

股票投资评级

买入 | 上调

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)	18.30
总股本/流通股本(亿股)	4.15 / 2.19
总市值/流通市值(亿元)	76 / 40
52 周内最高/最低价	23.09 / 11.97
资产负债率(%)	65.2%
市盈率	-19.89
第一大股东	萧华
持股比例(%)	30.1%

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

蒙娜丽莎(002918)

信用减值风险充分释放，渠道结构优化改善现金流

● 事件：

公司发布 2022 年度报告，2022 年实现营业收入 62.29 亿元，同比下降 10.85%；实现归母净利润-3.81 亿元，同比下降 221.13%；扣非归母净利润-4.21 亿元，同比下降 241.08%。

2022 Q4 单季度实现营业收入 15.35 亿元，同比下降 25.48%，环比下降 13.27%；归母净利润-0.12 亿元，同比下降 88.37%，环比下降 110.03%。

● 成本高位致毛利承压，减值损失拖累业绩

2022 年，公司瓷质有釉砖/非瓷质有釉砖/陶瓷板、薄型陶瓷砖/瓷质无釉砖及其他业务分别实现收入 44.51/7.12/7.38/3.28 亿元，分别同比下降 1.54%/24.37%/19.34%/46.23%。盈利水平方面，2022 年，公司销售毛利率为 23.65%，同比下降 5.46 pct；其中，瓷质有釉砖/非瓷质有釉砖/陶瓷板、薄型陶瓷砖/瓷质无釉砖及其他业务的毛利率分别为 23.75%/15.29%/29.54%/27.15%，分别同比下降 6.16/2.06/6.67/3.52 pct。公司业绩下滑的主要原因为：1) 受房地产基本面持续筑底影响，瓷砖需求疲软；2022 年，全国陶瓷砖产量 73.1 亿平方米，同比下降 10.5%；公司各类瓷砖合计销量为 1.48 亿平方米，同比下降 2.92%。同时，公司主动收缩部分风险较大的房地产项目订单，全年房地产战略工程渠道收入为 26.24 亿元，同比下降 23.18%；收入占比为 42.13%，同比下降 6.77 pct。2) 疫情反复等因素导致消费者信心不足，瓷砖产品销售均价下降；2022 年，公司各类瓷砖产品销售均价约为 41.59 元/平方米，同比下降 7.67%。3) 天然气等能源价格及部分原材料价格高位运行导致成本端承压。4) 部分房地产客户信用风险和预期违约风险扩大导致公司应收款项减值迹象明显，2022 年，公司计提信用减值损失 5.69 亿元，同比增长 206.36%。截至 2022/12/31，公司对主要地产客户的应收款项计提坏账准备 6.86 亿元，占应收款项账面余额比例为 51.49%，计提较为充分。

● 经销业务逆势增长，现金流质量显著改善

2022 年，公司通过渠道下沉、店面升级、绿色建材下乡等，不断加强经销业务的销售力；推出“微笑铺贴”成品交付系统，为消费者提供免费量房、全案设计、铺贴指导、补退货等增值服务，公司经销端品牌和服务优势凸显。2022 年，公司经销业务实现收入 36.04 亿元，同比增长 0.96%；收入占比为 57.87%，同比提升 6.77 pct。经销业务占比提高促进现金流质量改善，2022 年，公司经营性现金流量净额为 6.02 亿元，上年同期为-0.84 亿元；收现比为 112.43%，同比增长 22.38 pct。费用率方面，2022 年营收下降致期间费用率小幅增加 0.18 pct 至 20.46%；其中，销售/

管理/研发/财务费用率分别为 8.27%/7.18%/3.77%/1.24%，分别同比-0.91/+0.73/-0.03/+0.39 pct。

● 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.05/6.09/7.22 亿元，分别同比增长 232.53%/20.50%/18.48%，EPS 分别为 1.22/1.47/1.74 元，当前股价对应 P/E 分别为 15.03/12.47/10.53 x。后续“保交楼”推动下的房地产竣工端修复与二次装修释放瓷砖需求，同时公司渠道结构优化与成本端压力缓解将提振盈利水平。公司前期计提减值损失充分释放风险、23 年轻装上阵，业绩有望彰显高弹性；因此，我们将公司评级上调至“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	7185	8222	9083
增长率(%)	-10.85	15.35	14.44	10.46
EBITDA（百万元）	48.84	1089.47	1424.38	1602.32
归属母公司净利润（百万元）	-381.36	505.44	609.06	721.62
增长率(%)	-221.13	232.53	20.50	18.48
EPS(元/股)	-0.92	1.22	1.47	1.74
市盈率（P/E）	—	15.03	12.47	10.53
市净率（P/B）	2.34	2.26	1.97	1.73
EV/EBITDA	176.89	8.31	6.30	5.50

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
利润表					成长能力				
营业收入	6229	7185	8222	9083	营业收入	-10.8%	15.4%	14.4%	10.5%
营业成本	4756	5228	5892	6481	营业利润	-222.0%	233.1%	20.5%	18.6%
税金及附加	49	57	65	72	归属于母公司净利润	-221.1%	232.5%	20.5%	18.5%
销售费用	515	568	641	708	获利能力				
管理费用	447	445	502	545	毛利率	23.6%	27.2%	28.3%	28.6%
研发费用	235	251	280	300	净利率	-6.1%	7.0%	7.4%	7.9%
财务费用	77	70	70	67	ROE	-11.7%	15.0%	15.8%	16.4%
资产减值损失	-44	-35	-40	-45	ROIC	-4.1%	8.2%	11.1%	12.0%
营业利润	-447	595	717	850	偿债能力				
营业外收入	7	9	11	12	资产负债率	65.2%	63.6%	60.6%	57.7%
营业外支出	4	5	6	7	流动比率	1.33	1.28	1.32	1.39
利润总额	-443	599	722	855	营运能力				
所得税	-96	78	94	111	应收账款周转率	5.48	6.76	7.04	7.10
净利润	-347	521	628	744	存货周转率	3.19	3.81	4.00	4.02
归母净利润	-381	505	609	722	总资产周转率	0.58	0.71	0.80	0.83
每股收益(元)	-0.92	1.22	1.47	1.74	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-0.92	1.22	1.47	1.74
货币资金	1835	1375	1340	1401	每股净资产	7.83	8.09	9.27	10.57
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	1108	1217	1349	1513	PE	—	15.03	12.47	10.53
预付款项	24	26	29	32	PB	2.34	2.26	1.97	1.73
存货	1825	1945	2170	2353	现金流量表				
流动资产合计	5595	5415	5862	6378	净利润	-347	521	628	744
固定资产	3539	3660	3781	3900	折旧和摊销	395	476	545	587
在建工程	107	107	107	107	营运资本变动	-83	-325	-406	-380
无形资产	306	296	303	312	其他	637	93	158	160
非流动资产合计	4584	4654	4729	4817	经营活动现金流净额	602	764	925	1111
资产总计	10179	10069	10590	11194	资本开支	-644	-546	-615	-675
短期借款	270	350	430	430	其他	-45	-9	-12	-9
应付票据及应付账款	2315	2332	2512	2708	投资活动现金流净额	-689	-555	-627	-684
其他流动负债	1622	1544	1500	1444	股权融资	47	0	0	0
流动负债合计	4207	4226	4442	4582	债务融资	248	-175	-120	-100
其他	2431	2176	1976	1876	其他	-623	-198	-213	-267
非流动负债合计	2431	2176	1976	1876	筹资活动现金流净额	-329	-373	-333	-367
负债合计	6637	6402	6418	6458	现金及现金等价物净增加额	-415	-165	-35	61
股本	415	415	415	415					
资本公积金	1368	1368	1368	1368					
未分配利润	1225	1259	1655	2088					
少数股东权益	291	306	325	347					
其他	242	318	409	517					
所有者权益合计	3541	3666	4172	4736					
负债和所有者权益总计	10179	10069	10590	11194					

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的目前已公开的信息，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