

公司研究

经营继续承压，经销收入占比持续提升

——蒙娜丽莎（002918.SZ）2025 年半年报点评

要点

事件：公司发布 25 年中报,25H1 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 19.2/-0.1/-0.2 亿元，同比-18.0%/转亏/转亏。25Q2 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 12.3/0.54/0.51 亿元，同比-19.0%/-26.5%/-14.4%。

点评：

建陶行业整体低迷，公司经营持续承压：受房地产行业深度调整等因素影响，建陶行业进入存量甚至缩量竞争时代，行业整体开窑率低，生产端与销售端利润率均受到挤压，需求端收缩明显。行业整体低迷的背景下，公司经营持续承压，25H1 营收持续下滑。建陶行业价格战延续下，公司 25H1 毛利率的下降及成本的相对刚性导致 25H1 公司同比转亏。公司对出险房企的减值计提较为充分，或因公司加快工抵房去化变现，25H1 减值损失小幅转回。

持续提升经销占比，不断推进绿色化及智能化发展：公司持续优化终端营销体系，推动销售渠道升级；深化数字化营销建设，构建全域新零售矩阵，在佛山建成全域直播基地；同时同步推进整装渠道的精细化开发，采用差异化产品组合策略，满足多元市场需求。25 年公司经销/战略工程渠道实现营业收入 15.9/3.3 亿元，同比-10.0%/-42.7%，占比 83.0%/17.0%，经销渠道收入降幅相对可控，占比 较上年同期提升 7.3pcts。房地产行业承压下，对应的瓷砖订单量大幅减少，导致公司工程渠道销售收入同比下降明显。公司持续推进绿色战略，严格执行环保内控标准，四个生产基地均已获评“绿色工厂”，公司获颁“广东碳标签证书”。公司也积极推进智能制造转型升级，已入选广东省先进级智能工厂名单，数字化转型进入省级先进行列。

管理费用率提升，经营性现金流下滑明显：公司 25H1 毛利率/净利率为 25.0%/0.08%,同比-1.9/-3.4pcts。建陶行业价格战、经销收入占比提升但其毛利率相对战略工程略低，导致公司毛利率下滑。25H1 公司销售/管理/财务/研发费用率为 5.85%/10.63%/1.31%/3.76%,同比-0.38/+1.11/-0.47/+0.02pcts。或因战略工程业务中支付第三方渠道溢价，及人工成本的相对刚性，使公司管理费用率上扬；其余期间费用项整体管控良好。因销售回款减少，公司经营性现金流净额下降。25H1 公司经营性现金流净流入 0.91 亿元，较上年同期少流入 2.84 亿元。

盈利预测、估值与评级：建陶行业整体低迷下公司仍承压明显，但公司经销渠道占比持续提升，绿色智能化转型持续推进，因此我们维持公司 25-27 年归母净利润预测为 2.0/2.3/2.9 亿元，公司作为行业龙头，仍具有一定的竞争优势，维持“买入”评级。

风险提示：地产竣工修复不及预期；原燃材料价格上涨超预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,921	4,631	4,839	5,169	5,328
营业收入增长率	-4.94%	-21.79%	4.50%	6.82%	3.08%
归母净利润（百万元）	266	125	201	235	291
归母净利润增长率	-169.81%	-53.06%	61.04%	16.63%	24.04%
EPS（元）	0.64	0.30	0.49	0.57	0.70
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.70%	3.75%	5.83%	6.61%	7.90%
P/E	20	43	27	23	18
P/B	2	2	2	2	1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-29

买入（维持）

当前价：12.89 元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebscn.com

分析师：吴钰洁

执业证书编号：S0930523100001

021-52523879

wuyujie@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.15
总市值(亿元):	53.52
一年最低/最高(元):	6.57/13.58
近 3 月换手率:	129.50%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	36.98	45.53	42.73
绝对	43.03	59.77	75.43

资料来源：Wind

相关研报

行业低迷业绩承压，渠道结构持续优化——蒙娜丽莎（002918.SZ）2024 年年报及 2025 年一季报点评（2025-04-27）

业绩有所承压，修复弹性可期——蒙娜丽莎（002918.SZ）2024 年三季报点评（2024-10-31）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,921	4,631	4,839	5,169	5,328
营业成本	4,173	3,366	3,506	3,744	3,859
折旧和摊销	375	381	475	482	489
税金及附加	58	60	63	67	69
销售费用	379	296	310	331	341
管理费用	452	442	436	439	453
研发费用	214	166	174	186	192
财务费用	90	11	63	68	78
投资收益	-19	-2	0	0	0
营业利润	344	165	239	277	341
利润总额	353	164	242	280	344
所得税	35	34	29	34	41
净利润	317	130	213	247	303
少数股东损益	51	5	12	12	12
归属母公司净利润	266	125	201	235	291
EPS(元)	0.64	0.30	0.49	0.57	0.70

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	934	807	916	793	858
净利润	266	125	201	235	291
折旧摊销	375	381	475	482	489
净营运资金增加	64	-862	127	110	63
其他	229	1,162	112	-33	14
投资活动产生现金流	-358	-86	10	-183	-158
净资本支出	-330	-99	-159	-159	-159
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-28	12	168	-24	1
融资活动现金流	-116	-1,388	-177	297	264
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	122	-1,127	-31	500	500
无息负债变化	-854	-724	10	200	99
净现金流	460	-667	748	907	965

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	29.5%	27.3%	27.5%	27.6%	27.6%
EBITDA 率	18.2%	16.4%	17.7%	17.7%	17.6%
EBIT 率	11.6%	7.8%	7.9%	8.4%	8.4%
税前净利润率	6.0%	3.5%	5.0%	5.4%	6.5%
归母净利润率	4.5%	2.7%	4.2%	4.5%	5.5%
ROA	3.3%	1.7%	2.7%	2.9%	3.2%
ROE (摊薄)	7.7%	3.7%	5.8%	6.6%	7.9%
经营性 ROIC	9.6%	5.4%	6.8%	8.0%	8.8%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	61%	53%	52%	55%	57%
流动比率	1.36	1.23	1.85	2.14	2.47
速动比率	0.97	0.87	1.39	1.69	2.03
归母权益/有息债务	1.14	1.75	1.84	1.49	1.28
有形资产/有息债务	3.01	3.74	3.96	3.46	3.11

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	9,694	7,710	7,819	8,630	9,375
货币资金	2,149	1,510	2,258	3,165	4,130
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	852	656	651	672	693
应收票据	25	23	24	26	27
其他应收款 (合计)	74	37	30	26	27
存货	1,509	1,004	1,050	1,128	1,166
其他流动资产	557	155	220	323	372
流动资产合计	5,225	3,427	4,256	5,365	6,441
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3,335	3,050	2,642	2,245	1,853
在建工程	76	21	88	139	177
无形资产	302	330	344	357	369
商誉	8	8	8	8	8
其他非流动资产	313	367	358	358	358
非流动资产合计	4,469	4,283	3,563	3,265	2,934
总负债	5,906	4,055	4,034	4,735	5,334
短期借款	406	279	0	0	0
应付账款	1,244	764	795	849	875
应付票据	403	484	504	538	554
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	501	174	227	311	351
流动负债合计	3,840	2,795	2,306	2,506	2,605
长期借款	901	859	1,359	1,859	2,359
应付债券	1,063	317	317	317	317
其他非流动负债	49	47	47	48	48
非流动负债合计	2,066	1,260	1,728	2,229	2,729
股东权益	3,789	3,655	3,785	3,896	4,042
股本	415	415	415	415	415
公积金	1,529	1,574	1,587	1,587	1,587
未分配利润	1,431	1,399	1,504	1,603	1,736
归属母公司权益	3,456	3,333	3,451	3,550	3,684
少数股东权益	332	322	334	346	358

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	6.41%	6.40%	6.40%	6.40%	6.40%
管理费用率	7.64%	9.54%	9.00%	8.50%	8.50%
财务费用率	1.52%	0.24%	1.31%	1.32%	1.47%
研发费用率	3.61%	3.59%	3.60%	3.60%	3.60%
所得税率	10%	21%	12%	12%	12%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.30	0.20	0.33	0.38	0.47
每股经营现金流	2.25	1.94	2.21	1.91	2.07
每股净资产	8.32	8.03	8.32	8.56	8.88
每股销售收入	14.26	11.15	11.67	12.46	12.85

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	20	43	27	23	18
PB	1.5	1.6	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA	8	10	8.4	7.5	6.9
股息率	2%	2%	2.5%	2.9%	3.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP