



2021 年 04 月 01 日

BC 渠道齐发力，盈利质量较高，未来 2 年有空间有弹性

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:	48.9/20.12
目标价格:	49.41	总市值(亿)	159.18
最新收盘价:	38.98	自由流通市值(亿)	82.95
		自由流通股数(百万)	212.79

事件概述。公司发布 2020 年年报。公司 2020 年全年实现营业收入 48.64 亿元，同比+27.86%，实现归母净利润 5.66 亿元，同比+30.89%；其中 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%。

► **业绩略超预期，盈利水平继续提升。**公司业绩略超市场预期。2020 年，公司顶住压力，在疫情下做出“经营目标不变、投资计划不变”的二项原则，顶住了疫情及精装房波动，实现瓷砖销量 1 亿平米，同比增长 28.8%，售价 47.5 元/平米，同比降低 2.5%，判断主要因为 B 端占比上升；新会计准则下由于运输费用重新归类为生产成本，公司单位成本同比上升 3.5%至 31.0 元/平米，考虑到公司销售费用率降低幅度大于毛利率降幅，我们判断同口径下公司毛利率稳中有升。2020 年公司净利率 11.65%，同比提升 0.27 个百分点，2013 年以来连续 8 年提升。

► **BC 两端齐发力，华东市场拓展超预期。**分渠道而言，公司经销商/战略工程收入同比分别增长 18.0%/36.6%至 26.6/21.1 亿元，B 端销售占比 2020 年达到 43.4%，我们预计 2021 年提升至 50%以上，进一步深化公司“双轮驱动”战略。2020 年，公司前五大客户合计收入 14.2 亿元，同比增长 12.5%，大 B 端目前已与近 100 家地产商建立了战略合作关系，估算全年新增 30 余家；C 端去年继续渠道下沉，预计全年经销商新增超过 300 家，判断 2021 年会密集在华东布局，招商力度会增加；分区域而言，华东区域在基数较高的背景下同比仍增长 40.9%至 13.1 亿元，超越华南成为公司最大的收入来源。我们判断主要原因是 2020 年公司广西基地 4 条生产线投产，品类更加齐全，从而使得公司进入更多华东地区地产/经销商采购名单，同时广西大线的规模化生产也降低了成本，使得公司产品能够覆盖更远的区域。分产品而言，公司陶瓷薄板收入同比上升 49.8%至 6.6 亿元，是公司增长最快的品类，一方面印证了公司工程端拓展迅速，一方面毛利率保持高位也体现了公司在该类产品上的竞争优势。

► **现金流情况健康，经营质量高。**2020 年公司收现比保持 102%的较好水平，同时应收账款周转天数同比下降 2.4 天，体现现金流总体保持良好，公司经营净现金流 5.8 亿元高于净利润，该指标同比下降 37.5%判断主要因为：1) 工程业务占比上升，且工程业务使用非现金结算的方式有所增加，2) 广西藤县基地 3 条生产线即将投产，公司原材料采购增加，3) 疫情期间对于经销商、供应商的支持力度加大。

► **并购江西普京布局华东，完善供应结构。**2020 年 12 月，碧桂园入股桂蒙公司，随后 2021 年公司宣布收购江西普京（2 月已完成交割并表）9 条生产线合计 4000 万平米产能，我们认为对公司战略意义重大：1) 碧桂园入股子公司短期提供渠道赋能提升成长确定性，长期进一步打开合作空间，2) 收购江西普京进一步完善公司产品品类，尤其是瓷片等原来公司不具备的产能形成互补效应；同时华东、华中地区实现本地化生产，利于华东、华中地区战略客户及小 B 端、经销商拓展，3) 江西基地布局有望进一步降低公司运输费用。此外，2021 年，公司广西基地剩余 7 条生产线中，有 3 条生产线即将正式投产，基地规划其余 4 条预计 2022 年投产，届时 11 条大线的广西桂蒙基地规模效应有望明显提升，成本有进一步下降空间；

► **2-3 年内有充足成长性。**未来 2 年内，广西基地二期 4 条 3200 万平产能明年预计投产，今年一期剩下 3 条+佛山本部大板线+普京 4000 万平并购产能，我们粗略预计公司自产名义产能超过 2 亿平，意味着到 2022 年底产能口径来看可以提供对比 2020 年翻倍增长空间；此外，公司准备发行 11.6 亿元可转债，除用于收购及补流外，还将用 2.9 亿元完善数字化系统，打通经销商和地产商，解决库存信息不匹配等问题，进一步打造长远竞

争力，在瓷砖行业两极分化趋势仍将延续的背景下，公司竞争力凸显。

投资建议

小幅上调销量假设，同时下调成本假设，对应上调公司 2021/2022 年营收预测 1.64%/3.25%至 63.68 亿元/80.57 亿元，以及 2021/2022 年归母净利润预测 4.77%/5.41%至 7.46 亿元/9.47 亿元。考虑到公司品类及产能布局完善，提高估值至公司 2021 年 27xPE，对应提升目标价 49.41 元（原：43.75 元），维持“买入”评级。

风险提示

需求不及预期，渠道拓展慢于预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3804.06	4863.85	6367.99	8056.60	10128.55
YoY (%)	18.57%	27.86%	30.92%	26.52%	25.72%
归母净利润(百万元)	432.75	566.40	746.05	946.78	1203.42
YoY (%)	19.42%	30.89%	31.72%	26.91%	27.11%
毛利率 (%)	38.51%	34.29%	34.62%	34.65%	35.02%
每股收益 (元)	1.06	1.39	1.83	2.32	2.95
ROE	14.81%	16.41%	18.92%	20.72%	22.43%
市盈率	36.78	28.10	21.34	16.81	13.23

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：戚舒扬

研究助理：郁暲

邮箱：qisy@hx168.com.cn

邮箱：yuliang@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话：0755-23948865

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4863.85	6367.99	8056.60	10128.55	净利润	566.40	746.05	946.78	1203.42
YoY (%)	27.86%	30.92%	26.52%	25.72%	折旧和摊销	133.83	125.89	148.36	172.93
营业成本	3196.03	4163.33	5264.61	6581.37	营运资金变动	-186.15	-454.81	-516.87	-629.44
营业税金及附加	31.79	41.62	52.65	66.19	经营活动现金流	575.88	431.74	592.87	761.52
销售费用	485.88	624.06	781.49	962.21	资本开支	-1195.74	-471.45	-471.45	-471.45
管理费用	296.94	388.45	491.45	617.84	投资	-10.50	0.00	0.00	0.00
财务费用	5.07	17.06	17.72	18.15	投资活动现金流	-1206.25	-491.51	-491.51	-491.51
资产减值损失	1.29	1.29	1.29	1.29	股权募资	240.96	0.00	0.00	0.00
投资收益	-20.07	-20.07	-20.07	-20.07	债务募资	950.80	0.00	0.00	0.00
营业利润	653.08	828.83	1059.52	1354.46	筹资活动现金流	1052.22	-274.90	-343.00	-430.06
营业外收支	-2.14	28.55	28.55	28.55	现金净流量	421.85	-334.67	-241.64	-160.05
利润总额	650.93	857.39	1088.07	1383.01	主要财务指标				
所得税	84.53	111.34	141.30	179.60	成长能力 (%)				
净利润	566.40	746.05	946.78	1203.42	营业收入增长率	27.86%	30.92%	26.52%	25.72%
归属于母公司净利润	566.40	746.05	946.78	1203.42	净利润增长率	30.89%	31.72%	26.91%	27.11%
YoY (%)	30.89%	31.72%	26.91%	27.11%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.39	1.83	2.32	2.95	毛利率	34.29%	34.62%	34.65%	35.02%
资产负债表 (百万元)					净利率	11.65%	11.72%	11.75%	11.88%
货币资金	2121.06	1786.39	1544.75	1384.70	总资产收益率 ROA	7.47%	8.92%	10.10%	11.32%
预付款项	6.36	6.36	6.36	6.36	净资产收益率 ROE	16.41%	18.92%	20.72%	22.43%
存货	1513.03	1970.96	2492.32	3115.69	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1442.81	1734.38	2112.24	2575.87	流动比率	1.50	1.49	1.51	1.57
流动资产合计	5083.26	5498.09	6155.67	7082.62	速动比率	1.05	0.96	0.90	0.88
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.63	0.49	0.38	0.31
固定资产	1385.75	1661.58	1967.66	2275.53	资产负债率	52.57%	51.14%	49.72%	48.16%
无形资产	213.46	206.31	199.15	191.99	经营效率 (%)				
非流动资产合计	2496.43	2869.25	3219.60	3545.37	总资产周转率	0.77	0.80	0.91	1.01
资产合计	7579.69	8367.34	9375.26	10627.99	每股指标 (元)				
短期借款	368.00	368.00	368.00	368.00	每股收益	1.39	1.83	2.32	2.95
应付账款及票据	1892.67	2185.10	2518.04	2916.11	每股净资产	8.45	9.66	11.19	13.14
其他流动负债	1127.91	1130.17	1179.58	1239.07	每股经营现金流	1.41	1.06	1.45	1.86
流动负债合计	3388.58	3683.27	4065.61	4523.18	每股股利	0.35	0.62	0.79	1.01
长期借款	594.08	594.08	594.08	594.08	估值分析				
其他长期负债	1.69	1.69	1.69	1.69	PE	28.10	21.34	16.81	13.23
非流动负债合计	595.78	595.78	595.78	595.78	PB	3.82	4.04	3.48	2.97
负债合计	3984.36	4279.05	4661.39	5118.96					
股本	406.11	406.11	406.11	406.11					
少数股东权益	144.64	144.64	144.64	144.64					
股东权益合计	3595.33	4088.29	4713.87	5509.03					
负债和股东权益合计	7579.69	8367.34	9375.26	10627.99					

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：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁暲：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

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。