

股票投资评级

谨慎推荐|首次覆盖

个股表现



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司基本情况

52 周内高	29.00
52 周内低	11.86
总市值(亿元)	75.39
流通市值(亿元)	39.81
总股本(亿股)	4.15
A 股(亿股)	4.15
—已流通(亿股)	2.19
—限售股(亿股)	1.96

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.SZ):

“保交楼”催化需求改善的 β 与经营质量优化的 α

● 政策持续加码“保交楼”，千亿市场回暖可期

2022 年 11 月以来，支持房企融资的信贷、债券、股权“三箭齐发”，“保交楼”项目资金获保障，短期内房地产竣工端修复确定性逐渐增强。瓷砖属于典型的竣工端消费建材，其需求将有望率先回暖。根据中国建筑卫生陶瓷协会数据，2021 年全国瓷砖产量 81.74 亿平方米，以 40 元/平方米估算，行业市场规模超过 3200 亿元。中长期来看，老旧小区改造、存量住房的二次装修以及城市更新等对瓷砖的翻新需求空间广阔。

● 计提减值损失充分释放风险，轻装上阵业绩弹性更大

2022 Q1-Q3，公司实现营业收入 46.94 亿元，同比下降 4.73%，实现归母净亏损 3.70 亿元，上年同期为盈利 4.17 亿元。公司前三季度业绩下滑主要由于受部分房企资金紧张、违约风险扩大，公司应收账款和应收票据逾期增加，公司 2022 年上半年计提信用减值损失合计为 5.11 亿元；其中，公司在对部分房地产客户的应收账款、应收票据、其他应收款等债权单项计提中，对恒大（0.18 亿元）、融创（2.77 亿元）计提比例分别为 100%、80%，其余地产客户的计提比例为 50%，计提规模和计提比例均较为充分。盈利能力方面，2022 Q1-Q3 公司销售毛利率分别为 19.11%/22.24%/27.09%，2022 H1 燃料价格高企、Q3 价格有所下降，整体来看，燃料价格处于较高区间。公司依靠精细化管理，降本增效，毛利率获逐季改善。2022 Q4 以来，天然气价格下降较明显，根据 iFinD，截至 2022/11/20，LNG 价格为 5683.4 元/吨，同比下降 24.3%，较 9 月底 7271 元/吨下降 21.83%。公司成本端压力减轻叠加经营质量优化，业绩有望彰显高弹性。

● 经销业务快速起航，现金流质量明显改善

公司坚持经销与房企战略集采工程的全渠道销售模式，并通过渠道下沉、店面升级等持续强化经销端销售力，截至 2021 年底，公司签约经销商 1540 个，拥有专卖店及销售网点 4620 个。同时，公司不断发展电商、直播、互联网家装、设计师等新渠道，渠道结构向多元化、多业态发展。公司推出“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，公司经销端品牌优势和服务优势凸显。2022 年前三季度，在疫情反复、行业需求疲软的时期，公司经销端实现收入 26.56 亿元，同比增长 6.88%，实属不易，经销业务比例增至 57%，较 2021 年全年的 51% 提高 6 pct。经销业务占比提高促进公司现金流质量改善，2022 年前三季度，公司经营性现金流量净额/营业收入为 9.91%，去年同期为 -2.68%。

● 中小企业出清或加速，龙头市占率提升空间广阔

瓷砖行业是典型的“大行业，小公司”，行业内中小企业较多，头部企业的市占率低。根据中国建筑卫生陶瓷行业协会数据，2021年规模以上瓷砖行业实现营业收入 3457.84 亿元。行业头部企业马可波罗、新明珠、蒙娜丽莎、东鹏控股及帝欧家居 2021 年营收合计为 384.54 亿元（全口径营业收入），测算行业 CR5 为 11.12%，对比美国瓷砖行业，行业龙头 Mohawk Industries Inc. 的市占率超过 50%，国内瓷砖行业集中度提升空间广阔。此外，2022 年行业需求下行叠加成本高位，中小企业经营持续承压，退出市场或加速。同时，“双碳”背景下，环保政策趋严，“煤改气”的逐步落实将推动淘汰部分落后产能，瓷砖行业产能过剩、市场集中度低的格局有望持续优化。

● 投资建议

公司是工程与经销全渠道发展的瓷砖龙头企业，工程业务受益于“保交楼”竣工端瓷砖需求回暖；经销业务逆势快速发展，品牌、服务优势凸显。公司前期计提减值损失充分，提前释放风险，轻装上阵；叠加成本压力缓解，业绩有望彰显高弹性。同时，中小企业陆续退出市场，行业格局优化进程加速，公司市占率提升空间广阔。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为-1.63 /5.80 /7.53 亿元，同比增速分别为-151.68% /456.69% /29.68%，对应 EPS 分别为-0.39 /1.40 /1.82 元/股，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

● 风险提示

“保交楼”相关政策推进力度不及预期；房地产行业基本面持续下滑风险；原材料、燃料价格大幅上涨风险；应收账款逾期风险；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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6,986.52	7,307.90	8,638.70	10,486.74
增长率（%）	43.64%	4.60%	18.21%	21.39%
归属母公司净利润（百万元）	314.85	-162.73	580.44	752.72
增长率（%）	-44.41%	-151.68%	456.69%	29.68%
毛利率（%）	29.11%	24.49%	28.29%	28.55%
净利率（%）	4.51%	-2.23%	6.72%	7.18%
EPS（元/股）	0.76	-0.39	1.40	1.82
市盈率（P/E）	23.94	—	12.99	10.02
ROE	8.20%	-4.76%	14.53%	15.85%

数据来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 11 月 29 日收盘价

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	6,986.52	7,307.90	8,638.70	10,486.74	营业收入	43.64%	4.60%	18.21%	21.39%
营业成本	4,952.86	5,517.93	6,194.87	7,492.85	营业利润	-43.90%	-152.23%	444.76%	29.91%
税金及附加	46.11	48.23	57.02	69.21	归属于母公司净利润	-44.41%	-151.68%	456.69%	29.68%
销售费用	641.87	606.48	708.37	859.91	获利能力				
管理费用	450.65	478.67	561.52	681.64	毛利率	29.11%	24.49%	28.29%	28.55%
研发费用	265.33	263.08	302.35	367.04	净利率	4.51%	-2.23%	6.72%	7.18%
财务费用	59.24	81.81	79.76	73.46	ROE	8.20%	-4.76%	14.53%	15.85%
资产减值损失	-32.75	-25.00	-25.00	-25.00	ROIC	5.50%	12.07%	10.71%	11.83%
营业利润	366.39	-191.38	659.81	857.13	偿债能力				
营业外收入	7.77	10.00	11.00	12.00	资产负债率	61.95%	63.12%	62.00%	59.89%
营业外支出	2.80	5.00	6.00	7.00	流动比率	1.56	1.53	1.55	1.65
利润总额	371.37	-186.38	664.81	862.13	营运能力				
所得税	47.13	-23.65	84.37	109.41	应收账款周转率	6.68	7.10	8.27	7.30
净利润	324.23	-162.73	580.44	752.72	存货周转率	3.89	3.55	4.10	4.63
归母净利润	314.85	-162.73	580.44	752.72	总资产周转率	0.74	0.68	0.78	0.85
每股收益(元)	0.76	-0.39	1.40	1.82	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.76	-0.39	1.40	1.82
货币资金	2,111.02	2,066.33	2,362.70	2,973.03	每股净资产	9.26	8.24	9.64	11.45
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
应收票据及应收账款	1,676.60	1,030.76	1,682.75	2,004.13	PE	23.94	—	12.99	10.02
预付款项	27.59	55.18	61.95	74.93	PB	1.96	2.21	1.89	1.59
存货	2,080.74	2,032.71	2,184.87	2,344.10	现金流量表				
流动资产合计	7,029.13	6,218.91	7,529.44	8,858.38	净利润	324.23	-162.73	580.44	752.72
固定资产	3,047.01	3,032.59	2,993.42	2,959.01	折旧和摊销	323.84	260.35	306.03	290.27
在建工程	521.26	601.26	601.26	601.26	营运资本变动	-1,033.55	-175.22	-380.10	-362.65
无形资产	283.09	273.20	280.39	289.58	其他	301.51	640.79	198.03	210.36
非流动资产合计	4,192.37	4,207.02	4,115.99	4,050.72	经营活动现金流净额	-83.97	563.18	704.40	890.70
资产总计	11,221.50	10,425.93	11,645.43	12,909.10	资本开支	-1,065.54	-267.69	-215.00	-235.49
短期借款	180.00	180.00	260.00	340.00	其他	-400.90	-9.62	-12.28	-15.97
应付票据及应付账款	2,520.92	2,199.97	2,859.17	3,093.49	投资活动现金流净额	-1,466.44	-277.31	-227.28	-251.46
其他流动负债	1,791.36	1,696.55	1,746.42	1,943.05	股权融资	1,265.85	-106.76	0.00	0.00
流动负债合计	4,492.28	4,076.52	4,865.59	5,376.54	债务融资	497.02	45.00	-150.00	0.00
其他	2,459.84	2,504.84	2,354.84	2,354.84	其他	-286.47	-113.48	-30.75	-28.90
非流动负债合计	2,459.84	2,504.84	2,354.84	2,354.84	筹资活动现金流净额	1,476.39	-175.24	-180.75	-28.90
负债合计	6,952.12	6,581.36	7,220.42	7,731.38	现金及现金等价物净增	-74.12	110.63	296.37	610.34
股本	414.94	408.81	408.81	408.81	加额				
资本公积金	1,432.32	1,331.69	1,331.69	1,331.69					
未分配利润	1,709.01	1,390.96	1,884.34	2,524.15					
少数股东权益	429.14	429.14	429.14	429.14					
其他	283.97	283.97	371.04	483.94					
所有者权益合计	4,269.38	3,844.57	4,425.01	5,177.73					
负债和所有者权益总计	11,221.50	10,425.93	11,645.43	12,909.10					

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	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		谨慎推荐	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。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。