

## Q3 业绩符合预期，盈利能力、经营质量持续改善

➤ **公司披露 2023 年三季报：**23Q1-Q3 实现营收 45.45 亿元，同比-3.17%，归母净利 3.33 亿元，同比扭亏，扣非归母净利 3.38 亿元，同比扭亏。其中，23Q3 实现营收 16.35 亿元，同比-7.6%，归母净利 1.69 亿元，同比+42.94%，扣非归母净利 1.71 亿元，同比+45.44%。23Q1-Q3 毛利率 29.59%，同比+6.23pct，净利率 8.23%，去年同期为负值。

### ➤ 23Q1-Q3 经销收入同比+9%，占比提升至 64%：

(1) **经销：**持续强化 C 端销售，积极拓展销售渠道。23Q1-Q3 公司经销业务收入 28.98 亿元，同比+9.13%，占比提升至 63.8% (2021-2022 年全年占比为 51.1%、57.9%)，延续经销渠道下沉策略，积极开拓空白市场。

(2) **大 B：**基于风险防控采取谨慎策略，主动收缩部分风险较大的房地产客户订单，23Q1-Q3 工程渠道收入 16.47 亿元，同比-17.23%。公司针对房地产客户进行风险等级划分，高风险房企采取保交楼现款现货策略。

### ➤ 毛利率同环比改善，降本增效持续推进：

**23Q3 毛利率 32.56%，同比+5.47pct、环比+2.56pct。**考虑到 23Q3 公司单季度收入同比-7.6%、环比-9.6%，毛利率同环比继续改善，预计主因系①公司加强生产管控，原材料平均耗用量下降，后续生产损耗率、优品率以及单位能耗仍有提升空间，②能源价格下降。

23Q1-Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.6%/7.3%/3.5%/0.1%，同比分别-1.7/+0.3/-0.4/+0.3pct，前三季度期间费用率同比-1.5pct，公司持续推进降本减费、提质增效措施。

### ➤ 现金流、应收账款保持良性：

23Q1-Q3 经营活动产生的现金流净额 4.76 亿元 (去年同期为 4.65 亿元)，其中 Q3 净流入 3.08 亿元，去年同期为 2.63 亿元，23Q1-Q2 分别为-1.63、3.31 亿元。23Q1-Q3 收现比 1.04，去年同期为 1.12，23Q3 期末应收账款及票据 10.99 亿元，期初为 11.58 亿元，去年同期为 12.94 亿元。现金流、应收账款继续保持良性，预计与经销占比提升+加大应收款风险管理有关。

➤ **投资建议：**考虑到宏观环境变化较快，我们调整盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 5.11、6.41、7.7 亿元，现价对应 PE 为 12x、10x、8x。我们看好公司①“美商沉淀”、经销渠道继续下沉，工程渠道“轻装上阵”，②产品继续创新引领，微笑铺贴服务逐见成效，③瓷砖行业格局长期优化，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**竣工数据不及预期；原材料价格波动风险；C 端营收增长不及预期；应收账款减值风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	6229	6271	7390	8485
增长率 (%)	-10.8	0.7	17.9	14.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	-381	511	641	770
增长率 (%)	-221.1	233.9	25.6	20.0
每股收益 (元)	-0.92	1.23	1.54	1.85
PE	/	12	10	8
PB	1.9	1.7	1.5	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 10 月 25 日收盘价)

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**14.90 元**

**分析师 李阳**

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang\_yj@mszq.com

**研究助理 赵铭**

执业证书：S0100122070043

邮箱：zhaoming\_yj@mszq.com

### 相关研究

1. 蒙娜丽莎 (002918.SZ) 深度报告：经销快进，成本得控，美商沉淀-2023/04/16

2. 蒙娜丽莎 (002918.SZ) 2022 年业绩预告点评：信用减值风险充分释放，2023 直接受益竣工回暖-2023/01/29

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6229	6271	7390	8485
营业成本	4756	4377	5125	5858
营业税金及附加	49	56	67	76
销售费用	515	401	473	543
管理费用	447	445	525	602
研发费用	235	219	259	297
EBIT	-346	753	938	1105
财务费用	77	78	84	85
资产减值损失	-44	-10	-20	-20
投资收益	-28	-25	-30	-34
<b>营业利润</b>	<b>-447</b>	<b>640</b>	<b>804</b>	<b>965</b>
营业外收支	4	2	2	2
<b>利润总额</b>	<b>-443</b>	<b>642</b>	<b>806</b>	<b>967</b>
所得税	-96	68	85	103
净利润	-347	574	721	865
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>-381</b>	<b>511</b>	<b>641</b>	<b>770</b>
EBITDA	49	1184	1462	1731
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
货币资金	1835	677	555	698
应收账款及票据	1108	1141	1366	1539
预付款项	24	19	26	28
存货	1825	1854	2080	2361
其他流动资产	801	815	962	1078
<b>流动资产合计</b>	<b>5595</b>	<b>4505</b>	<b>4989</b>	<b>5703</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3539	4043	4491	4932
无形资产	306	305	305	304
<b>非流动资产合计</b>	<b>4584</b>	<b>5230</b>	<b>5635</b>	<b>6033</b>
<b>资产合计</b>	<b>10179</b>	<b>9735</b>	<b>10625</b>	<b>11737</b>
短期借款	270	270	270	270
应付账款及票据	2315	2317	2605	2977
其他流动负债	1622	1036	1109	1216
<b>流动负债合计</b>	<b>4207</b>	<b>3623</b>	<b>3984</b>	<b>4462</b>
长期借款	1300	919	919	919
其他长期负债	1131	1139	1139	1139
<b>非流动负债合计</b>	<b>2431</b>	<b>2058</b>	<b>2058</b>	<b>2058</b>
<b>负债合计</b>	<b>6637</b>	<b>5681</b>	<b>6043</b>	<b>6521</b>
股本	415	415	415	415
少数股东权益	291	354	433	528
<b>股东权益合计</b>	<b>3541</b>	<b>4054</b>	<b>4582</b>	<b>5216</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>10179</b>	<b>9735</b>	<b>10625</b>	<b>11737</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-10.85	0.67	17.86	14.81
EBIT 增长率	-177.78	317.70	24.46	17.83
净利润增长率	-221.13	233.93	25.55	20.02
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	23.65	30.19	30.66	30.96
净利润率	-6.12	8.15	8.68	9.07
总资产收益率 ROA	-3.75	5.25	6.04	6.56
净资产收益率 ROE	-11.73	13.80	15.46	16.42
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.33	1.24	1.25	1.28
速动比率	0.87	0.71	0.71	0.73
现金比率	0.44	0.19	0.14	0.16
资产负债率 (%)	65.21	58.36	56.87	55.56
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	58.60	62.13	62.44	61.06
存货周转天数	140.06	155.40	149.60	148.35
总资产周转率	0.58	0.63	0.73	0.76
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-0.92	1.23	1.54	1.85
每股净资产	7.83	8.91	9.99	11.29
每股经营现金流	1.45	1.92	2.70	3.67
每股股利	0.15	0.46	0.56	0.56
<b>估值分析</b>				
PE	/	12	10	8
PB	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	151.28	6.24	5.05	4.27
股息收益率 (%)	1.01	3.11	3.73	3.73
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
净利润	-347	574	721	865
折旧和摊销	395	430	525	627
营运资金变动	-83	-371	-284	-134
<b>经营活动现金流</b>	<b>602</b>	<b>797</b>	<b>1120</b>	<b>1522</b>
资本开支	-644	-857	-893	-987
投资	-46	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-689</b>	<b>-1064</b>	<b>-922</b>	<b>-1021</b>
股权募资	47	0	0	0
债务募资	248	-702	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-329</b>	<b>-891</b>	<b>-320</b>	<b>-358</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-415</b>	<b>-1158</b>	<b>-122</b>	<b>142</b>

## 分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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受到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026