

蒙娜丽莎 (002918.SZ)

强烈推荐 (维持)

Q3 盈利改善, 经销加码现金流优化

公司 2022 年前三季度实现收入 46.94 亿元, 同比下降 4.73%; 归母净利润亏损 3.70 亿元, 去年同期盈利 4.17 亿元; 扣非后归母净利润亏损 3.73 亿元, 去年同期盈利 4.02 亿元; 基本 EPS 为 -0.90 元/股, 去年同期为 1.02 元/股; 加权平均 ROE 为 -10.38%, 同比下降 21.88pct。

- Q3 实现单季盈利, 收入总体稳健。公司 22 年前三季度实现收入 46.94 亿元, 同比下降 4.73%; 归母净利润亏损 3.70 亿元, 去年同期盈利 4.17 亿元。分季度看, 22Q1/Q2/Q3 收入分别为 10.64 亿元/18.61 亿元/17.69 亿元, 同比 +6.74%/-10.70%/-4.18%, 归母净利润分别为 -0.74 亿元/-4.14 亿元/1.18 亿元, 去年同期分别为 0.47 亿元/2.35 亿元/1.35 亿元。
- 22Q3 净利率环比提升, 费用率略有增加。公司 2022 前三季度毛利率/净利率分别为 23.36%/-7.52%, 其中 22Q3 毛利率/净利率为 27.09%/7.95%, 分别同比 -3.01pct/+0.35pct, 环比 22Q2+4.85pct/+30.06pct。净利率环比显著改善, 主要由于计提减值损失已在上期完成, 本期净利润未受计提损失影响。2022 前三季度期间费用率同比 +0.26pct 至 20.25%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别 -0.67pct/+0.28pct/+0.18pct/+0.47pct; 财务费用略有升高, 主要由报告期计提可转债利息所致。
- 瓷砖产能加速出清, 公司渠道优化现金流改善。近期“保交楼”政策推进下, 房地产竣工有所改善, 瓷砖需求有望提振; 叠加部分瓷砖产线转产提锂, 瓷砖行业产能得到明显出清。公司持续优化渠道结构, 降低大 B 渠道业务占比, 2022 年前三季度经销业务收入 26.56 亿元, 同比增长 6.88%, 工程战略业务收入 19.90 亿元, 同比下降 15.39%; 前三季度经销与直销渠道比例为 57:43, 经销渠道占比进一步提升。前三季度公司经营性现金流净流入 4.65 亿元, 去年同期为净流出 1.32 亿元, 单三季度经营性现金流净流入 2.63 亿元; 报告期内公司加强应收账款风险管控, 加大力度追收货款, 销售回款增加, 经营现金流改善。截至三季度末, 公司应收账款及票据余额同比下降 27%至 12.94 亿元, 收现比/付现比分别为 1.12/1.02。
- 看好后续盈利能力进一步修复。公司是瓷砖行业领军企业, 定位中高端市场, 积极优化渠道结构, 加大经销渠道业务占比, 提高现金流和回款质量。面对行业性压力, 公司调整渠道策略、降本控费, 具有较强的业绩修复弹性, 22Q3 扭亏为盈, 预计后续盈利能力仍将进一步修复。我们预计公司 2022-2023 年 EPS 分别为 0.01 元、1.56 元, 对应 PE 分别为 892.3x、8.5x, 维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示: 地产投资增速下滑、原材料和燃料成本大幅提升。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	4864	6987	7241	9408	11414
同比增长	28%	44%	4%	30%	21%
营业利润(百万元)	653	366	10	757	1002
同比增长	28%	-44%	-97%	7804%	32%
归母净利润(百万元)	566	315	6	646	859
同比增长	31%	-44%	-98%	10344%	33%
每股收益(元)	1.37	0.76	0.01	1.56	2.07
PE	9.7	17.5	892.3	8.5	6.4
PB	1.6	1.4	1.5	1.3	1.1

资料来源: 公司数据、招商证券

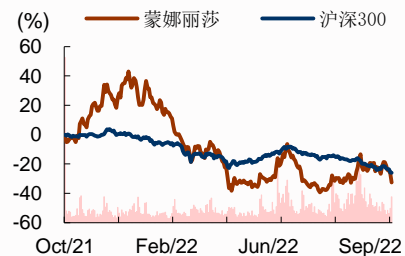
中游制造/建材
目标估值: NA
当前股价: 13.31 元

基础数据

总股本(万股)	41456
已上市流通股(万股)	21884
总市值(亿元)	55
流通市值(亿元)	29
每股净资产(MRQ)	7.8
ROE(TTM)	-14.6
资产负债率	66.9%
主要股东	萧华
主要股东持股比例	29.86%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	-14	-42
相对表现	-4	-9	-15



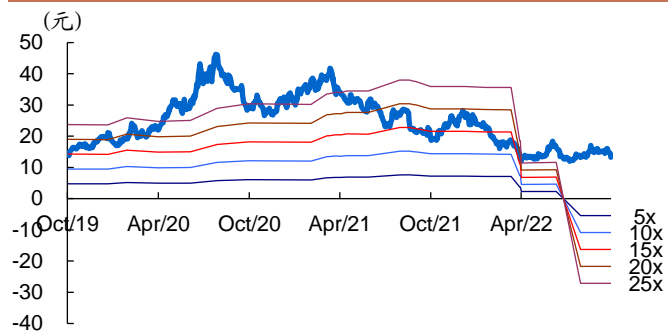
资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《蒙娜丽莎 (002918) — 减值影响业绩, 经销逆势增长》2022-08-26
- 《蒙娜丽莎 (002918) — 成本影响 Q1 业绩, 加码经销渠道布局》2022-04-28
- 《蒙娜丽莎 (002918) — 产能释放稳收入, 成本+减值计提影响利润》2022-04-24

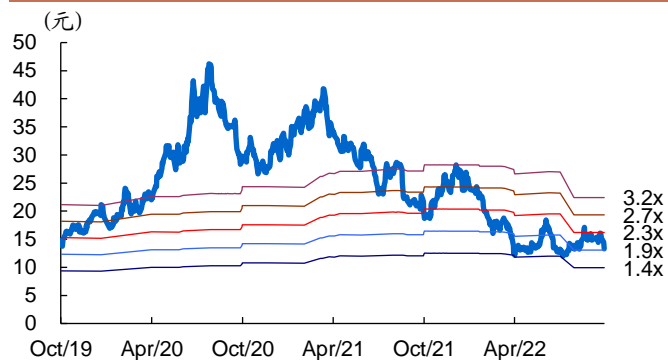
郑晓刚 S1090517070008
zhengxiaogang@cmschina.com.cn
袁定云 研究助理
yuandingyun@cmschina.com.cn

图 1: 蒙娜丽莎历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 蒙娜丽莎历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	5083	7029	5802	7431	8829
现金	2121	2111	720	864	878
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	273	402	417	542	657
应收款项	816	1274	1301	1690	2050
其它应收款	91	243	252	328	398
存货	1513	2081	2161	2772	3348
其他	270	917	951	1235	1498
非流动资产	2496	4192	5705	7021	8167
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1386	3047	4592	5938	7110
无形资产商誉	213	292	262	236	213
其他	897	854	850	847	845
资产总计	7580	11222	11507	14452	16996
流动负债	3389	4492	5027	7307	9160
短期借款	368	180	722	1934	2780
应付账款	1893	2521	2628	3372	4072
预收账款	41	42	43	56	67
其他	1087	1750	1632	1945	2240
长期负债	596	2460	2460	2460	2460
长期借款	594	1288	1288	1288	1288
其他	2	1172	1172	1172	1172
负债合计	3984	6952	7486	9767	11620
股本	406	415	415	415	415
资本公积金	1298	1556	1405	1405	1405
留存收益	1747	1869	1772	2417	3082
少数股东权益	145	429	429	449	474
归属于母公司所有者权益	3451	3840	3591	4237	4902
负债及权益合计	7580	11222	11507	14452	16996

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	576	(84)	535	1031	1500
净利润	566	324	6	665	884
折旧摊销	134	324	429	626	798
财务费用	21	84	108	160	222
投资收益	20	22	(8)	(12)	(33)
营运资金变动	(158)	(817)	(10)	(425)	(386)
其它	(7)	(21)	9	16	14
投资活动现金流	(1206)	(1466)	(1942)	(1938)	(1917)
资本支出	(1204)	(1077)	(1950)	(1950)	(1950)
其他投资	(2)	(389)	8	12	33
筹资活动现金流	1052	1476	17	1051	431
借款变动	1096	299	380	1212	846
普通股增加	3	9	(0)	0	0
资本公积增加	102	258	(151)	0	0
股利分配	(141)	(191)	(104)	0	(194)
其他	(7)	1101	(108)	(160)	(222)
现金净增加额	422	(74)	(1391)	144	13

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4864	6987	7241	9408	11414
营业成本	3196	4953	5164	6625	8001
营业税金及附加	32	46	48	62	75
营业费用	486	642	663	850	1022
管理费用	297	451	471	588	691
研发费用	186	265	275	357	433
财务费用	5	59	108	160	222
资产减值损失	(28)	(216)	(511)	(20)	0
公允价值变动收益	0	(1)	0	0	0
其他收益	39	34	30	34	33
投资收益	(20)	(22)	(22)	(22)	0
营业利润	653	366	10	757	1002
营业外收入	4	8	4	5	6
营业外支出	6	3	4	4	4
利润总额	651	371	10	759	1005
所得税	85	47	4	94	120
少数股东损益	0	9	0	19	26
归属于母公司净利润	566	315	6	646	859

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	28%	44%	4%	30%	21%
营业利润	28%	-44%	-97%	7804%	32%
归母净利润	31%	-44%	-98%	10344%	33%
获利能力					
毛利率	34.3%	29.1%	28.7%	29.6%	29.9%
净利率	11.6%	4.5%	0.1%	6.9%	7.5%
ROE	17.8%	8.6%	0.2%	16.5%	18.8%
ROIC	14.8%	7.1%	1.7%	11.6%	12.4%
偿债能力					
资产负债率	52.6%	62.0%	65.1%	67.6%	68.4%
净负债比率	14.5%	14.5%	17.5%	22.3%	23.9%
流动比率	1.5	1.6	1.2	1.0	1.0
速动比率	1.1	1.1	0.7	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7
存货周转率	2.5	2.8	2.4	2.7	2.6
应收账款周转率	5.1	5.1	4.3	4.8	4.6
应付账款周转率	1.8	2.2	2.0	2.2	2.1
每股资料(元)					
EPS	1.37	0.76	0.01	1.56	2.07
每股经营净现金	1.39	-0.20	1.29	2.49	3.62
每股净资产	8.32	9.26	8.66	10.22	11.82
每股股利	0.46	0.25	0.00	0.47	0.62
估值比率					
PE	9.7	17.5	892.3	8.5	6.4
PB	1.6	1.4	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	16.5	17.8	23.3	8.2	6.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑晓刚：毕业于英国东安吉利亚大学，经济学硕士，2017年1月加入招商证券，从事建材行业研究，2019年开始负责建筑与建材行业。所带团队入选2019年、2020年建筑材料行业最佳行业分析团队金牛奖，2021年新浪财经金麒麟新锐分析师建筑材料行业第一名。

袁定云：上海交通大学工学管理学双学士、管理学硕士，2021年7月加入招商证券，从事建材行业研究。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。