

蒙娜丽莎 (002918.SZ)

需求磨底，盈利承压

事件：蒙娜丽莎披露 2025 年半年报。公司 2025 年上半年收入 19.2 亿元，同比下滑 18.0%，归母净利润-0.06 亿元，同比下滑 106.9%，其中单 Q2 实现收入 12.3 亿元，同比下滑 19.0%，实现归母净利润 0.54 亿元，同比下滑 26.5%，上半年计提资产及信用减值 0.25 亿元，其中单 Q2 计提 0.16 亿元。

市场竞争加剧致使价格下行，直销收缩对收入拖累较大。从产品来看，上半年建筑陶瓷收入 18.9 亿元，同比下滑 17.5%，单 Q2 收入 12.2 亿元，同比下降 19.0%。从渠道来看：1) 上半年经销渠道收入 15.9 亿元，同比下滑 10.0%，占比 83%，其中单 Q2 收入 10.3 亿元，同比下滑 13.2%，占比 84%；2) 上半年直销渠道收入 3.3 亿元，同比下滑 42.7%，占比 17%，同比降低 7pct，其中单 Q2 收入 2.0 亿元，同比下滑 39.3%，占比 16%，同比降低 6pct。公司加强经销业务，积极拓展市场，但市场竞争加剧，产品单价同比下滑，导致收入承压，同时地产进入存量时代，瓷砖订单量大幅减少，公司战略工程业务收缩，对整体收入拖累较大。

降本增效、费用管控加强，Q2 利润率稳定。公司上半年毛利率 25.0%，同比下滑 1.9pct，其中建筑陶瓷业务毛利率 24.8%，同比下滑 2.4pct，净利率 0.1%，同比下滑 3.4pct，期间费用率 21.6%，同比提升 0.3pct。单 Q2 毛利率 26.9%，同比下滑 0.1pct，其中建筑陶瓷业务毛利率 26.7%，同比下滑 0.8pct，净利率 4.9%，同比基本持平，期间费用率 18.0%，同比下滑 0.8pct。Q2 利润率相对稳定，主要系公司持续实施精益管理，在原材料采购、节能降耗、降本等多方面实施提质增效措施，并且期间费用也得到有效管控，缓解了降价对利润率的侵蚀。

现金流承压，风险敞口收缩。截至 6 月末，公司现金类资产合计 13.4 亿元，带息债务 19.4 亿元，其中短期借款 3.3 亿元，可转债剩余 3.2 亿元，上半年经营性现金流量净额 0.9 亿元，同比下降 75.7%，其中单 Q2 经营性现金流量净额 2.1 亿元，同比下降 41.1%，主要系收现比下降而付现比增加。工抵房方面，截至 6 月末，公司投资性房地产 1.6 亿元，以房抵债款 3.3 亿元，存在明显减值迹象的部分房地产客户应收项合计 9.6 亿元，已计提 7.6 亿元，剩余风险敞口约 2.1 亿元，较 2024 年底继续收缩。

投资建议：考虑到建陶行业需求尚未企稳回升，市场竞争激烈，生产端和销售端利润空间均被挤压，我们下调公司的盈利预测，预计 2025-2027 年公司营业收入 39.8 亿元、41.4 亿元、43.9 亿元，归母净利润 1.12 亿元、1.44 亿元、1.86 亿元，三年业绩复合增速 28.9%，对应 PE 估值 48、37、29 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	3,978	4,139	4,390
增长率 yoy (%)	-4.9	-21.8	-14.1	4.1	6.1
归母净利润 (百万元)	266	125	112	144	186
增长率 yoy (%)	169.9	-53.1	-10.7	29.0	29.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.64	0.30	0.27	0.35	0.45
净资产收益率 (%)	7.7	3.7	3.3	4.2	5.3
P/E (倍)	20.2	43.0	48.1	37.3	28.9
P/B (倍)	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5

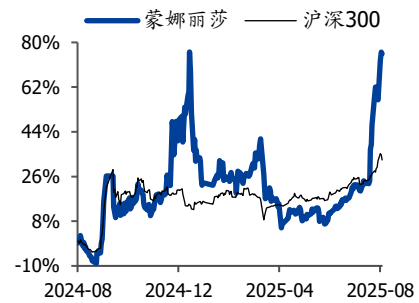
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 27 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	家居用品
前次评级	买入
08 月 27 日收盘价 (元)	12.93
总市值 (百万元)	5,368.35
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)	13.42

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)：减值拖累业绩，现金流表现亮眼》 2025-04-19
- 《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

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	3186	3175	3391
现金	2149	1510	1425	1475	1647
应收票据及应收账款	877	679	535	508	495
其他应收款	74	37	38	37	40
预付账款	25	22	19	20	21
存货	1509	1004	938	922	955
其他流动资产	590	175	230	212	232
非流动资产	4469	4283	4295	4329	4226
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	1011	1146	1158
资产总计	9694	7710	7481	7504	7616
流动负债	3840	2795	2521	2473	2502
短期借款	406	279	179	129	109
应付票据及应付账款	1646	1247	1136	1158	1215
其他流动负债					
非流动负债	2066	1260	1256	1256	1256
长期借款	901	859	859	859	859
其他非流动负债	1165	401	397	397	397
负债合计	5906	4055	3777	3730	3758
少数股东权益	332	322	326	338	348
股本	415	415	415	415	415
资本公积	1368	1380	1380	1380	1380
留存收益	1591	1593	1638	1695	1770
归属母公司股东权益	3456	3333	3378	3436	3510
负债和股东权益	9694	7710	7481	7504	7616

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	445	687	685
净利润	317	130	116	156	196
折旧摊销	419	422	403	423	438
财务费用	121	30	34	33	32
投资损失	-2	-5	11	9	8
营运资金变动	-123	91	-190	-7	-65
其他经营现金流	202	139	71	73	76
投资活动现金流	-358	-86	-428	-468	-349
资本支出	-330	-99	-308	-309	-311
长期投资	-28	12	-150	-150	-30
其他投资现金流	0	0	30	-9	-8
筹资活动现金流	-116	-1388	-102	-169	-164
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	-2	-119	-144
现金净增加额	460	-667	-84	50	172

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5921	4631	3978	4139	4390
营业成本	4173	3366	3000	3082	3225
营业税金及附加	58	60	41	45	50
营业费用	379	296	231	240	255
管理费用	452	442	358	373	395
研发费用	214	166	139	145	154
财务费用	90	11	14	14	18
资产减值损失	-6	-29	-23	-24	-25
其他收益	39	30	26	27	29
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-19	-2	-11	-9	-8
资产处置收益	-4	-5	-1	-3	-3
营业利润	344	165	136	182	237
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	140	186	239
	35	34	24	30	43
净利润	317	130	116	156	196
少数股东损益	51	5	4	12	10
归属母公司净利润	266	125	112	144	186
EBITDA	879	620	557	623	695
EPS (元/股)	0.64	0.30	0.27	0.35	0.45

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	-14.1	4.1	6.1
营业利润(%)	176.9	-52.0	-17.5	33.7	30.0
归属母公司净利润(%)	169.9	-53.1	-10.7	29.0	29.2
获利能力					
毛利率(%)	29.5	27.3	24.6	25.6	26.5
净利率(%)	4.5	2.7	2.8	3.5	4.2
ROE(%)	7.7	3.7	3.3	4.2	5.3
ROIC(%)	6.0	2.8	2.2	3.0	3.7
偿债能力					
资产负债率(%)	60.9	52.6	50.5	49.7	49.3
净负债比率(%)	24.6	11.8	14.0	11.1	5.8
流动比率	1.4	1.2	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	6.4	6.1	6.8	8.2	9.1
应付账款周转率	3.2	3.4	4.0	4.1	4.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.30	0.27	0.35	0.45
每股经营现金流(最新摊薄)	2.25	1.94	1.07	1.65	1.65
每股净资产(最新摊薄)	8.32	8.03	8.14	8.28	8.45
估值比率					
P/E	20.2	43.0	48.1	37.3	28.9
P/B	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	7.5	7.8	10.6	9.3	8.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月27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			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