 11 月 5 日在广东东莞成立。公司主营业务为建筑陶瓷的研发、生产与销售。公司 2022-2024 年营业总收入分别为 86.61 亿元、89.25 亿元、73.24 亿元，同比增速分别为-7.52%、3.05%、-17.93%；2022-2024 年归母净利润分别为 15.14 亿元、13.53 亿元、13.27 亿元，同比增速分别为-8.40%、-10.66%、-1.92%；2024 年销售净利率 18.12%，同比改善 2.96pct。公司 2025H1 实现营业收入为 32.18 亿元，同比下降 11.82%；归母净利润为 6.55 亿元，同比下降 7.90%。

□ **行业分析：**建筑陶瓷行业呈现“大行业小企业”的竞争态势，建筑内墙地瓷砖市场空间超 1 千亿元，但集中度较低。供给端处于出清阶段；需求端，短期国内竣工下行，出口面临贸易摩擦挑战。中长期看，政策定调稳楼市，未来随着消费者对家居品质要求的提升，大板岩板等高附加值产品需求占比有望进一步提升，叠加新的建筑陶瓷产品的研发推广，以及存量建筑翻新需求的增加，我国建筑陶瓷市场有望止跌企稳。但行业仍将面临贸易壁垒、成本波动及能耗压力挑战。

□ **公司分析：**马可波罗在多维度上竞争优势突出。经营规模、市占率行业领先；规模优势带来成本领先，盈利安全垫充足；品牌知名度高，且产能规模领先、渠道覆盖广；产品线丰富，中高端产品市场认可度高，可充分响应消费者需求升级趋势。竞争劣势包括公司目前仍有超 30% 收入来自于工程直销，需面临 B 端需求下滑压力；作为龙头市占率仍较低，难以引领行业缓解价格战，致使产品销售单价持续下滑。未来随着公司新产品研发推广、经销占比提升、募投项目促进生产线改造升级，公司盈利能力和市占率有望进一步提升。

□ **募投项目分析：**本次募集资金拟投资于 5 个项目，聚焦于产业化建设、生产线智能化和绿色化升级改造等方面，有利于提升公司绿色化、高端化、智能化生产水平。本次募集资金的成功运用将提高公司产品的生产能力，进一步强化公司研发和制造的优势，巩固公司在建筑陶瓷行业的领先地位，提高公司的综合竞争力和抗风险能力。

□ **盈利预测与估值：**我们预计公司 2025-2027 年营业总收入为 66.05 亿元、60.74 亿元、56.48 亿元，同比增速为-9.82%、-8.03%、-7.02%，2025-2027 年复合增速为-7.53%；预计归母净利润为 10.68 亿元、9.42 亿元、8.42 亿元，同比增速为-19.51%、-11.77%、-10.65%，2025-2027 年复合增速为-11.21%。在相对估值法下，我们选取东鹏控股、蒙娜丽莎为可比公司，但考虑蒙娜丽莎市盈率显著高于所属行业及其他可比公司平均，在仅剩东鹏控股一家可比的情况下，我们选择重点参考最近 1 年平均的行业市盈率，我们认为给予发行人 PE-TTM 为 12.55-12.93 倍较为合理，对应估值区间为 159.51-164.34 亿元。在绝对估值法下，根据 DCF 估值模型，我们测算在 WACC 为 7.90%-8.90%、永续增长率为-0.10%-0.10% 的范围内，公司的合理估值区间为 160.91-166.03 亿元；**综合两种估值方法，我们认为发行人上市后远期整体公允价值区间为 160.91-164.34 亿元**，对应发行人 2024 年归母净利润的静态 PE 为 12.13-12.38 倍，对应 2024 年扣非归母净利润的静态 PE 为 13.98-14.28 倍，对应 2025 年预测归母净利润的 PE 为 15.07-15.39 倍，对应公司滚动市盈率（PE-TTM）为 12.66-12.93 倍，对应公司扣非后滚动市盈率（扣非后 PE-TTM）为 14.53-14.84 倍。根据中上协行业分类数据，马可波罗所属的“C30 非金属矿物制品业”，截至 2025/9/19，最近 1 个月平均的行业静态市盈率 32.01 倍，最近 1 年平均的行业静态市盈率 21.24 倍，最近 1 个月平均的行业滚动市盈率为 28.29 倍，最近 1 年平均的行业滚动市盈率 23.23 倍。

□ **风险提示：**盈利预测假设条件不成立影响公司盈利预测和估值结论的风险，经营业绩下滑风险，应收款项坏账风险，毛利率下降风险，净利率下降风险，市场竞

发行数据

发行前总股本（万）	107542.80
新发行股数（万）	11949.20
老股配售（万）	
发行后总股本（万）	119492.00

主要股东

持股比例（发行前）

美盈实业	64.36%
嘉兴天唯	15.01%
嘉兴易唯	11.84%
国轩投资	4.45%
嘉兴智美	1.86%

本报告由招商证券署名分析师独立撰写，内容仅供 IPO 合格网下询价投资者参考，不构成对任何人的投资建议，投资者须自主做出投资决策并自行承担投资风险。

郑晓刚 S1090517070008

✉ zhengxiaogang@cmschina.com.cn

袁定云 S1090523070010

✉ yuandingyun@cmschina.com.cn

争激烈的风险，房地产市场波动的风险，原材料、能源的价格波动风险，用工成本上升的风险，资产减值风险，部分土地、房产权属证明尚未取得的风险，经销商管理的风险，品牌及产品被损害和仿冒的风险，质量控制风险，技术失密的风险，不能持续取得税收优惠政策的风险，净资产收益率被摊薄的风险，募集资金投资项目新增折旧和摊销的风险，募集资金投资项目实施与效益实现的风险，实际控制人控制的风险。

主要财务数据

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	8925	7324	6605	6074	5648
同比增长	3.0%	-17.9%	-9.8%	-8.0%	-7.0%
营业利润(百万元)	1576	1516	1227	1068	944
同比增长	-12.0%	-3.8%	-19.0%	-13.0%	-11.6%
归母净利润(百万元)	1353	1327	1068	942	842
同比增长	-10.7%	-1.9%	-19.5%	-11.8%	-10.7%
每股收益(元)	1.26	1.23	0.89	0.79	0.70
ROE	17.5%	14.8%	9.4%	7.0%	6.0%

资料来源：公司数据、招商证券，注：25年后每股收益以发行后11.95亿股股本为基础计算

正文目录

一、 公司概况：民族瓷砖品牌龙头，盈利能力逆势修复	9
1、 历史沿革：深耕建陶二十余年，产品创新引领行业	9
2、 商业模式：专注建筑陶瓷研发生产和销售，全国性基地布局赋能供应链	11
3、 财务分析：短期收入利润承压，盈利能力处于修复通道，现金流表现优异	15
二、 行业分析：供给端逻辑继续演绎，需求端市场空间仍在	18
1、 行业概览：供给侧持续出清，地产政策转向改善需求预期	18
2、 产业政策：关注双碳议题，政策推动建陶产业转型升级	24
3、 竞争格局：大行业小企业，集中度有望进一步提升	25
4、 行业发展前景：千亿元市场空间仍在，产业转型升级利好龙头	26
三、 公司分析：品牌建设+渠道建设+产能建设，竞争优势突出	28
1、 品牌及渠道优势：品牌价值位于行业前列，全渠道模式覆盖广泛	28
2、 技术及研发优势：节能环保技术领先，重视 ESG 管理	30
3、 产品及产能优势：自有产能规模庞大，产能利用率和产销率双高	31
4、 行业地位：国内建筑陶瓷领军企业，规模和品牌优势领先	32
5、 发展前景展望：机遇与挑战并存	33
四、 募投项目分析	34
五、 可比公司投资价值比较	35
1、 可比上市公司简介	35
2、 发行人与可比上市公司财务比较	36
3、 发行人与可比上市公司非财务比较	39
（1）品牌与行业地位	39
（2）生产与供应链管理	40
（3）研发与创新	41
（4）渠道与销售	42
六、 盈利预测	43
1、 营业收入关键假设	43
2、 毛利率关键假设	47
3、 四项费用率假设	49
4、 其他重要假设	50
（1）所得税率	50

(2) 其他收益 (含政府补助)	50
(3) 信用减值损失	51
(4) 资产减值损失	53
5、 盈利预测小结	55
七、 估值分析: 6-12 个月远期合理估值区间为 160.91-164.34 亿元	56
1、 相对估值法 (PE 法)	56
2、 绝对估值法 (DCF 法)	59
3、 估值小结	62
八、 风险因素分析	63
1、 盈利预测假设条件不成立影响公司盈利预测和估值结论的风险	63
2、 经营业绩下滑风险	64
3、 应收款项坏账风险	64
4、 毛利率下降风险	64
5、 净利率下降风险	64
6、 市场竞争激烈的风险	65
7、 房地产市场波动的风险	65
8、 原材料、能源的价格波动风险	65
9、 用工成本上升的风险	65
10、 资产减值风险	65
(1) 固定资产减值风险	65
(2) 抵债房产的风险	66
(3) 存货减值风险	66
(4) 无形资产减值风险	66
11、 部分土地、房产权属证明尚未取得的风险	66
12、 经销商管理的风险	67
13、 品牌及产品被损害和仿冒的风险	67
14、 质量控制风险	67
15、 技术失密的风险	67
16、 不能持续取得税收优惠政策的风险	67
17、 净资产收益率被摊薄的风险	68
18、 募集资金投资项目新增折旧和摊销的风险	68
19、 募集资金投资项目实施与效益实现的风险	68

20、实际控制人控制的风险	68
---------------	----

图表目录

图 1: 公司业务发展历程	9
图 2: 公司历次增资情况 (2020 年至今)	10
图 3: 公司股权结构 (IPO 前)	11
图 4: 有釉砖为马可波罗主要营收来源	12
图 5: 2020 年以来公司无釉砖营业收入持续下滑	12
图 6: 有釉砖为马可波罗主要毛利来源	12
图 7: 公司有釉砖的毛利率显著高于无釉砖	12
图 8: 2021 年以来有釉砖产品价格持续下降	13
图 9: 2022 年以来无釉砖产品成本下降明显	13
图 10: 马可波罗经营模式示意图, 全国基地布局赋能上下游供应链	13
图 11: 直接材料和能源动力成本占公司主营成本比重较高	14
图 12: 公司对下游单一客户依赖度较低	14
图 13: 马可波罗营业总收入及增速	15
图 14: 马可波罗归母净利润及增速	15
图 15: 马可波罗销售净利率及销售毛利率	16
图 16: 马可波罗期间费用率	16
图 17: 马可波罗销售费用率和管理费用率	16
图 18: 马可波罗研发费用率和财务费用率	16
图 19: 马可波罗应收账款及应收票据余额情况	17
图 20: 马可波罗资产&信用减值损失情况	17
图 21: 马可波罗的经营性/投资性/融资性现金流情况	18
图 22: 马可波罗经营性现金流质量较优	18
图 23: 建筑陶瓷行业产业链图谱	19
图 24: 我国瓷砖产量自 2017 年后显著下滑	19
图 25: 我国规上建筑陶瓷企业数量持续减少	19
图 26: 我国房屋竣工面积增速与瓷砖产量增速呈现一定的正相关性	20
图 27: 我国瓷砖行业需求侧影响因素分析	21
图 28: 2024 年我国房屋新开工面积同比下滑 23.0%	21

图 29: 2024 年我国房屋竣工面积同比下滑 27.7%.....	21
图 30: 2024 年我国陶瓷砖出口额同比下滑 33%.....	22
图 31: 2024 年我国陶瓷砖出口单价同比下滑 31%.....	22
图 32: 2024M12 商品房销售金额当月同比增长 2.84%	24
图 33: 2024M12 商品房销售面积当月同比增长 0.36%	24
图 34: 中国碳达峰碳中和“1+N”政策体系	25
图 35: 头部瓷砖企业市占率持续提升	26
图 36: 建筑陶瓷行业发展趋势	27
图 37: 我国建筑内墙地瓷砖需求量测算	27
图 38: 我国建筑内墙地瓷砖市场空间测算	28
图 39: 2024 年马可波罗经销收入同比下滑 11.53%.....	29
图 40: 马可波罗经销业务的毛利率高于直销	29
图 41: 马可波罗研发费用率维持在 3%以上	30
图 42: 马可波罗共有五大生产基地	31
图 43: 2024 年马可波罗产能达到 2.26 亿平方米.....	32
图 44: 马可波罗自产比例提升至超过 95%.....	32
图 45: 2024 年马可波罗总销量同比下降 14.12%	32
图 46: 马可波罗产能利用率、产销率均相对较高.....	32
图 47: 马可波罗未来发展可能面临的机遇与挑战.....	33
图 48: 2020 年以来行业静态市盈率趋势	57
图 49: 2020 年以来行业滚动市盈率趋势	57
图 50: 2020 年以来申万瓷砖地板行业市盈率趋势	58
图 51: 上市以来东鹏控股市盈率趋势	58
图 52: 2020 年以来蒙娜丽莎市盈率趋势	58
图 53: 2020 年以来帝欧水华市盈率趋势	58
表 1: 马可波罗瓷砖主要产品及推出时间	9
表 2: 发行前后股权结构变化	11
表 3: 马可波罗 2022-2024 年前五大客户收入及占比	14
表 4: 马可波罗海外收入占比较低.....	15
表 5: 2022-2024 年马可波罗信用减值损失明细.....	17
表 6: 2022-2024 年马可波罗资产减值损失明细.....	17

表 7: 马可波罗应收账款余额前五名客户明细	18
表 8: 建筑陶瓷分类具有多样性	19
表 9: 2024 年全国各类陶瓷砖（含屋面瓦）总产能概况	20
表 10: 2024-2025 年房地产政策端持续放松	22
表 11: 我国瓷砖行业主要参与企业	25
表 12: 2025 年度首选品牌-建筑陶瓷类	28
表 13: 近两年马可波罗经销收入占比提升	29
表 14: 马可波罗经销商平均年创收超 300 万元	30
表 15: 马可波罗拟募集资金投资项目	34
表 16: 可比公司产品业务结构比较	36
表 17: 可比公司营业收入及增速对比（单位：百万元）	37
表 18: 可比公司盈利能力比较	37
表 19: 可比公司资本结构及偿债能力对比	37
表 20: 可比公司期间费用率对比	38
表 21: 可比公司管理费用率和研发费用率对比	38
表 22: 可比公司销售费用率和财务费用率对比	38
表 23: 可比公司营运能力对比	39
表 24: 可比公司应收账款坏账计提比例对比	39
表 25: 可比公司应收款项余额&减值损失对比	39
表 26: 可比公司产品盈利情况对比	40
表 27: 可比公司产销量对比	41
表 28: 可比公司渠道收入结构对比	43
表 29: 马可波罗建筑陶瓷产品 2025H1 单位售价和可比公司报告期售价情况	44
表 30: 马可波罗有釉砖收入预测表	44
表 31: 马可波罗无釉砖收入预测表	46
表 32: 销售收入预测	46
表 33: 可比公司预计收入变化情况	47
表 34: 马可波罗原材料采购单价逐年降低	47
表 35: 2024 年马可波罗主要能源采购单价有所降低	47
表 36: 毛利率预测	49
表 37: 费用率预测	50
表 38: 其他收益（含政府补助）预测	51

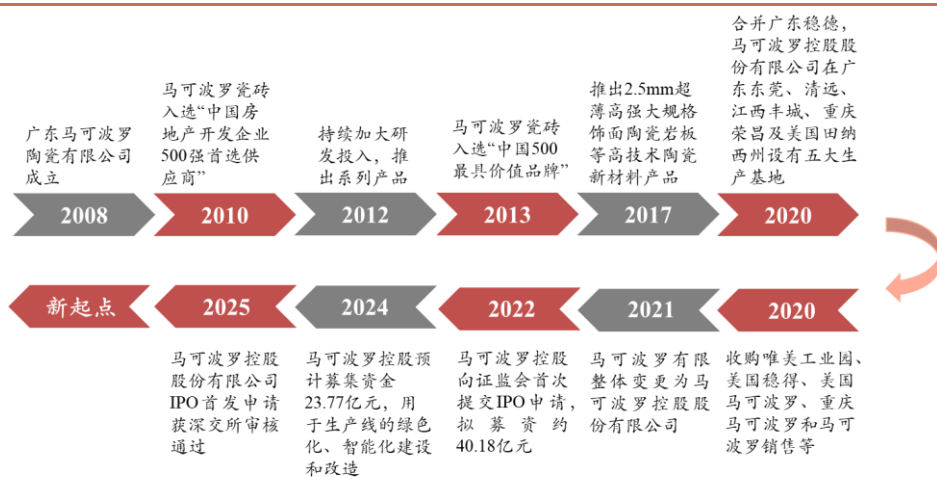
表 39: 马可波罗应收账款余额及账龄结构	51
表 40: 马可波罗应收账款余额及坏账准备情况	51
表 41: 可比公司应收账款坏账计提比例对比	52
表 42: 信用减值损失测算	52
表 43: 2024 年末公司应收款项前五名的明细情况	52
表 44: 存货跌价损失预测	53
表 45: 合同资产减值损失预测	54
表 46: 固定资产减值损失预测	54
表 47: 计提比例对减值损失的敏感性测试	54
表 48: 计提比例对归母净利润的敏感性测试	55
表 49: 盈利预测简表	55
表 50: 发行人与同行业上市公司对比	56
表 51: 行业静态市盈率	57
表 52: 行业滚动市盈率	57
表 53: 可比公司与发行人归母净利润及估值对比（以 2025 年 9 月 8 日收盘价计算 PE）	59
表 54: DCF 基本假设	60
表 55: 计算权益价值，单位：百万元	60
表 56: FCF 计算，单位：百万元	61
表 57: 敏感性分析，单位：亿元	62
表 58: 2025-2027 年预测归母净利润敏感性分析（单位：亿元）	63
表 59: 估值结论（DCF 法）敏感性分析（单位：亿元）	64
表 60: 2022-2024 年马可波罗税收优惠情况	67
附：财务预测表	69

一、公司概况：民族瓷砖品牌龙头，盈利能力逆势修复

1、历史沿革：深耕建陶二十余年，产品创新引领行业

公司前身为广东马可波罗陶瓷有限公司，于 2008 年 11 月 5 日在广东东莞成立。“马可波罗瓷砖”品牌诞生于 1996 年，作为行业内最早品牌化的代表，率先在行业内践行瓷砖品牌化运营。凭借先进的理念和技术，马可波罗瓷砖陆续推出一系列产品，比如 1997 年推出防滑砖和仿古砖，打响品牌知名度。在前期品牌和业务积累的基础上，创始团队进一步整合资源，推动企业的规模化、现代化发展，2008 年成立了广东马可波罗陶瓷有限公司。成立后，公司继续深化品牌建设，加大研发投入，持续推出新产品，如 2019 年的岩板系列、2021 年的曲面岩板等，不断巩固马可波罗瓷砖在行业内的领先地位。2021 年 7 月，公司完成改制，马可波罗有限整体变更为马可波罗控股股份有限公司，于 2021 年 7 月 23 日办理了工商注册登记并领取了营业执照。2021 年 9 月 12 日，公司在广东证监局办理了辅导备案登记。

图 1：公司业务发展历程



资料来源：招股意向书、公司官网、招商证券

公司专注于建筑陶瓷的研发、生产与销售。90 年代初，公司推出第一片防滑砖和仿古砖，迅速打响品牌知名度。此后，公司坚持技术创新和产品革新，相继研发出引领行业发展的“E 石代”、“中国印象”、地理石、真石、岩板等优质产品，目前产品涵盖亚光砖、抛光砖、抛釉砖、内墙瓷片、陶瓷岩板、岗岩等所有品类。

表 1：马可波罗瓷砖主要产品及推出时间

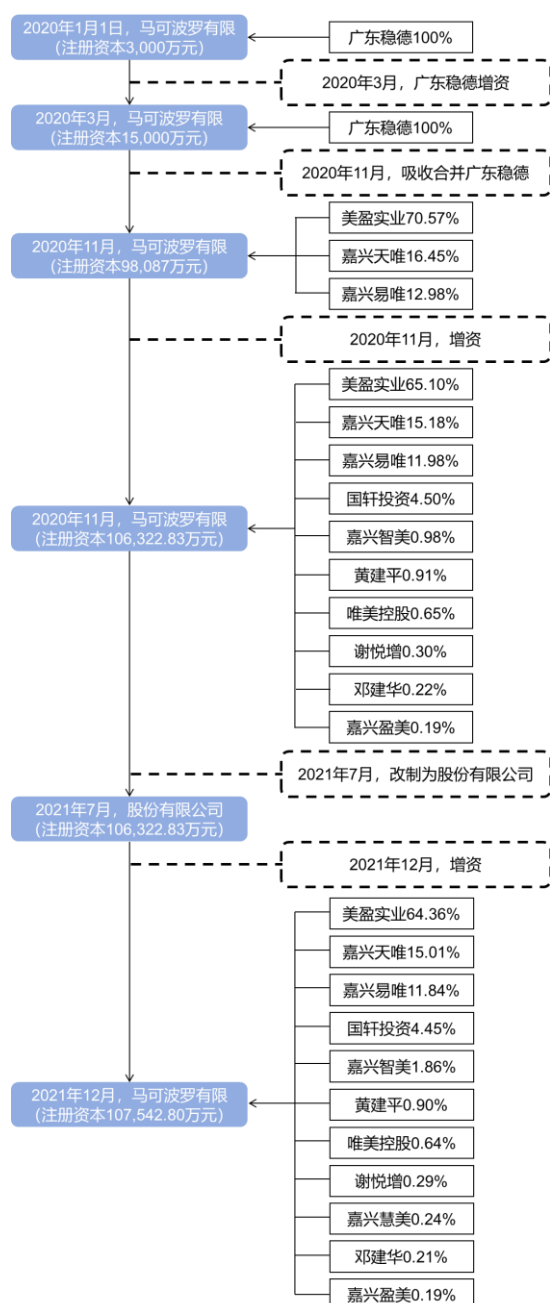
产品	推出时间	应用领域
防滑砖	1997 年	主要用于对防滑性能要求较高的场所，在家装中常用于厨房、卫浴间、阳台等容易积水的区域，能有效避免滑倒风险；公装方面，适用于商场、学校、医院、地铁站等人员密集的公共空间的地面铺设。
仿古砖	1997 年	因其独特的复古风格和丰富的纹理，在家装中常用于客厅、餐厅，营造出典雅、温馨的居住氛围；在公装领域，常被用于酒店、咖啡馆、特色餐厅等场所，为空间增添文化底蕴和艺术气息。
“E 石代”系列	2002 年	以逼真的石材纹理和质感为特点，在家装中可用于客厅、卧室地面，也可作为背景墙装饰，提升空间整体档次；公装中，适用于写字楼大堂、展厅、高档酒店大堂等对装修品质要求较高的场所。
“中国印象”系列	2007 年	融合了中国传统文化元素，在家装中可作为客厅、书房的特色装饰，展现独特的文化品味；公装常用于文化场馆、中式风格的酒店、高端会所等，凸显空间的文化内涵。
真石系列	2015 年	高度还原天然石材的外观和质感，在家装中可广泛应用于客厅、卧室、厨房、卫浴等空间的地面和墙面；公装中常用于商业广场、高端写字楼、别墅群等建筑的外立面及内部公共区域。
e-stone+	2017 年	具备出色的物理性能和装饰效果，在家装中可用于各种空间的地面和墙面，满足多样化的装修需求；公装适用于机场、高铁站、星级酒店等大型公共建筑和高端商业场所。
岩板系列	2019 年	因其轻薄、高强度、耐高温、易清洁等特性，在家装中可用于厨房台面、餐桌台面、浴室柜台面等，也可作为墙面、地面的装饰材料；公装常用于大型商场、餐厅、医院等场所的装修。

产品	推出时间	应用领域
曲面岩板	2021 年	突破了传统岩板的平板形态，可塑造独特的空间造型，在家中常用于个性化的背景墙、异形家具等；公装可用于展览馆、商业综合体的特色装饰区域，打造极具视觉冲击力的空间效果。

资料来源：马可波罗瓷砖官网、招商证券

公司 2020 年至今的股权变化过程如下图所示：

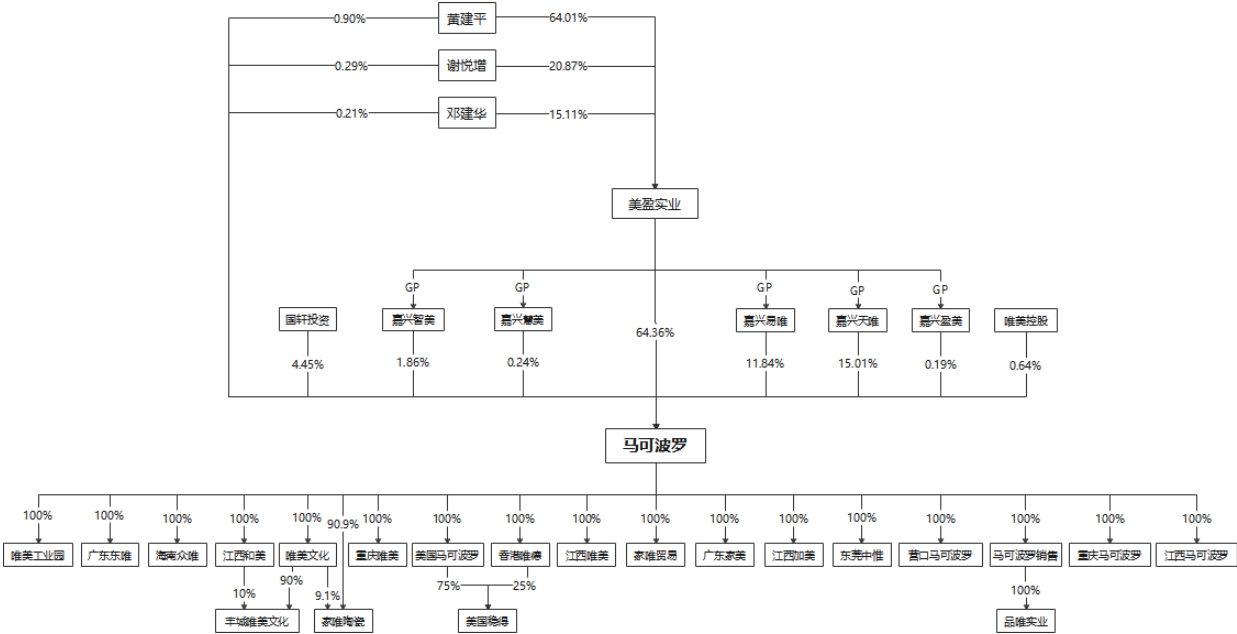
图 2：公司历次增资情况（2020 年至今）



资料来源：招股意向书、招商证券

截至 2025 年 8 月，公司共有 11 名股东，其中 8 家为法人股东，自然人股东为黄建平、谢悦增、邓建华，三人为一致行动人。黄建平、谢悦增、邓建华除少量直接持股外，主要通过全资持股（其中黄建平持股 64.01%）的美盈实业持有马可波罗 64.36% 的股份。股权层层穿透后，黄建平直接及间接持有马可波罗股份合计 42.12%，控制着 95.55% 的股份表决权。

图 3：公司股权结构（IPO 前）



资料来源：招股意向书、招商证券；注：截至 2025 年 8 月

本次发行前公司总股本为 107,542.80 万股，拟向社会公开发行人民币普通股（A 股）不超过 11,949.20 万股（未考虑超额配售选择权的情况下），占发行后总股本的比例不低于 10%。本次发行前后，公司股本变动情况如下所示：

表 2：发行前后股权结构变化

序号	股东	本次发行前		本次发行后	
		持股数量（股）	持股比例	持股数量（股）	持股比例
1	美盈实业	692,158,500	64.36%	692,158,500	57.93%
2	嘉兴天唯	161,370,000	15.01%	161,370,000	13.50%
3	嘉兴易唯	127,341,500	11.84%	127,341,500	10.66%
4	国轩投资	47,845,273	4.45%	47,845,273	4.00%
5	嘉兴智美	20,020,485	1.86%	20,020,485	1.68%
6	黄建平	9,724,992	0.90%	9,724,992	0.81%
7	唯美控股	6,900,271	0.64%	6,900,271	0.58%
8	谢悦增	3,169,872	0.29%	3,169,872	0.27%
9	嘉兴慧美	2,561,368	0.24%	2,561,368	0.21%
10	邓建华	2,294,568	0.21%	2,294,568	0.19%
11	嘉兴盈美	2,041,171	0.19%	2,041,171	0.17%
12	社会公众股	-	-	119,492,000	10.00%
	合计	1,075,428,000	-	1,194,920,000	100.00%

资料来源：招股意向书、招商证券

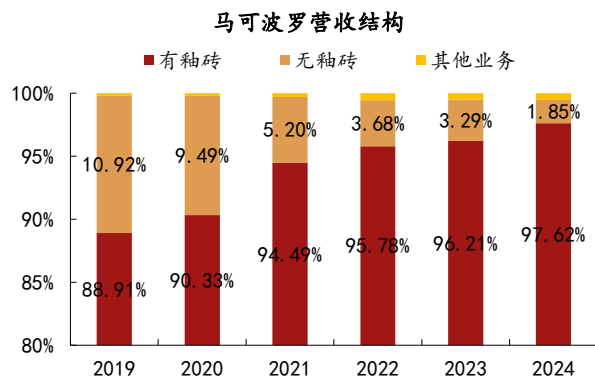
2、商业模式：专注建筑陶瓷研发生产和销售，全国性基地布局赋能供应链

公司主要从事建筑陶瓷的研发、生产和销售。根据国家统计局发布的《国民经济行业分类》（GB/T4754—2017），建筑陶瓷业务属于“非金属矿物制品业（C30）”中的“建筑陶瓷制品制造（C3071）”。根据证监会《上市公司行业分类指引（2012 年修订）》，公司属于“C30 非金属矿物制品业”大类、“C307 陶瓷制品制造”中类。根据中证行业分类，公司属于“工业（20）”大类、“建筑装饰（2020）”中类、“建筑产品（202030）”。

有釉砖为马可波罗主要产品，贡献主要收入和毛利。公司是国内最大的建筑陶瓷制造商和销售商之一，专注于建筑陶瓷的研发、生产和销售，主要拥有“马可波罗瓷砖”“唯美 L&D 陶瓷”两大自有品牌。公司主要产品分为有釉砖（包

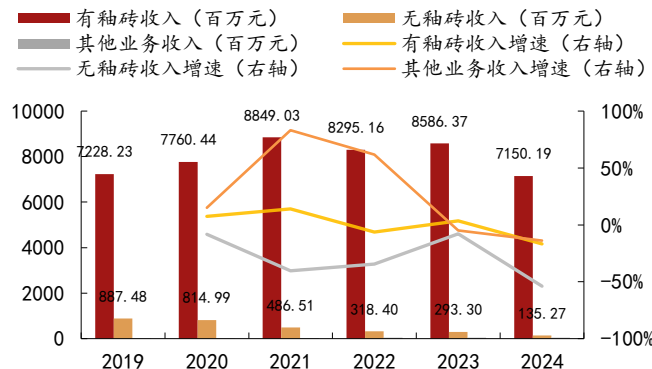
括抛釉砖、仿古砖、岩板、瓷片和文化陶瓷)和无釉砖(主要为抛光砖)。根据 GB/T4100-2015《陶瓷砖》国家标准,有釉砖是指砖表面施有釉层的陶瓷砖,无釉砖是指砖表面不施釉的陶瓷砖。2024 年,公司有釉砖收入 71.50 亿元,同比下滑 16.73%,占总营收比重的 97.62%,占比已连续五年提升;无釉砖收入 1.35 亿元,同比下滑 53.88%,占总营收比重的 1.85%。从毛利结构来看,2022 年以来,公司有釉砖毛利占比均在 97%以上,2023 年、2024 年分别为 97.19%、97.89%。

图 4: 有釉砖为马可波罗主要营收来源



资料来源: Wind、招股意向书、招商证券

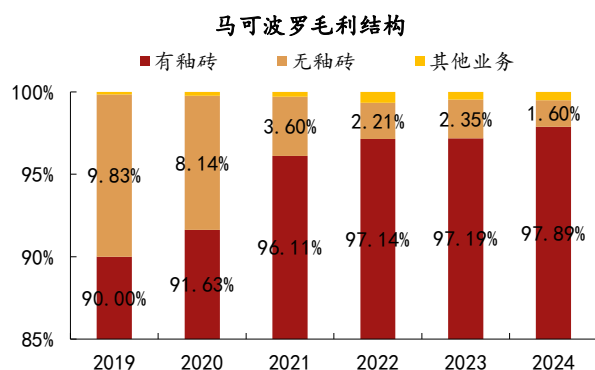
图 5: 2020 年以来公司无釉砖营业收入持续下滑



资料来源: Wind、招股意向书、招商证券

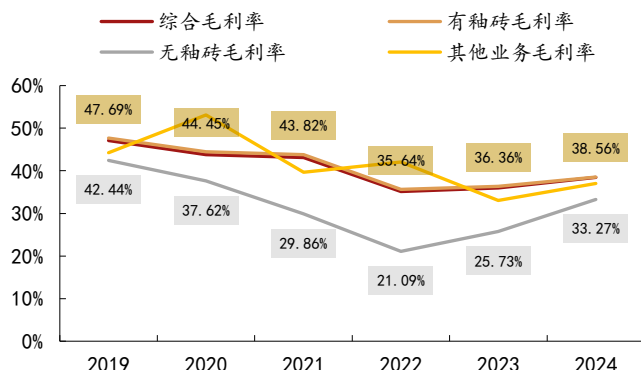
有釉砖的毛利率显著高于无釉砖。从毛利率来看,2024 年有釉砖、无釉砖毛利率分别为 38.56%、33.27%,分别同比提高 2.20pct、7.54pct。有釉砖毛利率高于无釉砖,主因有釉砖通常在市场上被定位为中高端产品,尤其是一些具有特殊釉面效果如微晶釉、仿古釉、柔光釉等的有釉砖,其产品附加值较高;而无釉砖一般以实用功能为主,产品定位相对较为基础。2022-2024 年,受益于有釉砖的高营收占比进一步提升和无釉砖毛利率的改善,公司综合毛利率呈现稳中回升态势。公司 2023 年、2024 年综合毛利率为 35.99%、38.45%。

图 6: 有釉砖为马可波罗主要毛利来源



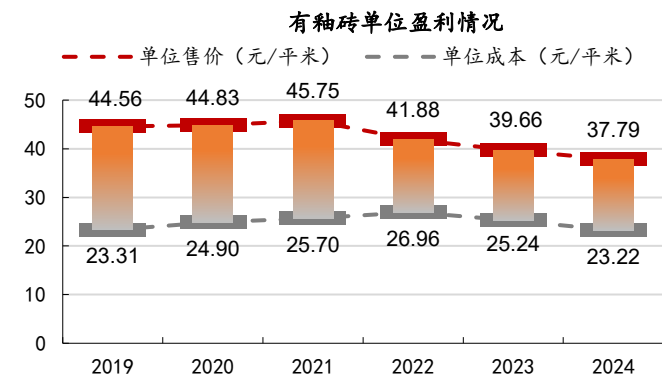
资料来源: Wind、招股意向书、招商证券

图 7: 公司有釉砖的毛利率显著高于无釉砖



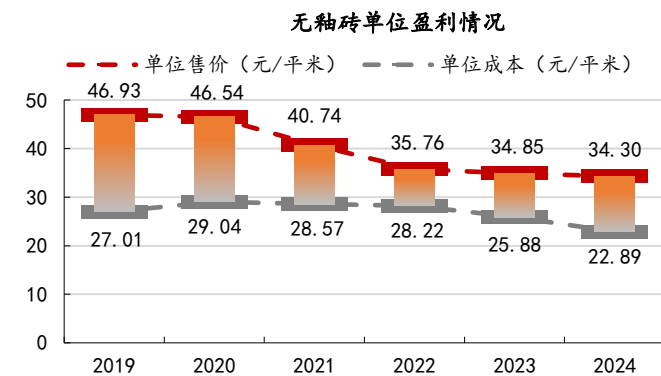
资料来源: Wind、招股意向书、招商证券; 注: 棕黄底色为有釉砖毛利率数据, 灰底色为无釉砖毛利率数据

图 8：2021 年以来有釉砖产品价格持续下降



资料来源：Wind、招股意向书、招商证券

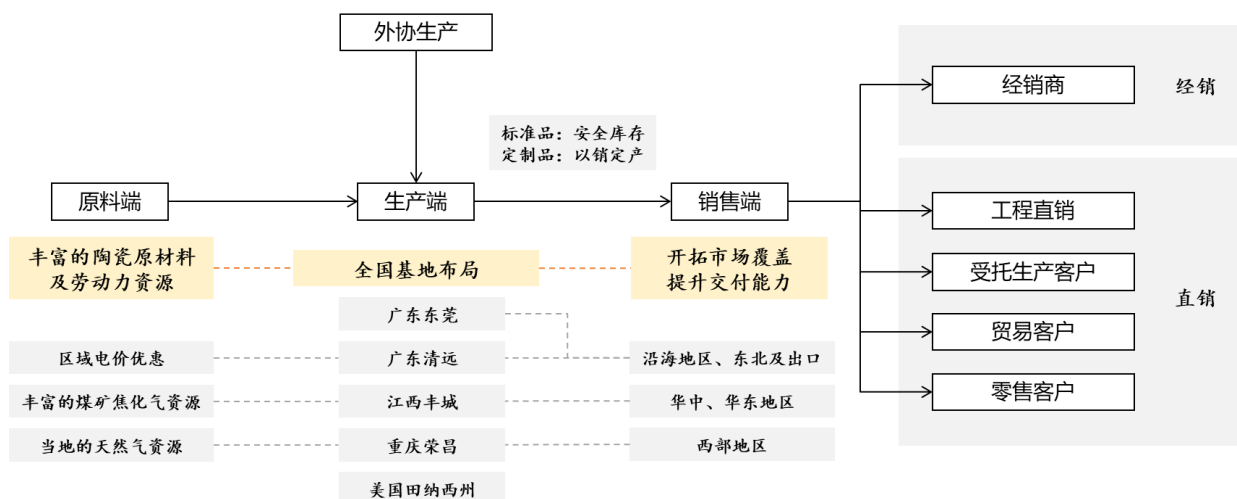
图 9：2022 年以来无釉砖产品成本下降明显



资料来源：Wind、招股意向书、招商证券

有釉砖降价趋势显著，成本控制到位保障毛利空间。从产品的单位盈利情况来看，2021 年以来，公司有釉砖产品的单位售价持续下降，但成本的降低保障了有釉砖的毛利率。2022 年，公司对无釉砖实行降价促销，导致单价较 2021 年下降较多，但公司无釉砖产品自 2022 年起销售单价相对稳定、成本降幅显著，从而带动利润率拐点回升。

图 10：马可波罗经营模式示意图，全国基地布局赋能上下游供应链



资料来源：招股意向书、招商证券绘制

公司经营模式较为成熟。

（1）研发方面：自主研发与合作研发相结合。公司以自主研发为主，同时重视与国内高等院校、科研机构等的合作。自主研发方面，公司设置研发技术中心来承担其研发工作，下设研究院、研发中心、技术总监室三个部门。建立了完善的研究院、研发中心和知识产权部，并设立专业人才阶梯晋升评定机制和各类奖项，激励科技人员创新。

（2）采购方面：公司采购主要为原材料、设备、能源和外协产品。其中，原材料、设备、能源的需求由各厂区生产部门提出，各厂区制定月度采购计划，由公司采购部统一实施采购。公司采购主要有公开招标采购、邀请招标采购和比价议价采购三种模式。

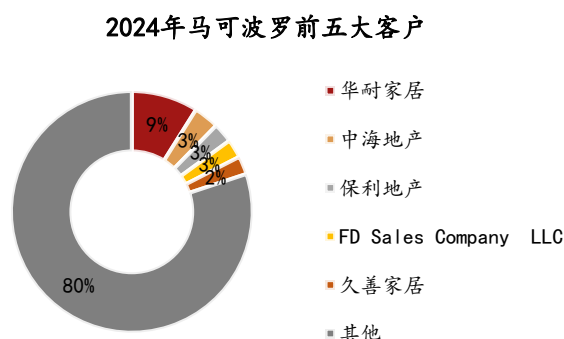
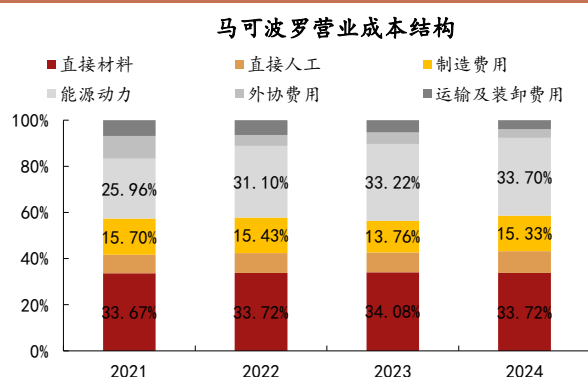
（3）生产方式：以自主生产为主，部分产品采用外协生产。公司产品可分为标准产品和定制产品。公司对标准产品设置一定的安全库存，保证产品的市场供应；对定制产品采取“以销定产”的模式，按照客户订单需求制定生产计划。公司设置制造中心对各厂区的生产进行统筹管理。制造中心下属的生产管理部在每个月根据各事业部订单需求、标准产品销售预测、新产品的推广计划与进度、现有库存、各厂区生产情况等编制月度生产计划，并将月度生产计划分配到各厂区进行生产。此外公司根据销售合同的签订和完成情况，结合自身对市场需求的预测以及自有生产能力，评估外协生产需求。在此基础上，公司考虑质保体系、生产能力、交货期、价格及服务质量等因素后对外协厂商进行选择。

和评估，并确定合格外协厂商。外协生产模式下，产品质量按照双方约定的产品质量标准进行品质过程监控（含包装物）。

（4）销售方面：公司采用“经销+直销”的销售模式。其中，直销模式分为工程销售模式、受托生产销售模式、贸易客户销售模式、零售模式。经销模式下，与经销商签订年度经销协议，将产品以卖断形式销售给经销商，并建立经销商分类、市场管理、协议保证金、销售管理、价格结算和经销商调整等管理体系。目前，公司已完成全国范围内的经销渠道布局。

公司上游主要为泥砂料、化工色辅料开采及加工。公司生产所需的原材料主要为泥砂料、化工色辅料、包装材料等，所需能源主要为天然气、电、煤、焦化气。由于上游参与企业众多，行业竞争充分，产品为市场化定价。且由于我国不同地域产出的泥砂料其特性有所不同，为保证产品质量和泥砂料供应稳定，行业企业通常会储备一定数量的泥砂料以保证生产的正常进行。从公司营业成本结构来看，公司主要成本为直接材料和能源动力，近三年占营业成本比重均达到 30% 以上。

图 11：直接材料和能源动力成本占公司主营成本比重较高 图 12：公司对下游单一客户依赖度较低



资料来源：Wind、招股意向书、招商证券

资料来源：Wind、招股意向书、招商证券

公司下游需求主要来自于房地产，对单一客户依赖程度较低。公司下游需求主要为房地产企业、装修装饰公司、终端消费者等，受房地产开发状况、存量住宅装修市场需求、公共建筑装修装饰需求等因素影响。2023 年公司前五大客户中，第一大客户为经销客户华耐家居，销售收入为 6.78 亿元，占收入比重为 7.64%，第二大、第三大客户分别为恒大地产、万科地产，销售收入占比分别为 4.49%、3.62%。2024 年公司第一大客户仍为华耐家居，销售收入为 6.50 亿元，占收入比重为 8.93%，第二大、第三大客户分别为中海地产、保利地产，销售收入占比分别为 3.39%、2.65%。公司来自前五大客户的营收占比不足 20%，降低了对单一大客户依赖度过高的风险；此外，马可波罗第二、第三大客户从恒大地产、万科地产转变为中海地产、保利地产的变动，体现了对高风险民企客户的战略性收缩，反映出公司在房地产行业深度调整期的战略适应性与风险防控。

表 3：马可波罗 2022-2024 年前五大客户收入及占比

2024 年度			2023 年度			2022 年度		
客户名称	销售收入 (万元)	收入占比	客户名称	销售收入 (万元)	收入占比	客户名称	销售收入 (万元)	收入占比
华耐家居	65,045.87	8.93%	华耐家居	67,813.41	7.64%	华耐家居	56,170.66	6.52%
中海地产	24,668.97	3.39%	恒大地产	39,900.28	4.49%	恒大地产	35,139.46	4.08%
保利地产	19,325.57	2.65%	万科地产	32,178.88	3.62%	保利地产	33,434.67	3.88%
FD Sales Company LLC	18,211.58	2.50%	中海地产	23,355.08	2.63%	万科地产	24,033.28	2.79%
久善家居	17,842.14	2.45%	FD Sales Company LLC	22,856.63	2.57%	中海地产	20,094.27	2.33%
合计	145,094.13	19.92%	合计	186,104.29	20.96%	合计	168,872.35	19.61%

资料来源：招股意向书、招商证券

公司主要聚焦境内市场，境外收入规模较小。2022-2024 年，公司境内收入占主营业务收入的比例为 93%以上，主要集中在我国南部、北部、东部地区。公司的境外收入主要为出口境外客户的收入以及美国生产基地的销售收入，2024 年在公司营业总收入中占比仅 6.34%，受关税影响相对较小。

表 4: 马可波罗海外收入占比较低

项目	2024 年度		2023 年度		2022 年度	
	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比
北部	144,274.80	19.80%	162,857.72	18.34%	169,610.62	19.69%
东部	142,887.33	19.61%	169,010.58	19.03%	171,738.06	19.94%
南部	206,238.19	28.31%	274,645.32	30.93%	262,948.84	30.53%
中部	80,764.38	11.09%	99,292.81	11.18%	93,882.53	10.90%
西部	108,172.26	14.85%	127,755.60	14.39%	121,015.33	14.05%
境外地区	46,209.22	6.34%	54,405.44	6.13%	42,160.61	4.89%
合计	728,546.18	100.00%	887,967.47	100.00%	861,355.99	100.00%

资料来源：招股意向书、招商证券

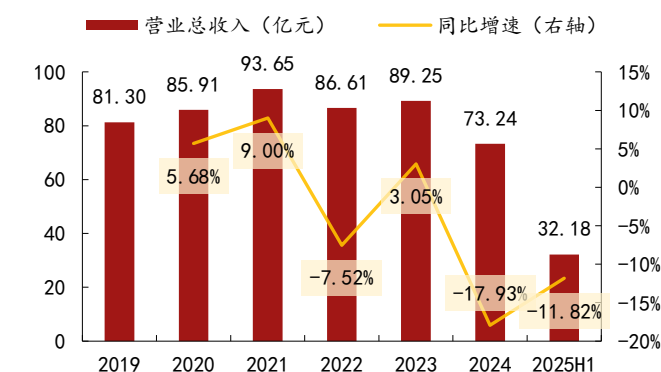
3、财务分析：短期收入利润承压，盈利能力处于修复通道，现金流表现优异

房地产景气下行+瓷砖行业竞争加剧，过去三年公司收入利润承压。公司 2022-2024 年营业总收入分别为 86.61 亿元、89.25 亿元、73.24 亿元，同比增速分别为-7.52%、3.05%、-17.93%，2022-2024 年复合增长率为-8.04%。公司 2022-2024 年归母净利润分别为 15.14 亿元、13.53 亿元、13.27 亿元，同比增速分别为-8.40%、-10.66%、-1.92%，2022-2024 年复合增长率为-6.39%。

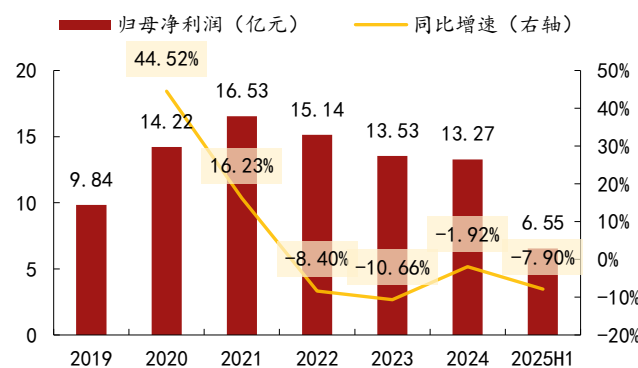
根据招股意向书数据，公司 2025H1 实现营业收入为 32.18 亿元，同比下降 11.82%；归母净利润为 6.55 亿元，同比下降 7.90%；扣非后归母净利润为 5.98 亿元，同比下降 6.80%。

图 13: 马可波罗营业总收入及增速

图 14: 马可波罗归母净利润及增速



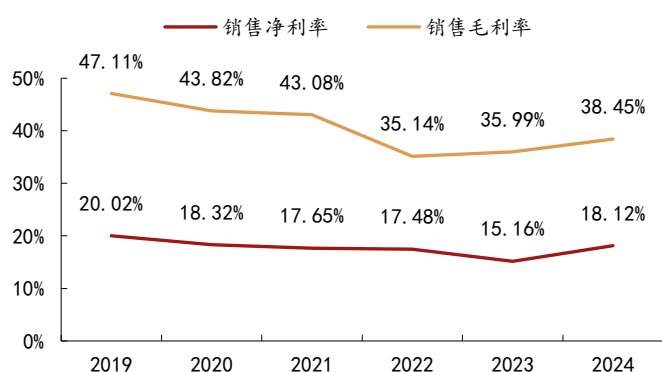
资料来源：Wind、招股意向书、招商证券



资料来源：Wind、招股意向书、招商证券

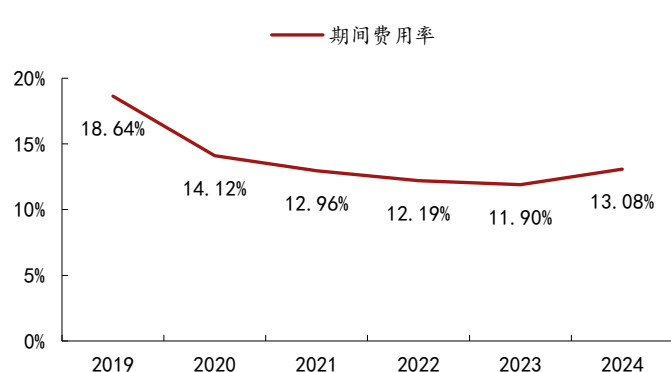
受益于高毛利率产品占比提升+优秀的成本管控，公司 2024 年利润率有所改善。公司 2022-2024 年销售毛利率分别为 35.14%、35.99%、38.45%，自 2022 年起呈现逐年改善的趋势。2022-2024 年销售净利率分别为 17.48%、15.16%、18.12%，2024 年同比改善 2.96pct。

图 15: 马可波罗销售净利率及销售毛利率



资料来源: Wind、招股意向书、招商证券

图 16: 马可波罗期间费用率



资料来源: Wind、招股意向书、招商证券

2022-2024 年,马可波罗的期间费用分别为 10.56 亿元、10.62 亿元和 9.58 亿元,占营业收入的比例分别为 12.19%、11.90%和 13.08%,期间费用率整体较为稳定。

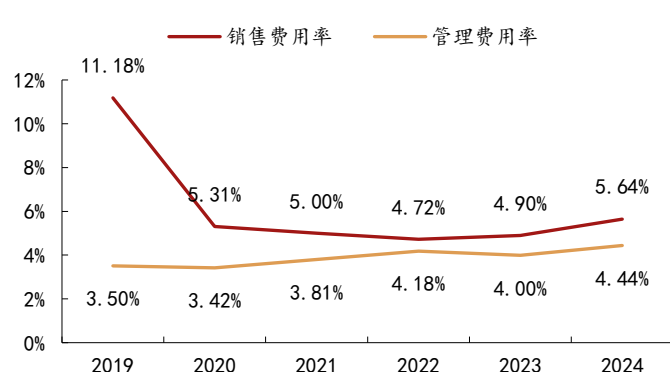
销售费用率:公司销售费用主要由销售运营费、职工薪酬、广告宣传费、差旅及办公费等构成。2022-2024 年,公司销售费用分别为 4.09 亿元、4.37 亿元和 4.13 亿元,销售费用率分别为 4.72%、4.90%和 5.64%。2024 年销售费用率的增加主因广告宣传费和办公费的增加所致。一方面,系公司加大广告宣传投入,有利于提升品牌影响力;另一方面,系公司当期营销系统服务投入增加。

管理费用率:公司管理费用主要为职工薪酬、折旧与摊销、办公及水电费、装修及修理费等。2022-2024 年,公司管理费用分别为 3.62 亿元、3.57 亿元和 3.25 亿元,管理费用率分别为 4.18%、4.00%和 4.44%。2024 年公司各项管理费用基本均同比下降,管理费用率的增加主因公司销售规模同比下滑。

研发费用率:公司研发费用主要由职工薪酬、直接投入和折旧摊销构成。2022-2024 年,公司研发费用分别为 2.98 亿元、3.15 亿元和 2.65 亿元,研发费用率分别为 3.44%、3.52%和 3.61%。公司的研发费用基本保持稳定,研发人员工资占比呈上升趋势,人员工资及福利占研发费用的比重从 2023 年的 37.69%提升至 2024 年的 43.50%。

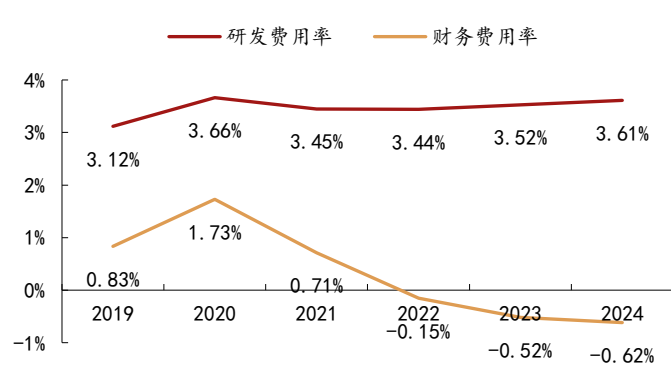
财务费用率:公司的财务费用主要由利息支出、利息收入和汇兑损失项目构成。2022-2024 年,公司财务费用分别为 -1332.70 万元、-4639.66 万元和 -4521.41 万元,财务费用率分别为 -0.15%、-0.52%和 -0.62%。2022-2024 年利息支出逐年下降,主要因公司大量偿还了金融机构及关联方的借款。

图 17: 马可波罗销售费用率和管理费用率



资料来源: Wind、招股意向书、招商证券

图 18: 马可波罗研发费用率和财务费用率

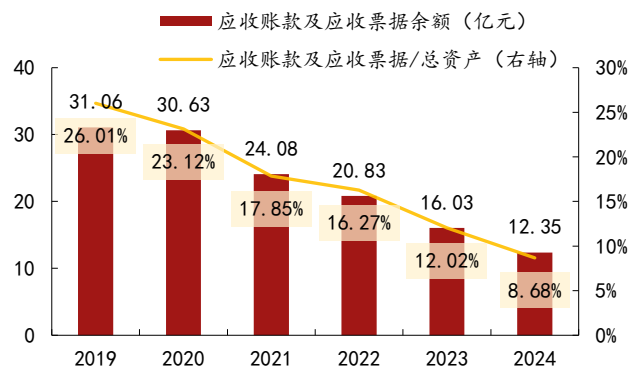


资料来源: Wind、招股意向书、招商证券

2022-2024 年,公司应收账款及应收票据余额分别为 20.83 亿元、16.03 亿元、12.35 亿元,呈现逐年收缩趋势。公司的应收款项主要来自于房地产等工程类客户。工程业务模式下,公司的销售规模相对较大,面对下游大客户的话语权相对有限,下游客户付款周期较长,且大多采用应收账款或商业票据结算。公司的工程类客户主要为大型房地产企业,具备一定的融资能力和抗风险能力,但过去三年,公司部分房地产客户出现了信用违约或逾期情形,一定程度影

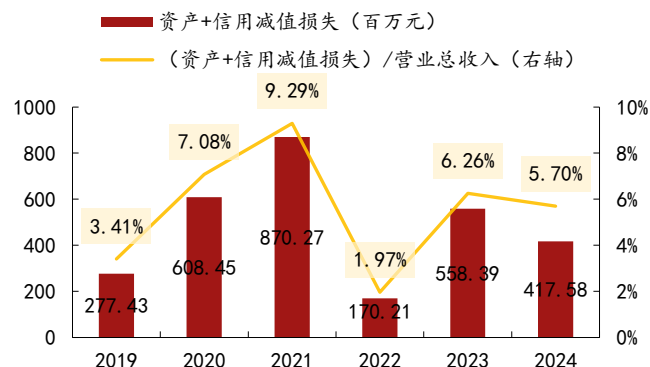
响了公司现金流与经营业绩。

图 19: 马可波罗应收账款及应收票据余额情况



资料来源: Wind、招股意向书、招商证券

图 20: 马可波罗资产&信用减值损失情况



资料来源: Wind、招股意向书、招商证券; 注: 此图中以减值损失的绝对值来更直观显示, 因此未带负号

马可波罗 2022-2024 年信用减值损失分别为-0.81 亿元、-4.03 亿元、-1.17 亿元。公司 2022 年信用减值损失金额较小, 主因前一年部分客户单项计提的坏账转回, 包括了: (1) 部分逾期票据期末转回至应收账款及其他应收款导致应收票据坏账准备同步转至对应科目; (2) 上年部分单项计提的坏账准备本期转回。2023 年公司计提了大额的信用减值损失, 主因受部分下游房地产客户回款能力下降等影响, 公司对信用风险较高的多家地产公司提高坏账准备单项计提比例, 致使应收款项坏账减值计提增加。2024 年公司计提信用减值损失额减少, 主因客户信用风险未发生明显变化, 随着应收账款及应收票据余额的减少, 坏账减值计提减少。

表 5: 2022-2024 年马可波罗信用减值损失明细

(单位: 万元)	2024 年度	2023 年度	2022 年度
应收票据坏账损失	1.39	409.77	19,290.15
应收账款坏账损失	-11,743.14	-38,538.24	-22,441.12
其他应收款坏账损失	88.55	-2,185.16	-4,993.17
合计	-11,653.20	-40,313.63	-8,144.14

资料来源: 招股意向书、招商证券; 注: 此表中以负数表示减值, 正数表示收益

马可波罗 2022-2024 年资产减值损失分别为-0.89 亿元、-1.55 亿元、-3.01 亿元。公司 2022 年计提存货跌价损失较高, 主因公司对部分地产客户的发出商品单项计提跌价, 导致存货跌价准备增加。2023 年, 公司资产减值损失同比增加较多, 一方面, 公司基于未来售价调整预期对存货计提存货跌价准备, 另一方面, 公司对闲置的瓷片产线计提了资产减值。2024 年, 公司资产减值损失增加主因公司根据减值测试结果计提了相关固定资产、无形资产及商誉的减值准备。

表 6: 2022-2024 年马可波罗资产减值损失明细

(单位: 万元)	2024 年度	2023 年度	2022 年度
一、存货跌价损失及合同履约成本减值损失	-10,096.65	-14,359.64	-7,863.28
二、合同资产减值损失	3,349.93	1,441.45	-1,013.18
三、固定资产减值损失	-16,821.00	-2,607.61	-
四、投资性房地产减值准备	-1,245.71	-	-
五、无形资产减值	-4,036.79	-	-
六、其他非流动资产减值	-577.04	-	-
七、商誉减值	-677.83	-	-
合计	-30,105.09	-15,525.80	-8,876.46

资料来源: 招股意向书、招商证券; 注: 此表中以负数表示减值, 正数表示收益

表 7：马可波罗应收账款余额前五名客户明细

2024 年末			2023 年末			2022 年末		
单位名称	应收账款余额 (亿元)	占应收账款 余额的比例	单位名称	应收账款余额 (亿元)	占应收账款 余额的比例	单位名称	应收账款余额 (亿元)	占应收账款 余额的比例
保利地产	2.12	9.36%	保利地产	3.48	13.12%	保利地产	4.47	15.85%
中海地产	1.77	7.83%	万科地产	2.42	9.12%	万科地产	2.21	7.83%
万科地产	1.66	7.35%	中海地产	2.14	8.07%	中海地产	2.07	7.34%
绿地地产	1.43	6.34%	融创地产	1.51	5.70%	融创地产	1.84	6.54%
融创地产	1.32	5.83%	绿地地产	1.35	5.09%	绿地地产	1.38	4.90%
合计	8.31	36.71%	合计	10.88	41.10%	合计	11.96	42.46%

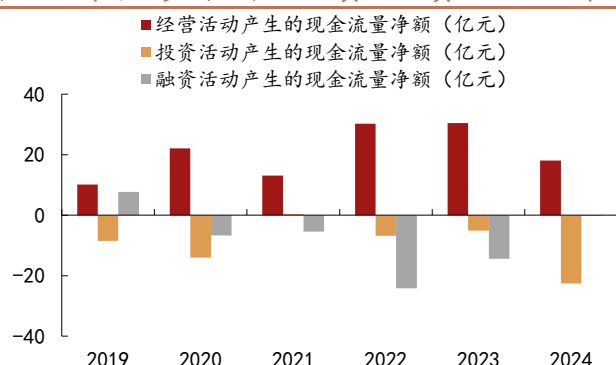
资料来源：招股意向书、招商证券

马可波罗的经营性现金流质量较优。公司 2022-2024 年经营性现金流净额分别为 30.21 亿元、30.48 亿元、18.06 亿元，公司经营活动产生的现金流量净额均为正数且情况良好，近三年经营性现金流净额累计达到 78.76 亿元，是近三年归母净利润总额（41.94 亿元）的 1.88 倍。公司销售回款较好，经营性现金流充足，有利于保障公司的偿债能力。

2022-2024 年公司投资活动产生的现金流量净额分别为-6.78 亿元、-5.10 亿元和-22.54 亿元。近三年公司投资活动产生的现金流量净额均为负，主因公司投资大额存单等产品较多。

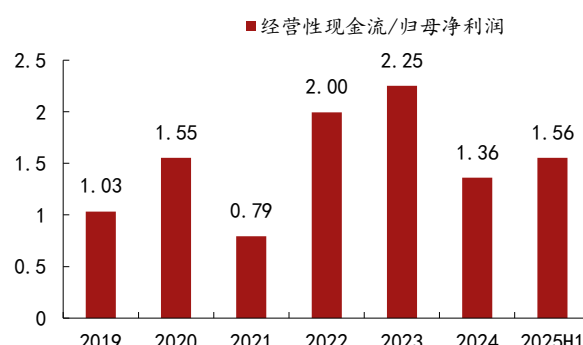
2022-2024 年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-24.17 亿元、-14.43 亿元和-2123.21 万元。近三年公司筹资活动产生的现金流量净额均为负，主因偿还借款较多。

图 21：马可波罗的经营性/投资性/融资性现金流情况



资料来源：Wind、招股意向书、招商证券

图 22：马可波罗经营性现金流质量较优



资料来源：Wind、招股意向书、招商证券

二、行业分析：供给端逻辑继续演绎，需求端市场空间仍在

1、行业概览：供给侧持续出清，地产政策转向改善需求预期

建筑陶瓷行业是建筑装饰材料领域的重要分支。根据国家统计局发布的《国民经济行业分类》（GB/T4754—2017），建筑陶瓷业务属于“非金属矿物制品业（C30）”中的“建筑陶瓷制品制造（C3071）”。根据证监会《上市公司行业分类指引（2012 年修订）》，公司属于“C30 非金属矿物制品业”大类、“C307 陶瓷制品制造”中类。根据中证行业分类，公司属于“工业（20）”大类、“建筑装饰（2020）”中类、“建筑产品（202030）”。

根据《建筑卫生陶瓷术语和分类》GB/T9195-2023 定义，建筑陶瓷是指用于建筑物、构筑物，具有装饰、构建与保护等功能的陶瓷制品。建筑陶瓷是以陶土、瓷土为主料，经混合、压制、素烧、施釉、印花等过程，而制成的一种建筑材料，应用于建筑物饰面、建筑构件等。早期，建筑陶瓷产品相对单一，主要以满足基本的建筑功能需求为主。但随着人们生活水平的提高和对居住环境美观性、舒适性要求的增加，建筑陶瓷行业迎来了快速发展的黄金时期。建筑陶瓷从功能性为主向兼具功能性和美观性的建筑材料转变，不仅可以多姿多彩的花纹、颜色与图案装点居室，同时还

具有防水、耐热、耐磨、易清洁等特点。

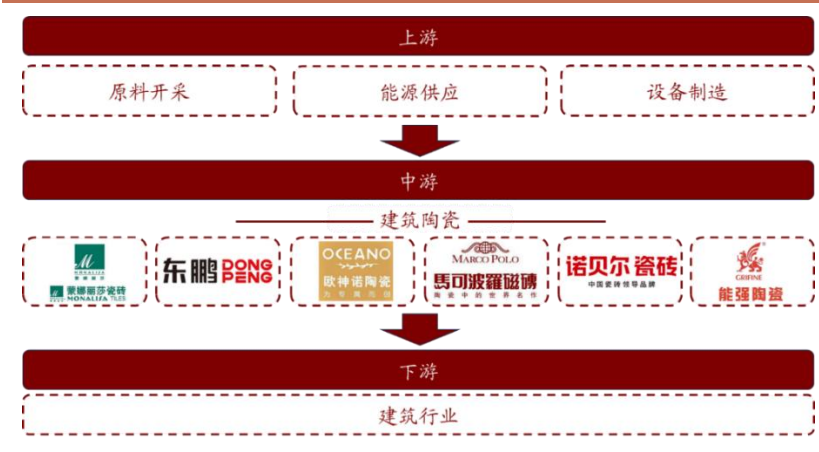
表 8：建筑陶瓷分类具有多样性

分类标准	种类
吸水率	瓷质砖、炻瓷砖、细炻砖、炻质砖、陶质砖
生产工艺	印花砖、抛光砖、斑点砖、水晶砖、无釉砖
用途	外墙砖、内墙砖、地砖、广场砖、工业砖等
施釉	有釉砖、无釉砖
烧成	氧化性瓷砖、还原性瓷砖
成型	干压成型砖、挤压成型砖、可塑成型砖
品种	抛光砖、仿古砖、瓷片、全抛釉、抛晶砖、微晶石、劈开砖、广场砖

资料来源：《建筑卫生陶瓷术语和分类》GB/T9195-2023、招商证券

建筑陶瓷产业链涉及范围较广。建筑陶瓷的原料为高岭土（瓷土）、陶土等主料以及釉料、熔块、化工料等辅料，经过多种工艺，耗用煤、电、柴油等能源，最终应用于公共建筑、居民住宅、基建设施的墙面和地面等。因此，建筑陶瓷产业链上游主要涉及原料开采、燃料供应、设备制造等产业，中游为陶瓷墙地砖生产企业，下游应用于房地产建筑市场，受房地产开发状况、存量住宅装修需求和公共建筑装修装饰需求等因素的影响。

图 23：建筑陶瓷行业产业链图谱



资料来源：各公司官网、招股意向书、招商证券

供给端看，我国建筑陶瓷行业处于持续出清阶段。陶瓷砖是指用于覆盖墙面和地面的块状建筑陶瓷。2017 年以来，我国瓷砖产量持续下行。据中国建筑卫生陶瓷协会数据，2024 年全国陶瓷砖产量下降至 59.1 亿平方米，同比下降 12.18%，降幅进一步扩大，产量跌至 15 年来最低，体现了行业正处于加速出清阶段。从参与企业数量看，2016-2024 期间，中国建筑陶瓷工业规模以上企业数量从 1432 家减少到 993 家，降幅达到 30.66%，年复合增速为-4.47%。

图 24：我国瓷砖产量自 2017 年后显著下滑

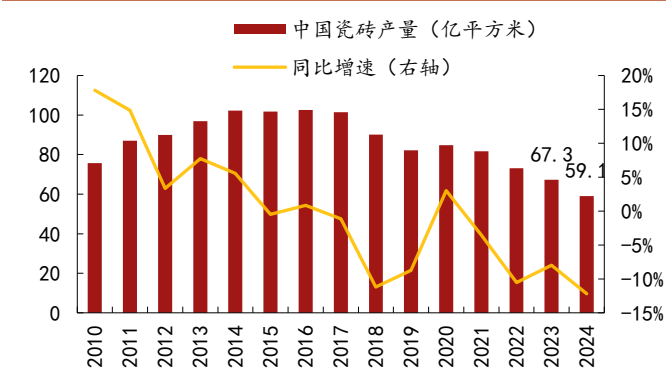
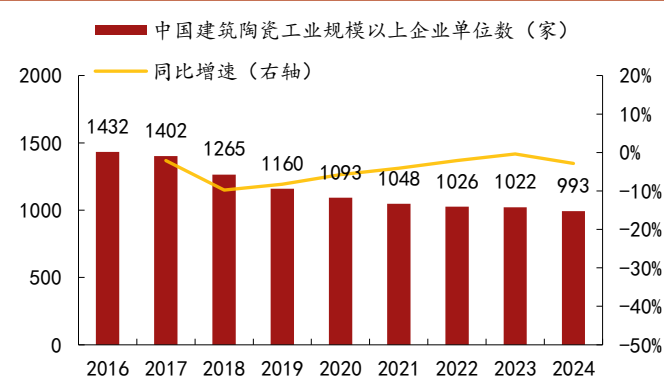


图 25：我国规上建筑陶瓷企业数量持续减少



资料来源：招股意向书、招商证券

资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会、招商证券

我国瓷砖产能目前显著过剩。据陶瓷信息网数据，2024 年全国瓷砖总产能为 3938.05 万平方米/日，若按 310 天生产周期计算，年产能可达 122.1 亿平方米，据中国建筑卫生陶瓷协会发布的数据显示，2024 年全国瓷砖产量为 59.1 亿平方米，则测算得全国建陶行业产能利用率仅 48.4%，按照国际通用标准，产能利用率低于 75% 属于严重过剩。

表 9：2024 年全国各类瓷砖（含屋面瓦）总产能概况

产品类别	生产线（条）	日产能（万平方米）	年产能（万平方米）		所占比例（产能）
			310 天	330 天	
抛釉砖	677	1,707	529,074	563,208	43.34%
仿古砖	274	465	144,026	153,318	11.80%
大/岩/薄板	164	239	74,205	78,992	6.08%
中板	160	498	154,415	164,373	12.66%
外墙砖	159	173	53,551	56,958	4.38%
厚砖/地铺石/景观砖	153	170	52,390	56,249	4.33%
瓷片	151	409	126,651	134,822	10.37%
抛光砖	55	131	40,455	43,065	3.31%
其他	156	147	45,505	48,441	3.73%
总计	1,949	3,938	1,220,796	1,295,557	100%
屋面陶瓦（万片）	230	3,443	/	/	/
发泡陶瓷（立方米）	14	2,830	/	/	/

资料来源：陶瓷信息网、招商证券

竣工面积持续下滑，料将带动瓷砖产量进一步下降。瓷砖下游主要有房屋竣工带来的新增需求、二手房交易带来的房屋装修需求、消费升级带动的旧房改造需求、出口市场需求等。从历史数据来看，我国瓷砖产量和房屋竣工面积关系密切，呈现出较为明显的正相关。2017 年之前，我国房屋竣工面积维持在一定规模且增速较为稳定，同期我国瓷砖产量也保持在较高水平。2017 年之后，环保政策趋严叠加地产竣工景气下滑，房地产开发企业竣工面积增速下降甚至出现负增长，我国瓷砖产量也随之连续负增长。

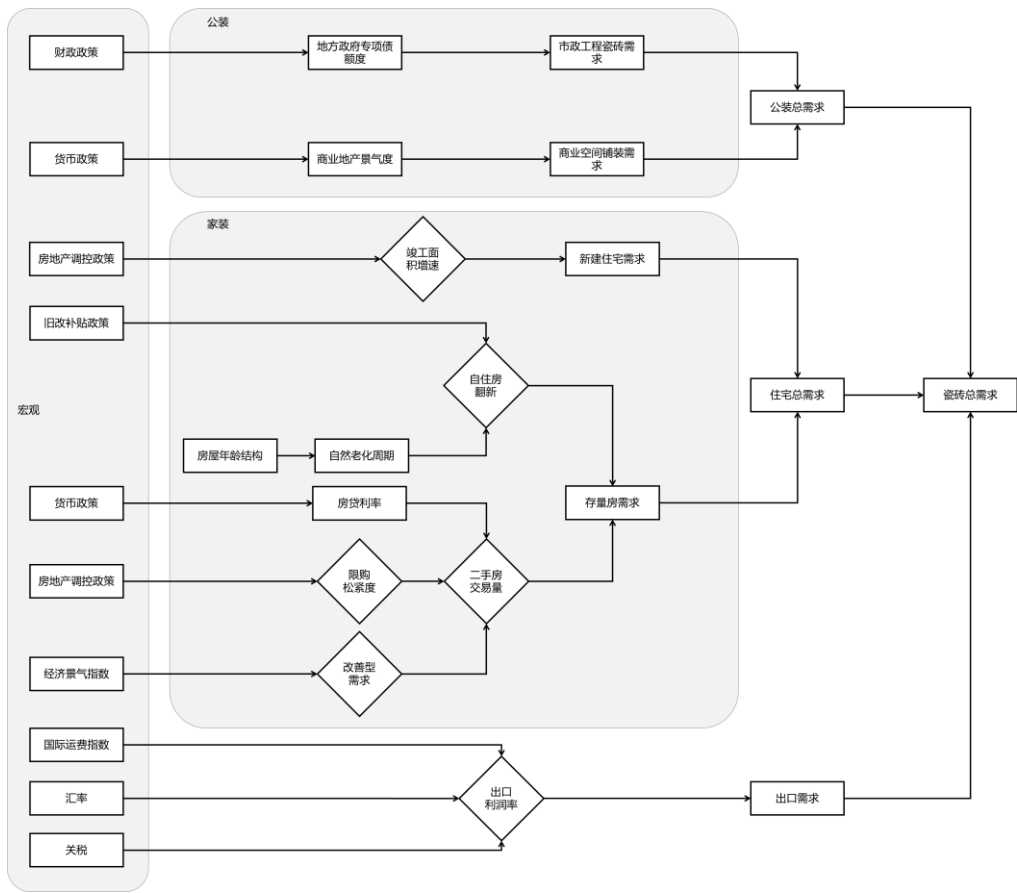
图 26：我国房屋竣工面积增速与瓷砖产量增速呈现一定的正相关性



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会、国家统计局、Wind、招商证券

需求侧来看，瓷砖需求来自于公装+家装+出口。宏观层面，财政政策与货币政策分别对公装和家装市场产生作用，进而传导至瓷砖需求。财政政策影响地方政府专项债额度，从而关联到市政工程对瓷砖的采购规模；货币政策则在一定程度上影响商业地产的景气程度，间接改变商业空间的装修活跃度，进而对公装总需求产生连锁反应。房地产相关政策影响瓷砖家装需求，瓷砖家装需求来自于新增住宅需求和存量房需求，其中存量房需求又进一步可拆分为自主翻新需求和二手房交易带来的装修需求。而出口方面，经济景气指数反映全球经济大环境的冷暖，国际运费指数决定物流成本高低，汇率波动影响产品价格竞争力，关税政策改变进出口成本，这些因素相互交织，共同作用于瓷砖出口的利润空间，进而对出口需求产生或正或负的效应。

图 27：我国瓷砖行业需求侧影响因素分析

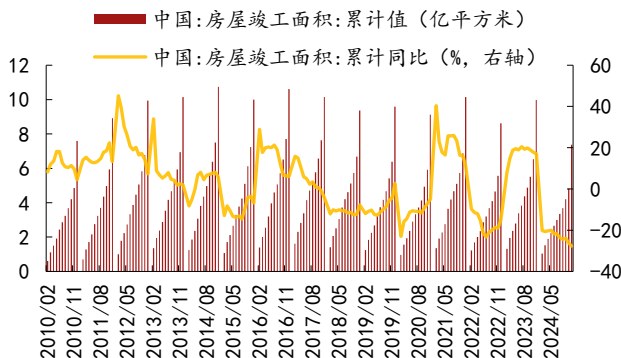
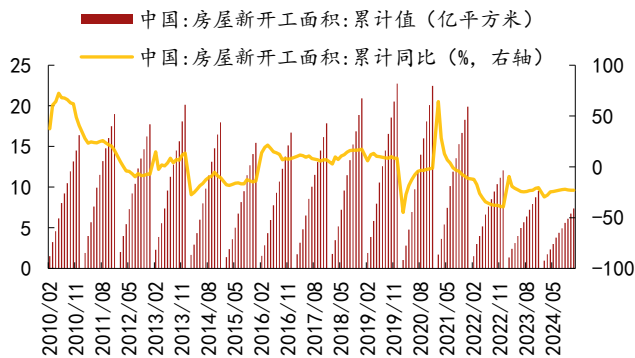


资料来源：招商证券绘制

新开工和竣工均在下行周期，瓷砖需求短期承压。2022-2024 年期间，房屋新开工面积持续大幅下降，2022 年同比下降 39.4%，2023 年虽然降幅有所收窄但仍下降 20.4%，2024 年继续下降 23.0%。新开工面积减少意味着未来短期内能够交付并进行装修的房屋数量减少，从源头上减少了对瓷砖的潜在需求。2023 年房屋竣工面积出现了 17.0% 的增长，主要是由于前期积累的项目在这一年集中竣工，但 2024 年又大幅下降 27.7%。2024 年的大幅下降表明进入装修阶段的房屋减少，直接导致瓷砖的实际安装量减少。对于瓷砖行业而言，竣工环节是需求释放的关键节点，竣工面积的不稳定和下降趋势，使得瓷砖企业的订单量难以保证，市场需求受到明显抑制。

图 28：2024 年我国房屋新开工面积同比下滑 23.0%

图 29：2024 年我国房屋竣工面积同比下滑 27.7%



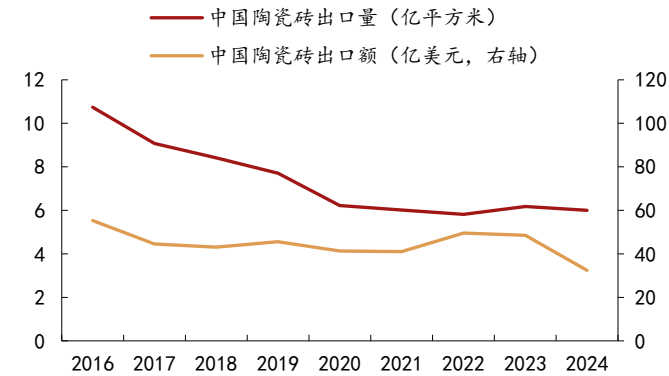
资料来源：Wind、招商证券

资料来源：Wind、招商证券

中国建筑陶瓷出口需求同样面临挑战。中国建筑陶瓷出口正遭遇多重国际反倾销措施的冲击，包括欧盟对华瓷砖维持 13.9%至 69.7%的反倾销税率；印尼对从中国进口的陶瓷产品征收的反倾销进口税于 2024 年 10 月 14 日正式生效，

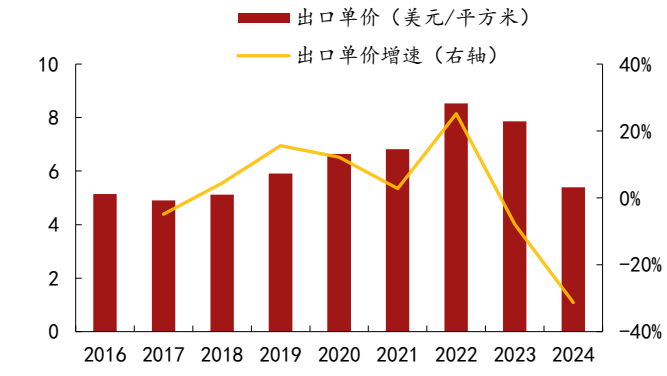
征收 14.324-94.544 印尼盾/平方米，有效期 5 年；美国市场针对中国瓷砖产品征收高达 358.81%的反补贴税以及 229.04%-356.02%的反倾销税。此外，非洲汇率波动等因素也压缩了部分企业的海外盈利空间。根据中国建筑卫生陶瓷协会数据，2024 年我国陶瓷砖出口量为 6.00 亿平方米，同比减少 2.86%；我国陶瓷砖出口额为 32.41 亿美元，同比下降 33.26%；我国陶瓷砖出口单价为 5.40 美元/平方米，同比下跌 31.30%。宏观经济波动、贸易摩擦等多重因素共同导致了中国建筑陶瓷行业出口压力。

图 30：2024 年我国陶瓷砖出口额同比下滑 33%



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会、招商证券

图 31：2024 年我国陶瓷砖出口单价同比下滑 31%



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会、招商证券

国内利好政策频出，政策定调稳楼市。2024 年以来，从中央到地方，一揽子促进房地产市场止跌回稳措施密集出台，房地产市场出现积极变化。2024 年 4 月 30 日，中共中央政治局会议强调，继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。2024 年 9 月 26 日，中共中央政治局会议提出，要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量。要回应群众关切，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。住房和城乡建设部会同财政部、自然资源部、人民银行、金融监管总局等部门，指导各地迅速行动，抓存量政策落实，抓增量政策出台，打出一套“组合拳”，推动市场止跌回稳。“组合拳”包含四个取消、四个降低、两个增加。为促进房地产市场平稳健康发展，系列税收政策于 2024 年 12 月 1 日起执行，将进一步降低购房成本。2025 年中国房地产政策以“止跌回稳”为核心目标，通过金融支持、财税优惠、需求激活和供给优化四大维度构建发展新模式，重点推进城市更新与住房品质升级。

表 10：2024-2025 年房地产政策端持续放松

发布时间	部门/发言人	文件/政策/会议	主要内容	意义
2024/1/12	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。	建立“白名单”机制
2024/1/26	住房和城乡建设部	城市房地产融资协调机制部署会	坚持因城施策，一城一策，充分赋予城市房地产调控自主权，各城市可因地制宜调整房地产政策。	因城施策调控楼市
2024/2/21	住房和城乡建设部	住房和城乡建设部开年工作动员会	扎实做好老旧小区改造、城中村改造、保障房建设、打造“四好”建设等民生实事。	
2024/6/13	自然资源部	《关于进一步加强规划土地政策支持老旧小区改造更新工作的通知》	从加强调查评估、加强规划统筹、强化政策支持、优化审批流程等四个方面提出举措，要求完善老旧小区改造相关的规划土地政策，加强专业服务，提高老旧小区改造支持力度。	推进三大工程
2024/4/29	自然资源部	《关于做好 2024 年住宅用地供应有关工作的通知》	严格落实对应去化周期的住宅用地供应机制，遏制部分城市住宅用地供应不合理增长，商品住宅去化周期超过 36 个月的城市，将被暂停新增商品住宅用地出让。	盘活存量
2024/5/17	中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰	全国切实做好保交房工作视频会议	强调继续坚持因城施策，打好商品住房烂尾风险处置攻坚战，扎实推进保交房、消化存量商品房等重点工作。	去库存、保交房
2024/5/17	自然资源部副部长刘国洪	国务院政策例行吹风会	准备出台妥善处置闲置土地、盘活存量土地的政策措施，支持地方政府从实际出发，酌情以收回、收购等方式妥善处置已经出让的闲置存量住宅用地，帮助企业解困。	
2024/5/17	中国人民银行副行长陶玲	国务院政策例行吹风会	将设立 3000 亿元保障性住房再贷款，用以支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售的商品房，用作配售型或配租型保障性住房。	
2024/7/30	中共中央总书记	中央政治局会议	积极支持收购存量商品房用作保障性住房。	政府收储
2024/11/8	财政部部长蓝佛安	全国人大常委会办公厅新闻发布会	专项债券支持回收闲置存量土地、新增土地储备，以及收购存量商品房用作保障性住房。	
2024/5/17	中国人民银行、国家金融监督管理总局	《关于调整个人住房贷款最低首付比例的通知》	对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付比例调整为不低于 15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付比例调整为不低于 25%。	降首付

管理总局		政策的通知》		
2024/5/17	中国人民银行	《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》	商业性个人住房贷款利率方面，取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。	取消房贷利率下限
2024/5/17	中国人民银行	《关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》	下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，调整后的五年以上首套房个人住房公积金贷款利率为 2.85%。	公积金贷款利率下调
2024/9/26	中共中央总书记	中央政治局会议	要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。	“白名单”扩围、降低存量房贷利率
2024/9/24	中国人民银行行长潘功胜	国新办新闻发布会	宣布一揽子增量政策“组合拳”，包括：降低存量房贷利率，并统一房贷最低首付比例。	
2024/10/17	住房和城乡建设部会同财政部、自然资源部、人民银行、金融监管总局等部门	国新办新闻发布会	四个降低： 降低住房公积金贷款利率，降了 0.25 个百分点；降低住房贷款的首付比例，统一一套、二套房最低首付比例到 15%；降低存量贷款利率；降低“卖旧买新”换购住房的税费负担。	降低房贷利率
2024/10/17	住房和城乡建设部会同财政部、自然资源部、人民银行、金融监管总局等部门	国新办新闻发布会	四个取消： 就是充分赋予城市政府调控自主权，城市政府要因城施策，调整或取消各类购房的限制性措施。主要包括取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准。	取消购房限制
2024/10/17	住房和城乡建设部会同财政部、自然资源部、人民银行、金融监管总局等部门	国新办新闻发布会	两个增加： 一是通过货币化安置等方式，新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造。二是年底前，将“白名单”项目的信贷规模增加到 4 万亿。城市房地产融资协调机制要将所有房地产合格项目都争取纳入“白名单”，应进尽进、应贷尽贷，满足项目合理融资需求。	推进“三大工程”、“白名单”项目
2024/11/12	财政部、税务总局、住房和城乡建设部	《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》	契税法方面，将现行享受 1%低税率优惠的面积标准由 90 平方米提高到 140 平方米。面积为 140 平方米以上的，首套住房减按 1.5%的税率征收契税、二套住房减按 2%的税率征收契税。增值税方面，在有关城市取消普通住宅和非普通住宅标准后，对个人销售已购买 2 年以上（含 2 年）住房一律免征增值税。	降低购房成本
2024/12/9	中共中央总书记	中央政治局会议	会议强调，稳住楼市。	定调稳楼市
2025/3/5	国务院总理	政府工作报告	持续用力推动房地产市场止跌回稳。因城施策调减限制性措施，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。优化城市空间结构和土地利用方式，合理控制新增房地产用地供应。盘活存量用地和商用房，推进收购存量商品房，在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权。拓宽保障性住房再贷款使用范围。发挥房地产融资协调机制作用，继续做好保交房工作，有效防范房企债务违约风险。有序搭建相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。适应人民群众高品质居住需要，完善标准规范，推动建设安全、舒适、绿色、智慧的“好房子”。持续推进城市更新和城镇老旧小区改造，统筹城市低效用地再开发，加快健全城市防洪排涝体系，加强燃气、给排水、热力、地下管廊等建设和协同管理。发展数字化、智能化基础设施，完善无障碍适老化配套设施，提升社区综合服务功能，打造宜居、韧性、智慧城市。	推动房地产市场止跌回稳；提出“好房子”建设落地
2025/4/25	中共中央总书记	中央政治局会议	加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。加快构建房地产发展新模式，加大高质量住房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。	再度强调实施城市更新
2025/5/15	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于持续推进城市更新行动的意见》	到 2030 年，城市更新行动实施取得重要进展，城市更新体制机制不断完善，城市开发建设方式转型初见成效，安全发展基础更加牢固，服务效能不断提高，人居环境明显改善，经济业态更加丰富，文化遗产有效保护，风貌特色更加彰显，城市成为人民群众高品质生活的空间。	持续推进城市更新行动
2025/6/13	国务院总理	国务院常务会议	构建房地产发展新模式，对于促进房地产市场平稳、健康、高质量发展具有重要意义，要着眼长远，坚持稳中求进、先立后破，有序搭建相关基础性制度。要扎实有力推进“好房子”建设，纳入城市更新机制加强工作统筹，在规划、土地、财政、金融等方面予以政策支持。要对全国房地产已供土地和在建项目进行摸底，进一步优化现有政策，提升政策实施的系统性有效性，多管齐下稳定预期、激活需求、优化供给、化解风险，更大力度推动房地产市场止跌回稳。	构建房地产发展新模式

资料来源：中国政府网、国务院官网、住建部、新京报、财联社、中指研究院、各地人民政府官网、各地住建局官网、招商证券

短期房地产市场在政策支持下有望降幅收窄。政策端，购房门槛降低和购房负担减轻促进了居民的刚性和改善性住房需求释放，有利于提升市场交易活跃。但受到施工、新开工、竣工面积持续回落和土地出让金大幅下滑的影响，房地产开发投资预计仍将低位运行，市场短期内可能延续筑底行情。

图 32：2024M12 商品房销售金额当月同比增长 2.84%

图 33：2024M12 商品房销售面积当月同比增长 0.36%



资料来源：iFinD、招商证券



资料来源：iFinD、招商证券

从中长期来看，房地产刚需存量市场仍有空间。城镇化的持续推进将释放更大的需求潜力，供需关系的调整、新建商品房住房供应规模的优化、以及通过“四个取消”、“四个降低”等政策降低购房成本，助力刚性需求释放。房地产市场多元化发展，如租金收益率的提升，为房价止跌回稳提供了新动力。政策的持续发力和市场机制的完善将进一步促进市场的稳定和健康发展。尽管当前住房需求受到收入和房价预期的影响，但住房总交易量相对平稳，中长期看住房需求依然存在。

存量住宅市场有望推动建筑陶瓷二次装修需求增长。在我国房地产平稳健康发展的背景下，住房短缺问题已成为过去。通常，住宅装饰的耐用年限为 8-10 年，住宅的生命周期中存在多次装修需求，2015-2024 年间全国新建商品房销售面积合计高达 149.89 亿平方米，较高的存量住宅市场为建筑陶瓷行业带来了新的需求。随着经济结构调整、人口流动加快及部分城市限购政策的影响，房地产存量市场将进一步发展，加快住宅翻修频率。存量住宅装修耐用年限的到来和二手房市场的持续升温，将逐步释放大量二次装修需求，为建筑陶瓷行业创造新的发展空间。

2、产业政策：关注双碳议题，政策推动建陶产业转型升级

政策强调建筑陶瓷行业转型升级，助力高品质企业发展。目前来看，我国建筑陶瓷行业的产能产量基本能满足国民需求，但结构上来说，高端产能仍然不足而低端产能仍然过剩。当前我国政策端对建筑陶瓷行业聚焦在产业转型升级上，包括安全生产与发展规划（《建筑卫生陶瓷企业安全生产标准化评定标准》、《建材工业“十二五”发展规划》），转型升级与投资指南（《工业转型升级规划（2011-2015 年）》、《工业转型升级投资指南》），高新技术与节能减排（《高新技术产业化及其环境建设“十二五”专项规划》、《建材行业节能减排先进适用技术目录》），产业结构与准入标准（《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》），外商投资与绿色发展（《鼓励外商投资产业目录（2022 年版）》、《促进绿色建材生产和应用行动方案》）等。

国家有关部门持续支持和鼓励建筑陶瓷行业在节能环保等方向上转型升级，为建筑陶瓷企业持续发展创造了有利条件。随着“碳排放”“能耗”成为陶瓷行业发展的约束性指标，自动化、智能化、绿色化成为行业发展趋势，节能降碳改造的深入在推高新建产线成本的同时，将加速陶瓷行业落后产能的淘汰，扩大高端产能的供给，有利于具备技术和规模优势的头部企业进一步扩大规模 and 市场份额。2021 年，国务院先后发布《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》和《2030 年前碳达峰行动方案》，各部门和地方积极响应，陆续推出“N”条政策。

图 34：中国碳达峰碳中和“1+N”政策体系



资料来源：中国陶瓷网、招商证券

3、竞争格局：大行业小企业，集中度有望进一步提升

国产瓷砖品牌众多，头部多家已上市。从品牌认知度、企业规模来考虑，目前市场上主要的陶瓷品牌有马可波罗、东鹏控股、蒙娜丽莎、帝欧水华、新明珠、诺贝尔等，其中马可波罗、帝欧水华、蒙娜丽莎和东鹏控股在建筑陶瓷行业的营收规模和市占率较大，是我国陶瓷砖行业的重点企业。

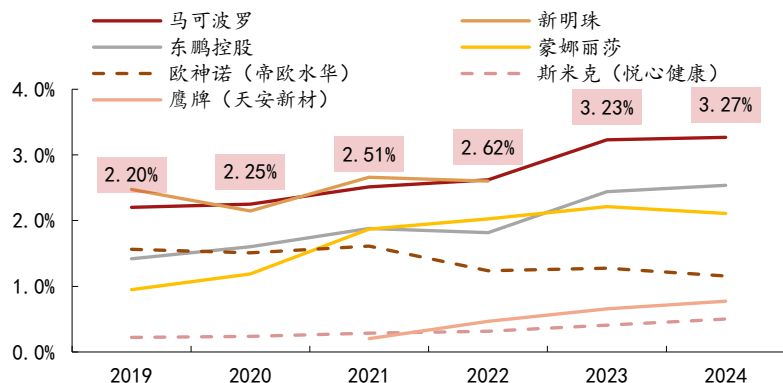
表 11：我国瓷砖行业主要参与企业

企业名称	公司简称	股票代码	成立时间	注册地	注册资本	主营业务	旗下主要品牌
马可波罗控股股份有限公司	马可波罗	拟上市	2008/11/5	广东省 东莞市	10.75 亿元	建筑陶瓷	马可波罗瓷砖、唯美 L&D 陶瓷
广东东鹏控股股份有限公司	东鹏控股	003012.SZ	2011/11/4	广东省 清远市	11.57 亿元	建筑陶瓷、卫生 洁具	东鹏瓷砖、东鹏洁具
蒙娜丽莎集团股份有限公司	蒙娜丽莎	002918.SZ	1998/10/20	广东省 佛山市	4.15 亿元	建筑陶瓷	蒙娜丽莎瓷砖、QD 瓷砖、美 尔奇岩板
帝欧水华集团股份有限公司	帝欧水华	002798.SZ	1994/3/14	四川省 成都市	3.94 亿元	建筑陶瓷、卫生 洁具	帝王洁具、欧神诺陶瓷
新明珠集团股份有限公司	新明珠	未上市	1991/1/15	广东省 佛山市	12.42 亿元	建筑陶瓷	冠珠瓷砖、萨米特瓷砖、新 明珠岩板等
杭州诺贝尔贸易有限公司	诺贝尔	未上市	1992/12/15	浙江省 杭州市	2111 万美元	建筑陶瓷	诺贝尔瓷砖、塞尚印象瓷砖

资料来源：招股意向书、Wind、招商证券；注：帝欧家居于 2025 年 9 月 10 日公告公司中文名称已由“帝欧家居集团股份有限公司”变更为“帝欧水华集团股份有限公司”，证券简称由“帝欧家居”变更为“帝欧水华”。

我国瓷砖行业市场集中度较低，大而散行业孕育小而精企业。我国建筑陶瓷行业整体集中度较低，行业呈现“大行业、小企业”的竞争格局。行业内企业数量众多且竞争激烈，根据中国建筑卫生陶瓷协会的数据，2024 年全国规模以上建筑陶瓷企业共有 993 家，单家企业市场份额不超过 5%，市场占有率较低。据中国陶瓷网数据，2023 年，瓷砖行业前 20 名品牌销售额占全行业销售比例约 18%左右，前 10 名的品牌销售额占全行业销售额 14%左右。马可波罗作为国内最大的建筑陶瓷制造商和销售商之一，当前市占率仍比较低，2022-2024 年，马可波罗市场占有率分别为 2.62%、3.23%和 3.27%。

图 35：头部瓷砖企业市占率持续提升



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会、Wind、招商证券；注：市占率（以销量计）
=按销量/总产量；因行业经营模式中外协比例较多，因此各公司销量中算上外协部分以更好地衡量各企业实际份额

瓷砖行业集中度有望进一步提升。尽管瓷砖行业分散，但集中度提升仍是大势所趋。

（1）环保政策趋严：近年来环保要求不断提高，“煤改气”以及“碳达峰、碳中和”政策推进，使得陶瓷企业需要投入更多资金用于环保设施改造和能源结构调整。中小企业因资金实力有限，难以承担高昂的环保成本和能源改造成本，逐步退出市场，而大型企业凭借资金和技术优势，能够更好地满足环保要求，得以留存并扩大市场份额。

（2）政策驱动淘汰落后产能：2017 年中国建材联合会发布《建筑卫生陶瓷行业淘汰落后产能指导意见》，对落后产能进行限制或淘汰。

（3）头部企业竞争优势突出：在原材料价格上涨时，大型企业通过集中采购、与供应商建立长期合作等方式，能够更好地应对原材料价格波动，降低成本，在市场竞争中占据优势；大型瓷砖企业在销售渠道建设和品牌推广方面投入较大，已经建立起了广泛的销售网络和较高的品牌知名度，能够更有效地触达消费者，获得更多市场订单。

（4）研发投入差距：龙头企业有更多的资金和资源投入到技术研发中，不断推出新的产品和工艺，如数码模具、胶水平干粒等先进工艺，提升产品的品质、性能和设计感，满足消费者日益多样化和个性化的需求。中小企业由于资金有限，研发能力不足，产品同质化严重，在市场竞争中处于劣势。

4、行业发展前景：千亿元市场空间仍在，产业转型升级利好龙头

建陶行业产品端趋势：不断创新产品、开拓应用场景。近年来新产品如陶瓷大板、岩板等产品凭借防潮、防火等特性，应用范围从传统墙面地面扩展至橱柜、台面等多个空间，深入泛家居领域并与定制家居、电器等行业融合。行业竞争和创新驱动下，建筑陶瓷的产品规格、花色和性能有望持续升级，从而进一步拓展跨界应用。

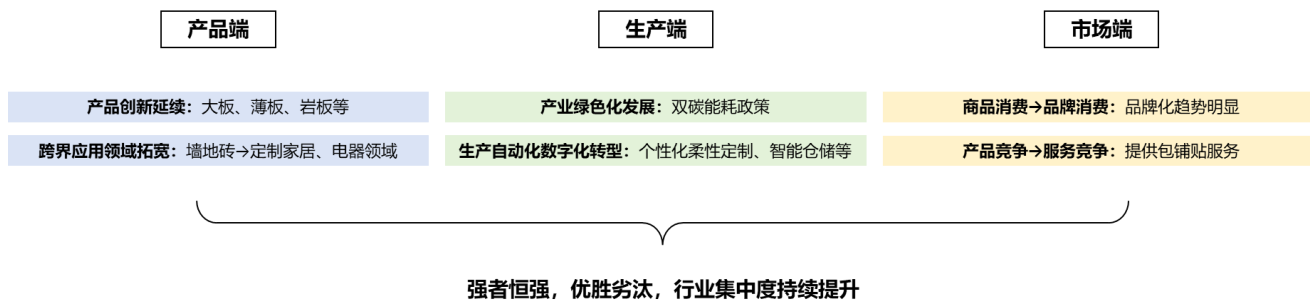
建陶行业市场端趋势：消费者从“商品消费”转向“品牌消费”，瓷砖品牌化趋势明显。随着生活水平和对家居体验要求的提高，消费者不再满足于瓷砖的基本使用功能，更注重消费过程中的体验和产品带来的心理满足感。面对市场上众多的瓷砖产品，选择知名品牌可以降低购买到质量不佳产品的风险，因此消费者倾向于选择品牌以确保产品质量和服务体验。

建陶行业市场端趋势：瓷砖企业从“产品竞争”拓展向“服务竞争”。传统瓷砖企业原先以生产和销售瓷砖产品为主，而随着瓷砖市场竞争激烈，产品同质化倒逼服务增值，提供包铺贴服务可以让消费者感受到品牌的专业性和贴心服务，有助于提升品牌在消费者心目中的形象和美誉度，同时为企业创收。

建陶行业生产端趋势：生产自动化数字化转型，建筑陶瓷产业绿色化、智能化发展。国家双碳能耗政策推动建筑陶瓷行业转型升级，淘汰落后产能，优化产业结构。领军企业通过创新和技术迭代强化绿色低碳发展，在绿色产品、制造和能源应用方面取得进展。利用工业废料发展循环经济，减少资源和能源消耗，推动行业向绿色化、节约化转型。此外，智能制造和绿色制造成为趋势，数字化和智能化技术如云计算、大数据、工业机器人等的应用，使建筑陶瓷企

业逐步实现自动化和智能化生产。

图 36：建筑陶瓷行业发展趋势

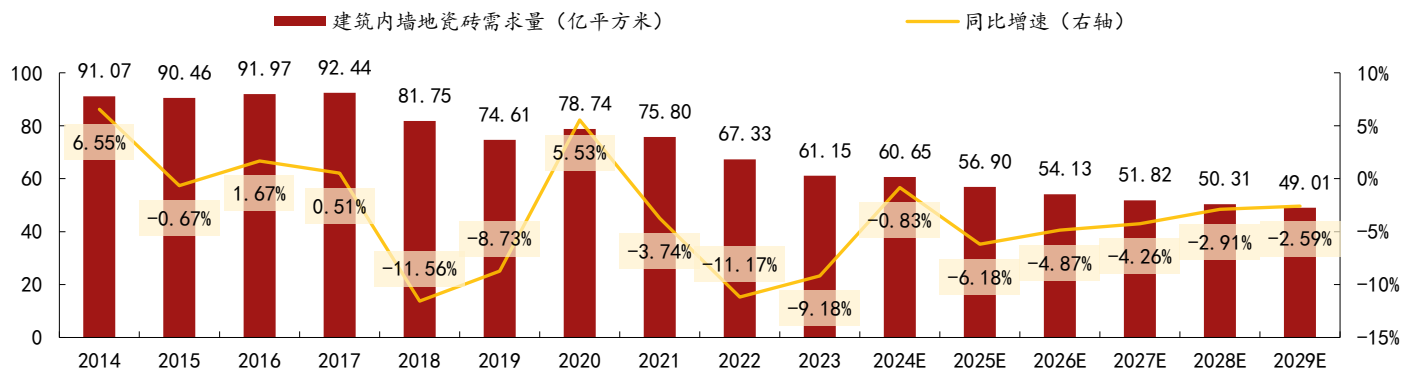


资料来源：招商证券绘制

瓷砖行业集中度有望持续提升。消费升级和渠道变革促使建陶行业供应链和销售链深刻变化，存量市场竞争激烈，二次装修需求增加。消费者对品牌和品质的要求提升，推动品牌化发展。“双碳”和“双控”政策加速行业向低碳环保转型，资源向头部企业集中，增强优胜劣汰，进一步提高行业集中度。

行业市场规模测算：我国瓷砖需求量近年来承压。建筑陶瓷行业包含内容众多，其中以建筑内墙、地瓷砖为主，此外还有外墙面砖、陶瓷壁画、陶瓷屋面瓦、陶瓷窗台板、陶瓷楼梯踏步等其他建筑陶瓷制品。瓷砖需求与建筑竣工息息相关。我们将瓷砖需求分为家装需求和公装需求，其中家装需求分为新建住宅需求和住宅翻新需求（假设瓷砖的更新周期为 10 年），公装需求又划分为厂房仓库、商业及服务用房、科研教育医疗用房、文化体育娱乐用房和其他建筑。考虑瓷砖损耗（假设施工时瓷砖损耗率为 3%），我们保守测算得，家装瓷砖需求与建面比例约为 1.02，公共建筑瓷砖需求与建面比例约为 0.89。我们统计了上述建筑的历史竣工面积，对于公共建筑的未来竣工增速预测采用历史三年竣工面积年均复合增速推演；对于住宅的未来竣工增速我们参考房地产团队所发布报告《房地产基本面展望下的大类资产配置变化——房地产行业 2025 年度中期投资策略》中的测算结论 25 年商品房竣工同比下滑 17.2%，后续增速收窄的趋势测算。预计 2025 年我国建筑内墙地瓷砖需求量已降至不足 60 亿平方米，2025-2029 年年均复合增速为 -3.64%，预计到 2029 年我国建筑内墙地瓷砖需求量将跌破 50 亿平方米，但需求总体降幅增速有望逐渐收窄。

图 37：我国建筑内墙地瓷砖需求量测算

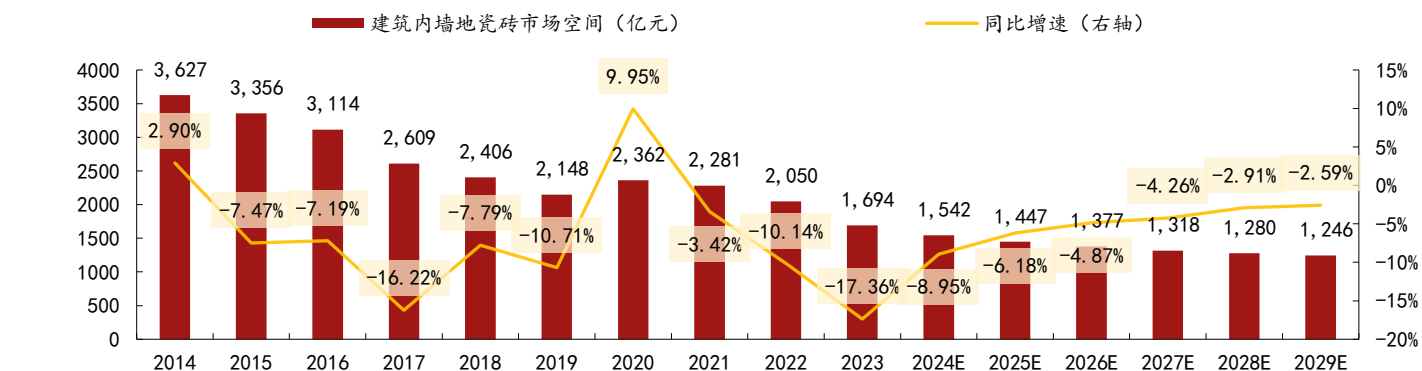


资料来源：Wind、中国建筑卫生陶瓷协会、海关总署、招商证券；注：2014-2023 年数据采用瓷砖行业表观消费量（=瓷砖产量+进口量-出口量）

我国建筑内墙地瓷砖的市场空间仍有千亿元，存量翻新需求或成主力。结合已上市或已披露企业（东鹏控股、蒙娜丽莎、新明珠、帝欧水华、箭牌家居、悦心健康、天安新材）的出厂价数据，测算发现其均价已从 2014 年的 38.80 元/平方米下降至 2024 年的 25.43 元/平方米，年均复合增速为 -4.14%。我们以此平均出厂价与建筑内墙地瓷砖需求量相乘，测算得 2024 年我国建筑内墙地瓷砖市场空间约 1542 亿元，2014-2024 年年均复合增速为 -8.19%。预计 2025 年我国建筑内墙地瓷砖市场空间进一步下降到 1447 亿元。我们测算结果显示，住宅翻新需求逐渐成为瓷砖行业的重要需求支撑点，在总需求中的比例从 2016 年的 13% 提升至 2024 年的 48%，未来仍将继续提升，有助于支撑我国瓷砖千

亿级别的大市场。未来随着消费者对家居品质要求的提升，大板岩板等高附加值产品需求占比有望进一步提升，叠加新的建筑陶瓷产品的研发推广，以及存量建筑翻新需求的增加，我国建筑陶瓷市场有望止跌企稳。

图 38：我国建筑内墙地瓷砖市场空间测算



资料来源：Wind、中国建筑卫生陶瓷协会、海关总署、招商证券；注：2014-2023 年数据采用瓷砖行业表观消费量（=瓷砖产量+进口量-出口量）

建筑陶瓷行业仍将面临贸易壁垒、成本波动及能耗压力挑战。我国是最大的建筑陶瓷生产和出口国，但面临多个国家和地区的反倾销调查，如欧盟、美国等，增加了贸易壁垒，影响出口；此外，如果未来原材料、能源、人工及物流成本上升，将导致企业生产成本持续增加；建筑陶瓷属于高耗能行业，环保政策趋严导致企业环保投入加大，尽管在节能减排方面取得进展，但由于部分产区产能较大，仍面临能源和环境压力，需向绿色低碳循环经济方向发展。

三、公司分析：品牌建设+渠道建设+产能建设，竞争优势突出

1、品牌及渠道优势：品牌价值位于行业前列，全渠道模式覆盖广泛

注重品牌建设，品牌价值行业领先。马可波罗以“为中国陶瓷打造出第一个世界知名品牌”为使命，主要拥有“马可波罗瓷砖”和“唯美 L&D 陶瓷”两大自有品牌，是国内建筑陶瓷行业最早品牌化的企业之一。2007 年建立东莞市唯美陶瓷博物馆，为瓷砖文化立传；连续 17 年冠名深圳马可波罗队（更名前为东莞马可波罗队）；近年来，大力推进数字化营销，持续提高品牌影响力。经过多年发展，“马可波罗瓷砖”和“唯美 L&D 陶瓷”已在行业内拥有较高的知名度和美誉度。根据世界品牌实验室（WorldBrandLab）发布的 2024 年《中国 500 最具价值品牌》，公司“马可波罗瓷砖”的品牌价值连续十三年位列建筑陶瓷行业第一、“唯美 L&D 陶瓷”品牌的品牌价值位列建筑陶瓷行业第六，公司品牌优势明显。根据《2025 房建供应链综合实力 TOP500-首选供应商服务品牌测评研究报告》，马可波罗瓷砖以 22.00% 的品牌首选指数，连续十一年荣获建陶品牌供应商排名第一的殊荣。

表 12：2025 年度首选品牌-建筑陶瓷类

排名	2025 年度首选品牌-建筑陶瓷类	品牌首选指数
TOP 1	 马可波罗控股股份有限公司	22%
TOP 2	 蒙娜丽莎集团股份有限公司	19%
TOP 3	 广东东鹏控股股份有限公司	15%
TOP 4	 佛山欧神诺陶瓷有限公司	11%

排名	2025 年度首选品牌-建筑陶瓷类	品牌首选指数
TOP 5	诺贝尔瓷砖 杭州诺贝尔陶瓷有限公司	10%
TOP 6	能强瓷砖·岩板 广东能强陶瓷有限公司	8%
TOP 7	新明珠陶瓷集团 广东新明珠陶瓷集团有限公司	6%
TOP 8	宏宇陶瓷 广东宏威陶瓷实业有限公司	5%
TOP 9	简一®大理石瓷砖 广东简一（集团）陶瓷有限公司	4%
TOP 10	KITO 金意陶 广东金意陶陶瓷集团	3%

资料来源：中房优采平台、招商证券

实施以“经销+直销”的全渠道销售模式。公司销售模式分为直销模式和经销模式；其中，直销模式分为工程销售模式、受托生产销售模式、贸易客户销售模式、零售模式。2024 年，公司实现经销收入 44.84 亿元，同比下降 11.53%，经销毛利率为 41.27%，实现直销收入 28.01 亿元，同比下降 26.50%，直销毛利率为 33.96%。2024 年直销业务模式毛利率有所回升，主要系销售价格较低的大型地产客户销售占比下降，加之大规格瓷砖销售占比提高，平均单价有所提高。公司直销模式中的工程销售模式占比持续下滑，已由 2021 年的 40.36% 下降至 2024 年的 30.44%；近两年公司经销模式收入占比快速提升，2024 年经销收入占比达到 61.55%。

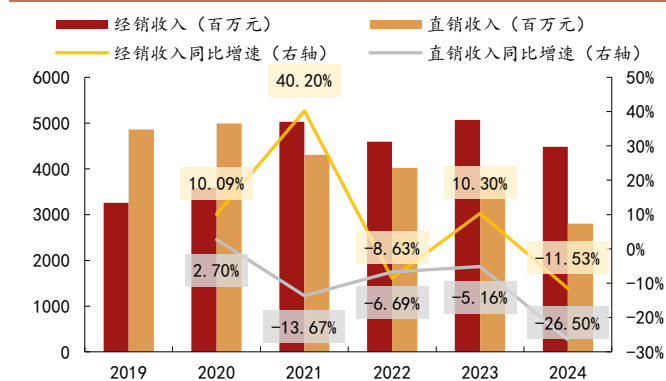
表 13：近两年马可波罗经销收入占比提升

销售模式	2024 年度		2023 年度		2022 年度		2021 年度	
	金额 (百万元)	占比	金额 (百万元)	占比	金额 (百万元)	占比	金额 (百万元)	占比
1、经销	4,484.08	61.55%	5,068.44	57.08%	4,594.99	53.35%	5,028.81	53.87%
2、直销	2,801.39	38.45%	3,811.23	42.92%	4,018.57	46.65%	4,306.74	46.13%
2.1 工程销售模式	2,217.84	30.44%	3,046.24	34.31%	3,280.54	38.09%	3,767.56	40.36%
2.2 受托生产销售模式	263.0428	3.61%	416.81	4.69%	455.37	5.29%	326.37	3.50%
2.3 贸易客户销售模式	310.9123	4.27%	336.64	3.79%	272.18	3.16%	195.91	2.10%
2.4 零售模式	9.5905	0.13%	11.55	0.13%	10.48	0.12%	16.90	0.18%
合计	7,285.46	100.00%	8,879.67	100.00%	8,613.56	100.00%	9,335.55	100.00%

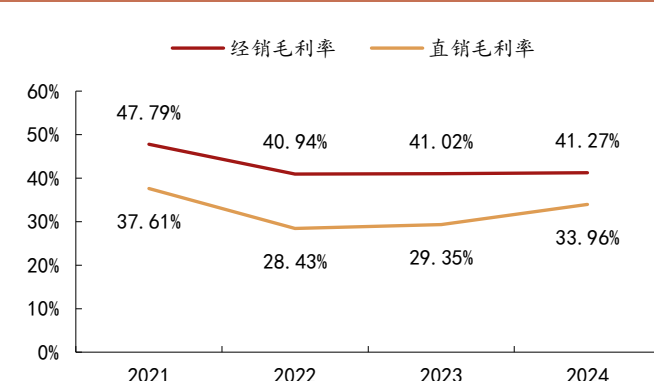
资料来源：招股意向书、招商证券

图 39：2024 年马可波罗经销收入同比下滑 11.53%

图 40：马可波罗经销业务的毛利率高于直销



资料来源：招股意向书、招商证券



资料来源：招股意向书、招商证券

经销端，公司已实现全国范围的渠道覆盖。经销模式下，公司与经销商签订年度经销协议，将产品以卖断形式销售给

经销商。公司坚持“厂商一体化，合作长久化”，深化厂商合作制，并已在全国内地 31 个省、自治区、直辖市建立了经销网络，并深入到县级市场。截至 2024 年末，公司拥有经销商 1447 家，销售终端 8276 家。同时公司注重整装渠道建设，与全国主要城市的重点整装公司均建立良好的合作关系，成为稳定的合作伙伴。销售渠道的覆盖面和下沉程度决定了建筑陶瓷产品能挖掘的市场资源大小。在优质经销商已经普遍有了较为固定的合作厂商的状况下，新进入的企业要花费更多人力、物力和财力方能搭建竞争实力较强的销售渠道。

表 14：马可波罗经销商平均年创收超 300 万元

项目	2024 年	2023 年	2022 年	2021 年
经销模式收入（万元）	448,407.53	506,843.99	459,498.88	502,880.93
经销商数量（家）	1,447	1,478	1,448	1,419
经销商平均创收（万元/家）	309.89	342.93	317.33	354.39

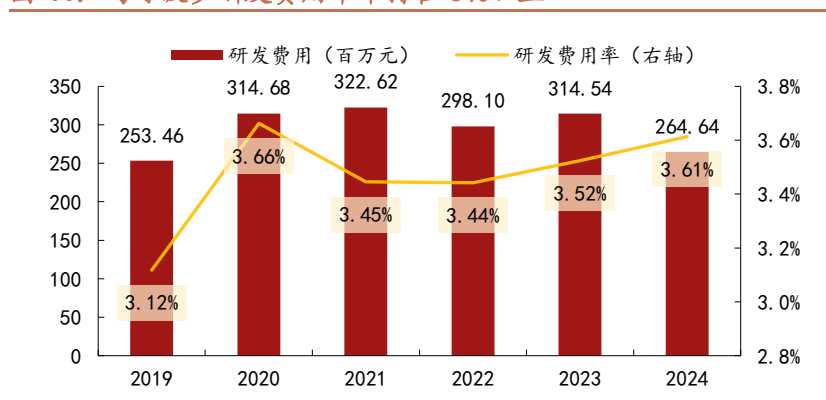
资料来源：招股意向书、招商证券；注：经销商数量统计节点为各报告期末

直销端，公司拥有丰富的工程案例。直销模式是指公司与客户直接签订销售协议并向其销售产品。工程渠道中，大型工程项目甲方对产品生产能力及服务配套能力的要求更高，瓷砖产品生产完成后，交付及售后服务尤为重要。马可波罗已与众多大型集团公司达成战略合作，产品先后入驻奥运场馆、世博、北京大兴国际机场、敦煌国际会展中心等“大国工程”及北京中国尊、上海国际金融中心、广州西塔等众多地标建筑。

2、技术及研发优势：节能环保技术领先，重视 ESG 管理

注重研发和技术创新，积极推动产学研合作。公司设置研发技术中心来承担研发工作，并组建技术委员会与专家委员会，以产学研合作、产业链强强联手研发、国际间合作研修、博士后工作站、大师工作室、工程实践教育基地等多种方式构建创新平台；不断加大科研经费投入，完善创新机制，建立“专业人才阶梯晋升评定机制”。截至 2024 年末，公司共有研发人员 618 人，占总人数的 10.53%。目前公司已创建两个国家级行业创新、设计平台，八个省级创新平台和一个博士后站点，行业首批通过 CNAS 国家实验室认证企业，拥有五家高新技术企业；公司拥有专利 825 项，其中境内授权发明专利 197 项。公司过去 6 年研发费用率维持在 3% 以上，且整体趋势向上。2024 年公司研发费用为 2.65 亿元，同比减少 15.86%，研发费用率为 3.61%，同比提升 0.09pct。

图 41：马可波罗研发费用率维持在 3% 以上



资料来源：Wind、招股意向书、招商证券

绿色制造水平获国家认可。陶瓷企业的生产技术水平和管理水平决定了建筑陶瓷产品的最终图案效果、耐用程度、良品率高低等。马可波罗的绿色制造水平在国内建筑陶瓷行业内处于领先地位，其下属的东莞市唯美陶瓷工业园有限公司、江西和美陶瓷有限公司、江西唯美陶瓷有限公司、重庆唯美陶瓷有限公司四个生产子公司均被授予国家级“绿色工厂”。

节能技术和节能管理方面表现出色。在热能利用上，公司采用多项节能技术，如低温快烧、余热利用、红外干燥等，并使用高效保温材料 and 节能燃烧技术。工艺优化方面，采用多破少磨工艺，显著降低电耗。设备方面，选用高效节能

设备，如连续球磨机、节能电机和变频技术等。用电管理上，合理调整负荷，减少损耗，并进行电力补偿和谐波治理。

提前布局光伏发电，助力生产端节能减排。公司在江西丰城生产基地建成了规模领先的屋面光伏电站，装机容量超 100MW，自 2019 年 9 月并网以来，累计发电超 4 亿度。公司还在扩大该基地的光伏发电站规模，并在其他生产基地规划超 50MW 的光伏发电站。未来，光伏电站规模将超 200MW，年发电量超 2 亿度，预计每年可节约 6 万吨标准煤，减少二氧化碳排放约 12.8 万吨。

绿色环保技术方面成果显著，重视 ESG 管理：

（1）通过自有专利技术实现固废资源化循环利用，如高掺量抛光渣在釉饰陶瓷砖中的产业化应用技术，不仅消化了公司自身产生的工业废渣，还累计收购利用行业其他陶瓷厂家产生的陶瓷废渣过百万吨，为行业的绿色发展做出贡献。

（2）实现了工程弃土资源化利用，每年利用近百万吨，有效减轻当地政府处理难度。

（3）在烟气治理方面，引进先进的干法脱硫技术和节能低氮燃烧技术，脱硫及除尘效率高，无废水产生，无白烟气，脱硫渣易收集资源化处置。

（4）除尘工艺上，公司全工艺过程根据不同的粉尘特性，配套不同结构和材质的高效布袋除尘系统，除尘效率可达 99.99%。

（5）废水治理工艺上，采用废水不落地的设计理念，建设高位沉淀罐，上清液回用生产，下部产生浓浆液直接经管道回用原料工序，全工程实现闭环控制，过程无泄漏污染风险，同时节约占地，现场环境舒适。

（6）公司还对可再生生物质能源进行深入研究，并已在生产中得到利用实施，可再生能源在碳排放方面属于“零碳排放”，可再生能源的利用可以有效解决能源指标，降低用能成本，提升企业竞争力。

3、产品及产能优势：自有产能规模庞大，产能利用率和产销率双高

产品端，持续推陈出新，引领行业发展。公司产品品类丰富，涵盖多种类型和超万种花色，每年推出数百款新产品。公司自主研发的三大核心技术产品——曲面岩板、3mmSPT 智能抛光亮面岩板和 AI 随机无限连纹产品，彰显了企业的先进产品力。公司突破岩板产品生产的三大行业难题和技术瓶颈，生产的岩板产品切割加工性能优越，湿法淋釉装饰效果好，超薄大规格岩板产品强度及柔韧性优越，成功实现抛光工艺。通过结合中国传统文化与现代技术，开发出“陶瓷雕刻砖”等文化产品，并实现产业化。

产能端，全国性布局保障交付能力。公司在广东东莞、广东清远、江西丰城、重庆荣昌及美国田纳西州建有五大生产基地。东莞与清远基地可利用海运的低成本优势满足沿海地区、东北及出口的需要，江西基地可满足华中与华东地区的需要，重庆基地满足西部地区的需要。通过全国性生产基地布局，公司有效降低原料、能源获取成本，节约物流成本，并且保障了快速响应客户需求的交付能力。

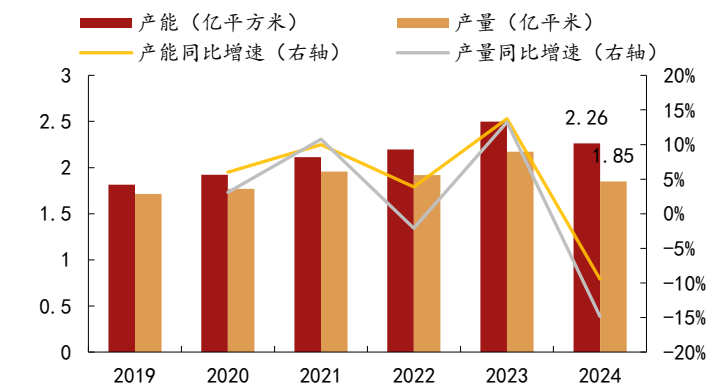
图 42：马可波罗共有五大生产基地



资料来源：招股意向书、招商证券；注：东莞沙田生产基地属于广东东莞生产基地的另一厂区，不是两个独立的生产基地

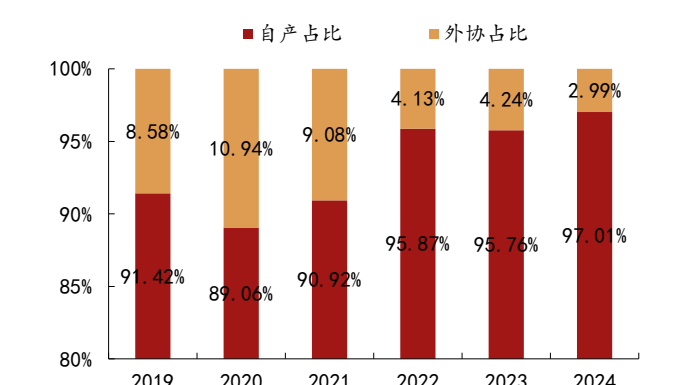
公司主要依靠自产，产能规模行业领先。截至 2024 年末，公司共有自有产能 2.26 亿平方米，同比下降 9.45%，自有产能位列行业前列；2024 年公司产量（不含外协）共计 1.85 亿平方米，同比下降 14.85%。2020 年以来，公司降低外协比例，截至 2024 年末公司自产比例已提升至 97.01%。公司以自主生产为主，部分标准产品采用外协生产。2024 年，公司外协产量为 569.26 万平方米，同比减少 40.81%；其中有釉砖为 551.10 万平方米，无釉砖为 18.16 万平方米。公司外协产量占比已从 2021 年的 9.08% 下降至 2024 年的 2.99%。

图 43：2024 年马可波罗产能达到 2.26 亿平方米



资料来源：招股意向书、招商证券；注：公司产品有釉砖、无釉砖在主要生产环节存在可共用的情况，因此在统计产能利用率时合并统计；产量不包括外协

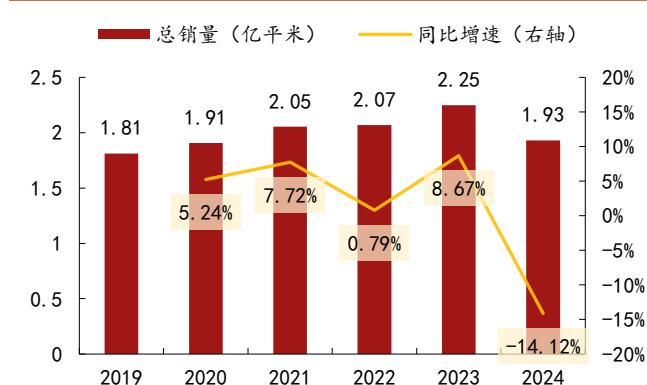
图 44：马可波罗自产比例提升至超过 95%



资料来源：招股意向书、招商证券

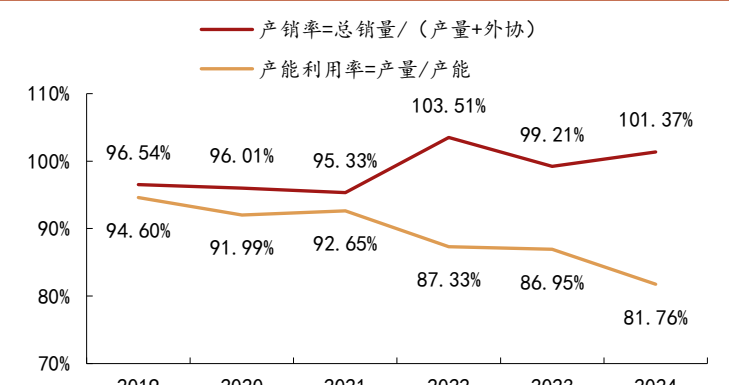
高产销率和高产能利用率彰显公司产品竞争力。公司 2024 年度产能利用率为 81.76%，尽管较 2023 年度同比下跌，但显著优于瓷砖行业总体产能利用率。2024 年马可波罗总销量达到 1.93 亿平方米，同比下降 14.12%，产销率达到 101.37%。公司在行业逆境下仍能维持较高的产能利用率和产销率，体现了公司产品竞争力强劲。我们认为主因公司在渠道建设、品牌推广、产品研发、成本控制和风险管理等方面均较为优秀，从而具备较强的市场应变能力和抗风险能力。

图 45：2024 年马可波罗总销量同比下降 14.12%



资料来源：招股意向书、招商证券

图 46：马可波罗产能利用率、产销率均相对较高



资料来源：招股意向书、招商证券；注：公司产品有釉砖、无釉砖在主要生产环节存在可共用的情况，因此在统计产能利用率时合并统计

4、行业地位：国内建筑陶瓷领军企业，规模和品牌优势领先

公司经营规模、市场占有率行业领先。2022-2024 年，公司营业总收入分别为 86.61 亿元、89.25 亿元、73.24 亿元，市场占有率分别为 2.62%、3.23% 和 3.27%。公司营业收入位列国内建筑陶瓷行业第一梯队，是国内建筑陶瓷行业综合实力第一梯队企业，具有行业代表性及较高地位。

公司所获荣誉较多。公司及产品所获荣誉主要有中国轻工业科技百强企业、中国轻工业二百强企业、中国建筑陶瓷制造业十强企业、中国工业企业 500 强、广东省制造业单项冠军企业、国家知识产权优势企业、东莞市政府质量奖、

广东省守合同重信用企业；所获科研方面荣誉主要有行业首批通过 CNAS 国家实验室认证企业、博士后科研工作站、中国轻工业工程技术研究中心、中国轻工业工业设计中心、8 个省级创新平台。公司及子公司所获绿色生产方面荣誉主要有国家级“绿色工厂”、广东省清洁生产企业、节能先进单位、中国环境标志产品认证证书。

公司品牌优势明显。公司注重品牌建设，以“为中国陶瓷打造出第一个世界知名品牌”为使命，主要拥有“马可波罗瓷砖”“唯美 L&D 陶瓷”两大自有品牌，是国内建筑陶瓷行业最早品牌化的企业之一。2007 年建立东莞市唯美陶瓷博物馆，为瓷砖文化立传；连续 17 年冠名深圳马可波罗队（更名前为东莞马可波罗队）；近年来，大力推进数字化营销，持续提高品牌影响力。经过多年发展，“马可波罗瓷砖”“唯美 L&D 陶瓷”已在行业内拥有较高的知名度和美誉度，“马可波罗”商标是中国驰名商标、广东省著名商标，“唯美 L&D 陶瓷”商标是广东省著名商标。根据世界品牌实验室（WorldBrandLab）发布的 2024 年《中国 500 最具价值品牌》，公司“马可波罗瓷砖”的品牌价值连续十三年位列建筑陶瓷行业第一、“唯美 L&D 陶瓷”的品牌价值位列建筑陶瓷行业第六，根据《2025 房建供应链综合实力 TOP500-首选供应商服务品牌测评研究报告》，“马可波罗瓷砖”以 22.00% 的品牌首选指数，连续十一年荣获建陶品牌供应商排名第一的殊荣。

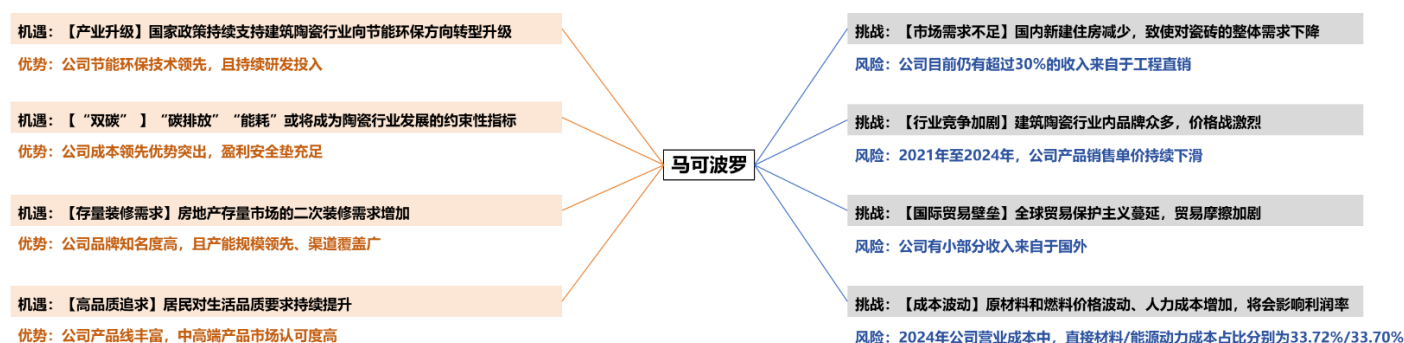
公司渠道布局完善。公司长期重视渠道建设，已形成以“经销业务+直销业务”为主的全渠道销售模式。公司在全国拥有完善、稳定的经销渠道，已在全国内地 31 个省、自治区、直辖市建立了经销网络，并深入到县级市场。截至 2024 年末，公司经销商 1447 家，销售终端 8276 家。

5、发展前景展望：机遇与挑战并存

马可波罗作为国内建筑陶瓷行业的领军企业，有望受益于行业机遇，维持强者恒强。

- （1）产业升级机遇：**国家政策持续支持建筑陶瓷行业向节能环保方向转型升级，为马可波罗创造了有利的发展环境。
- （2）存量装修需求机遇：**城镇化进程持续推进，叠加房地产存量市场的二次装修需求，有利于支撑国内瓷砖需求。
- （3）高品质追求的机遇：**居民对生活品质要求的提升将进一步推动高品质建筑陶瓷产品市场的发展。
- （4）“双碳”机遇：**随着“碳排放”“能耗”成为陶瓷行业发展的约束性指标，自动化、智能化、绿色化成为行业发展趋势，节能降碳改造的深入在推高新建产线成本的同时，将加速陶瓷行业落后产能的淘汰，扩大高端产能的供给，有利于以马可波罗为代表，具备技术和规模优势的头部企业进一步扩大规模 and 市场份额。

图 47：马可波罗未来发展可能面临的机遇与挑战



资料来源：招股意向书、招商证券绘制

马可波罗在未来的发展过程中仍会面临一些挑战。

- （1）市场需求下滑挑战：**新建住房减少致使对瓷砖的整体需求下降，公司目前仍有超过 30% 的收入来自于工程直销，若新建住房持续减少或主要房企客户存在爆雷风险，将对公司的订单获取和业绩造成比较大的影响。
- （2）行业竞争加剧挑战：**建筑陶瓷行业内品牌众多，竞争激烈，其他品牌通过降价等手段抢占市场份额。据招股意

向书收入及销量数据测算，2022-2024 年，公司产品销售单价分别为 41.62 元/平米、39.48 元/平米和 37.72 元/平米，呈下降趋势。

（3）国际贸易壁垒挑战：我国作为最大的建筑陶瓷生产及出口国，产品质量好、价格低，对海外建筑陶瓷市场造成了一定冲击。为了保护本国建筑陶瓷产业，一些国家和地区建立了贸易壁垒以阻碍我国建筑陶瓷出口。2023 年，公司约有 6%的收入来自于国外。若未来公司有继续向海外发展的战略，国际贸易壁垒将是需要直面的挑战。

（4）成本波动的挑战：瓷砖生产的主要原材料包括黏土、长石、石英砂等，这些原材料的价格受市场供求关系、矿产资源政策、国际市场价格等因素影响，此外瓷砖生产过程中还需要消耗大量的能源，如天然气、煤炭、电力等，能源价格同样受国际政治局势、国内能源政策、季节需求变化等因素影响。2024 年公司营业成本中，直接材料成本占比为 33.72%，能源动力成本占比为 33.70%，若原材料和能源成本上涨，将会挤压公司盈利空间。此外，还需关注国内人力成本的提升对公司直接人工成本和费用的影响。

四、募投项目分析

公司本次发行募集资金拟投资于 5 个项目，聚焦于智能化和绿色化升级改造。募投项目聚焦在智能产业园建设、生产线绿色智能制造升级改造等方面，有利于提升公司绿色化、高端化、智能化生产水平。募集资金扣除发行费用后将全部用于公司主营业务发展，有助于降本增效、提升公司盈利能力，夯实竞争力，巩固公司行业领先地位。

表 15：马可波罗拟募集资金投资项目

序号	项目名称	项目总投资额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	备案情况	环评情况
1	江西加美陶瓷有限公司智能陶瓷家居产业园（一期）建设项目	67,438.37	67,438.37	2020-360981-30-03-049644	丰环评字〔2022〕22 号
2	江西唯美陶瓷有限公司陶瓷生产线绿色智能制造升级改造项目	49,139.64	49,139.64	2203-360981-07-02-543789	不适用
3	广东家美陶瓷有限公司绿色智能制造升级改造项目	40,203.89	40,203.89	2112-441802-04-02-939676	不适用
4	江西和美陶瓷有限公司建筑陶瓷生产线绿色智能制造升级改造项目	38,184.99	38,184.99	2201-360981-07-02-977853	不适用
5	马可波罗控股股份有限公司综合能力提升项目	42,689.37	42,689.37	2201-441900-04-05-158146	不适用
合计		237,656.26	237,656.26		

资料来源：招股意向书、招商证券

本次募投项目的顺利实施有助于强化公司研发和制造的优势，巩固公司在建筑陶瓷行业的领先地位，提高公司的综合竞争力和抗风险能力：

1、江西加美陶瓷有限公司智能陶瓷家居产业园（一期）建设项目

（1）扩大自有产能，降低外协成本：项目建成后，公司将新增各类高端陶瓷产品年产能 1000 万平方米，提升公司的自主生产供给能力，降低外协比例，从而减少相关的加工费、管理费以及因协作产生的运输成本。

（2）促进高附加值产品比例提升，增强公司产品竞争力，提高盈利能力。公司在产品结构方面加大了岩板的比例，岩板相对于常规瓷砖，更节能、环保，符合行业产品的发展趋势，也符合消费者对于家居生活品质要求的提高。此外，高附加值产品的销售占比提高有利于提升公司毛利率。

（3）完善产业布局，扩大成本优势：在陶瓷生产的成本构成中，原材料与燃料成本通常占比较高。项目所在地丰城拥有丰富的能源与矿产资源、优越的区位条件与便捷的交通网络，有利于进一步扩大公司的成本优势。

2、绿色智能制造升级改造项目：包括江西唯美陶瓷有限公司陶瓷生产线绿色智能制造升级改造项目、广东家美陶瓷有限公司绿色智能制造升级改造项目、江西和美陶瓷有限公司建筑陶瓷生产线绿色智能制造升级改造项目

(1) 提升生产效率与智能化水平，降低生产成本：通过引入先进的生产设备和智能化管理系统，能够大幅提升生产过程中的自动化程度，减少人工干预，从而提高生产效率，并有利于降低人工等制造成本。

(2) 顺应国家节能减排的要求，降低生产能耗：江西加美陶瓷有限公司智能陶瓷家居产业园（一期）建设项目在提高公司产能的基础上，符合国家鼓励的“陶瓷集中制粉、陶瓷园区清洁煤制气生产技术开发与集中应用”，充分顺应国家政策对建筑陶瓷行业节能减排的新要求。通过本项目实施，有助于加快改造生产设备升级改造和改进产品生产工艺，降低单位产品生产耗能，促进实现公司的节能减排目标。

(3) 优化产品质量，提升产品竞争力：绿色智能制造升级改造有助于对生产过程进行更精细的控制。从原材料的筛选、加工到成品的产出，每一个环节都能通过智能化设备和先进工艺进行严格把控，降低产品次品率，提升产品的一致性和稳定性，使得马可波罗的陶瓷产品在质量上更具竞争力，满足消费者对高品质家居建材的需求。

3、马可波罗控股股份有限公司综合能力提升项目：包括计划进行信息化中心升级、品牌推广营销和智能仓储建设

(1) 增强公司综合运营能力：通过升级信息化中心，促进实现经营管理数据的实时共享与流通，有助于精准安排生产计划，减少库存积压或缺货情况，及时采购原材料，提升采购效率和准确性，让企业运营流程更加顺畅高效。

(2) 增强品牌知名度与影响力：通过多元化的品牌推广营销手段，如线上广告投放、社交媒体营销、参加行业展会、举办品牌活动等，可以让更多的潜在消费者认识和了解马可波罗品牌及其产品。有利于展示企业的创新产品和技术实力，提升品牌影响力，拓展市场。

(3) 提高仓储管理效率，优化库存管理：智能仓储建设有助于实现货物的快速存储、检索和分拣，大幅减少人工操作时间和错误率，提升仓储作业效率。此外，智能仓储系统能够实时监控库存水平，通过与销售系统、生产系统的集成，实现库存的精准管理。依据销售数据预测和生产计划，合理安排库存，减少库存积压占用的资金，同时确保生产和销售所需货物的及时供应。

五、可比公司投资价值比较

1、可比上市公司简介

从主营业务建筑陶瓷产品收入的角度，选取可比上市公司为东鹏控股、蒙娜丽莎、帝欧水华和新明珠。

东鹏控股（003012.SZ）：始创于 1972 年，是国内领先的整体家居解决方案提供商。2020 年 10 月在深交所上市。业务涵盖瓷砖、整装卫浴、木地板、绿色材料、整体家居等。在玻化砖、釉面砖、仿古砖、幕墙瓷板、洁具等陶瓷产品体系方面具有行业领先优势。品牌享誉国内外，产品广泛应用于全球高端地标项目，如北京大兴机场、港珠澳大桥等。2024 年，东鹏控股实现营业总收入 64.69 亿元，同比下降 16.77%；归母净利润为 3.28 亿元，同比下降 54.41%。

蒙娜丽莎（002918.SZ）：成立于 1992 年，总部位于佛山市，是一家集科研开发、创意设计、专业生产、市场营销为一体的高新技术上市陶瓷企业。主要产品为建筑陶瓷制品，包括陶瓷砖、陶瓷板（岩板）、薄型陶瓷砖等。拥有佛山西樵、广东清远、广西藤县、江西高安四个生产基地。品牌荣获中国驰名商标、中国名牌产品等行业最高荣誉。2024 年，蒙娜丽莎实现营业总收入 46.31 亿元，同比下降 21.79%；归母净利润为 1.25 亿元，同比下降 53.06%。

帝欧水华（002798.SZ）：创立于 1994 年，是一家专注生产高品质卫生洁具的企业。2016 年在深交所上市。旗下拥有“帝王”洁具、“欧神诺”陶瓷两大品牌，产品线覆盖瓷砖和卫浴全系品类。品牌享誉国内外，产品涵盖浴室柜、坐便器、淋浴器、淋浴房、浴缸、龙头等全卫精品。注重产品研发和创新，致力于智能家居产品的设计与市场推广。

2024 年，帝欧水华实现营业总收入 27.41 亿元，同比下降 27.12%；归母净利润亏损 5.69 亿元。

新明珠（于 2022 年提交招股书）：创始于 1993 年，是一家集产品设计、研发、生产、销售加服务于一体的新型建材企业集团。产品涵盖陶瓷砖（包括抛釉砖、仿古砖、抛光砖和瓷片等）和陶瓷板材（包括陶瓷岩板、陶瓷薄板、陶瓷大板等）等十余个品类。旗下拥有“冠珠”、“萨米特”、“新明珠岩板”等多元化品牌。服务端，公司建立了岩板精工交付服务平台“明珠科筑”，提供一站式服务。2022 年，新明珠实现营业总收入 74.24 亿元，同比下降 12.59%；归母净利润为 6.12 亿元，同比增长 0.15%。

表 16：可比公司产品业务结构比较

公司名称	产品类别	2024 年度收入占比	应用领域
马可波罗	有釉砖	97.62%	应用于住宅的客厅、卧室、厨房、卫生间等室内地面和墙面装饰，以及商业场所如商场、酒店、写字楼的公共区域地面和墙面装饰
	无釉砖	1.85%	常用于对耐磨性要求较高的场所，如工业厂房、仓库的地面，以及一些户外广场、公园步道等地面铺设
	其他业务	0.53%	-
东鹏控股	瓷砖-有釉砖	81.28%	应用于住宅的客厅、卧室、厨房、卫生间等室内地面和墙面装饰，以及商业场所如商场、酒店、写字楼的公共区域地面和墙面装饰
	瓷砖-无釉砖	1.99%	常用于对耐磨性要求较高的场所，如工业厂房、仓库的地面，以及一些户外广场、公园步道等地面铺设
	卫生洁具-卫生陶瓷	7.63%	应用于家庭卫生间的马桶、洗手盆、蹲便器等，以及商业场所如酒店、写字楼、医院等的卫生间洁具配置
	卫生洁具-卫浴产品	6.53%	涵盖浴室柜、淋浴房、水龙头等产品，用于家庭和商业场所卫生间的配套装饰和使用
	其他主营业务	2.57%	-
蒙娜丽莎	瓷质有釉砖	79.32%	广泛应用于住宅的客厅、卧室、厨房、卫生间等室内地面和墙面装饰，以及商业场所如商场、酒店、写字楼的公共区域地面和墙面装饰
	陶瓷薄板/薄砖	12.08%	除用于建筑空间装修装饰外，还可广泛用于家居台面、柜面、电器面板、装配式建筑等新型应用领域
	非瓷质有釉砖	5.40%	可用于室内墙面装饰，如餐厅、卧室墙面等，以其丰富的花色和图案营造装饰效果
	瓷质无釉砖	0.81%	常用于对耐磨性要求较高的场所，如工业厂房、仓库的地面，以及一些户外广场、公园步道等地面铺设
	其他主营业务	0.67%	-
	其他业务	1.73%	-
帝欧水华	陶瓷墙地砖	75.39%	应用于住宅、商业建筑、公共设施等的地面和墙面装饰
	卫浴产品	19.71%	涵盖浴室柜、淋浴房、水龙头等产品，用于家庭和商业场所卫生间的配套装饰和使用
	亚克力板	3.92%	可用于卫浴产品的部件制作，如浴缸、洗手盆等；也可用于一些室内装饰的透光材料，如隔断、灯罩等
	其他业务	0.97%	-
新明珠	陶瓷砖	73.14%（2022 年）	应用于住宅、商业建筑、公共设施等的地面和墙面装饰
	陶瓷板材	26.71%（2022 年）	除用于建筑空间装修装饰外，还可广泛用于家居台面、柜面、电器面板、装配式建筑等新型应用领域
	其他主营业务	0.15%（2022 年）	-

资料来源：招股意向书、Wind、招商证券；注：帝欧家居于 2025 年 9 月 10 日公告公司中文名称已由“帝欧家居集团股份有限公司”变更为“帝欧水华集团股份有限公司”，证券简称由“帝欧家居”变更为“帝欧水华”

2、发行人与可比上市公司财务比较

营收规模：马可波罗收入体量大于可比公司，规模优势和抗风险能力更强。从体量来看，2022-2024 年，马可波罗营业总收入规模处于 70-90 亿元区间，显著领先于目前已上市的可比公司。从趋势来看，受房地产市场波动、市场竞争加剧以及原材料和能源价格波动等影响，2022-2024 年，各公司营业收入普遍呈现下降趋势。但马可波罗营业收入降幅小于行业平均水平，抗风险能力相对更强。

表 17：可比公司营业收入及增速对比（单位：百万元）

公司名称	2024 年度	2023 年度	2022 年度	近三年营收增长率
东鹏控股	6,469.49	7,772.76	6,929.86	-3.38%
蒙娜丽莎	4,630.84	5,920.79	6,228.58	-13.77%
帝欧水华	2,740.58	3,760.45	4,112.04	-18.36%
新明珠	未披露	未披露	7,424.20	NA
可比公司平均	4,613.64	5,818.00	6,173.67	-13.55%
马可波罗	7,324.31	8,924.75	8,660.93	-8.04%

资料来源：招股意向书、iFinD、招商证券；注：2023、2024 年度“可比公司平均”中不包含新明珠；“近三年营收增长率”采用 2022-2024 年均复合增速

盈利能力: 马可波罗的毛利率和净利率均显著高于可比公司平均水平。与盈利可比公司的算术平均值相比，2022-2024 年，马可波罗的毛利率分别高出 8.66pct、5.23pct、9.95pct，净利率分别高出 11.93pct、7.85pct、14.19pct。尽管整体市场环境不利，公司仍保持了较高的利润率水平。

表 18：可比公司盈利能力比较

公司名称	归母净利润（百万元）			毛利率（%）			净利率（%）		
	2024	2023	2022	2024	2023	2022	2024	2023	2022
东鹏控股	328.46	720.43	202.01	29.69	32.02	29.73	5.04	9.26	2.87
蒙娜丽莎	124.96	266.24	-380.70	27.32	29.51	23.65	2.81	5.36	-5.57
帝欧水华	-569.07	-658.10	-1,507.52	19.75	22.96	17.55	-20.77	-17.52	-36.69
新明珠	未披露	未披露	611.68	未披露	未披露	23.22	未披露	未披露	8.25
可比公司平均（盈利公司）	226.71	493.34	406.85	28.51	30.76	26.48	3.92	7.31	5.56
可比公司平均（未盈利公司）	-569.07	-658.10	-944.11	19.75	22.96	20.60	-20.77	-17.52	-21.13
可比公司平均（整体）	-38.55	109.52	-268.63	25.59	28.16	23.54	-4.31	-0.97	-7.79
马可波罗	1,326.91	1,352.94	1,514.35	38.45	35.99	35.14	18.12	15.16	17.48

资料来源：招股意向书、iFinD、招商证券；注：2023、2024 年度“可比公司平均”中不包含新明珠

资本结构与偿债能力:马可波罗资产负债率逐年下降,偿债能力持续提升。公司资产负债率在 2022-2024 年持续下降，从 44.11%降至 32.12%，受益于公司在行业寒冬时仍实现较为不错的盈利，公司内部积累增加，从而改善了资本结构。2022-2024 年公司流动比率和速动比率逐年上升，2024 年分别达到 2.05 和 1.65，体现了公司短期偿债能力的增强，主要受益于公司销售回款较为良好。与可比公司相比，马可波罗的资产负债率低于平均水平，流动比率和速动比率显著高于平均水平，短期偿债能力较优。

表 19：可比公司资本结构及偿债能力对比

公司名称	资产负债率（%）			流动比率			速动比率		
	2024	2023	2022	2024	2023	2022	2024	2023	2022
东鹏控股	36.29	37.97	43.61	1.56	1.50	1.23	1.11	1.10	0.85
蒙娜丽莎	52.59	60.92	65.21	1.23	1.36	1.33	0.85	0.94	0.88
帝欧水华	72.33	66.93	64.11	0.99	1.28	1.35	0.67	0.94	1.05
新明珠	未披露	未披露	37.36	未披露	未披露	1.48	未披露	未披露	1.00
可比公司平均	53.74	55.27	52.57	1.26	1.38	1.35	0.87	1.00	0.95
马可波罗	32.12	37.67	44.11	2.05	1.83	1.63	1.65	1.32	1.11

资料来源：招股意向书、iFinD、招商证券

表 20：可比公司期间费用率对比

公司	四项期间费用率（%）		
	2024	2023	2022
东鹏控股	21.31	18.90	24.29
蒙娜丽莎	19.78	19.18	20.46
帝欧水华	30.04	24.75	31.36
新明珠	未披露	未披露	13.62
可比公司平均	23.71	20.95	22.43
马可波罗	13.08	11.90	12.19

资料来源：招股意向书、iFinD、招商证券

费用控制能力：马可波罗期间费用率显著优于可比公司算术平均。2022-2024 年，马可波罗的期间费用率分别为 12.19%、11.90%、13.08%，显著优于可比公司平均，彰显公司优秀的费用控制能力。分结构来看，公司管理费用率、销售费用率和财务费用率三项在可比公司中均处于领先水平，主要由于公司收入规模较大，规模效应明显，此外还与公司的人员精简相关。此外，2024 年马可波罗研发费用率与东鹏控股、蒙娜丽莎相当，低于帝欧水华，行业头部品牌均较为重视研发投入，主要因瓷砖产品更新换代较快，消费者对产品的功能、美观、环保等方面要求不断提高，为了满足市场需求，提升产品竞争力，头部品牌需要不断投入研发，开发新产品和新工艺。

表 21：可比公司管理费用率和研发费用率对比

公司	管理费用率（%）			研发费用率（%）		
	2024	2023	2022	2024	2023	2022
东鹏控股	6.58	5.48	8.40	3.59	2.96	2.69
蒙娜丽莎	9.54	7.64	7.18	3.59	3.61	3.77
帝欧水华	8.98	5.59	7.01	4.74	4.43	5.59
新明珠	未披露	未披露	5.28	未披露	未披露	2.37
可比公司平均	8.37	6.24	6.97	3.98	3.67	3.60
马可波罗	4.44	4.00	4.18	3.61	3.52	3.44

资料来源：招股意向书、iFinD、招商证券

表 22：可比公司销售费用率和财务费用率对比

公司	销售费用率（%）			财务费用率（%）		
	2024	2023	2022	2024	2023	2022
东鹏控股	11.67	11.45	13.62	-0.53	-0.99	-0.43
蒙娜丽莎	6.40	6.41	8.27	0.24	1.52	1.24
帝欧水华	10.98	10.56	14.69	5.33	4.17	4.07
新明珠	未披露	未披露	6.27	未披露	未披露	-0.30
可比公司平均	9.68	9.47	10.71	1.68	1.57	1.14
马可波罗	5.64	4.90	4.72	-0.62	-0.52	-0.15

资料来源：招股意向书、iFinD、招商证券

营运能力：马可波罗应收账款周转率和存货周转率略低于行业平均水平。2022-2023 年马可波罗应收账款周转率总体来看低于同行业平均水平，主要是由于公司工程渠道收入占比较高，使得应收账款余额较高所致；2024 年公司渠道优化加码，应收账款周转率有所提高。马可波罗存货周转率略低于行业平均水平，主因公司较为注重坯料原料等主要原材料的储备，原材料库存规模较大，占比较同行高。

表 23：可比公司营运能力对比

公司	应收账款周转率			存货周转率		
	2024	2023	2022	2024	2023	2022
东鹏控股	6.72	7.10	5.81	2.71	3.04	2.85
蒙娜丽莎	2.65	2.22	1.53	3.12	3.86	3.32
帝欧水华	6.14	6.39	5.48	2.68	2.50	2.44
新明珠	未披露	未披露	5.77	未披露	未披露	3.64
可比公司平均	5.17	5.24	4.65	2.84	3.13	3.06
马可波罗	5.21	4.92	4.06	2.59	2.85	2.50

资料来源：招股意向书、iFinD、招商证券

减值风险：与同行相比，马可波罗坏账准备计提比例更为谨慎，坏账准备计提充分。2022-2024 年，公司应收账款及应收票据占总营收比重分别为 24.05%、17.97%、16.86%，比重逐年下降。2023、2024 年公司资产及信用减值损失占总营收比重分别为 6.26%、5.70%，显著高于东鹏控股和蒙娜丽莎。

表 24：可比公司应收账款坏账计提比例对比

公司名称	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3-4 年	4-5 年	5 年以上
东鹏控股	5%	10%	30%	50%	100%	100%
帝欧水华	5%	10%	30%	50%	100%	100%
蒙娜丽莎	5%	10%	30%	50%	100%	100%
新明珠	5%	20%	50%	100%	100%	100%
马可波罗	10%	20%	50%	100%	100%	100%

资料来源：招股意向书、招商证券

表 25：可比公司应收款项余额&减值损失对比

公司	应收账款及应收票据/营业总收入（%）			（资产&信用减值损失）/营业总收入（%）		
	2024	2023	2022	2024	2023	2022
东鹏控股	14.12	14.53	18.19	2.29	2.70	3.38
蒙娜丽莎	14.66	14.82	17.80	3.18	3.80	9.84
帝欧水华	26.42	35.93	50.82	10.78	16.36	25.67
新明珠	未披露	未披露	19.36	未披露	未披露	0.66
可比公司平均	18.40	21.76	26.54	5.42	7.62	9.89
马可波罗	16.86	17.97	24.05	5.70	6.26	1.97

资料来源：招股意向书、iFinD、招商证券

3、发行人与可比上市公司非财务比较

（1）品牌与行业地位

马可波罗：公司以“文化陶瓷”为核心，以“为中国陶瓷打造出第一个世界知名品牌”为使命，旗下拥有“马可波罗瓷砖”与“唯美 L&D 陶瓷”两大品牌，是国内建筑陶瓷行业最早品牌化的企业之一。公司产品远销全球多个国家和地区，产品风格融合仿古砖的历史底蕴与岩板的现代质感。从行业地位来看，根据世界品牌实验室（WorldBrandLab）发布的 2024 年《中国 500 最具价值品牌》，公司“马可波罗瓷砖”的品牌价值连续十三年位列建筑陶瓷行业第一、“唯美 L&D 陶瓷”的品牌价值位列建筑陶瓷行业第六，公司行业领先地位突出。根据 2025 年发布的《2025 房建供应链企业综合实力 TOP500-首选供应商服务商测评报告》，马可波罗瓷砖以 22.00%的品牌首选指数，连续十一年荣

获建陶品牌供应商排名第一。

东鹏控股：公司构建了“智慧家居生态”，旗下东鹏瓷砖、东鹏洁具形成双品牌矩阵，核心市场以国内一二线城市为主。公司产品线丰富，涵盖瓷砖、卫浴、辅材（防水、瓷砖胶、美缝剂）等系列产品 and “装到家”服务；凭借“1+N 绿建解决方案”、幕墙干挂、一体保温等技术，以“产品+交付+服务”的模式解决用户采购、施工和使用痛点，满足用户对品质、效率和服务的多重追求，不断提高产品竞争力和品牌美誉度。从行业地位来看，“东鹏”是中国建筑卫生陶瓷行业的头部品牌之一，荣获中国建筑陶瓷、卫生洁具行业“龙头企业奖”，连续多年获世界品牌实验室评为行业内最有价值品牌在产品研发、生产技术、营销渠道、品牌影响力、专业服务能力等方面位居行业前列，是建陶行业的头部一线品牌。

蒙娜丽莎：公司坚持“每个家都值得拥有蒙娜丽莎”的品牌理念，以“大瓷砖、大建材、大家居”为发展战略，旗下拥有“蒙娜丽莎”、“QD”、“美尔奇”品牌。公司主要产品包括陶瓷砖、陶瓷板（岩板）、薄型陶瓷砖等，并不断丰富瓷砖辅料类产品，包括瓷砖胶、背胶、美缝剂等。产品应用范围包括家居装修、大型市政建设、商业空间、轨道交通、岩板家具、瓷板艺术等。从行业地位来看，公司是中国陶瓷工业协会副理事长单位，中国建筑卫生陶瓷协会副会长单位，全国建筑卫生陶瓷标准化技术委员会副主任单位，获得中国质量奖提名奖，是杭州亚运会官方建筑陶瓷供应商。公司在研发实力、工艺装备、应用技术、销售模式、专业的系统服务能力、品牌影响力等方面位居行业前列，并且是行业陶瓷大板、岩板的开拓者和领跑者，属行业头部品牌。

帝欧水华：公司是国内领先的卫浴、建筑陶瓷产品的研发生产制造企业之一，旗下拥有“帝王”洁具、“欧神诺”陶瓷两大品牌，经过 30 多年的持续经营和发展，产品线已覆盖瓷砖和卫浴全系品类。经过 27 年的经营和创新，欧神诺已发展成为行业头部品牌，产品包括中国玉、岩板、瓷砖、轻质幕墙陶瓷板、景观厚砖、人造石、马赛克、实验室陶瓷台面以及铺贴辅助材料等全品类。从行业地位来看，公司是国内最早一批卫浴生产制造企业，是中国建筑装饰协会第九届理事会理事单位，也是《非陶瓷类卫生洁具》行业标准、《卫生洁具智能坐便器》国家标准、中国建筑材料协会标准《浴室柜》标准等行业及产品标准的重要起草单位，创新和研发实力处于行业前列。

新明珠：公司采用多品牌矩阵策略，拥有“冠珠”、“萨米特”、“新明珠岩板”等多个建筑陶瓷品牌，经过多年精心经营，在国内已具有较高知名度和美誉度。其中，“冠珠”主推中华风采和东方美学，“萨米特”突出国际化和多元化设计，是公司两大优势品牌，而“新明珠岩板”则是公司围绕陶瓷板材产品专门设立的高端岩板品牌，致力于丰富和拓展新的市场应用领域。从行业地位来看，公司是建筑陶瓷行业第一梯队企业，在陶瓷大板、岩板等高端产品的设计、研发、生产和销售方面处于行业领先地位，具有行业代表和示范作用。

从产品单位售价来看，2022-2024 年马可波罗建筑陶瓷产品单价分别为 41.62 元/平方米、39.48 元/平方米和 37.72 元/平方米，与蒙娜丽莎相当，2022、2023 年略低于东鹏控股。但受益于公司对产品成本的严格把控，2022-2024 年马可波罗建筑陶瓷产品单位毛利分别为 14.63 元/平方米、14.21 元/平方米、14.51 元/平方米，高于可比公司同行。

表 26：可比公司产品盈利情况对比

公司名称	建筑陶瓷单位售价（元/平方米）			建筑陶瓷单位成本（元/平方米）			建筑陶瓷单位毛利（元/平方米）		
	2024	2023	2022	2024	2023	2022	2024	2023	2022
东鹏控股	35.92	40.09	43.42	24.80	26.67	30.01	11.12	13.42	13.42
蒙娜丽莎	36.28	39.49	41.25	26.21	27.83	31.50	10.07	11.65	9.76
帝欧水华	30.23	35.04	36.36	24.74	27.32	30.69	5.49	7.72	5.66
新明珠	未披露	未披露	38.72	未披露	未披露	29.73	未披露	未披露	8.99
可比公司平均	34.14	38.21	39.94	25.25	27.27	30.48	8.90	10.93	9.46
马可波罗	37.72	39.48	41.62	23.21	25.27	26.99	14.51	14.21	14.63

资料来源：各公司年报、招股意向书、招商证券

（2）生产与供应链管理

马可波罗：公司在广东东莞、广东清远、江西丰城、重庆荣昌及美国田纳西州建有 5 大生产基地，年产能超 2 亿平方

米。公司下属四个生产子公司被授予国家级“绿色工厂”，并获得广东省“清洁生产企业”“节能先进单位”“陶瓷行业绿色制造指数首批示范试点企业”等荣誉。唯美工业园还获得《中国环境标志产品认证证书》。公司生产基地布局合理，可降低原料、能源成本与物流成本，同时加快了交货速度，更好地响应客户需求。东莞与清远基地可利用海运的低成本优势满足沿海地区、东北及出口的需要，江西基地可满足华中与华东地区的需要，重庆基地满足西部地区的需要。

东鹏控股：公司自有生产基地布局华南、华中和西南等主要建陶产区，具备较强的全国辐射能力。在广东、江西、湖南、山西和重庆等省市建有瓷砖、卫浴生产基地，并拥有 40 余条瓷砖、卫浴先进生产线和建设土地储备，是工业和信息化部列入的第一批绿色工厂示范单位，清远、江西和重庆三大生产基地均荣获“国家级绿色工厂”称号。东鹏拥有基地仓、中心仓和共享仓组成的全国布局的供应链系统，能够有效增加对经销商尤其是中小经销商的支持，提升交付效率、降低物流和仓储成本；全国布局的各大基地有利于实现属地化供应，有效带动所在区域的品牌提升，为经销商和用户 提供属地化的、高效的产品和供应链支持，有利于业务和市场开拓。

蒙娜丽莎：公司拥有佛山、清远、藤县、高安 4 个生产基地，公司在四个生产基地均建立了建筑陶瓷技术研究院，并全部获授“绿色工厂”称号。在建筑陶瓷产品研发设计、基础研究、智能制造、应用技术和环保治理等多方面，展开多层次研究，产品与服务再次升级。公司通过对产品的绿色化、艺术化、智能化生产工艺升级，在建筑陶瓷向家居场景的应用方面得到进一步拓展，带动了岩板、大板风潮，突破了建筑陶瓷产品的传统应用领域。

帝欧水华：目前公司在全国总共拥有 6 个生产基地，其中瓷砖业务的生产基地分别位于广东佛山三水、江西景德镇和广西藤县，卫浴业务的生产基地分别位于重庆永川、成都东部新区，公司亚克力板业生产基地位于成都温江。欧神诺拥有 3 大智造工厂，建设了 5G 数智双层窑岩板线、零碳燃烧技术联合创新研发中心，在智能化生产、数字化管理等方面处于行业领先地位。公司在全国六大生产基地建有行业领先的瓷砖/卫浴生产线，通过优质的、稳定的供应链基地实现产销一体化，确保产品具备规模制造、物流等综合成本竞争优势。

新明珠：公司建有广东佛山、广东肇庆、江西高安和湖北黄冈 4 大生产基地，年产能超过 2 亿平方米，产能规模在行业内处于第一梯队。公司配备有西斯特姆 3 万吨压机、Airpower 喷釉设备、20 通道数码喷墨打印机等行业先进生产设备，拥有全球最长的 415.8 米双层窑炉陶瓷岩板生产线，在产能规模、新型产品制造布局、产能区域布局等方面形成优势。

表 27：可比公司产销量对比

公司名称	建筑陶瓷产量（万平方米）			建筑陶瓷销量（万平方米）		
	2024	2023	2022	2024	2023	2022
东鹏控股	12,806.31	13,077.01	10,828.13	14,997.42	16,416.08	13,277.74
蒙娜丽莎	11,064.55	14,891.71	14,371.12	12,457.21	14,891.17	14,823.35
帝欧水华	6,750.81	8,668.48	7,821.91	6,835.21	8,600.98	9,046.36
新明珠	未披露	未披露	16,135.21	未披露	未披露	19,011.59
可比公司平均	10,207.22	12,212.40	12,289.09	11,429.95	13,302.74	14,039.76
马可波罗	18,483.09	21,706.76	19,170.10	19,313.47	22,490.02	20,695.94

资料来源：各公司年报、招股意向书、招商证券

（3）研发与创新

马可波罗：公司依托自有的两个国家级行业创新、设计平台，八个省级创新平台和一个博士后站点，大力研发新工艺、新技术。开发出仿木、仿石、仿皮等图案丰富、质感逼真细腻的系列新产品，研发出防滑、防静电、耐磨、易清洁、杀菌等高功能新技术产品。公司自主研发的三大核心技术产品——曲面岩板、3mmSPT 智能抛光亮面岩板以及 AI 随机无限连纹产品，彰显了企业先进的产品力。公司下属子公司有 5 家国家高新技术企业，截至 2024 年末，公司及子公司共拥有专利 825 项，45 项科技成果技术达到国际先进或国际领先，具备较强的研发实力。

东鹏控股：公司持续推出降醛、抗菌、防滑等健康瓷砖/岩板、墙面岩板、石墨烯智暖岩板、免烧生态石、装配式卫

浴等创新性低碳绿色产品，以及干法制粉等创新生产工艺，引领行业转型与进步。东鹏坚持技术创新，已累计投入建设各类创新平台 36 个。截至 2024 年末，拥有各类型有效专利 1447 项，其中包括发明专利 404 项，并参与起草了 138 项瓷砖及卫浴产品标准，推动行业规范化发展。

蒙娜丽莎：公司始终以研发创新为核心驱动力，构建了覆盖技术攻关、产品迭代、绿色智造的全链条创新体系。公司核心技术团队稳定且产学研协同高效，与国内多所高校及科研院所深度合作，2024 年，全年新增 11 项国际领先/先进成果，陶瓷板材薄型化及表面功能化技术入选“科创中国”产业创新榜单。产品创新方面，通过工艺叠加与智能化升级，持续迭代釉面砖、大规格岩板等核心品类，形成超薄（3mm 以下）、超大规格（3200×1600mm 以上）岩板技术壁垒，推出“波兰特洞石”“罗马玉石”等兼具美学与功能性的新品，加强产品耐磨、抗污、防滑等性能。截至 2024 年末，公司拥有专利 1235 项（含国际专利 12 项），连续六年上榜“佛山专利富豪企业”，获评广东省标准领军企业。

帝欧水务：欧神诺建有国内先进的建筑陶瓷研发中心，拥有佛山、藤县两个获国家 CNAS 认可的生产基地检测中心，设立了博士后科研工作站，与国内高等院校、科研院所开展广泛深入的行业前沿课题的产学研合作。帝王洁具工业设计中心集结了专业设计力量，拥有 CNS 认可实验室及博士后科研工作站，是国家级工业设计中心。2024 年全年，公司新增专利 92 项，其中：发明专利 26 项，实用新型专利 36 项；截至 2024 年末，公司拥有有效专利 579 项，其中：发明专利 196 项，实用新型专利 190 项。

新明珠：公司设有研发中心，统筹产品设计及科技创新，并由产品研发部负责产品和生产相关工艺及技术研发，下设各个具体执行小组包括工艺组、坯釉材料组、设计组、坯体布料开发组、节能创新技改组等，同时还建立了当代陶瓷研究院，主要专注于前沿技术探索。公司形成“研发部+研究院”双轮驱动的研发体系，将实践与理论相结合，不断提升技术水平。截至 2022 年末，公司旗下拥有 2 个省级企业技术中心、2 个省级工程技术研究开发中心，1 个省级工业设计中心，1 个博士工作站及 1 个博士后科研工作站，现有技术员工 80 余人，国家二级教授 1 人、博士 7 人、研究生 6 人；公司已获得发明专利 113 项，参编各类标准 86 项（含正在编制中 10 项），具有较突出的技术研发实力。

（4）渠道与销售

马可波罗：公司长期重视渠道建设，已形成以“经销业务+直销业务”为主的全渠道销售模式。其中，直销模式分为工程销售模式、受托生产销售模式、贸易客户销售模式、零售模式。公司在全国拥有完善、稳定的经销渠道，已在全国内地 31 个省、自治区、直辖市建立了经销网络，并深入到县级市场。截至 2024 年末，公司共有 1447 家经销商、8276 家销售终端。公司拥有立体化营销网络，产品远销全球多个国家和地区。公司重视整装渠道建设，与全国主要城市的重点整装公司均建立良好的合作关系，成为稳定的合作伙伴。工程渠道方面，马可波罗瓷砖是众多大型集团公司的战略合作品牌，产品先后入驻奥运场馆、世博、北京大兴国际机场、敦煌国际会展中心等“大国工程”及北京中国尊、上海国际金融中心、广州西塔等众多地标建筑。

东鹏控股：公司拥有遍布全国、运转高效的庞大营销网络，是拥有经销商数量和终端门店数量最多的建陶企业之一，具备零售渠道、工程渠道优势，和良好的经营活动现金流。公司在核心一线城市构建直营渠道，在其他区域采取经销代理模式。在渠道双轨模式下，有利于广泛获取市场信息、流行趋势和终端商机，实现对用户的直接触达和快速响应，提供快速交付和服务，巩固公司的产品和品牌优势。同时，面对房地产、家装、企商和政府工程市场，公司具备品牌、产品和供应优势，与区域服务商形成战略联动，提供有效交付及属地化服务。

蒙娜丽莎：公司已具备全渠道覆盖能力，构建了多元化渠道体系，以经销、工程、精装、整装、设计师、新零售为核心渠道，形成传统与新兴业态协同发展的格局，满足消费者从家装到工装、从大众到高端的全场景需求。报告期内，公司持续强化经销业务，通过线上建店引流+线下门店服务升级，实现“流量-转化-交付”闭环，提升用户体验与复购率。

帝欧水务：公司销售模式为“经销商渠道”、“工程渠道”、“整装、家装渠道”和“新零售渠道”的全渠道营销模式。其中，瓷砖事业部建立了以经销渠道为主的全渠道营销体系。截至 2024 年 12 月，欧神诺共有经销商逾千家，同时欧神诺已合作包括贝壳在内的全国性、区域性头部整装公司共约 118 家，和中腰部整装公司合作超 2200 家，一

线和新一线城市基本实现了 Top30 整装公司全覆盖。在强化传统经销渠道业务的基础上，欧神诺也在稳步推进工程渠道业务，有选择地与政府及地方平台、国央企、优质房地产商的战略业务合作。同时为更贴合市场需求，欧神诺已拓展了电商、互联网家装、设计师等渠道，实行多元化、多业态的全渠道市场战略，全方位提升欧神诺的品牌影响力与市场占有率。

新明珠：公司坚持以客户为中心，通过经销与直销相结合的模式开拓市场。公司建立了遍布全国的经销商网络，截至 2022 年末，经销商数量超过 3000 家，主要经销商均具有较强的资金实力，经营时间长且与公司合作关系稳定，经销商销售门店及终端数量超过 6000 家，销售区域涵盖省、市、区、乡镇等各级区域，能够实现对全国市场的快速辐射及深入渗透。在工程直销业务方面，公司合理控制经营规模及风险，择优选择工程客户。

表 28：可比公司渠道收入结构对比

公司	2024		2023		2022	
	经销	直销	经销	直销	经销	直销
东鹏控股	61.44%	37.24%	59.57%	39.25%	59.24%	39.20%
蒙娜丽莎	76.47%	23.53%	64.63%	35.37%	57.87%	42.13%
帝欧水华	75.32%	24.68%	62.58%	37.42%	53.38%	46.62%
新明珠	未披露	未披露	未披露	未披露	74.16%	25.84%
可比公司平均	71.08%	28.48%	62.26%	37.35%	61.16%	38.45%
马可波罗	61.55%	38.45%	57.08%	42.92%	53.35%	46.65%

资料来源：各公司年报、招股意向书、招商证券；注：蒙娜丽莎“直销”为“战略工程渠道”；东鹏控股的经销+直销≠100%，因还有小部分其他渠道收入

六、盈利预测

最近一期经审计财务情况：根据招股意向书数据，公司财务报告审计截止日为 2024 年 12 月 31 日。截至 2024 年 12 月，公司资产总额 142.33 亿元，较上年年末资产总额增长了 6.70%；负债总额 45.71 亿元，较上年年末降低 9.02%；归属于母公司净资产 96.62 亿元，较上年年末增长 16.20%。2024 年，公司实现营业收入 73.24 亿元，同比下滑 17.93%；归属于母公司股东净利润 13.27 亿元，同比下滑 1.92%；扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润为 11.51 亿元，同比下滑 7.14%。

最近一期经审阅财务情况：经会计师审阅，截至 2025 年 6 月末，公司资产总额 141.78 亿元，较 2024 年年末资产总额降低 0.39%；负债总额 38.61 亿元，较 2024 年年末降低 15.54%；归属于母公司净资产 103.17 亿元，较 2024 年年末增长 6.78%。2025 年 1-6 月，公司实现营业收入 32.18 亿元，同比下滑 11.82%；归属于母公司股东净利润 6.55 亿元，同比下滑 7.90%；扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润为 5.98 亿元，同比变动-6.80%。2025 年上半年经营活动产生的现金流量净额为 10.18 亿元，同比增长 37.06%。

盈利预测(未经审计或审阅)：公司预计 2025 年 1-9 月实现营业收入约为 48.50 亿元至 51.00 亿元，同比变动-11.79%至-7.25%；归属于母公司股东净利润约为 10.00 亿元至 10.50 亿元，同比变动-12.06%至-7.66%；扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润约为 9.00 亿元至 10.08 亿元，同比变动-10.73%至-5.77%。

1、营业收入关键假设

(1) 有釉砖产品收入预测

产能预测：2022-2024 年，马可波罗的年产能分别为 2.20 亿平方米、2.50 亿平方米、2.26 亿平方米，产能利用率分别为 87.33%、86.95%、81.76%。根据佛山市陶瓷协会资讯，马可波罗数智工厂（东莞沙田生产基地）在 2024 年 3 月点火投产，应已在年内完成产能爬坡。而后续可能的新增产能主要有：本次募投项目的江西加美陶瓷有限公司智能

陶瓷家居产业园（一期）建设项目，拟建设单条生产线产能为 500 万平方米，最终将新增各类高端陶瓷产品年度产能共 1000 万平方米，主要生产高端岩板、大板等升级产品。此项目建设期为 3 年，根据招股意向书披露的项目实施进度计划，若假设该项目从 2025 年下半年启动建设，2026 年下半年逐步完成实施规划及前期规划，2027 年上半年完成厂房建设，在 2028 年下半年开始试运营，因此我们假设 2025-2027 年公司产能总体维持稳定。

产量预测：从行业总量来看，2024 年，全国陶瓷砖产量延续下行趋势，为 59.1 亿平方米，较 2023 年下降 12.18%。我们预测 2025-2027 年建筑内墙地瓷砖市场空间增速分别为-6.18%、-4.87%、-4.26%（详见“行业分析-行业发展前景”章节）。瓷砖行业品牌趋势显著，马可波罗作为行业头部企业，产量降幅料将小于行业总体降幅。随着房地产政策支持力度持续加码、行业出清持续进行，我们假设公司有釉砖产品 2025-2027 年产量增速分别为-5%、-4%、-3%。

自产比例预测：2022-2024 年，公司有釉砖自产比例分别为 96.61%、95.72%、97.06%，并且 2022-2024 年，公司的外协成本随着外协需求的减少占比呈下降趋势。考虑到随着募投项目建设期 2-3 年，我们假设 2025-2027 年公司有釉砖自产比例维持 97.0%。

产销率预测：2022-2024 年，公司有釉砖产销率分别为 103.24%、99.09%、101.01%。考虑到当前有釉砖仍为市场主流，我们假设 2025-2027 年公司有釉砖产销率为 100%。

销售单价预测：2022-2024 年，公司有釉砖销售单价分别为 41.88 元/平方米、39.66 元/平方米、37.79 元/平方米，有釉砖产品单价呈现逐年下滑趋势，2022-2024 年有釉砖销售单价同比增速分别为-8.46%、-5.30%、-4.71%。2025 年上半年，公司产品销售单价为 37.08 元/平米，较 2024 年同期下降 2.27%，受市场环境仍呈下滑趋势，但受国家支持房地产止跌回稳、支持消费推出“国补”等因素影响，销售价格降幅呈收窄趋势。考虑到行业集中度较低、民营企业较多，我们预计未来三年瓷砖行业竞争仍然激烈，产品销售价格继续呈现下滑趋势，基于上半年情况，出于审慎性原则，我们假设 2025-2027 年有釉砖销售单价同比增速分别为-4.00%、-4.00%、-4.00%。

表 29：马可波罗建筑陶瓷产品 2025H1 单位售价和可比公司报告期售价情况

公司名称	建筑陶瓷单位售价（元/平方米）				同比增速		
	2022	2023	2024	2025H1	2023	2024	2025H1
东鹏控股	43.42	40.09	35.92	未披露	-7.67%	-10.40%	未披露
蒙娜丽莎	41.25	39.49	36.28	未披露	-4.27%	-8.13%	未披露
帝欧水务	36.36	35.04	30.23	未披露	-3.63%	-13.73%	未披露
新明珠	38.72	未披露	未披露	未披露	未披露	未披露	未披露
可比公司平均	39.94	38.21	34.14	未披露	-4.33%	-10.65%	未披露
马可波罗	41.62	39.48	37.72	37.08	-5.14%	-4.46%	-2.27%

资料来源：招股意向书、招商证券

基于上述假设，我们测算得 2025-2027 年有釉砖销量预计为 1.78 亿平方米、1.71 亿平方米、1.66 亿平方米，同比增速分别为-5.90%、-4.00%、-3.00%；单位售价预计为 36.28 元/平方米、34.83 元/平方米、33.44 元/平方米；有釉砖营业收入分别为 64.60 亿元、59.53 亿元、55.44 亿元，同比增速分别为-9.66%、-7.84%、-6.88%。

表 30：马可波罗有釉砖收入预测表

有釉砖收入预测	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产量（万平方米）	18,533.96	20,911.98	18,178.63	17,269.70	16,578.91	16,081.54
同比增速	-1.55%	12.83%	-13.07%	-5.00%	-4.00%	-3.00%
外协数量（万平方米）	650.88	934.84	551.10	534.11	512.75	497.37
同比增速	-59.65%	43.63%	-41.05%	-3.08%	-4.00%	-3.00%
总销量（万平方米）	19,805.50	21,648.38	18,919.13	17,803.81	17,091.66	16,578.91
同比增速	2.41%	9.30%	-12.61%	-5.90%	-4.00%	-3.00%
自产比例	96.61%	95.72%	97.06%	97.00%	97.00%	97.00%
产销率=总销量/（产量+外协）	103.24%	99.09%	101.01%	100.00%	100.00%	100.00%
单位成本（元/平米）	26.96	25.24	23.22	22.76	22.30	21.86

有釉砖收入预测	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
同比增速	4.87%	-6.36%	-8.00%	-2.00%	-2.00%	-2.00%
单位售价（元/平方米）	41.88	39.66	37.79	36.28	34.83	33.44
同比增速	-8.46%	-5.30%	-4.71%	-4.00%	-4.00%	-4.00%
营业收入（百万元）	8,295.16	8,586.37	7,150.19	6,459.53	5,953.10	5,543.53
同比增速	-6.26%	3.51%	-16.73%	-9.66%	-7.84%	-6.88%

资料来源：招股意向书、招商证券

（2）无釉砖产品收入预测

产能预测：从公开信息来看，公司 2023 年以来并无无釉砖相关的生产线动态，预计无釉砖设计产能保持稳定。2022-2024 年，公司无釉砖销量同比增速分别为-25.44%、-5.48%、-53.15%，无釉砖销量从 2021 年的 1194.30 万平方米下降到 2024 年的 394.34 万平方米。面对销量的下行，公司调整无釉砖自产比例，减少外协以降低成本，2023-2024 年无釉砖自产比例分别为 78.52%、96.73%、94.37%。在这种结构性调整下，2022-2024 年，公司无釉砖的产量同比增速分别为-16.01%、24.94%、-61.69%，外协数量同比增速分别为-49.25%、-84.55%、-32.44%。2024 年当前公司总体产能利用率为 81.76%，现有产能未充分利用，且有釉砖、无釉砖在主要生产环节存在可共用的情况，必要时可通过产线切换来响应市场需求的变化，因此我们认为公司短期内新增无釉砖产能的可能性较低。

产量预测：考虑到无釉砖市场竞争激烈，2019-2024 年期间，公司无釉砖产量的年复合增速为-24.11%。一方面，消费者审美偏好改变，无釉砖消费需求下降；另一方面，直销渠道中地产工程客户受调控政策影响向公司采购无釉砖数量下降。2023 年的无釉砖产量提升主因公司主动调整自产比例。与有釉砖相比，无釉砖是更偏功能性的中低端产品居多，产品同质化严重、竞争更为激烈，因此我们认为，未来三年公司无釉砖产量仍将维持下滑态势，且跌幅大于有釉砖跌幅，假设 2025-2027 年公司无釉砖产量同比增速分别为-15%、-10%、-5%。

自产比例预测：2022-2024 年，公司无釉砖自产比例为 78.52%、96.73%、94.37%，我们认为在公司将无釉砖自产比例提高到 95%左右的高水平后，预计将维持高自产比例以控制成本，我们假设 2025-2027 年公司无釉砖自产比例维持在 95%。

产销率预测：2022-2024 年，公司无釉砖产销率分别为 109.91%、102.43%、122.23%。2024 年公司无釉砖产销率较高，我们判断是库存清理、价格策略与行业分化共同作用的结果。2024Q4 起，全国多地推行家装消费品“以旧换新”政策，公司可通过政策补贴+降价促销，加速消化库存并吸引价格敏感型客户。考虑无釉砖需求量下行的行业趋势和公司产能的灵活调配，我们认为公司产品的产销率会逐渐回归合理平衡。我们假设 2025-2027 年公司无釉砖产销率分别为 120%、110%、100%。

我们的预测中，2025-2027 年无釉砖销量降幅较 2024 年明显收窄，主要考虑：1) 2024 年无釉砖销量大幅下降 53.15%，主要源于行业恶性竞争、房地产工程需求断崖式收缩等短期极端因素叠加。2) 政策端延续适度宽松，2025 年政府工作报告明确提出“因城施策调减限制性措施，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力”，有助于支撑刚性需求释放。3) 2024 年公司无釉砖销量 394.34 万平米已处于历史低位，2025-2027 年低基数效应下呈现降幅收窄。

销售单价预测：2022-2024 年，公司无釉砖销售单价分别为 35.76 元/平方米、34.85 元/平方米、34.30 元/平方米，无釉砖产品单价呈现逐年下滑趋势，2022-2024 年无釉砖销售单价同比增速分别为-12.22%、-2.54%、-1.57%。公司 2022 年对无釉砖实施降价促销导致单价较 2021 年下降较多，2023 年及 2024 年无釉砖单价基本保持稳定，但竞争态势延续，价格或将继续下行。我们假设 2025-2027 年公司无釉砖销售单价同比增速为-1.50%、-1.50%、-1.50%。

基于上述假设，我们测算得 2025-2027 年无釉砖销量预计为 326.90 万平方米、269.70 万平方米、232.92 万平方米，同比增速分别为-17.10%、-17.50%、-13.64%；单位售价预计为 33.79 元/平方米、33.28 元/平方米、32.78 元/平方米，无釉砖营业收入分别为 1.10 亿元、0.90 亿元、0.76 亿元，同比增速分别为-18.34%、-18.74%、-14.93%。

表 31：马可波罗无釉砖收入预测表

无釉砖收入预测	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产量（万平方米）	636.14	794.78	304.47	258.80	232.92	221.27
同比增速	-16.01%	24.94%	-61.69%	-15.00%	-10.00%	-5.00%
外协数量（万平方米）	173.98	26.88	18.16	13.62	12.26	11.65
同比增速	-49.25%	-84.55%	-32.44%	-24.99%	-10.00%	-5.00%
总销量（万平方米）	890.44	841.64	394.34	326.90	269.70	232.92
同比增速	-25.44%	-5.48%	-53.15%	-17.10%	-17.50%	-13.64%
自产比例	78.52%	96.73%	94.37%	95.00%	95.00%	95.00%
产销率=总销量/（产量+外协）	109.91%	102.43%	122.23%	120.00%	110.00%	100.00%
单位成本（元/平米）	28.22	25.88	22.89	22.32	21.87	21.54
同比增速	-1.24%	-8.27%	-11.56%	-2.50%	-2.00%	-1.50%
单位售价（元/平方米）	35.76	34.85	34.30	33.79	33.28	32.78
同比增速	-12.22%	-2.54%	-1.57%	-1.50%	-1.50%	-1.50%
营业收入（百万元）	318.40	293.30	135.27	110.46	89.76	76.36
同比增速	-34.55%	-7.88%	-53.88%	-18.34%	-18.74%	-14.93%

资料来源：招股意向书、招商证券

（3）其他业务收入预测

公司的其他业务收入主要为配件销售、运输服务、对外出租等产生的收入，占比极小。2022-2024 年，公司其他业务收入分别为 4736.93 万元、4507.53 万元、3884.71 万元，同比增速分别为 61.77%、-4.84%、-13.82%，2022-2024 年复合增速为-9.44%。假设 2025-2027 年维持年均复合增速-10%的增速水平。基于上述假设，我们测算得 2025-2027 年其他业务收入分别为 3496.24 万元、3146.61 万元、2831.95 万元。

（4）营业总收入预测

基于上述假设，我们测算得公司 2025-2027 年营业总收入分别为 66.05 亿元、60.74 亿元、56.48 亿元，同比增速分别为-9.82%、-8.03%、-7.02%，2025-2027 年营业总收入的年复合增速为-7.53%。

表 32：销售收入预测

项目	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	8660.93	8924.75	7324.31	6604.95	6074.33	5648.20
有釉砖	8295.16	8586.37	7150.19	6459.53	5953.10	5543.53
无釉砖	318.40	293.30	135.27	110.46	89.76	76.36
其他业务	47.37	45.08	38.85	34.96	31.47	28.32
营收增长率	-7.52%	3.05%	-17.93%	-9.82%	-8.03%	-7.02%
有釉砖	-6.26%	3.51%	-16.73%	-9.66%	-7.84%	-6.88%
无釉砖	-34.55%	-7.88%	-53.88%	-18.34%	-18.74%	-14.93%
其他业务	61.77%	-4.84%	-13.82%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
营收占比	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
有釉砖	95.78%	96.21%	97.62%	97.80%	98.00%	98.15%
无釉砖	3.68%	3.29%	1.85%	1.67%	1.48%	1.35%
其他业务	0.55%	0.51%	0.53%	0.53%	0.52%	0.50%

资料来源：招股意向书、招商证券

我们的预测中，马可波罗 2025-2027 年营业总收入降幅较报告期有所收窄，主要考虑：1）行业周期及市场环境变化，基建方面，随着基础设施建设投资在如水利工程建设等部分领域的逐步增加，对瓷砖产品的需求可能有所支撑；地产方面，“稳地产”政策延续，二手房和自有住宅更新等存量翻新需求在一定程度上对冲新房装修需求下降的影响，有助于瓷砖行业需求降幅收窄。2）公司战略调整或有成效，一方面，公司优化销售渠道，经销占比不断提升，有望减

轻工程端需求下降对公司收入的影响；另一方面，公司持续研发投入，不断推出符合市场需求趋势的新产品系列，有利于巩固品牌市场份额、稳定产品价格体系，2025H1 公司产品销售单价为 37.08 元/平米，同比下降 2.27%，降幅较 2024 年（-4.46%）有所收窄。

我们的预测中，与可比公司相比，马可波罗营业总收入降幅更显著，主要考虑：1）马可波罗直销占比在可比公司中相对较高，截至 2024 年末，马可波罗、东鹏控股、蒙娜丽莎、帝欧水华的收入中，直销渠道占比分别为 38.45%、37.24%、23.53%、24.68%，因此马可波罗可能对工程端需求波动敏感性更强。2）马可波罗产品价格与可比公司相比较为高，以 2024 年建筑陶瓷产品平均销售单价为例，马可波罗、东鹏控股、蒙娜丽莎、帝欧水华分别为 37.72 元/平方米、35.92 元/平方米、36.28 元/平方米、30.23 元/平方米，当前家装消费者消费心态更趋谨慎、成本控制意识普遍增强，定位中高端市场的马可波罗的收入端受到的影响可能相对更为明显。

表 33：可比公司预计收入变化情况

营业总收入（百万元）	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
马可波罗	8660.93	8924.75	7324.31	6604.95	6074.33	5648.20
增长率（%）	-7.52	3.05	-17.93	-9.82	-8.03	-7.02
东鹏控股	6929.86	7772.76	6469.49	6297.04	6606.20	7137.78
增长率（%）	-13.15	12.16	-16.77	-2.67	4.91	8.05
蒙娜丽莎	6228.58	5920.79	4630.84	4484.15	4683.37	4968.88
增长率（%）	-10.85	-4.94	-21.79	-3.17	4.44	6.10

资料来源：招股意向书、Wind、招商证券；注：东鹏控股、蒙娜丽莎 2025-2027 年收入采用 Wind 一致预测值（截至 2025/9/21）；帝欧水华无一致盈利预测

2、毛利率关键假设

公司主要原材料包含泥砂料、化工料、包装物；主要能源包含电、煤、天然气。公司成本受主要原材料、能源采购价格及数量影响较为明显。

材料成本方面：2022-2024 年，公司主要原材料如泥砂料、化工色辅料及包装材料采购价格总体呈现下降趋势，主要系外部市场价格波动所致；2024 年销售量减少叠加价格下降，材料成本大幅减少。

表 34：马可波罗原材料采购单价逐年降低

原材料	2024 年度		2023 年度		2022 年度
	平均价格	变动率	平均价格	变动率	平均价格
泥砂料（元/吨）	138.7	-15.96%	165.04	1.26%	162.98
化工色辅料（元/吨）	2,572.52	-0.92%	2,596.35	-13.76%	3,010.59
包装材料（元/件）	0.53	-1.85%	0.54	-27.61%	0.75

资料来源：招股意向书、招商证券

能源成本方面：2022-2024 年，公司所采购的电价保持稳定，但煤价及天然气价格均有所下降；2023 年，电及天然气的价格较 2022 年保持稳定，煤价下降幅度较大，但由于采购量增加导致能源动力成本较 2022 年略有上升。2024 年，煤价及天然气价格大幅下降，加上销售量减少，能源成本大幅减少。

表 35：2024 年马可波罗主要能源采购单价有所降低

主要能源	2024 年度		2023 年度		2022 年度
	平均价格	变动率	平均价格	变动率	平均价格
天然气（元/立方米）	2.89	-6.77%	3.10	0.00%	3.10
电（元/千瓦时）	0.60	-3.23%	0.62	1.64%	0.61
煤（元/吨）	929.39	-9.41%	1,025.89	-27.57%	1,416.44
焦化气（元/立方米）	1.18	-5.60%	1.25	7.73%	1.16

资料来源：招股意向书、招商证券

（1）有釉砖产品毛利率预测

历史毛利率：2022-2024 年，公司有釉砖毛利率分别为 35.64%、36.36%、38.56%，毛利率逐年提高。我们认为主要受益于三点，第一，近年来原材料成本压力较小，叠加公司充分发挥在釉面砖行业中的核心优势，通过工艺创新，用自制釉代替了外购成品釉，大幅降低釉料成本；第二，随着公司不断地产品研发创新，有釉砖中高端产品（如岩板、曲面岩板、石墨烯发热瓷砖）占比有所提升，带动毛利率提升。第三，随着公司经销收入占比提升，带动毛利率提升。

毛利率预测：与无釉砖相比，除了基本的陶瓷坯体原料外，还需要添加釉料。釉料的成分复杂，通常包含各种金属氧化物、助熔剂、着色剂等，优质的釉料价格相对较高。2022-2024 年，公司有釉砖单位成本分别为 26.96 元/平方米、25.24 元/平方米、23.22 元/平方米，同比增速分别为 4.87%、-6.36%、-8.00%。随着公司数智工厂的投产，生产效率有望进一步提升，促进生产成本下降。但考虑到公司有釉砖单位成本已经显著低于同行，成本下降空间有限。我们假设 2025-2027 年公司有釉砖单位成本同比增速分别为-2.00%、-2.00%、-2.00%，对应单位成本分别为 22.76 元/平方米、22.30 元/平方米、21.86 元/平方米，对应有釉砖毛利率分别为 37.28%、35.97%、34.64%。

毛利率趋势合理性：有釉砖产品为当前瓷砖行业的主流产品，且毛利率高于无釉砖，也导致有釉砖竞争激烈，随着价格战延续、而成本下降空间收缩，并且近两年公司原材料成本较低，考虑成本端波动，未来三年有釉砖业务的毛利率高位下降可视为合理。

（2）无釉砖产品毛利率预测

历史毛利率：2022-2024 年，公司无釉砖毛利率分别为 21.09%、25.73%、33.27%。总体来看，公司无釉砖毛利率出现大幅回升趋势。一方面，受益于公司无釉砖单价跌势收窄，另一方面，材料、能源采购价格下降以及相关产线已达使用年限仍可继续生产，单位制造费用显著下降。

毛利率预测：2022-2024 年，公司无釉砖单位成本分别为 28.22 元/平方米、25.88 元/平方米、22.89 元/平方米，单位成本逐年降低，同比增速分别为-1.24%、-8.27%、-11.56%。随着公司数智工厂的投产，生产效率有望进一步提升，促进生产成本下降。我们假设 2025-2027 年公司无釉砖单位成本同比增速分别为-2.50%、-2.00%、-1.50%，对应单位成本分别为 22.32 元/平方米、21.87 元/平方米、21.54 元/平方米，对应无釉砖毛利率分别为 33.95%、34.28%、34.28%。

毛利率趋势合理性：考虑到工程端是无釉砖的主要应用场景之一，公司持续收缩工程业务，而同品类里工程端毛利率低于零售端，叠加公司成本端持续优化，我们认为 2025-2026 年无釉砖业务的毛利率稳中有升可视为合理。

（3）其他业务毛利率预测

历史毛利率：公司的其他业务主要为配件销售、运输服务、对外出租等。2022-2024 年，公司其他业务毛利率分别为 42.08%、33.04%、37.01%。其中，2023 年毛利率为 33.04%，是公司“其他业务”的历史最低点。

毛利率预测：考虑到该业务体量较小，毛利率波动可能较大，我们取历史三年移动平均值，假设 2025-2027 年公司其他业务毛利率分别为 37.38%、35.81%、36.73%。

（4）综合毛利率预测

基于上述假设，我们测算得公司 2025-2027 年综合毛利率分别为 37.22%、35.94%、34.64%。

表 36：毛利率预测

项目	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利合计（百万元）	3043.48	3212.40	2816.32	2458.51	2183.41	1956.68
有釉砖	2956.41	3122.05	2756.94	2407.95	2141.38	1920.10
无釉砖	67.14	75.46	45.00	37.50	30.77	26.18
其他业务	19.93	14.89	14.38	13.07	11.27	10.40
毛利增长率	-24.57%	5.55%	-12.33%	-12.70%	-11.19%	-10.38%
有釉砖	-23.76%	5.60%	-11.69%	-12.66%	-11.07%	-10.33%
无釉砖	-53.78%	12.39%	-40.36%	-16.68%	-17.93%	-14.93%
其他业务	71.58%	-25.27%	-3.48%	-9.11%	-13.77%	-7.68%
毛利率	35.14%	35.99%	38.45%	37.22%	35.94%	34.64%
有釉砖	35.64%	36.36%	38.56%	37.28%	35.97%	34.64%
无釉砖	21.09%	25.73%	33.27%	33.95%	34.28%	34.28%
其他业务	42.08%	33.04%	37.01%	37.38%	35.81%	36.73%
毛利占比	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
有釉砖	97.14%	97.19%	97.89%	97.94%	98.07%	98.13%
无釉砖	2.21%	2.35%	1.60%	1.53%	1.41%	1.34%
其他业务	0.65%	0.46%	0.51%	0.53%	0.52%	0.53%

资料来源：招股意向书、招商证券

我们的假设中，马可波罗的毛利率逐年下降，主要考虑：1）从产能利用率来看，建筑陶瓷行业整体需求复苏节奏较慢，产能利用率短期难以显著回升，高端产能扩张或将带来短期成本压力。公司持续降低外协占比，收缩低毛利的地产工程业务，有助于将产能利用率保持合理水平。2）从销售单价来看，主流产品销售单价的下行压力并未完全消除。公司不断创新研发新产品系列，高毛利率产品收入占比提升在一定程度上缓冲降价压力。3）从行业竞争来看，建筑陶瓷行业尚未完全出清，行业竞争仍将延续。公司行业地位领先，市占率从 2022 年的 2.62% 提升至 2024 年的 3.27%，头部效应有利于支撑议价能力。4）从原材料价格周期来看，核心原材料或燃料（燃料煤、天然气等）价格自 2024Q4 进入下行通道后，2025 年降幅较为显著，但随着原材料或燃料供需关系动态平衡，成本端下降空间逐渐减少。公司可通过集中采购锁价、增加尾料尾矿利用、低温快烧技术等方式控制成本。

我们的假设中，马可波罗毛利率水平仍高于可比公司，主要考虑：1）马可波罗是国内建筑陶瓷行业综合实力第一梯队企业，品牌优势明显，自主研发的薄型陶瓷岩板、曲面陶瓷岩板产品有助于开拓中高端市场需求，公司产品销售单价在可比公司中处于领先水平。2）马可波罗经营规模较大，规模优势较强，自主研发的高铁低质原料的高值化综合利用技术有助于降低陶瓷原料成本和烧制能耗成本，公司生产成本在可比公司中处于领先水平。

3、四项费用率假设

（1）销售费用率

公司 2022-2024 年销售费用率为 4.72%、4.90%、5.64%，逐年提升。由于房地产市场景气下滑，瓷砖市场竞争加剧，公司可能为维持市场份额投入销售费用，如加大渠道拓展（经销渠道加码，家装设计师或整装等新兴渠道的开拓）、品牌营销（广告投放、终端促销）力度。考虑到瓷砖行业民营企业为主、行业集中度较低，短期行业竞争格局较难逆转，我们预计公司的销售费用仍需维持高位，我们假设 2025-2027 年公司销售费用率为 5.69%、5.69%、5.69%。

（2）管理费用率

公司 2022-2024 年管理费用率为 4.18%、4.00%、4.44%。公司业务拓展可能带来一定管理成本增加，整体管理费用率可能在一定区间波动。考虑到公司为推进 IPO 事项仍将支付部分中介费用，叠加公司收入规模有所下降，我们预计 2025 年公司管理费用率或仍将上行。我们假设 2025-2027 年公司管理费用率为 4.49%、4.49%、4.49%。

（3）研发费用率

公司 2022-2024 年研发费用率为 3.44%、3.52%、3.61%。公司研发费用率水平稳定在 3.4%-3.6% 之间。公司为提升产品竞争力，增强科技壁垒，在上市后有能力加大研发投入，且行业竞争促使企业不断创新产品，预计研发费用率维持高位。我们假设 2025-2027 年公司研发费用率维持在 3.61%。

(4) 财务费用率

公司 2022-2024 年财务费用率为 -0.15%、-0.52%、-0.62%。近年来，公司财务费用持续下降，主要系借款利率下降、借款规模下降所致。若公司成功上市募集资金，由于股权融资不增加债务，而募投项目以小部分扩产和大部分技改为主，公司资产负债率低、经营性现金流充沛，募投项目带来高息或大额的新增配套债务可能性较小，因此我们认为公司仍能保持较优的财务费用率。我们假设 2025-2027 年公司财务费用率维持在 -0.60%。

表 37：费用率预测

项目	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	4.72%	4.90%	5.64%	5.69%	5.69%	5.69%
管理费用率	4.18%	4.00%	4.44%	4.49%	4.49%	4.49%
研发费用率	3.44%	3.52%	3.61%	3.61%	3.61%	3.61%
财务费用率	-0.15%	-0.52%	-0.62%	-0.60%	-0.60%	-0.60%
期间费用率	12.19%	11.90%	13.08%	13.20%	13.20%	13.20%

资料来源：招股意向书、招商证券

4、其他重要假设

(1) 所得税率

公司 2022-2024 年实际所得税率为 15.75%、14.65%、13.81%。

公司之子公司唯美工业园于 2018 年 11 月 28 日经国家认定为高新技术企业，子公司重庆唯美于 2019 年 11 月 21 日经国家认定为高新技术企业，子公司广东家美于 2019 年 12 月 2 日经国家认定为高新技术企业，子公司江西唯美于 2018 年 8 月 13 日经国家认定为高新技术企业，子公司江西和美于 2018 年 8 月 13 日经国家认定为高新技术企业，上述子公司在 2021 年度、2022 年度、2023 年度及 2024 年按 15% 的税率计缴企业所得税。

公司之子公司营口马可波罗经认定为小型微利企业，子公司唯美文化经认定为小型微利企业，子公司东莞市中惟陶瓷有限公司经认定为小型微利企业，子公司海南众唯贸易有限公司经认定为小型微利企业。根据《财政部税务总局公告 2022 年第 13 号》规定，自 2022 年 1 月 1 日至 2024 年 12 月 31 日，年应纳税所得额超过 100 万元但不超过 300 万元的部分，减按 25% 计入应纳税所得额，按 20% 的税率缴纳企业所得税。根据《财政部税务总局公告 2023 年第 6 号》规定，自 2023 年 1 月 1 日至 2024 年 12 月 31 日，年应纳税所得额不超过 100 万元部分，减按 25% 计入应纳税所得额，按 20% 的税率缴纳企业所得税。

公司国内五个生产子公司均取得了《高新技术企业证书》，有效期均为三年，可以在此期间享受高新技术企业税收优惠，按 15% 的高新技术企业优惠税率缴纳企业所得税。我们假设 2025-2027 年公司所得税率为 15%、15%、15%。

(2) 其他收益（含政府补助）

公司其他收益主要为计入其他收益的政府补助及各类税收优惠。2022-2024 年，公司其他收益金额分别为 5469.50 万元、7572.43 万元、6189.59 万元，占归母净利润比例分别为 3.61%、5.60%、4.66%；其中，公司计入当期损益的政府补助金额分别为 5400.04 万元、4753.25 万元和 3657.23 万元，占归母净利润比例分别为 3.57%、3.51% 和 2.76%。2023 年及 2024 年，公司其他收益金额较 2022 年增加，因公司 2023 年起享受的进项税加计扣除及增值税减免金额较多。

表 38：其他收益（含政府补助）预测

项目	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025E	2026E	2027E
计入当期损益的政府补助（万元）	5,400.04	4,753.25	3,657.23	/	/	/
其他与日常活动相关且计入其他收益的项目（万元）	69.46	2,819.18	2,532.36	/	/	/
其他收益：合计（万元）	5,469.50	7,572.43	6,189.59	6,410.51	6,724.18	6,441.43
归母净利润（百万元）	1,514.35	1,352.94	1,326.91	1,067.97	942.25	841.88
政府补助占归母净利润比例	3.57%	3.51%	2.76%	/	/	/
其他收益占归母净利润比例	3.61%	5.60%	4.66%	6.00%	7.14%	7.65%

资料来源：招股意向书、招商证券；注：2025-2027 年归母净利润预测值引用本报价报告最终盈利预测结论；因预测期归母净利润下滑，致使其他收益占比提升

陶瓷行业补助与地方产业政策高度相关，存在不确定性。仅考虑 1-2 年数据可能因某一年政策临时调整（如补助延迟发放等）导致较大偏差；若用更长期数据（如 3 年以上），可能导致政策时效性下降而降低预测相关性。因此，我们对 2025-2027 年其他收益按三年移动平均值纳入测算，假设公司获得的政府补助和税收优惠政策无重大变化，预计 2025-2027 年其他收益分别为 6410.51 万元、6724.18 万元、6441.43 万元。

（3）信用减值损失

公司作为瓷砖生产与销售企业，其信用减值损失主要与日常经营中的应收款项回收风险相关。瓷砖行业的销售模式包括“经销商渠道”和“工程渠道”，其中经销商常以“先款后货”为主，因此工程渠道应收账款是信用减值损失的核心来源。工程渠道客户主要为房地产开发商、建筑公司等，这类客户通常账期较长，且近年来房地产行业资金链紧张，导致工程类应收账款逾期、甚至无法收回的风险上升，需计提减值。

表 39：马可波罗应收账款余额及账龄结构

账龄	2024.12.31		2023.12.31		2022.12.31	
	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例
1 年以内	88,084.19	38.93%	120,922.46	45.66%	161,227.68	57.23%
1 至 2 年	32,791.83	14.49%	58,818.08	22.21%	83,097.25	29.50%
2 至 3 年	37,553.65	16.60%	59,026.68	22.29%	29,210.64	10.37%
3 年及以上	67,854.82	29.99%	26,082.00	9.85%	8,197.52	2.91%
小计	226,284.49	100.00%	264,849.22	100.00%	281,733.09	100.00%
减：坏账准备	104,928.27		104,910.47		78,955.09	
合计	121,356.23		159,938.75		202,778.01	

资料来源：招股意向书、招商证券

表 40：马可波罗应收账款余额及坏账准备情况

项目	2024.12.31	2023.12.31	2022.12.31
应收账款账面余额（万元）	226,284.49	264,849.22	281,733.09
应收账款坏账准备（万元）	104,928.27	104,910.47	78,955.09
应收账款账面价值（万元）	121,356.23	159,938.75	202,778.01
应收账款账面余额/营业收入	30.89%	29.68%	32.53%

资料来源：招股意向书、招商证券；注：表中“应收账款坏账准备”包括按单项计提的坏账准备和按组合计提的坏账准备

2022-2024 年公司应收账款分别为 20.28 亿元、15.99 亿元、12.14 亿元，应收账款净额占营业总收入比重分别为 23.41%、17.92%、16.57%；还原坏账准备后，应收账款原值占营业总收入比重分别为 32.53%、29.68%、30.89%；考虑到公司持续收缩工程渠道占比，经销占比提升有助于降低应收账款占营收比重，但出于审慎考虑，我们假设 2025-2027 年公司的应收账款余额占营收比重维持在 30.89%。

公司对部分债务违约风险较高的涉房客户的应收账款采取单项计提坏账准备的方式审慎地将坏账损失风险考虑在内，

对应收款项进行单项计提，2022-2024 年公司应收账款中，单项计提坏账准备的计提比例分别为 54.63%、68.40%、74.47%；按组合计提坏账准备的计提比例分别为 18.35%、24.16%、29.67%；合计的坏账准备计提比例分别为 28.02%、39.61%、46.37%。我们假设 2025-2027 年公司的坏账准备计提比例维持在 46.37%。

表 41：可比公司应收账款坏账计提比例对比

公司名称	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3-4 年	4-5 年	5 年以上
东鹏控股	5%	10%	30%	50%	100%	100%
帝欧水华	5%	10%	30%	50%	100%	100%
蒙娜丽莎	5%	10%	30%	50%	100%	100%
新明珠	5%	20%	50%	100%	100%	100%
马可波罗	10%	20%	50%	100%	100%	100%

资料来源：招股意向书、招商证券

2022-2024 年公司信用减值损失金额分别为-0.81 亿元、-4.03 亿元、-1.17 亿元，信用减值损失占坏账准备的比例分别为 10.31%、38.43%、11.11%。2022 年信用减值损失金额较小，主要系应收票据减值损失存在大额转回，若单看应收账款坏账损失，2022 年公司应收账款减值损失为-2.24 亿元。2023 年信用减值损失占坏账准备的比例有所增加，主要因下游房地产客户信用风险加剧，公司对高风险房企的应收账款提高了单项计提比例，导致当期信用减值损失计提增幅显著超过坏账准备余额增幅。2024 年，公司单独进行减值测试的应收款项减值准备转回 6548.77 万元，若将转回还原，则 2024 年公司信用减值损失占坏账准备比例为 16.33%。出于审慎性原则，我们假设 2025-2027 年公司信用减值损失占坏账准备比例为 20%，算得 2025-2027 年信用减值损失分别为-1.89 亿元、-1.74 亿元、-1.62 亿元。

表 42：信用减值损失测算

(单位：百万元)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8660.93	8924.75	7324.31	6604.95	6074.33	5648.20
应收账款原值/营业总收入	32.53%	29.68%	30.89%	30.89%	30.89%	30.89%
应收账款原值	2817.33	2648.49	2262.84	2040.60	1876.66	1745.01
应收账款坏账准备计提比例	28.02%	39.61%	46.37%	46.37%	46.37%	46.37%
减：应收账款坏账准备余额	789.55	1049.10	1049.28	946.23	870.21	809.16
应收账款净额	2027.78	1599.39	1213.56	1094.37	1006.45	935.85
信用减值损失/坏账准备	10.31%	38.43%	11.11%	20.00%	20.00%	20.00%
单独进行减值测试的应收款项减值准备转回	111.20	34.23	65.49			
信用减值损失	-81.44	-403.14	-116.53	-189.25	-174.04	-161.83

资料来源：招股意向书、招商证券

从 2024 年末应收账款余额来看，公司应收账款余额前五的客户中，四家为央国企客户。其中，公司对融创地产单项计提比例为 100%，为市场最高；公司对绿地地产单项计提比例为 80%（2024 年 12 月 31 日，绿地地产应收账款余额 1.43 亿元，其中 1158.46 万元已收取等额保证金，公司对剩余的 1.32 亿元按 80.00%比例计提坏账准备 1.06 亿元）。马可波罗在报告期内针对风险客户已经计提了较大比例的坏账，而我们在盈利预测的关键假设中，对于公司的坏账计提金额、综合计提比例选择仍较为谨慎，并且未考虑转回。

表 43：2024 年末公司应收款项前五名的明细情况

单位名称	是否央国企	2024 年末应收账款余额（万元）	占应收账款余额的比例
保利地产	是	21,189.27	9.36%
中海地产	是	17,719.72	7.83%
万科地产	是	16,620.94	7.35%
绿地地产	是	14,346.58	6.34%
融创地产	否	13,187.04	5.83%
合计		83,063.55	36.71%

资料来源：招股意向书、招商证券

(4) 资产减值损失

公司的资产减值损失主要是存货跌价损失、合同资产减值损失及固定资产减值损失。2022-2024 年公司资产减值损失金额分别为-0.89 亿元、-1.55 亿元、-3.01 亿元，其绝对值占营业总收入的比重分别为 1.02%、1.74%、4.11%。2024 年公司资产减值损失增加，主要系公司根据减值测试结果计提了相关固定资产、无形资产及商誉的减值准备。截至 2024 年底，公司账面已没有商誉余额；固定资产余额占非流动资产的比例由 2023 年末的 52.38%降至 2024 年末的 46.49%，无形资产占非流动资产的比例由 2023 年末的 19.92%降至 2024 年末的 17.12%，因此我们主要考虑公司的存货跌价损失、合同资产减值损失及固定资产减值损失。

存货跌价损失：公司的存货主要包括 1) 产成品、商品和用于出售的材料等直接用于出售的存货，2) 需要经过加工的材料存货。2022 年，因为公司对部分地产客户的发出商品单项计提跌价，导致存货跌价准备增加；2023 年，公司基于未来售价调整预期对存货计提存货跌价准备。2022-2024 年，公司存货跌价准备计提比例分别为 8.87%、13.46%、15.76%，我们预计未来行业竞争态势延续，公司产成品仍有跌价风险，出于审慎性原则，我们沿用 2024 年较高的计提比例，假设 2025-2027 年公司存货跌价准备计提比例仍为 15.76%。

2022-2024 年，公司存货跌价减值损失与跌价准备比例分别为 38.00%、49.20%、33.76%，尽管 2025 年上半年公司产品价格跌幅收窄，但审慎考虑，我们采用 2022-2024 年存货减值的平均比例 40.32%作为公司 2025-2027 年的存货跌价减值损失比例。

最终算得，2025-2027 年存货跌价损失及合同履约成本减值损失分别为-1.11 亿元、-1.04 亿元、-0.99 亿元。

表 44：存货跌价损失预测

(单位：百万元)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业成本	5617.44	5712.35	4507.99	4146.43	3890.91	3691.52
存货/营业成本	41.53%	37.95%	42.09%	42.09%	42.09%	42.09%
存货原值	2333.03	2167.72	1897.58	1745.39	1637.83	1553.90
存货跌价准备计提比例	8.87%	13.46%	15.76%	15.76%	15.76%	15.76%
减：存货跌价准备余额	206.93	291.86	299.03	275.05	258.10	244.87
存货净额	2126.11	1875.86	1598.55	1470.34	1379.73	1309.03
存货跌价减值损失/存货跌价准备	38.00%	49.20%	33.76%	40.32%	40.32%	40.32%
存货跌价损失及合同履约成本减值损失	-78.63	-143.60	-100.97	-110.90	-104.07	-98.74

资料来源：招股意向书、招商证券

合同资产减值损失：公司对未到期的质保金列示为合同资产。2022 年末、2023 年末和 2024 年末，公司合同资产金额分别为 1.11 亿元、7958.82 万元、4754.54 万元，占营业总收入的比例分别为 1.97%、1.40%、0.81%。2022-2024 年合同资产占比下降，我们假设 2025-2027 年该比例为 0.81%。

2022-2024 年合同资产减值准备计提比例分别为 34.85%、36.18%、19.64%，我们采用 2022-2024 年合同资产减值的平均比例，审慎假设 2025-2027 年合同资产减值准备计提比例为 30.22%。

公司 2023-2024 年“合同资产减值准备增加额”和“合同资产减值损失”金额相符，我们认为 1) 公司的会计政策对合同资产减值准备的计提方法保持稳定，2) 公司的业务模式稳定，涉及合同资产的业务类型、交易对象、结算方式等没有发生显著变化，3) 未发生合同资产减值准备转回情况，4) 未发生合同资产转销情况发生。我们假设公司未来合同资产减值情况保持稳定，测算得 2025-2027 年合同资产减值损失分别为-450.64 万元、129.55 万元、104.04 万元（正数为收益）。

表 45: 合同资产减值损失预测

(单位: 百万元)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8660.93	8924.75	7324.31	6604.95	6074.33	5648.20
合同资产/营业总收入	1.97%	1.40%	0.81%	0.81%	0.81%	0.81%
合同资产原值	170.81	124.71	59.16	53.35	49.07	45.63
合同资产减值准备计提比例	34.85%	36.18%	19.64%	30.22%	30.22%	30.22%
减: 合同资产减值准备余额	59.53	45.12	11.62	16.13	14.83	13.79
合同资产减值准备增加额	/	-14.41	-33.50	4.51	-1.30	-1.04
合同资产净额	111.27	79.59	47.55	37.23	34.24	31.84
合同资产减值损失 (正数为收益)	-10.13	14.41	33.50	-4.51	1.30	1.04

资料来源: 招股意向书、招商证券

固定资产减值损失: 2022-2024 年, 公司固定资产减值准备计提金额分别为 3.06 亿元、3.35 亿元、5.00 亿元, 主要为美国稳得和国内部分产线的相关资产减值准备。鉴于美国稳得持续亏损, 机器设备存在减值迹象, 公司根据资产评估结果, 对美国稳得的机器设备相应计提减值准备。2023 年公司基于未来市场预期, 对闲置的瓷片产线计提资产减值; 2024 年, 公司部分产能出现减值迹象, 对相关固定资产计提减值准备。考虑公司募投项目的资本开支、在建工程转固和固定资产折旧, 我们算得 2025-2027 年公司固定资产净值预计为 31.89 亿元、39.08 亿元、45.23 亿元。

2022-2024 年, 公司固定资产减值准备计提比例分别为 8.71%、10.40%、15.00%, 计提比例持续提高, 我们假设 2025-2027 年公司固定资产减值准备计提比例为 20.00%。

从 2023-2024 年来看, 公司的固定资产减值准备转回、转销影响有限, 通过固定资产减值准备增加额预测固定资产减值损失, 预计 2025-2027 年固定资产减值损失分别为 -1.38 亿元、-1.44 亿元、-1.23 亿元。

表 46: 固定资产减值损失预测

(单位: 百万元)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8660.93	8924.75	7324.31	6604.95	6074.33	5648.20
固定资产/营业总收入	40.54%	36.14%	45.55%	48.28%	64.34%	80.07%
固定资产净值*	3511.31	3225.45	3336.00	3188.98	3908.47	4522.61
固定资产减值准备计提比例	8.71%	10.40%	15.00%	20.00%	20.00%	20.00%
减: 固定资产减值准备余额	305.94	335.31	500.25	637.80	781.69	904.52
固定资产减值准备增加额	/	29.37	164.94	137.55	143.90	122.83
固定资产净额	3205.37	2890.15	2835.76	2551.19	3126.78	3618.09
固定资产减值损失	/	-26.08	-168.21	-137.55	-143.90	-122.83

资料来源: 招股意向书、招商证券; *注: 此处用“固定资产净值”非“固定资产原值”因需要考虑当期新增固定资产投资、在建工程转固、固定资产折旧后的期末固定资产

综上, 预计 2025-2027 年公司的资产减值损失分别为 -2.53 亿元、-2.47 亿元、-2.21 亿元; 预计资产+信用减值损失合计为 -4.42 亿元、-4.21 亿元、-3.82 亿元。考虑到当前宏观经济波动和房地产政策波动风险较大, 公司的计提减值情况不确定性较高, 我们进行了敏感性测试, 以便于分析计提减值对公司业绩的影响。

表 47: 计提比例对减值损失的敏感性测试

2025 年减值损失合计 (百万元)		信用减值损失/坏账准备					
		10.00%	15.00%	20.00%	25.00%	30.00%	35.00%
固定资产减值准备计提比例	10.00%	-29	-76	-123	-171	-218	-265
	15.00%	-188	-235	-283	-330	-377	-425
	20.00%	-348	-395	-442	-490	-537	-584
	25.00%	-507	-554	-602	-649	-696	-744
	30.00%	-666	-714	-761	-808	-856	-903
	35.00%	-826	-873	-921	-968	-1015	-1062

资料来源：招商证券

表 48：计提比例对归母净利润的敏感性测试

2025 年归母净利润（百万元）		信用减值损失/坏账准备					
		10.00%	15.00%	20.00%	25.00%	30.00%	35.00%
固定资产减值准备计提比例	10.00%	1419	1379	1339	1299	1259	1218
	15.00%	1284	1244	1203	1163	1123	1083
	20.00%	1148	1108	1068	1028	987	947
	25.00%	1013	973	932	892	852	812
	30.00%	877	837	797	757	716	676
	35.00%	742	701	661	621	581	541

资料来源：招商证券

我们减值损失测算中最主要的两项假设分别为固定资产减值准备计提比例（2024 年为 15.00%，2025 年假设为 20.00%）和信用减值损失占坏账准备比例（2024 年为 11.11%，2025 年假设为 20.00%），我们通过对上述比例进行每次 5pct 的调整，测试对公司总的减值损失的影响、对公司业绩的影响。最终测得，若固定资产减值准备计提比例、信用减值损失占坏账比例分别在区间 10%-35% 之间变动，则公司 2025 年的资产+信用减值损失变动范围在 -2868 万元至 -10.62 亿元之间，2025 年的归母净利润变动范围在 5.41-14.19 亿元之间。说明公司减值政策对公司业绩的影响显著。

5、盈利预测小结

关于盈利预测部分的全面性：我们细分公司业务，将其分为有釉砖、无釉砖和其他产品，综合考虑了各产品的产能、产量、自产比例、产销率、单位售价、单位成本等因素及其变化趋势，并对毛利率、费用率、所得税率、信用减值损失和资产减值损失等对盈利有影响的核心假设做出了较为详细和独立的预测过程。

关于盈利预测部分的审慎性：我们的预测结果中，2025-2027 年公司的营业总收入和归母净利润延续下滑态势，符合瓷砖产业维持红海竞争的产业趋势。2023 年及 2024 年，随着原材料及能源价格的走低，公司主营业务毛利率持续上升；我们的预测中，2025-2027 年公司的毛利率和净利率有所下降，主要考虑到公司经营过程中的波动和原材料价格波动的不确定性，体现了判断过程并非线性外推。

综上，我们预计公司 2025-2027 年营业总收入为 66.05 亿元、60.74 亿元、56.48 亿元，同比增速为 -9.82%、-8.03%、-7.02%，2025-2027 年复合增速为 -7.53%；预计归母净利润为 10.68 亿元、9.42 亿元、8.42 亿元，同比增速为 -19.51%、-11.77%、-10.65%，2025-2027 年复合增速为 -11.21%。

表 49：盈利预测简表

项目	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	8660.93	8924.75	7324.31	6604.95	6074.33	5648.20
同比增长	-7.52%	3.05%	-17.93%	-9.82%	-8.03%	-7.02%
营业利润（百万元）	1790.30	1576.20	1515.68	1227.06	1068.05	944.36
同比增长	-8.36%	-11.96%	-3.84%	-19.04%	-12.96%	-11.58%
归母净利润（百万元）	1514.35	1352.94	1326.91	1067.97	942.25	841.88
同比增长	-8.40%	-10.66%	-1.92%	-19.51%	-11.77%	-10.65%
销售毛利率	35.14%	35.99%	38.45%	37.22%	35.94%	34.64%
销售净利率	17.48%	15.16%	18.12%	16.17%	15.51%	14.91%
每股收益（元）	1.41	1.26	1.23	0.89	0.79	0.70
ROE	23.01%	17.49%	14.76%	9.38%	7.02%	6.01%

资料来源：招股意向书、招商证券；注：2025 年后每股收益以发行后 11.95 亿股股本为基础计算

七、估值分析：6-12 个月远期合理估值区间为 160.91-164.34 亿元

1、相对估值法（PE 法）

马可波罗满足可应用可比估值法所需具备的主要前提条件。（1）**公司发展相对成熟**：马可波罗在陶瓷行业深耕多年，已发展成为行业内的知名品牌，有着成熟的生产体系、销售渠道以及稳定的客户群体，具备成熟企业的特征。（2）**可产生持续的利润和收入**：在经营成果上，马可波罗凭借丰富的产品线和较高的品牌知名度，销售网络覆盖广泛，能持续稳定地获取销售收入，盈利能力较优。（3）**存在与公司可比的上市公司或交易案例**：东鹏控股、蒙娜丽莎、帝欧水华、新明珠等公司，与马可波罗同属建筑陶瓷行业。这些公司在产品结构上都围绕建筑陶瓷展开，盈利模式也多依赖产品销售与品牌运营，目标客户群体也较为一致，都服务于房地产企业、经销商、家装公司等。这些可比公司的存在，为马可波罗运用可比估值法提供了合适的参照样本。

公司主要从事建筑陶瓷的研发、生产和销售。根据证监会《上市公司行业分类指引（2012 年修订）》，公司属于“C30 非金属矿物制品业”大类、“C307 陶瓷制品制造”中类。

可比公司基本情况：根据招股意向书，发行人同行业公众公司包括东鹏控股、蒙娜丽莎、帝欧水华，非上市公司包括新明珠（拟上市），以上可比公司基本情况详见“可比上市公司简介”章节。

分析对比发行人和可比公司基本面情况：马可波罗与同行业企业在盈利模式、产品结构、客户结构等方面与同行业公众公司的差异情况如下：

表 50：发行人与同行业上市公司对比

序号	公司简称	盈利模式	产品结构	主要客户
1	东鹏控股	通过生产、销售各类建筑陶瓷和卫浴产品获取收入，注重品牌建设与渠道拓展，提升产品附加值	建筑陶瓷（瓷砖）、卫生洁具，涵盖多种规格、款式的瓷砖，以及智能马桶、浴室柜等卫浴产品； 2024 年建筑陶瓷收入占比 83.27%	房地产企业、经销商、家装公司等，与众多知名房地产商建立合作
2	蒙娜丽莎	专注建筑陶瓷产品研发、生产及销售，以陶瓷薄板/岩板等差异化产品和品牌影响力获取利润，发力绿色智能制造	陶瓷砖（包括薄板、大板等特色产品）、陶瓷薄板/岩板，创新研发薄型化、大规格陶瓷产品； 2024 年建筑陶瓷收入占比 98.27%	经销商、房地产企业、建材经销商、工装公司等
3	帝欧水华	以建筑陶瓷和卫浴产品的产品生产销售为主，借助品牌运营和成本控制实现盈利，在工程渠道发力	陶瓷砖、卫生洁具，产品风格多样，满足不同装修需求； 2024 年建筑陶瓷收入占比 75.39%	房地产企业、家装公司、经销商等，与多家大型房地产企业长期合作
4	新明珠	专注建筑陶瓷产品研发、生产及销售，通过大规模生产和多元化销售渠道实现盈利，注重产品创新和市场拓展	陶瓷砖（涵盖抛光砖、抛釉砖等多种品类）、陶瓷卫浴，产品种类丰富，规格齐全； 2022 年建筑陶瓷收入占比 99.16%	经销商、房地产企业、家装公司等，销售网络覆盖广泛
5	马可波罗	专注建筑陶瓷产品研发、生产及销售，凭借品牌知名度、产品质量和服务，通过销售产品获取利润，拓展线上线下渠道	建筑陶瓷（以瓷砖为主，拥有丰富的产品线和设计风格），产品涵盖不同系列、风格的瓷砖； 2024 年建筑陶瓷收入占比 99.47%	经销商、家装公司、房地产企业等，在零售和工程市场均有较高认可度

资料来源：招股意向书、Wind、招商证券

由于新明珠尚未上市，进行相对估值法时不选择为可比公司；由于帝欧水华 2022-2024 年归母净利润均为亏损，因此在选择相对估值法可比公司时同样将其剔除。综上，进行相对估值法时，发行人只能选取东鹏控股、蒙娜丽莎作为可比公司。

行业市盈率：根据中上协行业分类数据，马可波罗所属的“C30 非金属矿物制品业”，截至 2025/9/19，最近 1 个月平均的行业静态市盈率 32.01 倍，最近 1 年平均的行业静态市盈率 21.24 倍，最近 1 个月平均的行业滚动市盈率为 28.29 倍，最近 1 年平均的行业滚动市盈率 23.23 倍。

表 51：行业静态市盈率

行业代码/名称	证券数量	亏损数量	静态市盈率				
			最新	1 个月平均	3 个月平均	6 个月平均	1 年平均
C30 非金属矿物制品业	111	36	32.48	32.01	29.13	25.30	21.24

资料来源：中证指数、招商证券；注：截至 2025/9/19

表 52：行业滚动市盈率

行业代码/名称	证券数量	亏损数量	滚动市盈率				
			最新	1 个月平均	3 个月平均	6 个月平均	1 年平均
C30 非金属矿物制品业	111	40	28.24	28.29	26.16	24.45	23.23

资料来源：中证指数、招商证券；注：截至 2025/9/19

报告期以来行业市盈率变动情况：从非金属矿物制品业行业市盈率来看，2022-2024 年，C30 非金属矿物制品业的行业静态市盈率中枢分别为 14.59 倍、15.82 倍、15.57 倍；行业滚动市盈率（TTM）中枢分别为 14.71 倍、17.41 倍、17.84 倍。2022 年，受房地产调控加码、公共卫生风险防控导致工程需求停滞影响，致使行业估值中枢下移；2023-2024 年，行业需求仍处底部，落后产能出清加速但头部企业业绩尚未显现改善，行业市盈率维持历史低位；2025 年以来，市场预期修复带动市盈率中枢上移。**从申万瓷砖地板行业市盈率来看**，2022-2024 年，申万瓷砖地板行业市盈率中枢分别为 29.91 倍、33.87 倍、20.84 倍。2022 年受需求不足拖累，致使瓷砖地板行业盈利下滑、推高市盈率，2023 年，市场对政策放松、需求修复存在高预期，但地产销售复苏乏力、瓷砖地板行业实际盈利仍在探底，预期与现实的背离导致 23 年市盈率先冲高后回落。2024 年，行业整体盈利改善缓慢，市盈率维持历史低位，直至 2024 年 9 月以后政策预期反转，致使市盈率上行。

图 48：2020 年以来行业静态市盈率趋势



资料来源：Wind、招商证券；截至 2025/9/19

图 49：2020 年以来行业滚动市盈率趋势



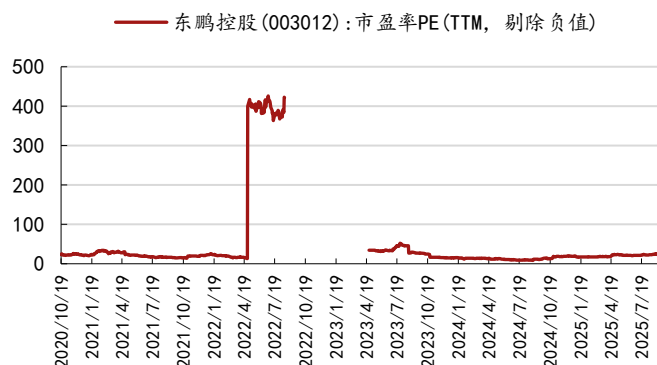
资料来源：Wind、招商证券；截至 2025/9/19

图 50：2020 年以来申万瓷砖地板行业市盈率趋势



资料来源：Wind、招商证券；截至 2025/9/19

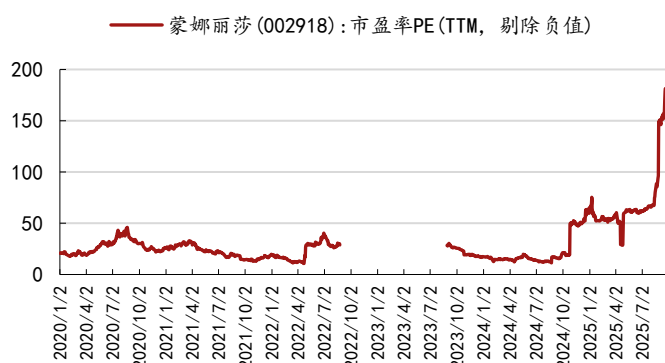
图 51：上市以来东鹏控股市盈率趋势



资料来源：Wind、招商证券；截至 2025/9/19

报告期以来可比公司市盈率变动情况：2022-2024 年，东鹏控股 PE-TTM（剔除负值）中枢分别为 205.42 倍、29.11 倍、13.46 倍；蒙娜丽莎 PE-TTM（剔除负值）中枢分别 22.83 倍、21.90 倍、22.81 倍；帝欧水华由于业绩持续亏损，自 2022/4/28 后无相关数据。2022 年，东鹏控股受房地产调控加码、工程渠道坏账计提增加及原材料价格波动影响，业绩不及预期致使市盈率高企；2023 年，东鹏控股业绩边际改善化解估值泡沫。2022-2024 年市场对蒙娜丽莎估值相对稳定，2025 年以来，由于蒙娜丽莎上半年业绩不及预期，致使市盈率失真。

图 52：2020 年以来蒙娜丽莎市盈率趋势



资料来源：Wind、招商证券；截至 2025/9/19

图 53：2020 年以来帝欧水华市盈率趋势



资料来源：Wind、招商证券；截至 2025/9/19

截至 2025/9/19，最近 1 个月平均的行业静态市盈率 32.01 倍，最近 1 年平均的行业静态市盈率 21.24 倍，最近 1 个月平均的行业滚动市盈率为 28.29 倍，最近 1 年平均的行业滚动市盈率 23.23 倍，可比公司预测市盈率平均值为 25.78 倍，可比公司滚动市盈率（剔除极值）平均值为 24.38 倍。

可比公司中报业绩实现情况与 wind 一致预期的比较：

东鹏控股：2025 年 1-6 月，东鹏控股实现归母净利润 2.19 亿元，同比增长 3.85%；截至 2025 年 9 月 21 日，东鹏控股 2025 年归母净利润 wind 一致预测值为 4.08 亿元，预期同比增长 24.07%（2025/3/25 至 2025/9/21 共有 8 条机构预测数据）。

蒙娜丽莎：2025 年 1-6 月，蒙娜丽莎归母净利润亏损 566.82 万元，去年同期为盈利 8260.21 万元；截至 2025 年 9 月 21 日，蒙娜丽莎 2025 年归母净利润 wind 一致预测值为 1.80 亿元，预期同比增长 44.00%（2025/3/25 至 2025/9/21 共有 10 条机构预测数据）。

考虑到（1）wind 一致预期和可比公司实现的业绩情况可能存在较大的失真情况，导致相关市盈率存在偏高的可能；（2）可比公司蒙娜丽莎滚动市盈率为 154.30 倍，显著高于所属行业及其他可比公司平均，应予以剔除；（3）剔除后可比公司仅剩一家（东鹏控股，滚动市盈率为 24.38 倍），应重点参考行业市盈率；（4）行业静态市盈率基于完整财年的经审计净利润计算，既反映了行业整体在一个经营周期内的盈利水平，又避免了短期波动和预测不确定性的

干扰，能够客观代表马可波罗所处行业的普遍估值逻辑；（5）最近 1 个月的时间周期过短，易受短期市场情绪影响，无法反映行业真实的估值中枢。因此我们选择重点参考最近 1 年平均的行业市盈率（21.24 倍）。

考虑到预计瓷砖行业仍然处于下行周期、预测期公司的业绩持续下滑、部分可比公司中报业绩未达预期，基于审慎性原则给予 40% 估值折价，最终给予公司 2025 年 12.74 倍 PE-TTM 作为合理估值，结合预计公司归母净利润（TTM）12.71 亿元，公司 2025 年参考市值为 161.93 亿元。

上浮 1.5%、下浮 1.5% 作为公允价值区间。

上浮 1.5% 归因：一方面，马可波罗品牌知名度高，在陶瓷行业经营多年，品牌形象深入人心，消费者认可度高，有助于产品溢价与市场拓展。另一方面，公司财务表现优异，收入体量位列头部，利润率显著优于同行，优秀的现金流叠加在产品研发上不断推陈出新的研发优势。基于品牌影响力和竞争优势给予 1.5% 左右上浮合理。

下浮 1.5% 归因：一方面，市场需求波动对陶瓷行业影响大，房地产市场波动、消费者偏好改变，都可能影响产品销量。另一方面，过去两年原材料及能源动力价格处于较低水平，而未来原材料价格、能源成本的不稳定，也会压缩利润空间，考虑到成本波动风险。因此需预留 1.5% 左右的下浮幅度应对需求风险和盈利下降风险。

综上，对应公司目标 PE 区间为 12.55-12.93 倍，结合公司归母净利润（TTM）12.71 亿元，公司合理估值区间为 159.51-164.34 亿元。该估值区间对应公司 2024 年归母净利润的 PE 为 12.02-12.38 倍，对应 2025 年预测归母净利润的 PE 为 14.94-15.39 倍。

表 53：可比公司与发行人归母净利润及估值对比（以 2025 年 9 月 19 日收盘价计算 PE）

证券简称	证券代码	市值 /亿元	归母净利润/亿元						对应 PE					
			2023A	2024A (扣非前)	2024A (扣非后)	2025E	TTM	TTM (扣非后)	2023A	2024A (扣非前)	2024A (扣非后)	2025E	PE-TTM	PE-TTM (扣非后)
东鹏控股	003012.SZ	82.05	7.20	3.28	3.00	4.08	3.37	3.01	11.39	24.98	27.35	20.11	24.38	27.27
蒙娜丽莎	002918.SZ	56.62	2.66	1.25	1.03	1.80	0.37	0.18	21.27	45.31*	55.03*	31.45	154.30*	315.54*
帝欧水务	002798.SZ	32.70	-6.58*	-5.69*	-5.76*	无*	-5.98*	-5.96*	-4.97*	-5.75*	-5.68*	无*	-5.47*	-5.49*
可比公司平均数 (剔除带*数据)		69.33	4.93	2.27	2.01	2.94	1.87	1.59	16.33	24.98	27.35	25.78	24.38	27.27
发行人		--	13.53	13.27	11.51	10.68	12.71	11.08	--					

资料来源：Wind、招股意向书、招商证券；注：2025 年预计净利润为 wind 一致预期数据，“市值”采用近 20 日平均总市值与当日总市值孰低值；帝欧水务因亏损不计入可比公司；计算平均数时剔除极值和负值（带*号数据），蒙娜丽莎扣非前后的 2024 年归母净利润和归母净利润 TTM 规模较小，致使对应市盈率偏离历史中枢较多，故剔除

关于相对估值法的审慎性：从行业估值水平看，最近 1 个月行业静态市盈率 32.01 倍、滚动市盈率 28.29 倍，最近 1 年行业静态市盈率 21.24 倍、滚动市盈率 23.23 倍，而本次估值（中枢 12.74 倍）显著低于上述行业中枢水平，对于 1 个月行业静态市盈率折价幅度为 60%，对于 1 个月行业滚动市盈率折价幅度为 55%。从可比公司维度来看，可比公司预测市盈率平均值 25.78 倍、滚动市盈率（剔除极值）平均值 24.38 倍，本次估值（中枢 12.74 倍）较可比公司预测市盈率折价 51%，较可比公司滚动市盈率（剔除极值）折价 48%。

2、绝对估值法（DCF 法）

（1）估值方法适用性

发行人满足可应用绝对估值法所需具备主要前提条件：公司具备可持续经营和产生收益的能力；公司预期收益可以相对准确预测；与预期收益相关的风险报酬能被估算计量。

（2）基本假设设定及说明

表 54: DCF 基本假设

Beta 系数	1.10
无风险利率	1.7402%
风险溢价	7.00%
名义长期增长率假设	0.00%

资料来源：招商证券

无风险报酬率的确定：截至 2025 年 9 月 19 日，中债国债到期收益率（10 年）过去 3 个月平均为 1.7402%，本次无风险报酬率取 1.7402%。

Beta 系数：东鹏控股、蒙娜丽莎、帝欧水华相对沪深 300 的 24 个月 beta 值分别为 1.0104、1.1730、0.9925，可比公司相对沪深 300 的 24 个月 beta 值的算术平均值为 1.0586；证监会行业分类下的非金属矿物制品业相对沪深 300 的 24 个月 beta 值（总市值加权）为 1.0487。基于审慎性原则，此处我们取 beta 系数为 1.10。

风险溢价：沪深 300 指数自 2005 年 4 月 8 日发布之日起，至 2025 年 9 月 19 日，年化收益率为 7.94%，由此计算得到风险溢价为 6.1998%，基于审慎性原则，我们取风险溢价为 7.00%。

名义长期增长率假设：永续增长率反映企业进入长期稳定经营阶段后的持续增长潜力，尽管我们预测中公司 2025-2027 年业绩存在持续下滑，但永续增长率假设并非基于短期业绩波动，而是源于行业长期稳态需求、头部企业竞争优势固化及宏观经济基本面支撑。我国瓷砖行业已进入成熟阶段，新增产能的扩张动力不足，落后产能持续淘汰，中短期增长率为负，中长期行业产能有望收敛至动态平衡。近年来，我国瓷砖龙头企业纷纷提出出海战略，中长期看，我国瓷砖企业面向的将是全球化市场。根据 QYR 的统计及预测，2024 年全球瓷砖市场销售额达到了 1038.1 亿美元，预计 2031 年将达到 1247.7 亿美元，年复合增长率为 2.7%（2025-2031）。考虑永续期中国建筑陶瓷需求降幅收窄、全球建筑陶瓷需求增速趋缓，此处选取 0.00% 作为名义长期增长率。

其他基本假设及说明：

目标权益比例及目标债务比例：2022-2024 年度公司资产负债率分别为 44.11%、37.67%、32.12%。考虑到公司成功上市后，股权融资带动资产负债率下行，我们假设未来目标债务比率为 20%，权益比例 80%。

公司长期贷款利率：根据全国银行间同业拆借中心数据，截至 2025 年 9 月 21 日，我国贷款市场报价利率（5 年）为 3.50%，审慎考虑民企贷款利率一般相对较高，假设长期贷款利率为 5%。

所得税率：公司 2022-2024 年实际所得税率为 15.75%、14.65%、13.81%。公司下属五家子公司均为高新技术企业，享有 15% 的优惠所得税率，考虑 2024 年以前公司实际所得税率也在 15% 左右，我们假设公司未来预期所得税率维持在 15%。

权益成本（Ke）：根据上述参数计算可得 9.44%。

WACC：根据上述参数计算可得 8.40%。

（3）权益价值测算

表 55: 计算权益价值，单位：百万元

显性/半显性预测价值	5950
+ 终值价值	3519
= 企业核心评估价值 AEV	9469
+ 非核心资本	7829
+ 其他业务	0.0
= 企业总价值	17298
- 净负债	969
- 少数股东权益	0

=权益评估价值 **16328**
隐含市盈率（动态） **13.7**

资料来源：公司招股意向书、招商证券

4) FCF 测算

显性预测期收入预测：我们预计公司 2025-2027 年营业总收入为 66.05 亿元、60.74 亿元、56.48 亿元，同比增速为 -9.82%、-8.03%、-7.02%，2025-2027 年复合增速为 -7.53%（详见第六章盈利预测）。

半显性预测期收入预测：假设公司所处的瓷砖行业无较大风险性事件，随着未来三年瓷砖行业的逐渐出清，行业有望触底修复。公司作为瓷砖龙头企业，有望通过市场管理、渠道建设、产品创新等措施巩固竞争优势。随着消费者对个性化、美观装饰需求增加，有釉砖花色丰富的优势可满足，推动其缓慢增长，假设 2028-2030 年有釉砖产量增速维持 -2.00%，2031-2037 年产量增速维持 -1.5%；假设 2028-2030 年有釉砖销售单价增速维持 -2.00%，未来单价增速保持持平；而因环保标准趋严、新产品冲击等因素，假设 2028-2037 年无釉砖产量维持 -2% 的年均复合增速，假设无釉砖单价增速保持持平；最终，我们预计公司 2028-2030 年收入增速分别为 -4.46%、-3.98%、-3.97%，2031-2037 年复合增速维持约 -1.53%。

财务费用预测：近年来，公司财务费用持续下降，主要系借款利率下降、借款规模下降所致。若公司成功上市募集资金，由于股权融资不增加债务，而募投项目以小部分扩产和大部分技改为主，公司资产负债率低、经营性现金流充沛，募投项目带来高息或大额的新增配套债务可能性较小，我们假设公司财务费用率保持稳定在 -0.60% 水平。

资本支出预测：根据公司募投规划，预计将发行募集资金扣除发行费用后的净额投入 5 个项目，累计投资额约 23.77 亿元，主要项目建设期为 2-3 年，我们将上述项目年均投资额计入当年新增在建工程，2025-2028 年预计资本支出将会有明显增加，同时导致自由现金流阶段性减少。而随着募投项目的完成，预计远期来看公司的资本支出将回归稳态。

营运资金预测：由于公司经营模式需要备有库存，因此预计存货占比维持公司现有状态。随着公司经销收入占比提升，加强对客户应收账款管控，预计公司未来应收账款占比有所下降。根据我们的盈利预测，显性预测期内公司收入规模持续下滑，带动营运资本的绝对值下降，从而使得营运资本增加值为负；半显性预测期内，我们预计公司收入降幅逐渐收窄，考虑到技改项目带来的生产效率提升以及公司生产的规模效应显现，因而营运资本增加值小幅稳定减少。

减值准备净增加额预测：减值准备中包括应收账款坏账准备、存货跌价准备、固定资产减值准备。显性预测期内由于固定资产净额增幅较大，致使坏账准备有所增加。半显性预测期内，公司持续收缩工程业务、经销占比提升，预计减值准备净增加额逐渐收敛至平稳。

折旧与摊销预测：2028-2029 年主要考虑公司募投项目的在建工程转为固定资产带来折旧摊销的阶段性增加。

表 56: FCF 计算，单位：百万元

	基期	显性预测期			半显性预测期									
	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E
营业收入	7324	6605	6074	5648	5396	5182	4976	4899	4824	4750	4677	4605	4535	4465
YoY	-17.9%	-9.82%	-8.03%	-7.02%	-4.5%	-4.0%	-4.0%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%
营业总成本	5572	5114	4781	4519	4344	4199	4058	3988	3920	3852	3786	3721	3658	3595
其中：财务费用	-45	-40	-36	-34	-32	-31	-30	-29	-29	-28	-28	-28	-27	-27
营业利润	1516	1227	1068	944	951	922	895	900	918	931	921	909	907	899
EBIT	1470	1187	1032	910	919	891	865	871	889	902	893	882	880	872
所得税税率	13.8%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
NOPLAT	1267	1009	877	774	781	757	735	740	755	767	759	750	748	741
折旧与摊销	388	501	487	576	652	664	640	616	589	565	549	530	515	502
减值准备净增加额	172	11	51	49	20	9	4	2	1	1	0	0	0	0
营运资本增加	-54	-97	-87	-85	-54	-21	-5	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3
资本支出	-303	-1306	-1236	-828	-463	-446	-402	-408	-410	-402	-405	-407	-402	-406
FCF	1579	312	266	655	1045	1005	982	954	939	933	907	876	864	840
现金流增长率		-80.2%	-14.8%	146.5%	59.5%	-3.8%	-2.3%	-2.9%	-1.5%	-0.6%	-2.8%	-3.3%	-1.4%	-2.8%
折现年数		1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0	8.0	9.0	10.0	11.0	12.0	13.0
折现因子		0.92	0.85	0.79	0.73	0.67	0.62	0.57	0.53	0.49	0.45	0.41	0.38	0.35
FCF 现值		288	226	515	757	673	607	544	494	453	406	362	330	296

资料来源：招商证券

(5) 敏感性分析与估值区间**表 57：敏感性分析，单位：亿元**

		WACC				
权益价值=	163.28	7.40%	7.90%	8.40%	8.90%	9.40%
Growth	-0.20%	166.91	164.51	162.40	160.51	158.83
	-0.10%	167.47	165.01	162.84	160.91	159.18
	0.00%	168.04	165.51	163.28	161.31	159.54
	0.10%	168.63	166.03	163.74	161.72	159.91
	0.20%	169.23	166.56	164.21	162.14	160.29

资料来源：招商证券

在绝对估值法下，根据 DCF 估值模型，我们测算在 WACC 为 7.90%-8.90%、永续增长率为-0.10%-0.10%的范围内，公司合理估值区间为 160.91-166.03 亿元。

3、估值小结

在相对估值法下，公司的参考市值区间为 159.51-164.34 亿元，在绝对估值法下，公司的参考市值区间为 160.91-166.03 亿元；综合两种估值方法，我们认为发行人上市后远期整体公允价值区间为 160.91-164.34 亿元，对应发行人 2024 年归母净利润的静态 PE 为 12.13-12.38 倍，对应 2024 年扣非归母净利润的静态 PE 为 13.98-14.28 倍，对应 2025 年预测归母净利润的 PE 为 15.07-15.39 倍，对应公司滚动市盈率（PE-TTM）为 12.66-12.93 倍，对应公司扣非后滚动市盈率（扣非后 PE-TTM）为 14.53-14.84 倍。根据中上协行业分类数据，马可波罗所属的“C30 非金属矿物制品业”，截至 2025/9/19，最近 1 个月平均的行业静态市盈率 32.01 倍，最近 1 年平均的行业静态市盈率 21.24 倍，最近 1 个月平均的行业滚动市盈率为 28.29 倍，最近 1 年平均的行业滚动市盈率 23.23 倍。

行业估值水平与发行人估值结论差异的原因：1）考虑业绩周期错配。最近 1 个月平均行业市盈率上行，反映市场对政策刺激（如房地产松绑、消费补贴）下行业需求回暖的短期乐观预期，包含了部分企业业绩触底回升的预期溢价。而我们预计公司未来三年营收降幅尚未转正、净利润规模逐年收缩，估值需承担成长性折价。2）考虑行业结构性分化。非金属矿物制品业中部分建筑材料下游应用延伸至科技、新兴产业等领域，而建筑陶瓷作为成熟制造业，整体估值中枢应低于行业平均水平。

发行人拟公开发行人民币普通股（A 股）不超过 11,949.20 万股，不低于发行后总股本比例的 10.00%。按照估值结果，估值结论区间上限（164.34 亿元）对应募集资金（16.43 亿元）未超过招股意向书（注册稿）预计募集资金（23.77 亿元）。我们认为该估值水平下的募集资金金额与项目资金需求较为匹配，具备一定审慎性和合理性。

关于估值的审慎合理性：

1）针对公司未来三年的业绩变化情况，未回避业绩下行趋势。预测净利润同比降幅均大于同期收入降幅，反映对需求疲软下价格竞争加剧、成本压力难以完全转嫁的预判。相对估值法中，在参考行业市盈率的基础上给予发行人 40% 的估值折价。

2）针对行业情况，未依赖行业反转假设。尽管房地产政策存在边际宽松可能，但估值未将“竣工/开工面积企稳回升”作为前提，业绩预测和估值仍基于“行业低位运行”的基准场景，避免因政策不确定性带来的估值虚高。估值结论上限所对应的发行人 PE-TTM（12.93 倍）较最近 1 年平均的行业滚动市盈率（23.23 倍）折价 44%。

3）针对毛利率预测情况，未假设毛利率企稳回升。2024 年销售毛利率 38.45%（同比+2.46pct），但盈利预测和估值未假设该改善持续。预测 2025-2027 年毛利率逐年下降，未回避需求疲软下产品降价、原材料价格波动、能源成本压力等风险，未做毛利率触底的乐观假设。

4) 针对公司历史业绩情况, 未高估盈利改善持续性。2022-2024 年归母净利润增速持续为负, 估值未回避这一历史压力, 反而将其延伸至未来三年预测, 未做“历史风险消失”的假设。2024 年销售净利率 18.12% (同比+2.96pct), 但盈利预测和估值未假设该改善持续。估值结论上限所对应的发行人 2024 年静态 PE (12.38 倍) 较可比公司 2024 年平均静态 PE (24.98 倍) 折价 50%。

5) 针对可比公司业绩预计情况, 发行人估值水平低于可比公司。未因发行人自身规模优势或市场地位给予估值溢价。估值结论上限所对应的发行人 2025 年预测市盈率 (15.39 倍) 较可比公司 2025 年平均预测市盈率 (25.78 倍) 折价 40%。

6) 针对本次发行募资情况, 未纳入募资潜在收益。估值中未考虑募资用于扩产、研发或市场拓展可能带来的业绩增量和竞争力增益影响。估值结论区间上限 (164.34 亿元) 对应募集资金 (16.43 亿元) 未超过招股意向书 (注册稿) 预计募集资金 (23.77 亿元)。

八、风险因素分析

1、盈利预测假设条件不成立影响公司盈利预测和估值结论的风险

本报告所作出的盈利预测是基于行业及外部社会经济环境稳定, 政府相关政策顺利推进, 二级市场平稳运行, 公司经营稳定, 合理决策等假设条件下所做出的合理预测。如果盈利预测的假设条件不达预期, 可能会导致公司最终的收入、毛利率、利润等盈利结果大幅低于我们的盈利预测, 导致盈利预测结论不成立; 亦可能导致估值结论的判断出现偏离。

我们预计公司 2025-2027 年收入为 66.05 亿元、60.74 亿元、56.48 亿元, 同比增速为-9.82%、-8.03%、-7.02%, 2025-2027 年复合增速为-7.53%; 综合毛利率分别为 37.22%、35.94%、34.64%。分别考虑收入、毛利率出现小幅低于预期、大幅低于预期的情形:

(1) 收入小幅低于预期情形: 假定主营业务拓展不顺利, 增速小幅低于预测值, 假设收入增速比预测值下浮 5%, 2025-2027 年收入为 62.39 亿元、54.26 亿元、47.74 亿元, 同比增速分别为-14.82%、-13.03%、-12.02%;

(2) 收入大幅低于预期情形: 假定主营业务拓展不顺利, 增速大幅低于预测值, 假设收入增速比预测值下浮 10%, 2025-2027 年收入为 58.73 亿元、48.13 亿元、39.94 亿元, 同比增速分别为-19.82%、-18.03%、-17.02%;

(3) 毛利率小幅低于预期情形: 假定受行业竞争导致价格大幅下降, 以及原材料成本上升, 毛利率小幅低于预测值, 假设毛利率比预测值下浮 5%, 2025-2027 年公司综合毛利率为 32.22%、30.94%、29.64%;

(4) 毛利率大幅低于预期情形: 假定受行业竞争导致价格大幅下降, 以及原材料成本上升, 毛利率大幅低于预测值, 假设毛利率比预测值下浮 10%, 2025-2027 年公司综合毛利率为 27.22%、25.94%、24.64%。

分别考虑收入符合预期、小幅低于预期、大幅低于预期以及毛利率符合预期、小幅低于预期、大幅低于预期的情形, 对盈利预测及估值结论进行敏感性分析, 其中由于相对估值法 (PE) 采用历史财务数据 (归母净利润 TTM), 不受 2025-2027 年盈利预测影响, 对估值影响主要体现在绝对估值法 (DCF 法) 结论上:

表 58: 2025-2027 年预测归母净利润敏感性分析 (单位: 亿元)

	预测收入	收入小幅低于预期	收入大幅低于预期
预测毛利率	10.68/9.42/8.42	10.13/8.51/7.28	9.57/7.64/6.26
毛利率小幅低于预期	7.80/6.77/5.95	7.40/6.14/5.20	7.01/5.54/4.52
毛利率大幅低于预期	4.92/4.12/3.49	4.68/3.77/3.11	4.45/3.44/2.78

资料来源: 招商证券; 注: 上述分别为 2025/2026/2027 年假设归母净利润

表 59：估值结论（DCF 法）敏感性分析（单位：亿元）

	预测收入	收入小幅低于预期	收入大幅低于预期
预测毛利率	160.91-166.03	140.61-143.81	127.68-129.77
毛利率小幅低于预期	132.54-136.48	120.64-123.25	112.95-114.76
毛利率大幅低于预期	104.18-106.92	100.67-102.69	98.23-99.75

资料来源：招商证券

2、经营业绩下滑风险

报告期内，公司营业收入分别为 866,092.92 万元、892,475.01 万元和 732,430.90 万元，净利润分别为 151,434.61 万元、135,293.72 万元和 132,690.66 万元，呈现小幅下滑。公司经营业绩与下游房地产行业发展情况、市场竞争情况以及原材料、能源采购价格波动等因素关联性较强。近年来，我国房地产市场出现一定程度的波动，全国房地产开发投资规模从 2022 年的 13.29 万亿元下滑到 2024 年的 10.03 万亿元，下游房地产开发投资规模下降对发行人产品市场需求产生不利影响。同时受部分下游房地产客户回款能力下降等影响，公司应收款项计提大额减值损失。市场竞争方面，由于建筑陶瓷行业低端产品产能存在过剩，市场价格竞争日益激烈，报告期内公司产品销售单价分别为 41.62 元/平米、39.48 元/平米和 37.72 元/平米，呈下降趋势。

从期后业绩来看，公司 2025 年 1-6 月实现营业收入为 321,820.43 万元，同比变动-11.82%，归属于母公司所有者的净利润为 65,467.61 万元，同比变动-7.90%，扣除非经常性损益后归母净利润为 59,804.60 万元，同比变动-6.80%。2025 年上半年销售单价为 37.08 元/平米，较 2024 年同期下降 2.27%，受市场环境仍呈下滑趋势，但受国家支持房地产止跌回稳、支持消费推出“国补”等因素影响，销售价格降幅呈收窄趋势。

上述因素导致公司营业收入出现波动，净利润有所下降。若未来下游房地产市场恶化、市场竞争加剧或者原材料及能源等成本要素价格上涨等，都将对经营业绩产生不利影响，使公司经营业绩面临下滑的风险。

3、应收款项坏账风险

报告期各期末，公司应收账款账面价值分别为 202,778.01 万元、159,938.75 万元和 121,356.23 万元，占各期末流动资产的比例分别为 28.37%、20.45%和 14.92%；公司的应收票据账面价值分别为 5,516.59 万元、395.73 万元和 2,151.56 万元，占各期末流动资产的比例分别为 0.77%、0.05%和 0.26%。公司的应收款项主要来自于房地产等工程类客户。该类业务模式下，销售规模相对较大且付款周期较长，大多采用应收账款或商业票据结算。公司的工程类客户主要为大型房地产企业，具备一定的融资能力和抗风险能力。但报告期内公司部分房地产客户出现了信用违约或逾期情形，一定程度影响了公司现金流与经营业绩。

若未来宏观环境出现波动或下游客户信用偿付能力或意愿发生变化，可能会引发潜在的应收款项回款风险、商业票据承兑受到影响，降低公司资产运营效率，进而影响公司现金流和业绩稳定。

4、毛利率下降风险

报告期内，公司主营业务毛利率分别为 35.10%、36.01%和 38.46%，保持在较高水平。若未来行业竞争进一步加剧或原材料、能源价格、人力成本持续上升，而公司在新产品研发、产能布局、品牌渠道建设、绿色制造等方面不能保持现有竞争优势或不能有效控制成本，或者公司不能将相关成本及时向下游转移，将面临毛利率下降的风险，从而对公司经营业绩产生不利影响。

5、净利率下降风险

报告期内，公司净利率分别为 17.48%、15.16%和 18.12%，保持在较高水平。若未来行业竞争加剧，公司产品售价进一步下降，或税费政策调整使得企业税负增加，而公司在精细化成本管控、期间费用优化、供应链协同效率提升等

方面未能持续突破，亦或是在市场议价过程中无法有效维持合理的利润空间，将面临净利率下降的风险。此外，若投资收益不及预期、资产减值损失增加等非经常性损益项目出现不利变化，且公司未能通过主营业务盈利增长加以对冲，也可能对净利率水平产生负面影响。

6、市场竞争激烈的风险

我国建筑陶瓷行业企业众多、竞争激烈，呈现“大市场，小企业”的竞争格局，2024 年建筑陶瓷工业规模以上企业单位数为 993 家，单家企业市场份额不超过 5%，2022-2024 年，发行人市场占有率分别为 2.62%、3.23%和 3.27%，市场占有率较低。随着市场环境的变化以及环保标准不断趋于严格，我国建筑陶瓷行业竞争进一步加剧，一方面落后产能淘汰加速，全国规模以上建筑陶瓷企业家数从 2020 年的 1093 家减少到 2024 年的 993 家，累计减少 100 家，全国瓷砖产量从 2020 年的 84.74 亿平米下降到 2024 年的 59.1 亿平米，降幅为 30.26%。另一方面，市场竞争导致瓷砖销售价格呈下跌趋势。在此背景下，如果公司在未来市场竞争中，在新产品研发、产能布局、品牌渠道建设、绿色制造等方面不能保持现有竞争优势，将会给公司的生产、销售及盈利水平带来不利影响。

7、房地产市场波动的风险

公司专注于建筑陶瓷的研发、生产和销售，因此公司所处行业与下游房地产行业具有密切相关性。近年来，受市场需求和政策的双重影响，房地产行业呈现一定波动。2022 年至 2024 年各期末，房地产开发景气指数分别为 94.31、93.29 和 92.78，截至 2025 年 3 月该指数小幅回升至 93.96，景气水平整体呈下降趋势。2024 年 9 月召开的中共中央政治局会议提出要促进房地产市场止跌回稳，但长期而言，市场仍可能出现波动，进而对公司业绩造成影响。如果无法通过调整经营策略、优化客户结构等措施提升竞争力，公司将面临业绩下滑的风险。

8、原材料、能源的价格波动风险

公司生产所需的原材料主要为泥砂料、化工色辅料、包装材料等，所需能源主要为天然气、电、煤、焦炉气。报告期内，原材料成本占公司主营业务成本的平均比重超过 30%，能源成本占公司主营业务成本的平均比重超过 30%。公司主要原材料及能源价格出现波动，将会给公司生产经营及盈利水平带来显著影响，如果出现采购价格大幅上升而公司不能将相关成本及时向下游转移，公司盈利水平将面临显著下降的风险。

9、用工成本上升的风险

报告期各期，公司支付给职工以及为职工支付的现金分别为 92,043.12 万元、92,593.44 万元和 88,212.56 万元。随着我国经济的迅速发展，以及人力资源及社会保障制度的不断规范和完善，企业员工工资水平和福利性支出持续增长。如果未来用工成本上涨，公司存在因劳动力成本上升导致经营利润下降的风险。

10、资产减值风险

（1）固定资产减值风险

报告期各期末，公司的固定资产账面价值分别为 320,536.79 万元、289,014.64 万元和 283,575.57 万元，占各期末非流动资产的比例分别为 56.69%、52.38%和 46.49%。公司作为瓷砖行业的知名企业，拥有大量与生产经营相关的固定资产，包括生产厂房、瓷砖生产线、仓储设施及研发设备等。若未来瓷砖市场需求出现大幅萎缩，或行业竞争加剧，公司产能利用率可能显著下降，部分生产线长期处于低负荷运转状态，使得固定资产的实际使用效益低于预期，其可收回金额可能低于账面价值。同时，瓷砖生产技术迭代速度加快，若公司未能及时对现有生产线进行技术升级，或新研发的生产工艺无法与现有设备兼容，可能导致部分老旧设备因技术落后而被淘汰，进而产生减值。此外，若公

司在产能布局中出现决策失误,如新建产能不符合市场发展趋势,或固定资产投资规模超出实际需求,导致资产闲置,或是固定资产维护不当、出现重大损坏影响正常使用,且维修成本过高,都可能使固定资产的价值受到侵蚀,面临减值风险,削弱资产质量,对企业的财务状况和经营业绩产生不利影响。

(2) 抵债房产的风险

公司报告期存在房地产客户以房抵债情况,抵债房产金额为 47,573.27 万元。截至报告期末,公司已对 509 套抵债房产或车位完成办理网签备案手续,其中 63 套房产或车位已交付,此外 2 套房产已转售,金额合计占比 64.78%。公司尚未取得全部抵债房产所有权,即在公司与房地产客户签署商品房买卖合同并办理房产过户登记前,公司无法取得抵债房产所有权,公司的抵债房产存在因开发商资金紧张或债务问题导致楼盘烂尾、被列为开发商破产财产及被其他具有优先受偿权的债权人申请法院查封的风险,从而导致公司的期待物权无法实现。如发生前述情况,虽然公司可以继续申诉或诉至法院,但仍存在无法全额受偿的风险。

同时,受二手房市场波动和部分抵债房产所在城市存在限售政策影响,房产变现时间和价值存在不确定性,面临一定资产减值风险和资产变现风险。

(3) 存货减值风险

报告期各期末,公司的存货账面价值分别为 212,610.59 万元、187,585.95 万元和 159,855.12 万元,占各期末流动资产的比例分别为 29.75%、23.98%和 19.65%,存货规模较大。公司综合考虑市场需求、经营模式等因素进行合理备货,并对存货进行严格管理。虽然公司维持较高规模的存货水平具有一定的必要性,但如果销售不达预期或者市场流行趋势发生变化,可能会导致公司存货余额进一步增加,降低公司资产运营效率,进而导致大额存货减值风险并对公司的经营业绩产生不利影响。

(4) 无形资产减值风险

报告期各期末,公司的无形资产账面价值分别为 109,876.03 万元、109,888.33 万元和 104,453.12 万元,占各期末非流动资产的比例分别为 19.43%、19.92%和 17.12%。公司在长期发展过程中积累了丰富的无形资产,涵盖“马可波罗”等知名品牌商标、瓷砖配方与生产工艺专利、软件著作权及土地使用权等,这些资产是公司核心竞争力的重要组成部分。若瓷砖行业出现品牌竞争格局剧变,新兴品牌凭借差异化定位或低价策略快速抢占市场,或公司未能持续对品牌进行有效维护与推广,导致“马可波罗”品牌的市场认可度、美誉度下降,品牌溢价能力减弱,其品牌商标的估值可能随之下滑。此外,若公司所依赖的生产工艺软件因技术迭代而被淘汰,无法适应新的生产需求,都可能使无形资产的可收回金额低于账面价值,面临无形资产减值风险,对其当期经营业绩、市场竞争力和长期发展产生不利影响。

11、部分土地、房产权属证明尚未取得的风险

截至本招股意向书签署日,公司及子公司存在土地及房屋未取得产权证书的情形,其中瑕疵房屋建筑物面积占发行人全部房产面积比例为 25.12%,存在权属瑕疵的土地面积占发行人拥有的土地使用权总面积的 4.10%。相关主管部门已出具发行人及相关子公司的无重大违法违规证明,且公司控股股东及实际控制人已出具承诺,若由于上述未取得权属证书的房产和土地,公司被相关政府主管部门予以罚款或要求停止使用,其愿意全额补偿公司因此受到的处罚和损失。但上述权属瑕疵仍使公司面临被主管政府部门处以行政处罚或要求承担其他法律责任的风险,并对公司的生产经营造成一定程度的不利影响。

12、经销商管理的风险

公司采用“经销+直销”的销售模式。经销模式下，公司通过制定《营销政策》、与经销商签订年度经销协议的方式，对经销商日常运营的各个方面进行管理和规范。如果经销商不能较好地理解公司的品牌理念和发展目标，或经销商的实力跟不上公司发展要求，或因经销商严重违反合同，公司将解除或不与其续签经销合同，从而对公司的销售收入造成不利影响。

13、品牌及产品被损害和仿冒的风险

公司十分注重品牌形象和品牌价值的培养，主要拥有“马可波罗瓷砖”“唯美 L&D 陶瓷”两大自有品牌。其中，马可波罗瓷砖品牌先后荣获中国名牌产品、广东省名牌产品、中国驰名商标、广东省著名商标、产品质量免检等荣誉；唯美 L&D 陶瓷品牌先后荣获广东省名牌产品、广东省著名商标等荣誉。由于建筑陶瓷行业企业众多，某些企业为了获取短期利益，不惜违法违规冒用他人品牌或者仿冒他人产品。因此，随着市场影响力的不断增强，公司存在因品牌受到冒用和产品受到仿冒从而导致客户群体分流、市场形象受到损害、对公司经营造成不利影响等风险。

14、质量控制风险

公司一直注重产品质量，已通过 ISO9001 质量管理体系认证、ISO14001 环境管理体系认证、ISO45001 职业健康安全管理体系认证及 ISO50001 能源管理体系认证，同时获得国家 CCC 产品认证、欧盟 CE 认证、沙特 QM 认证。公司结合自身实际，按 ISO9001 标准要求建立了质量管理体系，对产品的生产过程进行了全面有效的监控和管理。尽管公司严格、系统的质量控制机制能合理保证公司产品质量，但是如果因意外等原因发生产品质量问题，则公司声誉和产品销售都可能受到不利影响。

15、技术失密的风险

在自主创新过程中，经过不断探索，公司开发出多项具有自主知识产权的核心技术，其中部分核心技术已申请专利。尽管公司建立了严格的保密制度和措施，并与相关人员签订了相关协议，以保护公司技术安全，但大部分技术难以通过专利保护，公司存在技术失密的风险。

16、不能持续取得税收优惠政策的风险

按照《国家税务总局关于实施高新技术企业所得税优惠有关问题的通知》（国税函[2009]203 号）的有关规定，符合条件的高新技术企业应在获得高新技术企业证书后向主管税务机关申请办理减免税手续，手续办理完毕后可享受 15% 优惠税率。报告期内，发行人国内五个生产子公司均取得了《高新技术企业证书》，有效期均为三年，可以在此期间享受高新技术企业税收优惠，按 15% 的高新技术企业优惠税率缴纳企业所得税。

报告期各期，发行人通过各类税收优惠政策获得的税收优惠金额分别为 16,245.46 万元、17,893.40 万元和 18,926.69 万元，占各期合并报表口径利润总额的比例分别为 9.05%、11.30% 和 12.44%。若上述税收优惠政策发生变化或相关子公司未来不能通过高新技术企业复评，将对公司经营业绩产生不利影响。

表 60：2022-2024 年马可波罗税收优惠情况

项目	2024 年	2023 年	2022 年
税收优惠合计（万元）	18,926.69	17,893.40	16,245.46
合并报表利润总额（万元）	152,089.56	158,283.48	179,571.84
税收优惠占利润总额比例	12.44%	11.30%	9.05%

资料来源：招股意向书、招商证券

17、净资产收益率被摊薄的风险

公司本次发行股票后，归属于母公司股东的净资产将有较大幅度增长。若公司经营业绩不能同步增长，股票发行当年及其后一段时间内因净资产规模短时间内迅速扩大，净资产收益率存在被摊薄的风险。

18、募集资金投资项目新增折旧和摊销的风险

公司本次募集资金投资项目全部建成后，每年将新增一定的折旧摊销费用。若未来建筑陶瓷行业市场环境发生重大不利变化，或募集资金投资项目在投产后未能及时产生预期效益，公司将面临收入增长不能消化每年新增折旧及摊销费用的风险，进而使得公司业绩受到不利影响。

19、募集资金投资项目实施与效益实现的风险

公司募集资金投资项目是结合公司近年来经营情况，以对行业政策的合理预期、对行业发展趋势的判断等审慎分析得出的，但由于经营环境发生重大不利变化或募集资金不能及时到位，或者在项目实施过程中，可能会遇到诸如国家宏观政策、市场、技术、环保、财务变化等原因导致各项目所依赖的条件发生变化，导致项目不能如期完成或不能实现预期收益，从而影响公司的经营业绩。

20、实际控制人控制的风险

本次发行前，公司实际控制人黄建平直接和间接持有公司 42.12% 股份。按本次发行 11,949.20 万股测算，本次发行完成后，黄建平仍为本公司实际控制人。同时，黄建平作为本公司的董事长，对公司的日常生产经营有重大影响。虽然公司建立了规范的法人治理结构，通过公司章程、股东大会、董事会、独立董事制度及关联交易决策制度等制度性安排减少实际控制人损害公司利益的可能，但是仍然存在实际控制人可能利用其对公司的控股地位对公司人事、经营决策等进行控制从而损害公司及其他股东利益的风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	7823	8134	10088	9375	9204
现金	3888	3708	6068	5649	5713
交易性投资	1	1	1	1	1
应收票据	4	22	19	18	17
应收款项	1599	1214	1094	1006	936
其它应收款	0	35	31	29	27
存货	1876	1599	1470	1380	1309
其他	455	1557	1405	1293	1202
非流动资产	5517	6100	6999	7955	8505
长期股权投资	12	13	15	18	22
固定资产	2890	2836	2551	3127	3618
无形资产	1106	1045	1076	1108	1141
在建工程及其他非流动资产	1509	2207	3356	3702	3723
资产总计	13340	14233	17087	17330	17709
流动负债	4277	3959	3407	3071	2910
短期借款	117	475	341	311	376
应付账款	2048	1520	1307	1094	909
预收账款	825	634	417	333	298
其他	1288	1329	1342	1332	1327
长期负债	747	612	573	531	512
长期借款	665	526	488	446	427
其他	82	86	85	85	85
负债合计	5025	4571	3980	3602	3422
股本	1075	1075	1195	1195	1195
资本公积金	1576	1582	3839	3839	3839
留存收益	5663	7005	8073	8695	9254
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	8315	9662	13107	13728	14288
负债及权益合计	13340	14233	17087	17330	17709

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3048	1806	1815	1726	1714
净利润	1353	1327	1068	942	842
折旧摊销	438	416	501	487	576
财务费用	60	33	(40)	(36)	(34)
投资收益	(30)	(127)	178	195	197
营运资金变动	945	54	97	87	85
其它	283	103	11	51	49
投资活动现金流	(510)	(2254)	(1716)	(1782)	(1446)
资本支出	(256)	(303)	(1306)	(1236)	(828)
其他投资	(254)	(1951)	(410)	(546)	(618)
筹资活动现金流	(1443)	(21)	2261	(362)	(205)
借款变动	(1598)	(76)	(154)	(77)	43
普通股增加	0	0	119	0	0
资本公积增加	113	5	2257	0	0
股利分配	0	0	0	(320)	(283)
其他	42	49	39	36	35
现金净增加额	1096	(469)	2360	(418)	64

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	8925	7324	6605	6074	5648
营业成本	5712	4508	4146	3891	3692
营业税金及附加	112	106	96	88	82
营业费用	437	413	376	346	322
管理费用	357	325	297	273	254
研发费用	315	265	239	219	204
财务费用	(46)	(45)	(40)	(36)	(34)
资产减值损失	(551)	(417)	(442)	(421)	(382)
公允价值变动收益	(0)	3	3	4	4
其他收益	76	62	64	67	64
投资收益	13	116	111	124	129
营业利润	1576	1516	1227	1068	944
营业外收入	23	17	24	32	37
营业外支出	16	12	14	13	13
利润总额	1583	1521	1237	1087	968
所得税	230	194	169	144	126
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	1353	1327	1068	942	842

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	3%	-18%	-10%	-8%	-7%
营业利润	-12%	-4%	-19%	-13%	-12%
净利润	-11%	-2%	-20%	-12%	-11%
获利能力					
毛利率	36.0%	38.5%	37.2%	35.9%	34.6%
净利率	15.2%	18.1%	16.2%	15.5%	14.9%
ROE	17.5%	14.8%	9.4%	7.0%	6.0%
ROIC	14.4%	12.7%	8.1%	6.1%	5.2%
偿债能力					
资产负债率	37.7%	32.1%	23.3%	20.8%	19.3%
净负债比率	6.9%	7.9%	5.7%	5.1%	5.3%
流动比率	1.8	2.1	3.0	3.1	3.2
速动比率	1.4	1.7	2.5	2.6	2.7
营运能力					
资产周转率	0.7	0.5	0.4	0.4	0.3
存货周转率	2.9	2.6	2.7	2.7	2.7
应收账款周转率	4.8	5.2	5.6	5.7	5.7
应付账款周转率	3.1	2.5	2.9	3.2	3.7
每股资料(元)					
EPS	1.26	1.23	0.89	0.79	0.70
每股经营现金	2.83	1.68	1.52	1.44	1.43
每股净资产	7.73	8.98	10.97	11.49	11.96
每股股利	0.00	0.00	0.27	0.24	0.21

资料来源：公司数据、招商证券，注：2025 年后每股收益以发行后 11.95 亿股股本为基础计算

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。