

# 2021 年蒙娜丽莎集团股份有限公司 公开发行可转换公司债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【233】号 01



让评级彰显价值

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

# 2021年蒙娜丽莎集团股份有限公司公开发行可转换公司债券2025年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
蒙娜转债	AA-	AA-

## 评级观点

本次等级的评定是考虑到：蒙娜丽莎集团股份有限公司（以下简称“蒙娜丽莎”或“公司”，股票代码：002918.SZ）仍为建筑陶瓷行业一线品牌之一，产品保持一定的竞争优势，公司持续加强经销渠道拓展，经销渠道销售占比提升推动销售回款表现较好，且公司债务规模有所压缩，财务杠杆水平有所下降。同时，中证鹏元也关注到公司收入持续下滑，在下游需求及盈利空间承压的情况下，公司产能仍面临去化压力，存货面临一定的减值风险，地产相关应收款坏账计提比例继续提升，受整体市场行情影响，2025年一季度公司业绩出现亏损等风险因素。

## 评级日期

2025年06月18日

## 联系方式

**项目负责人：**邹火雄  
zouhx@cspengyuan.com

**项目组成员：**王清洋  
wangqy@cspengyuan.com

**评级总监：**

**联系电话：**0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	75.42	77.10	96.94	101.79
归母所有者权益	32.74	33.33	34.56	32.51
总债务	25.66	25.83	38.68	45.43
营业收入	6.86	46.31	59.21	62.29
净利润	-0.58	1.30	3.17	-3.47
经营活动现金流净额	-1.14	8.07	9.34	6.02
净债务/EBITDA	--	1.60	1.72	4.19
EBITDA 利息保障倍数	--	24.90	8.86	5.36
总债务/总资本	41.63%	41.40%	50.52%	56.20%
FFO/净债务	--	30.83%	31.50%	10.49%
EBITDA 利润率	--	15.90%	18.16%	10.60%
总资产回报率	--	2.22%	4.77%	-3.03%
速动比率	0.91	0.87	0.97	0.90
现金短期债务比	1.13	1.11	1.17	0.92
销售毛利率	21.54%	27.32%	29.51%	23.65%
资产负债率	52.31%	52.59%	60.92%	65.21%

资料来源：公司2022-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表，中证鹏元整理

## 正面

- **公司为建筑陶瓷行业一线品牌之一，销售网络较为完善，具备一定的竞争优势。**公司致力于高品质建筑陶瓷产品研发、生产和销售，自有品牌“蒙娜丽莎”知名度较高，具有完整的经销体系和营销网络，在建筑陶瓷行业具备一定的竞争优势。
- **公司渠道及产品销售结构优化，销售回款改善。**在房地产端销售疲软的背景下，公司继续主动收缩工程渠道占比，开拓回款较好的经销业务渠道，2024年及2025年一季度经销端收入占比分别提升至76.47%和81.86%，且继续加大工程端款项回收力度，对风险较大的地产客户采取先款后货的策略，加强成本费用管控，公司经营净现金流表现较好。

## 关注

- **受房地产行业调整影响，建筑陶瓷行业下游需求下滑，产能仍面临去化压力，缩量竞争状态及价格竞争持续，压缩业内企业营收及盈利空间。**2024年房地产行业继续筑底震荡，全国房地产开发投资同比下降10.6%，房屋施工面积同比下降12.7%，未来房地产投资增速下行压力仍较大，2024年全国陶瓷砖产量同比下降12.18%，全国陶瓷生产线退出率为11.75%，整体陶瓷行业仍处于供大于求的状况，瓷砖价格呈下跌趋势，挤压企业盈利空间。
- **受行业需求收缩和市场竞争加剧影响，公司业务收入及毛利持续下滑，2025年一季度业绩出现亏损。**近年建筑陶瓷等产品市场需求下滑，主要产品价格下降，为维持产品销量，提升市场占有率，公司继续调整销售产品结构，增加小规格产品占比，减少高端产品占比，同时降低产品销售价格，产品销量有所下滑，收入增长承压，业务毛利下降。
- **公司应收款项坏账准备计提比例增加，新增应收款减值拖累公司利润，且仍存回收风险。**2024年末公司整体应收账款坏账准备计提比例由2023年末的45.59%升至50.86%，对利润形成一定侵蚀。其中，公司风险房地产客户仍有2.65亿元的应收账款及合同资产未计提信用减值损失，相关款项仍存在回收风险。此外，公司对部分房地产客户进行了应收款项抵房，在当前地产行情下，可能存在工抵房处置变现不及预期的风险。
- **原材料价格仍面临上涨风险，在需求及盈利空间承压的情况下，存货面临一定的减值压力。**2024年公司生产所需天然气、煤炭等大宗原材料价格虽有所回落，但未来不排除价格反弹的可能，进而对公司生产经营及盈利水平产生影响。此外，截至2024年末，公司存货中库存商品账面价值6.78亿元，在需求及盈利空间承压的情况下仍面临一定的减值压力。

## 未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司处于建筑陶瓷行业第一梯队，经销渠道占比提升且合作关系较为稳定，公司建筑陶瓷产品仍具有一定的市场竞争力。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	马可波罗	东鹏控股	新明珠集团	蒙娜丽莎	帝欧家居
总资产	133.40	120.06	128.10	<b>77.10</b>	58.93
营业收入	89.25	64.69	74.24	<b>46.31</b>	27.41
净利润	13.53	3.26	6.12	<b>1.30</b>	-5.69
销售毛利率	35.99%	29.69%	23.22%	<b>27.32%</b>	19.75%
资产负债率	37.67%	36.29%	37.36%	<b>52.59%</b>	72.33%
主导品牌	马可波罗	东鹏	冠珠	<b>蒙娜丽莎</b>	欧神诺
建筑陶瓷销量（万平方米）	22,490.02	14,997.42	19,011.59	<b>12,457.21</b>	6,835.21
建筑陶瓷销量增速	8.67%	-8.64%	-12.56%	<b>-16.34%</b>	-20.53%
建筑陶瓷产量（万平方米）	21,706.76	12,806.31	16,135.21	<b>11,064.55</b>	6,750.81

建筑陶瓷产量增速	13.23%	-2.07%	-15.42%	<b>-25.70%</b>	-22.12%
陶瓷业务毛利率	36.01%	30.97%	22.87%	<b>27.75%</b>	18.17%

注：1) 马可波罗和新明珠集团处于上市申报阶段，其中马可波罗数据为 2023 年末/2023 年度数据，新明珠集团数据为 2022 年末/2022 年度数据。  
 2) 其他可比企业各指标均为 2024 年末/2024 年度数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2023V1.0</a>
外部特殊支持评价方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	7/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		7/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					<b>aa-</b>
外部特殊支持					0
主体信用等级					<b>AA-</b>

注：各指标得分越高，表示表现越好。

## 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
蒙娜转债	11.6893	3.3712	2024-9-18	2027-8-16

注：表中债券余额为 2025 年 6 月 16 日数据。

## 一、 债券募集资金使用情况

蒙娜转债（以下称“本期债券”）募集资金原计划用于收购高安市至美善德新材料有限公司（2021年2月更名为高安市蒙娜丽莎新材料有限公司）58.9706%股权并增资项目、数字化管理系统及智能仓库建设项目及补充流动资金。本期债券募投项目之一的“数字化管理系统及智能仓库建设项目”计划总投资29,793.00万元，原计划使用募集资金29,793.00万元，根据公司公告，截至2024年7月31日，该项目累计使用募集资金4,598.21万元，投资进度为15.43%，主要用于数字化管理系统软件及硬件设备等支出，剩余募集资金26,519.53万元（含募集资金利息收入及理财收益扣除银行手续费等的净额）均存放于募集资金专户，基于行业外部环境变化及公司实际经营情况，公司决定变更上述项目用途，并将上述剩余募集资金永久补充流动资金，未来公司将根据市场环境变化适时以自有资金投资建设数字化管理系统。

截至2025年3月31日，本期债券募集资金专项账户已销户。

## 二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、第一大股东及实际控制人均未发生变更。受本期债券转股影响，2025年3月末公司股本略增加至41,518.53万元。2024年因期满换届，公司董事长由萧华变更为萧礼标<sup>1</sup>，财务总监谭淑萍任期满离任，公司财务总监变更为汪雪波。

截至2025年3月末，公司第一大股东仍为萧华，持股30.13%，实际控制人仍为一致行动人萧华、霍荣铨、邓启棠和张旗康，合计直接持有公司股份62.76%，实际控制人股权均未质押，具体股权结构图见附录二。

跟踪期内，公司无重大资产重组及重大并购事项，仍主要从事建筑陶瓷产品研发、生产和销售，2024年及2025年1-3月合并范围内子公司无变化，纳入公司合并范围内的子公司详见附录三。

## 三、 运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优**

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分

<sup>1</sup> 萧华和萧礼标为父子关系。

化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

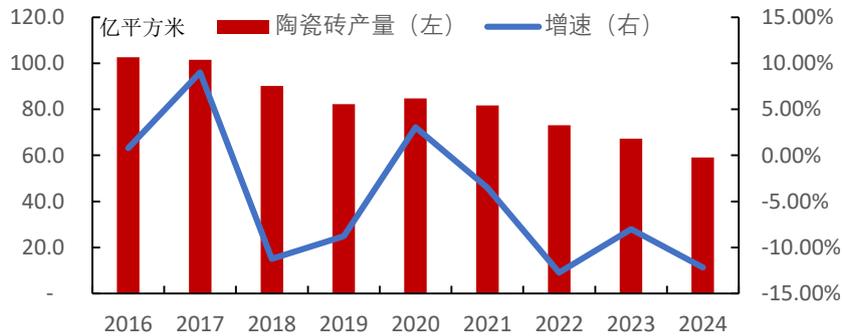
[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

## 行业环境

**受房地产市场行情影响，建筑陶瓷行业产能仍面临去化压力，行业进入存量甚至缩量的激烈竞争状态，预计短期内行业需求及盈利仍承压**

我国已成为世界建筑卫生陶瓷产业最大的生产国、最大消费国和最大出口国，但近年我国陶瓷产量呈波动下滑趋势。据中国建筑卫生陶瓷协会统计，2024年全国建筑陶瓷砖产量为59.1亿平方米，同比下降12.18%。一方面受房地产行业调整、国际局势复杂、近年来建筑陶瓷原材料、化工色辅料、包装材料、能源等价格均出现一定程度上涨，同时，人工成本、物流成本等也有所上涨，导致企业生产成本持续增加，建陶行业进入存量甚至缩量的激烈竞争时代，生产端和销售端利润空间均被挤压，2024年行业整体开窑率有所下降；另一方面国家对节能环保的重视，“煤改气”政策的落地加速推进行业落后、低效益产能的退出。

图1 我国陶瓷砖产量近年波动下降

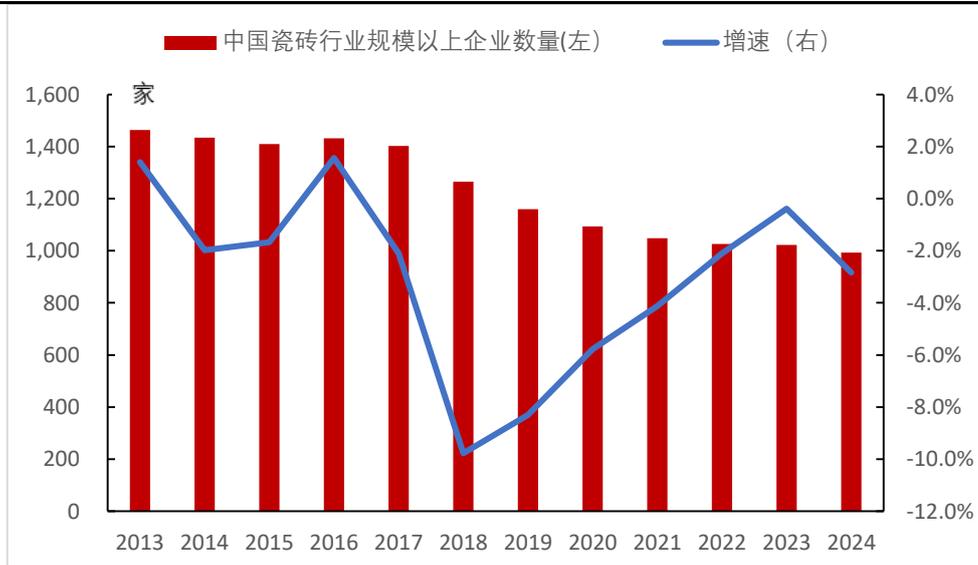


资料来源：公开资料，中证鹏元整理

陶瓷行业呈现“大市场，小企业”的竞争格局，由于减碳、市场竞争和环保趋严等因素将长期存在，推动低效产能持续出清，岩板、大板、中板等品类生产线不断增加，瓷砖头部企业竞争优势进一步巩固

我国建筑陶瓷产业集中度较低，建筑陶瓷整体呈现“大市场，小企业”的竞争格局，行业竞争激烈，同时行业上下游也在加速品牌集中。市场需求的变化和消费升级也迫使行业转型升级和企业产品结构调整不断推进，小产能加速出清，而有规模和资金优势的企业具备扩产、研发和环保等实力，有望推动行业集中度进一步提升。根据中国建筑卫生陶瓷协会数据，2024年建筑陶瓷工业规模以上企业单位数为993家，较2023年减少29家，全国建筑陶瓷生产线数量为2,193条，相比2022年的2,485条，退出率为11.75%，且行业内瓷砖产品结构发生了重大变化，传统的抛光砖、瓷片、仿古砖、外墙砖等品类生产线及产能快速萎缩，岩板、大板、中板等品类生产线不断增加。对于早布局、早投入大规格产品研发和生产的企业来说，有着稳定和成熟的生产体系和产品品质，更具备市场竞争优势。

图2 瓷砖行业企业在持续出清



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

## 四、经营与竞争

蒙娜丽莎属于建筑陶瓷行业头部品牌，旗下“蒙娜丽莎瓷砖”“QD 瓷砖”“美尔奇”三大品牌定位较清晰，形成了较成熟、稳定的品牌阵营。2024年公司瓷砖收入占比在98%以上，仍为公司主要收入来源。受房地产行业景气度影响，公司产品销量下降且工程端收入逐年下滑，同时控制大尺寸产品，中低端产品占比提升，此外行业价格战持续升级，产品均价有所下滑，2024年及2025年1-3月营业收入及毛利率有所下滑。2025年一季度，公司产品价格及销量进一步下滑，导致2025年一季度公司毛利率有所下滑，净利润呈亏损状态。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025年1-3月			2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务收入	6.75	98.40%	21.46%	45.51	98.27%	27.75%	58.80	99.31%	29.47%
其中：瓷质有釉砖	5.52	80.47%	20.09%	36.73	79.32%	27.18%	45.24	76.40%	30.65%
瓷质无釉砖	0.03	0.44%	15.71%	0.37	0.81%	19.19%	0.99	1.68%	24.75%
非瓷质有釉砖	0.25	3.70%	23.74%	2.50	5.40%	21.51%	5.47	9.23%	19.84%
陶瓷板、薄型陶瓷砖	0.87	12.65%	29.98%	5.59	12.08%	34.91%	6.88	11.62%	30.95%
其他产品	0.08	1.14%	18.85%	0.31	0.67%	26.53%	0.23	0.38%	1.66%
其他业务	0.11	1.60%	26.31%	0.80	1.73%	3.10%	0.41	0.69%	36.12%
<b>合计</b>	<b>6.86</b>	<b>100.00%</b>	<b>21.54%</b>	<b>46.31</b>	<b>100.00%</b>	<b>27.32%</b>	<b>59.21</b>	<b>100.00%</b>	<b>29.51%</b>

资料来源：公司 2023-2024 年及公司提供，中证鹏元整理

作为建筑陶瓷行业一线品牌之一，公司仍具有一定品牌实力，产品类型较为丰富，进一步延伸销售网络覆盖全国，保持一定的竞争优势，但受房地产行情带来的需求下滑及市场竞争加剧导致行业价格战的影响，公司产品销量及价格下行，收入持续下滑，且仍需继续关注下游地产客户款项回收风险

2024年公司收入仍主要由华东、华南、西南、华中和华北区域贡献，但受房地产行业调整、下游需求收缩、市场竞争加剧等因素影响，产品销量和营业收入延续下滑趋势。其中华北区域得益于公司拓展北京区域周边乡镇市场，2024年收入规模大幅增长，其余区域收入规模均有一定程度的下滑。此外，随着陶瓷行业从增量红利时代，步入存量甚至缩量的微利激烈竞争时代，公司调整产品结构，高端产品占比下降以及整体产品降价，公司产品销售均价有所下滑。

表2 2023-2024年公司销售区域分布情况（单位：亿元）

区域	2024年		2023年		同比增减
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
东北区	1.50	3.25%	2.46	4.16%	-38.94%

华北区	6.86	14.81%	5.59	9.44%	22.69%
华东区	13.11	28.30%	17.52	29.60%	-25.21%
华南区	11.11	24.00%	15.98	26.98%	-30.44%
华中区	5.51	11.90%	6.60	11.15%	-16.47%
西北区	3.02	6.52%	3.61	6.09%	-16.20%
西南区	4.91	10.61%	7.06	11.93%	-30.44%
境外	0.28	0.60%	0.39	0.65%	-27.83%

资料来源：公司2023-2024年度报告，中证鹏元整理

下游销售结构方面，2024年公司的销售模式仍主要为经销商渠道模式和战略工程渠道模式，2024年公司经销商体系覆盖区域及经销门店主要布局无重大变化，面对行业整体需求下滑的情况，公司主动减少部分经营风险较大的房地产客户销售规模，经销业务销售收入占比进一步提升。

战略工程端渠道方面，受房地产行情影响，公司对风险较大的房地产客户订单承接仍较为谨慎，工程端收入同比大幅下降，前五大客户集中度由2023年的30.40%下滑至16.21%。需关注的是，公司虽然不断加强对工程业务的风险控制，加大对风险房地产客户应收款催收，对于风险房地产客户新承接订单采取先款后货的方式，继续加强与优质房地产商的战略业务合作，但公司仍有部分存量房地产客户已出现流动性风险，房地产市场仍处于调整中，相关款项仍存在回收风险。

**表3 2023-2024年及2025年1-3月公司经销及工程渠道收入情况（单位：亿元）**

类别	项目	2025年1-3月	2024年	2023年
经销	收入	5.62	35.41	38.27
	占比	81.86%	76.47%	64.63%
工程	收入	1.24	10.90	20.94
	占比	18.14%	23.53%	35.37%
收入合计		<b>6.86</b>	<b>46.31</b>	<b>59.21</b>

资料来源：公司2023-2024年度报告及公司提供，中证鹏元整理

公司产能保持稳定，通过调整产品价格及结构、盘活库存产品，缩减OEM产量，整体产销率表现仍较好，但受市场需求下滑影响，整体产能利用率有所下降，仍面临一定的产能消化压力

受房地产行业调整影响，2024年以来公司对部分风险较大的房地产客户订单承接较为谨慎，缩减OEM产量，公司产量进一步下滑。2024年公司继续采取了下沉经销渠道、调整产品结构、盘活库存产品、降价销售等策略，以应对市场需求下滑、价格持续下行的市场环境，2024年公司销量相比产量降幅要低，产销率表现仍较好，但受高端产品占比下降以及产品降价影响，公司产品销售均价有所下降。

**表4 公司产量、销量情况（单位：万平方米）**

项目	2025年1-3月	2024年	2023年
产量	1,348.24	11,064.55	14,891.71
销量	1,932.89	12,457.21	14,891.17
产销率	143.36%	112.59%	100.00%

销售均价（元/平方米）	35.5	37.17	39.76
年产能	14,850.00	14,850.00	14,850.00
产能利用率	-	72.07%	89.65%

注：产能利用率=自有产量/产能，上表中的产量包含OEM产量。

资料来源：公司提供

截至2025年3月末，公司共有佛山、清远、广西藤县和江西高安四大生产基地，其中广西藤县基地已完工投产7条生产线，最后一期4条生产线因市场行情原因产线装配仍未推动，受整体市场行情及陶瓷行业产能去化压力较大影响，近年公司暂未新增产能，整体产能保持稳定。

**表5 截至2025年3月末公司四大生产基地基本情况（单位：万平方米/年、条）**

生产基地	主要产品	产能	生产线数量	能源端
西樵生产基地	瓷砖	3,550	16	100%天然气
清远生产基地	瓷砖	1,500	5	100%天然气
广西生产基地	瓷砖	5,200	7	100%天然气
江西生产基地	瓷砖	4,600	9	天然气和煤转气
<b>合计</b>	-	<b>14,850</b>	<b>37</b>	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司降本增效措施成效逐步显现，2024年煤炭、天然气等大宗原材料价格有所回落，但受国内外市场及环保、物流等影响，不排除价格反弹的可能，仍面临一定成本控制压力

2024年公司生产所需天然气、煤炭、电力等价格虽有所回落，而公司产品销售均价下滑，整体利润空间被进一步挤压。为应对原材料价格波动风险，公司采取了一系列降本增效措施，包括招投标机制采购大宗原材料，设立招投标管理小组和核价员，不断扩大供应面，合理安排重点物资采购时间和计划，通过集采提高议价能力，降低采购价格；利用原材料的价格波动周期，在淡季增加储备量，降低采购成本；加强工作环节及流程的精细化管理等。2024年公司降本增效成效继续显现，且煤炭、天然气等大宗原材料价格有所回落，但因整体收入下降幅度较大，销售毛利率仍有所下滑。且受国内外市场及环保、物流等影响，未来公司生产所需的原材料亦不排除价格反弹的可能，进而对公司利润水平进一步压缩。

此外，截至2025年3月末，公司主要在建项目为信息化系统建设，燃烧能源改造和厂房光伏发电及原料工序项目，主要为公司推进整体降本增效而实施的项目。

**表6 截至2025年3月末公司主要在建项目情况（单位：万元）**

项目名称	计划总投资	已投资	建设内容	资金来源
陶瓷板（砖）量产线先进氨氢零碳烧项目	5,300.00	2,220.93	燃烧能源的改造和厂房光伏发电	自有资金
原料制备车间（二）	1,595.00	242.17	原料的工序	
<b>合计</b>	<b>6,895.00</b>	<b>2,463.00</b>	-	-

资料来源：公司提供

## 五、 财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表。

公司应收款项和存货对营运资金占用明显，应收款项存在一定的回收风险，存货仍面临减值压力；在市场需求下滑背景下，公司产品销量减少、产品价格下降，2024年公司营业收入规模继续下滑，2025年一季度出现业绩亏损，降本提质措施的实施一定程度上减缓了公司盈利压力，但仍需关注应收款项、存货的减值计提等因素对公司利润的侵蚀；2024年公司经营活动净现金流表现较好，在建项目资本开支减缓，债务规模有所压缩，各项偿债能力指标表现向好，债务压力有所减轻

### 资本实力与资产质量

受应付普通股股利增加导致的未分配利润下降影响，2024年末公司所有者权益略微下降，同时2024年本期债券部分回售，公司期末负债规模大幅下降。综合影响下公司产权比率有所下降，所有者权益对总负债的保障程度有所增强。

图 3 公司资本结构

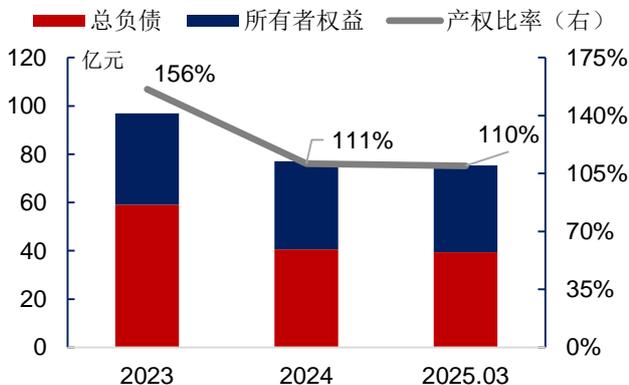
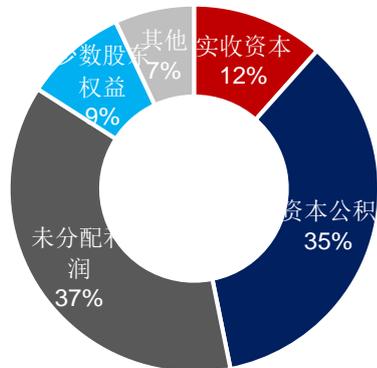


图 4 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

注：上图中资本公积减去了库存股。

资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司为制造业企业，房屋设备等固定资产占比较高，受计提折旧影响，且近年暂无重大产线等固定资产项目投入，2024年末公司固定资产规模有所下降。受支付本期债券回售款项影响，2024年末公司货币资金规模大幅下滑。受盘活库存产品，产品结构优化及产量下滑影响，2024年末公司存货余额下降较多但规模仍较大，其中库存商品账面价值6.78亿元，由于公司产品价格面临下行压力，需关注存货减值的风险。

截至2024年末，公司应收账款规模虽有所下降但规模仍较大，对营运资金形成一定占用。2024年公

司继续将减值迹象明显的部分房地产客户的应收账款、应收票据、其他应收款等债权的计提比例提升至30%-100%之间，期末按单项计提的应收账款账面余额为8.62亿元，坏账计提比例为71.58%，整体应收账款坏账准备计提比例由2023年末的45.59%升至50.86%，其中公司风险房地产客户仍有2.65亿元的应收账款及合同资产未计提信用减值损失。为加速应收款项回收，公司与部分房地产客户签订以房抵债协议，2024年公司与房地产公司签订以房抵债协议金额为3.13亿元，已网签合同金额3.44亿元。公司将网签合同对应的客户应收款项结转至以房抵债款，列示于其他非流动资产科目；其余尚未办理网签手续的，继续列示于应收账款、其他应收款。考虑到应收对象主要为房地产客户且近年下游房地产仍处于调整中，风险地产客户应收款项仍存在减值风险。

受限资产方面，2024年末公司受限资产账面价值合计5.05亿元，占总资产的6.55%，主要系保证金、安全文明措施费、司法冻结款、借款抵押的固定资产、无形资产等。

**表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

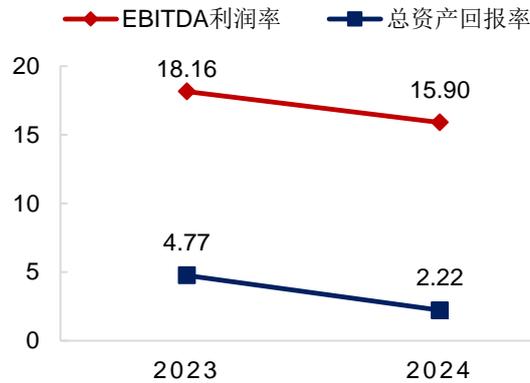
项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	15.09	20.00%	15.10	19.58%	21.49	22.17%
应收账款	6.64	8.80%	6.56	8.50%	8.52	8.79%
应收款项融资	1.10	1.46%	1.26	1.63%	4.90	5.05%
存货	9.13	12.11%	10.04	13.02%	15.09	15.57%
<b>流动资产合计</b>	<b>33.34</b>	<b>44.20%</b>	<b>34.27</b>	<b>44.44%</b>	<b>52.25</b>	<b>53.90%</b>
固定资产	29.64	39.30%	30.50	39.55%	33.35	34.41%
其他非流动资产	3.46	4.59%	3.67	4.76%	3.13	3.23%
<b>非流动资产合计</b>	<b>42.09</b>	<b>55.80%</b>	<b>42.83</b>	<b>55.56%</b>	<b>44.69</b>	<b>46.10%</b>
<b>资产总计</b>	<b>75.42</b>	<b>100.00%</b>	<b>77.10</b>	<b>100.00%</b>	<b>96.94</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2023-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

受行业需求收缩和市场竞争加剧等因素影响，建筑陶瓷等产品需求下滑，叠加公司主要产品价格下降，公司收入和毛利率均下降，2024年公司盈利能力下滑。此外，信用减值损失及资产减值损失进一步对公司利润形成侵蚀，2024年公司总资产回报率下滑，2025年一季度业绩亏损。考虑到公司风险房地产客户应收款项、存货仍存在减值风险，且受房地产市场行情影响，短期内建筑建材陶瓷需求难以显著回升，预计公司盈利压力将持续。

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

### 现金流与偿债能力

受本期债券回售影响，2024年末公司债务规模大幅下降，公司债务主要由银行借款、应付票据和本期债券及其他流动负债中的银行代理付款构成。其中应付票据主要为银行承兑汇票，主要用于支付货款、服务款和工程设备款；其他流动负债主要为银行代理付款，属于公司短期债务，2024年末公司委托的银行代理付款规模大幅下降。长期借款主要为信用借款和保证借款。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.14	7.96%	2.79	6.88%	4.06	6.87%
应付票据	3.63	9.20%	4.84	11.93%	4.03	6.82%
应付账款	6.39	16.19%	7.64	18.83%	12.44	21.06%
其他应付款	5.53	14.02%	5.10	12.58%	4.29	7.26%
一年内到期的非流动负债	5.58	14.15%	4.51	11.13%	6.65	11.26%
其他流动负债	1.13	2.86%	1.74	4.29%	5.01	8.49%
<b>流动负债合计</b>	<b>26.63</b>	<b>67.51%</b>	<b>27.95</b>	<b>68.92%</b>	<b>38.40</b>	<b>65.01%</b>
长期借款	8.84	22.41%	8.59	21.20%	9.01	15.26%
应付债券	3.21	8.13%	3.17	7.82%	10.63	17.99%
<b>非流动负债合计</b>	<b>12.82</b>	<b>32.49%</b>	<b>12.60</b>	<b>31.08%</b>	<b>20.66</b>	<b>34.99%</b>
<b>负债合计</b>	<b>39.45</b>	<b>100.00%</b>	<b>40.55</b>	<b>100.00%</b>	<b>59.06</b>	<b>100.00%</b>
总债务	25.66	65.03%	25.83	63.69%	38.68	65.50%
其中：短期债务	13.33	51.96%	13.74	53.19%	18.56	47.99%
长期债务	12.32	48.04%	12.09	46.81%	20.12	52.01%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年公司经销业务销售比重进一步增加，且继续加大工程端款项回收力度，对风险较大的房地产客户采取先款后货的策略，加强成本费用管控，公司经营现金流表现仍较好，但公司EBITDA及FFO有所

下滑，主营业务盈利能力及现金生成能力减弱，受本期债券大幅回售影响，公司债务规模大幅下降，杠杆水平有所降低且债务利息支出规模大幅下降，整体偿债能力有所增强。

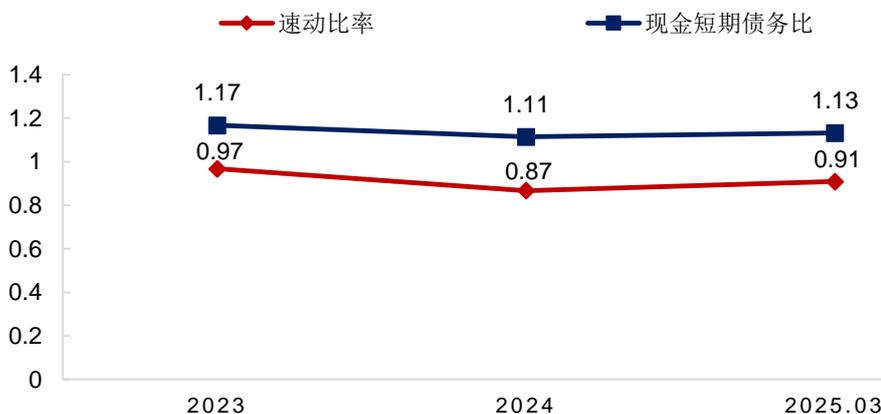
表9 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	-1.14	8.07	9.34
FFO（亿元）	--	3.63	5.83
资产负债率	52.31%	52.59%	60.92%
净债务/EBITDA	--	1.60	1.72
EBITDA 利息保障倍数	--	24.90	8.86
总债务/总资本	41.63%	41.40%	50.52%
FFO/净债务	--	30.83%	31.50%
经营活动现金流净额/净债务	-10.55%	68.60%	50.43%
自由现金流/净债务	-12.58%	56.82%	32.62%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年公司货币资金主要用于支付本期债券回售款项，同时公司部分短期借款及银行代理付款到期偿还，短期债务规模下滑，现金短期债务比保持稳定。受收入下滑及支付本期债券回售款导致应收账款和货币资金等流动资产大幅减少影响，公司速动比率有所下降。考虑到公司作为上市公司，融资渠道较为多样，且截至2025年3月末，尚未使用授信额度41.64亿元，公司仍有一定获取流动性资源的能力。

图 6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

本期债券为可转换公司债券，在转股后无需还本付息，但本期债券自发行以来，转股比例很低，仍需关注未来股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

## 六、 其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年4月22日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至信息查询日（2025年6月12日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

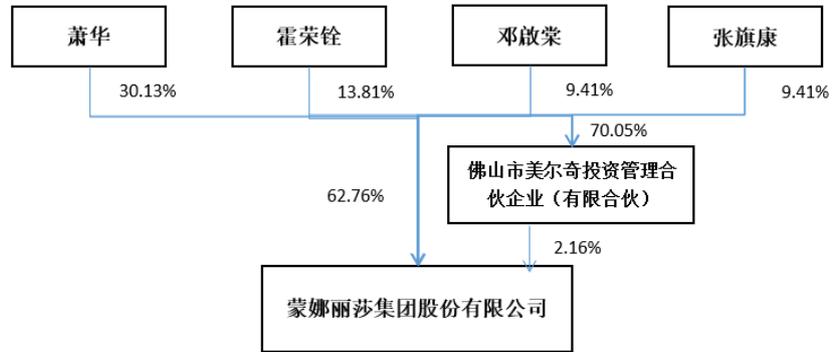
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	15.09	15.10	21.49	18.35
存货	9.13	10.04	15.09	18.25
流动资产合计	33.34	34.27	52.25	55.95
固定资产	29.64	30.50	33.35	35.39
非流动资产合计	42.09	42.83	44.69	45.84
资产总计	75.42	77.10	96.94	101.79
短期借款	3.14	2.79	4.06	2.70
应付账款	6.39	7.64	12.44	13.54
其他应付款	5.53	5.10	4.29	3.84
一年内到期的非流动负债	5.58	4.51	6.65	3.21
流动负债合计	26.63	27.95	38.40	42.07
长期借款	8.84	8.59	9.01	13.00
应付债券	3.21	3.17	10.63	10.22
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	12.82	12.60	20.66	24.31
负债合计	39.45	40.55	59.06	66.37
所有者权益	35.97	36.55	37.89	35.41
营业收入	6.86	46.31	59.21	62.29
营业利润	-0.58	1.65	3.44	-4.47
净利润	-0.58	1.30	3.17	-3.47
经营活动产生的现金流量净额	-1.14	8.07	9.34	6.02
投资活动产生的现金流量净额	-0.23	-0.86	-3.58	-6.89
筹资活动产生的现金流量净额	1.65	-13.88	-1.16	-3.29
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	7.36	10.75	6.60
FFO（亿元）	--	3.63	5.83	2.90
净债务（亿元）	10.77	11.76	18.52	27.66
销售毛利率	21.54%	27.32%	29.51%	23.65%
EBITDA 利润率	--	15.90%	18.16%	10.60%
总资产回报率	--	2.22%	4.77%	-3.03%
资产负债率	52.31%	52.59%	60.92%	65.21%
净债务/EBITDA	--	1.60	1.72	4.19
EBITDA 利息保障倍数	--	24.90	8.86	5.36
总债务/总资本	41.63%	41.40%	50.52%	56.20%
FFO/净债务	--	30.83%	31.50%	10.49%
经营活动现金流净额/净债务	-10.55%	68.60%	50.43%	21.77%

速动比率	0.91	0.87	0.97	0.90
现金短期债务比	1.13	1.11	1.17	0.92

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司 2025 年一季度度报告，中证鹏元整理

### 附录三 2024年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
广西蒙娜丽莎新材料有限公司	4.62	100.00%	产品制造、销售
广东蒙娜丽莎投资管理有限公司	3.00	100.00%	股权投资及管理
广东蒙娜丽莎智能家居科技有限公司	3.00	100.00%	产品销售
广东绿屋建筑科技工程有限公司	1.50	100.00%	产品销售及技术支持
广东蒙创致远新材料科技有限公司	1.00	100.00%	产品设计、销售
广东清远蒙娜丽莎建陶有限公司	0.50	100.00%	产品制造、销售
广东蒙娜丽莎物流服务有限公司	0.10	100.00%	物流服务
广东蒙娜丽莎贸易有限公司	0.10	100.00%	产品销售
佛山市慧德康商贸有限公司	0.10	100.00%	保安保洁服务
高安市蒙娜丽莎新材料有限公司	1.64	70.00%	产品制造、销售
广东蒙娜丽莎产业投资基金合伙企业 (有限合伙)	5.00	99.90%	投资管理

资料来源：公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

## 附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计×100%
资产负债率	总负债/总资产×100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

## 附录五 信用等级符号及定义

### 中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
<b>AAA</b>	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
<b>AA</b>	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
<b>A</b>	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
<b>BBB</b>	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
<b>BB</b>	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
<b>B</b>	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
<b>CCC</b>	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
<b>aaa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
<b>aa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
<b>a</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
<b>bbb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
<b>bb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
<b>b</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
<b>ccc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
<b>cc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>c</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 展望符号及定义

类型	定义
<b>正面</b>	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
<b>稳定</b>	情况稳定，未来信用等级大致不变。
<b>负面</b>	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号