

## 蒙娜丽莎 (002918.SZ)

## 紧抓经营质量，Q3 利润率改善

公司 2025 年前三季度实现营业总收入 29.77 亿元，同比下降 16.66%；实现归母净利润 0.81 亿元，同比下滑 42.71%；扣非后归母净利润为 0.68 亿元，同比下降 44.80%；基本 EPS 为 0.20 元/股，同比降低 41.18%；加权平均 ROE 为 2.41%，同比降低 1.61pct。

□收入承压，Q3 业绩显著改善。公司 2025 年前三季度营业总收入为 29.77 亿元，同比下降 16.66%；实现归母净利润 8050.42 万元，同比下滑 42.71%，扣非后归母净利润为 6751.90 万元，同比降低 44.80%。单季度来看，25Q3 公司营业总收入 10.62 亿元，同比下降 14.20%，归母净利润 8617.24 万元，同比增长 48.79%，扣非后归母净利润 8371.78 万元，同比增长 56.22%。

□经销占比提升，应收管控严格。分渠道看，2025 年前三季度，公司的经销业务收入 24.90 亿元，同比下滑 7.82%，占收入比重为 83.65%，占比同比提升 8.02pct；工程战略业务收入 4.87 亿元，同比下滑 44.09%，占收入比重为 16.35%，经销业务收入降幅显著小于工程类业务，渠道占比结构持续优化。公司持续收缩付款条件差、毛利率较低的工程类订单。25Q3 期末应收账款及应收票据余额合计 5.41 亿元，同比大幅下降 42.34%，环比 Q2 末减少 1.10 亿元，创 2017 年以来新低，显示公司通过主动收缩工程战略业务和强化信用管理有效改善资产质量。

□25Q3 利润率同比提升，费用控制显成效。2025 年前三季度，公司销售毛利率率同比下降 0.47pct 至 27.12%，销售净利率率同比下降 0.82pct 至 3.16%；2025Q3 单季度看，销售毛利率率同比提升 2.01pct 至 31.02%，销售净利率率同比提升 3.79pct 至 8.72%。费用端看，2025 年前三季度期间费用率同比下降 0.33pct 至 20.88%，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别同比 -0.54pct/+0.83pct/-0.13pct/-0.49pct；2025Q3 单季度期间费用率同比下降 1.44pct 至 19.65%，销售/管理/研发/财务费用率分别同比 -0.83pct/+0.31pct/-0.41pct/-0.51pct。

□行业集中度持续提升，公司经营质量有望迎拐点。行业层面，总量上，瓷砖行业延续出清；结构上，行业推进质量分级，5A 新国标要求下头部品牌集中度有望进一步提升。公司层面，蒙娜丽莎继续推进渠道优化，回款质量和账期有所改善，并通过内控改善经营质量，盈利能力拐点或显现。海外战略方面，公司拟采取轻资产模式，利用品牌影响力开拓新市场，有望对冲国内需求。考虑到行业竞争仍然激烈，我们下调盈利预测，预计公司 2025-2026 年 EPS 分别为 0.26 元、0.48 元，对应 PE 分别为 58.1x、31.1x，维持“强烈推荐”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，存货跌价减值风险。

## 强烈推荐（维持）

中游制造/建材

目标估值：NA

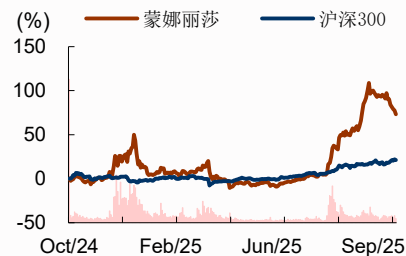
当前股价：15.01 元

## 基础数据

|             |       |
|-------------|-------|
| 总股本（百万股）    | 409   |
| 已上市流通股（百万股） | 213   |
| 总市值（十亿元）    | 6.1   |
| 流通市值（十亿元）   | 3.2   |
| 每股净资产（MRQ）  | 8.2   |
| ROE（TTM）    | 1.9   |
| 资产负债率       | 50.5% |
| 主要股东        | 萧华    |
| 主要股东持股比例    | 30.6% |

## 股价表现

| %    | 1m  | 6m | 12m |
|------|-----|----|-----|
| 绝对表现 | -11 | 98 | 78  |
| 相对表现 | -14 | 73 | 57  |



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 1、《蒙娜丽莎（002918）—行业竞争压力仍存，经销渠道持续提升》2025-04-24
- 2、《蒙娜丽莎（002918）—竞争加剧致使业绩承压，现金流较优》2024-10-26
- 3、《蒙娜丽莎（002918）—行业竞争加剧，发力经销强化经营质量》2024-08-24

郑晓刚 S1090517070008  
zhengxiaogang@cmschina.com.cn

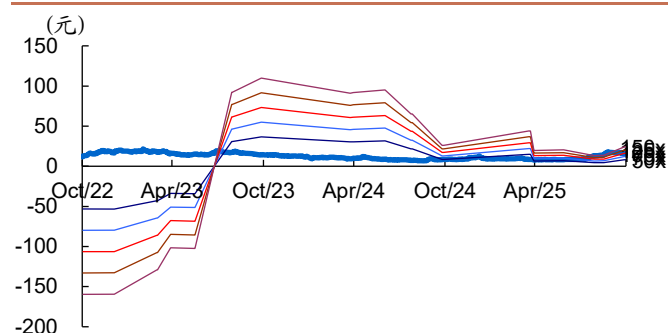
袁定云 S1090523070010  
yuandingyun@cmschina.com.cn

### 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 | 3957  | 4269  | 4505  |
| 同比增长       | -5%   | -22% | -15%  | 8%    | 6%    |
| 营业利润(百万元)  | 344   | 165  | 137   | 257   | 322   |
| 同比增长       | -177% | -52% | -17%  | 88%   | 26%   |
| 归母净利润(百万元) | 266   | 125  | 106   | 197   | 247   |
| 同比增长       | -170% | -53% | -15%  | 87%   | 25%   |
| 每股收益(元)    | 0.65  | 0.31 | 0.26  | 0.48  | 0.60  |
| PE         | 23.0  | 49.1 | 58.1  | 31.1  | 24.9  |
| PB         | 1.8   | 1.8  | 1.9   | 1.8   | 1.7   |

资料来源：公司数据、招商证券

图 1：蒙娜丽莎历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：蒙娜丽莎历史 PB Band



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       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | 5225        | 3427        | 2782        | 3328        | 3844        |
| 现金             | 2149        | 1510        | 1167        | 1586        | 2004        |
| 交易性投资          | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应收票据           | 25          | 23          | 20          | 21          | 23          |
| 应收款项           | 852         | 656         | 544         | 587         | 619         |
| 其它应收款          | 74          | 37          | 32          | 34          | 36          |
| 存货             | 1509        | 1004        | 851         | 918         | 970         |
| 其他             | 615         | 197         | 169         | 182         | 192         |
| <b>非流动资产</b>   | 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         |
| <b>资产总计</b>    | <b>9694</b> | <b>7710</b> | <b>6760</b> | <b>7034</b> | <b>7309</b> |
| <b>流动负债</b>    | 3840        | 2795        | 1872        | 1973        | 2050        |
| 短期借款           | 406         | 279         | 20          | 21          | 23          |
| 应付账款           | 1646        | 1247        | 1066        | 1150        | 1215        |
| 预收账款           | 56          | 34          | 29          | 32          | 33          |
| 其他             | 1732        | 1234        | 757         | 769         | 778         |
| <b>长期负债</b>    | 2066        | 1260        | 1260        | 1260        | 1260        |
| 长期借款           | 901         | 859         | 859         | 859         | 859         |
| 其他             | 1165        | 401         | 401         | 401         | 401         |
| <b>负债合计</b>    | <b>5906</b> | <b>4055</b> | <b>3133</b> | <b>3233</b> | <b>3310</b> |
| 股本             | 415         | 415         | 409         | 409         | 409         |
| 资本公积金          | 1450        | 1325        | 1276        | 1276        | 1276        |
| 留存收益           | 1591        | 1593        | 1616        | 1781        | 1969        |
| 少数股东权益         | 332         | 322         | 326         | 334         | 345         |
| 归属于母公司所有者权益    | 3456        | 3333        | 3301        | 3466        | 3654        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>9694</b> | <b>7710</b> | <b>6760</b> | <b>7034</b> | <b>7309</b> |

## 现金流量表

| 单位：百万元         | 2023       | 2024         | 2025E        | 2026E      | 2027E      |
|----------------|------------|--------------|--------------|------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 934        | 807          | 623          | 544        | 567        |
| 净利润            | 317        | 130          | 110          | 206        | 257        |
| 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          | 95           | (31)       | (23)       |
| 其它             | (29)       | (15)         | (6)          | 1          | 0          |
| <b>投资活动现金流</b> | (358)      | (86)         | (50)         | (52)       | (50)       |
| 资本支出           | (330)      | (139)        | (77)         | (77)       | (77)       |
| 其他投资           | (28)       | 52           | 26           | 25         | 27         |
| <b>筹资活动现金流</b> | (116)      | (1388)       | (915)        | (74)       | (98)       |
| 借款变动           | (2)        | (363)        | (711)        | 2          | 1          |
| 普通股增加          | 0          | 0            | (6)          | 0          | 0          |
| 资本公积增加         | 0          | (125)        | (49)         | 0          | 0          |
| 股利分配           | (62)       | (125)        | (83)         | (32)       | (59)       |
| 其他             | (52)       | (775)        | (66)         | (44)       | (40)       |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>460</b> | <b>(667)</b> | <b>(342)</b> | <b>418</b> | <b>419</b> |

资料来源：公司数据、招商证券

## 利润表

| 单位：百万元           | 2023       | 2024       | 2025E      | 2026E      | 2027E      |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>营业总收入</b>     | 5921       | 4631       | 3957       | 4269       | 4505       |
| 营业成本             | 4173       | 3366       | 2876       | 3105       | 3280       |
| 营业税金及附加          | 58         | 60         | 51         | 55         | 58         |
| 营业费用             | 379        | 296        | 253        | 252        | 266        |
| 管理费用             | 452        | 442        | 358        | 365        | 362        |
| 研发费用             | 214        | 166        | 142        | 153        | 162        |
| 财务费用             | 90         | 11         | 66         | 44         | 40         |
| 资产减值损失           | (229)      | (153)      | (100)      | (63)       | (41)       |
| 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)        |
| <b>营业利润</b>      | 344        | 165        | 137        | 257        | 322        |
| 营业外收入            | 21         | 9          | 12         | 14         | 12         |
| 营业外支出            | 11         | 10         | 8          | 10         | 10         |
| <b>利润总额</b>      | 353        | 164        | 141        | 261        | 324        |
| 所得税              | 35         | 34         | 31         | 55         | 67         |
| 少数股东损益           | 51         | 5          | 4          | 8          | 10         |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>266</b> | <b>125</b> | <b>106</b> | <b>197</b> | <b>247</b> |

## 主要财务比率

|                | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业总收入          | -5%   | -22%  | -15%  | 8%    | 6%    |
| 营业利润           | -177% | -52%  | -17%  | 88%   | 26%   |
| 归母净利润          | -170% | -53%  | -15%  | 87%   | 25%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 29.5% | 27.3% | 27.3% | 27.3% | 27.2% |
| 净利率            | 4.5%  | 2.7%  | 2.7%  | 4.6%  | 5.5%  |
| ROE            | 7.9%  | 3.7%  | 3.2%  | 5.8%  | 6.9%  |
| ROIC           | 7.0%  | 2.6%  | 3.3%  | 5.2%  | 6.0%  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 60.9% | 52.6% | 46.3% | 46.0% | 45.3% |
| 净负债比率          | 20.3% | 20.6% | 13.0% | 12.5% | 12.1% |
| 流动比率           | 1.4   | 1.2   | 1.5   | 1.7   | 1.9   |
| 速动比率           | 1.0   | 0.9   | 1.0   | 1.2   | 1.4   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.6   | 0.5   | 0.5   | 0.6   | 0.6   |
| 存货周转率          | 2.5   | 2.7   | 3.1   | 3.5   | 3.5   |
| 应收账款周转率        | 6.0   | 6.0   | 6.4   | 7.3   | 7.2   |
| 应付账款周转率        | 2.1   | 2.3   | 2.5   | 2.8   | 2.8   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| EPS            | 0.65  | 0.31  | 0.26  | 0.48  | 0.60  |
| 每股经营净现金        | 2.28  | 1.97  | 1.52  | 1.33  | 1.39  |
| 每股净资产          | 8.45  | 8.15  | 8.07  | 8.48  | 8.94  |
| 每股股利           | 0.30  | 0.20  | 0.08  | 0.14  | 0.18  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 23.0  | 49.1  | 58.1  | 31.1  | 24.9  |
| PB             | 1.8   | 1.8   | 1.9   | 1.8   | 1.7   |
| EV/EBITDA      | 14.3  | 21.0  | 19.3  | 17.4  | 16.6  |

## 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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。