

蒙娜丽莎 (002918.SZ)

行业竞争压力仍存，经销渠道持续提升

公司 2024 年实现营业总收入 46.31 亿元，同比下降 21.79%；归母净利润 1.25 亿元，同比下降 53.06%；扣非后归母净利润 1.03 亿元，同比下滑 57.53%；基本 EPS 为 0.31 元/股，同比减少 51.56%；加权平均 ROE 为 3.64%，同比下降 4.31pct。

□ 减值敞口收窄，经销渠道占比持续提升。公司 2024 年营业总收入 46.31 亿元，同比下降 21.79%；归母净利润 1.25 亿元，同比下降 53.06%；2024 年公司计提各项资产减值准备金额合计 1.47 亿元，同比减少 34.41%。公司持续加强风险管控，房地产客户应收款项信用减值损失同比减少；同时加强存货管理，提高周转效率，减少呆滞库存，资产减值损失同比减少。分产品看，2024 年，公司非瓷质有釉砖/陶瓷板、薄型陶瓷砖/瓷质无釉砖/瓷质有釉砖收入分别同比-54.25%/-18.70%/-62.31%/-18.80%，主要受市场竞争加剧影响，但中高端产品降幅相对较小。分渠道看，公司经销渠道收入同比-7.46%至 35.41 亿元，战略工程渠道收入同比-47.96%至 10.90 亿元，公司持续收缩战略工程渠道，经销渠道收入占营业收入比重同比+11.84pct 至 76.47%。2024 年公司经营性现金流净流入 8.07 亿元，同比-13.65 %。

□ 瓷砖产品量价齐跌，高端产品毛利率提升。从量来看，2024 年公司瓷砖产量同比-25.70%至 1.11 亿平方米，销量同比-16.34%至 1.25 亿平方米。从价来看，据测算，2024 年公司瓷砖产品平均单位售价同比-7.76%至 36.28 元/平方米，平均单位成本同比-5.37%至 26.21 元/平方米，平均单位毛利同比-13.44%至 10.07 元/平方米。分产品看，公司 2024 年瓷质有釉砖/非瓷质有釉砖/陶瓷板、薄型陶瓷砖/瓷质无釉砖毛利率分别-3.47pct/+1.67pct/+3.96pct/-5.56pct 至 27.18%/21.51%/34.91%/19.19%，陶瓷板、薄型陶瓷砖等中高端产品毛利率提升幅度显著高于其他品类。

□ 行业竞争加剧，公司利润率承压。公司 2024 年销售毛利率/销售净利率分别为 27.32%/2.81%，分别同比-2.19pct/-2.55pct；分渠道看，2024 年公司经销渠道毛利率同比-2.61pct 至 25.68%，战略工程渠道毛利率同比+0.88pct 至 32.63%，主要因 C 端价格竞争激烈，而在 B 端业务上公司严控项目选择。2024 年，公司期间费用率同比+0.59pct 至 19.78%，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.01pct/+1.90pct/-0.02pct/-1.28pct。

□ 瓷砖行业持续出清，行业集中度有望提升，维持“强烈推荐”。行业层面，2024 年全国陶瓷砖产量延续下行缩量至 59.1 亿平方米，同比-12.18%；建筑陶瓷规上企业数量为 993 家，较 2023 年减少 29 家，全国建筑陶瓷生产线数量为 2193 条，相比 2022 年的 2485 条，退出率为 11.75%；叠加政策要求建筑卫生陶瓷等领域原则上应在 2025 年底前完成技术改造或淘汰退出，行业能效标杆水平以上产能占比超过 15%，行业集中度有望提升。公司层面，公司改变经营理念，加强精益管理，渠道转型有所收效，现金流整体较为健康。考虑到终端需求相对疲软，我们下调盈利预测并引入 27 年预测，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.50 元、0.61 元、0.69 元，对

强烈推荐（维持）

中游制造/建材

目标估值：NA

当前股价：8.74 元

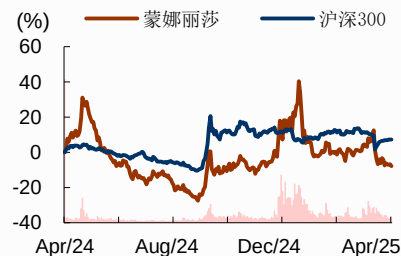
基础数据

总股本（百万股）	415
已上市流通股（百万股）	219
总市值（十亿元）	3.6
流通市值（十亿元）	1.9
每股净资产（MRQ）	8.0

ROE（TTM）	3.7
资产负债率	52.6%
主要股东	萧华

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	0	-8
相对表现	-5	5	-16



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《蒙娜丽莎 (002918) —竞争加剧致使业绩承压，现金流较优》2024-10-26
- 2、《蒙娜丽莎 (002918) —行业竞争加剧，发力经销强化经营质量》2024-08-24
- 3、《蒙娜丽莎 (002918) —加码经销渠道，盈利能力与现金流改善》2024-04-28

郑晓刚 S1090517070008
zhengxiaogang@cmschina.com.cn

袁定云 S1090523070010
yuandingyun@cmschina.com.cn

应 PE 分别为 17.7x、14.3x、12.6x，维持“强烈推荐”投资评级。

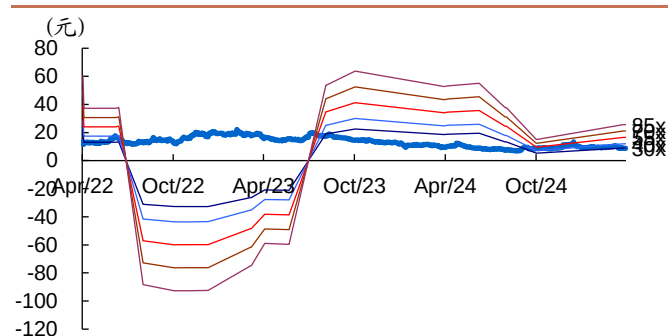
- 风险提示：市场需求修复不及预期，市场竞争加剧价格战升级，原材料和燃料价格上涨风险，应收账款坏账风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5921	4631	4701	4943	5194
同比增长	-5%	-22%	2%	5%	5%
营业利润(百万元)	344	165	267	331	376
同比增长	-177%	-52%	62%	24%	14%
归母净利润(百万元)	266	125	206	254	288
同比增长	-170%	-53%	64%	24%	13%
每股收益(元)	0.64	0.30	0.50	0.61	0.69
PE	13.6	29.0	17.7	14.3	12.6
PB	1.0	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源：公司数据、招商证券

图 1：蒙娜丽莎历史 PEBand



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：蒙娜丽莎历史 PBBand



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5225	3427	3261	3814	4361
现金	2149	1510	1343	1797	2240
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	25	23	24	25	26
应收款项	852	656	646	679	714
其它应收款	74	37	38	40	42
存货	1509	1004	1010	1063	1118
其他	615	197	200	211	221
非流动资产	4469	4283	3977	3705	3464
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3335	3050	2781	2543	2332
无形资产商誉	310	339	305	274	247
其他	824	895	891	888	885
资产总计	9694	7710	7239	7520	7825
流动负债	3840	2795	2109	2187	2269
短期借款	406	279	24	25	26
应付账款	1646	1247	1265	1331	1400
预收账款	56	34	35	37	38
其他	1732	1234	785	795	804
长期负债	2066	1260	1260	1260	1260
长期借款	901	859	859	859	859
其他	1165	401	401	401	401
负债合计	5906	4055	3369	3447	3529
股本	415	415	415	415	415
资本公积金	1450	1325	1325	1325	1325
留存收益	1591	1593	1799	1991	2203
少数股东权益	332	322	330	341	353
归属于母公司所有者权益	3456	3333	3539	3731	3943
负债及权益合计	9694	7710	7239	7520	7825

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	934	807	657	610	608
净利润	317	130	214	265	300
折旧摊销	392	399	384	350	319
财务费用	121	30	66	44	40
投资收益	(2)	(5)	(26)	(25)	(27)
营运资金变动	134	269	21	(24)	(25)
其它	(29)	(15)	(2)	0	0
投资活动现金流	(358)	(86)	(50)	(52)	(50)
资本支出	(330)	(139)	(77)	(77)	(77)
其他投资	(28)	52	26	25	27
筹资活动现金流	(116)	(1388)	(773)	(104)	(115)
借款变动	(64)	(487)	(707)	1	1
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	(125)	0	0	0
股利分配	0	0	0	(62)	(76)
其他	(52)	(775)	(66)	(44)	(40)
现金净增加额	460	(667)	(166)	454	443

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5921	4631	4701	4943	5194
营业成本	4173	3366	3415	3593	3779
营业税金及附加	58	60	61	64	67
营业费用	379	296	301	316	332
管理费用	452	442	425	422	418
研发费用	214	166	169	177	187
财务费用	90	11	66	44	40
资产减值损失	(229)	(153)	(24)	(20)	(22)
公允价值变动收益	0	(0)	0	0	0
其他收益	39	30	36	35	34
投资收益	(19)	(2)	(10)	(10)	(7)
营业利润	344	165	267	331	376
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	271	335	378
所得税	35	34	57	70	78
少数股东损益	51	5	9	11	12
归属于母公司净利润	266	125	206	254	288

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-5%	-22%	2%	5%	5%
营业利润	-177%	-52%	62%	24%	14%
归母净利润	-170%	-53%	64%	24%	13%
获利能力					
毛利率	29.5%	27.3%	27.4%	27.3%	27.2%
净利率	4.5%	2.7%	4.4%	5.1%	5.5%
ROE	7.9%	3.7%	6.0%	7.0%	7.5%
ROIC	7.0%	2.6%	5.3%	6.2%	6.5%
偿债能力					
资产负债率	60.9%	52.6%	46.5%	45.8%	45.1%
净负债比率	20.3%	20.6%	12.2%	11.8%	11.3%
流动比率	1.4	1.2	1.5	1.7	1.9
速动比率	1.0	0.9	1.1	1.3	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7
存货周转率	2.5	2.7	3.4	3.5	3.5
应收账款周转率	6.0	6.0	7.0	7.2	7.2
应付账款周转率	2.1	2.3	2.7	2.8	2.8
每股资料(元)					
EPS	0.64	0.30	0.50	0.61	0.69
每股经营净现金	2.25	1.94	1.58	1.47	1.46
每股净资产	8.32	8.03	8.52	8.99	9.50
每股股利	0.00	0.00	0.15	0.18	0.21
估值比率					
PE	13.6	29.0	17.7	14.3	12.6
PB	1.0	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.4	9.5	7.1	7.0	6.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。