

熬过寒冬，行稳致远

——蒙娜丽莎 2023 年权益分派事件点评

核心观点

- 事件：**蒙娜丽莎完成 2023 年年度权益分派，公司本次实际现金分红总额为 1.23 亿元（含税）。公司 2023 年实现归母净利润 2.66 亿元，因此现金分红比例达到 46%，为上市以来新高。
- 提高分红比例，符合新“国九条”政策导向。**2024 年 4 月 12 日，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，强化上市公司现金分红监管，重视股东回报，与投资者共享发展成果。我们认为，未来具有较高盈利质量、成长价值、发展潜力和持续盈利能力的公司将更加受到市场青睐。在此背景下，蒙娜丽莎提高分红比例，有利于长期投资价值发现。
- 竣工数据开始承压，瓷砖需求呈现下行趋势。**受益于保交楼等政策推动，2023 年竣工呈现良好态势。但进入 24 年竣工需求端压力或将开始显现，随着前期积压需求的释放，竣工数据有所走弱，2024 年 1-5 月，房屋竣工面积 2.2 亿平米，同比下滑 20.1%。据中国建筑卫生陶瓷协会发布数据显示：2023 年，全国陶瓷砖产量延续下行趋势，为 67.3 亿平方米，同比下滑 8.0%。
- 经销渠道逐步发力，期待市场份额提升。**面临行业下行压力，以及工程端风险持续暴露，公司持续优化销售结构，经销商渠道网络进一步提升。2023 年公司经销业务收入增长 6.2%、占总收入的 64.6%；战略工程业务收入下降 20.2%，占总收入的 35.4%。公司目前有四个生产基地，2023 年产量约 1.5 亿平方米，市占率并不高，未来仍有较大提升空间。

盈利预测与投资建议

- 公司已逐步进行渠道结构调整，经销业务逐步提升。行业下行压力下，中小企业出清或将迎来加速，公司市场份额有望持续提升。由于行业需求压力逐渐显现，公司产品售价和销量预期我们均进行了下调，我们预计 2024-2026 年公司 EPS 分别为 0.73、0.84、0.93 元/股(原预测 2024-2025 年 EPS1.41、1.63 元/股)，参考可比公司给予公司 2024 年 14X PE，对应目标价为 10.22 元，维持“买入”评级。

风险提示

地产竣工下行超预期，新增产能消化风险，瓷砖价格提升不及预期，原材料价格波动风险

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,229	5,921	5,518	5,304	5,120
同比增长(%)	-10.8%	-4.9%	-6.8%	-3.9%	-3.5%
营业利润(百万元)	(447)	344	414	477	525
同比增长(%)	-222.0%	176.9%	20.5%	15.0%	10.2%
归属母公司净利润(百万元)	(381)	266	305	350	386
同比增长(%)	-220.9%	169.9%	14.4%	15.0%	10.2%
每股收益(元)	(0.92)	0.64	0.73	0.84	0.93
毛利率(%)	23.6%	29.5%	27.7%	28.4%	29.5%
净利率(%)	-6.1%	4.5%	5.5%	6.6%	7.5%
净资产收益率(%)	-10.7%	7.9%	8.7%	9.5%	9.8%
市盈率	(9.8)	14.1	12.3	10.7	9.7
市净率	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2024年06月25日）	9.11 元
目标价格	10.22 元
52 周最高价/最低价	21.18/8.96 元
总股本/流通 A 股（万股）	41,518/21,946
A 股市值（百万元）	3,782
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2024 年 06 月 26 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-3.9	-23.51	-20.85	-41.08
相对表现%	-2.06	-20.14	-19.56	-31.15
沪深 300%	-1.84	-3.37	-1.29	-9.93



证券分析师

冯孟乾 fengmengqian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860523070003

投资建议

参考可比公司给予公司 2024 年 14X PE。我们选择与瓷砖类似的防水、卫浴、板材、管材等消费类建材龙头作为可比公司。2024 年经过调整后可比公司平均 PE 估值为 14X。我们认可给予公司 2024 年 14X PE。

2024-2026 年公司 EPS 分别为 0.73、0.84、0.93 元/股，对应目标价 10.22 元。虽然后续竣工端压力较大，但是公司已逐步进行渠道结构调整，经销业务逐步提升。行业下行压力下，中小企业出清或将迎来加速，公司市场份额有望持续提升。我们预计 2024-2026 年公司 EPS 分别为 0.73、0.84、0.93 元/股(原预测 2024-2025 年 EPS1.41、1.63 元/股)，对应目标价为 10.22 元，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表（截止 2024 年 6 月 25 日）

简称	代码	股价(元/股)	EPS(元/股)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
东鹏控股	003012	6.15	0.61	0.70	0.80	0.89	10.0	8.7	7.7	6.9
伟星新材	002372	15.75	0.90	0.94	1.02	1.12	17.5	16.8	15.5	14.1
箭牌家居	001322	7.32	0.44	0.50	0.58	0.68	16.7	14.8	12.5	10.8
科顺股份	300737	4.44	-0.29	0.20	0.31	0.41	(15.5)	21.8	14.5	10.9
兔宝宝	002043	10.66	0.82	0.91	1.07	1.22	13.0	11.7	9.9	8.7
调整后平均估值							13.2	14.4	12.3	10.1

数据来源：wind，东方证券研究所

注：可比公司盈利预测均为 wind 数据，最新价格为 2024 年 6 月 25 日收盘价

风险提示

地产竣工下行超预期：随着竣工数据持续走弱，后续仍存在行业景气不及预期，公司业绩增速不确定的风险。

新增产能消化风险：公司上市之后规划了较多产能建设，不排除由于工程渠道订单增长不达预期或零售渠道建设不达预期，导致新增产能无法顺利消化。

瓷砖价格提升不及预期：行业格局高度分散，高端产品的推出往往会快速被同行仿制然后失去竞争优势，存在瓷砖价格表现不及预期的风险。

原材料价格波动风险：煤炭和天然气价格对产品成本与毛利影响较大，在国际形势以及国内大宗商品供需影响下，原料价格上行压力较大，公司利润或将受到一定冲击。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,835	2,149	1,966	2,393	2,924	营业收入	6,229	5,921	5,518	5,304	5,120
应收票据、账款及款项融资	1,710	1,367	1,407	1,352	1,306	营业成本	4,756	4,173	3,989	3,796	3,611
预付账款	24	25	22	21	20	销售费用	515	379	331	318	307
存货	1,825	1,509	1,596	1,518	1,444	管理费用	447	452	414	398	384
其他	200	174	149	145	142	研发费用	235	214	199	191	184
流动资产合计	5,595	5,225	5,140	5,431	5,837	财务费用	77	90	100	84	80
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	613	225	52	23	13
固定资产	3,539	3,335	3,539	3,246	2,952	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	107	76	0	252	404	投资净收益	(28)	(19)	(20)	(20)	(20)
无形资产	306	302	290	278	266	其他	(4)	(24)	1	3	4
其他	633	756	479	464	464	营业利润	(447)	344	414	477	525
非流动资产合计	4,585	4,469	4,308	4,239	4,086	营业外收入	7	21	0	0	0
资产总计	10,180	9,694	9,448	9,670	9,922	营业外支出	4	11	0	0	0
短期借款	270	406	180	180	180	利润总额	(443)	353	414	477	525
应付票据及应付账款	2,315	1,646	1,795	1,708	1,625	所得税	(97)	35	52	60	66
其他	1,622	1,788	1,583	1,582	1,581	净利润	(346)	317	363	417	460
流动负债合计	4,207	3,840	3,558	3,470	3,386	少数股东损益	35	51	58	67	74
长期借款	1,300	901	901	901	901	归属于母公司净利润	(381)	266	305	350	386
应付债券	1,022	1,063	980	980	980	每股收益(元)	-0.92	0.64	0.73	0.84	0.93
其他	110	102	63	63	63						
非流动负债合计	2,431	2,066	1,945	1,945	1,945	主要财务比率					
负债合计	6,637	5,906	5,503	5,414	5,330		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	291	332	390	457	531	成长能力					
实收资本(或股本)	415	415	415	415	415	营业收入	-10.8%	-4.9%	-6.8%	-3.9%	-3.5%
资本公积	1,258	1,258	1,368	1,368	1,368	营业利润	-222.0%	176.9%	20.5%	15.0%	10.2%
留存收益	1,386	1,591	1,771	2,015	2,278	归属于母公司净利润	-220.9%	169.9%	14.4%	15.0%	10.2%
其他	192	192	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	3,542	3,789	3,945	4,255	4,592	毛利率	23.6%	29.5%	27.7%	28.4%	29.5%
负债和股东权益总计	10,180	9,694	9,448	9,670	9,922	净利率	-6.1%	4.5%	5.5%	6.6%	7.5%
						ROE	-10.7%	7.9%	8.7%	9.5%	9.8%
						ROIC	-4.3%	5.9%	6.9%	7.6%	7.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	65.2%	60.9%	58.2%	56.0%	53.7%
净利润	(346)	317	363	417	460	净负债率	30.4%	23.4%	10.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	341	360	307	321	305	流动比率	1.33	1.36	1.44	1.57	1.72
财务费用	77	90	100	84	80	速动比率	0.88	0.94	0.97	1.10	1.27
投资损失	28	19	20	20	20	营运能力					
营运资金变动	581	(166)	159	26	28	应收账款周转率	5.5	6.4	6.2	5.7	5.6
其它	(80)	313	229	23	13	存货周转率	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3
经营活动现金流	602	934	1,179	891	905	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
资本支出	(444)	(80)	(402)	(252)	(152)	每股指标(元)					
长期投资	0	(40)	40	0	0	每股收益	-0.92	0.64	0.73	0.84	0.93
其他	(245)	(238)	(212)	(20)	(20)	每股经营现金流	1.45	2.25	2.84	2.15	2.18
投资活动现金流	(689)	(358)	(574)	(272)	(172)	每股净资产	7.83	8.32	8.56	9.15	9.78
债权融资	211	(14)	(447)	0	0	估值比率					
股权融资	(106)	0	110	0	0	市盈率	-9.8	14.1	12.3	10.7	9.7
其他	(434)	(103)	(451)	(191)	(202)	市净率	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
筹资活动现金流	(329)	(116)	(788)	(191)	(202)	EV/EBITDA	-159.3	5.7	5.5	5.2	5.0
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	-12.3	10.5	8.8	8.1	7.5
现金净增加额	(415)	460	(183)	428	531						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。