

蒙娜丽莎 (002918.SZ) / 建筑材料

证券研究报告/公司点评

2023年04月03日

评级: 增持 (维持)

市场价格: 18.30

分析师: 孙颖

执业证书编号: S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

研究助理: 刘毅男

Email: liuyn01@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	6,987	6,229	7,026	8,221	9,892
增长率 yoy%	43.6%	-10.8%	12.8%	17.0%	20.3%
净利润 (百万元)	315	-381	551	704	881
增长率 yoy%	-44.4%	-221.1%	244.6%	27.6%	25.2%
每股收益 (元)	0.76	-0.92	1.33	1.70	2.12
净资产收益率	-0.20	1.45	2.12	2.50	2.91
P/E	7%	-11%	14%	16%	17%
P/B	24.1	-19.9	13.8	10.8	8.6

备注: 股价取自 2023 年 3 月 31 日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

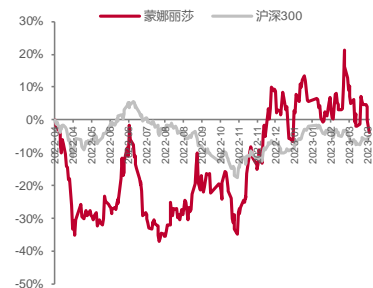
投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报。2022 年公司实现营收 62.3 亿元, 同比-10.9%; 归母净利润-3.8 亿元, 去年同期为 3.2 亿元; 扣非归母净利润-4.2 亿元, 去年同期为 3.0 亿元; 经营活动现金净流量 6.0 亿元, 去年同期为-8396.8 万元。单四季度营业收入 15.4 亿元, 同比-25.5%; 归母净利润-0.1 亿元, 去年同期为-1.0 亿元; 扣非归母净利润-0.5 亿元, 去年同期为-1.0 亿元。
- **收入端: 工程业务收缩致全年收入下滑, 经销渠道保持稳定。**
- **渠道方面,** 22 年公司经销/战略工程渠道业务实现收入 36.0/26.2 亿元, 同比+1.0%/-23.2%, 占比分别为 57.9%/42.1%, 报告期公司出于风险管控考虑, 主动收缩部分风险地产客户订单, 致大 B 端出现显著下滑, 是拖累收入的主要原因。22H2 经销/战略工程渠道收入增速分别为-3.8%/-29.0% (22H1 分别为+7.3%/-15.6%), 下半年战略工程业务降幅进一步扩大, 且年底在零售旺季防控政策转变短期对经销渠道也造成拖累, 出现小幅下滑。展望 23 年伴随防控放开及消费复苏, 经销渠道在整合下沉支持下仍有望实现增长, 工程渠道伴随地产市场修复或亦有改善。
- **产品方面,** 资质有釉砖/非资质有釉砖/陶瓷板、薄型陶瓷砖收入分别同比-1.5%/-24.4%/-19.3%; 收入占比分别为 71.5%/11.4%/11.9%, 同比+6.8pct/-2.0pct/-1.3pct, 预计高值产品占比下降主要系全年居民消费信心影响, 消费有所降级所致。测算公司建筑陶瓷产品单价同比-8%左右, 预计与高值产品占比减少及价格竞争策略有关。
- **利润端: 计提+成本高涨系业绩压力主因, 关注未来盈利能力修复。**
- **毛利率方面,** 报告期公司综合毛利率 23.7%, 同比-5.5pct, 主要系能源价格同比高位 (22 年天然气行业价格同比+37.3%) 以及综合销售价格下降所致; 22Q4 毛利率为 24.5%, 同比+1.9pct, 环比 Q4 为-2.6%, 我们判断 Q4 毛利率未能延续前几季逐步好转趋势或与 12 月防控政策变化造成短期收入下滑, 而固定成本仍保持较高水平有关。分产品看, 陶瓷板、薄型陶瓷砖毛利率为 30.2%, 同比-6.7pct, 较其他产品降幅较少, 高值产品预计在价格支撑下仍保持一定盈利韧性; 资质有釉砖/非资质有釉砖毛利率分别为 21.2%/11.1%, 同比-13.3pct/-12.2pct。
- **费用率&净利率方面,** 报告期公司期间费用率 20.5%, 同比+0.2pct。拆分来看, 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.9pct/+0.7pct/持平/+0.4pct, 其中财务费用率提高系报告期计提可转债利息同比增加所致, 我们预计报告期公司实际已经加强了费用管控, 但规模下降因素导致费用率略有增加。22 年公司净利率-5.6%, 去年同期为 4.6%, 报告期公司针对部分风险地产客户的应收款项进行信用减值计提, 实际计提信用减值损失 5.7 亿元 (22H1 已计提 5.1 亿元), 系全年业绩亏损的主要原因。虽然行业过去两年处于压力最大的阶段, 但压力期也加速了中小企业出清, 根据协会数据,

基本状况

总股本(百万股)	415
流通股本(百万股)	219
市价(元)	18.30
市值(百万元)	7,598
流通市值(百万元)	4,016

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 【公司点评】经销收入保持增长, 减值+成本压力拖累业绩 (20220825)
- 2 【公司点评】减值计提影响业绩, 压力期不改中长期发展前景 (20220715)
- 3 【公司点评】营收增速超预期, 成本+减值致业绩承压 (20220424)
- 4 【公司点评】收入增速超预期, 低估值瓷砖迎配置价值 (20210826)
- 5 【公司深度】工程零售双轮驱动, 扩产助推业绩加码 (20191014)

21-22 两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%。后续公司依托于渠道、资金、品牌等多方面优势，望率先迎来业绩修复。

■ **现金流：经营性现金净流量显著改善，回款管控卓有成效。**

报告期公司经营性现金流量净额达 6.0 亿元，去年同期为 -8396.8 万元，收现比为 112.4%，同比+22.4pct，报告期末公司应收票据、应收账款分别为 1.1 亿、10.0 亿元，同比分别-73%、-21.5%。全年公司加强了地产工程的风险管控，并成立专责小组加强应收款追收，同时大力开展各项降本增效措施，促使现金流情况出现显著改善。

■ **核心逻辑：我们认为相较于瓷砖行业其他龙头企业，公司在产品力方面具备突出优势。而在经销渠道持续整合下沉，探寻空白市场增量；战略地产渠道重视风险管控，深耕优质客户。伴随未来品牌知名度不断提升，公司望实现领先于行业的稳健经营表现。**

1) 产品力：公司通过科技创新，瞄准全球一流建陶产品生产技术，持续加大对大规格陶瓷大板、岩板、多功能岩板和陶瓷薄板的研发与推广力度，陶瓷大板、岩板产销规模居行业前列，预计将进一步成为市场热销的优势产品。

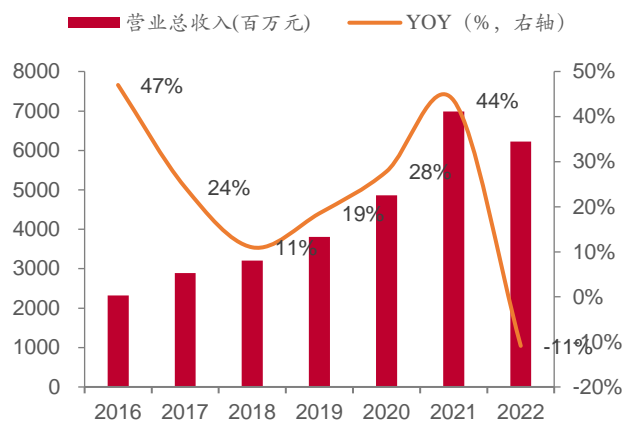
2) 渠道：To C 业务：经销渠道的“渠道下沉”策略实施卓有成效，且仍有下沉空间。下一步公司将继续加大县级和镇级市场的布局。预计零售端将受益于精装修趋势的边际放缓与小 B 渠道的加速拓展。**To B 业务：**公司实行“地产战略”营销策略，与头部地产商保利、万科等优质大客户深度合作，同时保交付现款现货业务亦有贡献。虽然短期受地产行业下行影响，但预计工程领域将长期受益于优质客户的不断拓展及下游地产商集中度的进一步提升。

3) 品牌：蒙娜丽莎处于行业一线品牌，品牌文化和内涵丰富。在工装领域，公司连续多年获得万科 A 级供应商荣誉，也已成为第 22 届杭州亚运会官方建筑陶瓷独家供应商。在零售领域，公司通过高标准、规范化的终端店面整体形象实现品牌价值提升。

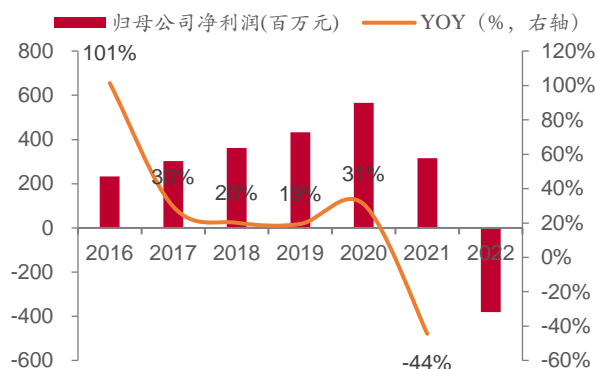
4) 产能优势：佛山、清远、藤县、高安四大基地，充分发挥各自比较优势，在发展方向和思路上各有侧重。西樵重点强化新技术、新产品研发生产；清远依托产业及原材料优势对西樵基地行成补充；藤县原材料优质，凸显现代化产能优势；高安基地依托区位优势辐射华东核心市场。

■ **盈利预测：**基于公司 2022 年经营数据以及未来对行业发展展望，我们调整盈利预测，预计 23-25 年公司归母净利润为 5.5、7.0、8.8 亿元（前次预测 23-24 年为 6.6、8.6 亿元）对应 PE 为 13.8、10.8、8.6 倍，维持“增持”评级。

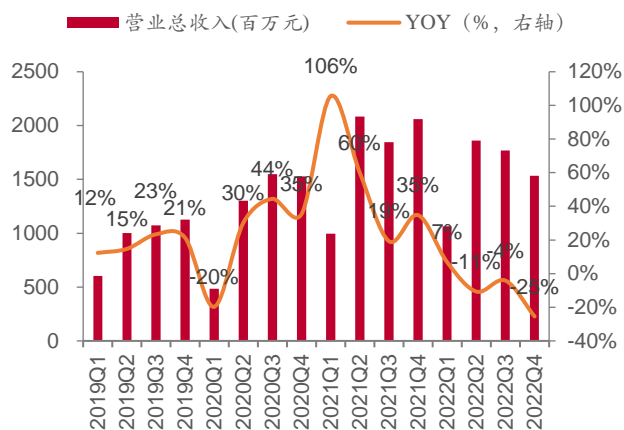
■ **风险提示：**行业竞争加剧导致行业平均利润率大幅下滑；下游房地产市场不景气带来的经营风险；公司新建产能进度不达预期；地产大客户存在经营风险。

图表 1: 2022 年营收 62.3 亿元, 同比-10.9%


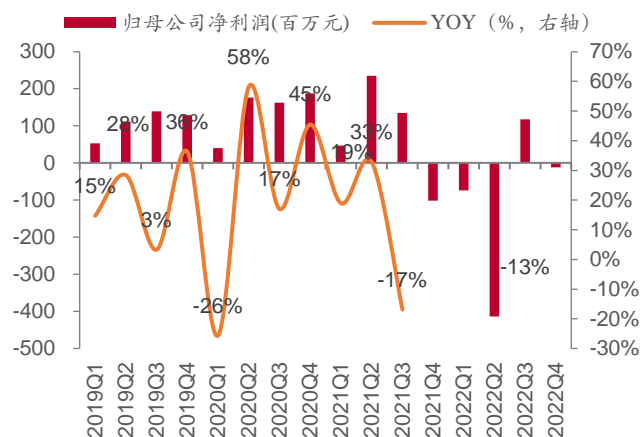
资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 2022 年归母净利润-3.8 亿元


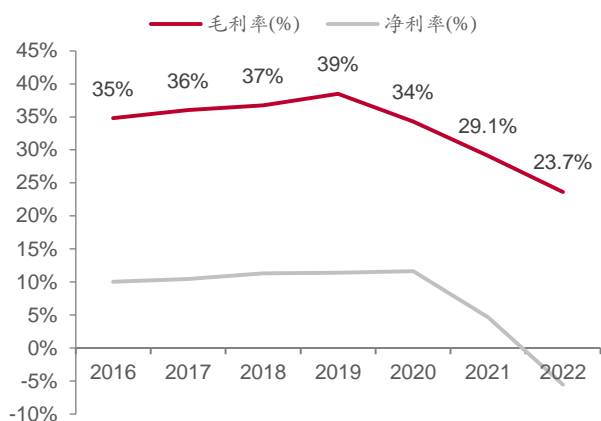
资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 3: 2022Q4 营业收入 15.4 亿元, 同比-25.5%


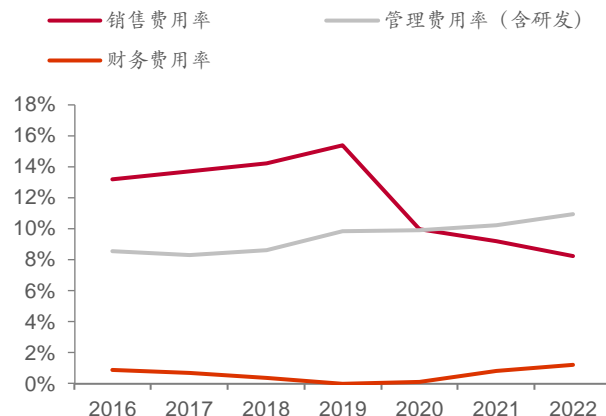
资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 2022Q4 归母净利润-0.1 亿元


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

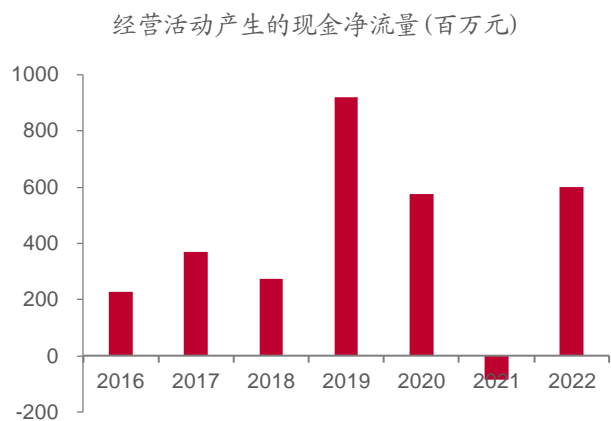
图表 5: 2022 年毛利率 23.7%, 同比-5.4pct


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 2022 年期间费用率 20.5%, 同比+0.2pct


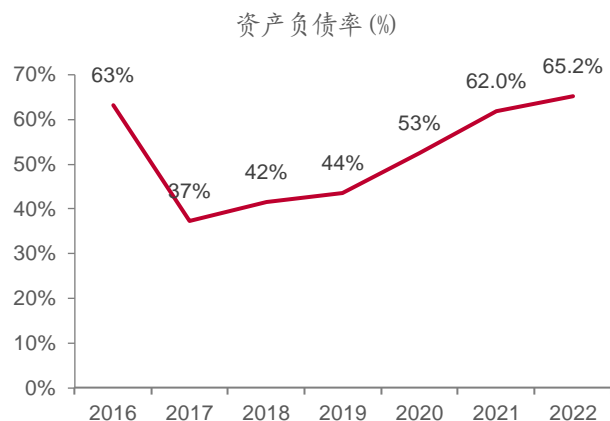
资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 7: 2022 年经营活动现金净流量 6.0 亿元



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 8: 2022 年资产负债率 65.2%, 同比+3.2pct



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 9: 蒙娜丽莎核心财务数据

资产负债表					利润表				
会计年度	单位:百万元				会计年度	单位:百万元			
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,835	2,419	2,466	2,968	营业收入	6,229	7,026	8,221	9,892
应收票据	108	122	143	172	营业成本	4,756	4,936	5,733	6,873
应收账款	1,000	1,032	1,174	1,388	税金及附加	49	46	58	69
预付账款	24	30	32	38	销售费用	515	569	666	801
存货	1,825	1,876	2,121	2,483	管理费用	447	457	534	643
合同资产	35	35	50	53	研发费用	235	267	312	376
其他流动资产	801	896	1,059	1,266	财务费用	77	68	65	66
流动资产合计	5,595	6,376	6,995	8,317	信用减值损失	-569	-20	-25	-35
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-44	-32	-30	-35
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	3,539	3,590	3,697	3,852	投资收益	-28	-25	-5	5
在建工程	107	207	207	107	其他收益	40	30	25	25
无形资产	306	356	396	404	营业利润	-447	637	817	1,024
其他非流动资产	632	652	672	685	营业外收入	8	7	4	3
非流动资产合计	4,584	4,806	4,972	5,049	营业外支出	4	3	3	3
资产合计	10,179	11,181	11,967	13,365	利润总额	-443	641	818	1,024
短期借款	270	764	447	399	所得税	-96	140	178	223
应付票据	961	997	1,158	1,388	净利润	-347	501	640	801
应付账款	1,354	1,405	1,615	1,916	少数股东损益	35	-50	-64	-80
预收款项	0	14	4	6	归属母公司净利润	-382	551	704	881
合同负债	69	45	66	78	NOPLAT	-287	555	691	853
其他应付款	384	384	384	384	EPS (按最新股本摊薄)	-0.92	1.33	1.70	2.12
一年内到期的非流动负债	321	321	321	321					
其他流动负债	847	876	1,009	1,200	主要财务比率				
流动负债合计	4,207	4,806	5,005	5,692	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	1,300	1,305	1,355	1,370	成长能力				
应付债券	1,022	1,022	1,022	1,022	营业收入增长率	-10.8%	12.8%	17.0%	20.3%
其他非流动负债	110	110	110	110	EBIT增长率	-185.1%	293.5%	24.5%	23.5%
非流动负债合计	2,431	2,436	2,486	2,501	归母公司净利润增长率	-221.1%	244.6%	27.6%	25.2%
负债合计	6,637	7,242	7,491	8,193	获利能力				
归属母公司所有者权益	3,251	3,698	4,298	5,076	毛利率	23.6%	29.8%	30.3%	30.5%
少数股东权益	291	241	177	97	净利率	-5.6%	7.1%	7.8%	8.1%
所有者权益合计	3,541	3,939	4,475	5,173	ROE	-10.8%	14.0%	15.7%	17.0%
负债和股东权益	10,179	11,181	11,967	13,365	ROIC	-6.2%	10.3%	12.3%	14.0%
					偿债能力				
					资产负债率	65.2%	64.8%	62.6%	61.3%
					债务权益比	85.3%	89.4%	72.7%	62.3%
					流动比率	1.3	1.3	1.4	1.5
					速动比率	0.9	0.9	1.0	1.0
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
					应收账款周转天数	66	52	48	47
					应付账款周转天数	116	101	95	92
					存货周转天数	148	135	125	121
					每股指标 (元)				
					每股收益	-0.92	1.33	1.70	2.12
					每股经营现金流	1.45	2.12	2.50	2.91
					每股净资产	7.83	8.91	10.35	12.23
					估值比率				
					P/E	-20	14	11	9
					P/B	2	2	2	1
					EV/EBITDA	-6,415	45	38	32

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。