

2021年04月16日

一季度收入超预期，毛利率承压

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:	48.9/22.3
目标价格:	49.41	总市值(亿)	156.26
最新收盘价:	38.22	自由流通市值(亿)	81.51
		自由流通股数(百万)	213.25

事件概述。公司公布2021年一季报，2021Q1公司实现收入9.96亿元，同比增长105.6%，实现归母净利润4708万元，同比增长18.9%，扣非业绩同比增长37.1%；

► **收入超预期，竣工交房带动旺盛瓷砖需求。**收入端表现超市场预期。21Q1同比19Q1增长了64.9%（判断材料收入口径增长50%以上），说明了一季度房地产竣工旺盛，经济活动恢复下精装大B端和C端经销渠道受益于交房安装周期，双轮驱动，结构上判断B端快于C端增长，B端今年收入占比大概率超过50%。

► **多因素致毛利率下滑，略低于市场预期。**首先20Q1毛利率不包含B端运费，20Q2才开始调整会计准则，我们测算毛利率同会计口径下滑4~5个点；其次，BC两端均价判断都有不同程度降幅，B端预计是今年一季度开始执行新的订单合同，较高价老合同到期，B端多个品类的价格判断有不同程度下降，但降幅被广西基地成本下降一定程度上对冲；C端大板老品类由于行业竞争对手产能投放、以及自身本部新线投放，也出现一定程度调价，幅度判断10个点以内；第三，会计准则关于租赁的产线计提折旧政策有变；第四，收入中有几千万来自于施工，此部分判断毛利率显著低。我们认为，第二点是影响真实毛利率同比下降主要因素，反映行业竞争仍较为激烈。

► **江西高安产能并表，导致费用有所增加。**江西高安2月9号并表，由于公司购买的只是产线、固定资产，因此判断3月中旬左右高安基地才开始陆续恢复生产，因此一季度收入很小，但是带来的费用有1000多万元，若把该并表费用影响剔除，预计同比20Q1公司归母净利接近50%增长。另外21Q1公司整体净利率4.58%，同比降低3.59个百分点，毛利率降低和并表费用是主因。历史上一季度的净利率水平都较低，主要是春节期间例行检修，产能发挥率低，各项费用显得多。

► **现金流和库存状况较为健康。**21Q1经营活动净现金流-2.3亿元（去年同期-6.35亿元），收现比1.1，一季度其他经营费用支出、奖金发出等影响现金流；公司财务确认一直是行业中最谨慎的，大B端以三方签收为收入确认标准。一季度存货科目17.5亿元，同比增长47.4%，环比增长15.8%，我们判断主要还是地产B端客户签收较慢，实际70-80%商品处于已运到对方工地，但是没有三方签收状态，因此仍然出现在公司报表中。真实的库存是健康的。

► **广西大线布局将带动成本下降，铸就长期竞争力。**总结来看行业竞争仍然较为激烈，这也是行业常态。公司实际上已经做好了预判和准备，广西基地的生产成本远低于行业、蒙娜丽莎大板岩板口碑位于行业前列，叠加收购江西高安后产能布局更加合理优化，我们持续看好公司未来管理能力和公司竞争力。

投资建议

维持盈利预测不变。预计2021-2023年，公司归母净利润7.46/9.47/12.03亿元，同比增长31.7%/26.9%/27.1%。维持目标价49.41元及“买入”评级。

风险提示

渠道拓展低于预期，价格低于预期，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	1.82	2.32	2.94
ROE	14.81%	16.41%	18.92%	20.72%	22.43%
市盈率	35.27	26.94	20.46	16.12	12.68

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)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		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	1.82	2.32	2.94	毛利率	34.29%	34.62%	34.65%	35.02%
资产负债表 (百万元)					净利率率	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	1.82	2.32	2.94
应付账款及票据	1892.67	2185.10	2518.04	2916.11	每股净资产	8.44	9.65	11.18	13.12
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	26.94	20.46	16.12	12.68
非流动负债合计	595.78	595.78	595.78	595.78	PB	3.83	3.87	3.34	2.85
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。