

## B、C 双轮驱动业绩增长，Q2 盈利能力修复

### 投资要点

- **业绩总结：**公司发布半年报，2021年上半年收入30.8亿元，同比+72.3%，归母净利润2.8亿元，同比+30.3%，扣非净利润2.6亿元，同比+30.8%。
- **收入端高速增长，B、C端双轮驱动。**公司单Q2营收20.8亿元，增速60%，归母净利润2.3亿元，增速32.9%，扣非净利润2.3亿元，增速29.9%。产能方面看，公司藤县新增2000万平产能、高安新增3000万平产能、本部新增1000万平产能，投产后满产贡献增量。市场情况看，公司B端占比49%，上半年增速49.2%；C端占比51%，上半年增速50.8%，继续渠道下沉的同时公司鼓励经销商拓展小B业务起到了重要推动作用，双轮驱动业绩增长。
- **Q2 利润率强劲恢复。**公司上半年毛利率、净利率分别为32.8%、9.6%，同比变化-1.9、-2.5个百分点，单Q2毛利率、净利率为34.2%和12%，同比变化+0.8、-1.6个百分点，考虑到因B端业务快速提升带来应收账款和存货按比例计提减值的金额4419万元，同比增加4192万元，剔除该影响后，单Q2净利率13.3%，同比基本持平，公司低成本产能投放下持续降本增效和高毛利的大板业务占比提升，推动公司盈利能力强劲恢复。
- **费用管控良好，现金流大幅回正。**公司上半年期间费用率19.83%，同比下降0.4个百分点，其中销售、管理、财务、研发费用率分别为8.7%、6.9%、0.6%、3.7%，同比变化-1.6、-0.04、+0.5、+0.4个百分点，整体管控良好。公司上半年经营性现金流1.7亿元，同比、环比均大幅回正。
- **核心优势突出，看好公司长期发展。**公司持续新建、并购低成本产能，成本优势愈加突出，推动公司业务快速增长的同时，成本的下降大幅对冲了地产端集采降价，较稳定的利润率彰显其突出的B端核心竞争力。此外，公司渠道持续下沉，经销商管理能力强，叠加小B业务的拓展，C端业务增长动力强，看好公司长期发展。
- **盈利预测与投资建议。**预计2021-2023年蒙娜丽莎归母净利润分别为7.4、9.9、13.0亿元，三年利润复合增速31.8%，对应PE 15X、11X和9X，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    | 3.16     |
| 净资产收益率ROE     | 15.75%  | 18.11%  | 20.14%  | 21.29%   |
| PE            | 20      | 15.2    | 11.3    | 8.7      |
| PB            | 3.26    | 2.76    | 2.28    | 1.87     |

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)     | 4.10        |
| 流通A股(亿股)    | 2.14        |
| 52周内股价区间(元) | 23.37-46.96 |
| 总市值(亿元)     | 112.43      |
| 总资产(亿元)     | 99.13       |
| 每股净资产(元)    | 8.73        |

### 相关研究

1. 蒙娜丽莎(002918)：竞争优势逐步显现，稳定性高的长跑选手（2021-05-18）
2. 蒙娜丽莎(002918)：收入继续加速，产能扩张消化良好（2020-10-26）

**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           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>575.88</b>   | <b>1115.12</b> | <b>1287.35</b> | <b>1668.29</b> |
| 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            | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-1206.25</b> | <b>-500.00</b> | <b>-500.00</b> | <b>-500.00</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>653.08</b>  | <b>881.67</b>  | <b>1184.33</b>  | <b>1522.28</b>  | 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           |
| <b>利润总额</b>   | <b>650.93</b>  | <b>887.00</b>  | <b>1189.60</b>  | <b>1527.37</b>  | 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           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>1052.22</b>  | <b>-640.54</b> | <b>-113.55</b> | <b>-298.93</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 566.40         | 739.91         | 994.95          | 1296.45         | <b>现金流量净额</b>     | <b>421.63</b>   | <b>-25.43</b>  | <b>673.80</b>  | <b>869.36</b>  |
|               |                |                |                 |                 |                   |                 |                |                |                |
| 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         | <b>成长能力</b>       |                 |                |                |                |
| 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            | <b>获利能力</b>       |                 |                |                |                |
| 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%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>7579.69</b> | <b>8892.06</b> | <b>11261.05</b> | <b>14106.55</b> | 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         | <b>营运能力</b>       |                 |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>3984.36</b> | <b>4640.10</b> | <b>6122.12</b>  | <b>7830.16</b>  | 总资产周转率            | 0.76            | 0.83           | 0.92           | 0.96           |
| 股本            | 406.11         | 409.89         | 409.89          | 409.89          | 固定资产周转率           | 5.01            | 4.18           | 4.42           | 4.96           |
| 资本公积          | 1297.92        | 1294.14        | 1294.14         | 1294.14         | 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          | <b>资本结构</b>       |                 |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>3595.33</b> | <b>4251.97</b> | <b>5138.93</b>  | <b>6276.39</b>  | 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%         |
|               |                |                |                 |                 | <b>每股指标</b>       |                 |                |                |                |
|               |                |                |                 |                 | 每股收益              | 1.38            | 1.81           | 2.43           | 3.16           |
|               |                |                |                 |                 | 每股净资产             | 8.42            | 9.95           | 12.01          | 14.69          |
|               |                |                |                 |                 | 每股经营现金            | 1.40            | 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            | 19.85          | 15.20          | 11.30           | 8.67            |                   |                 |                |                |                |
| PB            | 3.26           | 2.76           | 2.28            | 1.87            |                   |                 |                |                |                |
| PS            | 2.31           | 1.64           | 1.22            | 0.93            |                   |                 |                |                |                |
| EV/EBITDA     | 12.67          | 9.16           | 6.42            | 4.51            |                   |                 |                |                |                |
| 股息率           | 1.26%          | 1.01%          | 1.32%           | 1.77%           |                   |                 |                |                |                |

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  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

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 | zfy@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 |
|    | 陈含月 | 销售经理    | 13021201616  | 13021201616 | chhy@swsc.com.cn     |
|    | 彭博  | 销售经理    | 13391699339  | 13391699339 | pbyf@swsc.com.cn     |
|    | 王兴  | 销售经理    | 13167383522  | 13167383522 | wxing@swsc.com.cn    |
|    | 来趣儿 | 销售经理    | 15609289380  | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn      |
| 广深 | 林芷琬 | 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 |
|    | 杨新意 | 销售经理    | 17628609919  | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn      |