

蒙娜丽莎 (002918.SZ)

减值拖累业绩，现金流表现亮眼

事件：蒙娜丽莎披露 2024 年度报告。公司 2024 年实现收入 46.3 亿元，同比下滑 21.8%，实现归母净利润 1.2 亿元，同比下滑 53.1%，单 Q4 实现收入 10.6 亿元，同比下滑 23.0%，环比 Q3 下滑 14.5%，归母净利润亏损 0.2 亿元。

行业竞争加剧、量价承压，经销渠道仍保持韧性。根据中国建筑卫生陶瓷协会统计，2024 年全国陶瓷砖产量 59.1 亿平方米，同比下滑 12.18%，2024 年公司瓷砖销量 1.25 亿平，同比下滑 16.3%，单价 36.5 元/平，同比下滑 7.5%，量价承压下，公司瓷砖业务收入 45.5 亿元，同比下滑 22.6%，其中经销收入 35.4 亿元，同比下滑 7.5%，单 Q4 收入 8.4 亿元，同比下滑 9.6%，保持韧性，工程战略收入 10.9 亿元，同比下滑 48.0%，单 Q4 收入 2.2 亿元，同比下滑 51.0%，主要系公司主动减少了部分经营风险较大的房地产客户的销售规模。

毛利率稳定，费用率有所提升，减值导致 Q4 亏损。2024 年公司整体毛利率 27.3%，同比降低 2.2pct，其中瓷砖毛利率 27.7%，同比减少 1.7pct，经销渠道毛利率 25.7%，同比减少 2.6pct，战略工程渠道毛利率 32.6%，同比提升 0.88pct，公司积极推进降本增效，2024 年单位成本 26.4 元/平，同比下滑 5.2%，部分对冲了价格下行的压力，毛利率相对稳定。费用端，2024 年期间费用率 19.8%，同比提升 0.6pct，主要系收入下滑导致费用率提升，单 Q4 期间费用率 14.9%，同比下滑 5.5pct，主要系 Q4 可转债回售且持续压缩贷款规模，财务费用率降低。净利率方面，2024 年净利率 2.8%，同比下降 2.6pct，其中单 Q4 净利率-1.2%，同比提升 3.0pct，主要系公司全年计提资产及信用减值 1.47 亿元，其中单 Q4 计提 1.37 亿元，导致 Q4 出现亏损。

应收账款减值风险释放，现金流持续亮眼。2024 年末公司应收项合计 7.2 亿元，同比下滑 24.7%，根据公司公告，对出现债务违约的地产客户已计提 7.8 亿元减值准备，剩余 2.6 亿元未计提，2024 年末公司以房抵债及投资性房地产规模合计 4.8 亿元，可覆盖剩余风险敞口。2024 年公司经营性现金流量净额 8.1 亿元，同比下滑 13.6%，收现比 115.0%，同比增加 7.3pct，付现比 96.1%，同比减少 4.0pct，净现比 645.4%，同比增加 294.6pct，现金流表现持续亮眼。

投资建议：公司持续优化渠道结构，加强经销渠道开拓，经营质量持续改善，但考虑到行业需求仍在下滑，且减值风险仍有不确定性，我们下调公司的盈利预测，预计 2025-2027 年公司营业收入 47.2 亿元、51.6 亿元、54.2 亿元，归母净利润 2.1 亿元、2.8 亿元、3.4 亿元，三年业绩复合增速 27.2%，对应 PE 估值 17、13、11 倍，维持“买入”评级。

风险提示：竣工需求大幅下滑风险，行业竞争加剧风险，原材料、燃料价格持续快速上涨风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,921	4,631	4,722	5,158	5,416
增长率 yoy (%)	-4.9	-21.8	2.0	9.2	5.0
归母净利润（百万元）	266	125	212	284	343
增长率 yoy (%)	169.9	-53.1	70.0	33.9	20.5
EPS 最新摊薄（元/股）	0.64	0.30	0.51	0.68	0.83
净资产收益率 (%)	7.7	3.7	6.2	8.1	9.3
P/E（倍）	13.8	29.5	17.4	13.0	10.8
P/B（倍）	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0

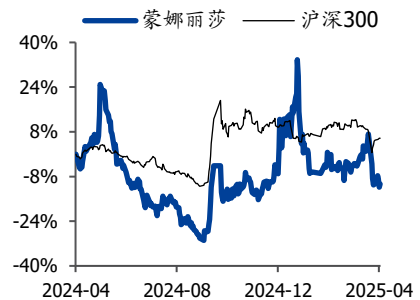
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 04 月 17 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	家居用品
前次评级	买入
04 月 17 日收盘价（元）	8.88
总市值（百万元）	3,686.85
总股本（百万股）	415.19
其中自由流通股（%）	52.86
30 日日均成交量（百万股）	13.13

股价走势



作者

分析师 沈猛

执业证书编号：S0680522050001

邮箱：shenmeng@gszq.com

分析师 张润

执业证书编号：S0680524110002

邮箱：zhangrun@gszq.com

相关研究

- 《蒙娜丽莎 (002918.SZ)：调结构、降本增效，利润率触底回升》 2023-08-27
- 《蒙娜丽莎 (002918.SZ)：降本增效利润率提升明显，现金流表现优异》 2022-10-26
- 《蒙娜丽莎 (002918.SZ)：降本增效，利润率底部逐季回升》 2022-08-25

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5225	3427	3349	3512	3793
现金	2149	1510	1313	1460	1725
应收票据及应收账款	877	679	615	598	556
其他应收款	74	37	45	47	50
预付账款	25	22	22	24	25
存货	1509	1004	1087	1126	1157
其他流动资产	590	175	267	257	280
非流动资产	4469	4283	4337	4371	4268
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3335	3050	2953	2851	2736
无形资产	302	330	332	332	331
其他非流动资产	832	903	1053	1188	1200
资产总计	9694	7710	7686	7882	8061
流动负债	3840	2795	2678	2736	2759
短期借款	406	279	179	129	109
应付票据及应付账款	1646	1247	1312	1404	1457
其他流动负债	1788	1268	1187	1204	1193
非流动负债	2066	1260	1260	1260	1260
长期借款	901	859	859	859	859
其他非流动负债	1165	401	401	401	401
负债合计	5906	4055	3938	3997	4019
少数股东权益	332	322	329	353	372
股本	415	415	415	415	415
资本公积	1368	1380	1380	1380	1380
留存收益	1591	1593	1678	1792	1929
归属母公司股东权益	3456	3333	3419	3532	3669
负债和股东权益	9694	7710	7686	7882	8061

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	934	807	535	871	875
净利润	317	130	220	309	361
折旧摊销	419	422	403	423	438
财务费用	121	30	34	33	32
投资损失	-2	-5	13	11	9
营运资金变动	-123	91	-236	-8	-73
其他经营现金流	202	139	101	104	107
投资活动现金流	-358	-86	-471	-471	-351
资本支出	-330	-99	-308	-310	-312
长期投资	-28	12	-150	-150	-30
其他投资现金流	0	0	-13	-11	-9
筹资活动现金流	-116	-1388	-261	-253	-258
短期借款	136	-127	-100	-50	-20
长期借款	-398	-42	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	11	0	0	0
其他筹资现金流	146	-1230	-161	-203	-238
现金净增加额	460	-667	-197	147	265

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5921	4631	4722	5158	5416
营业成本	4173	3366	3466	3734	3868
营业税金及附加	58	60	48	57	62
营业费用	379	296	302	330	347
管理费用	452	442	378	392	412
研发费用	214	166	165	181	190
财务费用	90	11	14	16	18
资产减值损失	-6	-29	-23	-24	-25
其他收益	39	30	31	34	35
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-19	-2	-13	-11	-9
资产处置收益	-4	-5	-2	-4	-4
营业利润	344	165	263	364	438
营业外收入	21	9	12	14	12
营业外支出	11	10	8	10	10
利润总额	353	164	266	367	440
所得税	35	34	47	59	79
净利润	317	130	220	309	361
少数股东损益	51	5	7	24	18
归属母公司净利润	266	125	212	284	343
EBITDA	879	620	684	807	896
EPS (元/股)	0.64	0.30	0.51	0.68	0.83

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-4.9	-21.8	2.0	9.2	5.0
营业利润(%)	176.9	-52.0	59.1	38.4	20.5
归属母公司净利润(%)	169.9	-53.1	70.0	33.9	20.5
获利能力					
毛利率(%)	29.5	27.3	26.6	27.6	28.6
净利率(%)	4.5	2.7	4.5	5.5	6.3
ROE(%)	7.7	3.7	6.2	8.1	9.3
ROIC(%)	6.0	2.8	4.1	5.7	6.5
偿债能力					
资产负债率(%)	60.9	52.6	51.2	50.7	49.9
净负债比率(%)	24.6	11.8	14.0	8.5	1.1
流动比率	1.4	1.2	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	6.4	6.1	7.6	8.9	9.8
应付账款周转率	3.2	3.4	4.2	4.2	4.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.30	0.51	0.68	0.83
每股经营现金流(最新摊薄)	2.25	1.94	1.29	2.10	2.11
每股净资产(最新摊薄)	8.32	8.03	8.23	8.51	8.84
估值比率					
P/E	13.8	29.5	17.4	13.0	10.8
P/B	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	7.5	7.8	6.2	5.0	4.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 17 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com