

股票投资评级

## 蒙娜丽莎(002918)

买入|维持

### 个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

### 公司基本情况

最新收盘价 (元)	18.07
总股本/流通股本 (亿股)	4.15 / 2.19
总市值/流通市值 (亿元)	75 / 40
52周内最高/最低价	23.09 / 12.40
资产负债率(%)	65.2%
市盈率	-19.64
第一大股东	萧华

### 研究所

分析师: 丁士涛  
SAC 登记编号:S1340522090005  
Email: dingshitao@cnpsec.com  
研究助理: 刘依然  
SAC 登记编号:S1340122090020  
Email: liuyiran@cnpsec.com

## 经营效率持续优化，利润弹性释放

### 事件：

公司发布2023年半年报，2023 H1实现营业收入29.10亿元，同比下降0.49%；实现归母净利润1.64亿元，同比增长133.76%；扣非归母净利润1.66亿元，同比增长133.90%。

2023 Q2单季度实现营业收入18.09亿元，同比下降2.80%；归母净利润1.58亿元，同比增长138.08%；扣非归母净利润1.60亿元，同比增长138.51%。

### 经销渠道逆势增长，战略工程主动收缩

分产品来看，2023 H1公司瓷质有釉砖/瓷质无釉砖/非瓷质有釉砖/陶瓷板、薄型陶瓷砖分别实现收入22.17/0.45/3.05/3.19亿元，分别同比+8.93%/-62.24%/-14.53%/-10.91%。公司营业收入同比小幅下降主要由于2023年上半年房地产市场延续低迷，陶瓷行业进入存量甚至缩量的激烈竞争时代；叠加整体消费降级，公司销售产品结构调整及降价促销等导致产品均价同比下降。分渠道来看，公司通过渠道下沉、店面升级等提升经销端销售力，同时继续拓宽如电商、直播、互联网家装、设计师等渠道范围，实行多元化、多业态的全渠道市场营销。2023 H1公司经销渠道实现收入18.44亿元，同比增长12.37%，占主营业务收入的比例为63.62%，同比提升6.92 pct；战略工程渠道实现收入10.54亿元，同比下降15.86%。公司基于风险管理策略仍收缩部分流动性风险较大的房地产客户订单，战略工程渠道收入下降。

### 毛利率显著修复，降本增效成效显现

2023 H1公司销售毛利率为27.92%，同比提高6.82 pct；2023 Q2单季度销售毛利率为30.00%，同/环比分别提高7.76/5.49 pct；销售净利率为9.58%，环比提高8.56 pct。主要产品毛利率来看，2023 H1公司瓷质有釉砖/非瓷质有釉砖/陶瓷板、薄型陶瓷砖分别实现毛利率28.99%/19.39%/27.80%，分别同比+7.76/+8.26/-2.42 pct。公司毛利率显著修复，主要受益于能源及部分原材料价格下降；根据生意社数据，2023 Q1/Q2 LNG市场价分别同比下降5.86%/39.96%。公司持续推进渠道结构的优化与数字化建设赋能，降本增效成果显现。费用率方面，2023 H1公司期间费用率为18.84%，同比下降2.59 pct；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为6.62%/7.38%/3.41%/1.44%，分别同比-2.26/+0.27/-0.99/+0.38 pct。2023 Q2期间费用率为17.28%，同/环比分别下降2.11/4.13 pct。

### 现金流保持稳健，经营效率持续优化

2023 H1公司经营性现金流量净额为1.68亿元，同比减少0.34亿元；收现比/付现比分别为100.85%/103.53%，分别同比-8.44/+4.56 pct。2023 H1公司应收账款/存货周转次数分别为2.74/1.27次，分别同比提高0.31/0.18次。公司主动对回款慢、风险高的工程项目控制投入，加大力度控制应收款风险，专人专责加强应收款追收。2023 H1公司计提信用减值损失0.38亿元，同比

减少 4.74 亿元；截至 2023/06/30，公司应收账款及应收票据规模为 11.58 亿元，同比下降 14.26%；公司 2022 年计提信用减值损失较充分，后续应收账款风险可控。

#### 盈利预测与投资建议

公司作为 B 端、C 端全渠道布局的瓷砖龙头企业，品牌、渠道竞争优势显著。公司收入结构优化调整、降本控费成效显现叠加成本端压力缓解提振盈利水平，23 年全年业绩有望彰显高弹性。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.18/6.40/7.87 亿元，分别同比增长 235.70%/23.58%/23.00%，EPS 分别为 1.25/1.54/1.89 元，当前股价对应 P/E 分别为 14.50/11.73/9.54 倍，维持“买入”评级。

#### 风险提示：

房地产竣工端修复不及预期；原材料、燃料价格大幅上涨风险；行业竞争加剧、市场集中度提升不及预期。

#### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	6229	6750	7762	8892
增长率(%)	-10.85	8.38	14.99	14.55
EBITDA（百万元）	48.84	1158.81	1368.58	1579.64
归属母公司净利润（百万元）	-381.36	517.52	639.54	786.67
增长率(%)	-221.13	235.70	23.58	23.00
EPS(元/股)	-0.92	1.25	1.54	1.89
市盈率(P/E)	—	14.50	11.73	9.54
市净率(P/B)	2.31	2.24	1.96	1.70
EV/EBITDA	176.89	7.74	6.39	5.37

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>									
营业收入	6229	6750	7762	8892	营业收入	-10.8%	8.4%	15.0%	14.6%
营业成本	4756	4879	5585	6369	营业利润	-222.0%	236.3%	23.6%	23.2%
税金及附加	49	53	61	70	归属于母公司净利润	-221.1%	235.7%	23.6%	23.0%
销售费用	515	439	505	578	盈利能力				
管理费用	447	419	474	534	毛利率	23.6%	27.7%	28.1%	28.4%
研发费用	235	236	264	293	净利率	-6.1%	7.7%	8.2%	8.8%
财务费用	77	70	66	61	ROE	-11.7%	15.5%	16.7%	17.8%
资产减值损失	-44	-35	-40	-45	ROIC	-4.1%	8.8%	10.0%	11.2%
<b>营业利润</b>	<b>-447</b>	<b>609</b>	<b>753</b>	<b>927</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	7	9	11	12	资产负债率	65.2%	63.5%	60.7%	57.9%
营业外支出	4	5	6	7	流动比率	1.33	1.27	1.32	1.38
<b>利润总额</b>	<b>-443</b>	<b>613</b>	<b>758</b>	<b>932</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	-96	80	99	121	应收账款周转率	5.48	6.73	7.38	7.67
<b>净利润</b>	<b>-347</b>	<b>534</b>	<b>659</b>	<b>811</b>	存货周转率	3.19	3.77	4.24	4.44
<b>归属净利润</b>	<b>-381</b>	<b>518</b>	<b>640</b>	<b>787</b>	总资产周转率	0.58	0.67	0.75	0.81
<b>每股收益(元)</b>	<b>-0.92</b>	<b>1.25</b>	<b>1.54</b>	<b>1.89</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>									
货币资金	1835	1628	1748	1935	每股收益	-0.92	1.25	1.54	1.89
交易性金融资产	0	0	0	0	每股净资产	7.83	8.05	9.21	10.63
应收票据及应收账款	1108	1100	1206	1368	<b>估值比率</b>				
预付款项	24	24	28	32	PE	—	14.50	11.73	9.54
存货	1825	1754	1911	2091	PB	2.31	2.24	1.96	1.70
<b>流动资产合计</b>	<b>5595</b>	<b>5307</b>	<b>5805</b>	<b>6468</b>	<b>现金流量表</b>				
固定资产	3539	3660	3781	3900	净利润	-347	534	659	811
在建工程	107	107	107	107	折旧和摊销	395	476	545	587
无形资产	306	296	303	312	营运资本变动	-83	-366	-255	-334
<b>非流动资产合计</b>	<b>4584</b>	<b>4692</b>	<b>4767</b>	<b>4855</b>	其他	637	167	157	160
<b>资产总计</b>	<b>10179</b>	<b>10000</b>	<b>10572</b>	<b>11324</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	602	810	1106	1224
短期借款	270	270	310	390	资本开支	-644	-546	-615	-675
应付票据及应付账款	2315	2141	2343	2601	其他	-45	-47	-12	-9
其他流动负债	1622	1755	1737	1685	<b>投资活动现金流净额</b>	-689	-593	-627	-684
<b>流动负债合计</b>	<b>4207</b>	<b>4166</b>	<b>4389</b>	<b>4676</b>	股权融资	47	0	0	0
其他	2431	2183	2033	1883	债务融资	248	91	-110	-70
<b>非流动负债合计</b>	<b>2431</b>	<b>2183</b>	<b>2033</b>	<b>1883</b>	其他	-623	-219	-250	-283
<b>负债合计</b>	<b>6637</b>	<b>6349</b>	<b>6422</b>	<b>6559</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	-329	-129	-360	-353
股本	415	415	415	415	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	-415	88	119	187
资本公积金	1368	1368	1368	1368					
未分配利润	1225	1241	1625	2097					
少数股东权益	291	307	326	351					
其他	242	320	415	533					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3541</b>	<b>3651</b>	<b>4150</b>	<b>4765</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>10179</b>	<b>10000</b>	<b>10572</b>	<b>11324</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

电话：010-67017788  
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

电话：18717767929  
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922  
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048