

2023 年 03 月 31 日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 减值冲击利润，轻装上阵后料重回增长通道

## —蒙娜丽莎（002918.SZ）公司事件点评报告

### 买入（维持）事件

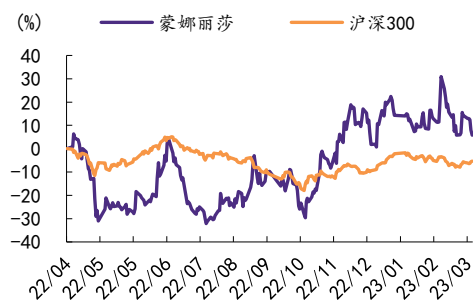
分析师：黄俊伟 S1050522060002  
huangjw@cfsc.com.cn

#### 基本数据

2023-03-31

|             |             |
|-------------|-------------|
| 当前股价（元）     | 18.3        |
| 总市值（亿元）     | 76          |
| 总股本（百万股）    | 415         |
| 流通股本（百万股）   | 219         |
| 52 周价格范围（元） | 11.97-23.09 |
| 日均成交额（百万元）  | 117.96      |

#### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

#### 相关研究

1、《蒙娜丽莎（002918）：短期业绩承压，建筑陶瓷龙头成长仍可期》2022-11-14

蒙娜丽莎发布 2022 年年度报告：公司 2022 年营业收入 62.29 亿元，同比-10.85%，归母净利润亏损 3.81 亿元，同比-221.13%。扣非净利润亏损 4.21 亿元，同比-241.08%。

#### 投资要点

##### ■ 营收盈利双双承压，现金流改善明显

公司 22 年营业收入 62.29 亿，同比-10.85%，归母净利润/扣非净利润亏损为 3.81 亿/4.21 亿元，同比-221.13%/-241.08%；其中 22 年 Q4 营收/归母净利润为 15.3/-0.1 亿元，同比-25.5%/+0.9 亿元。公司营收盈利双双承压，主要原因系：（1）22 年地产行业持续承压，公司主动收缩部分风险较大的地产订单，相应营收减少；（2）公司全年计提 5.7 亿应收账款信用减值损失，充分释放坏账风险，净利润短期承压；（3）公司原材料及能源成本占生产成本比重超过 50%，原材料及能源价格高企使得公司毛利率承压。

22 年公司经营性净现金流 6.0 亿元，同比+6.9 亿元，现金流改善明显。主要原因系：（1）公司加强地产工程项目风控管理，专人专责加大力度追收风险地产客户货款；（2）公司持续开拓和维护经销业务渠道，优化产品销售结构并加快销售回款；（3）公司加强对成本费用管控，落实降本减费措施。

##### ■ 地产需求有望持续改善，瓷砖行业或触底回升

地产边际好转，刺激新房瓷砖需求。（1）2023 年 2 月单月竣工面积同比 8%，较 12 月同比提升 23pct。需求侧回暖预期加强，公司 B 端业务现金流有望改善；（2）2023 年前 2 个月全国商品房销售面积累计同比-3.6%，较 2022 年全年收窄 20.7 个百分点。考虑到今年居民由于疫后复苏收入预期改善，C 端被压制已久的需求将集中释放，瓷砖作为消费属性较强的竣工端建材子行业有望率先回暖。

全球能源价格回落，原材料价格或见顶。当前国内天然气/氧化钴/氧化锌/氧化铝等原材料价格较 2022 年高位下降 42.18%/60%/19.25%/31.5%，天然气价格持续回落，上游釉料生产成本降低，瓷砖原材料价格或将降低。同时公司持续落实降本减费措施，23 年盈利能力有望修复。

##### ■ 行业加速洗牌，龙头集中度有望提升

建陶行业加速洗牌，龙头集中度有望提升。据中国建筑卫生陶瓷协会公布数据：2021、2022 两年间全国建筑陶瓷生产企

业减少 115 家，生产线淘汰 275 条，淘汰比例近 10%，预计 2023 年将加速出清。预估至 2025 年，TOP10 陶企市场占比将达到 25%。

**深耕 C 端，业务结构持续优化，龙头 α 优势明显。**2022 年公司 C/B 端收入同比+0.96%/-23.18%，经销渠道收入占比同比上升 6.77pct。过去几年，公司在经销商开拓和专卖店建设方面都保持较好的增长速度，基本每年新增 300-400 家专卖店，2023 年拟新增约 400 家专卖店。同时公司 3 月 2 日宣布成为百度文心一言首批生态合作伙伴，为用户打造全场景家装选材人工智能解决方案及服务，有望进一步加强零售端竞争力。2023 年 C 端收入有望延续增长，在疫情造成行业大幅出清的背景下，公司抗风险及抗压优势相对明显，通过优化营收结构，α 优势愈发稳固，市场份额有望不断获得提升。

## ■ 盈利预测

考虑到竞争加剧可能，我们下调 2023-2024 年盈利预测分别为 5.68、6.7 亿元，新增 2025 年盈利预测为 7.75 亿元，对应 EPS 分别为 1.37、1.61、1.87 元，当前股价对应 PE 分别为 13.4、11.3、9.8 倍，考虑到公司当期估值较低，因此维持“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

(1) 地产行业修复不及预期；(2) 原料能源价格超预期上涨；(3) 应收账款回收不及预期。

| 预测指标       | 2022A   | 2023E   | 2024E | 2025E |
|------------|---------|---------|-------|-------|
| 主营收入（百万元）  | 6,229   | 7,036   | 8,302 | 9,406 |
| 增长率（%）     | -10.8%  | 13.0%   | 18.0% | 13.3% |
| 归母净利润（百万元） | -381    | 568     | 670   | 775   |
| 增长率（%）     | -221.1% | -249.0% | 18.0% | 15.5% |
| 摊薄每股收益（元）  | -0.92   | 1.37    | 1.61  | 1.87  |
| ROE（%）     | -10.8%  | 15.5%   | 17.6% | 19.6% |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

| 资产负债表         | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        | 利润表              | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产：</b>  |              |              |              |              | <b>营业收入</b>      | <b>6,229</b> | <b>7,036</b> | <b>8,302</b> | <b>9,406</b> |
| 现金及现金等价物      | 1,835        | 1,442        | 1,784        | 1,924        | 营业成本             | 4,756        | 4,887        | 5,584        | 6,301        |
| 应收款           | 1,225        | 1,542        | 1,592        | 1,804        | 营业税金及附加          | 49           | 49           | 58           | 66           |
| 存货            | 1,825        | 2,029        | 2,319        | 2,616        | 销售费用             | 515          | 633          | 830          | 941          |
| 其他流动资产        | 709          | 922          | 1,088        | 1,232        | 管理费用             | 447          | 457          | 581          | 658          |
| 流动资产合计        | 5,595        | 5,935        | 6,782        | 7,576        | 财务费用             | 77           | 82           | 112          | 135          |
| <b>非流动资产：</b> |              |              |              |              | 研发费用             | 235          | 281          | 374          | 423          |
| 金融类资产         | 0            | 0            | 0            | 0            | 费用合计             | 1,274        | 1,454        | 1,897        | 2,157        |
| 固定资产          | 3,539        | 3,667        | 3,920        | 4,046        | 资产减值损失           | -569         | 0            | 0            | 0            |
| 在建工程          | 107          | 444          | 646          | 958          | 公允价值变动           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产          | 306          | 290          | 275          | 261          | 投资收益             | -28          | 0            | 0            | 0            |
| 长期股权投资        | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>营业利润</b>      | <b>-447</b>  | <b>646</b>   | <b>763</b>   | <b>882</b>   |
| 其他非流动资产       | 632          | 632          | 632          | 632          | 加：营业外收入          | 7            | 8            | 8            | 8            |
| 非流动资产合计       | 4,584        | 5,033        | 5,473        | 5,897        | 减：营业外支出          | 4            | 3            | 3            | 3            |
| 资产总计          | 10,179       | 10,968       | 12,255       | 13,474       | <b>利润总额</b>      | <b>-443</b>  | <b>651</b>   | <b>768</b>   | <b>887</b>   |
| <b>流动负债：</b>  |              |              |              |              | 所得税费用            | -96          | 83           | 98           | 113          |
| 短期借款          | 270          | 390          | 690          | 890          | <b>净利润</b>       | <b>-347</b>  | <b>568</b>   | <b>670</b>   | <b>775</b>   |
| 应付账款、票据       | 2,315        | 2,434        | 2,782        | 3,140        | 少数股东损益           | 35           | 0            | 0            | 0            |
| 其他流动负债        | 1,553        | 1,553        | 1,553        | 1,553        | <b>归母净利润</b>     | <b>-381</b>  | <b>568</b>   | <b>670</b>   | <b>775</b>   |
| 流动负债合计        | 4,207        | 4,377        | 5,025        | 5,582        |                  |              |              |              |              |
| <b>非流动负债：</b> |              |              |              |              | <b>主要财务指标</b>    | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| 长期借款          | 2,321        | 2,821        | 3,321        | 3,821        | <b>成长性</b>       |              |              |              |              |
| 其他非流动负债       | 110          | 110          | 110          | 110          | 营业收入增长率          | -10.8%       | 13.0%        | 18.0%        | 13.3%        |
| 非流动负债合计       | 2,431        | 2,931        | 3,431        | 3,931        | 归母净利润增长率         | -221.1%      | -249.0%      | 18.0%        | 15.5%        |
| 负债合计          | 6,637        | 7,308        | 8,456        | 9,513        | <b>盈利能力</b>      |              |              |              |              |
| <b>所有者权益</b>  |              |              |              |              | 毛利率              | 23.6%        | 30.5%        | 32.7%        | 33.0%        |
| 股本            | 415          | 415          | 415          | 415          | 四项费用/营收          | 20.5%        | 20.7%        | 22.9%        | 22.9%        |
| 股东权益          | 3,541        | 3,660        | 3,799        | 3,960        | 净利率              | -5.6%        | 8.1%         | 8.1%         | 8.2%         |
| 负债和所有者权益      | 10,179       | 10,968       | 12,255       | 13,474       | ROE              | -10.8%       | 15.5%        | 17.6%        | 19.6%        |
|               |              |              |              |              | <b>偿债能力</b>      |              |              |              |              |
| <b>现金流量表</b>  | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | 资产负债率            | 65.2%        | 66.6%        | 69.0%        | 70.6%        |
| 净利润           | -347         | 568          | 670          | 775          | <b>营运能力</b>      |              |              |              |              |
| 少数股东权益        | 35           | 0            | 0            | 0            | 总资产周转率           | 0.6          | 0.6          | 0.7          | 0.7          |
| 折旧摊销          | 345          | 251          | 259          | 275          | 应收账款周转率          | 5.1          | 4.6          | 5.2          | 5.2          |
| 公允价值变动        | 0            | 0            | 0            | 0            | 存货周转率            | 2.6          | 2.4          | 2.4          | 2.4          |
| 营运资金变动        | 569          | -683         | -158         | -297         | <b>每股数据(元/股)</b> |              |              |              |              |
| 经营活动现金净流量     | 602          | 137          | 772          | 753          | EPS              | -0.92        | 1.37         | 1.61         | 1.87         |
| 投资活动现金净流量     | -689         | -464         | -456         | -439         | P/E              | -19.9        | 13.4         | 11.3         | 9.8          |
| 筹资活动现金净流量     | -306         | 170          | 269          | 87           | P/S              | 1.2          | 1.1          | 0.9          | 0.8          |
| 现金流量净额        | -393         | -157         | 585          | 401          | P/B              | 2.3          | 2.3          | 2.2          | 2.1          |

资料来源：Wind、华鑫证券研究

## ■ 建筑建材组介绍

黄俊伟：同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过 5 年建筑建材行业研究经验和 3 年建筑建材实业从业经验。

## ■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

|   | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入   | > 20%               |
| 2 | 增持   | 10% — 20%           |
| 3 | 中性   | -10% — 10%          |
| 4 | 卖出   | < -10%              |

行业投资评级说明：

|   | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐   | > 10%               |
| 2 | 中性   | -10% — 10%          |
| 3 | 回避   | < -10%              |

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准

确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。