

# 蒙娜丽莎 (002918)

证券研究报告

2021年04月03日

## 销量快速增长，区域布局优化有望增强成长持续性

销量快速增长，产能布局优化进一步提升竞争力，维持“增持”评级

公司发布 2020 年年报，20FY 实现营收 48.6 亿元，yoy+27.9%，归母净利润 5.66 亿元，yoy+30.9%，符合市场预期，实现扣非净利 5.59 亿元，yoy+37%。20 年公司产销量均突破 1 亿平米，同比增 37%/29%。20FY 公司 CFO 净流入 5.76 亿元，同比减少 37.5%，收现比同比略降 2.85pct，地产直销客户收入增速较快或是主要原因。我们认为公司产能端通过收购实现了在华东地区的布局，后续广西区域产能也有望进一步释放，而 B/C 双轮驱动的战略有望使公司在保持较高增速同时维持较好的财务质量，预计 21-23 年 EPS1.81/2.32/2.89 元，维持“增持”评级。

建陶 B/C 端销售均取得较好增长，同口径毛利率改善，

20Q1-4 公司单季度营收同比 -20%/30%/44%/45%，归母净利同比 -26%/58%/17%/45%，扣非归母净利同比 -51%/75%/34%/44%，疫情后公司经营恢复较快。20FY 公司建陶收入 47.69 亿元，yoy+25.6%，其中经销 yoy+18%，占比 56%，地产直销 yoy+37%，占比 44%，B/C 端均取得较好增长。20FY 公司建陶产/销量 1.14/1.01 亿平方米，销售单价 47.2 元/平方米，同比降 1.46 元/平米，我们判断与地产占比上升相关。公司建陶业务毛利率同口径下有所上升，我们将 19FY 运输与切割费加入营业成本，测算 19FY 毛利率 34.24%，20 年同比上升 0.44pct，或与高毛利品类占比提升相关。

费用率相对稳定，后续规模效应有望逐步显现

20FY 公司销售费用中的运营费/其他费用率同比变化+1.3/-2.5pct，运营费率上升或与 B 端直销业务快速增长相关，管理/研发/财务费用率同比变化 +0.03/+0.03/+0.09pct。我们认为随着后续公司产能的逐步释放，费用端规模效应有望逐步体现。尽管 B 端业务增长较快，但公司保持了较好的运营效率，流动资产周转率同比升 0.07 次，我们认为体现了公司较强的账期管控能力，较高的 C 端占比或也对公司财务质量保持较好水平具有积极影响。除收现比略有下降外，公司加大原材料采购、保证金支出同比增加较多或也是 CFO 净额同比下行的原因。

龙头市占率有望持续提升，维持“增持”评级

据公司年报，16-20 年建陶行业 CR10 提升 3%，我们认为在减排趋严、下游集中度提升情况下，行业集中度有望加速上升。公司作为行业龙头，在产品创新，渠道开拓和产能布局方面优势明显。预计公司 21-23 年 EPS1.81/2.32/2.89 元，看好公司持续成长性，给予 21 年 25 倍 PE，对应目标价 45.25 元，维持“增持”评级。

风险提示：激烈竞争产品降价幅度超预期，地产下游回款不及预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,804.06	4,863.85	6,354.08	8,147.45	10,029.17
增长率(%)	18.57	27.86	30.64	28.22	23.10
EBITDA(百万元)	692.94	955.81	955.72	1,259.07	1,571.71
净利润(百万元)	432.75	566.40	739.66	948.02	1,183.54
增长率(%)	19.42	30.89	30.59	28.17	24.84
EPS(元/股)	1.06	1.39	1.81	2.32	2.89
市盈率(P/E)	37.81	28.89	22.12	17.26	13.82
市净率(P/B)	5.60	4.74	4.03	3.38	2.78
市销率(P/S)	4.30	3.36	2.57	2.01	1.63
EV/EBITDA	9.37	12.69	15.74	11.59	8.70

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑材料/其他建材
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	40.02 元
目标价格	45.25 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	408.83
流通 A 股股本(百万股)	213.25
A 股总市值(百万元)	16,361.47
流通 A 股市值(百万元)	8,534.37
每股净资产(元)	8.50
资产负债率(%)	52.57
一年内最高/最低(元)	48.90/20.12

### 作者

鲍荣富 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521010001  
wangtao@tfzq.com

### 股价走势



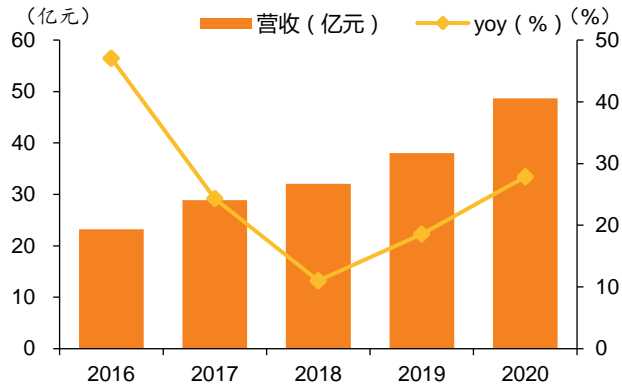
资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《蒙娜丽莎-公司点评:自建收购双驱动，产能扩张支撑公司高速发展》2021-01-04
- 《蒙娜丽莎-季报点评:双轮驱动战略下，Q3 营收加速增长》2020-10-25
- 《蒙娜丽莎-半年报点评:Q2 工程驱动公司收入高增长，盈利能力提升超预期》2020-08-23

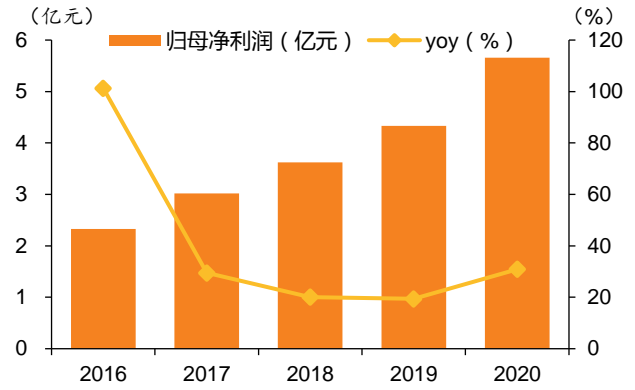
## 公司经营数据及可比公司估值表

图 1：公司历年营收及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：公司历年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2019	2020	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
002798.SZ	帝欧家居	71.40	18.36	1.46	1.46	2.02	2.56	12.58	12.60	9.09	7.17
003012.SZ	东鹏控股	248.91	21.22	0.68	0.73	0.96	1.19	31.21	29.07	22.16	17.81
002084.SZ	海鸥住工	36.71	6.62	0.24	0.28	0.41	0.53	27.58	23.64	16.21	12.48
603385.SH	惠达卫浴	44.32	11.67	0.87	0.81	1.04	1.23	13.41	14.42	11.23	9.52
603737.SH	三棵树	539.52	200.65	1.51	1.86	3.01	4.06	132.88	107.88	66.67	49.37
	平均							43.53	37.52	25.07	19.27
002918.SZ	蒙娜丽莎	164	40.02	1.06	1.39	1.81	2.32	37.81	28.89	22.12	17.26

注：数据截至 20210402 收盘，除蒙娜丽莎 21-22 年为天风预测外，其余公司 21-22 年 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,626.95	2,121.06	2,587.85	3,027.10	3,948.85	营业收入	3,804.06	4,863.85	6,354.08	8,147.45	10,029.17
应收票据及应收账款	831.32	1,088.37	1,417.96	1,795.76	2,048.76	营业成本	2,339.04	3,196.03	4,171.52	5,356.42	6,615.94
预付账款	7.04	6.36	16.88	12.24	21.28	营业税金及附加	19.12	31.79	38.12	44.81	50.15
存货	1,086.29	1,513.03	1,963.23	2,559.97	3,320.87	营业费用	586.73	485.88	648.12	814.75	972.83
其他	229.97	354.44	525.73	405.13	589.77	管理费用	231.16	296.94	374.89	472.55	571.66
<b>流动资产合计</b>	<b>3,781.57</b>	<b>5,083.26</b>	<b>6,511.66</b>	<b>7,800.20</b>	<b>9,929.53</b>	研发费用	144.18	185.82	235.10	301.46	371.08
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	0.25	5.07	12.71	16.29	20.06
固定资产	556.81	1,385.75	1,680.58	1,859.75	1,956.54	资产减值损失	0.20	(1.29)	(26.42)	(41.84)	(51.35)
在建工程	534.76	789.13	509.48	353.69	242.21	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	195.15	213.46	205.30	197.14	188.98	投资净收益	(9.73)	(20.07)	(10.00)	(5.00)	0.00
其他	110.48	108.09	83.19	81.30	79.61	其他	(16.36)	30.61	32.83	53.67	62.69
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,397.20</b>	<b>2,496.43</b>	<b>2,478.55</b>	<b>2,491.88</b>	<b>2,467.35</b>	<b>营业利润</b>	<b>509.47</b>	<b>653.08</b>	<b>877.20</b>	<b>1,134.33</b>	<b>1,416.11</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,178.77</b>	<b>7,579.69</b>	<b>8,990.21</b>	<b>10,292.08</b>	<b>12,396.88</b>	营业外收入	1.69	3.78	3.18	4.07	5.01
短期借款	18.70	368.00	533.00	483.00	433.00	营业外支出	2.56	5.92	6.35	8.15	10.03
应付票据及应付账款	1,596.43	1,892.67	2,649.65	3,212.66	3,881.10	<b>利润总额</b>	<b>508.59</b>	<b>650.93</b>	<b>874.02</b>	<b>1,130.26</b>	<b>1,411.10</b>
其他	498.02	1,127.91	987.14	957.20	1,376.07	所得税	75.84	84.53	122.36	158.24	197.55
<b>流动负债合计</b>	<b>2,113.14</b>	<b>3,388.58</b>	<b>4,169.79</b>	<b>4,652.86</b>	<b>5,690.17</b>	<b>净利润</b>	<b>432.75</b>	<b>566.40</b>	<b>751.66</b>	<b>972.02</b>	<b>1,213.54</b>
长期借款	140.00	594.08	604.08	614.08	609.08	少数股东损益	0.00	0.00	12.00	24.00	30.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>432.75</b>	<b>566.40</b>	<b>739.66</b>	<b>948.02</b>	<b>1,183.54</b>
其他	3.79	1.69	3.92	3.14	2.92	每股收益(元)	1.06	1.39	1.81	2.32	2.89
<b>非流动负债合计</b>	<b>143.79</b>	<b>595.78</b>	<b>608.01</b>	<b>617.22</b>	<b>612.00</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2,256.93</b>	<b>3,984.36</b>	<b>4,777.79</b>	<b>5,270.08</b>	<b>6,302.17</b>						
少数股东权益	0.00	144.64	156.64	180.64	210.64	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
股本	403.30	406.11	408.83	408.83	408.83	<b>成长能力</b>					
资本公积	1,196.16	1,297.92	1,297.92	1,297.92	1,297.92	营业收入	18.57%	27.86%	30.64%	28.22%	23.10%
留存收益	2,518.54	3,044.59	3,646.94	4,432.53	5,475.24	营业利润	21.95%	28.19%	34.32%	29.31%	24.84%
其他	(1,196.16)	(1,297.92)	(1,297.92)	(1,297.92)	(1,297.92)	归属于母公司净利润	19.42%	30.89%	30.59%	28.17%	24.84%
<b>股东权益合计</b>	<b>2,921.84</b>	<b>3,595.33</b>	<b>4,212.42</b>	<b>5,022.00</b>	<b>6,094.72</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,178.77</b>	<b>7,579.69</b>	<b>8,990.21</b>	<b>10,292.08</b>	<b>12,396.88</b>	毛利率	38.51%	34.29%	34.35%	34.26%	34.03%
						净利率	11.38%	11.65%	11.64%	11.64%	11.80%
						ROE	14.81%	16.41%	18.24%	19.58%	20.11%
						ROIC	32.66%	42.64%	31.02%	36.12%	40.14%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	43.58%	52.57%	53.14%	51.21%	50.84%
						净负债率	-50.25%	-28.38%	-32.99%	-37.10%	-46.24%
						流动比率	1.79	1.50	1.56	1.68	1.75
						速动比率	1.28	1.05	1.09	1.13	1.16
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	4.80	5.07	5.07	5.07	5.22
						存货周转率	3.85	3.74	3.66	3.60	3.41
						总资产周转率	0.80	0.76	0.77	0.85	0.88
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	1.06	1.39	1.81	2.32	2.89
						每股经营现金流	2.25	1.41	1.43	1.80	2.85
						每股净资产	7.15	8.44	9.92	11.84	14.39
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	37.81	28.89	22.12	17.26	13.82
						市净率	5.60	4.74	4.03	3.38	2.78
						EV/EBITDA	9.37	12.69	15.74	11.59	8.70
						EV/EBIT	10.51	14.54	16.67	12.22	9.12

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	432.75	566.40	739.66	948.02	1,183.54
折旧摊销	90.74	133.83	52.98	64.77	72.85
财务费用	19.87	20.63	12.71	16.29	20.06
投资损失	9.73	20.07	10.00	5.00	0.00
营运资金变动	649.58	92.29	(240.80)	(320.52)	(141.03)
其它	(281.78)	(257.34)	12.00	24.00	30.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>920.89</b>	<b>575.88</b>	<b>586.55</b>	<b>737.57</b>	<b>1,165.42</b>
资本支出	709.08	1,225.08	57.77	80.79	50.22
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,188.38)	(2,431.33)	(127.77)	(165.79)	(100.22)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(479.30)</b>	<b>(1,206.25)</b>	<b>(70.00)</b>	<b>(85.00)</b>	<b>(50.00)</b>
债权融资	158.70	1,100.80	1,198.32	1,163.73	1,130.95
股权融资	22.34	99.50	(9.98)	(16.29)	(20.06)
其他	(478.66)	(148.08)	(1,238.10)	(1,360.76)	(1,304.57)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(297.61)</b>	<b>1,052.22</b>	<b>(49.77)</b>	<b>(213.32)</b>	<b>(193.67)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>143.98</b>	<b>421.85</b>	<b>466.79</b>	<b>439.26</b>	<b>921.75</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com