

蒙娜丽莎 (002918)

证券研究报告

2021年10月27日

艰难时期仍保持较好收入增长，期待业绩回暖

21Q3 仍保持较好收入增长，维持“买入”评级

公司 21Q1-3 实现营收 49.27 亿元，yoy+47.7%，归母净利润 4.2 亿元，yoy+10%，单三季度在行业困难时期仍保持了 19.3% 的营收同比增速，但归母净利润同比降 16.9%，或主要受成本上升影响。前三季度公司 CFO 净额-1.3 亿元，同比少流出 0.1 亿元，单三季度净流出 3 亿元。我们认为瓷砖行业三季度受到限电、原燃料成本上涨、地产景气回落等多重因素影响，处于较为困难的时期，公司仍保持了较好的营收增长，充分体现了 B/C 双轮驱动的抗风险能力。我们认为 22 年若成本端压力回落，公司盈利能力有望得到恢复，看好中长期持续成长能力，维持“买入”评级。

营收保持稳健增长，单季度盈利能力回落明显

公司 Q1-3 单季度收入增速+106%/+60%/+19.3%，相比于 19 年同期增速 65%/108%/72%，Q3 收入增幅有所回落，我们认为：1) 9 月 14 日公司公告广西 7 条产线受到限电影响，9 月 21 日后仍有 2 条产线受到影响；2) 进入三季度地产下游受资金面影响，景气度明显回落，同时限购政策等对二手房交易造成较大影响，使得公司 B/C 两端增长均承压。Q1-3 单季度归母净利润增速+18.93%/+32.85%/-16.87%，Q3 净利率 7.6%，同比降 2.89pct，盈利能力同比下降较多使得 Q3 单季度业绩负增长。

Q3 毛利率或主要受成本端影响，收现比有所下降

单 Q3 公司毛利率 30.1%，同比降 5.84pct，销售/管理/财务/研发费用率同比变动-1.36/+0.63/+0.62/-0.23pct，单季度信用减值损失计提与 20 年同期基本持平。Q1-3 公司毛利率同比降 3.46pct，销售/管理/财务/研发费用率同比变动-1.54/+0.52/+0.51/+0.09pct。我们认为公司盈利能力承压主要系今年以来原燃料价格涨幅较大，若 2022 年原燃料价格边际回落，公司盈利能力有望触底反弹，若 Q4 原燃料价格环比相对稳定，则盈利能力同比下行压力也有望明显减弱。Q1-3 公司收现比 91.67%，同比下降 7.89pct。我们认为公司在手现金较为充裕，地产下行阶段财务稳健性突出，后续若地产融资边际改善，公司现金流有望受益。

21Q3 或为最困难时期，期待后续盈利回暖，维持“买入”评级

我们认为 21Q3 行业面临较多不利因素，高基数更加剧了盈利能力下行压力，Q4 压力有望缓解。考虑到下游需求和成本端当前面临的较大压力，我们下调公司 21 年盈利预测，但仍对 22/23 年成长性持乐观态度，预计 21-23 年 EPS1.43/2.18/3.03 元(前值 1.80/2.40/3.06 元)，当前可比公司 22 年 Wind 一致预期 PE12.5 倍，公司较高的 C 端占比有望带来更好的报表质量和增长稳健性，给予 22 年 13 倍 PE，对应目标价 28.34 元，维持“买入”评级。

风险提示：原燃料价格上涨幅度及时间超预期；地产 B 端需求下行速度超预期；限电、减排等政策对公司生产及成本影响超预期。

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	6,823.75	8,636.09	10,363.00
增长率(%)	18.57	27.86	40.30	26.56	20.00
EBITDA(百万元)	692.94	955.81	635.17	1,004.52	1,406.69
净利润(百万元)	432.75	566.40	592.05	901.65	1,254.62
增长率(%)	19.42	30.89	4.53	52.29	39.15
EPS(元/股)	1.04	1.37	1.43	2.18	3.03
市盈率(P/E)	21.08	16.11	15.41	10.12	7.27
市净率(P/B)	3.12	2.64	2.35	2.03	1.71
市销率(P/S)	2.40	1.88	1.34	1.06	0.88
EV/EBITDA	9.37	12.69	12.72	7.78	5.17

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 (维持评级)
当前价格	22.02 元
目标价格	28.34 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	414.31
流通 A 股股本(百万股)	214.17
A 股总市值(百万元)	9,123.15
流通 A 股市值(百万元)	4,716.12
每股净资产(元)	8.98
资产负债率(%)	60.98
一年内最高/最低(元)	44.61/20.51

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-半年报点评:21H1 营收高增超预期，双轮驱动估值具性价比》 2021-08-26
- 2 《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
- 3 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,626.95	2,121.06	2,317.40	2,574.74	3,112.09	营业收入	3,804.06	4,863.85	6,823.75	8,636.09	10,363.00
应收票据及应收账款	831.32	1,088.37	1,754.86	1,843.51	2,474.40	营业成本	2,339.04	3,196.03	4,808.58	5,905.04	6,914.74
预付账款	7.04	6.36	20.43	11.68	23.36	营业税金及附加	19.12	31.79	40.94	51.82	62.18
存货	1,086.29	1,513.03	2,494.12	2,492.36	3,654.08	营业费用	586.73	485.88	607.31	759.98	901.58
其他	229.97	354.44	554.79	406.92	607.12	管理费用	231.16	296.94	457.19	569.98	663.23
流动资产合计	3,781.57	5,083.26	7,141.59	7,329.22	9,871.06	研发费用	144.18	185.82	259.30	328.17	393.79
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	0.25	5.07	40.94	51.82	62.18
固定资产	556.81	1,385.75	1,680.58	1,859.75	1,956.54	资产减值损失	0.20	(1.29)	58.24	76.36	93.63
在建工程	534.76	789.13	509.48	353.69	242.21	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	195.15	213.46	205.30	197.14	188.98	投资净收益	(9.73)	(20.07)	(10.00)	(5.00)	0.00
其他	110.48	108.09	83.19	81.30	79.61	其他	(16.36)	30.61	(136.47)	(182.72)	(227.26)
非流动资产合计	1,397.20	2,496.43	2,478.55	2,491.88	2,467.35	营业利润	509.47	653.08	697.72	1,080.65	1,498.92
资产总计	5,178.77	7,579.69	9,620.14	9,821.10	12,338.41	营业外收入	1.69	3.78	3.41	4.32	5.18
短期借款	18.70	368.00	533.00	483.00	433.00	营业外支出	2.56	5.92	6.82	8.64	10.36
应付票据及应付账款	1,596.43	1,892.67	3,343.33	3,119.40	4,294.74	利润总额	508.59	650.93	694.31	1,076.33	1,493.74
其他	498.02	1,127.91	1,105.18	935.86	1,450.34	所得税	75.84	84.53	90.26	150.69	209.12
流动负债合计	2,113.14	3,388.58	4,981.51	4,538.26	6,178.07	净利润	432.75	566.40	604.05	925.65	1,284.62
长期借款	140.00	594.08	604.08	614.08	609.08	少数股东损益	0.00	0.00	12.00	24.00	30.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	432.75	566.40	592.05	901.65	1,254.62
其他	3.79	1.69	3.92	3.14	2.92	每股收益(元)	1.04	1.37	1.43	2.18	3.03
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	5,589.52	5,155.47	6,790.07	主要财务比率					
少数股东权益	0.00	144.64	156.64	180.64	210.64		2019	2020	2021E	2022E	2023E
股本	403.30	406.11	414.31	414.31	414.31	成长能力					
资本公积	1,196.16	1,297.92	1,297.92	1,297.92	1,297.92	营业收入	18.57%	27.86%	40.30%	26.56%	20.00%
留存收益	2,518.54	3,044.59	3,459.68	4,070.67	4,923.38	营业利润	21.95%	28.19%	6.84%	54.88%	38.71%
其他	(1,196.16)	(1,297.92)	(1,297.92)	(1,297.92)	(1,297.92)	归属于母公司净利润	19.42%	30.89%	4.53%	52.29%	39.15%
股东权益合计	2,921.84	3,595.33	4,030.63	4,665.63	5,548.34	获利能力					
负债和股东权益总计	5,178.77	7,579.69	9,620.14	9,821.10	12,338.41	毛利率	38.51%	34.29%	29.53%	31.62%	33.27%
						净利率	11.38%	11.65%	8.68%	10.44%	12.11%
						ROE	14.81%	16.41%	15.28%	20.10%	23.50%
						ROIC	32.66%	42.64%	26.05%	34.43%	42.31%
						偿债能力					
						资产负债率	43.58%	52.57%	58.10%	52.49%	55.03%
						净负债率	-50.25%	-28.38%	-27.76%	-30.24%	-35.71%
						流动比率	1.79	1.50	1.43	1.61	1.60
						速动比率	1.28	1.05	0.93	1.07	1.01
						营运能力					
						应收账款周转率	4.80	5.07	4.80	4.80	4.80
						存货周转率	3.85	3.74	3.41	3.46	3.37
						总资产周转率	0.80	0.76	0.79	0.89	0.94
						每股指标(元)					
						每股收益	1.04	1.37	1.43	2.18	3.03
						每股经营现金流	2.22	1.39	0.91	1.74	2.62
						每股净资产	7.05	8.33	9.35	10.83	12.88
						估值比率					
						市盈率	21.08	16.11	15.41	10.12	7.27
						市净率	3.12	2.64	2.35	2.03	1.71
						EV/EBITDA	9.37	12.69	12.72	7.78	5.17
						EV/EBIT	10.51	14.54	13.87	8.31	5.45

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	432.75	566.40	592.05	901.65	1,254.62
折旧摊销	90.74	133.83	52.98	64.77	72.85
财务费用	19.87	20.63	40.94	51.82	62.18
投资损失	9.73	20.07	10.00	5.00	0.00
营运资金变动	649.58	92.29	(329.46)	(327.83)	(335.43)
其它	(281.78)	(257.34)	12.00	24.00	30.00
经营活动现金流	920.89	575.88	378.51	719.40	1,084.22
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	(32.74)	(51.82)	(62.18)
其他	(478.66)	(148.08)	(1,277.76)	(1,488.97)	(1,565.64)
筹资活动现金流	(297.61)	1,052.22	(112.17)	(377.05)	(496.87)
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	196.34	257.35	537.35

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com