

蒙娜丽莎 (002918)

证券研究报告

2021 年 08 月 26 日

21H1 营收高增超预期，双轮驱动估值具性价比

21H1 营收超预期，双轮驱动+产能布局优化，上调至“买入”评级

公司 21H1 实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 30.8/2.8/2.6 亿元，yoy+72.3%/30.3%/30.8%，其中 Q2 实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 20.8/2.3/2.3 亿元，yoy+60.0%/32.9%/29.9%。上半年公司利润率总体有所回落但 Q2 回升明显，我们预计下半年公司营收有望保持较好增长，同时利润率端压力有望边际缓解。公司上半年收购增设江西高安生产基地，未来投产有望降低华东市场及周边区域的物流成本，扩产技改亦有望提升公司盈利能力，我们预计地产竣工端及 C 端零售高景气下半年有望延续，看好下半年公司 B/C 两端保持较好增长，上调至“买入”评级。

产能释放叠加渠道扩展助销售增长，Q2 毛利率或明显回升

21H1 公司建陶收入 30.1 亿元，yoy+72%。其中，瓷质有釉砖/瓷质无釉砖/非瓷质有釉砖/陶瓷板、薄型陶瓷砖的营收分别为 19.2/2.6/4.1/4.1 亿元，yoy +84%/22%/52%/88%。我们认为公司营收高增主要系广西新建及江西收购产能逐步投产，未来公司产能增长仍有望带来增长潜力。分下游看，除 B 端稳步增长外，C 端及小 B 或也取得了较好增长。公司当前已拥有 1458 家经销商及 2588 个门店，渠道扩张也有望为公司持续扩张奠定基础。21H1 公司综合毛利率 32.82%，考虑到去年会计准则改变，21H1 公司营业成本+销售费用合计占收入比重 75.86%，同比降低 0.28pct。其中，Q2 成本+销售费用占收入比重同比下降 2.4pct。

费用率上半年小幅上行，后续规模效应有望逐步显现

21H1 公司管理/研发/财务费用率分别为 6.85%/3.73%/0.57%，同比 +0.3/+0.38/+0.45pct。管理费用率提升主要由于收购江西高安生产基地使公司规模增大、职工薪酬大幅增加所致，财务费用增加是收购借款利息所致，后续随可转债资金到位，公司利息支出有望减少。公司 H1 计提减值损失 0.62 亿元，同比增加 0.47 亿元，对公司整体盈利也造成一定影响。21H1 公司净利率 9.58%，其中 Q2 净利率 11.97%，同比下降 1.58pct，降幅较 Q1 大幅缩小，我们预计下半年公司利润率有望保持较好水平。21H1 公司 CFO 净额 1.68 亿元，比去年同期好转，我们认为半年公司应付款项增加较多所致，收现比同比降 11pct。

看好 B/C 双轮驱动，上调至“买入”评级

根据公司上半年经营情况，我们微调盈利预测，预计公司 21-23 年 EPS 1.8/2.4/3.1 (前值 1.81/2.32/2.89 元)，看好公司持续成长性，给予 21 年 20 倍 PE，对应目标价 36 元，上调至“买入”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，原材料上涨超预期

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	6,581.33	8,438.33	10,392.77
增长率(%)	18.57	27.86	35.31	28.22	23.16
EBITDA(百万元)	692.94	955.81	971.41	1,311.60	1,656.94
净利润(百万元)	432.75	566.40	739.66	982.81	1,252.94
增长率(%)	19.42	30.89	30.59	32.87	27.49
EPS(元/股)	1.06	1.38	1.80	2.40	3.06
市盈率(P/E)	25.98	19.85	15.20	11.44	8.97
市净率(P/B)	3.85	3.26	2.83	2.42	2.05
市销率(P/S)	2.96	2.31	1.71	1.33	1.08
EV/EBITDA	9.37	12.69	10.33	7.41	5.43

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	买入 (调高评级)
当前价格	27.43 元
目标价格	36 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	409.89
流通 A 股股本(百万股)	214.31
A 股总市值(百万元)	11,243.34
流通 A 股市值(百万元)	5,878.58
每股净资产(元)	8.73
资产负债率(%)	59.55
一年内最高/最低(元)	47.74/22.80

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

熊可为 联系人
xiongkewei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《蒙娜丽莎-季报点评:Q1 营收实现开门红，利润率有所下降》 2021-04-18
- 2 《蒙娜丽莎-年报点评报告:销量快速增长，区域布局优化有望增强成长持续性》 2021-04-03
- 3 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,626.95	2,121.06	2,484.90	2,789.75	3,506.06
应收票据及应收账款	831.32	1,088.37	1,507.60	1,820.86	2,163.04
预付账款	7.04	6.36	17.94	12.18	22.41
存货	1,086.29	1,513.03	2,120.92	2,555.54	3,510.99
其他	229.97	354.44	539.79	409.43	606.32
流动资产合计	3,781.57	5,083.26	6,671.14	7,587.76	9,808.82
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	556.81	1,385.75	1,680.58	1,859.75	1,956.54
在建工程	534.76	789.13	509.48	353.69	242.21
无形资产	195.15	213.46	205.30	197.14	188.98
其他	110.48	108.09	83.19	81.30	79.61
非流动资产合计	1,397.20	2,496.43	2,478.55	2,491.88	2,467.35
资产总计	5,178.77	7,579.69	9,149.69	10,079.64	12,276.17
短期借款	18.70	368.00	533.00	483.00	433.00
应付票据及应付账款	1,596.43	1,892.67	2,855.68	3,205.25	4,112.51
其他	498.02	1,127.91	1,023.30	954.47	1,417.40
流动负债合计	2,113.14	3,388.58	4,411.98	4,642.73	5,962.90
长期借款	140.00	594.08	604.08	614.08	609.08
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.79	1.69	3.92	3.14	2.92
非流动负债合计	143.79	595.78	608.01	617.22	612.00
负债合计	2,256.93	3,984.36	5,019.99	5,259.94	6,574.90
少数股东权益	0.00	144.64	156.64	180.64	210.64
股本	403.30	406.11	409.89	409.89	409.89
资本公积	1,196.16	1,297.92	1,297.92	1,297.92	1,297.92
留存收益	2,518.54	3,044.59	3,563.17	4,229.17	5,080.74
其他	(1,196.16)	(1,297.92)	(1,297.92)	(1,297.92)	(1,297.92)
股东权益合计	2,921.84	3,595.33	4,129.70	4,819.70	5,701.27
负债和股东权益总计	5,178.77	7,579.69	9,149.69	10,079.64	12,276.17

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	432.75	566.40	739.66	982.81	1,252.94
折旧摊销	90.74	133.83	52.98	64.77	72.85
财务费用	19.87	20.63	32.91	25.31	20.79
投资损失	9.73	20.07	10.00	5.00	0.00
营运资金变动	649.58	92.29	(261.03)	(335.33)	(155.32)
其它	(281.78)	(257.34)	12.00	24.00	30.00
经营活动现金流	920.89	575.88	586.52	766.56	1,221.25
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)
投资活动现金流	(479.30)	(1,206.25)	(70.00)	(85.00)	(50.00)
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	(29.12)	(25.31)	(20.79)
其他	(478.66)	(148.08)	(1,321.88)	(1,515.13)	(1,565.10)
筹资活动现金流	(297.61)	1,052.22	(152.68)	(376.71)	(454.94)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	143.98	421.85	363.84	304.85	716.32

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,804.06	4,863.85	6,581.33	8,438.33	10,392.77
营业成本	2,339.04	3,196.03	4,360.74	5,537.91	6,824.85
营业税金及附加	19.12	31.79	39.49	46.41	51.96
营业费用	586.73	485.88	625.23	843.83	1,008.10
管理费用	231.16	296.94	408.04	489.42	592.39
研发费用	144.18	185.82	243.51	312.22	384.53
财务费用	0.25	5.07	32.91	25.31	20.79
资产减值损失	0.20	(1.29)	(24.10)	(43.29)	(53.16)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(9.73)	(20.07)	(10.00)	(5.00)	0.00
其他	(16.36)	30.61	28.20	56.58	66.33
营业利润	509.47	653.08	877.32	1,174.93	1,496.99
营业外收入	1.69	3.78	3.29	4.22	5.20
营业外支出	2.56	5.92	6.58	8.44	10.39
利润总额	508.59	650.93	874.03	1,170.71	1,491.79
所得税	75.84	84.53	122.36	163.90	208.85
净利润	432.75	566.40	751.66	1,006.81	1,282.94
少数股东损益	0.00	0.00	12.00	24.00	30.00
归属于母公司净利润	432.75	566.40	739.66	982.81	1,252.94
每股收益（元）	1.06	1.38	1.80	2.40	3.06

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	18.57%	27.86%	35.31%	28.22%	23.16%
营业利润	21.95%	28.19%	34.34%	33.92%	27.41%
归属于母公司净利润	19.42%	30.89%	30.59%	32.87%	27.49%
获利能力					
毛利率	38.51%	34.29%	33.74%	34.37%	34.33%
净利率	11.38%	11.65%	11.24%	11.65%	12.06%
ROE	14.81%	16.41%	18.62%	21.19%	22.82%
ROIC	32.66%	42.64%	31.73%	37.40%	41.94%
偿债能力					
资产负债率	43.58%	52.57%	54.87%	52.18%	53.56%
净负债率	-50.25%	-28.38%	-31.15%	-33.74%	-41.66%
流动比率	1.79	1.50	1.51	1.63	1.64
速动比率	1.28	1.05	1.03	1.08	1.06
营运能力					
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	3.62	3.61	3.43
总资产周转率	0.80	0.76	0.79	0.88	0.93
每股指标（元）					
每股收益	1.06	1.38	1.80	2.40	3.06
每股经营现金流	2.25	1.40	1.43	1.87	2.98
每股净资产	7.13	8.42	9.69	11.32	13.40
估值比率					
市盈率	25.98	19.85	15.20	11.44	8.97
市净率	3.85	3.26	2.83	2.42	2.05
EV/EBITDA	9.37	12.69	10.33	7.41	5.43
EV/EBIT	10.51	14.54	10.92	7.79	5.68

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