

2021年05月17日

证券研究报告·公司研究报告

蒙娜丽莎 (002918) 建筑材料

买入 (维持)

当前价: 31.49 元

目标价: 39.82 元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

竞争优势逐步显现，稳定性高的长跑选手

投资要点

- **推荐逻辑:** 公司 B、C 两端竞争优势日渐明朗，是瓷砖赛道长期稳定增长的优质标的。1) B 端，低成本产能全国化布局为公司带来显著成本优势；C 端稳定增长为 B 端业务扩张提供现金流支持，形成正向反馈；客户结构分散，风险较小。2) C 端，持续而稳定的经销商管理和出色的产品推新能力带动经销商长期盈利、实力不断壮大，在有效推动渠道下沉的同时品牌力稳步提升。
- **B 端高增长: 成本+现金流+风险管控优势突出，B 端具备核心竞争力。** 瓷砖 B 端的核心在于成本管控、现金流管理和客户风险管理。成本方面，公司新扩的藤县、高安产区具有原材料运输半径短、单个窑炉规模大、能源及人力成本低等区位优势，综合生产成本降幅明显，并且新产区能够辐射更多区域，运输费用同步缩减，后续预计仍有较多低成本新产区投放，在克服产能瓶颈的同时工程产品成本优势突出，价格竞争力显著增强。现金流方面，公司 B 端应收账款管控良好，C 端业务的稳健发展也为 B 端快速扩张提供了现金流支持，公司自身造血能力较强。地产客户风险方面，截至 21 年 Q1 公司完成了 108 家地产客户的签约，最大地产客户销售在工程业务中占比约 17%，客户风险分散且利于管控。
- **C 端长期稳定增长: 经销商管理+产品推新连续稳定，C 端竞争力逐步清晰。** 在 18-19 年精装房快速扩张挤压零售市场、以及 20 年疫情等恶劣的零售环境下，蒙娜丽莎经销渠道展现出极强的韧性，增速虽有放缓但远超行业平均水平。我们认为公司 C 端的竞争力逐步清晰，长期稳定增长的确信性较强。1) 公司经销商管理政策连续而稳定，经销商实力不断壮大，新开门店劲头较足，经销商持续盈利也能不断吸引新经销商加盟，近几年年均开店 400-500 家，年均新增经销商 100-200 家，有效推动了渠道持续下沉；2) 公司研发创新体系及新品销售考核政策带来较强的产品推新能力，也推动了品牌力的提升，仅而带动 C 端盈利能力的持续提升。从结果上看，产品单位出厂价虽受工程业务占比影响，但整体呈上升趋势，门店的单店创收水平近年来也持续提升。
- **陶瓷大板进军家居市场，有望带来显著增量。** 陶瓷大板在家居市场的应用逐步成熟，当前市场空间约 200 亿元。蒙娜丽莎 2007 年就建起国内首条大规格陶瓷薄板生产线，并引领制定了大板行业标准，目前现有大板生产线 9 条，2020 年销售额 6.6 亿元，规模全球领先，先发优势明显。公司于 2021 年 3 月底成功试生产出全球最大规格的产品 (9m×1.8m)，大板研发和生产实力强劲。同时公司与大量家居企业合作，着力解决大板铺贴安装等痛点，进军家居行业有望为大板业务发展带来显著增量。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2021-2023 年归母净利润复合增长率 31.8%，考虑到公司长期成长确定性高，经营韧性显著优于行业，给予公司 2021 年 22 倍估值，对应目标价 39.82 元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竣工不及预期风险；新增产能消化困难风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4863.85	6847.95	9231.44	12129.30
增长率	27.86%	40.79%	34.81%	31.39%
归属母公司净利润 (百万元)	566.40	739.91	994.95	1296.45
增长率	30.89%	30.63%	34.47%	30.30%
每股收益 EPS (元)	1.38	1.81	2.43	3.17
净资产收益率 ROE	15.75%	18.11%	20.14%	21.29%
PE	23	17.4	13.0	9.9
PB	3.74	3.16	2.62	2.14

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛

执业证号: S1250519080004

电话: 021-58351679

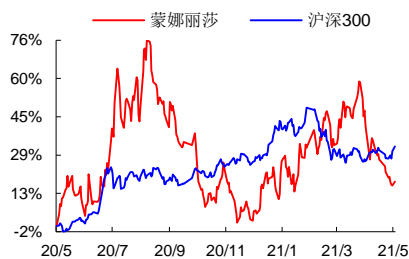
邮箱: smg@swsc.com.cn

联系人: 陈冠宇

电话: 021-58351679

邮箱: chgyu@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.09
流通 A 股(亿股)	2.14
52 周内股价区间(元)	27.44-47.6
总市值(亿元)	128.94
总资产(亿元)	88.33
每股净资产(元)	8.62

相关研究

1. 蒙娜丽莎 (002918): 收入继续加速，产能扩张消化良好 (2020-10-26)
2. 蒙娜丽莎 (002918): 业绩不惧疫情，持续加速 (2020-08-25)

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 2020 年业绩总结：韧性十足	1
2 成本+现金流+风险管控优势突出，B 端具备核心竞争力	3
2.1 成本优势：低成本产能全国化布局推动成本持续降低.....	4
2.2 现金流优势：现金流充沛，支撑 B 端业务快速增长.....	6
2.3 客户结构优势：优质地产商覆盖较广，风险分散.....	7
3 经销商管理+产品推新连续稳定，C 端竞争力逐步清晰	9
3.1 经销商管理强：渠道下沉持续推进.....	9
3.2 推新+营销能力强：单店创收和 C 端盈利能力持续提升.....	10
4 大板开启增长新赛道	12
4.1 大板市场火热，家居领域成为大板重要应用增量.....	12
4.2 大板先发优势明显，引领行业.....	13
5 盈利预测与估值	14
5.1 盈利预测.....	14
5.2 相对估值.....	15
6 风险提示	16

图 目 录

图 1: 中国陶瓷砖历年产量及增速	1
图 2: 中国规模以上陶瓷企业主营收入及增速	1
图 3: 蒙娜丽莎历年营业收入及增速	1
图 4: 蒙娜丽莎历年归母净利润及增速	1
图 5: 蒙娜丽莎 2B 及 2C 端收入、增速	2
图 6: 蒙娜丽莎 2B 及 2C 端收入占比 (%)	2
图 7: 蒙娜丽莎 2020 年主营业务结构	2
图 8: 蒙娜丽莎近年来主营业务收入结构	2
图 9: 蒙娜丽莎历年毛利率及净利率情况	3
图 10: 蒙娜丽莎分产品毛利率情况	3
图 11: 蒙娜丽莎历年期间费用率情况	3
图 12: 蒙娜丽莎历年研发费用率情况	3
图 13: 蒙娜丽莎工程收入及增速	4
图 14: 蒙娜丽莎历年单位生产成本 (元/平方米)	5
图 15: 蒙娜丽莎历年单位运输成本 (元/平方米)	6
图 16: 蒙娜丽莎单位成本变动趋势 (元/平方米)	6
图 17: 蒙娜丽莎应收账款规模及增速	6
图 18: 蒙娜丽莎应收账款及存货周转情况	6
图 19: 蒙娜丽莎应收账款客户集中度不高	7
图 20: 万科应收账款占对应销售额比重 (%)	7
图 21: 蒙娜丽莎经营性现金流情况	7
图 22: 蒙娜丽莎历年收现比	7
图 23: 蒙娜丽莎战略合作的地产客户数 (家)	8
图 24: 蒙娜丽莎主要的战略合作地产客户	8
图 25: 蒙娜丽莎前四大地产客户销售占比 (%)	8
图 26: 蒙娜丽莎经销收入及增速	9
图 27: 蒙娜丽莎一级经销商数量	10
图 28: 蒙娜丽莎门店数量	10
图 29: 蒙娜丽莎产品创新轨迹	10
图 30: 蒙娜丽莎发明专利数 (个)	10
图 31: 蒙娜丽莎市场营销体系	11
图 32: 蒙娜丽莎单店创收 (万元/家)	12
图 33: 蒙娜丽莎单位产品出厂价 (元/平方米)	12
图 34: 2018-2020 年建陶行业生产线变动情况 (条)	12
图 35: 2020 年各类瓷砖生产线占比 (%)	12
图 36: 2020 年各类瓷砖产能占比 (%)	13
图 37: 2020 年大板日产能前十大产区	13
图 38: 岩板橱柜台面	13
图 39: 岩板饰面板衣柜	13

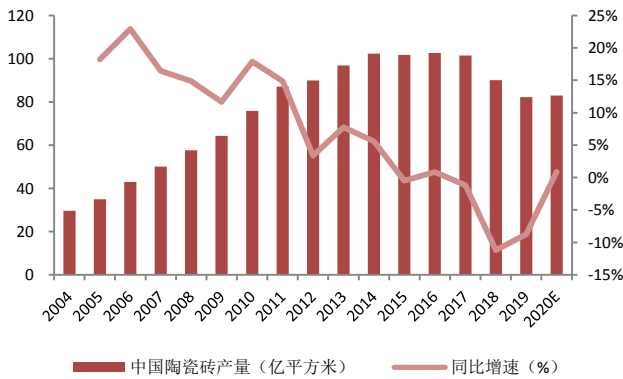
表 目 录

表 1: 自有产能成本下降速度远快于 OEM (以东鹏控股数据为例)	4
表 2: 四大生产基地产线及产能情况统计	5
表 3: 地产五百强开发商供应商瓷砖品牌首选率	8
表 4: 2021 年地产五百强开发商供应商瓷砖品牌岩板子品牌首选率	14
表 5: 分业务收入及毛利率	15
表 6: 可比公司估值	16
附表: 财务预测与估值	17

1 2020 年业绩总结：韧性十足

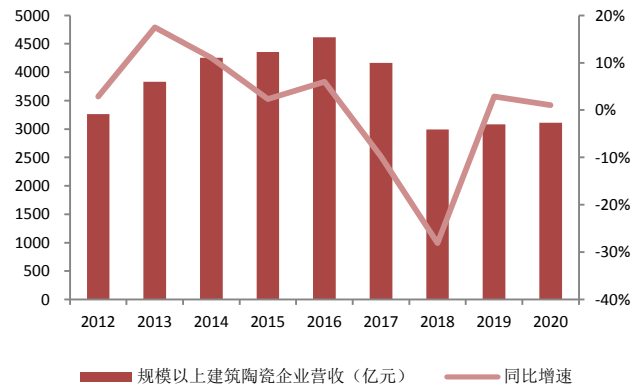
行业情况：2020 年受疫情影响，陶瓷行业全年呈先抑后扬的发展态势，一季度大幅下滑，二季度开始逐季回升。根据建筑卫生陶瓷协会统计，截至 2020 年 11 月底，全国陶瓷砖累计产量近 80 亿平方米，预计全年产量与 2019 年持平或略高；规模以上建筑陶瓷工业主营业务收入累计达 3111 亿元，同比增长 1.5%。

图 1：中国陶瓷砖历年产量及增速



数据来源：中国建筑卫生陶瓷协会，西南证券整理

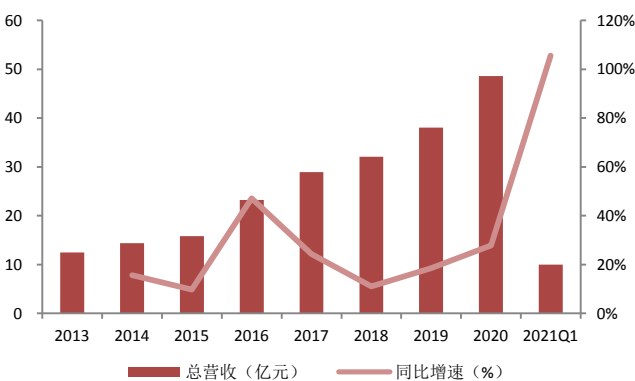
图 2：中国规模以上陶瓷企业主营收入及增速



数据来源：中国建筑卫生陶瓷协会，西南证券整理

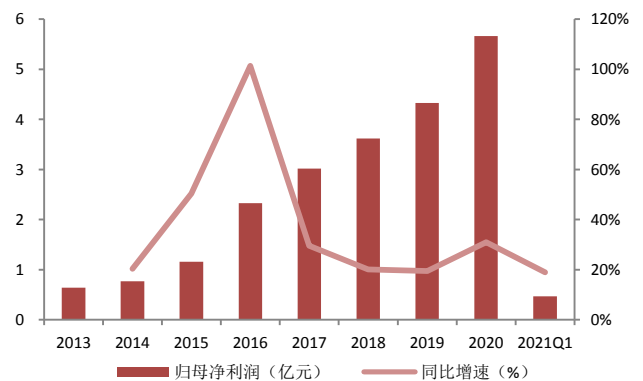
业绩情况：2020 年公司实现营业收入 48.6 亿元，同比增长 27.9%，实现归母净利润 5.7 亿元，同比增长 30.9%，扣非净利润 5.6 亿元，同比增长 37.0%，经营性现金流 5.8 亿元，疫情影响下公司韧性较强。2021 年 Q1 公司实现营收 10 亿元，同增 105.6%，实现归母净利润 0.5 亿元，同增 18.9%，Q1 利润增速不及收入增速主要系低利润率的 B 端占比提升较大、广告投入较大以及高安产区并表影响所致，预计 B 端占比的提升会小幅影响全年维度的利润水平，其他系短期影响。

图 3：蒙娜丽莎历年营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

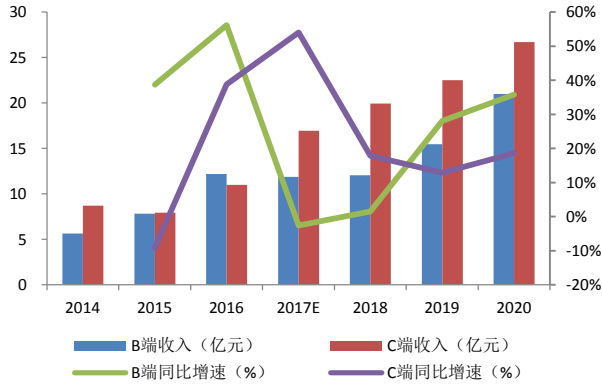
图 4：蒙娜丽莎历年归母净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

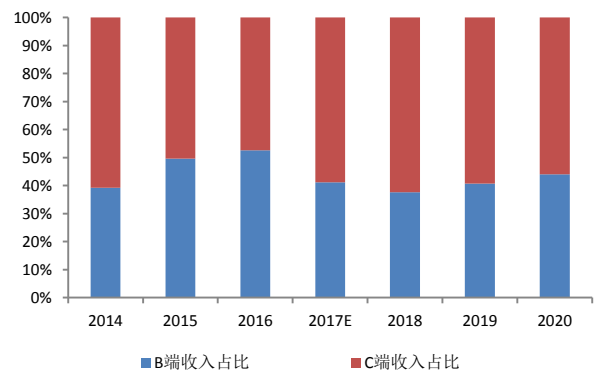
业务构成：B、C 端拆分来看，2020 年公司 C 端收入 26.6 亿元，同比增速 18%，B 端收入 21.1 亿元，同比增速 36.6%。产品结构拆分来看，陶瓷砖大类实现营收 40.8 亿元，占比 83.8%，贡献毛利 13.2 亿元，占比 79.1%；陶瓷薄板/薄砖类实现营收 6.6 亿元，占比 13.5%，贡献毛利 3.2 亿元，占比 19.2%。

图 5：蒙娜丽莎 2B 及 2C 端收入、增速



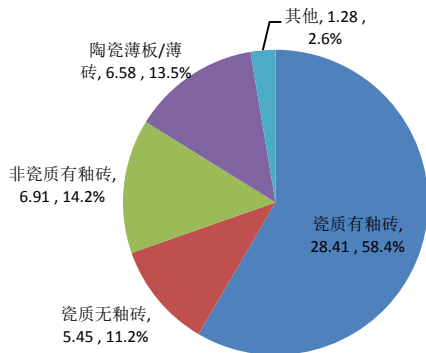
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：蒙娜丽莎 2B 及 2C 端收入占比 (%)



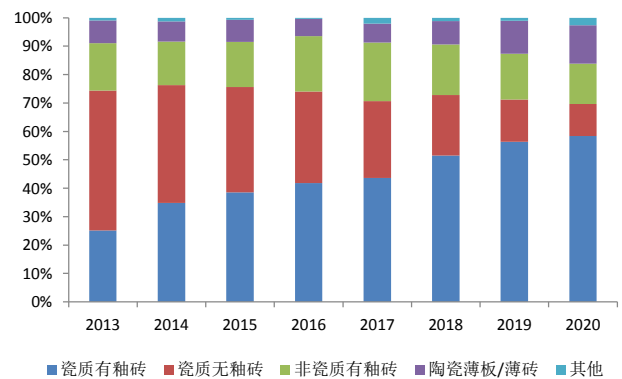
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：蒙娜丽莎 2020 年主营业务结构



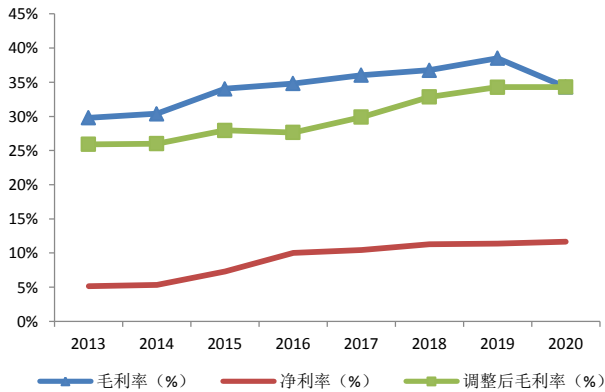
数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：蒙娜丽莎近年来主营业务收入结构

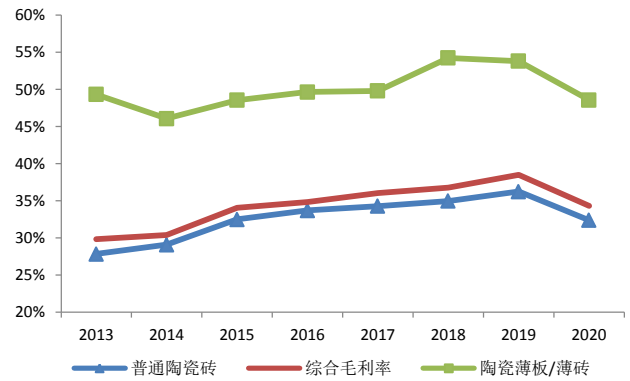


数据来源：Wind，西南证券整理

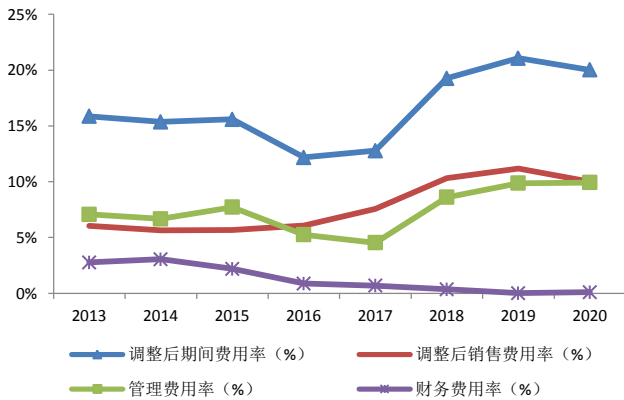
盈利能力：公司 2018-2020 年毛利率分别为 36.8%、38.5%及 34.3%，2020 年毛利率下降主要系会计准则调整所致，调整前工程业务的运费及切割费等记在销售费用，调整后计入主营业务成本；若全部折算为调整后的会计口径，近三年可比毛利率分别为 32.9%、34.3%、34.3%，总体呈稳步上升态势；分产品来看，2020 年普通陶瓷砖毛利率 32.4%，陶瓷薄板/薄砖毛利率 48.6%，高毛利的大板占比提升也拉升了整体盈利能力。公司 2018-2020 年净利率分别为 11.3%、11.4%及 11.7%，折算为最新会计口径的期间费用率分别为 19.3%、21.1%及 20%，利润率整体稳中有增，费用管控良好。

图 9：蒙娜丽莎历年毛利率及净利率情况


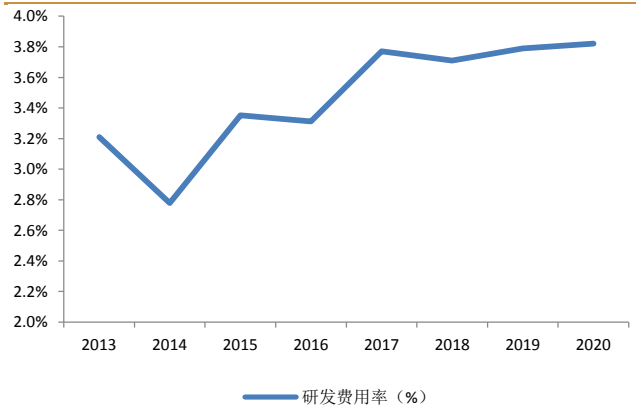
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：蒙娜丽莎分产品毛利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：蒙娜丽莎历年期间费用率情况


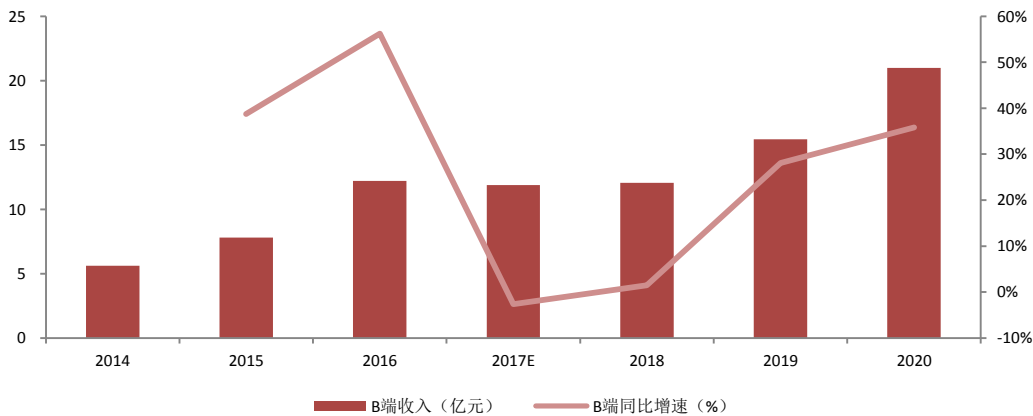
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：蒙娜丽莎历年研发费用率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 成本+现金流+风险管控优势突出，B 端具备核心竞争力

集采和精装长期趋势不改叠加未来两年竣工加速周期确认，蒙娜丽莎顺应时势加码工程战略业务，业绩表现亮眼的同时 B 端的核心竞争力逐步清晰，主要体现在三个方面：1) 成本优势：公司开启全国化产能扩张，新投产能生产成本和运输成本低，辐射范围扩大；2) 现金流优势：公司 55% 的收入来自现款现货的零售，开展 B 端业务的现金流支持能力强；3) B 端业务地产客户结构分散，风险管控能力强。

图 13: 蒙娜丽莎工程收入及增速


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

2.1 成本优势: 低成本产能全国化布局推动成本持续降低

2018 年地产集采和精装率快速提升趋势催生出了地产竣工周期、精装房用建材市场空间的快速壮大, 瓷砖的 B 端市场空间也是在 2018 年以来快速增长。地产客户最重视品牌、产品性价比和配套服务能力。头部瓷砖品牌在产品质量、花色、配套服务能力上相差不大, 因此瓷砖 B 端市场的核心竞争力在于成本优势。

瓷砖行业原有的生产模式是自有产能结合 OEM, 但随着头部瓷砖品牌新建产能区位优势 and 规模效应的释放, 自有产能成本下降速度较快, 在 B 端的产品价格竞争中, OEM 逐步失去优势, 低成本产能全国化布局推动成本持续降低, 成为强化企业核心竞争力的主要手段。

表 1: 自有产能成本下降速度远快于 OEM (以东鹏控股数据为例)

自产成本 VS 外协价格 (元/平方米)	2017	2018	2019
有釉砖-自产成本	30.46	28.26	28.92
有釉砖-外协价格	28.14	29.4	28.59
无釉砖-自产成本	32.82	34.49	31.5
无釉砖-外协价格	24.94	25.48	27.53

数据来源: 东鹏控股招股说明书, 西南证券整理

蒙娜丽莎低成本产能全国化布局已经开始。现阶段公司已布局有四大生产基地, 共建设完成 37 条生产线, 广东佛山和清远为原有的两大基地, 近年来持续技改和扩建, 21 年新增 3 条特高板产线将贡献大板产能 1000 万方。2019 年广西藤县基地开工, 20 年 Q1 藤县一期 4 条线正式投产, 当年贡献产能 2500 万方; 21 年 Q1 二期 3 条产线投产并释放产能 2000 万方, 22 年还将有 4 条产线投产, 全部满产将贡献 8822 万平产能。2021 年 Q1 公司以并购方式进驻江西高安产区, 高安基地产能 4000 万方, 21 年全年预计贡献 3000 万方产能。21 年自有产能增量预计 6000 万平, 增速达到 80%, 后续基地全国化布局仍将快速推进。

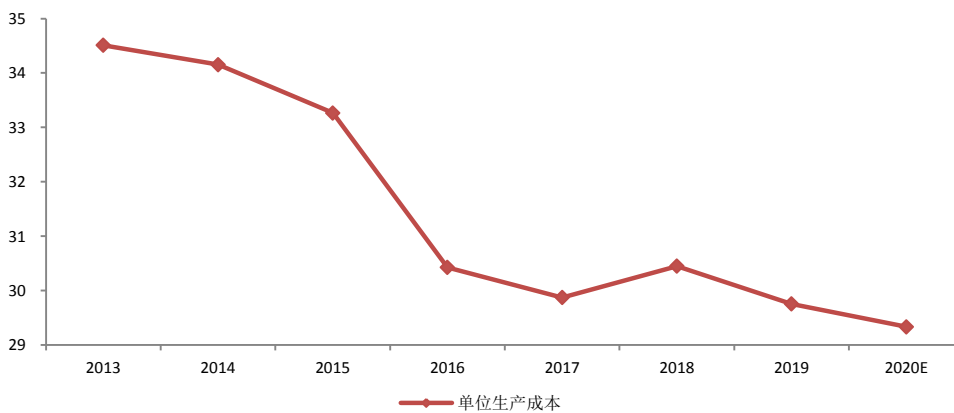
表 2: 四大生产基地产线及产能情况统计

生产基地	时间	获得方式	生产线(条)			设计产能(万方/年)			当年贡献产能(万方/年)		
			2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021E	2022E
广东佛山西樵	-	自建	13	16	16	4700	6220	6220	4700	5700	5700
广东清远	-	自建	5	5	5						
广西藤县	2019年	自建	4	7	11	2880	5040	8822	2500	4500	6000
江西高安	2021年	并购	0	9	9	-	4000	4000	0	3000	4000
合计	-	-	22	37	41	7580	15260	19042	7200	13200	15700

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

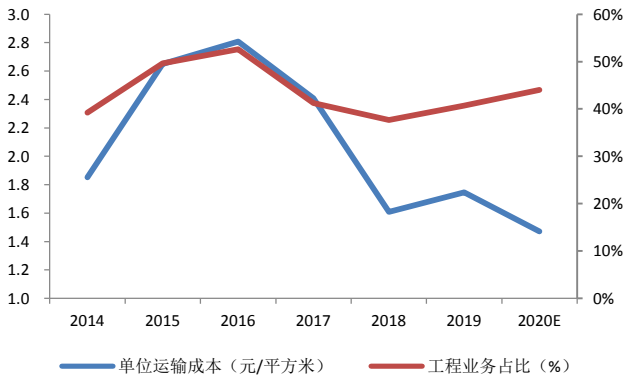
蒙娜丽莎布局的新基地区位优势 and 规模效应明显, 将带动生产成本、运输成本的降低, 提高产品辐射范围和产品丰富程度。

(1) 生产成本持续降低。广东基地持续技改, 为过去几年的降本贡献较大, 而新基地区位优势 and 规模效应明显, 将带动未来成本的持续下降。首先, 原材料采购半径短, 燃气、电力及人工成本更低, 藤县基地 70% 原材料能在 30 公里范围内解决, 高安基地原材料采购半径在 50-100 公里, 而广东基地要 300 公里以上; 其次, 新基地采用最新设备, 更大的窑炉使能源利用效率更高, 更高的智能化程度大量节约人力成本。最后, 新产区投产一般符合当地招商引资政策, 受当地政府欢迎, 税收优惠也较为显著。

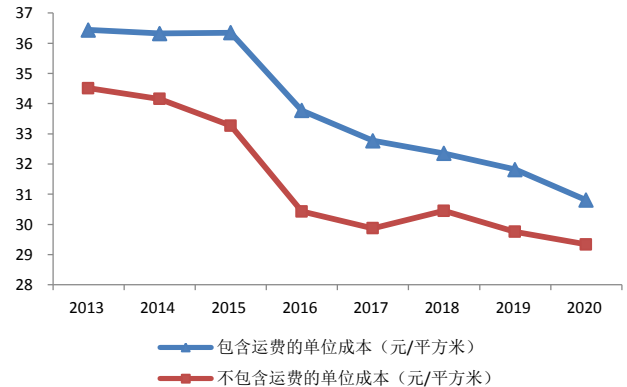
图 14: 蒙娜丽莎历年单位生产成本(元/平方米)


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

(2) 物流成本下降、产品辐射范围更大。瓷砖产品较重且易碎, 运输半径约 300-500KM, 新增的广西基地能够就近供应西南市场、江西基地主要辐射华东市场, 产销两端距离大大缩短, 运费明显降低。同时, 广西基地水运相对发达, 总体运输成本相较广东基地大概下降 5%; 据公司统计, 高安基地汽车运输比两广低 30%, 船运低 6%, 火车运输低 5%。

图 15: 蒙娜丽莎历年单位运输成本 (元/平方米)


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 16: 蒙娜丽莎单位成本变动趋势 (元/平方米)


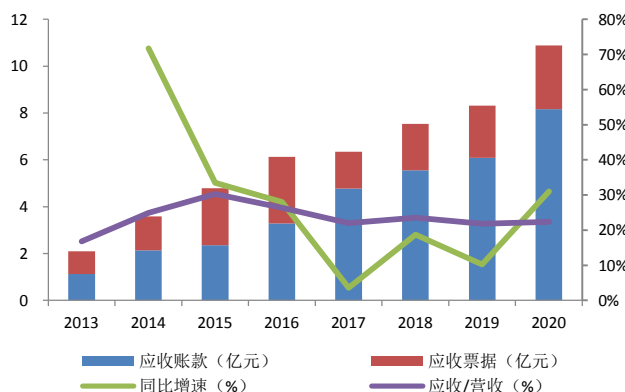
数据来源: 公司年报, 西南证券整理

(3) 产品矩阵更完善, 驱动客单值提升。公司各基地生产的主要品类各不相同、相互补充, 总部西樵基地重点发力大板、岩板及大规格陶瓷砖, 高安基地在生产大吸水率中低档陶瓷产品 (瓷片、小地砖等) 方面能力突出, 高安基地的布局有效填补了公司此前在中低端产品领域的空白, 可以充分满足地产客户希望供应商全包各种类型规格瓷砖产品的诉求。

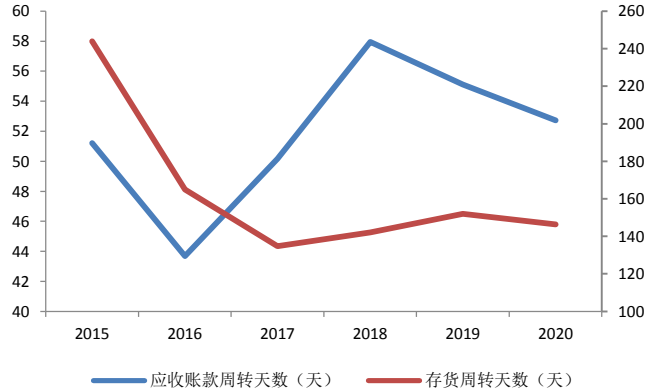
2.2 现金流优势: 现金流充沛, 支撑 B 端业务快速增长

B 端业务存在较大规模的应收账款, 快速增长需要充沛现金流支撑, 蒙娜丽莎在此方面优势明显。

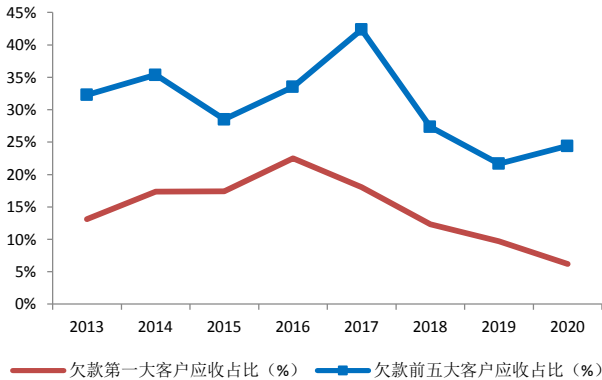
工程业务应收账款控制良好。纵向对比来看, 除在 20 年疫情冲击下应收短期有所承压, 上市以来公司应收款及票据涨势趋缓, 占总营收的比重也在小幅下降。在工程业务增长迅猛的同时, 应收周转天数缓步下降; 另外, 公司欠款客户集中度不高且风险还在持续分散, 以万科为例, 万科作为公司 2018 年之前应收规模最大的客户, 对应收款占销售额比重近五年显著下行, 应收管控良好。

图 17: 蒙娜丽莎应收账款规模及增速


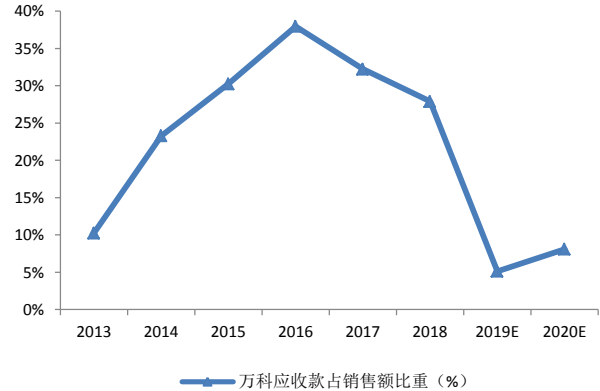
数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 18: 蒙娜丽莎应收账款及存货周转情况


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

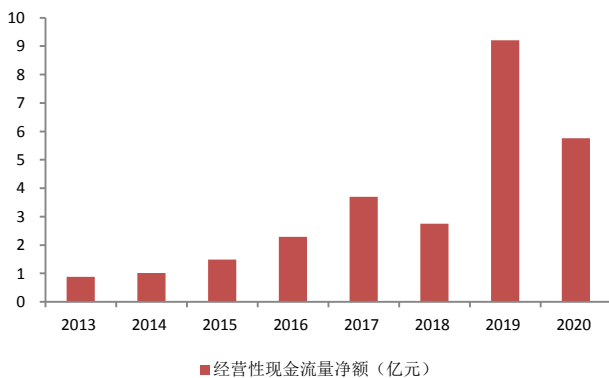
图 19: 蒙娜丽莎应收账款客户集中度不高


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

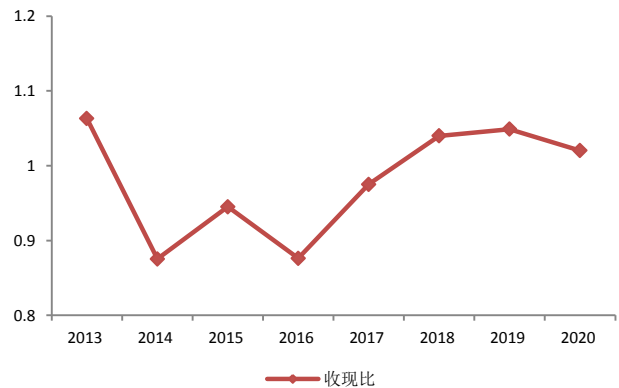
图 20: 万科应收账款占对应销售额比重 (%)


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

C 端提供稳定现金流, 造血能力强。蒙娜丽莎现款现货的 C 端业务占比约 55%, 提供了稳定的现金流, 近年来公司收现比和净利润现金含量趋势提升, 造血能力较强, 能够有效支撑 B 端业务的快速增长。

图 21: 蒙娜丽莎经营性现金流情况


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

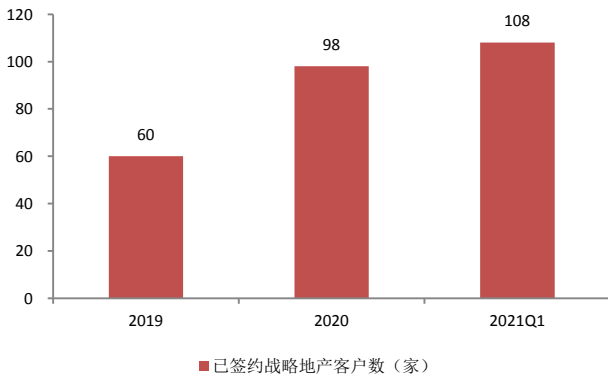
图 22: 蒙娜丽莎历年收现比


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

2.3 客户结构优势: 优质地产商覆盖较广, 风险分散

地产客户覆盖广度持续增加。公司不断加大地产业务推进力度, 地产合作伙伴从 19 年底的 60 家增至 20 年底的 98 家, 再到 21 年 Q1 的 108 家地产商。考虑到地产客户的签约从完成样板间设计开始到产生订单需要约 10-12 个月, 公司计划尽早完成与至少 200 家地产商的签约, 为后续 B 端业务的开展贡献稳定的订单增量。客户群体的扩大也使得公司供应的瓷砖品类相对丰富, 而不局限于某几种竞争激烈的指定砖种, 目前合作的中海、保利、碧桂园、万科及龙湖地产都有选用公司 1.8、2.4 米规格的高端品类, 高端新品的导入可以对冲成熟产品价格的下落, 有利于稳定毛利率。

图 23: 蒙娜丽莎战略合作的地产客户数 (家)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

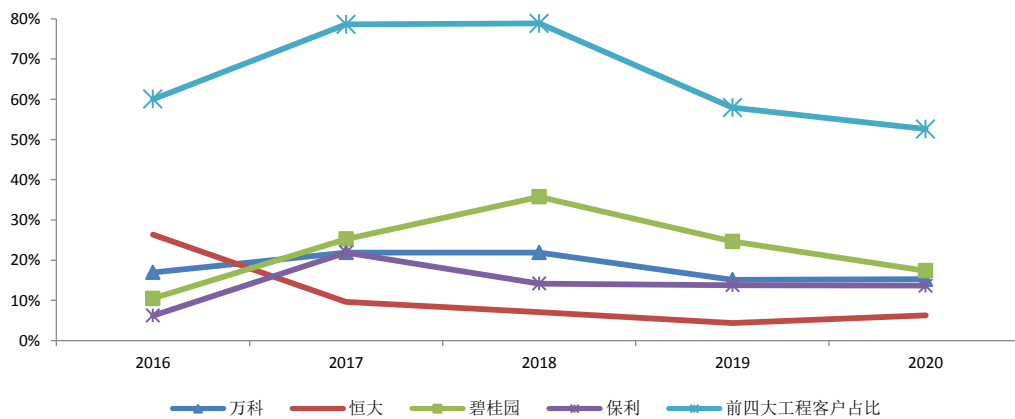
图 24: 蒙娜丽莎主要的战略合作地产客户



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

分散的客户结构能够有效降低客户风险。蒙娜丽莎并不刻意培育占比过高的客户，最大的客户碧桂园在工程业务中占比约 17%，其次是万科 15%、保利 14%和恒大 6%，且近年来销售额绝对值在提升但占比在逐年下降，公司避免与其中一两家客户发生利益深度绑定，使得客户风险得到有效把控。同时，公司会慎重考察潜在合作伙伴的综合条件，优先选择基本面较好、尤其是账期支付条件更加有利的房企开展合作，并且最初合作体量较小，需经过一定培育期才能达到较大的销售额度，以此来降低信用风险。

图 25: 蒙娜丽莎前四大地产客户销售占比 (%)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

综合来看，瓷砖的 B 端市场起步相对较晚，近 3 年快速壮大，尚未发展出绝对领先的头部企业。蒙娜丽莎确定 B 端发展战略后，持续加快低成本产能和客户布局，目前成本优势、现金流优势、客户优势较为突出，成长路径清晰，有望在 B 端市场快速壮大。

表 3: 地产五百强开发商供应商瓷砖品牌首选率

排名	2021		2020		2019		2018		2017	
	品牌名称	首选率	品牌名称	首选率	品牌名称	首选率	品牌名称	首选率	品牌名称	首选率
1	马可波罗	21%	马可波罗	20%	马可波罗	20%	马可波罗	19%	马可波罗	32%
2	蒙娜丽莎	17%	蒙娜丽莎	17%	蒙娜丽莎	17%	蒙娜丽莎	16%	东鹏	20%
3	欧神诺	14%	欧神诺	14%	欧神诺	14%	东鹏	14%	诺贝尔	14%

排名	2021		2020		2019		2018		2017	
	品牌名称	首选率	品牌名称	首选率	品牌名称	首选率	品牌名称	首选率	品牌名称	首选率
4	宏宇陶瓷	12%	东鹏	12%	东鹏	13%	诺贝尔	12%	新中源	11%
5	欧美	11%	欧美	10%	诺贝尔	12%	欧神诺	12%	蒙娜丽莎	5%
6	东鹏	10%	冠珠	7%	欧美	8%	冠珠	8%	欧神诺	4%
7	能强	7%	能强	6%	冠珠	7%	新中源	6%	冠珠	3%
8	亚细亚	3%	诺贝尔	3%	金意陶	4%	欧美	3%	金意陶	3%
9	冠珠	2%	简一	2%	能强	2%	能强	2%	欧美	2%
10	诺贝尔	2%	亚细亚	1%	新中源	1%	亚细亚	1%	简一	2%

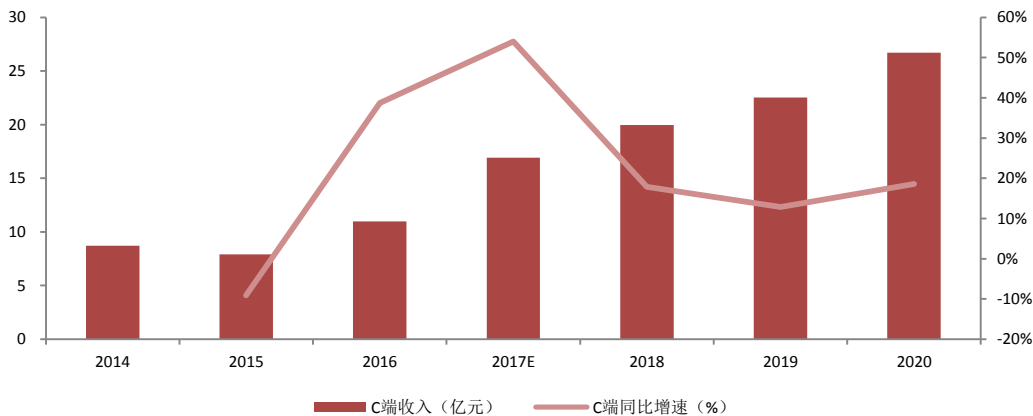
数据来源：中国房地产业协会，西南证券整理

3 经销商管理+产品推新连续稳定，C端竞争力逐步清晰

在 18-19 年精装房大肆挤压零售市场、以及 20 年疫情黑天鹅等恶劣的零售环境下，蒙娜丽莎经销渠道展现出极强的韧性，增速虽有放缓但依旧可观，疫情期间门店未出现关停，远远好于行业平均水平。我们认为公司 C 端的竞争力逐步清晰，长期稳定增长的确定性较强。

1) 公司经销商管理政策连续而稳定，经销商实力不断壮大，新开门店和渠道下沉劲头较足，经销商持续盈利也能不断吸引新经销商加盟；2) 公司研发创新体系及新品销售考核政策带来较强的产品推新能力，也带动了公司 C 端盈利能力的长期提升。

图 26：蒙娜丽莎经销收入及增速



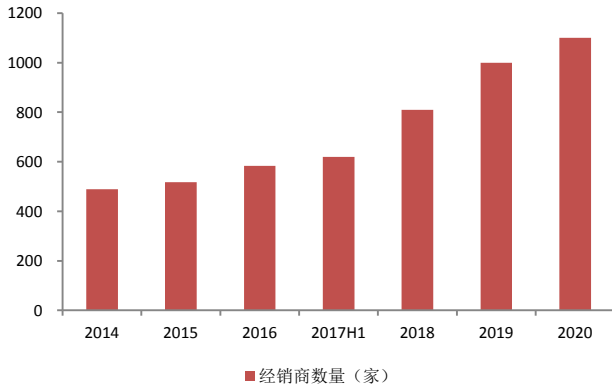
数据来源：公司年报，西南证券整理

3.1 经销商管理强：渠道下沉持续推进

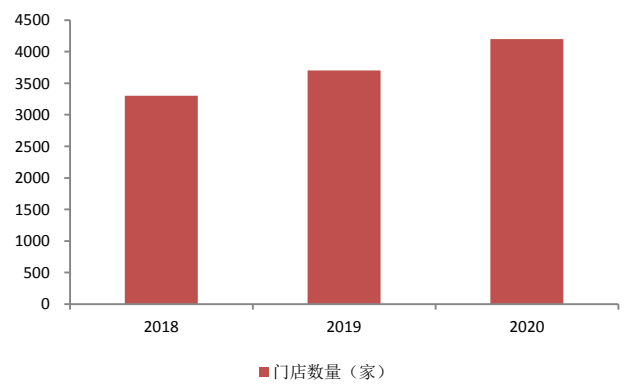
经销商是瓷砖 C 端销售的主要力量，经销商管理能力是 C 端核心竞争力之一，经销商管理能力主要表现在使经销商能够持续而稳定地盈利，稳定盈利的经销商新增门店动力强，也能吸引更多经销商加盟，从而推动渠道不断下沉。

蒙娜丽莎 2020 年底一级经销商达到 1100 家，21 年 Q1 新签经销商超 100 家，经销商增量主要来自人口或经济增长显著的县区市场，历史上蒙娜丽莎保持着每年 100-200 家左右

的经销商增长。截至 2020 年底公司门店数量约 4200 个，年均新增门店在 400-500 家，21 年 Q1 交付新店 183 家（不包括还在设计装修中的店面），渠道下沉持续推进。

图 27：蒙娜丽莎一级经销商数量


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 28：蒙娜丽莎门店数量


数据来源：公司公告，西南证券整理

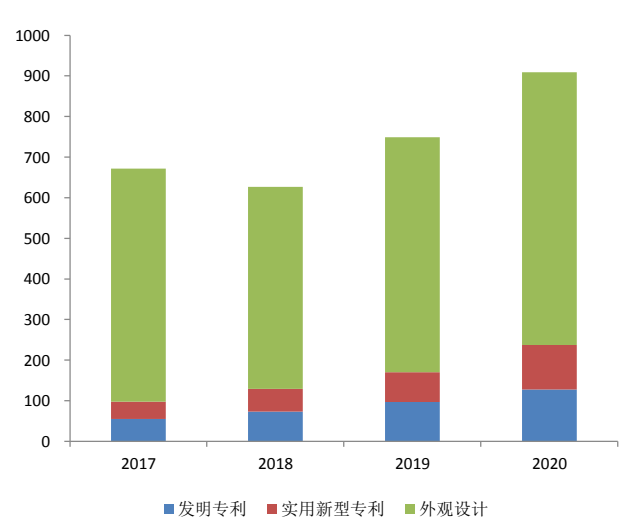
3.2 推新+营销能力强：单店创收和 C 端盈利能力持续提升

瓷砖 SKU 超过上千种，流行花色逐年变化，终端销售中老款产品需要折扣促销，新款产品符合当下审美，销售和利润水平明显高于老款产品，新品的推出和推广能力长期影响经销商销售、单店坪效和产品品牌力。

研发高投入+针对性考核，推新能力强。研发方面蒙娜丽莎在西樵基地建有超 8000 平方米的研发院并下设有 6 个研究所，藤县及清远基地的研究分院也在筹建中。公司拥有近 400 名研发人员，并且与诸多高等院校、科研院所长期开展产学研合作；从研究成果来看，公司早在 2007 年就建起国内首条大规格陶瓷薄板生产线，此后引领行业的新品不断推出，研发实力较强。

图 29：蒙娜丽莎产品创新轨迹


数据来源：公司官网，西南证券整理

图 30：蒙娜丽莎发明专利数（个）


数据来源：公司年报，西南证券整理

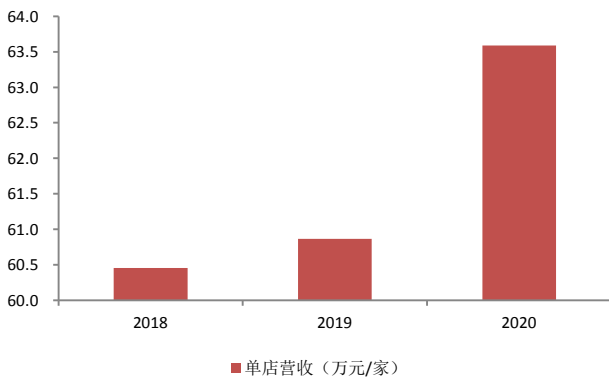
销售方面，公司每年会明确下达关于新品及高附加值产品销售业绩的考核指标，有效调动经销商的销售积极性，叠加线上、线下完善的营销体系，新品推广能力也较强，品牌力持续提升。

图 31：蒙娜丽莎市场营销体系

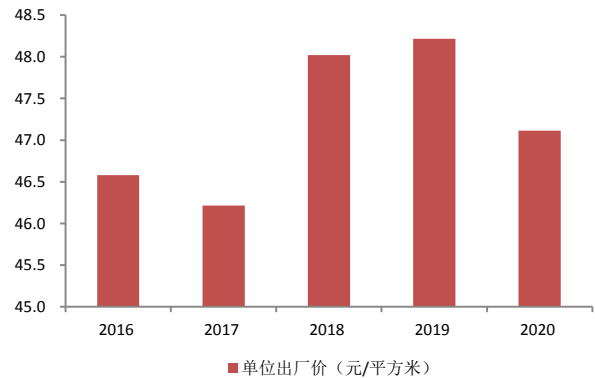


数据来源：公司年报，公司官网，西南证券整理

从结果上看，单位出厂价虽受工程业务占比影响，但整体呈上升趋势。零售端门店的单品创收（公司销售口径）水平近年来也持续提升，反映出公司强大的推新能力和品牌力的持续提升，也是近年来公司盈利能力提升的核心驱动力之一。

图 32: 蒙娜丽莎单店创收 (万元/家)


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

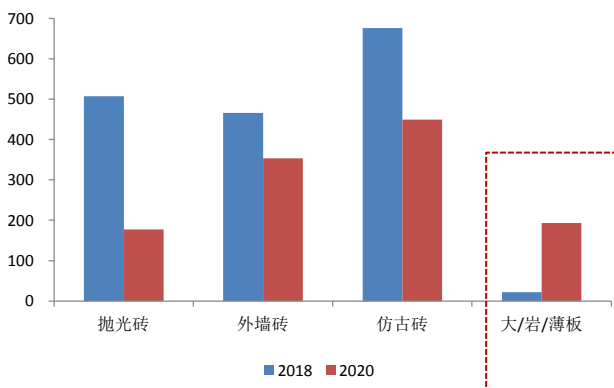
图 33: 蒙娜丽莎单位产品出厂价 (元/平方米)


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

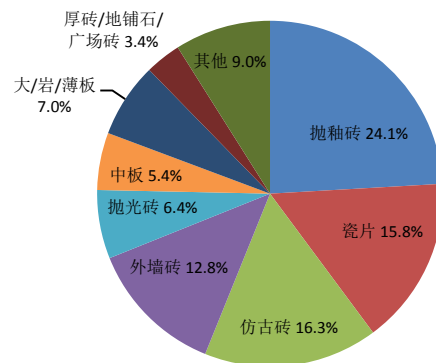
4 大板开启增长新赛道

4.1 大板市场火热, 家居领域成为大板重要应用增量

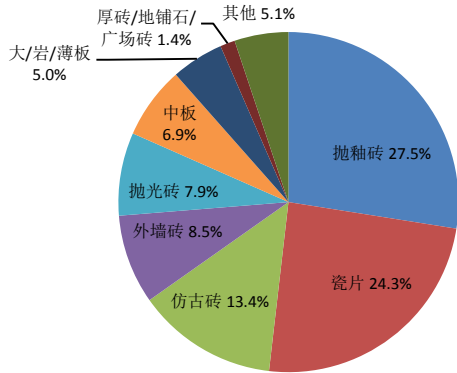
大板市场火热, 产能逆势高速增长。2017 年以来, 国产压机技术实现突破, 国外压机也同期解除封锁, 亚细亚、顺成、金意陶、诺贝尔、新明珠等陶企纷纷上马大板生产线, 大板市场火热。实际上, 过去三年受下游需求低迷、供给侧改革、环保整治等因素影响, 建陶行业内大量中小企业及生产线关停出清, 总体产能大幅收缩, 2018-2020 三年间行业产能由 136 亿平降至 123 亿平, 降幅 9.6%, 生产线减少 504 条, 降幅 15.4%, 同期减少 211 家建陶企业, 减幅 15.5%; 但陶瓷大板等极个别品类的生产规模却不降反增, 过去三年间大板产线增长了 8 倍, 达 171 条, 发展前景被业内企业看好。截至 2020 年底, 大板产线约 193 条, 占比 7%, 产能 6.1 亿平, 占比 5%。

图 34: 2018-2020 年建陶行业生产线变动情况 (条)


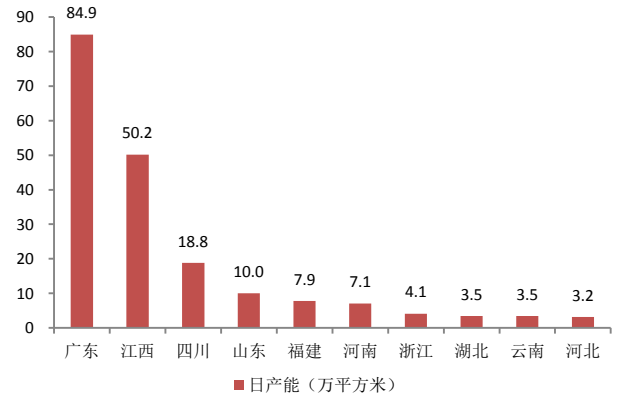
数据来源: 《2020 中国瓷砖产能报告》, 西南证券整理

图 35: 2020 年各类瓷砖生产线占比 (%)


数据来源: 《2020 中国瓷砖产能报告》, 西南证券整理

图 36: 2020 年各类瓷砖产能占比 (%)


数据来源:《2020 中国瓷砖产能报告》, 西南证券整理

图 37: 2020 年大板日产能前十大产区


数据来源:《2020 中国瓷砖产能报告》, 西南证券整理

家居领域成为大板重要应用增量。随着工艺技术不断精进,陶瓷板加速向定制家居领域渗透,应用场景不断拓宽,从早期只用于室内墙地面铺贴,到用作幕墙装饰材料,再到如今以岩板的形态进入厨卫空间、台面装饰材料、橱柜饰面板及定制衣柜推拉面板等家居定制环节。就家居赛道而言,大板除接缝少、空间整体感强、贴合时下审美之外,其最大的优势在于能够满足消费者个性化的定制需求,因为陶瓷板表面工艺装饰效果丰富,花色纹理、面板图案的选择灵活多样,还能够轻易实现不同规格及形状的切割组合。根据四通集团的预测,陶瓷大板的产值可达到定制家具产值的 5% 左右,大板在家居市场的应用空间约 200 亿元。

图 38: 岩板橱柜台面


数据来源: 百度图片, 西南证券整理

图 39: 岩板饰面板衣柜


数据来源: 百度图片, 西南证券整理

4.2 大板先发优势明显, 引领行业

蒙娜丽莎较早定下了“大瓷砖、大建材、大家居”发展战略,在做大做强陶瓷主业的基础上,坚定不移进军家居市场。我们认为公司在大板的生产、销售、应用三大环节竞争优势积淀深厚,大家居战略推进较快,新业务有望为公司注入长期增长动能。

1) **生产端:**蒙娜丽莎 2007 年就建起国内首条大规格陶瓷薄板生产线,并引领制定了大板行业标准,目前公司现有大板生产线 9 条,2020 年销售额 6.6 亿元,规模全球领先,且公司于 2021 年 3 月底成功试生产出全球最大规格的产品 (9m×1.8m),大板研发和生产实力强劲。

- 2) **销售端**: 由于大板产线投入大, 单线产能大, 终端消纳能力是大板高利润率的核心。公司于 2008 年成立了板材事业部, 聚焦陶瓷薄板的推广与销售, 终端门店大板产品丰富, 品类齐全, 品牌优势较明显, 在大板消纳上形成了良性循环。
- 3) **应用推广端**: 大板制造技术已基本成熟、发展趋势清晰, 当前问题主要在于应用推广环节, 寻找更多的合作伙伴和渠道推广大板、解决大板铺贴安装难度大等问题是大板业务快速增长的重要抓手。为此, 蒙娜丽莎于 2014 年成立子公司绿屋建科, 以技术输出的形式来支持陶瓷板在幕墙、装配式建筑、地铁工程、住宅、商业地产等领域不断深化应用, 与中科院广州化学研究所联合研发的瓷砖胶产品有效攻克了陶瓷板在安装过程中铺贴困难、易损毁的核心痛点。同时, 公司积极寻求泛家居产业链上下游合作, 在 2018 年超时代岩板推出之时, 公司携手石功夫, 通过石功夫加工联盟辐射全国各地的整体厨房板材加工中心、配送安装等客户服务资源, 完成了从岩板生产到应用、施工铺贴的闭环; 还与欧派家居、金牌厨柜、皮阿诺橱柜、韩丽家居等众多知名家居品牌确立了战略合作关系。

目前来看, 蒙娜丽莎大家居布局已初见成效, 从 2021 年房地产首选供应商榜单测评结果来看, 蒙娜丽莎在今年新增的岩板细分品类评选中拔得头筹, 岩板品牌影响力领先行业。

表 4: 2021 年地产五百强开发商供应商瓷砖品牌岩板子品牌首选率

排名	品牌名称	首选率
1	蒙娜丽莎	14%
2	冠珠	11%
3	能强	9%
4	金牌	7%
5	顺城	6%

数据来源: 中国房地产业协会, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 2021 年新增产能主要为陶瓷有釉砖和陶瓷薄板, 假设瓷质有釉砖 2021-2023 年销量增速分别为 50%、40%、35%, 毛利率 34.5%、34%、33.5%; 陶瓷薄板 2021-2023 年销量增速分别为 70%、50%、40%, 毛利率 46%、44%、42%。

假设 2: 低毛利率产品瓷质无釉砖及非瓷质有釉砖的增长动力较弱, 假设瓷质无釉砖 2021-2023 年销量负增长, 增速维持在-2%, 毛利率 30.5%; 非瓷质有釉砖 2021-2023 年销量小幅增长, 增速皆为 15%, 毛利率 16%、15.5%、15%。

假设 3: 随着产能加速投放及工程渠道业务的大幅扩张, 销售及管理费用率稳步下降。

基于以上假设, 我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表:

表 5: 分业务收入及毛利率

百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
合计					
营业收入	3804.1	4863.8	6848.0	9231.4	12129.3
yoy	18.6%	27.9%	40.8%	34.8%	31.4%
营业成本	2339.0	3196.0	4542.5	6130.4	8094.8
毛利率	38.5%	34.3%	33.7%	33.6%	33.3%
瓷质有釉砖					
收入	2142.76	2840.62	4260.9	5965.3	8053.2
yoy	29.7%	32.6%	50.0%	40.0%	35.0%
成本	1263.43	1807.83	2790.9	3937.1	5355.3
毛利率	41.0%	36.4%	34.5%	34.0%	33.5%
瓷质无釉砖					
收入	564.91	545.47	534.6	523.9	513.4
yoy	-17.3%	-3.4%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
成本	390.79	377.51	371.5	364.1	356.8
毛利率	30.8%	30.8%	30.5%	30.5%	30.5%
非瓷质有釉砖					
收入	615.31	691.49	795.2	914.5	1051.7
yoy	8.1%	12.4%	15.0%	15.0%	15.0%
成本	464.7	572.86	668.0	772.7	893.9
毛利率	24.5%	17.2%	16.0%	15.5%	15.0%
陶瓷薄板					
收入	439.32	658.19	1118.9	1678.4	2349.7
yoy	65.5%	49.8%	70.0%	50.0%	40.0%
成本	202.93	338.55	604.2	939.9	1362.8
毛利率	53.8%	48.6%	46.0%	44.0%	42.0%
其他					
收入	41.8	128.1	138.3	149.4	161.3
yoy	8.8%	206.7%	8.0%	8.0%	8.0%
成本	17.2	99.3	107.9	116.5	125.8
毛利率	58.8%	22.5%	22.0%	22.0%	22.0%

数据来源: Wind, 西南证券

5.2 相对估值

预计 2021-2023 年蒙娜丽莎归母净利润分别为 7.4、9.9 和 13 亿元, 三年利润复合增速 31.8%, 对应 PE 17.4X、13.0X 和 9.9X。考虑到公司兼具成长性和稳定性, 经销商实力和工程端竞争力持续兑现, 经营韧性显著优于行业, 给予公司 2021 年 22 倍估值, 对应目标价 39.82 元, 维持“买入”评级。

表 6: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
003012	东鹏控股	19.34	0.73	0.97	1.23	1.52	26.49	19.94	15.72	12.72
002798	帝欧家居	17.35	1.46	2.02	2.54	2.96	11.88	8.59	6.83	5.86
平均值							19.19	14.26	11.28	9.29

数据来源: Wind, 西南证券整理

6 风险提示

竣工不及预期风险: 若受宏观经济或政策影响, 竣工持续低迷, 瓷砖市场尤其是工程市场空间或受挤压;

新增产能消化困难风险: 公司在建产能推进顺利, 但不排除由于工程渠道订单增长不达预期导致新增产能无法顺利消化。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4863.85	6847.95	9231.44	12129.30	净利润	566.40	769.91	1034.95	1336.45
营业成本	3196.03	4542.52	6130.36	8094.77	折旧与摊销	133.83	151.80	188.30	221.55
营业税金及附加	31.79	56.84	92.31	121.29	财务费用	5.07	20.54	36.93	60.65
销售费用	485.88	650.56	865.91	1134.09	资产减值损失	-1.29	35.00	40.00	50.00
管理费用	296.94	660.83	881.60	1146.22	经营营运资本变动	-15.38	171.06	28.07	49.19
财务费用	5.07	20.54	36.93	60.65	其他	-112.75	-33.20	-40.90	-49.55
资产减值损失	-1.29	35.00	40.00	50.00	经营活动现金流净额	575.88	1115.12	1287.35	1668.29
投资收益	-20.07	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1193.62	-500.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-12.63	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1206.25	-500.00	-500.00	-500.00
营业利润	653.08	881.67	1184.33	1522.28	短期借款	349.30	-368.00	71.36	-39.29
其他非经营损益	-2.14	5.33	5.26	5.09	长期借款	454.08	0.00	0.00	0.00
利润总额	650.93	887.00	1189.60	1527.37	股权融资	104.57	0.00	0.00	0.00
所得税	84.53	117.08	154.65	190.92	支付股利	-142.11	-113.28	-147.98	-198.99
净利润	566.40	769.91	1034.95	1336.45	其他	286.39	-159.26	-36.93	-60.65
少数股东损益	0.00	30.00	40.00	40.00	筹资活动现金流净额	1052.22	-640.54	-113.55	-298.93
归属母公司股东净利润	566.40	739.91	994.95	1296.45	现金流量净额	421.63	-25.43	673.80	869.36
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2121.06	2095.63	2769.43	3638.79	成长能力				
应收和预付款项	1185.55	1722.57	2321.45	3050.58	销售收入增长率	27.86%	40.79%	34.81%	31.39%
存货	1513.03	2153.46	2911.70	3848.21	营业利润增长率	28.19%	35.00%	34.33%	28.53%
其他流动资产	263.62	75.76	102.13	134.19	净利润增长率	30.89%	35.93%	34.42%	29.13%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	31.90%	33.09%	33.73%	28.02%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2174.88	2533.90	2856.42	3145.69	毛利率	34.29%	33.67%	33.59%	33.26%
无形资产和开发支出	213.46	204.94	196.41	187.89	三费率	16.20%	19.45%	19.33%	19.30%
其他非流动资产	108.09	105.79	103.50	101.20	净利率	11.65%	11.24%	11.21%	11.02%
资产总计	7579.69	8892.06	11261.05	14106.55	ROE	15.75%	18.11%	20.14%	21.29%
短期借款	368.00	0.00	71.36	32.07	ROA	7.47%	8.66%	9.19%	9.47%
应付和预收款项	2035.76	2900.44	3911.26	5163.92	ROIC	17.74%	18.06%	20.34%	22.08%
长期借款	594.08	594.08	594.08	594.08	EBITDA/销售收入	16.28%	15.39%	15.27%	14.88%
其他负债	986.51	1145.57	1545.41	2040.08	营运能力				
负债合计	3984.36	4640.10	6122.12	7830.16	总资产周转率	0.76	0.83	0.92	0.96
股本	406.11	409.47	409.47	409.47	固定资产周转率	5.01	4.18	4.42	4.96
资本公积	1297.92	1294.56	1294.56	1294.56	应收账款周转率	6.83	6.69	6.38	6.31
留存收益	1746.66	2373.30	3220.26	4317.72	存货周转率	2.43	2.46	2.41	2.39
归属母公司股东权益	3450.69	4077.33	4924.29	6021.75	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.03%	—	—	—
少数股东权益	144.64	174.64	214.64	254.64	资本结构				
股东权益合计	3595.33	4251.97	5138.93	6276.39	资产负债率	52.57%	52.18%	54.37%	55.51%
负债和股东权益合计	7579.69	8892.06	11261.05	14106.55	带息债务/总负债	24.15%	12.80%	10.87%	8.00%
					流动比率	1.50	1.50	1.47	1.48
					速动比率	1.05	0.96	0.94	0.94
					股利支付率	25.09%	15.31%	14.87%	15.35%
					每股指标				
					每股收益	1.38	1.81	2.43	3.17
					每股净资产	8.43	9.96	12.03	14.71
					每股经营现金	1.41	2.72	3.14	4.07
					每股股利	0.35	0.28	0.36	0.49
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	791.98	1054.01	1409.56	1804.48					
PE	22.77	17.43	12.96	9.95					
PB	3.74	3.16	2.62	2.14					
PS	2.65	1.88	1.40	1.06					
EV/EBITDA	14.75	10.73	7.59	5.43					
股息率	1.10%	0.88%	1.15%	1.54%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn