

蒙娜丽莎 (002918.SZ)

“经销+战略地产”双轮驱动，业绩维持高速增长

事件：公司发布 2020 年年度报告。公司实现营业收入 48.64 亿元，同比+27.86%；实现归母净利润 5.66 亿元，同比+30.89%；实现扣非后归母净利润 5.59 亿元，同比+36.99%。

地产战略工程持续放量，经销零售渠道快速修复。1) 分业务来看，瓷质有釉砖及薄型陶瓷砖产品收入保持快速增长。瓷质有釉砖实现营收 28.41 亿元，同比+32.57%；陶瓷薄板/薄砖实现营收 6.58 亿元，同比+49.82%。2) 分渠道来看，经销渠道销售额 26.58 亿元，同比+18.03%，公司计划通过渠道下沉，快速向乡镇级市场渗透，加快门店建设、门店升级和网络布局；地产战略工程销售额 21.11 亿元，同比+36.64%。公司已与近 100 家大型房地产商建立战略合作关系，同时积极加深与互联网家装渠道、岩板家居定制、岩板家具企业、传统石材渠道的合作，工程业务有望持续放量。

毛利率稳中有升，销售费用率有所下降。毛利率方面，2020 年公司瓷砖毛利率较上年同期减少 3.79%，主要由于 2020 年执行新收入准则，将运输费、切割加工费计入合同履约成本，剔除收入准则调整影响，2020 年瓷砖毛利率稳中有升。**净利率方面**，销售净利率 11.65%，同比+0.27pct。**期间费用率方面**，销售费用率 9.99%，同比-5.43pct，主要由于 2020 年执行新收入准则销售费用率有所调整，细分项看，全年销售运营费 1.97 亿元，费率同比+1.29pct，除销售运营费以外其他销售费用均有不同程度下降，合计同比变动-2.5pct，其中广宣费、展厅装修装饰工程费分别同比变动-15.58%/-21.67%；管理费用、研发费用同比基本持平，财务费用率 0.1%，同比+0.09pct，主要由于公司经营规模扩大，资金需求量大，增加向银行贷款致贷款利息相应增加。

收现比略有下降，原材料购入增加致付现比提升。期内公司经营现金流净额 5.76 亿元，较上年同期减少 3.45 亿元，主要由于疫情影响及地产调控影响导致工程业务货款回笼周期拉长，同时公司新增藤县基地原材料购入增加。1) **收现比情况**：期内公司收现比 102.03%，同比变动-2.85pct；2) **付现比情况**：期内公司付现比 109.78%，同比变动+12.67%，期末存货较期初增长 39.28%，主要系报告期内原材料储备、产成品备货相应增加。

投资建议：公司采用经销零售和地产战略工程“双轮驱动”模式，近年来与多家地产商达成战略合作，工程端业务占比提升，随着藤县生产基地生产线陆续投产以及集采客户订单落地，B 端业务有望持续放量；同时持续加大品牌建设与研发新产品，优化产品结构，零售渠道并举保障整体盈利和现金流质量。公司拟收购至美善德丰富产品品类同时完善区域布局，为公司带来更多业绩弹性。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 7.5、9.6、11.93 亿元，对应 EPS 分别为 1.84、2.35、2.92 元，对应 PE 分别为 21、17、13 倍，维持“买入”评级。

风险提示：房地产行业波动的风险、原材料价格大幅波动的风险、市场竞争加剧的风险

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,804	4,864	6,323	7,921	9,713
增长率 yoy (%)	18.6	27.9	30.0	25.3	22.6
归母净利润(百万元)	433	566	750	960	1,193
增长率 yoy (%)	19.4	30.9	32.4	28.0	24.2
EPS 最新摊薄(元/股)	1.06	1.39	1.84	2.35	2.92
净资产收益率(%)	14.8	15.8	18.1	19.4	19.9
P/E(倍)	36.8	28.1	21.2	16.6	13.3
P/B(倍)	5.4	4.6	4.0	3.3	2.7

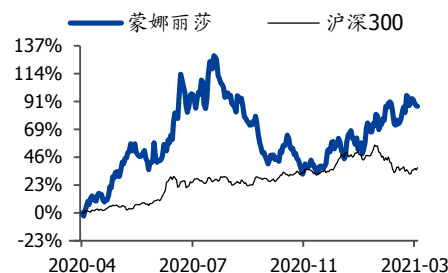
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

股票信息

行业	其他建材
前次评级	买入
最新收盘价	38.98
总市值(百万元)	15,918.32
总股本(百万股)	408.37
其中自由流通股(%)	52.11
30 日日均成交量(百万股)	2.49

股价走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号：S0680518030009

邮箱：huangshitao@gszq.com

分析师 房大磊

执业证书编号：S0680518010005

邮箱：fangdalei@gszq.com

研究助理 任婕

邮箱：renjie@gszq.com

相关研究

- 1、《蒙娜丽莎(002918.SZ)：季度收入增长加快，扣非业绩保持快速增长》2020-10-26
- 2、《蒙娜丽莎(002918.SZ)：产能扩张+工程端开拓驱动业绩高增，关注现金流变化》2020-08-24
- 3、《蒙娜丽莎(002918.SZ)：工程集采放量，加快成长可期》2020-05-05



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3782	5083	5823	6623	8089
现金	1627	2121	1908	2004	2305
应收票据及应收账款	831	1088	1546	1898	2419
其他应收款	138	91	270	363	331
预付账款	7	6	13	10	19
存货	1086	1513	1785	2008	2616
其他流动资产	92	264	300	340	400
非流动资产	1397	2496	2994	3365	3713
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	557	1386	1780	2135	2464
无形资产	195	213	272	334	392
其他非流动资产	645	897	942	896	858
资产总计	5179	7580	8817	9988	11803
流动负债	2113	3389	4128	4606	5491
短期借款	19	368	500	650	900
应付票据及应付账款	1596	1893	2588	2802	3289
其他流动负债	498	1128	1040	1154	1302
非流动负债	144	596	532	429	329
长期借款	140	594	530	427	328
其他非流动负债	4	2	2	2	2
负债合计	2257	3984	4660	5035	5820
少数股东权益	0	145	145	145	145
股本	403	406	408	408	408
资本公积	1196	1298	1298	1298	1298
留存收益	1322	1747	2272	2944	3778
归属母公司股东权益	2922	3451	4012	4809	5838
负债和股东权益	5179	7580	8817	9988	11803

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	921	576	650	887	1052
净利润	433	566	750	960	1193
折旧摊销	91	134	196	262	332
财务费用	0	5	14	22	40
投资损失	10	20	20	20	20
营运资金变动	359	-192	-339	-385	-540
其他经营现金流	28	43	8	8	8
投资活动现金流	-479	-1206	-722	-661	-709
资本支出	732	1204	498	371	348
长期投资	244	-11	0	0	0
其他投资现金流	497	-13	-224	-290	-360
筹资活动现金流	-298	1052	-141	-131	-43
短期借款	-188	349	132	150	250
长期借款	40	454	-64	-103	-100
普通股增加	167	3	2	0	0
资本公积增加	-143	102	0	0	0
其他筹资现金流	-172	144	-211	-178	-193
现金净增加额	144	422	-213	96	301

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3804	4864	6323	7921	9713
营业成本	2339	3196	4122	5121	6243
营业税金及附加	19	32	41	51	63
营业费用	587	486	658	820	1010
管理费用	231	297	386	491	602
研发费用	144	186	240	301	369
财务费用	0	5	14	22	40
资产减值损失	0	-1	-1	-1	-1
其他收益	43	39	41	40	41
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-10	-20	-20	-20	-20
资产处置收益	-3	-8	-8	-8	-8
营业利润	509	653	874	1126	1398
营业外收入	2	4	4	4	4
营业外支出	3	6	6	7	7
利润总额	509	651	872	1122	1394
所得税	76	85	122	162	201
净利润	433	566	750	960	1193
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	433	566	750	960	1193
EBITDA	561	783	1051	1376	1721
EPS (元)	1.06	1.39	1.84	2.35	2.92

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	18.6	27.9	30.0	25.3	22.6
营业利润(%)	21.9	28.2	33.8	28.8	24.1
归属于母公司净利润(%)	19.4	30.9	32.4	28.0	24.2
获利能力					
毛利率(%)	38.5	34.3	34.8	35.4	35.7
净利率(%)	11.4	11.6	11.9	12.1	12.3
ROE(%)	14.8	15.8	18.1	19.4	19.9
ROIC(%)	13.0	12.4	14.2	15.8	16.5
偿债能力					
资产负债率(%)	43.6	52.6	52.9	50.4	49.3
净负债比率(%)	-50.1	-28.3	-17.9	-15.9	-15.5
流动比率	1.8	1.5	1.4	1.4	1.5
速动比率	1.2	1.0	0.9	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	4.8	5.1	4.8	4.6	4.5
应付账款周转率	1.8	1.8	1.8	1.9	2.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.06	1.39	1.84	2.35	2.92
每股经营现金流(最新摊薄)	2.26	1.41	1.59	2.17	2.58
每股净资产(最新摊薄)	7.15	8.45	9.82	11.77	14.29
估值比率					
P/E	36.8	28.1	21.2	16.6	13.3
P/B	5.4	4.6	4.0	3.3	2.7
EV/EBITDA	25.8	19.2	14.6	11.1	8.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

蒙娜丽莎：“经销+战略地产”双轮驱动，业绩维持高速增长	4
地产战略工程持续放量，经销零售渠道快速修复.....	4
毛利率稳中有升，销售费用率有所下降.....	4
收现比略有下降，原材料购入增加致付现比提升.....	5
投资建议.....	6
风险提示.....	6

图表目录

图表 1: 蒙娜丽莎单季度营业收入及增速.....	4
图表 2: 蒙娜丽莎单季度归母净利润及增速.....	4
图表 3: 蒙娜丽莎单季度销售毛利率及销售净利率变动 (%)	5
图表 4: 蒙娜丽莎单季度期间费用率变动情况 (%)	5
图表 5: 蒙娜丽莎单季度经营活动现金流量净额.....	5
图表 6: 蒙娜丽莎单季度收现比及付现比变动情况.....	5

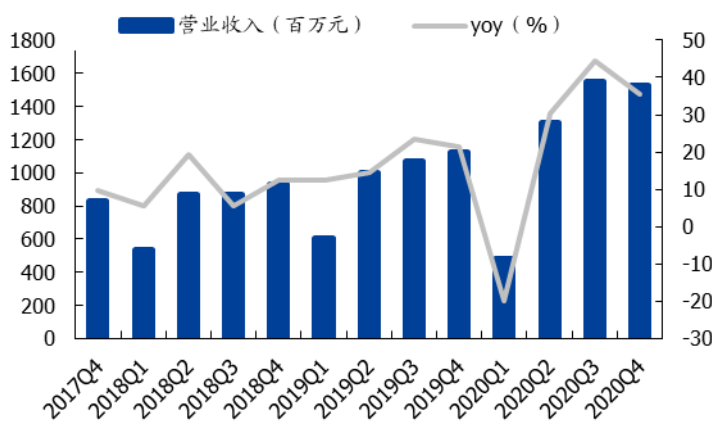
蒙娜丽莎：“经销+战略地产”双轮驱动，业绩维持高速增长

蒙娜丽莎发布 2020 年年度报告。报告期内公司实现营业收入 48.64 亿元，同比+27.86%；实现归母净利润 5.66 亿元，同比+30.89%；实现扣非后归母净利润 5.59 亿元，同比+36.99%。其中，单 Q4 实现营业收入 15.28 亿元，同比+35.44%；实现归母净利润 1.88 亿元，同比+45.48%。

地产战略工程持续放量，经销零售渠道快速修复

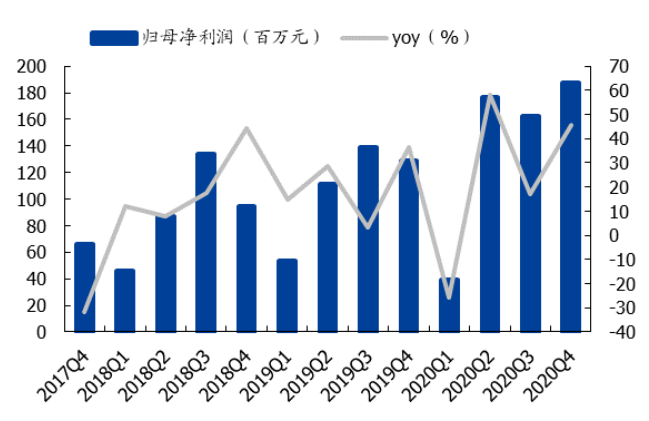
- ✓ 分业务来看，公司瓷质有釉砖及薄型陶瓷砖产品收入保持快速增长。公司核心业务瓷质有釉砖瓷质有釉砖实现营收 28.41 亿元，同比+32.57%；陶瓷薄板/薄砖实现营收 6.58 亿元，同比+49.82%。
- ✓ 分季度来看，Q2 以来业绩持续快速修复。公司 Q1-Q4 营业收入增速分别为 -19.75%/30.24%/44.48%/35.44%。Q1 受疫情影响收入有所下滑，在“地产战略+经销渠道”双轮驱动下，公司二季度营收已明显恢复，三、四季度延续高增长势头。
- ✓ 分渠道来看，“经销渠道+地产战略”双轮驱动，业绩快速放量。经销渠道销售额 26.58 亿元，同比+18.03%，公司计划通过渠道下沉，快速向乡镇级市场渗透，加快门店建设、门店升级和网络布局；地产战略工程销售额 21.11 亿元，同比+36.64%。公司目前已与碧桂园、万科、保利、中海、融创、龙湖、世茂、金科等近 100 家大型房地产商建立战略合作关系，公司同时积极加深与互联网家装渠道、岩板家居定制、岩板家具企业、传统石材渠道的合作，工程渠道业务持续放量。

图表 1：蒙娜丽莎单季度营业收入及增速



资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表 2：蒙娜丽莎单季度归母净利润及增速



资料来源：WIND，国盛证券研究所

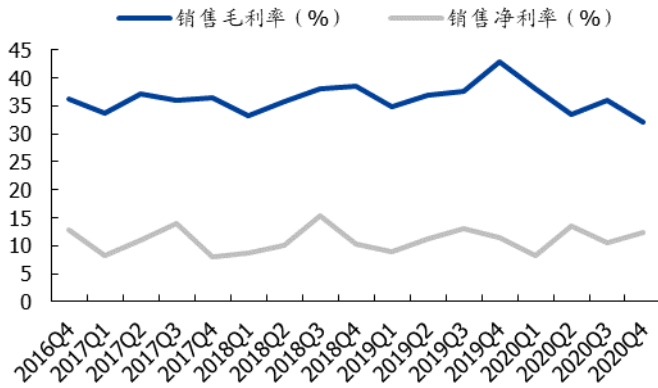
毛利率稳中有升，销售费用率有所下降

毛利率方面，2020 年公司瓷砖毛利率较上年同期减少 3.79%，主要由于 2020 年执行新收入准则，将运输费、切割加工费计入合同履约成本，剔除收入准则调整影响，2020 年瓷砖毛利率稳中有升。净利率方面，销售净利率 11.65%，同比+0.27pct。

期间费用率方面，销售费用率 9.99%，同比-5.43pct，主要由于 2020 年执行新收入准则

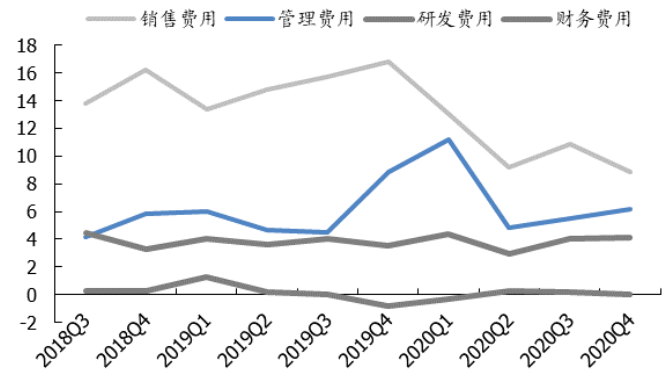
销售费用率有所调整，细分项看，全年销售运营费 1.97 亿元，费率同比+1.29pct，除销售运营费以外其他销售费用均有不同程度下降，合计同比变动-2.5pct，其中广宣费、展厅装修装饰工程费分别同比变动-15.58%/-21.67%；管理费用率 6.11%，同比+0.03pct；研发费用率 3.82%，同比+0.03pct，财务费用率 0.1%，同比+0.09pct，主要由于公司经营规模扩大，资金需求量大，增加向银行贷款致贷款利息相应增加。

图表 3: 蒙娜丽莎单季度销售毛利率及销售净利率变动 (%)



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

图表 4: 蒙娜丽莎单季度期间费用率变动情况 (%)

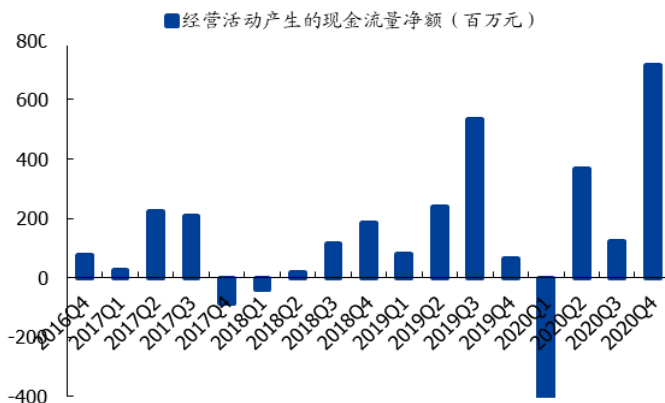


资料来源: WIND, 国盛证券研究所

收现比略有下降，原材料购入增加致付现比提升

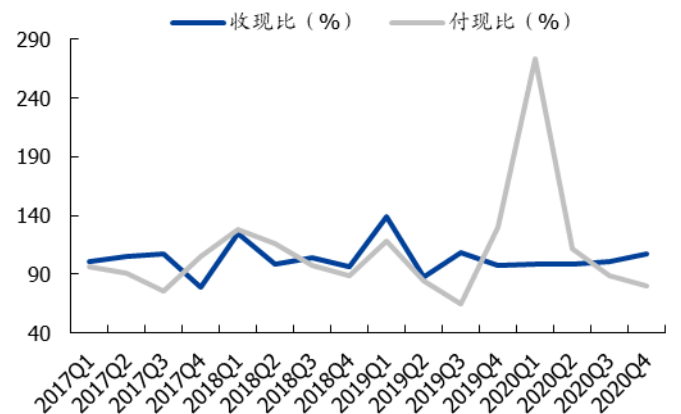
公司 2020 年期内经营性现金流净额 5.76 亿元，较上年同期减少 3.45 亿元，主要由于疫情影响及地产调控影响导致工程业务货款回笼周期拉长，同时公司新增藤县基地原材料购入增加。**1) 收现比情况:** 期内公司收现比 102.03%，同比变动-2.85pct；年末公司应收账款及应收票据总额 10.88 亿元，比年初增加 2.57 亿元，其他应收款 0.91 亿元，较年初减少 0.47 亿元。**2) 付现比情况:** 期内公司付现比 109.78%，同比变动+12.67%。期末存货较期初增长 39.28%，主要系报告期内原材料储备、产成品备货相应增加。

图表 5: 蒙娜丽莎单季度经营活动现金流量净额



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

图表 6: 蒙娜丽莎单季度收现比及付现比变动情况



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

投资建议

公司采用经销零售和地产战略工程“双轮驱动”模式，近年来与多家地产商达成战略合作，工程端业务占比提升，随着藤县生产基地生产线陆续投产以及集采客户订单落地，B端业务有望持续放量；同时持续加大品牌建设与研发新产品，优化产品结构，零售渠道并举保障整体盈利和现金流质量。公司拟收购至美善德丰富产品品类同时完善区域布局，为公司带来更多业绩弹性。我们预计2021-2023年公司归母净利润分别为7.5、9.6、11.93亿元，对应EPS分别为1.84、2.35、2.92元，对应PE分别为21、17、13倍，维持“买入”评级。

风险提示

房地产行业波动的风险：公司产品与房地产行业关系紧密，受房地产调控影响，如果房地产市场陷入低迷，消费者的购房和装修需求增长放缓，将会给公司的产品销售和回款带来不利影响。

原材料价格大幅波动的风险：受环保治理影响，公司所需燃煤、化工原材料、包装材料等存在价格上涨的风险，如果未来年度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的情况，公司盈利水平将面临显著下降的风险。

市场竞争加剧的风险：目前国内建筑陶瓷行业供过于求，渠道多元化、碎片化，一些中小企业不断采取价格战，对一线品牌形成跟随与包围态势，以同质化的竞争策略争夺市场份额，在一定程度上对品牌企业形成强大的冲击和影响。另外行业龙头企业竞争力进一步增强，公司面临与诸多企业竞争的风险。同时部分地产客户要求供应商对供货保障提供较大的保证金，导致资金周转和及时收回的风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com