

23H1 扭亏为盈，调结构零售占比提升

蒙娜丽莎(002918)

评级:	买入	股票代码:	002918
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	23.19/11.86
目标价格:		总市值(亿)	64.56
最新收盘价:	15.55	自由流通市值(亿)	34.13
		自由流通股数(百万)	219.46

► **事件概述:** 公司发布 2023 年半年度业绩预告，上半年归母净利润 1.68-2.28 亿元，同比增长 134.46%-146.76%（上年同期亏损 4.88 亿元），扣非归母净利润 1.67-2.27 亿元（上年同期亏损 4.9 亿元）。假设取中值计算 Q2 单季度归母净利润 1.91 亿元，同比扭亏为盈（去年同期单季度税前信用减值 5.05 亿元）；上半年营业收入 28-30 亿元，同增-4.26%至 2.58%（上年同期 29.25 亿元）。我们认为业绩基本符合市场预期。

► **重回增长轨道，调结构经销零售占比提升。** 2023H1 收入 28-30 亿元，中值 29 亿元同比基本持平，据业绩预告，经销渠道营业收入保持稳定增长，但基于风险管控策略公司仍收缩部分流动性风险较大的房地产客户订单，导致战略工程渠道收入有所下降，公司整体营业收入基本持平。根据年报披露 2022 年公司工程渠道占比下降至 42%（同比降接近 7 个百分点），我们预计 2023H1 进一步降低至 35%附近，零售渠道提升至 65%附近。公司今年战略思路是提升零售经销占比，降低地产客户占比，我们认为调结构初显成效，预计零售渠道发展将带领公司重回中期增长轨道。

► **盈利能力逐渐恢复，降本练内功。** 报告期内公司通过各项降本增效措施，产品毛利率提高，费用同比下降，利润率提升。根据 Q2 归母净利润计算单季度利润率水平 6.6%，公司 2017-2022 年二季度单季度利润率水平分别为 11.01%/ 9.96%/ 11.16%/ 13.55%/ 11.97%/ -22.11%，我们认为未来零售占比提升后结构上有利于利润率进一步回升，除此之外，单位成本有望进一步下降，目前根据年报公司营业成本中直接材料和燃料动力、制造费用分别占比达到 33%/29%/16%，后续天然气价格有望从去年的大幅提升的不利状态回落。据公司年报，同时佛山、清远、藤县、高安四大生产基地将以提质降耗、降本增效为工作重点，大基地深练内功。

► **行业进一步出清进行时。** 据中国建筑卫生陶瓷协会统计：2022 年，全国陶瓷砖实际产量约 73 亿平方米，同比下降 10.5%，产能利用率约为 73%。中国是建筑陶瓷的生产大国，但产业集中度较低，建筑陶瓷整体呈现“大市场，小企业”的竞争格局。2021、2022 两年间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%，且行业内瓷砖产品结构发生了重大变化。传统的抛光砖、瓷片、仿古砖、外墙砖等品类生产线及产能逐步快速萎缩，岩板、大板、中板等品类生产线不断增加。我们认为行业不少中小企业将退出历史舞台，行业供给格局有望逐渐好转。

投资建议

考虑到地产行业景气度承压，宏观经济环境仍存较大的不确定性，我们下调 2023 年营业收入预测 66.87 亿元（原 108.18 亿元），下调归母净利润预测 5.22 亿元（原 12.03 亿元），EPS 1.26 元（原 2.93 元）。新增 2024/2025 年营业收入预测 73.97/80.92 亿元，归母净利润预测

7.30/8.58 亿元，EPS 1.76/2.07 元；对应 7 月 14 日收盘价 15.55 元 12.38/8.84/7.53xPE，维持“买入”评级。

风险提示

零售拓展不及预期，地产客户信用风险进一步加强，系统性风险等。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,987	6,229	6,687	7,397	8,092
YoY (%)	43.6%	-10.8%	7.4%	10.6%	9.4%
归母净利润(百万元)	315	-381	522	730	858
YoY (%)	-44.4%	-221.1%	236.8%	40.0%	17.4%
毛利率 (%)	29.1%	23.6%	29.5%	32.1%	32.5%
每股收益 (元)	0.77	-0.92	1.26	1.76	2.07
ROE	8.2%	-11.7%	14.1%	16.4%	16.2%
市盈率	20.19	-16.90	12.38	8.84	7.53

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：戚舒扬

邮箱：qisy1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020003

联系电话：

研究助理：金兵

邮箱：jinbing@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,229	6,687	7,397	8,092	净利润	-347	501	697	813
YoY (%)	-10.8%	7.4%	10.6%	9.4%	折旧和摊销	395	529	655	724
营业成本	4,756	4,716	5,020	5,461	营运资金变动	-83	-709	671	-1,813
营业税金及附加	49	48	54	60	经营活动现金流	602	437	2,138	-157
销售费用	515	593	645	704	资本开支	-644	-1,195	-1,046	-984
管理费用	447	452	506	556	投资	-46	0	0	0
财务费用	77	-42	-17	-48	投资活动现金流	-689	-1,234	-1,090	-1,033
研发费用	235	253	280	306	股权募资	47	0	0	0
资产减值损失	-44	0	0	0	债务募资	248	1	2	3
投资收益	-28	-27	-30	-33	筹资活动现金流	-329	-73	-10	-9
营业利润	-447	603	846	993	现金净流量	-415	-870	1,037	-1,200
营业外收支	4	3	4	4					
利润总额	-443	606	850	997	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	-96	105	153	183	成长能力				
净利润	-347	501	697	813	营业收入增长率	-10.8%	7.4%	10.6%	9.4%
归属于母公司净利润	-381	522	730	858	净利润增长率	-221.1%	236.8%	40.0%	17.4%
YoY (%)	-221.1%	236.8%	40.0%	17.4%	盈利能力				
每股收益	-0.92	1.26	1.76	2.07	毛利率	23.6%	29.5%	32.1%	32.5%
					净利率	-6.1%	7.8%	9.9%	10.6%
					总资产收益率 ROA	-3.7%	5.1%	6.2%	7.1%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净资产收益率 ROE	-11.7%	14.1%	16.4%	16.2%
货币资金	1,835	965	2,002	802	偿债能力				
预付款项	24	22	25	27	流动比率	1.33	1.31	1.32	1.47
存货	1,825	1,624	2,193	1,962	速动比率	0.87	0.85	0.82	0.99
其他流动资产	1,910	2,363	1,859	3,405	现金比率	0.44	0.25	0.43	0.19
流动资产合计	5,595	4,974	6,080	6,196	资产负债率	65.2%	61.1%	60.2%	54.8%
长期股权投资	0	0	0	0	经营效率				
固定资产	3,539	4,378	4,929	5,318	总资产周转率	0.58	0.65	0.67	0.68
无形资产	306	376	430	484	每股指标 (元)				
非流动资产合计	4,584	5,267	5,680	5,963	每股收益	-0.92	1.26	1.76	2.07
资产合计	10,179	10,241	11,759	12,159	每股净资产	7.83	8.94	10.70	12.76
短期借款	270	253	242	247	每股经营现金流	1.45	1.05	5.15	-0.38
应付账款及票据	2,315	1,949	2,768	2,369	每股股利	0.15	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	1,622	1,609	1,609	1,591	估值分析				
流动负债合计	4,207	3,810	4,619	4,206	PE	-16.90	12.38	8.84	7.53
长期借款	1,300	1,300	1,300	1,300	PB	2.30	1.74	1.45	1.22
其他长期负债	1,131	1,150	1,162	1,161					
非流动负债合计	2,431	2,450	2,462	2,461					
负债合计	6,637	6,260	7,081	6,667					
股本	415	415	415	415					
少数股东权益	291	270	237	193					
股东权益合计	3,541	3,982	4,678	5,491					
负债和股东权益合计	10,179	10,241	11,759	12,159					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：建筑建材+新材料团队首席分析师，FRM，香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于华泰证券、国泰君安证券等机构任建材行业分析师，7年卖方从业经验。曾作为核心成员获得2016、2017年新财富非金属建材第二、第一名，2020年个人获得21世纪金牌分析师金属、非金属类建材和新材料第五名、wind金牌分析师第二名、东方财富2020年最佳分析师第二名等奖项。

金兵：建筑建材+新材料行业研究助理，土木工程学士，金融学硕士；5年工程建设和融资经验，曾任职于百强房企资金管理部、咨询公司项目管理部；全程深度参与上海迪士尼乐园、合肥离子医学中心等重大工程建设开发，建筑建材从业经历和产业积累丰富。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。