



2021-04-17

公司点评报告

买入/维持

蒙娜丽莎(002918)

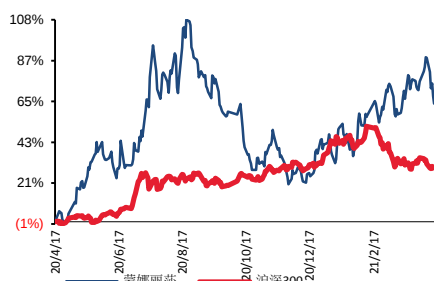
目标价: 46

昨收盘: 37.33

工业 资本货物

蒙娜丽莎: Q1 营收保持高增长, 产能释放支撑未来成长性

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	408/213
总市值/流通(百万元)	15,245/7,944
12 个月最高/最低(元)	47.60/22.95

相关研究报告:

蒙娜丽莎(002918)《蒙娜丽莎: 产能稳步扩产, 成长可期》
--2021/04/01

蒙娜丽莎(002918)《蒙娜丽莎: Q3 营收继续高增, 产能扩张成长可期》
--2020/10/25

证券分析师: 闫广

电话: 0755-83688850

E-MAIL: yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518090001

事件: 2021 年一季度公司实现营收 9.96 亿元 (+105.62%), 相较 19 年一季度增长 64.9%, 归母净利润 0.47 亿元 (+18.93%), 相较于 19 年一季度下滑 13.2%, 扣非归母净利润 0.35 亿元 (+37.12%)。

点评:

一季度营收保持高增长, 业绩增长略低于预期。我们可以看到, 一季度业绩增速明显低于营收增速, 主要由于公司收购江西高安产能是在一季度完成交割的, 被收购企业 3 月份才开始陆续复工, 因此一季度收入较少, 但是人工成本及折旧等费用较高, 因此导致利润有所影响; 其次去年 Q1 为国内疫情最严重的阶段, 公司营销费用等较少, 今年基本恢复正常, 所以营销费用增加导致利润有所影响; 但从收入端来看, 需求依旧强劲, 我们判断公司一季度 C 端出货量同比增长接近 100%, B 端出货同比增长约 150%, 营收保持高增长。我们认为, Q 一季度为传统淡季, 营收高增长为全年开了个好头, 随着公司新收购的标的完成整合, 后面三个季度有望保持快速增长, 业绩也将迎头赶上。

Q1 毛利率同比下降, 费用有所增加。21Q1 公司综合毛利率为 29.95%, 同比下降约 8.16 个 pct, 主要原因为由于会计准则变化, 运输及加工等部分销售费用调整至营业成本, 而去年 Q1 还未作调整; 其次是由于 B 端占比提升, B 端毛利率低于 C 端导致整体毛利率有所下降; 公司 Q1 净利率为 4.58%, 同比下降约 3.6 个 pct, 主要是公司期间费用有所增加所致, 其中公司 Q1 销售费用同比增长 60.7%, 由于是市场推广等营销费用增加; 管理费用同比增加 64.7%, 主要是公司收购江西控股子公司, 员工薪酬及资产折旧等增加所致, 同时部分生产线的维修也导致费用增加。随着公司新建及并购产能释放, 规模效应将逐步显现, 盈利水平有望稳中上行。

Q1 收现比持续改善, 资产负债率同比增加; 2021 年 Q1 公司经营性净现金流为 -2.3 亿元, 同比减少净流出约 4 亿元, 由于一季度经营规模扩大, 采购支付增加, 导致现金流出较多, 而去年同期受疫情影响, 部分货款回笼延迟, 基数较低; 报告期末公司应收账款及应收票据同比增长 23.66%, 明显低于营收增速, 账期约为 73 天, 同比减少约 50 天左右; 2021 年 Q1 收现比为 1.11x, 同环比均小幅提升; 公司资产负债率为 55.31%, 同比增加约 12.6 个 pct, 主要是随着生产经营规模扩大, 为补充流动资金等, 银行贷款增加所致, 其中短期、长期借款较年初分别增加 142.5% 和 300%。

产能稳步扩张，进一步巩固市场份额。在近几年行业产能不断退出的背景下（17-20 年全国净减少 211 家陶瓷厂，504 条生产线），公司逆势扩张产能，2020 年广西藤县基地一期一阶段 4 条线已经投产，另有二阶段 3 条线于 21 年 1 月份投产；同时公司收购江西普京陶瓷子公司至美善德 59% 的股权，后续增资至 70% 的股权（9 条生产线合计产能 4000 万平米），公司产能进一步扩大，产能由华南扩张至华东地区，产能布局更优化，将节约物流成本更有利于抢占市场；公司佛山基地三条技改生产线已于 21 年一季度完成，生产效率将进一步提升。目前公司与万科、碧桂园、恒大等近 80 家大型房地产商建立战略合作关系，其中公司是万科连续 6 年的 A 类的供应商，品牌效应不断提升，随着精装房渗透率以及地产集中度的提升，公司作为行业龙头，市占率有望进一步提升。

精装趋势依旧确定，公司未来成长可期。2020 年受疫情影响，精装修渗透率有所放缓，但精装房依旧是房企打造品牌，提升利润率的重要手段；我们认为，随着环保趋严、房企集中度提升以及消费升级等，消费者更加倾向于选择有品牌、有口碑的企业，而过去小作坊式的经营方式正在被逐步淘汰，拥有渠道、品牌、规模等优势龙头企业竞争力凸显，将进一步提升市占率。精装修推行是个长期的过程，短期波动不改大趋势，蒙娜丽莎作为瓷砖行业的品牌龙头，“工程+零售”双轮驱动，内部提质增效，成长性依旧突出。

投资建议：公司集规模、渠道及品牌等优势于一体，成长性十足。我们预计公司 2021-2022 年归母净利润分别为 7.48 和 9.65 亿元，对应 EPS 分别为 1.84 和 2.38 元；对应 21-22 年 PE 估值分别为 20、15.6 倍，给予“买入”评级及目标价 46 元。

风险提示：原材料价格大幅上涨，地产投资大幅下滑，应收账款坏账风险

■ 盈利预测和财务指标：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4863.85	6106.99	7218.47	8322.80
(+/-%)	27.86	25.56	18.20	15.30
净利润(百万元)	566.40	747.77	964.98	1200.44
(+/-%)	30.89	32.02	29.05	24.40
摊薄每股收益(元)	1.39	1.84	2.38	2.96
市盈率(PE)	26.58	20.13	15.60	12.54

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1627	2121	1905	2742	2855	营业收入	3804	4864	6107	7218	8323
应收和预付款项	976	1186	1742	1683	2236	营业成本	-2339	-3196	-3932	-4576	-5196
存货	1086	1513	2209	2123	2796	营业税金及附加	-19	-32	-40	-47	-54
其他流动资产	92	264	264	264	264	销售费用	-587	-486	-610	-721	-831
流动资产合计	3782	5083	6120	6812	8151	管理费用	-231	-297	-373	-441	-508
长期股权投资	-17	-6	-6	-6	-6	财务费用	0	-5	-115	-111	-105
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	-1	-1	-1	-1
固定资产	557	1386	1278	1169	1061	投资收益	-10	-20	-20	-20	-20
在建工程	535	789	869	949	1029	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	195	213	205	197	189	营业利润	509	723	912	1197	1502
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	-1	-72	-52	-88	-123
其他非流动资产	103	76	76	76	76	利润总额	509	651	859	1109	1380
资产总计	5179	7580	8580	9236	10539	所得税	-76	-85	-112	-144	-179
短期借款	19	507	507	507	507	净利润	433	566	748	965	1200
应付和预收款项	1830	2161	2605	2550	2980	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	140	594	594	594	594	归母股东净利润	433	566	748	965	1200
其他负债	268	723	723	723	723						
负债合计	2257	3984	4429	4374	4804						
股本	403	406	406	406	406						
资本公积	1340	1196	1298	1298	1298						
留存收益	973	1322	1747	2302	3014						
归母公司股东权益	2922	3451	4006	4718	5591						
少数股东权益	0	145	145	145	145						
股东权益合计	2922	3596	4151	4862	5735						
负债和股东权益	5179	7581	8580	9236	10539						
现金流量表(百万)						预测指标					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金流	921	576	191	1303	645	毛利率	38.51%	34.29%	35.62%	36.61%	37.57%
投资性现金流	-479	-1206	-100	-100	-100	销售净利率	11.38%	11.65%	12.24%	13.37%	14.42%
融资性现金流	-298	1052	-307	-365	-432	销售收入增长率	18.57%	27.86%	25.56%	18.20%	15.30%
现金增加额	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	14.92%	37.94%	43.73%	25.60%	21.94%
						净利润增长率	19.42%	30.89%	32.02%	29.05%	24.40%
						ROE	14.81%	16.41%	18.66%	20.45%	21.47%
						ROA	8.36%	7.47%	8.72%	10.45%	11.39%
						ROIC	29.77%	22.00%	22.34%	29.96%	30.15%
						EPS (X)	1.07	1.39	1.84	2.38	2.96
						PE (X)	34.79	26.58	20.13	15.60	12.54
						PB (X)	5.15	4.36	3.76	3.19	2.69
						PS (X)	3.96	3.10	2.47	2.09	1.81
						EV/EBITDA (X)	25.13	17.90	12.63	10.28	8.57

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.co
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。