

蒙娜丽莎 (002918.SZ)

行业景气承压，静待复苏拐点

事件：公司发布 2025 年报及 2026 年一季报。公司 2025 年收入 39.2 亿元，YOY-15.3%，归母净利润 0.5 亿元，YOY-58.0%，其中 25Q4 收入 9.5 亿元，YOY-10.6%，归母净利润亏损 0.3 亿元。2026Q1 收入 6.3 亿元，YOY-7.6%，归母净利润-0.2 亿元，亏损同比收窄。

经销渠道展现韧性，但战略工程渠道收缩对收入拖累较大。2025 年全国陶瓷砖产量 48.6 亿平米，YOY-17.8%，行业景气持续走弱，建筑陶瓷规模以上企业主营业务收入、利润总额及利润率大幅回落，亏损面扩大，经营压力凸显。公司建筑陶瓷业务收入 38.8 亿元，YOY-14.8%，销售量 1.16 亿平，YOY-7.3%，产销率 100.3%，同比下降 12.3pct，库存量 0.30 亿平，YOY-1.1%，毛利率 27.3%，同比下降 0.5pct，单位价格 33.6 元/平，YOY-8.1%，单位成本 24.4 元/平，YOY-7.5%，单位毛利 9.2 元/平，YOY-9.7%。**分渠道来看：1) 经销渠道：**公司 2025 年经销渠道收入 32.7 亿元，YOY-7.6%，收入占比 83.4%，同比提升 6.9pct，毛利率 26.8%，同比提升 1.1pct，其中单 Q4 收入 7.8 亿元，同比下滑 7.1%。公司大力强化经销业务布局，优化客户结构，收入展现韧性，毛利率小幅提升。**2) 战略工程：**公司 2025 年战略工程渠道收入 6.5 亿元，YOY-40.1%，收入占比 16.6%，同比降低 6.9pct，毛利率 29.7%，同比降低 3.0pct，其中单 Q4 收入 1.7 亿元，同比下滑 24.1%，公司主动加强风险控制，收缩传统战略工程业务。

毛利率保持相对稳定，降本增效持续推进。公司 2025 年毛利率 27.3%，同比-0.1pct，2026Q1 毛利率 24.8%，同比+3.3pct；费用率方面，2025 年期间费用率 20.7%，同比+0.9pct，2026Q1 期间费用率 22.6%，同比-5.3pct；净利率方面，2025 年整体净利率 1.7%，同比-1.1pct，2026Q1 整体净利率-3.2%，同比+5.2pct。2025 年在瓷砖量、价同步下行背景下，公司毛利率仍维持平稳，降本增效下期间费用总额下降，但收入收缩导致稀释摊销效应，期间费用率有所上行，同时全年合计计提资产及信用减值 1.3 亿元，对盈利水平亦有影响。2026Q1 公司毛利率同比改善，且降本增效下期间费用率下降明显，净利率显著修复。

现金流表现亮眼，负债率持续优化。2025 年末公司应收项合计 3.4 亿元，YOY-52.9%，全年经营性现金流净额 5.9 亿元，YOY-27.3%，2026Q1 经营性现金流净额-0.2 亿元，同比增加 0.9 亿元。公司折旧摊销规模较高，2025 年合计 4.2 亿元，叠加资本性支出仅 0.8 亿元，现金流充裕，公司负债规模显著收缩，年末带息债务同比减少 3.9 亿元至 15.5 亿元，期末现金及等价物余额 13.5 亿元，资产负债率同比下降 6.0pct 至 46.6%。

公司减值风险持续充分释放，风险敞口稳步收缩。2025 年末，公司投资性房地产 1.6 亿元，其他非流动资产中以房抵债款项 2.8 亿元，存货余额 8.4 亿元，YOY-16.7%，此外，地产违约客户应收款项合计 8.1 亿元，已累计计提坏账准备 7.3 亿元，仅剩余 0.8 亿元风险尚未计提，相关信用风险已基本出清。

投资建议：公司财务稳健性显著增强，降本增效持续推进，利润率有望逐步修复，但考虑到建陶行业需求尚未企稳，市场竞争依旧激烈，我们调整公司盈利预测，预计 2026-2028 年公司营业收入 39.6 亿元、41.2 亿元、43.7 亿元，归母净利润 1.16 亿元、1.35 亿元、1.45 亿元，对应 PE 估值 40、34、32 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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	4,631	3,923	3,963	4,122	4,371
增长率 yoy (%)	-21.8	-15.3	1.0	4.0	6.0
归母净利润 (百万元)	125	52	116	135	145
增长率 yoy (%)	-53.1	-58.0	120.6	16.5	7.9
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.31	0.13	0.28	0.33	0.36
净资产收益率 (%)	3.7	1.6	3.5	4.0	4.2
P/E (倍)	36.9	88.0	39.9	34.2	31.7
P/B (倍)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3

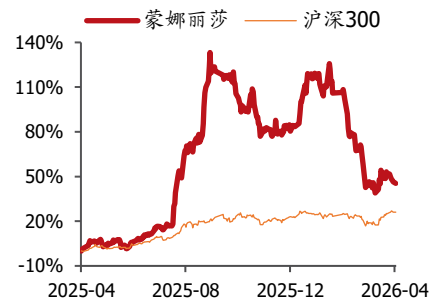
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 04 月 27 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	家居用品
前次评级	买入
04 月 27 日收盘价 (元)	11.28
总市值 (百万元)	4,611.34
总股本 (百万股)	408.81
其中自由流通股 (%)	52.39
30 日日均成交量 (百万股)	6.50

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)：需求压力仍在，盈利持续改善》 2025-10-25
- 《蒙娜丽莎 (002918.SZ)：需求磨底，盈利承压》 2025-08-27
- 《蒙娜丽莎 (002918.SZ)：减值拖累业绩，现金流表现亮眼》 2025-04-19

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	3427	2797	3077	3322	3640
现金	1510	1491	1710	2012	2301
应收票据及应收账款	679	312	354	289	273
其他应收款	37	26	28	29	31
预付账款	22	23	22	23	25
存货	1004	836	840	847	881
其他流动资产	175	109	123	122	130
非流动资产	4283	3998	3774	3552	3321
长期投资	0	10	10	10	10
固定资产	3050	2726	2500	2265	2021
无形资产	330	313	295	277	259
其他非流动资产	903	949	968	1000	1032
资产总计	7710	6795	6851	6874	6961
流动负债	2795	2176	2219	2217	2269
短期借款	279	182	132	82	32
应付票据及应付账款	1247	1018	1055	1085	1152
其他流动负债	1268	975	1032	1051	1085
非流动负债	1260	987	936	886	836
长期借款	859	593	543	493	443
其他非流动负债	401	395	393	393	393
负债合计	4055	3163	3154	3103	3105
少数股东权益	322	328	346	366	394
股本	415	409	409	409	409
资本公积	1380	1276	1276	1276	1276
留存收益	1593	1564	1610	1664	1722
归属母公司股东权益	3333	3304	3350	3404	3462
负债和股东权益	7710	6795	6851	6874	6961

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	807	586	540	691	683
净利润	130	67	134	155	173
折旧摊销	422	416	386	395	404
财务费用	30	56	24	23	21
投资损失	-5	0	6	3	4
营运资金变动	91	-59	-82	35	3
其他经营现金流	139	106	72	79	78
投资活动现金流	-86	-54	-169	-186	-186
资本支出	-99	29	-130	-133	-132
长期投资	12	-84	-50	-50	-50
其他投资现金流	0	1	11	-3	-4
筹资活动现金流	-1388	-516	-151	-204	-208
短期借款	-127	-97	-50	-50	-50
长期借款	-42	-267	-50	-50	-50
普通股增加	0	-6	0	0	0
资本公积增加	11	-104	0	0	0
其他筹资现金流	-1230	-42	-51	-104	-108
现金净增加额	-667	16	219	302	289

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	4631	3923	3963	4122	4371
营业成本	3366	2854	2918	3015	3197
营业税金及附加	60	56	49	54	58
营业费用	296	223	222	227	236
管理费用	442	410	380	392	411
研发费用	166	131	131	136	144
财务费用	11	46	40	40	40
资产减值损失	-29	-35	-25	-27	-27
其他收益	30	31	28	30	32
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-2	-2	-6	-3	-4
资产处置收益	-5	-9	-5	-7	-8
营业利润	165	91	165	202	229
营业外收入	9	13	14	12	13
营业外支出	10	5	9	8	7
利润总额	164	99	170	206	235
所得税	34	33	36	51	62
净利润	130	67	134	155	173
少数股东损益	5	14	19	20	28
归属母公司净利润	125	52	116	135	145
EBITDA	620	578	595	641	679
EPS (元/股)	0.31	0.13	0.28	0.33	0.36

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-21.8	-15.3	1.0	4.0	6.0
营业利润(%)	-52.0	-44.8	80.8	22.6	13.4
归属母公司净利润(%)	-53.1	-58.0	120.6	16.5	7.9
获利能力					
毛利率(%)	27.3	27.3	26.4	26.9	26.9
净利率(%)	2.7	1.3	2.9	3.3	3.3
ROE(%)	3.7	1.6	3.5	4.0	4.2
ROIC(%)	2.8	2.1	3.2	3.6	3.9
偿债能力					
资产负债率(%)	52.6	46.6	46.0	45.1	44.6
净负债比率(%)	11.8	1.5	-5.9	-16.5	-26.2
流动比率	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6
速动比率	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	6.1	8.1	12.0	13.1	15.8
应付账款周转率	3.4	3.9	4.1	4.2	4.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.13	0.28	0.33	0.36
每股经营现金流(最新摊薄)	1.97	1.43	1.32	1.69	1.67
每股净资产(最新摊薄)	8.15	8.08	8.20	8.33	8.47
估值比率					
P/E	36.9	88.0	39.9	34.2	31.7
P/B	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	7.8	10.2	7.4	6.2	5.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 27 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（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“国盛证券股份有限公司”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