



增持(维持)

所属行业: 轻工制造/家居用品
当前价格(元): 7.43

证券分析师

闫广

资格编号: S0120521060002

邮箱: yanguang@tebon.com.cn

王逸枫

资格编号: S0120524010004

邮箱: wangyf6@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.82	-17.46	-38.03
相对涨幅(%)	-1.43	-12.24	-28.15

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1. 《蒙娜丽莎(002918): 建筑陶瓷民族龙头, 全渠道发力经营质量持续提升》, 2024.7.13

蒙娜丽莎(002918.SZ): 经销业务持续发力, 期待业绩触底回升

投资要点

- 事件:** 2024年8月22日, 公司发布2024年半年度报告, 24H1公司实现营收约23.35亿元, 同比-19.78%, 归母净利润约0.83亿元, 同比-49.77%, 扣非归母净利润约0.69亿元, 同比-58.68%。单季度来看, 24Q2公司实现营收约15.16亿元, 同比-16.16%, 归母净利润0.73亿元, 同比-53.69%, 扣非归母净利润约0.60亿元, 同比-62.46%。
- 建筑陶瓷市场需求不振, 继续主动收缩工程业务。** 2024年上半年, 建筑陶瓷市场有效需求整体偏弱, 竞争进一步加剧, 24H1公司实现营业总收入23.35亿元, 同比-19.78%。毛利率方面, 24H1公司毛利率约26.83%, 同比-1.09pct, 单季度来看, 24Q2公司毛利率约27.00%, 同比-3.00pct, 或系价格战进入白热化, 致公司建陶销量及售价均承压。分渠道看, 24H1公司经销业务收入17.66亿元, 同比下降4.26%, 占比从23年末的64.63%提升至75.63%; 工程战略业务收入5.69亿元, 同比大幅下降46.64%, 占比从23年末的35.37%降低至24.37%, 主要系公司采取全渠道强化经销业务, 主动放弃了部分账期长、收款风险大、毛利水平低的工程订单, 或反应公司渠道结构重塑取得较大进展, 短期业绩承压, 但远期看公司经营模式更趋合理。
- 管理费用率上涨较多, 经营性现金流显著改善。** 24H1公司费用率为21.27%, 同比+2.43pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为6.23%/9.52%/3.74%/1.78%, 分别同比-0.39%/+2.14%/+0.34%/+0.35%。24Q2公司信用减值损失0.25亿元, 较24Q1多计提0.23亿元。从应收账款规模来看, 24H1公司应收账款余额9.93亿元, 同比-11.86%, 同期公司实现营收23.35亿元, 同比-19.78%。24H1经营性现金流3.76亿元, 同比大幅增长123.25%, 主要系公司加强产销协同管理, 优化库存结构, 同时加强应收回款管理, 推出多种销售政策促进销售回款所致。
- 绿色发展战略持续推进, 顺应行业发展趋势。** 2016年我国建筑陶瓷产量已见顶, 后呈波动下滑趋势, 据中国建筑卫生陶瓷协会统计, 2023年全国建筑陶瓷砖产量67.3亿平方米, 同比下降8.0%。存量乃至缩量竞争叠加双碳能耗政策逐渐收紧, 行业将进一步向绿色环保、低碳节能的高质量发展方向转型。2024年政府工作报告首次提及“满足多样化改善需求”, 或鼓励建材企业合力建造绿色、低碳、智能、健康的家居空间。24H1公司研发生产提质增效, 对产品配方、工艺进行优化, 期间桂蒙基地屋顶光伏项目已投入使用, 广蒙基地使用一条生产线进行氨氢零碳燃烧技术改造, 反映公司积极探索陶瓷行业减碳降碳路径, 大力推动行业清洁生产和转型升级, 相关环保技术实力突出。
- 投资建议:** 我们认为, 行业出清加速进行中, 公司作为行业龙头仍然具备领先的规模、渠道、环保和品牌优势, 渠道转型阵痛期后整体业绩依然具备向上弹性。我们维持此前盈利预测, 预计公司24-26年归母净利润为2.84、3.57和4.50亿元, 现价对应PE分别为10.88、8.65和6.87倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示:** 地产竣工端修复不及预期、行业竞争加剧、新增产能难以消化、原材料、燃料价格大幅波动。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	415.18		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	219.46	营业收入(百万元)	6,229	5,921	5,011	5,387	6,026
52 周内股价区间(元):	7.43-19.10	(+/-)YOY(%)	-10.8%	-4.9%	-15.4%	7.5%	11.8%
总市值(百万元):	3,084.78	净利润(百万元)	-381	266	284	357	449
总资产(百万元):	9,158.11	(+/-)YOY(%)	-220.9%	169.9%	6.5%	25.8%	25.9%
每股净资产(元):	8.42	全面摊薄 EPS(元)	-0.92	0.64	0.68	0.86	1.08
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	23.6%	29.5%	28.2%	28.4%	28.5%
		净资产收益率(%)	-11.7%	7.7%	7.7%	8.9%	10.3%
		资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.64	0.68	0.86	1.08
每股净资产	8.32	8.91	9.64	10.56
每股经营现金流	2.25	2.29	2.10	2.31
每股股利	0.13	0.10	0.13	0.16
价值评估(倍)				
P/E	21.16	10.88	8.65	6.87
P/B	1.63	0.83	0.77	0.70
P/S	0.52	0.62	0.57	0.51
EV/EBITDA	7.46	3.90	2.87	1.89
股息率%	1.0%	1.4%	1.7%	2.2%
盈利能力指标(%)				
毛利率	29.5%	28.2%	28.4%	28.5%
净利润率	4.5%	5.7%	6.6%	7.5%
净资产收益率	7.7%	7.7%	8.9%	10.3%
资产回报率	2.7%	3.0%	3.6%	4.3%
投资回报率	6.0%	4.6%	5.3%	6.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-4.9%	-15.4%	7.5%	11.8%
EBIT 增长率	232.9%	-22.0%	19.5%	21.6%
净利润增长率	169.9%	6.5%	25.8%	25.9%
偿债能力指标				
资产负债率	60.9%	57.1%	55.6%	54.3%
流动比率	1.4	1.6	1.8	2.0
速动比率	1.0	1.2	1.4	1.5
现金比率	0.6	0.8	1.0	1.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	52.5	52.5	46.5	40.5
存货周转天数	132.0	132.0	132.0	132.0
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6
固定资产周转率	1.8	1.7	2.1	2.8

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	266	284	357	449
少数股东损益	51	7	9	12
非现金支出	644	623	602	581
非经营收益	96	61	61	63
营运资金变动	-123	-24	-156	-144
经营活动现金流	934	951	872	961
资产	-330	-75	-75	-76
投资	-28	-40	-40	-40
其他	0	-8	-18	-20
投资活动现金流	-358	-123	-133	-136
债权募资	71	-113	0	0
股权募资	4	0	0	0
其他	-191	-92	-102	-116
融资活动现金流	-116	-206	-102	-116
现金净流量	460	623	638	709

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 22 日
 资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,921	5,011	5,387	6,026
营业成本	4,173	3,600	3,860	4,310
毛利率%	29.5%	28.2%	28.4%	28.5%
营业税金及附加	58	50	54	60
营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	379	321	339	374
营业费用率%	6.4%	6.4%	6.3%	6.2%
管理费用	452	381	420	482
管理费用率%	7.6%	7.6%	7.8%	8.0%
研发费用	214	175	189	211
研发费用率%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%
EBIT	460	359	429	521
财务费用	90	43	31	21
财务费用率%	1.5%	0.9%	0.6%	0.3%
资产减值损失	-6	-40	-30	-20
投资收益	-19	-17	-18	-20
营业利润	344	314	398	503
营业外收支	9	9	9	9
利润总额	353	323	407	512
EBITDA	879	842	921	1,022
所得税	35	32	41	51
有效所得税率%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
少数股东损益	51	7	9	12
归属母公司所有者净利润	266	284	357	449

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,149	2,772	3,409	4,119
应收账款及应收票据	877	643	630	635
存货	1,509	1,262	1,366	1,539
其它流动资产	689	628	672	747
流动资产合计	5,225	5,304	6,077	7,039
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,335	2,957	2,570	2,174
在建工程	76	56	36	16
无形资产	302	298	294	290
非流动资产合计	4,469	4,098	3,727	3,347
资产总计	9,694	9,402	9,804	10,386
短期借款	406	300	300	300
应付票据及应付账款	1,646	1,420	1,522	1,700
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,788	1,586	1,573	1,584
流动负债合计	3,840	3,306	3,395	3,584
长期借款	901	901	901	901
其它长期负债	1,165	1,157	1,157	1,157
非流动负债合计	2,066	2,058	2,058	2,058
负债总计	5,906	5,364	5,454	5,642
实收资本	415	415	415	415
普通股股东权益	3,456	3,698	4,001	4,383
少数股东权益	332	340	349	360
负债和所有者权益合计	9,694	9,402	9,804	10,386

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获2019年金牛奖建筑材料第二名；2019年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019年Wind金牌分析师建筑材料第一名；2020年Wind金牌分析师建筑材料第一名。

王逸枫 建筑建材行业分析师，剑桥大学经济学硕士，2022年加入德邦证券，主要负责水泥、玻璃、玻纤和新材料。曾任职于浙商证券以及平安集团旗下不动产投资平台，拥有产业和卖方研究复合背景。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。