

蒙娜丽莎 (002918)

证券研究报告

2022年04月28日

经销收入保持较好增长，盈利能力仍承压

Q1 收入保持稳健增长，维持“买入”评级

公司发布 22 年一季报，一季度实现营收 10.6 亿元，yoy+6.74%，归母净利润-0.74 亿元，去年同期盈利 0.47 元，扣非业绩-0.76 亿元，去年同期盈利 0.35 亿元。我们认为公司 Q1 亏损主要系原燃料价格大幅上涨导致毛利率同比下降。公司 Q1 CFO 净流出 1.38 亿元，同比少流出 0.92 亿元，收现比提升带动现金流同比改善。我们认为当前处于行业低谷，但公司仍然体现出了相比同行更强的稳健性，中长期具备持续成长能力，预计 22-24 年业绩 7/9.1/11.5 亿元，维持“买入”评级。

22Q1 经销端占比提升，后续业务结构有望优化

公司 Q1 经销端收入 5.6 亿元，同比增长 13.8%，占比 53%，比 21FY(51.1%)略有上升，战略工程渠道收入 5 亿元，同比降 0.24%，占比 47%。当前形势下，我们判断后续公司大 B 端业务中地产商相关业务有望相对平稳，非地产直销客户有望逐步增加。公司注重经销渠道开拓，2021 年经销商数量同比增加 25.2%，为公司经销端收入持续增长奠定较好基础。而经销端业务占比提升，有望逐步改善公司资产负债结构、现金流以及盈利能力。经销端在行业景气低谷仍保持较好增长。

毛利率仍然承压，盈利能力有较大提升空间

22Q1 公司毛利率 19.11%，同比下降 10.84pct，环比下降 3.56pct。22Q1 天然气均价同比+8.3%，环比+10.1%，煤炭价格同比上涨 80.3%，环比下跌 11.2%，我们判断毛利率同比下行可能与产品降价及原燃料涨价相关，环比下降则可能主要与燃料价格继续上行有关。我们认为当前行业受竞争恶化成本上行影响，盈利能力已在低位，有利于行业内产能的进一步出清。后续原燃料端若压力缓解，叠加公司自身降本增效，我们预计毛利率有较大改善空间。公司 22Q1 销售/管理/财务/研发费用率同比变动 -0.36/+0.41/+0.96/+0.64pct，资产减值占收入比重降 0.24pct，费用率上行也对盈利产生影响，后续若收入增长能力边际恢复，费用率亦有下行空间。

困境之中稳健性凸显，维持“买入”评级

虽然 Q1 公司经营仍面临一定压力，但我们认为 21FY 公司已体现出行业领先的渠道开拓能力和抗风险能力，伴随着自有产能逐步投放，公司有望在头部企业竞争中取得优势。预计 22-24 年 EPS1.68/2.16/2.74 元，维持“买入”评级。

风险提示：燃料价格维持高位时间超预期；行业竞争格局继续恶化。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,863.85	6,986.52	8,644.13	10,613.87	13,219.08
增长率(%)	27.86	43.64	23.73	22.79	24.55
EBITDA(百万元)	955.81	1,167.46	1,286.07	1,549.05	1,870.85
净利润(百万元)	566.40	314.85	704.87	905.70	1,149.11
增长率(%)	30.89	(44.41)	123.87	28.49	26.88
EPS(元/股)	1.35	0.75	1.68	2.16	2.74
市盈率(P/E)	9.73	17.50	7.82	6.08	4.79
市净率(P/B)	1.60	1.43	1.27	0.95	0.81
市销率(P/S)	1.13	0.79	0.64	0.52	0.42
EV/EBITDA	12.69	10.69	3.30	2.95	1.90

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	13.16 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	418.66
流通 A 股股本(百万股)	218.43
A 股总市值(百万元)	5,509.60
流通 A 股市值(百万元)	2,874.58
每股净资产(元)	8.46
资产负债率(%)	62.62
一年内最高/最低(元)	35.85/11.90

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
wangtaoa@tfzq.com

王雯 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005
wangwena@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

- 《蒙娜丽莎-年报点评报告:收入/渠道持续扩张，减值与成本影响业绩》2022-04-23
- 《蒙娜丽莎-公司点评:至暗时刻或已过去，股权回购彰显长期发展信心》2021-11-09
- 《蒙娜丽莎-季报点评:艰难时期仍保持较好收入增长，期待业绩回暖》2021-10-27

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,121.06	2,111.02	2,593.24	3,184.16	3,965.72
应收票据及应收账款	1,088.37	1,676.60	1,733.03	2,453.55	2,760.64
预付账款	6.36	27.59	7.76	33.50	22.40
存货	1,513.03	2,080.74	2,105.14	2,977.36	3,365.52
其他	309.43	1,099.39	1,007.84	1,012.59	1,114.31
流动资产合计	5,038.26	6,995.33	7,447.02	9,661.16	11,228.59
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,385.75	3,047.01	3,620.25	3,531.54	3,268.20
在建工程	789.13	521.26	104.25	20.85	0.00
无形资产	213.46	283.09	271.47	259.84	248.22
其他	108.09	341.01	166.58	191.75	225.70
非流动资产合计	2,496.43	4,192.37	4,162.55	4,003.98	3,742.12
资产总计	7,579.69	11,221.50	11,609.57	13,665.14	14,970.71
短期借款	368.00	180.00	417.83	1,050.04	917.72
应付票据及应付账款	1,892.67	2,520.92	4,076.02	3,771.36	3,840.10
其他	1,086.61	1,749.73	1,752.18	1,691.67	2,082.30
流动负债合计	3,347.29	4,450.64	6,246.04	6,513.06	6,840.12
长期借款	594.08	1,288.30	200.00	346.73	100.00
应付债券	0.00	980.35	326.78	435.71	580.95
其他	1.69	191.19	65.56	86.15	114.30
非流动负债合计	595.78	2,459.84	592.34	868.59	795.24
负债合计	3,984.36	6,952.12	6,838.38	7,381.65	7,635.36
少数股东权益	144.64	429.14	445.95	468.09	498.01
股本	406.11	414.94	418.66	418.66	418.66
资本公积	1,297.92	1,432.32	1,432.32	2,165.96	2,165.96
留存收益	1,746.66	1,869.06	2,432.96	3,175.70	4,179.29
其他	0.00	123.92	41.31	55.08	73.43
股东权益合计	3,595.33	4,269.38	4,771.19	6,283.49	7,335.35
负债和股东权益总计	7,579.69	11,221.50	11,609.57	13,665.14	14,970.71

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	566.40	324.23	704.87	905.70	1,149.11
折旧摊销	133.83	287.18	355.39	383.73	395.82
财务费用	20.63	84.41	42.86	33.65	38.91
投资损失	20.07	22.04	5.00	0.00	0.00
营运资金变动	96.00	(1,178.93)	1,691.25	(2,026.45)	(330.72)
其它	(261.06)	377.10	21.01	27.00	34.25
经营活动现金流	575.88	(83.97)	2,820.38	(676.37)	1,287.38
资本支出	1,225.08	1,544.27	625.63	179.41	71.85
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,431.33)	(3,010.72)	(1,130.63)	(379.41)	(171.85)
投资活动现金流	(1,206.25)	(1,466.44)	(505.00)	(200.00)	(100.00)
债权融资	937.03	1,451.25	(1,609.09)	887.69	(274.31)
股权融资	(87.89)	267.15	(224.07)	579.60	(131.51)
其他	203.07	(242.01)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	1,052.22	1,476.39	(1,833.16)	1,467.29	(405.81)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	421.85	(74.02)	482.22	590.92	781.56

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,863.85	6,986.52	8,644.13	10,613.87	13,219.08
营业成本	3,196.03	4,952.86	6,027.66	7,318.80	9,133.74
营业税金及附加	31.79	46.11	57.05	70.05	87.25
营业费用	485.88	641.87	760.68	1,018.93	1,242.59
管理费用	296.94	450.65	544.58	658.06	806.36
研发费用	185.82	265.33	328.48	392.71	489.11
财务费用	5.07	59.24	42.86	33.65	38.91
资产减值损失	(19.88)	(218.52)	(79.15)	(84.30)	(94.31)
公允价值变动收益	0.00	(0.52)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(20.07)	(22.04)	(5.00)	0.00	0.00
其他	49.19	445.14	(40.00)	(40.00)	(40.00)
营业利润	653.08	366.39	838.67	1,077.38	1,366.80
营业外收入	3.78	7.77	4.32	5.31	6.61
营业外支出	5.92	2.80	8.64	10.61	13.22
利润总额	650.93	371.37	834.34	1,072.07	1,360.19
所得税	84.53	47.13	108.46	139.37	176.83
净利润	566.40	324.23	725.88	932.70	1,183.37
少数股东损益	0.00	9.39	21.01	27.00	34.25
归属于母公司净利润	566.40	314.85	704.87	905.70	1,149.11
每股收益(元)	1.35	0.75	1.68	2.16	2.74

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	27.86%	43.64%	23.73%	22.79%	24.55%
营业利润	28.19%	-43.90%	128.90%	28.46%	26.86%
归属于母公司净利润	30.89%	-44.41%	123.87%	28.49%	26.88%
获利能力					
毛利率	34.29%	29.11%	30.27%	31.05%	30.90%
净利率	11.65%	4.51%	8.15%	8.53%	8.69%
ROE	16.41%	8.20%	16.30%	15.57%	16.81%
ROIC	42.64%	15.06%	17.28%	31.54%	25.05%
偿债能力					
资产负债率	52.57%	61.95%	58.90%	54.02%	51.00%
净负债率	-28.38%	11.72%	-32.45%	-19.38%	-30.46%
流动比率	1.50	1.56	1.19	1.48	1.64
速动比率	1.05	1.10	0.86	1.03	1.15
营运能力					
应收账款周转率	5.07	5.05	5.07	5.07	5.07
存货周转率	3.74	3.89	4.13	4.18	4.17
总资产周转率	0.76	0.74	0.76	0.84	0.92
每股指标(元)					
每股收益	1.35	0.75	1.68	2.16	2.74
每股经营现金流	1.38	-0.20	6.74	-1.62	3.07
每股净资产	8.24	9.17	10.33	13.89	16.33
估值比率					
市盈率	9.73	17.50	7.82	6.08	4.79
市净率	1.60	1.43	1.27	0.95	0.81
EV/EBITDA	12.69	10.69	3.30	2.95	1.90
EV/EBIT	14.54	13.78	4.57	3.93	2.41

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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