

➤ 公司简介

1998年设立，2017年于深交所上市。公司主营业务为瓷砖，“经销+工程”全渠道营销战略成效明显，发展驶入快车道，2014-2021年收入CAGR为25%，考虑2022年则复合增速为20%（2022年受疫情与地产双重影响较为特殊）。

➤ 瓷砖行业：“大行业小公司”，供需两端寻找破局之道

“大行业小公司”，陶企难过“百亿关”，相较其他消费建材子板块，**瓷砖行业集中度偏低**，集中度偏低主因消费者需求多样化+供给端难以兼顾生产成本与运输成本。2021年蒙娜丽莎营收为68.4亿，市占率1.98%。**(1) C端**功能属性偏弱，但能提供稳定现金+新品拓展主要渠道。2021年公司经销门店约4620家，单店坪效77.27万元/家。地产行业下行期，**小B成“兵家必争之地”**，公司2020年开始用10-30%的授信来支持经销商做部分小B业务；**(2)** 2016-2019年我国精装修高速增长阶段，B端占比高的瓷砖企业规模迅速扩张。2021H2起大B端转向严控风险。

多重因素重塑瓷砖格局，行业洗牌加速。我们测算，当前煤炭、天然气价格下，天然气产线成本较煤炭产线提高7.4%，“煤改气”倒逼生产成本较高的小企业退出。此外，截止2022年末，江西产区累计已有37家陶瓷企业计划切入锂电产业，该部分产线再转回陶瓷行业的可能性偏小，行业竞争格局得到优化。2022年11月以来房企供给端政策拐点出现，**2023年瓷砖板块有望直接受益竣工回暖。**

➤ “经销+工程”全渠道营销，稳健长跑

公司“经销+工程”全渠道营销，2022年经销占比58%，在经营质量和规模扩张速度间找到较好平衡点：

(1) C端：景气度贯穿全年，渠道下沉空间广阔。2022年经销渠道逆势实现增长，关注：①22Q1地产链景气分化，C+小B率先回暖，②渠道下沉空间广阔，③“微笑铺贴”解决瓷砖交付痛点，④大板、岩板具备先发优势。

(2) 大B：管理能力优秀，风险释放充分。应收账款、现金流管控优，主因①地产客户合作节奏、集中度把握佳，②合作决策果断严控地产端风险，③C端为B端现金流持续输血。2022年按单项计提坏账准备的应收账款达5.64亿元，计提坏账比例达51.19%，信用减值风险充分释放。

➤ **投资建议：**推荐蒙娜丽莎，看好①受益竣工链回暖，②“美商沉淀”、经销渠道继续下沉，工程渠道“轻装上阵”，③产品继续创新引领，微笑铺贴服务逐见成效，④瓷砖行业格局长期优化。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为6.20、7.32和8.46亿元，现价对应动态PE分别为13x、11x、10x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**竣工数据恢复不及预期；原材料价格波动风险；C端营收增长不及预期；应收账款减值风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6229	7388	8658	10052
增长率(%)	-10.8	18.6	17.2	16.1
归属母公司股东净利润(百万元)	-381	620	732	846
增长率(%)	-221.1	262.6	18.1	15.6
每股收益(元)	-0.92	1.49	1.76	2.04
PE	/	13	11	10
PB	2.5	2.2	1.9	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年4月14日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

19.57元


分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

研究助理 赵铭

执业证书：S0100122070043

邮箱：zhaoming_yj@mszq.com

相关研究

- 蒙娜丽莎(002918.SZ) 2022年业绩预告点评：信用减值风险充分释放，2023直接受益竣工回暖-2023/01/29
- 蒙娜丽莎(002918):受益于新产能投产，21H1营收高速增长-2021/08/26

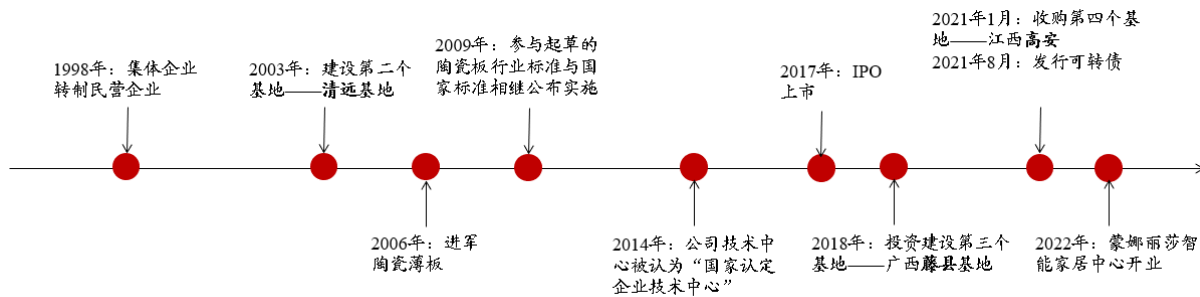
目录

1 公司简介	3
2 瓷砖行业：“大行业小公司”，供需两端寻找破局之道	7
2.1 地产周期往复，瓷砖 2023 年受益竣工回暖	7
2.2 行业集中度低，渠道端成破局关键	8
2.3 多重因素重塑瓷砖格局，行业洗牌加速	14
3 “经销+工程”全渠道营销，稳健长跑	19
3.1 C 端：景气度贯穿全年，渠道下沉空间广阔	19
3.2 大 B：管理能力优秀，风险释放充分	23
3.3 降本增效见成果，毛利率改善空间较大	26
4 盈利预测与投资建议	28
4.1 盈利预测假设与业务拆分	28
4.2 估值分析及投资建议	29
5 风险提示	31
插图目录	33
表格目录	34

1 公司简介

蒙娜丽莎，1998 年设立，2017 年在深交所上市。公司定位中高端陶瓷市场，集科研开发、专业生产、研发为一体，2006 年进军陶瓷薄板行业，IPO 以来加速生产基地全国化布局。

图1：蒙娜丽莎历史沿革



资料来源：公司官网，民生证券研究院绘制

兼具东西方风格，为不同群体创造品质舒适空间。公司目前拥有“蒙娜丽莎”和“QD”两大品牌，前者为欧式风格，将艺术、绿色、智能元素融合到瓷砖生产中，定位中高端市场；后者为东方风格和现代简约主义，产品和设计风格面向广大年轻消费群体。

陶瓷薄板领路人。公司在国内率先研发出干压陶瓷薄板和配套的绿色化、智能化生产工艺，在建筑陶瓷薄型化成为开拓者。目前主要产品可分为陶瓷砖、陶瓷薄板、陶瓷薄砖，其中陶瓷薄板技术、产能规模均处于行业领先地位。

表1：公司主要产品类别

产品类别	说明	特点	单价 (元/平)	
陶瓷砖	瓷质有釉砖	吸水率小于 0.5%、经过施釉工序的陶瓷砖产品。	外观精致、图案多样，具有原料易得、易于批量化生产、抗污性好、耐腐蚀、易清洁、材质坚固、不受潮、辐射可控等特点。	40-60
	瓷质无釉砖	吸水率小于 0.5%、不经过施釉工序的陶瓷砖产品。		40-60，略低于瓷质有釉砖
	非瓷质有釉砖	吸水率大于 0.5%、经过施釉工序的陶瓷砖产品。		25-35
陶瓷薄板	吸水率小于 0.5%，厚度不大于 6mm 表面面积不小于 1.62m ² 的板状陶瓷产品。	最大程度实现产品薄型化，大幅降低消耗原料、能源，降低建筑物负荷，规格大，具有特殊装饰效果。	80-105	
陶瓷薄砖	吸水率小于 0.5%，厚度不大于 5.5mm，表面面积小于 1.62m ² 的陶瓷砖。	规格与传统陶瓷砖相近，厚度薄、质量轻、硬度高，施工简便快捷，利于维护施工现场的整洁，有效减轻施工人员的劳动强度，节约大量的切割加工、铺贴辅料等综合费用。		

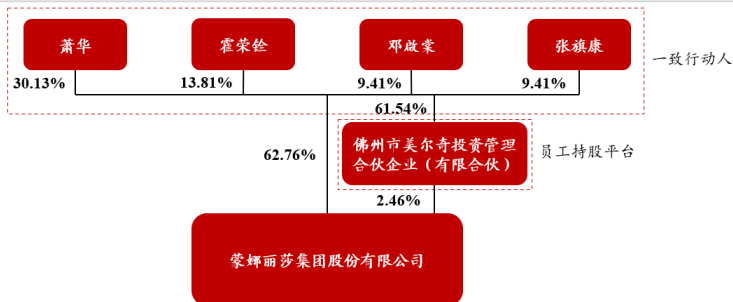
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

注：单价为蒙娜丽莎 2014-2019 年历年单价平均值

股权结构稳定，高层一致行动保障决策稳定性。截至 2022 年末，公司实控

人萧华、霍荣铨、邓啟棠、张旗康四人合计直接持股 62.76%，同时，通过员工持股平台佛山美尔奇间接持股 1.51%，四位实控人实际共持股 64.27%，四人同为一致行动人。

图2：蒙娜丽莎股权结构（截至 2022 年末）



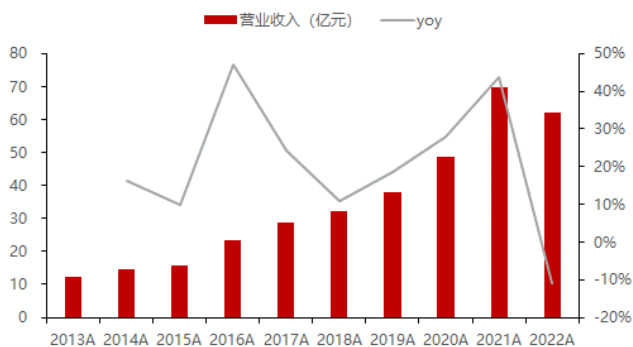
资料来源：wind，民生证券研究院

双轮驱动战略成效明显，2016 年以来发展驶入快车道。2013-2020 年公司营收与归母净利润 CAGR 分别为 22%、37%。业绩迅速提升，一方面受益产能扩张提速、产品结构升级，瓷质抛釉砖、陶瓷薄板等中高端产品营收占比增长；另一方面，公司实施 B+C 双轮驱动战略，B 端合作紧密同时严控风险，C 端渠道下沉拓宽经营边界，收效显著。

2021 年公司营收与归母净利润分别为 69.87 亿元、3.15 亿元，同比增速分别为 44%、-44%。归母净利增速放缓，主要受 1) 上游原燃料价格大涨；2) 地产总量需求遇冷；3) 地产公司信用风险计提比例较大等因素影响。

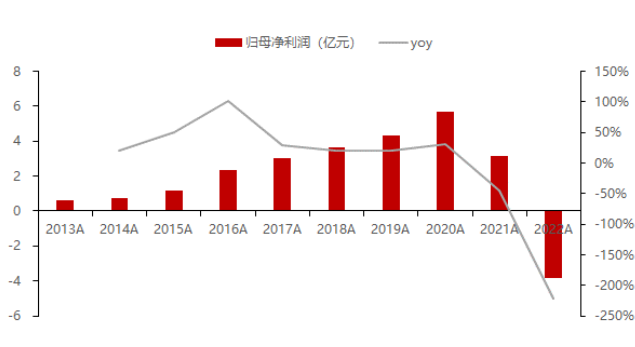
2022 年公司实现营收 62.29 亿元，同比-11%，归母净利润-3.81 亿元，2021 年为 3.15 亿元。**收入端经销渠道全年保持正增长，工程渠道严控风险主动收缩**，业绩亏损主因：1) 部分房地产客户应收款计提减值；2) 能源及部分原材料价格持续高位运行，高值产品利润空间受到挤压；3) 总营收同比下滑。

图3：2013-2022 年公司营收及收入



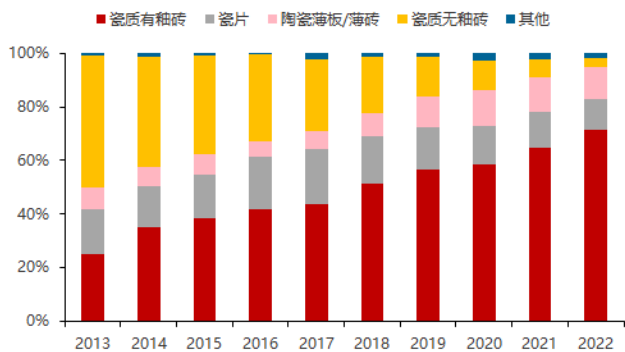
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2013-2022 年公司归母净利及增速



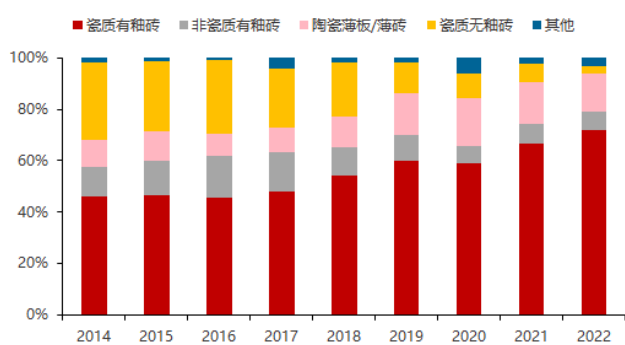
资料来源：wind，民生证券研究院

图5: 公司分产品营收占比



资料来源: wind, 民生证券研究院

图6: 公司分产品毛利占比

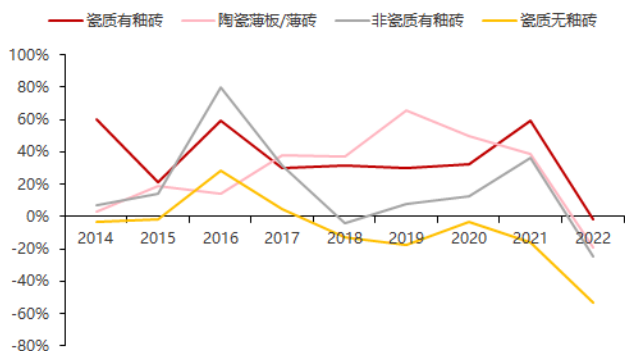


资料来源: wind, 民生证券研究院

B+C 双轮驱动，叠加产品结构升级，2015-2019 年公司财务指标改善明显。

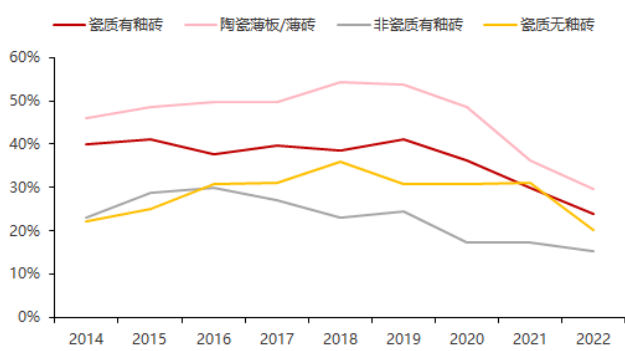
2015-2019 年以来公司毛利率稳中有增，2021 年原材料、燃料价格大幅上涨，盈利能力下滑，2021 年公司毛利率与销售净利率分别为 29.1%和 4.6%，同比分别下降 5.2pct 和 7pct。2022 年为 23.65%，其中 22Q1-Q3 毛利率呈逐季回升趋势。

图7: 公司各产品营收增速



资料来源: wind, 民生证券研究院

图8: 公司薄板业务毛利率显著领先



资料来源: wind, 民生证券研究院

2014-2019 年公司销售费用率呈逐年上升趋势，主因前期投入的职工薪酬、广告宣传费增长较快，同时大 B 业务随精装房趋势迅速扩张，与大 B 业务相关的销售运营费、切割加工费等费用增长较快。2020 年起（已剔除物流运输费影响）销售费用率逐年下调，2022 年公司销售费用率 8.27%，同比-0.91pct，销售运营费、广告宣传费、咨询服务费下降幅度较大；

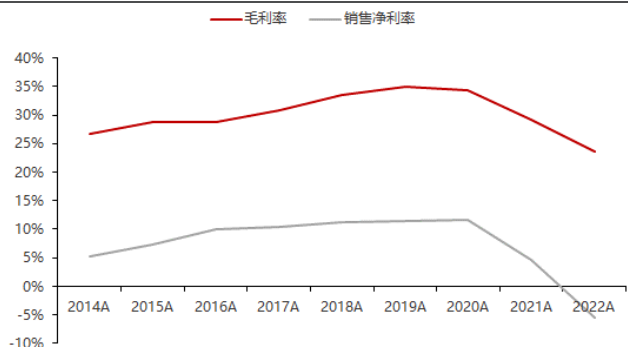
2017-2022 年公司管理费用率整体呈上升趋势，2021 年公司管理费用率为 6.45%，同比+0.35pct，职工薪酬上涨幅度较大。2022 年管理费用绝对值略有下降，管理费用率为 7.18%，同比+0.73pct，主因营收规模同比下滑；

研发费用率整体稳定，2022 年研发费用率 3.77%；

2021-2022 年财务费用率分别为 0.85%、1.23%，较前期有一定上调，主因

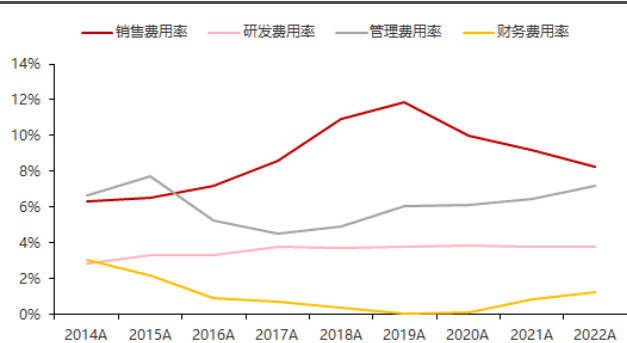
长期借款 (2020-2022 年末绝对值分别为 5.94、12.88、13 亿元)、应付债券 (可转债 2021 年上市, 2020-2022 年末绝对值分别为 0、9.8、10.22 亿元) 规模增加。

图9: 公司毛利率、销售净利率



资料来源: wind, 民生证券研究院
注: 已剔除物流运输费影响

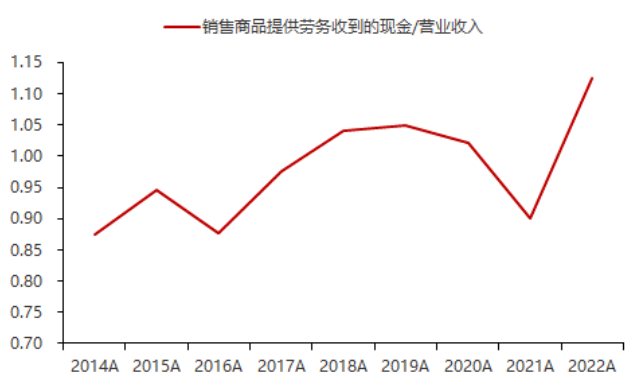
图10: 公司各项费用率



资料来源: wind, 民生证券研究院
注: 已剔除物流运输费影响

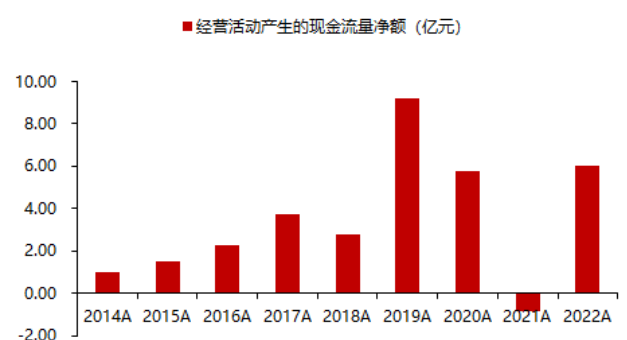
2022 年公司经营活动现金流净额为 6.02 亿元, 2021 年同期为-0.84 亿元, 同比大幅改善, 主因公司①加强地产工程项目风控管理, 专人专责加大力度追收风险地产客户货款, ②持续开拓经销业务渠道, 优化产品销售结构并加快销售回款, ③加强成本费用管控。

图11: 公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入



资料来源: wind, 民生证券研究院

图12: 公司经营活动现金流量净额



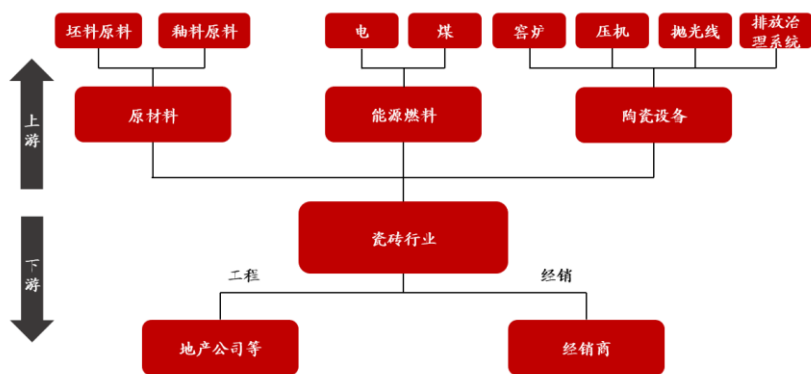
资料来源: wind, 民生证券研究院

2 瓷砖行业：“大行业小公司”，供需两端寻找破局之道

2.1 地产周期往复，瓷砖 2023 年受益竣工回暖

瓷砖行业上游主要为原材料、能源燃料和陶瓷设备，原材料为坯料原料、釉料原料，能源燃料主要为煤、电、天然气等，陶瓷设备包括窑炉、压机、抛光线、环保排放治理系统等；瓷砖行业下游一般分为 B 端和 C 端两种销售模式。

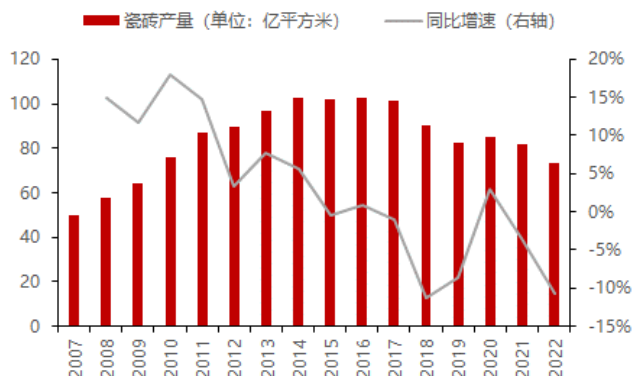
图13：瓷砖行业上下游



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

瓷砖产量与竣工面积基本同步。复盘近 10 年我国瓷砖产量和房地产开发企业竣工面积同比增速，二者呈现明显相关性。2017 年以来，环保趋严、地产竣工景气下滑的背景下，瓷砖行业面临产能过剩问题，产量连续负增长。2018 年我国陶瓷砖产量跌破百亿平米，为 90.1 亿平米，同比下降 11.23%；2021 年为 81.74 亿平米，同比-3.54%。2022 年全国陶瓷砖产量 73 亿平方米，同比-10.7%。

图14：2007-2022 我国瓷砖产量



资料来源：wind，中国建筑卫生陶瓷协会，民生证券研究院

图15：2010-2022 年我国瓷砖产量与竣工面积增速

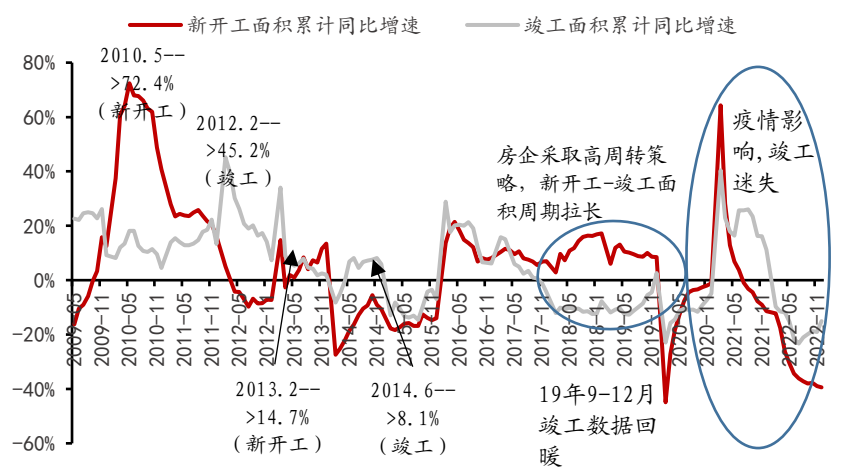


资料来源：wind，中国建筑卫生陶瓷协会，民生证券研究院

新开工面积与竣工面积表现背离，预判作用“迷失”。2016年前，竣工面积一般滞后新开工面积 1-1.5 年左右；后因房企周转策略变化，新开工到竣工面积周期被拉长，新开工预判竣工面积作用减弱。

2022 年房屋竣工面积同比-15%，主因疫情影响施工进度、违约房企项目延时/停工，导致交付延后。但 2022 年 11 月以来，房企供给端政策拐点出现，考虑到时间传导先后顺序，基本面角度，疫情优化管控和保交付都会率先在竣工链得到反映，**2023 年瓷砖板块有望直接受益竣工回暖。**

图16：新开工面积 vs 竣工面积



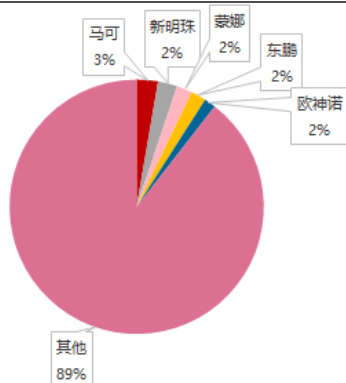
资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 行业集中度低，渠道端成破局关键

“大行业小公司”，2021 年我国建筑陶瓷行业规上企业营收合计 3457 亿元，建材领域属于名副其实的“大行业”。但陶企难过“百亿关”，行业集中度偏低。

- 2021 年马可波罗营收为 93.4 亿，市占率达 2.7%，2019-2021 年收入 CAGR 为 7%；
- 2021 年新明珠营收为 84.9 亿，市占率达 2.46%，2019-2021 年收入 CAGR 为 3%；
- 2021 年蒙娜丽莎营收为 68.4 亿，市占率达 1.98%，**2014-2021 年收入 CAGR 为 25%**；
- 2021 年东鹏控股营收为 66.7 亿，市占率达 1.93%，2014-2021 年收入 CAGR 为 10%；
- 2021 年帝欧家居营收为 51 亿，市占率达 1.48%，2014-2021 年收入 CAGR 为 18%；
- 截至 2021 年，马可波罗、新明珠与三家上市瓷企市占率合计仅为 10.54%，**行业集中度偏低。**

图17: 2021年瓷砖行业CR5仅为11%



资料来源: 公司公告, 中国建筑卫生陶瓷协会, 民生证券研究院

表2: 2014-2021年蒙娜丽莎营收CAGR最快

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	CAGR
规上企业营收 (亿元)	4400	4511	4550	4163	2993	3078	3111	3457	-3.39%
东鹏控股	33.24	35.21	44.32	54.41	53.48	55.58	60.61	66.71	10.46%
蒙娜丽莎	14.4	15.81	23.24	28.81	32.01	37.97	47.69	68.37	24.92%
帝欧家居	16.05	16.01	18.13	24.01	36.58	49.67	49.85	51.04	17.97%
马可波罗						81.30	85.91	93.65	7.33%
新明珠集团						80.63	78.35	84.93	2.63%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

注: 东鹏、蒙娜、帝欧收入 CAGR 为 2014-2021 年, 马可、新明珠收入 CAGR 为 2019-2021 年

2.2.1 C 端: 瓷砖功能属性偏弱, 渠道管控是关键

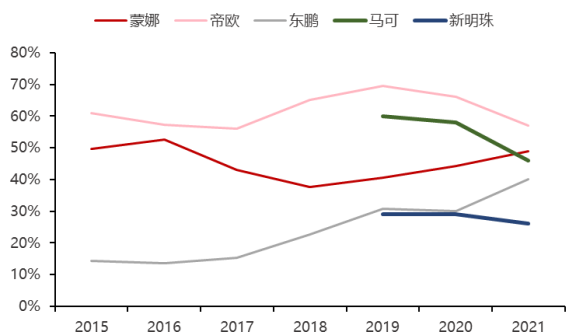
消费建材普遍呈现“大行业小企业”的特点, 龙头瓷企市占率明显低于防水、管材等其他行业。我们判断主因:

- **客户端: 需求多样化。** 过去顾客购买瓷砖过程中品牌 (瓷砖牌子在背面, 较难占据消费者心智)、服务 (相较隐蔽工程售后问题并不大) 效应并不太强, 因此 C 端消费者优先考虑花色款式、价格 (瓷砖装修成本占比高于防水管材, 消费者对价格更敏感) 等因素。客户需求多样化、SKU 多使得 OEM 模式盛行, 龙头瓷企为降低换产成本将毛利率较低产品外包给 OEM 代理商;
- **供给端: 难以兼顾生产成本与运输成本。** 产业链集群使得过去瓷企基本布局于瓷砖优势区域及周边区域, 将生产成本 (原材料资源更丰富, 上游配套更完善) 优先放在运输成本前; 但当龙头瓷企长距离外售瓷砖时, 瓷砖运输费用高, 竞争力相较当地小企业打折扣, 因此当地小企业存在较好生存空间、OEM 模式盛行。

瓷砖行业 C 端起关键作用：

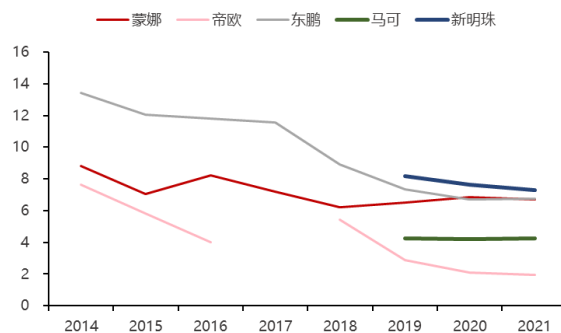
- **经销渠道提供稳定现金流。**瓷企业对经销商拥有较大话语权，回款速度快能保证公司经营稳定，一般而言，C 端占比高，瓷企应收账款周转率上有一定优势；
- **经销门店是新品拓展主要渠道。**以蒙娜丽莎大板、岩板等新品为例，推出后需终端表现良好才可被大型地产商广泛接受，因此经销门店起到展示、营销公司高端新品的重要作用；
- **C 端仍有渠道下沉空间。**瓷企可通过加快终端店面建设、改造升级空白区域覆盖来提高品牌市占率，增强市场开拓力度和渠道下沉深度。

图18：2015-2021 年头部瓷企营收直销占比



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图19：2014-2021 年头部瓷企应收账款周转率

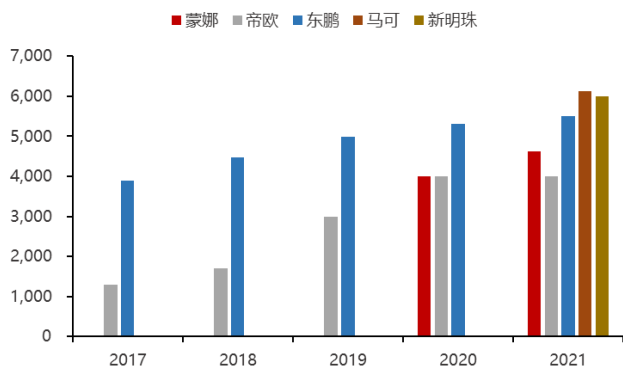


资料来源：wind，民生证券研究院

头部瓷企渠道各有特色：

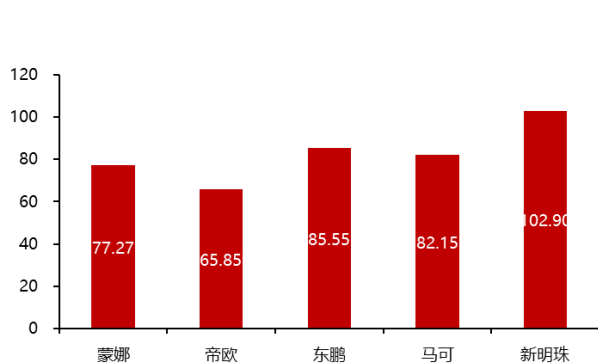
- 蒙娜 B 端、C 端双轮驱动，2021 年直销占比 49%，在经营质量和规模扩张速度间找到较好平衡点。2021 年经销门店约 4620 家，推算单店坪效 77.27 万元/家；
- 东鹏具备零售渠道优势，2021 年直销占比 40%，直销占比整体较低。2021 年发力中小微工程（“小 V”）渠道，推算单店坪效 85.55 万元/家；
- 帝欧坚持“优选大 B，拓展小 B”核心战略，2021 年直销占比在 60%，2021 年发力小 B 业务，当年经销门店约 4000 家，推算单店坪效 65.85 万元/家；
- 马可、新明珠 2021 年直销占比分别为 46%、26%，经销门店数量分别为 6122、6000 家，单店坪效推算分别为 82.15、102.9 万元/家。

图20: 2017-2021 年头部瓷企经销门店数量 (家)



资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

图21: 2021 年头部瓷企单店坪效 (万元/家)



资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

地产行业下行期, 瓷砖企业大 B 端转向严控风险, 小 B 成“兵家必争之地”。小 B 包括工装、家装、设计师和总部单体工程等, 瓷企小 B 业务通过经销商对接中大型项目, 较大 B 可控制房地产及应收账款、现金流风险, 较 C 端规模扩张速度更快。

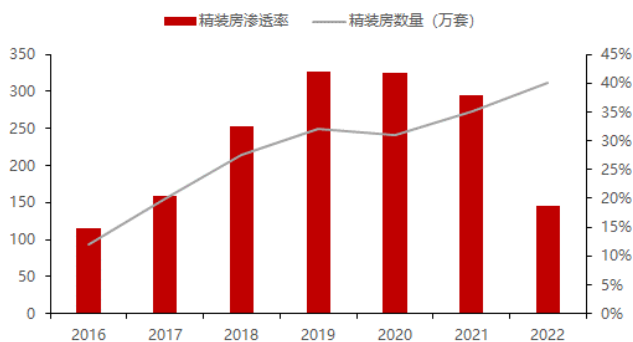
- 蒙娜丽莎在风险可控前提下, 2020 年开始用 10-30% 的授信来支持经销商做部分小 B 业务, 包括非房业务工程, 政策一直延续到现在, 2021 年小 B 业务收入占蒙娜经销渠道不超过 20%;
- 东鹏中小微工程分两块, 1) 经销商第一时间获得中小微工程信息, 当地中标率高, 门店展示提供贴身服务, 2) 公司总部有大包业务团队, 专门在家装、整装渠道拓展小 B 业务;
- 20H2 帝欧由大 B 战略升级到“大 B+小 B”战略, 小 B 战略从产品、品牌、渠道建设着重发力, 聚焦高颜高质产品、经典永恒设计、精工铺贴交付三个维度。

2.2.2 大 B 端: 2016-2019 年受益精装修, 21H2 转向严控风险

2016-2019 年是我国精装修高速增长阶段。2016 年国内商品住宅精装修楼盘渗透率仅为 12%, 2019 年提升至 32%, 提前完成《建筑业发展“十三五”规划》目标。但 2020 年疫情发生以来, 精装修渗透放缓、下滑至 31%。此后高线市场、低线市场发展分化, 全行业渗透率参考意义有限。

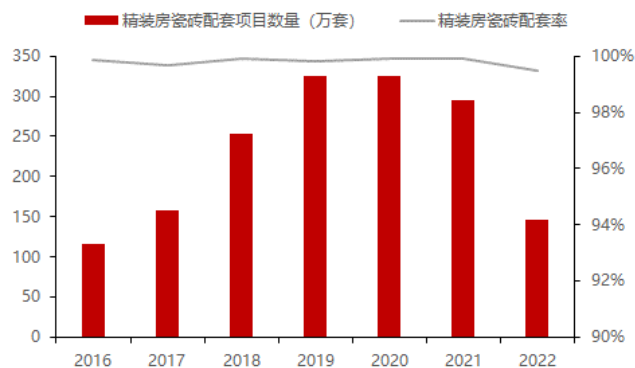
瓷企龙头是精装修最大受益者之一, 2016-2021 年我国精装修市场瓷砖配套率均在 99.5% 以上, 即精装住宅几乎 100% 配备瓷砖。2016-2019 年我国精装修高速增长阶段, B 端占比高的瓷砖企业规模迅速扩张, 帝欧 (2018 年 B 端收入占比 65%) 2015-2019 年收入 CAGR 为 33%, 蒙娜 (2018 年 B 端收入占比 38%) 2015-2019 年收入 CAGR 为 24%。

图22：我国精装房数量及渗透率



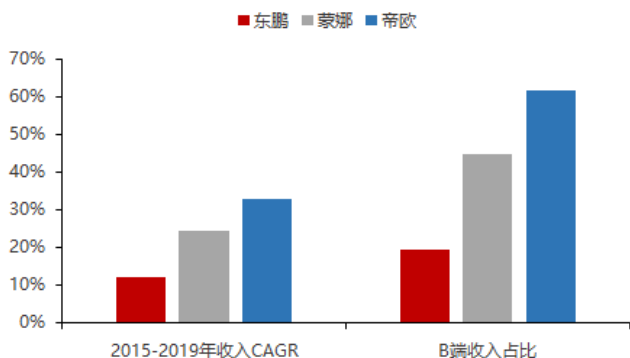
资料来源：奥维云网，民生证券研究院

图23：精装房瓷砖配套项目数量及配套率



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

图24：B端占比高的瓷砖企业 2015-2019 年收入增速更快



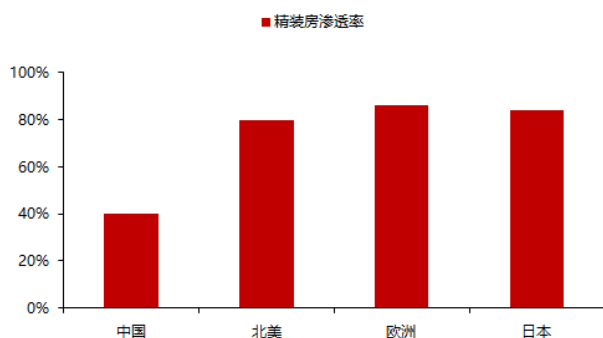
资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：3家企业B端收入占比取2015-2019年均值

国内精装修区域结构不均衡，一二线缺少持续提升空间，低线城市精装修必要性有限。从精装房区域结构来看，头部城市精装房渗透率远高于三四线城市，主因一二线城市①精装修政策推出时间较早，②房价较高，购房者预算更多，可以负担精装修相对高支出，③业主可支配时间少，没有精力应对装修事项，精装修可以节省时间。

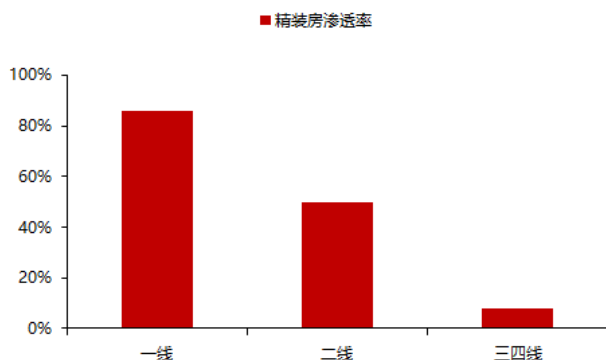
此外，从海外发达国家精装房渗透率来看，精装修早已成为欧美日等国新房主流开发模式。国际上精装修模式上世纪六十年代开始推行，目前已经形成成熟完善的运作理念和相关配套体系。具体而言，欧美日不同区域不同需求均可满足：
①日本：标准化、流水线式。简化施工环节提高施工质量和效率，实现从住宅开发建设到末端装修一体化流水线式生产；
②美国：定制化、多样化。普通住宅交付接近全装修状态，交房后购房者可根据个人喜好购买各类构配件；
③欧洲：轻装修、重装饰，精装修多体现在厨房和卫生间上，客厅、卧室、书房、餐厅等区域。

图25: 2018 年各国精装房占比 (中国为 2022 年数据)



资料来源: 奥维云网, 华经产业研究院, 民生证券研究院

图26: 2018 年我国不同层级城市精装房渗透率对比



资料来源: 奥维云网, 华经产业研究院, 民生证券研究院

我们测算 2021 年瓷砖精装修市场空间 139 亿, 测算过程如下:

- 1) 假设前提: 1 套精装房平均面积 100 平; 贴砖候有损耗, 我们假设 1 平米对应 1.137 平墙地砖铺设面积; 瓷砖单价取三家上市瓷企均价 42.39 元/平;
- 2) 2021 年我国精装房套数 295 万套, 瓷砖配套率在 99.9%, 对应 141 亿市场空间;
- 3) 2021 年精装房渗透率 35%, 简单倒推得瓷砖大 B 端市场空间约 406 亿。

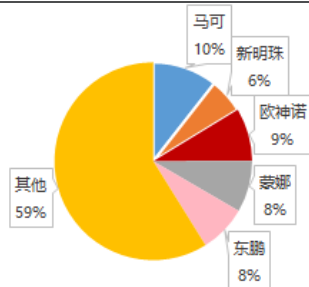
表3: 2021 年瓷砖精装修市场空间测算

	2021 年
精装房渗透率	35%
精装房数量 (万套)	295
瓷砖精装修市场空间 (亿元)	142
大 B 端市场空间 (亿元)	406

资料来源: 奥维云网, 公司公告, 民生证券研究院测算

大 B 端为瓷企放量首选, **头部瓷企大 B 端市占率 > 整体市占率**。供应端, 兼顾生产成本与运输成本、且控制 OEM 模式在一定规模内, 头部瓷企借助资本市场或其他方式募资, 在全国各大陶瓷产区开设基地达到布局相对最优; 需求端, B 端瓷砖 SKU 较少、单客户体量大, 瓷企可减少产线切换次数, 降低生产成本。我们测算, 2021 年马可、欧神诺、蒙娜、东鹏、新明珠对应大 B 市占率分别为 10.6%、8.6%、8.4%、7.8%、5.7%。

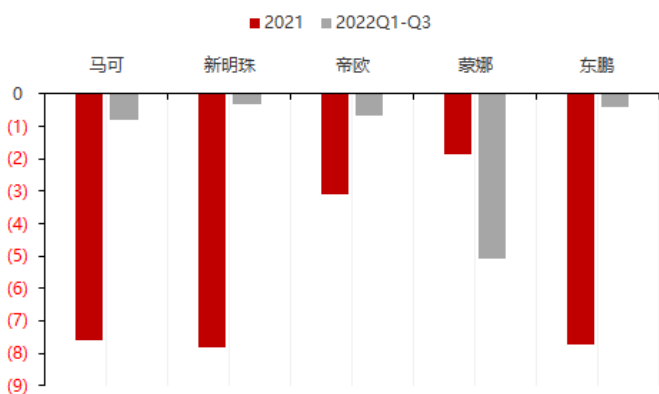
图27: 2021 年头部瓷企大 B 端市占率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院测算

2020 年 8 月“三道红线”出台, 地产调控趋严, 2021H2 部分房企出现债务违约风险, 地产销售、新开工等数据遇冷。地产行业下行期, 瓷砖企业大 B 端转向严控风险。

图28: 2021-2022Q1-Q3 头部瓷企信用减值计提金额 (亿元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

注: 马可波罗为 2022 全年信用减值数据

2.3 多重因素重塑瓷砖格局, 行业洗牌加速

“双碳”背景下高耗能行业能效指标趋严。2021 年 11 月国家发改委等五部门联合发布《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平(2021 年版)》, 其中针对建筑陶瓷制品制造, 文件根据吸水率不同制订单位产品综合能耗标杆和基准水平, 并依据能效标杆水平和基准水平限期分批实施改造升级和淘汰。

表4: 《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平(2021年版)》-建筑陶瓷制品制造单位: mg/m³)

国民经济行业分类	重点领域	指标名称	指标单位	标杆水平	基准水平
建筑陶瓷制品制造 (3071)	吸水率≤0.5%的陶瓷砖	单位产品 综合能耗	千克标准 煤/平方米	4	7
	0.5% < 吸水率≤10%的陶瓷砖			3.7	4.6
	吸水率 > 10%的陶瓷砖			3.5	4.5

资料来源:《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平(2021年版)》, 民生证券研究院

“煤改气”政策提高瓷企生产成本, 倒逼生产成本较高的小企业退出, 我们测算, 当前煤炭、天然气价格下, **天然气产线成本较煤炭产线提高 7.4%**:

- 每平米瓷砖天然气单耗约 1.6-1.8 立方米 (差距主要体现在窑炉节能效果, 数据来源: 陶瓷信息网), 取均值 1.7 立方米/平。广东产区瓷砖管道天然气价格 4.2-4.3 元/立方米, LNG 天然气价格 4.6 元/立方米, 天然气价格取均值 4.4 元/立方米。我们测算, “煤改气”后广东产区单平瓷砖对应天然气成本为 7.48 元;
- 每平米瓷砖煤炭单耗约 3.8kg, 广东产区煤炭到厂价约 1350 元/吨, 我们测算, 广东产区单平瓷砖对应煤炭成本为 5.13 元;
- “煤改气”后, 广东产区瓷砖产线成本约提升 2.35 元/平。2021 年蒙娜丽莎单位成本 31.74 元/平, 成本约提升 7.4%。

部分传统优势产区因“煤改气”高成本“元气大伤”, 如 2019 年山东临沂“煤改气”, 当地瓷企数量从 45 家锐减至 18 家, 退出比例达 60%。此外, 佛山作为瓷企集聚地, 市政府于 2020 年 7 月明确规定当年年底前全市所有瓷企及其生产线必须全部完成“煤改气”工作, 否则一律停产。

表5: 广东产区“煤改气”单位成本测算

煤改气单位成本测算	
每平米瓷砖所需天然气 (立方米)	1.7
天然气价格 (元/立方米)	4.4
单平瓷砖对应天然气成本 (元)	7.48
每平米瓷砖所需标煤 (kg)	3.8
煤炭到厂价 (元/吨)	1350
单平瓷砖对应瓷砖成本 (元)	5.13
成本提升 (元/平米)	2.35
2021 年蒙娜单位成本 (元/平米)	31.74
成本提升	7.40%

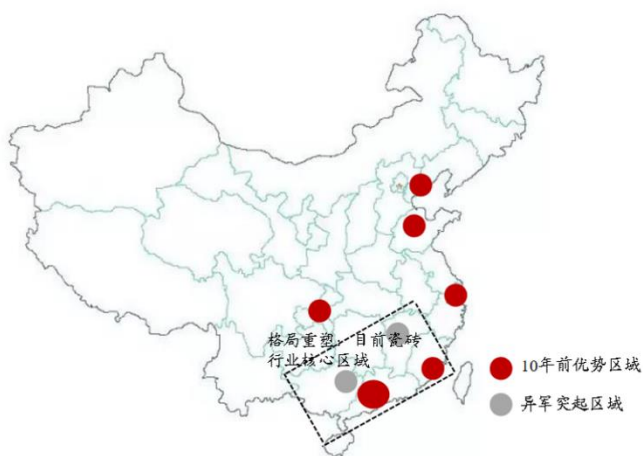
资料来源: wind, 陶瓷信息网, 公司公告, 民生证券研究院测算

环保因素重塑瓷砖行业格局, 传统优势区域由“三山一海夹两江”转变为广

东周边省份:

- 在佛山 2008 年“腾笼换鸟”之前（注：“腾笼换鸟”意为“产业转移和劳动力转移”的双转移战略），我国瓷砖传统优势区域为“三山一海夹两江”，“三山”指广东佛山、山东博山、河北唐山，“一海”指上海，包括江浙地区，“两江”一指四川夹江包括川渝地区，二指福建晋江，泛指福建省；
- 2010 年起佛山企业因环保问题向周边广西、江西省份迁移，广西藤县、江西高安异军突起，而部分传统优势产区因“煤改气”成本劣势凸显。

图29：环保因素重塑瓷砖行业格局



资料来源：陶瓷信息网，民生证券研究院

表6：江西、广西产区天然气使用率（2020年数据）较低

省份	企业数量	使用天然气的瓷企数量	天然气使用率
广东	174	143	82%
福建	196	179	91%
江西	126	11	9%
四川	112	107	96%
山东	82	79	96%
河南	58	5	9%
湖北	41	2	5%
广西	44	1	2%
辽宁	47	30	64%
河北	45	25	56%
陕西	27	6	22%
浙江	11	5	46%
重庆	12	11	92%

资料来源：陶瓷信息网，民生证券研究院

截至 2022 年末，江西产区累计已有 37 家陶瓷企业计划切入锂电产业。涉及的项目包括碳酸锂提炼、锂渣坯“二次提锂”、含锂瓷石矿选矿、高端动力电池负极材料生产、尾渣消纳处理等。江西产区转产产线较多，主因：1) 锂电龙头企业相继落户江西宜春，产业链迅速发展，2) 江西宜春富含锂云母矿，3) 2022 年地产需求较为疲软，江西产区出现了一批闲置的瓷砖生产线，而锂渣煅烧提锂过程中所用窑炉、设备（球磨、干燥机等）和瓷砖生产相通，产线改造较为容易。

2022 年我国竣工面积下降幅度较大，以及天然气与煤炭成本难以控制，挫伤供给端信心，例如江西部分企业切入新能源赛道转烧碳酸锂，叠加环保因素，这部分产线再转回陶瓷行业的可能性偏小，行业竞争格局得到优化。

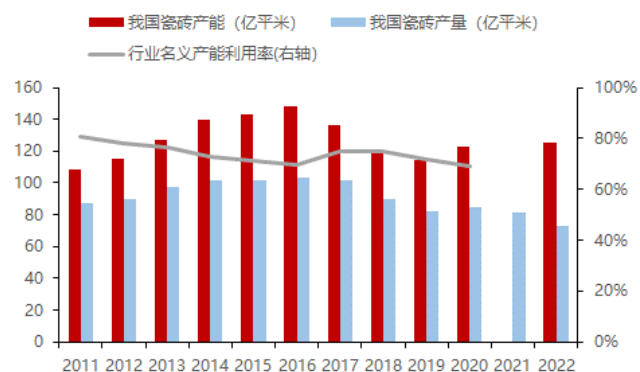
表7：陶瓷生产线转产锂电项目一览（不完全统计）

备案/受理日期（2022 年）	产区	项目名称	项目投资（万元）
3.21	江西	高安市博德陶瓷有限公司年产 66 万吨锂渣坯生产线技改项目	3600
3.24	江西	金丽陶瓷有限公司年产 49.5 万吨锂渣坯生产线技改项目	3000
3.31	江西	精诚陶瓷有限公司年产 49.5 万吨锂渣坯生产线技改项目	3000
3.31	江西	赣虹陶瓷有限公司年产 33 万吨锂渣坯生产线技改项目	800
3.31	江西	高安市仁牌陶瓷有限公司年产 20 万吨锂渣坯生产线技改项目	1200
4.22	江西	佳宇陶瓷有限公司生产线技改项目	2000
6.16	江西	新阳陶瓷有限公司年产 23 万吨锂渣坯生产线技改项目	1200
7.8	江西	新阳陶瓷有限公司年产 30 万吨锂渣坯生产线技改项目	1500
7.11	江西	铭瑞陶瓷有限公司年产 70 万吨锂渣坯生产线技改项目	5000
8.5	江西	荣威陶瓷有限公司年产 56 万吨锂渣坯生产线技改项目	6000
8.12	江西	瑞福祥陶瓷有限公司年产 49.5 万吨锂渣坯生产线技改项目	5000
8.12	江西	瓷将军陶瓷有限公司锂电材料生产线技改项目	24000
8.27	江西	宜丰金佛陶瓷有限公司 200 万吨焙烧锂渣坯生产线技改项目	10225
8.31	江西	新中英陶瓷集团有限公司锂渣坯生产线技改项目	4000
9.8	江西	太阳陶瓷（高新分厂）年产 19.6 万吨锂渣坯生产线技改项目	700

资料来源：陶瓷信息网，民生证券研究院

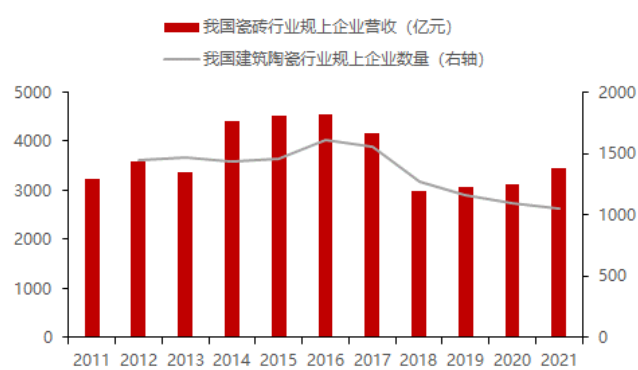
环保趋严叠加 2022 年我国竣工面积下降幅度较大，行业洗牌加速，2021-2022 年全国建筑陶瓷生产企业减少 115 家、生产线淘汰 275 条，淘汰比例近 10%。2022 年行业实际产量约 73 亿平，同比-10.7%。

图30: 我国瓷砖行业产能、产量、产能利用率



资料来源: 中国建筑卫生陶瓷协会, 民生证券研究院

图31: 我国建筑陶瓷行业规上企业数量及营收



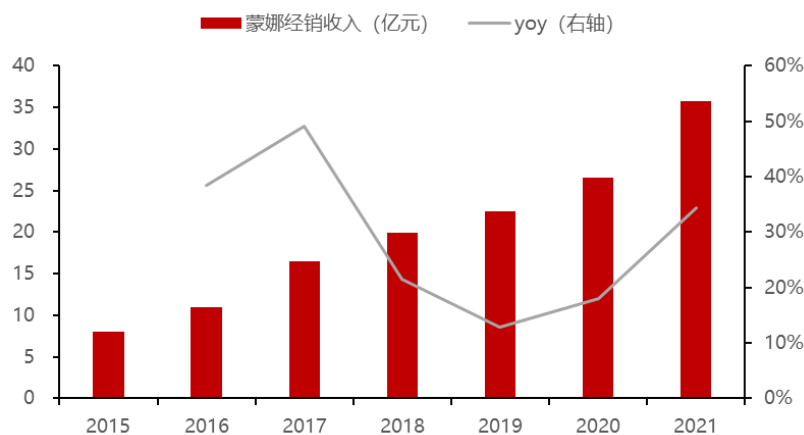
资料来源: 中国建筑卫生陶瓷协会, 民生证券研究院

3 “经销+工程”全渠道营销，稳健长跑

3.1 C端：景气度贯穿全年，渠道下沉空间广阔

2015-2022年C端营收CAGR为24.1%。2022年公司C端营收占比58%，同比+7pct，C端营收36.04亿，同比+1%，行业整体景气度较低的情况下，**经销渠道逆势实现增长**，主因：①强化传统经销渠道业务基础，如渠道下沉、店面升级、绿色建材下乡等，②拓宽渠道范围如电商、直播、互联网家装、设计师渠道等，实行多元化、多业态的全渠道市场战略，③强化服务优势，为消费者提供免费量房、全案设计、铺贴指导、补退货等增值服务，力推“微笑铺贴”成品交付服务体系。

图32：公司经销收入及同比增速



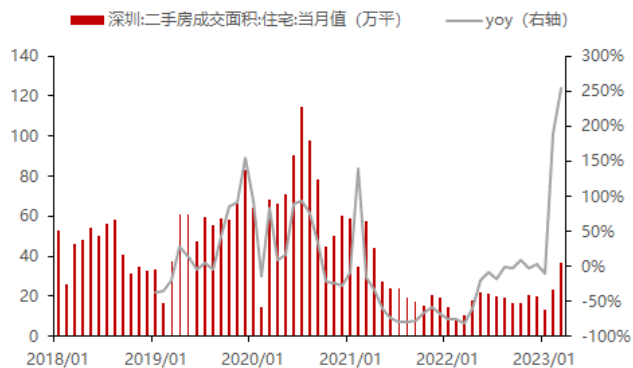
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.1.1 景气分化，C+小B率先回暖

22Q1地产链复苏分化，**C+小B率先回暖**，代表为受疫情积压的小B类如**楼堂馆所等需求率先启动**。一方面是过去3年家装需求积压释放，另一方面是一二线二手房成交率先回暖，未来家装需求得以延续。此外大B端被应收拖累严重，C端回款好、毛利率高，成为今年消费建材产业链重点发展方向，资源投入明显。

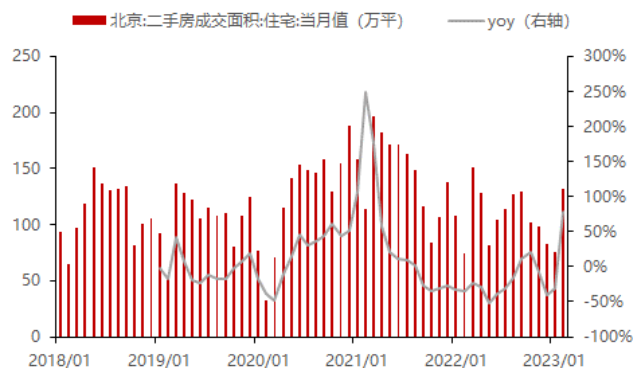
我们看好家装零售景气贯穿全年，C+小B端占比高的消费建材公司优先。公司形成以“经销业务+工程业务”为主的全渠道销售模式，2017-2022年C端业务占比保持在50%以上。

图33: 深圳住宅二手房成交面积当月值及 yoy



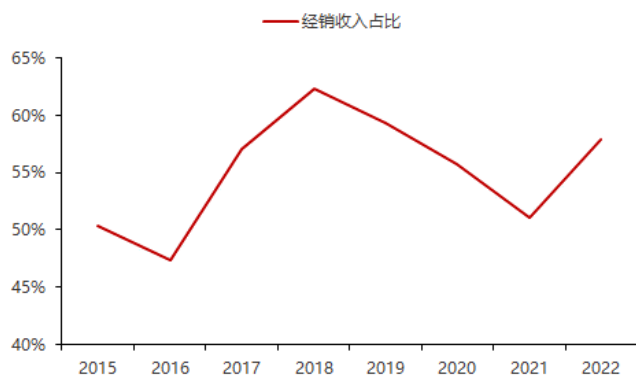
资料来源: wind, 民生证券研究院

图34: 北京住宅二手房成交面积当月值及 yoy



资料来源: wind, 民生证券研究院

图35: 公司经销收入占比



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

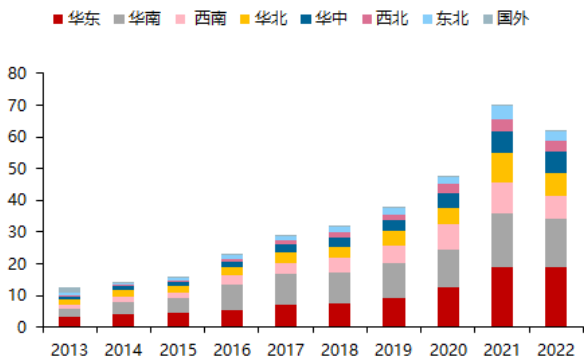
3.1.2 渠道下沉空间广阔

C 端逆势增长得益于渠道下沉。2015-2022 年公司 C 端较 B 端逆势增长 (C 端 24.1%vsB 端 18.8%)，渠道下沉助力公司 C 端厚积薄发。**渠道下沉战略实施卓有成效。**2015H2 起公司在 C 端坚持渠道下沉经营战略，通过加快终端店面建设、改造升级和空白区域覆盖来提高品牌市占率：

- **赋能大型经销商：**一二线城市经销商若愿意去低线城市空白市场布点，公司给予政策、资金方面支持。同时对大型经销商对接小 B 业务给予账期支持；
- **培育新经销商：**缩小部分市场开发不理想的经销商授权区域，并将收回授权区域给予新经销商，使经销商将大部分资源集中于某个地域，有利于增强市场开拓力度和渠道下沉深度；
- **空白市场覆盖率提升：**区域营收变化情况同样可以体现渠道下沉战略取得突破性进展。公司早年主要业务分布在华南、华东区域，近年来在深耕传统优势区域的同时，西南、华中和西北区域营收占比有所提升，

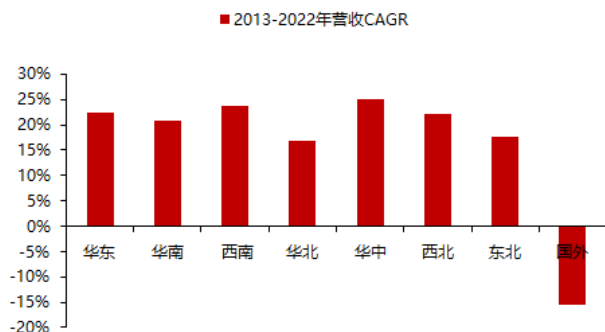
2013-2022 年以上三区域营收 CAGR 分别为 24%、25%和 22%，高于公司整体增速。

图36：2013-2022 年公司各区域营收（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图37：2013-2022 年公司各区域营收 CAGR



资料来源：公司公告，民生证券研究院

截至 2021 年末，公司终端门店数量约 4620 家。2023 年公司计划新增 400 家专卖店。

3.1.3 “微笑铺贴”解决瓷砖交付痛点

瓷砖成品交付环节存在较多行业痛点：1) 自建交付体系不成熟；2) 无法做到标准化施工；3) 瓷砖辅料质量良莠不齐；4) 施工周期过长；5) 成品交付质量不达标，工装项目缺乏技术支撑，交付后问题不断；6) 无品牌无厂家实力支持，无法保证质保期限。公司 2021 年以来在全国范围内推广“微笑铺贴”，为全国各地经销商相关班组进行培训，“微笑铺贴”交付质量大幅提升。微笑铺贴交付公司与第三方合作开发瓷砖胶与美缝剂，要求经销商在微笑铺贴推广过程中尽可能采用公司自己的瓷砖胶与填缝剂，保证交付质量。

图38：公司微笑铺贴服务图示

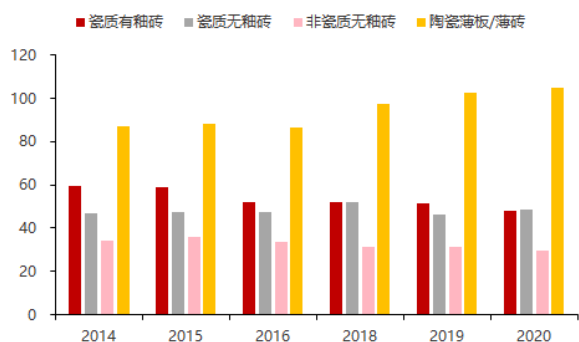


资料来源：公司官网，民生证券研究院

3.1.4 大板、岩板先发优势明显

陶瓷薄板附加值高。2020 年公司陶瓷薄板销售单价 104.7 元/平，高于公司整体单价（2020 年整体单价为 47.45 元/平）一倍以上；高附加值使陶瓷薄板毛利率显著高于其他产品，2022 年公司陶瓷薄板毛利率为 29.54%（整体 23.65%）。

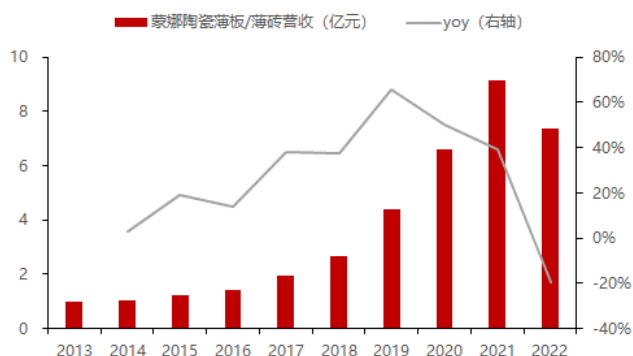
图39：公司各产品单价（单位：元/平）



资料来源：公司官网，民生证券研究院

- **先发优势：**当前一二线城市瓷砖零售门店高端产品大部分主打大板、岩板，公司作为陶瓷大板、岩板先行者，抓住市场潮流、掌握竞争优势，2022 年公司陶瓷薄板营收 7.38 亿，营收占比 11.85%，毛利占比 14.8%，收入占比高于同行，先发优势明显。
- **渠道优势：**2014 年成立子公司绿屋建科，加大陶瓷薄板在幕墙、装配式建设领域市场应用；2018 年公司携手石功夫将岩板辐射全国整体厨房板材加工中心、获取配送安装等客户服务资源，实现由产品营销到家居空间整体解决方案转变。
- **品牌优势：**2023 年公司在我国房地产开发企业 500 强首选供应商建筑陶瓷子分类岩板首选率为 13%，位居行业次席。

图40：2013-2022 年公司陶瓷薄板/薄砖营收及 yoy



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图41：公司陶瓷薄板图示

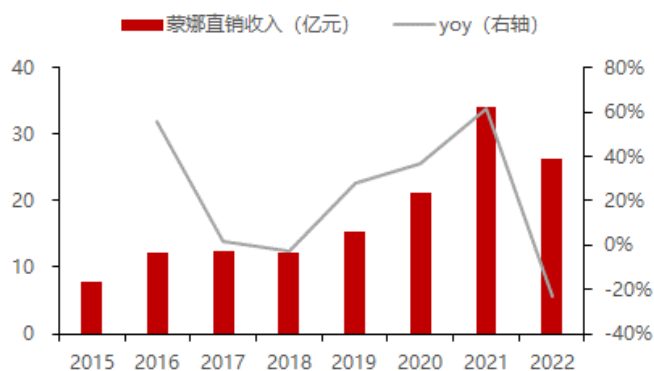


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 大 B：管理能力优秀，风险释放充分

2015-2022 年 B 端营收 CAGR 为 18.8%。2022 年公司 B 端营收占比 42%，B 端营收 25.24 亿，同比-23%。房地产调整背景下，公司主动对回款慢、风险高的工程项目控制投入，继续与优质工程客户合作。

图42：公司大 B 收入及同比增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

应收账款、现金流管控优。2C 消费建材企业报表质量普遍优于 2B 企业，公司 B 端 C 端双轮驱动，应收账款周转率、净现比指标优于 B 端企业，反映部分 C 端零售特征，体现公司稳健长跑经营特点。

表8：消费建材公司应收账款周转率比较（单位：次）

	伟星	北新	雨虹	科顺	凯伦	公元	兔宝 宝	三棵 树	亚士	蒙娜	帝欧	东鹏
2010	23	17	76			13	22					
2011	28	10	92			15	18	31			24	
2012	30	10	98		177	25	21	29	51		38	
2013	24	11	98	82	89	30	18	26	48	33	43	
2014	22	10	99	76	103	39	14	26	67	41	49	27
2015	21	10	123	95	117	55	13	33	76	51	71	30
2016	19	7	128	111	145	60	8	40	82	44	75	30
2017	18	3	125	128	138	54	6	52	102	50	64	31
2018	19	3	113	137	140	56	7	63	123	58	67	40
2019	21	18	101	129	142	54	8	69	110	55	124	49
2020	20	34	97	123	132	45	28	94	118	53	171	54
2021	18	32	84	135	177	45	41	105	137	54	186	53

资料来源：wind，民生证券研究院

表9：消费建材公司净现比比较

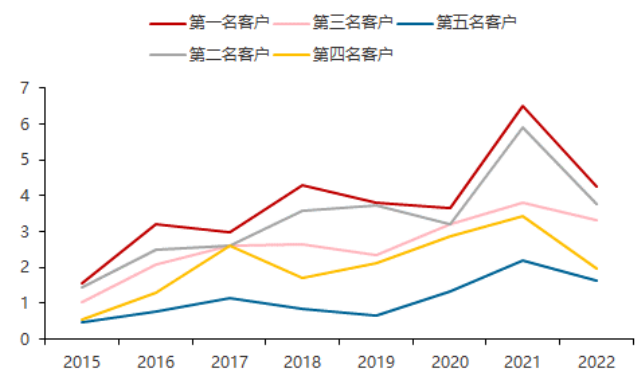
	伟星	北新	雨虹	科顺	凯伦	公元	兔宝 宝	三棵 树	亚士	蒙娜	帝欧	东鹏
2010	0.6	2.2	-1.8			1.9	0.1					
2011	0.8	2.1	-1.8			0.8	3.7	1.1			1.2	
2012	1.3	1.7	2.0		1.9	1.0	3.3	1.5	2.9		0.9	
2013	1.3	1.7	0.7	-0.9	-1.1	0.8	4.0	1.5	1.3	1.4	1.2	
2014	1.3	1.4	0.6	0.7	1.3	0.9	2.4	1.2	0.4	1.3	0.6	0.9
2015	1.0	2.1	0.6	0.1	0.6	1.9	1.9	1.9	1.1	1.3	1.2	0.9
2016	1.4	1.5	0.6	0.4	0.01	2.6	1.5	0.4	1.1	1.0	0.6	2.3
2017	1.1	1.1	0.0	0.5	-0.03	1.1	1.2	1.3	-0.8	1.2	1.8	1.5
2018	1.0	1.1	0.7	-1.1	-0.4	1.7	0.9	1.2	1.4	0.8	0.2	0.9
2019	0.9	/	0.8	0.5	-0.3	1.7	1.8	1.0	3.7	2.1	0.5	1.2
2020	1.1	0.6	1.2	0.6	-0.4	1.4	2.0	0.9	0.8	1.0	0.0	1.6
2021	1.3	1.1	1.0	0.9	-5.3	0.6	1.2	-1.2	1.9	-0.3	-2.1	5.8

资料来源：wind，民生证券研究院

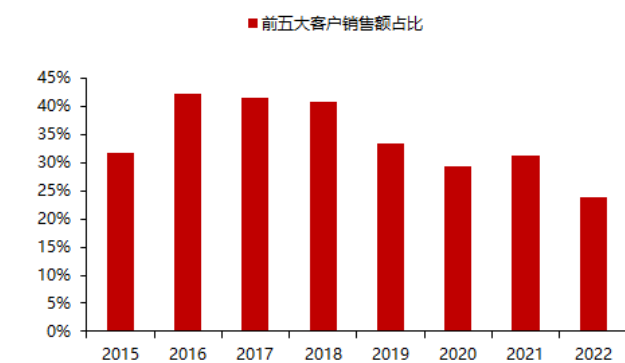
工程端高增速同时保持应收账款、现金流管控优，我们认为公司大 B 端核心竞争力来源于其优秀管理能力：

(1) 地产客户合作节奏、集中度把握佳。大 B 端客户结构分散降低单一房地产商风险。2018 年起公司客户结构发生较大改变，恒大份额明显降低；前三名客户合作稳定，年销售规模在 2.5-4 亿元（除 2021 年外），控制单一客户合作规模避免深度利益绑定；前五大客户销售额占比在 25-40%之间，集中度把握佳。

20H2 精装房渗透率相对放缓、21H2 房地产行业遇冷，公司应对表现均优于行业平均水平，地产端客户结构分散为公司提供灵活操作空间。

图43：公司前五大客户销售额（单位：亿元）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图44：公司前五大客户销售额占比


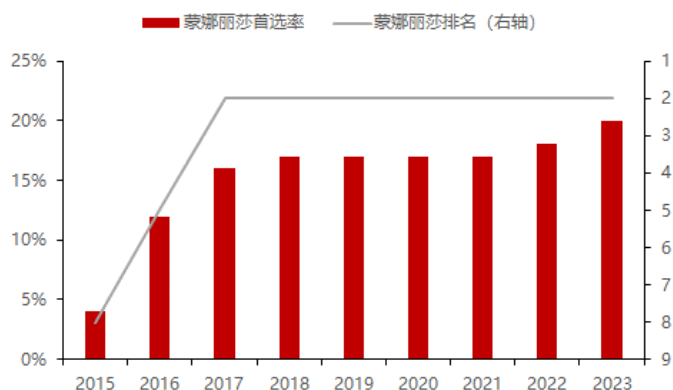
资料来源：公司公告，民生证券研究院

(2) **合作决策果断严控地产端风险。**2020 年公司提出规模领先战略后大 B 端发货提速，但 21H2 回到风险控制思维，在保证产销平衡基础上不刻意做大 B 端业务。公司内部会根据国家“三道红线”政策以及自身合作情况对地产端客户进行评估，对于风险较高的地产客户合作态度谨慎。

(3) **C 端占比不低，为 B 端现金流持续输血。**公司 C 端占比长期保持在 50-60%，经营质量优于 2B 企业。

B 端认可度高。2017 年以来，公司在我国房地产开发企业 500 强首选供应商名单上排名稳居次席，截至 2023 年，公司首选率为 20%。

图45：地产五百强开发商供应商品品牌首选率-瓷砖



资料来源：中房网，民生证券研究院

信用减值风险充分释放。2022 全年公司计提信用减值准备 5.69 亿元，2021 全年计提 1.86 亿元。其中，2022 年按单项计提坏账准备的应收账款达 5.64 亿元，计提坏账比例达 51.19%。2022 年末公司应收票据及应收账款 11.08 亿元，同比下降 34%。考虑到公司信用减值风险释放充分+应收账款绝对值，**我们预计 2023 年及以后继续大规模减值风险较小。**

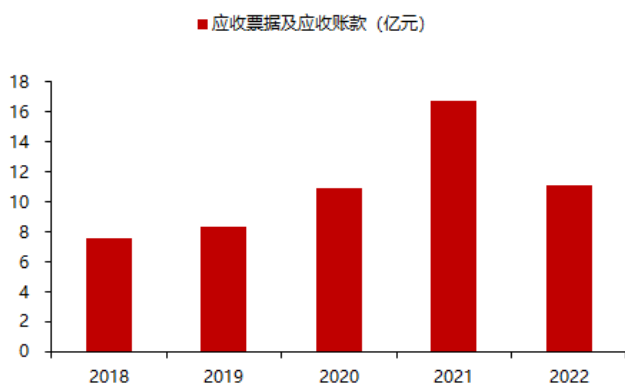
表10：2022 年公司应收账款单项计提坏账比例达 51.19%

名称	账面余额 (万元)	坏账准备 (万元)	计提比例	计提理由
客户 1	1779	1779	100%	预计无法收回
客户 2	22945	18356	80%	预期信用损失较高
客户 3	14076	7038	50%	预期信用损失较高
客户 4	12461	6231	50%	预期信用损失较高
客户 5	5272	2636	50%	预期信用损失较高
客户 6	4255	2127	50%	预期信用损失较高
客户 7	3989	1994	50%	预期信用损失较高
客户 8	2138	1069	50%	预期信用损失较高
客户 9	1326	663	50%	预期信用损失较高

客户 10	1227	613	50%	预期信用损失较高
客户 11	16611	4983	30%	预期信用损失较高
客户 12	11349	3405	30%	预期信用损失较高
客户 13	5497	1649	30%	预期信用损失较高
客户 14	2372	712	30%	预期信用损失较高
客户 15	1465	439	30%	预期信用损失较高
其他	3416	2707	79.24%	预期信用损失较高
合计	110177	56402	51.19%	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图46：2022 年公司应收票据及应收账款同比下降 34%



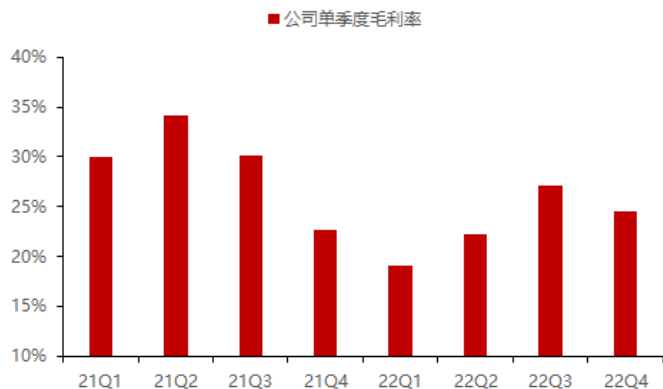
资料来源：wind，民生证券研究院

3.3 降本增效见成果，毛利率改善空间较大

2022 年燃料动力价格持续高位运行，天然气、煤炭、电力同比涨幅较大。根据 wind 数据，2022 年山西产动力末煤(Q5500)京唐港全年均价为 1273 元/吨，同比+47.8%；中国 LNG 出厂全国指数全年均价为 6914 元/吨，同比+41.9%。22Q2 起公司落实降本减费措施，如加强原材料招投标管控，胚料、釉料成本管控较好等。

- 22Q1-Q4 单季度毛利率分别为 19.11%、22.24%、27.09%、24.52%，**Q1-Q3 环比逐季改善**，但同比仍然承压，主因公司燃料成本占比约 25%，电费占比约 9%，能源价格上涨对利润影响大；
- Q4 毛利率环比有所回落，主因收入未达到理想目标带来毛利率下降，同时材料价格处在高位、控制库存+部分窑炉提前维修。

图47: 2021-2022 年公司单季度毛利率



资料来源: wind, 民生证券研究院

图48: 京唐港动力末煤(Q5500)平仓价走势 (元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图49: 中国 LNG 出厂价格走势 (元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

关键假设:

瓷质有釉砖: 2023 年瓷砖行业受益竣工回暖 (2023 年 1-2 月竣工面积同比 +8%, 2022 年全年为 -15%), 公司“经销+工程”全渠道营销 (2022 年 C 端收入实现逆势增长, 同时大 B 端风险释放充分), C 端景气度有望贯穿全年。我们预计 2023-2025 年公司主力产品瓷质有釉砖业务收入分别为 53.54、62.64、72.04 亿元, 同比增速分别为 20%、17%、15%。产能利用率上升后毛利率有望企稳回升, 预计 2023-2025 年毛利率分别为 29.5%、29.5%、29.5%。

陶瓷薄板/薄砖: C 端景气度有望贯穿全年, 叠加疫情后消费复苏, 我们预计 2023-2025 年公司高端产品陶瓷薄板/薄砖业务收入分别为 9.3、12.16、15.9 亿元, 同比增速分别为 26%、31%、31%。产能利用率上升后毛利率有望企稳回升, 预计 2023-2025 年毛利率分别为 35%、35%、35%。我们假设陶瓷薄板/薄砖增速保持高增, 主因公司作为陶瓷大板、岩板先行者, 先发优势、渠道优势、品牌优势明显, 2023 年公司在我国房地产开发企业 500 强首选供应商建筑陶瓷子分类岩板首选率为 13%, 位居行业次席; 同时陶瓷薄板/薄砖为行业新产品, 在台面、橱柜等家居领域具备替代空间, 适应当代消费趋势; 此外参考公司发展历史, 2016-2022 年公司陶瓷薄板/薄砖收入 CAGR 为 32%, 明显高于公司整体收入 CAGR (18%), 瓷砖行业新产品更容易受到消费者青睐。因此我们预计 2023-2025 年公司陶瓷薄板/薄砖收入增速快于公司整体增速。

非瓷质有釉砖: 我们预计 2023-2025 年公司非瓷质有釉砖业务收入分别为 7.81、8.59、9.45 亿元, 同比增速分别为 10%、10%、10%。

表11: 公司营收拆分-假设表

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
瓷质有釉砖					
收入 (百万元)	4521	4451	5354	6264	7204
YoY	59%	-2%	20%	17%	15%
毛利率	29.9%	23.7%	29.5%	29.5%	29.5%
陶瓷薄板/薄砖					
收入 (百万元)	915	738	930	1216	1590
YoY	39%	-19%	26%	31%	31%
毛利率	36.2%	29.5%	35.0%	35.0%	35.0%
非瓷质有釉砖					
收入 (百万元)	941	712	781	859	945
YoY	36%	-24%	10%	10%	10%
毛利率	17.3%	15.3%	17.0%	17.0%	17.0%
整体					
收入 (百万元)	6987	6229	7388	8658	10052
YoY	44%	-11%	19%	17%	16%

毛利率	29.1%	23.6%	28.3%	29.0%	29.1%
业绩					
归母净利润 (百万元)	315	-381	620	732	846
YoY	-44%	-221%	263%	18%	16%
归母净利润/收入	4.51%	-6.12%	8.39%	8.46%	8.42%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

根据以上假设, 我们预计 2023-2025 年公司整体营收分别为 73.88、86.58、100.52 亿元, 同比增速分别为 19%、17%、16%, 2023-2025 年归母净利润分别为 6.2、7.32 和 8.46 亿元, 同比增速分别为 263% (扭亏为盈)、33%、16%。

4.2 估值分析及投资建议

同行业可比上市公司包括帝欧家居、东鹏控股。我们认为三家瓷砖企业商业模式存在一定差异, 因此选取消费建材 B 端、C/小 B 端企业进行对比。A 股 B 端消费建材公司股价对应 2023-2024 年平均 PE 分别为 21x、15x, C/小 B 端消费建材公司股价对应 2023-2024 年平均 PE 为 31x、23x, 公司目前股价对应 2023-2024 年 PE 在 13x、11x。

我们认为公司较 B 端消费建材可享受一定估值溢价: (1) 公司“经销+工程”全渠道营销, 2022 年 C 端占比达 58%。(2) 大 B 端管理能力经过多轮考验, 风险释放充分, 财务报表质量优于 B 端消费企业。当前公司估值明显低于 C/小 B 端消费建材企业, 估值角度性价比凸显。

表12: 可比公司 PE 对比

股票代码	公司简称	子板块	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
消费建材-B 端									
002798.SZ	帝欧家居	瓷砖	7.21	-0.97	0.54	-	/	13	-
002641.SZ	公元股份	管材	5.05	0.07	0.40	0.49	72	13	10
300715.SZ	凯伦股份	防水	14.24	-0.05	0.38	0.66	/	37	22
603378.SH	亚士创能	涂料	10.55	0.25	0.56	0.81	42	19	13
平均							57	21	15
消费建材-C/小 B 端									
003012.SZ	东鹏控股	瓷砖	8.82	0.30	0.62	0.83	29	14	11
002372.SZ	伟星新材	管材	23.83	0.82	1.01	1.14	29	24	21
001322.SZ	箭牌家居	卫浴	19.84	0.61	0.74	0.89	33	27	22
002791.SZ	坚朗五金	五金	82.17	0.40	1.88	2.80	205	44	29
603737.SH	三棵树	涂料	113.62	0.95	2.44	3.61	120	47	31
平均							83	31	23
002918.SZ	蒙娜丽莎	瓷砖	19.57	-0.92	1.49	1.76	/	13	11

资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 帝欧家居、公元股份、凯伦股份、亚士创能、东鹏控股、坚朗五金数据采用 Wind 一致预期 (180 天), 箭牌为民生轻工 & 建材联合覆盖, 股价时间为 2023 年 4 月 14 日

投资建议：我们看好公司①受益竣工链回暖，②“美商沉淀”、经销渠道继续下沉，工程渠道“轻装上阵”，③产品继续创新引领，微笑铺贴服务逐见成效，④瓷砖行业格局长期优化。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.2、7.32 和 8.46 亿元，现价对应动态 PE 分别为 13x、11x、10x，维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 房屋竣工恢复不及预期。2022 年房屋竣工面积同比-15%，2022 年 11 月以来房企供给端政策拐点出现，2023 年瓷砖板块有望直接受益竣工回暖。但若竣工数据恢复不及预期，可能影响公司收入增速。

2) 原材料价格波动风险。2022 年天然气、煤炭、电力等能源成本维持高位，若原材料与燃料价格长时间维持高位，公司盈利能力可能受影响。

3) C 端营收增长不及预期。2022 年公司 C 端实现逆势增长得益于渠道下沉。但 C 端竞争可能趋于激烈。

4) 应收账款减值风险。公司应收账款计提比例较大，风险出清较为充分，但后续若房地产市场持续下滑，仍存在应收账款减值风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6229	7388	8658	10052
营业成本	4756	5262	6151	7124
营业税金及附加	49	55	65	75
销售费用	515	531	615	750
管理费用	447	465	558	653
研发费用	235	281	329	382
EBIT	-346	822	980	1118
财务费用	77	86	94	96
资产减值损失	-44	-10	-20	-20
投资收益	-28	-15	-26	-30
营业利润	-447	718	849	982
营业外收支	4	4	4	4
利润总额	-443	722	853	986
所得税	-96	83	98	113
净利润	-347	639	755	873
归属于母公司净利润	-381	620	732	846
EBITDA	49	1252	1505	1745

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1835	1223	1080	1183
应收账款及票据	1108	1349	1603	1827
预付款项	24	22	31	34
存货	1825	2230	2501	2875
其他流动资产	801	977	1144	1293
流动资产合计	5595	5801	6359	7212
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3539	4043	4491	4932
无形资产	306	305	305	304
非流动资产合计	4584	5049	5454	5852
资产合计	10179	10850	11814	13065
短期借款	270	270	270	270
应付账款及票据	2315	2785	3127	3620
其他流动负债	1622	1368	1455	1595
流动负债合计	4207	4424	4852	5485
长期借款	1300	1300	1300	1300
其他长期负债	1131	1132	1132	1132
非流动负债合计	2431	2432	2432	2432
负债合计	6637	6856	7284	7916
股本	415	415	415	415
少数股东权益	291	310	332	359
股东权益合计	3541	3995	4530	5148
负债和股东权益合计	10179	10850	11814	13065

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-10.85	18.61	17.19	16.10
EBIT 增长率	-177.78	337.52	19.27	14.05
净利润增长率	-221.13	262.58	18.07	15.63
盈利能力 (%)				
毛利率	23.65	28.77	28.95	29.13
净利润率	-6.12	8.39	8.46	8.42
总资产收益率 ROA	-3.75	5.71	6.20	6.48
净资产收益率 ROE	-11.73	16.83	17.44	17.67
偿债能力				
流动比率	1.33	1.31	1.31	1.32
速动比率	0.87	0.78	0.77	0.76
现金比率	0.44	0.28	0.22	0.22
资产负债率 (%)	65.21	63.18	61.66	60.59
经营效率				
应收账款周转天数	58.60	62.13	62.44	61.06
存货周转天数	140.06	155.40	149.60	148.35
总资产周转率	0.58	0.70	0.76	0.81
每股指标 (元)				
每股收益	-0.92	1.49	1.76	2.04
每股净资产	7.83	8.88	10.11	11.54
每股经营现金流	1.45	2.17	2.72	3.63
每股股利	0.15	0.53	0.61	0.61
估值分析				
PE	/	13	11	10
PB	2.5	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	190.41	7.66	6.47	5.52
股息收益率 (%)	0.77	2.70	3.13	3.13

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-347	639	755	873
折旧和摊销	395	430	525	627
营运资金变动	-83	-320	-312	-158
经营活动现金流	602	901	1129	1506
资本开支	-644	-847	-882	-976
投资	-46	0	0	0
投资活动现金流	-689	-862	-908	-1006
股权募资	47	0	0	0
债务募资	248	-321	0	0
筹资活动现金流	-329	-651	-364	-398
现金净流量	-415	-612	-143	103

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

插图目录

图 1: 蒙娜丽莎历史沿革	3
图 2: 蒙娜丽莎股权结构 (截至 2022 年末)	4
图 3: 2013-2022 年公司营收及收入	4
图 4: 2013-2022 年公司归母净利及增速	4
图 5: 公司分产品营收占比	5
图 6: 公司分产品毛利占比	5
图 7: 公司各产品营收增速	5
图 8: 公司薄板业务毛利率显著领先	5
图 9: 公司毛利率、销售净利率	6
图 10: 公司各项费用率	6
图 11: 公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	6
图 12: 公司经营活动现金流量净额	6
图 13: 瓷砖行业上下游	7
图 14: 2007-2022 我国瓷砖产量	7
图 15: 2010-2022 年我国瓷砖产量与竣工面积增速	7
图 16: 新开工面积 vs 竣工面积	8
图 17: 2021 年瓷砖行业 CR5 仅为 11%	9
图 18: 2015-2021 年头部瓷企营收直销占比	10
图 19: 2014-2021 年头部瓷企应收账款周转率	10
图 20: 2017-2021 年头部瓷企经销门店数量 (家)	11
图 21: 2021 年头部瓷企单店坪效 (万元/家)	11
图 22: 我国精装房数量及渗透率	12
图 23: 精装房瓷砖配套项目数量及配套率	12
图 24: B 端占比高的瓷砖企业 2015-2019 年收入增速更快	12
图 25: 2018 年各国精装房占比 (中国为 2022 年数据)	13
图 26: 2018 年我国不同层级城市精装房渗透率对比	13
图 27: 2021 年头部瓷企大 B 端市占率	14
图 28: 2021-2022Q1-Q3 头部瓷企信用减值计提金额 (亿元)	14
图 29: 环保因素重塑瓷砖行业格局	16
图 30: 我国瓷砖行业产能、产量、产能利用率	18
图 31: 我国建筑陶瓷行业规上企业数量及营收	18
图 32: 公司经销收入及同比增速	19
图 33: 深圳住宅二手房成交面积当月值及 yoy	20
图 34: 北京住宅二手房成交面积当月值及 yoy	20
图 35: 公司经销收入占比	20
图 36: 2013-2022 年公司各区域营收 (单位: 亿元)	21
图 37: 2013-2022 年公司各区域营收 CAGR	21
图 38: 公司微笑铺贴服务图示	21
图 39: 公司各产品单价 (单位: 元/平)	22
图 40: 2013-2022 年公司陶瓷薄板/薄砖营收及 yoy	22
图 41: 公司陶瓷薄板图示	22
图 42: 公司大 B 收入及同比增速	23
图 43: 公司前五大客户销售额 (单位: 亿元)	24
图 44: 公司前五大客户销售额占比	24
图 45: 地产五百强开发商供应商品品牌首选率-瓷砖	25
图 46: 2022 年公司应收票据及应收账款同比下降 34%	26
图 47: 2021-2022 年公司单季度毛利率	27
图 48: 京唐港动力末煤(Q5500)平仓价走势 (元/吨)	27
图 49: 中国 LNG 出厂价格走势 (元/吨)	27

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司主要产品类别	3
表 2: 2014-2021 年蒙娜丽莎营收 CAGR 最快	9
表 3: 2021 年瓷砖精装修市场空间测算	13
表 4: 《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平(2021 年版)》-建筑陶瓷制品制造单位: mg/m^3	15
表 5: 广东产区“煤改气”单位成本测算	15
表 6: 江西、广西产区天然气使用率(2020 年数据) 较低	16
表 7: 陶瓷生产线转产锂电项目一览(不完全统计)	17
表 8: 消费建材公司应收账款周转率比较(单位: 次)	23
表 9: 消费建材公司净现比比较	24
表 10: 2022 年公司应收账款单项计提坏账比例达 51.19%	25
表 11: 公司营收拆分-假设表	28
表 12: 可比公司 PE 对比	29
公司财务报表数据预测汇总	32

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026