

蒙娜丽莎 (002918)

收入维持高增，成本上涨及减值计提业绩承压

增持（首次）

2022 年 04 月 24 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 张潇

执业证书：S0600521050003

yjs_zhangxiao@dwzq.com.cn

研究助理 任婕

执业证书：S0600122030031

renj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	6,987	8,901	11,064	13,506
同比	44%	27%	24%	22%
归属母公司净利润（百万元）	315	615	930	1,216
同比	-44%	95%	51%	31%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.75	1.47	2.22	2.90
P/E（现价&最新股本摊薄）	20.78	10.64	7.03	5.38

投资要点

- **事件：**公司发布 2021 年年报。实现营收 69.87 亿元，同比增长 43.64%；实现归母净利润 3.15 亿元，同比下滑 44.41%。其中，2021Q4 营收为 20.59 亿元，同比增长 34.80%；归母净利润为-1.02 亿元，同比下滑 154.20%。
- **全年收入高速增长，战略工程渠道同比增长 61.83%。**2021 年 Q1-Q4 营收增速分别为 105.62%/59.95%/19.25%/34.80%，Q3 受限电限产等影响增速放缓。分渠道来看，2021 年经销渠道营收 35.70 亿元，同比+29.70%；战略工程渠道营收 34.16 亿元，同比+61.83%，公司保持与地产大客户战略合作，同时加深与核心家装公司、互联网家装、岩板家居定制、岩板家具企业、传统石材等小 B 渠道合作。
- **能源及原材料大幅上涨毛利承压，减值计提影响 21 年业绩。**2021 年公司销售毛利率为 29.11%，同比变动-5.18pct。主要系天然气、煤炭等能源燃料价格大幅上涨，胚料、釉料等原材料也上涨较多。分产品来看，瓷质有釉砖/瓷质无釉砖/非瓷质有釉砖/陶瓷板、薄型陶瓷砖毛利率分别为 29.91%/31.18%/17.35%/36.22%，同比分别变动-6.45/+ 0.39/+ 0.19/-12.35pct。分渠道来看，2021 年经销渠道毛利率 24.86%，同比下滑 8.7 个百分点；战略工程渠道毛利率 33.55%，同比下滑 1.67 个百分点。销售净利率为 4.64%，同比变动-7.00pct。21 年全年信用减值损失 1.86 亿元、资产减值损失 0.33 亿元。
- **受收现及原材料采购等影响经营性现金流承压。**公司 2021 年经营活动现金流量净额为-0.84 亿元，较上年同期变动-6.6 亿元。**1) 收现比情况：**公司收现比 90.05%，较上年同期变动-11.98pct，21 年末公司应收账款及应收票据余额为 16.77 亿元，同比增长 54.05%，其他应收款余额 2.43 亿元，同比增长 168%，主要系本期保证金增加较多；**2) 付现比情况：**公司付现比 92.08%，较上年同期变动-17.7pct。21 年末公司应付账款及应付票据余额为 25.21 亿元，同比增长 33.19%。2021 年末存货余额 20.81 亿元，同比增长 37.52%，其中原材料账面余额同比增长 57.71%。
- **盈利预测与投资评级：**公司经销与战略工程渠道双轮驱动，公司近年来与多家地产商达成战略合作，同时拓展整装、家装等小 B 渠道，工程收入占比持续提升。2021 年内布局高安基地完善产能及区域布局，增加公司业绩弹性。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 6.15、9.30、12.16 亿元，对应 PE 分别为 11X/7X/5X。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动风险；房地产行业波动的风险；市场竞争加剧风险；信用减值损失计提不充分的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.63
一年最低/最高价	15.55/35.33
市净率(倍)	1.78
流通 A 股市值(百万元)	3,415.55
总市值(百万元)	6,543.70

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.79
资产负债率(% ,LF)	61.95
总股本(百万股)	418.66
流通 A 股(百万股)	218.53

相关研究

内容目录

1. 蒙娜丽莎：收入维持高增，成本上涨及减值计提业绩承压	4
1.1. 全年收入高速增长，战略工程渠道同比增长 61.83%	4
1.2. 能源及原材料大幅上涨毛利承压，减值计提影响 21 年业绩	4
1.3. 受收现及原材料采购等影响经营性现金流承压	6
2. 投资建议与盈利预测	7
3. 风险提示	7

图表目录

图 1:	蒙娜丽莎单季度收入变化（百万元，%）	4
图 2:	蒙娜丽莎单季度归母净利润变化（百万元，%）	4
图 3:	蒙娜丽莎毛利率、净利率变动情况（%）	5
图 4:	蒙娜丽莎分业务毛利率变动情况（%）	5
图 5:	蒙娜丽莎分季度期间费用率变动情况（%）	6
图 6:	蒙娜丽莎经营性现金流净额变动情况（百万元）	6
图 7:	蒙娜丽莎分季度收现比、付现比情况（%）	6

1. 蒙娜丽莎：收入维持高增，成本上涨及减值计提业绩承压

事件：公司发布 2021 年年报。实现营收 69.87 亿元，同比增长 43.64%；实现归母净利润 3.15 亿元，同比下滑 44.41%；实现扣非归母净利润 2.98 亿元，同比增长-46.64%。其中，2021Q4 营收为 20.59 亿元，同比增长 34.80%；归母净利润为-1.02 亿元，同比下滑 154.20%。

1.1. 全年收入高速增长，战略工程渠道同比增长 61.83%

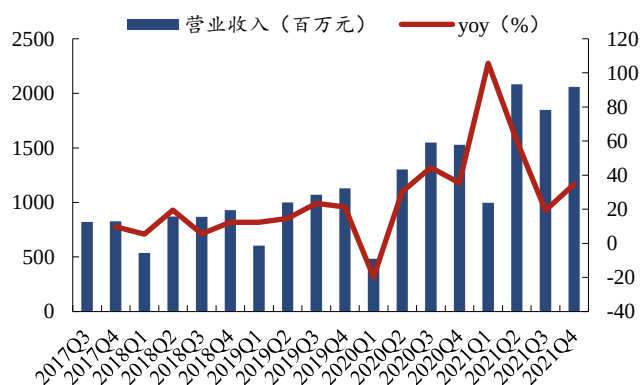
2021 年公司实现营收 69.87 亿元，同比增长 43.64%。2021 年年内公司通过股权收购，成立高安市蒙娜丽莎新材料有限公司，从而形成了广东佛山、广东清远、广西藤县、江西高安四大生产基地，在有效补充公司产能的同时也增加了对于华东区域市场的辐射。

分业务来看，核心产品瓷质有釉砖及陶瓷板等产品维持快速增长。2021 年瓷质有釉砖实现营业收入 45.21 亿元，同比增长 59.15%；瓷质无釉砖实现营业收入 4.60 亿元，同比下滑 15.70%；非瓷质有釉砖实现营业收入 9.41 亿元，同比增长 36.10%；陶瓷板、薄型陶瓷砖实现营业收入 9.15 亿元，同比增长 39.02%。

分季度来看，Q3 受限电限产等因素影响增速阶段性放缓。公司 2021 年 Q1-Q4 营收增速分别为 105.62%/59.95%/19.25%/34.80%。

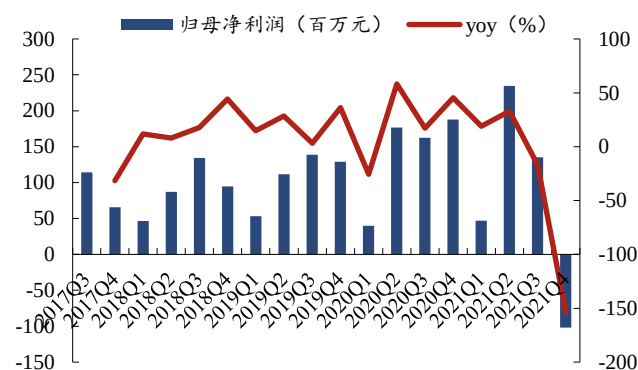
分渠道来看，战略工程渠道快速增长。2021 年经销渠道实现营收 35.70 亿元，同比增长 29.70%，截至 2021 年底，公司签约经销商 1540 个，拥有专卖店及销售网点 4620 个；战略工程渠道实现营收 34.16 亿元，同比增长 61.83%，公司在保持与万科、保利、碧桂园等近百家大型房地产商建立战略合作关系之下，同时加深与核心家装公司、互联网家装渠道、岩板家居定制、岩板家具企业、传统石材渠道的合作。

图1：蒙娜丽莎单季度收入变化（百万元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：蒙娜丽莎单季度归母净利润变化（百万元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 能源及原材料大幅上涨毛利承压，减值计提影响 21 年业绩

2021 年公司销售毛利率为 29.11%，同比变动-5.18pct。主要系天然气、煤炭等能源

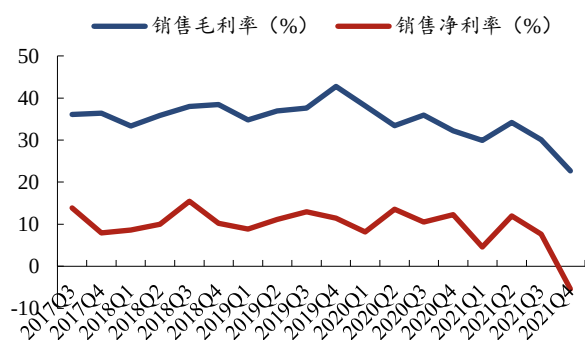
燃料价格大幅上涨，胚料、釉料等原材料也上涨较多。

分产品来看，2021 年瓷质有釉砖毛利率 29.91%，同比下滑 6.45 个百分点；瓷质无釉砖毛利率 31.18%，同比提升 0.39 个百分点；非瓷质有釉砖毛利率 17.35%，同比提升 0.19 个百分点；陶瓷板、薄型陶瓷砖毛利率 36.22%，同比下滑 12.35 个百分点，主要系能源及原材料价格上涨以及市场竞争加剧等因素影响。

分季度来看，2021 年 Q1-Q4 销售毛利率分别为 29.95%/34.19%/30.10%/22.67%，同比分别变动-8.16/+0.79/-5.84/-9.50pct。主要系 Q3 以来大宗原材料及能源价格大幅上涨以及部分产区限电等因素影响。

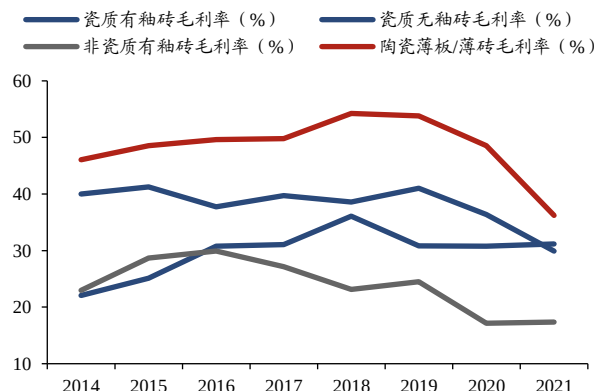
分渠道来看，2021 年经销渠道毛利率 24.86%，同比下滑 8.7 个百分点，主要系 C 端消化较多江西基地生产的中低端产品；战略工程渠道毛利率 33.55%，同比下滑 1.67 个百分点。

图3：蒙娜丽莎毛利率、净利率变动情况（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

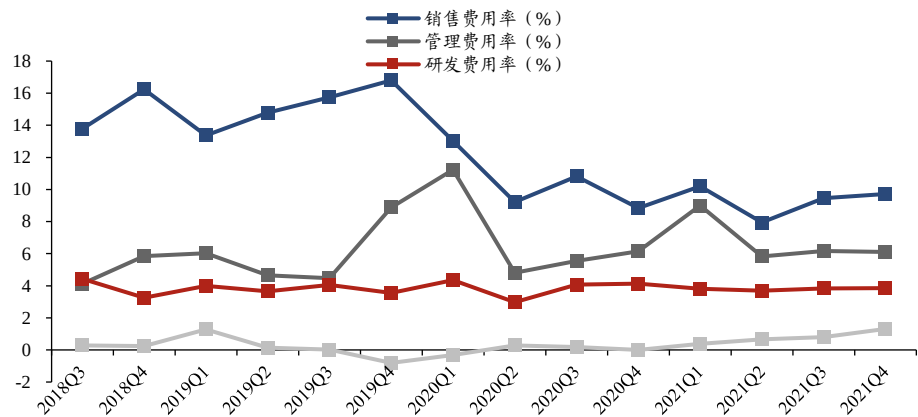
图4：蒙娜丽莎分业务毛利率变动情况（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

期间费用率方面，2021 年公司销售费用率 9.19%，同比变动-0.8pct，主要系公司加强渠道建设、加大品牌宣传和推广，导致广宣费、销售运营费等增加较多；管理费用率 6.45%，同比变动+0.34pct，主要系本报告期收购江西控股子公司致员工薪酬、资产折旧、无形资产摊销等费用增加，加之随着集团生产经营规模扩大，行政办公费增加；研发费用率 3.80%，同比变动-0.02pct；财务费用率 0.85%，同比变动+0.74pct，主要系公司银行借款增加导致利息费用增加以及公司发行的可转债在 2021 年计提债券利息等原因。随着公司生产规模的增加，营运资金需求增加，期末公司资产负债率为 61.95%，同比增加 9.39pct。

图5: 蒙娜丽莎分季度期间费用率变动情况 (%)



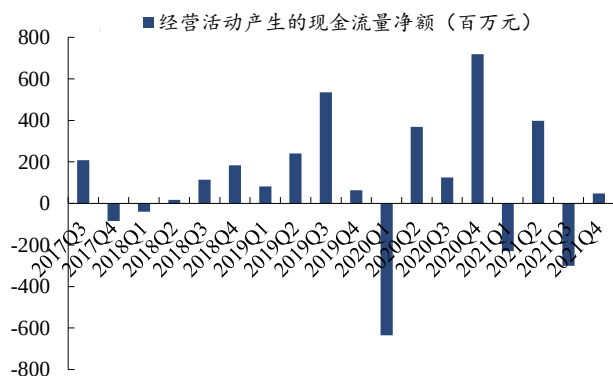
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

销售净利率为 4.64%，同比变动-7.00pct。分季度来看，公司 21 年 Q1-Q4 销售净利率分别为 4.58%/11.97%/7.60%/-5.40%。全年公司计提信用减值损失 1.86 亿元，其中 Q4 公司计提信用减值损失 1.18 亿元。报告期内公司计提资产减值损失 0.33 亿元，主要系针对库存商品计提减值。

1.3. 受收现及原材料采购等影响经营性现金流承压

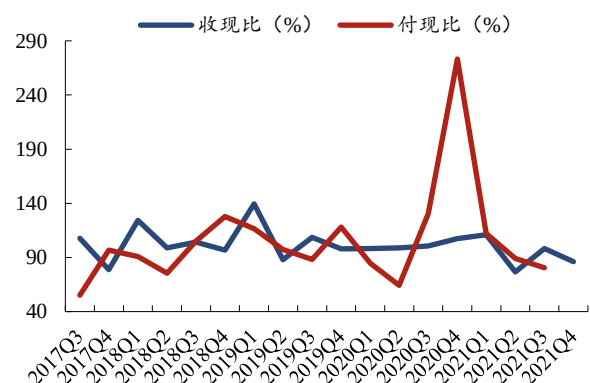
公司期内经营性活动现金流量净额为-0.84 亿元，较上年同期变动-6.6 亿元，去年同期为 5.76 亿元。**1) 收现比情况:** 期内公司收现比 90.05%，较上年同期变动-11.98pct，期末公司应收账款及应收票据余额为 16.77 亿元，去年同期为 10.88 亿元，同比增长 54.05%，其他应收款余额 2.43 亿元，同比增长 168%，主要系本期保证金增加较多；**2) 付现比情况:** 期内公司付现比 92.08%，较上年同期变动-17.7pct。期末公司应付账款及应付票据余额为 25.21 亿元，同比增长 33.19%。主要系随着公司生产销售规模扩大，原材料采购及产品储备增加，2021 年末存货余额 20.81 亿元，同比增长 37.52%，其中原材料账面余额同比增长 57.71%。

图6: 蒙娜丽莎经营性现金流净额变动情况 (百万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 蒙娜丽莎分季度收现比、付现比情况 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 投资建议与盈利预测

公司经销与战略工程渠道双轮驱动，公司近年来与多家地产商达成战略合作，同时拓展整装、家装等小 B 渠道，工程收入占比持续提升。2021 年内布局高安基地完善产能及区域布局，增加公司业绩弹性。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 6.15、9.30、12.16 亿元，对应 PE 分别为 11X/7X/5X。首次覆盖，给予“增持”评级。

3. 风险提示

原材料价格大幅波动风险；房地产行业波动的风险；市场竞争加剧风险；信用减值损失计提不充分的风险。

蒙娜丽莎三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7,029	8,077	9,714	11,809	营业总收入	6,987	8,901	11,064	13,506
货币资金及交易性金融资产	2,111	1,592	1,753	2,315	营业成本(含金融类)	4,953	6,317	7,740	9,373
经营性应收款项	2,460	3,245	3,768	4,307	税金及附加	46	56	72	88
存货	2,081	2,769	3,562	4,417	销售费用	642	819	1,012	1,236
合同资产	34	53	89	108	管理费用	451	543	675	817
其他流动资产	344	417	543	663	研发费用	265	338	420	513
非流动资产	4,192	4,628	4,906	5,115	财务费用	59	62	76	79
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	34	53	66	81
固定资产及使用权资产	3,253	3,515	3,626	3,682	投资净收益	-22	-27	-33	-41
在建工程	521	657	766	852	公允价值变动	-1	0	0	0
无形资产	283	324	384	453	减值损失	-219	-93	-42	-52
商誉	8	8	8	8	资产处置收益	3	0	0	0
长期待摊费用	18	15	13	11	营业利润	366	699	1,060	1,388
其他非流动资产	108	108	108	108	营业外净收支	5	5	5	5
资产总计	11,222	12,705	14,620	16,925	利润总额	371	704	1,065	1,393
流动负债	4,492	5,223	6,175	7,273	减:所得税	47	89	135	177
短期借款及一年内到期的非流动负债	343	343	343	343	净利润	324	615	930	1,216
经营性应付款项	2,521	2,821	3,393	4,083	减:少数股东损益	9	0	0	0
合同负债	42	63	77	94	归属母公司净利润	315	615	930	1,216
其他流动负债	1,587	1,996	2,362	2,753	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.75	1.47	2.22	2.90
非流动负债	2,460	2,660	2,860	3,060	EBIT	445	828	1,145	1,479
长期借款	1,288	1,488	1,688	1,888	EBITDA	769	1,339	1,734	2,147
应付债券	980	980	980	980	毛利率(%)	29.11	29.03	30.05	30.60
租赁负债	177	177	177	177	归母净利率(%)	4.51	6.91	8.41	9.00
其他非流动负债	15	15	15	15	收入增长率(%)	43.64	27.41	24.30	22.07
负债合计	6,952	7,883	9,035	10,333	归母净利润增长率(%)	-44.41	95.24	51.35	30.71
归属母公司股东权益	3,840	4,393	5,156	6,163					
少数股东权益	429	429	429	429					
所有者权益合计	4,269	4,822	5,585	6,592					
负债和股东权益	11,222	12,705	14,620	16,925					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-84	465	1,124	1,590	每股净资产(元)	8.79	10.04	11.86	14.27
投资活动现金流	-1,466	-969	-896	-914	最新发行在外股份(百万股)	419	419	419	419
筹资活动现金流	1,476	-15	-67	-115	ROIC(%)	6.61	9.72	12.06	13.77
现金净增加额	-74	-519	161	562	ROE-摊薄(%)	8.20	13.99	18.04	19.73
折旧和摊销	324	512	590	669	资产负债率(%)	61.95	62.04	61.80	61.05
资本开支	-1,066	-945	-865	-875	P/E(现价&最新股本摊薄)	20.78	10.64	7.03	5.38
营运资本变动	-1,038	-1,205	-807	-759	P/B(现价)	1.78	1.56	1.32	1.10

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

