

蒙娜丽莎

002918

审慎增持
(维持)

Q3 现金流改善，C 端发力驱动业绩增长

2022 年 10 月 26 日

市场数据

市场数据日期	2022-10-25
收盘价(元)	13.31
总股本(百万股)	418.95
流通股本(百万股)	218.81
总市值(百万元)	5576.23
流通市值(百万元)	2912.40
净资产(百万元)	3238.29
总资产(百万元)	10618.16
每股净资产(元)	7.73

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证建材】蒙娜丽莎 2021 年报点评: 营收高增长, 原燃料上涨 + 减值拖累业绩》
2022-04-24

《蒙娜丽莎: Q1 收入翻倍增长, 子公司并表拖累业绩》
2021-04-17

《蒙娜丽莎: Q4 业绩加速, 有望持续高增长》
2021-04-02

分析师:

黄杨

huangyang@xyzq.com.cn

S0190518070004

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

研究助理:

李贤东

jixiandong@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6987	6742	7720	8515
同比增长	43.6%	-3.5%	14.5%	10.3%
归母净利润(百万元)	315	-192	467	551
同比增长	-44.4%	-161.0%	343.4%	17.9%
毛利率	29.1%	24.5%	28.9%	29.5%
净利率	4.6%	-2.8%	6.1%	6.5%
净资产收益率	8.2%	-5.5%	12.3%	13.1%
每股收益(元)	0.75	-0.46	1.12	1.32
每股经营现金流(元)	-0.20	0.85	2.38	3.06

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- 公司披露 2022 年三季度报告。2022 年前三季度实现营收 46.94 亿元, 同比-4.73%, 实现归母净利-3.70 亿元, 同比-188.69%, 扣非后归母净利-3.73 亿元, 同比-192.83%。其中, 单三季度实现营收 17.69 亿元, 同比-4.18%, 归母净利 1.18 亿元, 同比-12.56%, 扣非后归母 1.18 亿元, 同比-14.62%。
- 分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3 分别实现营业收入 10.64 亿元、18.61 亿元、17.69 亿元, 分别较去年同期变动+6.74%、-10.70%、-4.18%, Q3 营收同比降幅收窄。分业务来看, 公司前三季度经销业务收入为 26.56 亿元, 同比增长 6.88%, 工程战略业务收入 19.90 亿元, 同比-15.39%。
- 公司 2022 年前三季度实现综合毛利率 23.36%, 较去年同期下降 8.44pct。分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3 分别实现毛利率 19.11%、22.24%、27.09%, 分别较去年同期变动-10.83pct、-11.95pct、-3.01pct, 主要系受成本端拖累, 毛利率同比降幅明显。环比来看, 随着原燃料价格高位回调, 毛利率逐季改善。
- 公司 2022 年前三季度实现净利率-7.52%, 较去年同期下滑 16.35pct, 主因一方面系成本端压力加大导致毛利率下滑, 另一方面系公司计提信用减值损失 5.08 亿元以充分释放坏账风险, 短期内拖累利润。期间费用率为 20.25%, 同比增加 0.26pct。
- 公司 2022 年前三季度经营性现金流净额为 4.65 亿元, 较去年同期+5.98 亿元; 每股经营性现金流净额为 1.12 元, 较去年同期增加 1.44 元。Q3 现金流明显好转, 主要系公司加强应收款风险管控, 加大力度追收货款, 销售回款增加所致。从收、付现比的角度来看, 公司 2022 年前三季度收、付现比分别为 111.90%和 119.44%, 分别较去年同期变动+20.23pct、+0.40pct。现金流方面, 投资活动产生的现金流量净额同比+37.76%, 筹资活动产生的现金流量净额同比-101.61%。
- 资产负债表分析: 本报告期末资产负债率为 66.90%, 较去年期末变动+4.94pct。应收账款较去年同期变动-13.16%, 主要系公司加大风险管控力度, 销售回款增加所致; 库存股较去年同期变动+157.05%, 主要系公司终止实施 2021 年限制性股票激励计划, 回购注销 442 万股, 回购价格为 15.13 元/股。
- 盈利预测及评级: 我们预计 2022-2024 年归母净利-1.92、4.67、5.51 亿元, 根据 10 月 25 日股价对应 PE 分别为-29.0X、11.9X、10.1X。维持“审慎增持”评级。

风险提示: 宏观经济下行压力加大; 地产竣工修复不及预期; 原燃材料价格上涨; 行业竞争加剧。

报告正文

事件

- 公司披露 2022 年三季度报告。2022 年前三季度实现营收 46.94 亿元，同比-4.73%，实现归母净利-3.70 亿元，同比-188.69%，扣非后归母净利-3.73 亿元，同比-192.83%。其中，单三季度实现营收 17.69 亿元，同比-4.18%，归母净利 1.18 亿元，同比-12.56%，扣非后归母 1.18 亿元，同比-14.62%。

点评

- 公司披露 2022 年三季度报告，2022 年前三季度实现营收 46.94 亿元，同比-4.73%，其中 Q3 收入 17.69 亿元，同比-4.18%。
 - 1) 分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3 分别实现营业收入 10.64 亿元、18.61 亿元、17.69 亿元，分别较去年同期变动+6.74%、-10.70%、-4.18%，Q3 营收同比降幅收窄。
 - 2) 分业务来看，公司前三季度经销业务收入为 26.56 亿元，同比增长 6.88%，工程战略业务收入 19.90 亿元，同比-15.39%。一方面，公司延续经销渠道下沉策略，积极开拓空白市场，经销业务收入实现稳健增长，其占比提升至 56.58%；另一方面，受房地产行业调控升级、疫情反复等因素影响，公司主动收缩部分回款慢、信用风险高的房地产客户的订单，工程战略业务收入下滑明显，其占比降至 42.39%。
- 公司 2022 年前三季度实现综合毛利率 23.36%，较去年同期下降 8.44pct。分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3 分别实现毛利率 19.11%、22.24%、27.09%，分别较去年同期变动-10.83pct、-11.95pct、-3.01pct，主要系受成本端拖累，天然气、煤炭等能源燃料以及胚料、釉料等原材料价格大幅上涨，毛利率同比降幅明显。环比来看，随着原燃料价格高位回调，毛利率逐季改善。
- 公司 2022 年前三季度实现净利率-7.52%，较去年同期下滑 16.35pct，主因一方面系成本端压力加大导致毛利率下滑，另一方面系公司计提信用减值损失 5.08 亿元以充分释放坏账风险，短期内拖累利润。期间费用率为 20.25%，同比增加 0.26pct。
 - 1) 销售费用率 8.30%，同比下降 0.67pct；
 - 2) 管理费用率 6.88%，同比增加 0.28pct；
 - 3) 财务费用率 1.13%，同比增加 0.47pct，财务费用同比+63.67%，主要系报告期计提可转债利息所致；
 - 4) 研发费用率 3.95%，同比增加 0.18pct。
- 公司 2022 年前三季度经营性现金流净额为 4.65 亿元，较去年同期+5.98 亿

元；每股经营性现金流净额为 1.12 元，较去年同期增加 1.44 元。

- 1) 分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3 每股经营性现金流净额分别为-0.33、0.82、0.63 元，分别较去年同期变动+0.22、-0.14、+1.36 元，Q3 现金流明显好转，主要系公司加强应收款风险管控，加大力度追收货款，销售回款增加所致。
- 2) 从收、付现比的角度来看，公司 2022 年前三季度收、付现比分别为 111.90% 和 119.44%，分别较去年同期变动+20.23pct、+0.40pct。
- 3) 现金流方面，投资活动产生的现金流量净额同比+37.76%，主要系报告期内并购投资、固定资产投资和设备技改投入的规模同比减少所致；筹资活动产生的现金流量净额同比-101.61%，主要系上年同期公司发行可转债，本报告期内无发债等募资举措所致。

- 资产负债表分析：本报告期末资产负债率为 66.90%，较去年期末变动 +4.94pct，主要系报告期内融资减少所致。应收账款较去年期末变动-13.16%，主要系公司加大风险管控力度，销售回款增加所致；库存股较去年期末变动 +157.05%，主要系公司终止实施 2021 年限制性股票激励计划，回购注销 442 万股，回购价格为 15.13 元/股。

- C 端下沉战略+B 端高质量发展，公司盈利和现金流底部修复可期。公司主要从事高品质建筑陶瓷产品的研发、生产和销售，拥有佛山、清远、藤县、高安四大生产基地。2021H2 以来，在房地产需求下行及原燃材料成本上涨的双重压力下，公司盈利阶段性承压。公司积极调整业务结构驱动业绩增长：1) C 端：延续渠道下沉策略，大力拓展县镇级市场，凸显品牌竞争优势；2) 大 B 端：继续加强与优质工程客户的战略合作，主动缩减部分回款慢、风险高的工程战略业务；3) 小 B 端：加强与核心互联网家装公司的合作，进一步实现多渠道市场开拓。后续随着宏观经济下行压力缓解带来需求回暖、原燃材料价格企稳回落减轻成本压力，公司的渠道、产品、服务等优势将进一步凸显，驱动盈利能力提升。

- 盈利预测及评级：我们预计 2022-2024 年归母净利-1.92、4.67、5.51 亿元，根据 10 月 25 日股价对应 PE 分别为-29.0X、11.9X、10.1X。维持“审慎增持”评级。

- 风险提示：宏观经济下行压力加大；地产竣工修复不及预期；原燃材料价格上涨；行业竞争加剧。

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	7029	6626	7160	7614
货币资金	2111	2034	2074	2067
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1677	1558	1798	1988
预付款项	28	20	23	26
存货	2081	2266	2423	2636
其他	1133	748	843	898
非流动资产	4192	4999	5848	6529
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3047	4193	5153	5885
在建工程	521	269	116	29
无形资产	283	332	379	428
商誉	8	8	8	8
长期待摊费用	18	-3	-26	-50
其他	314	200	219	228
资产总计	11222	11625	13008	14143
流动负债	4492	5224	5552	5605
短期借款	180	950	1017	795
应付票据及应付账款	2521	2915	3071	3325
其他	1791	1358	1465	1485
非流动负债	2460	2489	3228	3908
长期借款	1288	1902	2543	3175
其他	1172	587	684	733
负债合计	6952	7713	8780	9513
股本	415	415	415	415
资本公积	1432	1432	1432	1432
未分配利润	1709	1421	1711	2089
少数股东权益	429	429	429	429
股东权益合计	4269	3912	4228	4630
负债及权益合计	11222	11625	13008	14143

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	315	-192	467	551
折旧和摊销	287	456	631	803
资产减值准备	219	-30	20	18
资产处置损失	-3	-3	-4	-4
公允价值变动损失	1	0	0	0
财务费用	84	40	39	43
投资损失	22	24	27	29
少数股东损益	9	0	0	0
营运资金的变动	-1038	64	-184	-158
经营活动产生现金流量	-84	357	997	1282
投资活动产生现金流量	-1466	-1403	-1510	-1525
融资活动产生现金流量	1476	969	554	236
现金净变动	-74	-77	40	-7
现金的期初余额	2030	2111	2034	2074
现金的期末余额	1956	2034	2074	2067

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6987	6742	7720	8515
营业成本	4953	5090	5489	6003
税金及附加	46	40	46	51
销售费用	642	587	695	766
管理费用	451	431	517	579
研发费用	265	295	354	426
财务费用	59	40	39	43
其他收益	34	37	41	45
投资收益	-22	-24	-27	-29
公允价值变动收	-1	0	0	0
信用减值损失	-186	-500	-69	-42
资产减值损失	-33	-4	-5	-6
资产处置收益	3	3	4	4
营业利润	366	-230	524	620
营业外收入	8	12	13	14
营业外支出	3	2	2	2
利润总额	371	-220	535	631
所得税	47	-28	68	80
净利润	324	-192	467	551
少数股东损益	9	0	0	0
归属母公司净利	315	-192	467	551
EPS(元)	0.75	-0.46	1.12	1.32

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长	43.6%	-3.5%	14.5%	10.3%
营业利润增长	-43.9%	-162.8%	327.9%	18.2%
归母净利润增长	-44.4%	-161.0%	343.4%	17.9%
盈利能力				
毛利率	29.1%	24.5%	28.9%	29.5%
净利率	4.6%	-2.8%	6.1%	6.5%
ROE	8.2%	-5.5%	12.3%	13.1%
偿债能力				
资产负债率	62.0%	66.4%	67.5%	67.3%
流动比率	1.56	1.27	1.29	1.36
速动比率	1.10	0.83	0.85	0.89
营运能力				
资产周转率	74.3%	59.0%	62.7%	62.7%
应收帐款周转	619.9%	509.2%	566.4%	552.4%
存货周转率	271.4%	230.0%	230.5%	233.5%
每股资料(元)				
每股收益	0.75	-0.46	1.12	1.32
每股经营现金	-0.20	0.85	2.38	3.06
每股净资产	9.17	8.32	9.07	10.03
估值比率(倍)				
PE	17.7	-29.0	11.9	10.1
PB	1.5	1.6	1.5	1.3

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。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,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn