



# 2021年蒙娜丽莎集团股份有限公司公开发行 行可转换公司债券2024年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

# 2021年蒙娜丽莎集团股份有限公司公开发行可转换公司债券 2024年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
蒙娜转债	AA-	AA-

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：蒙娜丽莎集团股份有限公司（以下简称“蒙娜丽莎”或“公司”股票代码：002918.SZ）仍为建筑陶瓷行业一线品牌之一，产品保持一定的竞争优势，持续加强经销渠道拓展，经销渠道销售收入及占比提升推动销售回款表现较好，降费增效措施等有助于减轻公司盈利压力，资产减值损失同比减少，2023年利润有所改善。同时中证鹏元也关注到建筑陶瓷行业需求下滑，在短期内需求及盈利空间承压的情况下，公司存货面临一定的减值压力，产能仍面临出清压力，原材料成本高企使得公司仍面临成本控制压力，且受部分房地产客户信用风险进一步扩大影响，公司应收款项逾期显著增加，相关应收款计提比例继续提升，拖累公司利润，未来款项仍存回收风险等风险因素。

## 评级日期

2024年06月26日

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	95.09	96.94	101.79	112.22
归母所有者权益	34.66	34.56	32.51	38.40
总债务	38.94	38.68	45.43	46.18
营业收入	8.18	59.21	62.29	69.87
净利润	0.08	3.17	-3.47	3.24
经营活动现金流净额	0.28	9.34	6.02	-0.84
净债务/EBITDA	--	1.72	4.19	2.29
EBITDA 利息保障倍数	--	8.86	5.36	11.13
总债务/总资本	50.64%	50.52%	56.20%	51.96%
FFO/净债务	--	31.50%	10.49%	28.51%
EBITDA 利润率	--	18.16%	10.60%	14.12%
总资产回报率	--	4.77%	-3.03%	4.85%
速动比率	0.99	0.97	0.90	1.10
现金短期债务比	1.12	1.17	0.92	1.17
销售毛利率	26.51%	29.51%	23.65%	29.11%
资产负债率	60.08%	60.92%	65.21%	61.95%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季报，中证鹏元整理

## 联系方式

项目负责人：蒋申  
jiangsh@cspengyuan.com

项目组成员：王清洋  
wangqy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 优势

- 公司“蒙娜丽莎”品牌为建筑陶瓷行业头部一线品牌之一，销售网络较为完善，2023年经销渠道收入有所增长。公司致力于高品质建筑陶瓷产品研发、生产和销售，自有品牌“蒙娜丽莎”知名度较高，在地产端销售疲软的背景下，公司积极开拓维护经销业务销售渠道，2023年经销收入同比增长6.17%，2023年及2024年一季度经销端收入占比分别提升至64.63%和71.17%。
- 公司渠道及产品销售结构优化，销售回款改善，提质增效措施一定程度上减缓了公司的成本压力。2023年公司继续主动收缩工程渠道占比，开拓维护提升回款较好的经销业务渠道占比，经营活动现金流表现较好；加强成本费用管控，2023年及2024年一季度产品毛利率相比2022年有所提升。

## 关注

- 建筑陶瓷行业下游需求下滑，产能仍面临去化压力，缩量竞争状态及价格竞争持续，压缩业内企业营收及盈利空间。2023年房地产行业继续筑底震荡，全国房地产开发投资同比下降9.6%，房屋施工面积同比下降7.2%，未来房地产投资增速下行压力仍较大，2023年全国陶瓷砖产量较2022年下降8.0%，且仍处于供大于求的状况，瓷砖价格呈下跌趋势，挤压企业盈利空间。
- 受部分房地产客户信用风险进一步扩大影响，公司应收款项逾期增加，新增应收款减值拖累公司利润，且仍存回收风险。2023年公司应收款项逾期余额显著增加，公司对出现债务违约的地产客户应收款项信用减值计提比例由2022年末的51.49%提升至68.00%，计提信用减值损失2.19亿元，对利润形成一定侵蚀，此外，公司风险地产客户仍有3.76亿元的应收款项未计提信用减值损失，相关款项仍存回收风险。此外，公司对部分房地产客户进行了应收款项抵房，在当前地产行情下，可能存在工抵房处置变现不及预期的风险。
- 原材料成本高企使得公司仍面临成本控制压力，在短期内需求及盈利空间承压的情况下存货面临一定的减值压力。2023年受国内外市场及环保、物流等影响，公司生产所需天然气、煤炭、电力等价格仍保持较高水平，导致公司成本处于高位，且公司产品价格整体有所下滑，利润空间被挤压。此外，在2023年营业收入下滑4.94%情形下，存货中的库存商品逆势增长4.08%，在短期内需求及盈利空间承压的情况下存货面临一定的减值压力。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司处于建筑陶瓷行业第一梯队，经销渠道占比提升且合作关系较为稳定，公司建筑陶瓷产品仍具有一定的市场竞争力。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	马可波罗	东鹏控股	新明珠集团	蒙娜丽莎	帝欧家居
总资产	133.40	125.59	128.10	96.94	65.88
营业收入	89.25	77.73	74.24	59.21	37.60
净利润	13.53	7.20	6.12	3.17	-6.59
销售毛利率	35.99%	32.02%	23.22%	29.51%	22.96%
资产负债率	37.67%	37.97%	37.36%	60.92%	66.93%
主导品牌	马可波罗	东鹏	冠珠	蒙娜丽莎	欧神诺
建筑陶瓷销量（万平方米）	22,490.02	16,416.08	19,011.59	14,891.17	8,660.98
建筑陶瓷销量增速	8.67%	23.64%	-12.56%	0.46%	-4.92%
建筑陶瓷产量（万平方米）	21,706.76	13,077.01	16,135.21	14,891.71	8,668.48
建筑陶瓷产量增速	13.23%	20.77%	-15.42%	3.62%	10.82%
陶瓷业务毛利率	36.01%	33.48%	25.62%	29.47%	22.03%

注：1）马可波罗和新明珠集团处于上市申报阶段；2）其中新明珠集团处陶瓷业务毛利率为2023年度数据外，其余为2022年末/2022年度数据，其他几家可比企业各指标均为2023年末/2023年度数据。

资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

### 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2023V1.0</a>
外部特殊支持评价方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

### 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	7/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	中
	经营状况	5/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		7/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				-1
个体信用状况					<b>aa-</b>
外部特殊支持					0
主体信用等级					<b>AA-</b>

注：各指标得分越高，表示表现越好。

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **aa-**，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
蒙娜转债	11.69	11.6886	2023-05-26	2027-8-16

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2021年8月发行6年期11.69亿元可转换公司债券（截至2024年6月21日股票收盘价格为9.31元/股，自2024年7月1日，公司转股价格调整为26.27元/股），募集资金原计划用于收购高安市至美善德新材料有限公司（2021年2月更名为高安市蒙娜丽莎新材料有限公司）58.9706%股权并增资项目、数字化管理系统及智能仓库建设项目及补充流动资金。截至2024年4月30日，蒙娜转债募集资金专项账户余额为26,747.99万元。

根据公司2023年3月4日发布的《关于部分募投项目延期的公告》，截至2022年12月31日（未经审计），“数字化管理系统及智能仓库建设项目”计划总投资2.98亿元，累计支付募集资金金额为3,128.78万元，投资进度为10.50%，因加大产能布局和购买办公大楼等事项，固定资产投资大幅增加，2022年度市场需求疲软，房地产客户的应收款回款进度受到影响，项目推进以及付款进度有所延迟。为了合理、有效地使用募集资金，保证项目全面、稳步推进，经公司审慎研究，决定将“数字化管理系统及智能仓库建设项目”达到预定可使用状态日期由2023年7月31日延期至2025年7月31日。

截至2024年3月末，数字化管理系统及智能仓库建设项目累计支付募集资金金额为4,141.58万元，项目投资进度约为22%，募集资金使用进度约为14%。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2024年3月末，公司股本为41,517.94万元。截至2024年3月末，公司第一大股东仍为萧华，持股30.13%，实际控制人仍为一致行动人萧华、霍荣铨、邓啟棠和张旗康，合计直接持有公司股份62.76%，实控人股权均未质押，具体股权结构图见附录二。

**表1 截至2024年3月末，公司前五大股东明细**

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量（股）
萧华	境内自然人	30.13%	125,080,560.00
霍荣铨	境内自然人	13.81%	57,328,590.00
邓啟棠	境内自然人	9.41%	39,087,675.00
张旗康	境内自然人	9.41%	39,087,675.00
全国社保基金四三一组合	其他	4.06%	16,860,700.00

资料来源：公司2024年一季度报告，中证鹏元整理



合并范围方面，2023年公司新纳入合并范围的子公司1家，系公司投资设立，注销子公司1家。截至2024年3月末，公司纳入合并范围的子公司共计11家，详见附录四。

**表2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）**

<b>2023年新纳入公司合并报表范围子公司情况</b>			
子公司名称	持股比例	注册资本	合并方式
佛山市蒙娜丽莎家居建材有限公司	100%	0.30	投资设立
<b>2023年不再纳入公司合并报表范围子公司情况</b>			
子公司名称	持股比例	注册资本	原因
梧州市桂合能源科技有限公司	100%	0.10	注销

资料来源：公司2023年年度报告及公开信息，中证鹏元整理

公司仍主要从事建筑陶瓷产品研发、生产和销售，拥有“蒙娜丽莎®”、“QD®”和“美尔奇®”三大陶瓷品牌，产品类型覆盖较为丰富，拥有陶瓷砖和陶瓷板两大类，广泛应用于住宅装修装饰和公共建筑装修装饰等领域。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策**

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一

步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

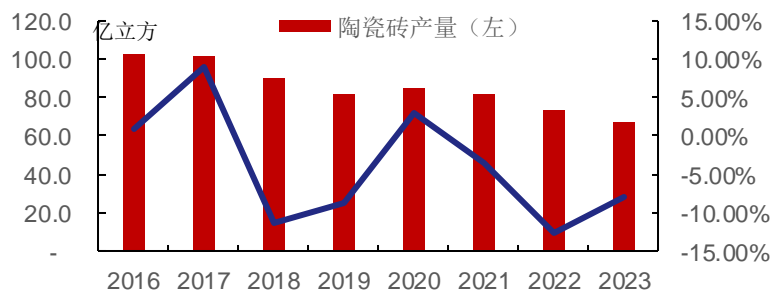
当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

## 行业环境

**地产行业延续筑底态势、能源价格高位运行、行业价格战持续升级等多方面不利因素挤压建筑陶瓷行业企业盈利空间，行业产能仍面临出清压力，进入存量甚至缩量的激烈竞争状态，预计短期内需求及盈利仍承压**

目前我国已成为世界建筑卫生陶瓷产业最大的生产国、最大消费国和最大出口国，陶瓷砖产量占全球54.17%，约占国际陶瓷砖市场贸易量的35%。2016年我国陶瓷产量见顶，之后2016-2023年呈波动下滑趋势。据中国建筑卫生陶瓷协会统计，2023年全国建筑陶瓷砖产量延续下滑趋势，实际产量为67.3亿平方米，同比下降8.0%，建筑陶瓷规模以上企业单位数为1,022家，较2022年减少4家，一方面受房地产行业继续下行探底及部分房地产企业公开债务违约、国际局势复杂、近年来建筑陶瓷原材料、化工色辅料、包装材料、能源等价格均出现一定程度上涨，能源和原材料价格居高不下、行业价格战持续升级等多方面的不利影响，同时，人工成本、物流成本等也有所提高，导致企业生产成本持续增加，建陶行业进入存量甚至缩量的激烈竞争时代，生产端和销售端利润空间均被挤压，2023年行业整体开窑率有所下降，另一方面是国家对节能环保的重视，“煤改气”政策的落地加速推进落后、低效益产能的退出。

**图1 我国陶瓷砖产量近年波动下降**

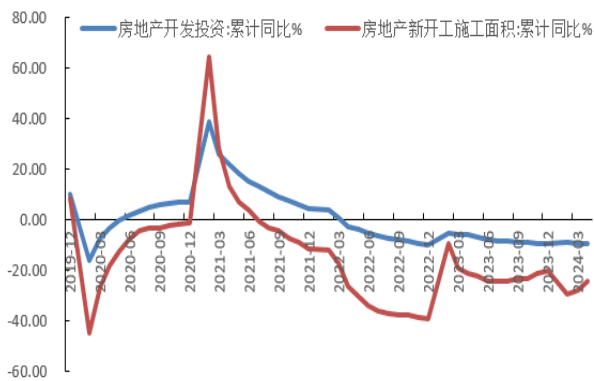




资料来源：公开资料，中证鹏元整理

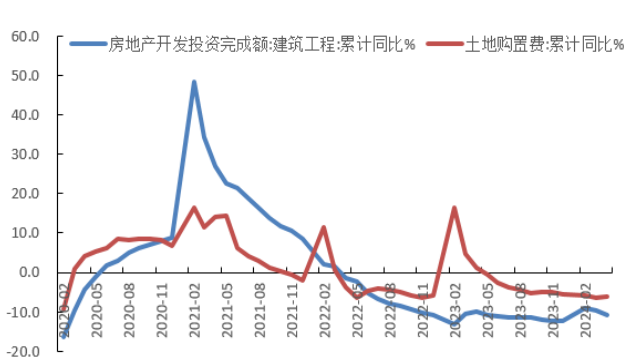
在资金紧张、销售去化不畅背景下，房企普遍拿地谨慎聚焦、开工动力不足，行业投资承压，带动下游建筑陶瓷行业需求下行。2023年完成房地产开发投资额11.09万亿元，同比降幅为9.6%。新开工持续低迷，全年累计新开工9.54亿方，同比降低20.40%；房企重心在保交付，2023年竣工数据修复明显，全年累计竣工面积9.98亿方，同比增长17%。2024年1-3月，地产开发投资同比下降9.5%，降幅较1-2月扩大0.5个百分点。销售端疲软情况下房企补库存意愿不强，且在政策的导向下优先保障存量项目交付，预计新开工将继续承压，2023年土地市场持续冷清，供需两端均走弱，建筑工程投资2023年仍持续低迷，2024年房地产投资增速下行压力仍然较大，建筑陶瓷需求预计有所承压。2023年中央政治局会议提出“三大工程”，要求加大保障房建设供给、推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。随着保障性住房和城中村改造等重大政策推进落地，开发投资将有一定支撑，同比降幅有望收窄。

**图2 地产开发投资持续承压，新开工持续低迷**



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

**图3 建筑工程对房地产开发投资拖累**



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

**陶瓷行业呈现“大市场，小企业”的竞争格局，由于减碳、市场竞争和环保趋严等因素将长期存在，推动低效产能持续出清，岩板、大板、中板等品类生产线不断增加，有利于瓷砖头部企业竞争优势进一步巩固**

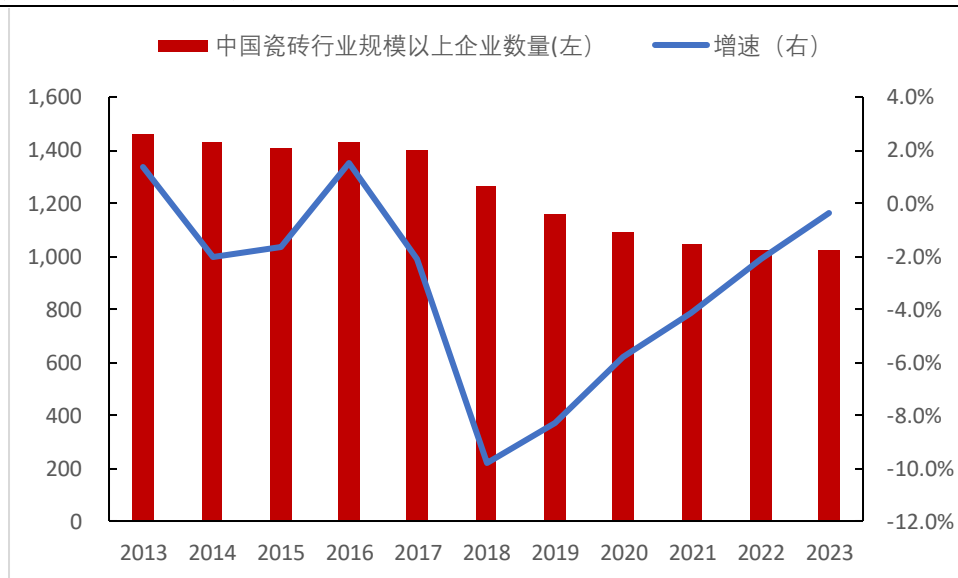
我国建筑陶瓷产业集中度较低，建筑陶瓷整体呈现“大市场，小企业”的竞争格局，行业竞争激烈，同时行业上下游也在加速品牌集中。在煤价、天然气价暴涨等成本高压下，利润被大幅压缩，加之双碳双控、限电限产、房企暴雷等综合作用，部分企业发展面临巨大的挑战，政策淘汰和市场竞争白热化加速行业洗牌，淘汰落后产能所取得的成果得到进一步巩固，产业集中度进一步提高。

国内精装房渗透率仍有提升空间，有望利好瓷砖头部企业的长期发展。根据奥维云网数据，2016年以来我国精装房市场渗透率从12%上升至30%以上，2022年中国房地产精装项目渗透率为40.1%，同比上涨3.0个百分点，受新房销售不振影响，2023年上半年精装修项目渗透率为37.7%，较2022年全年下降2.4个百分点，与日本、美国、德国等主要发达国家80%以上的全装修比例相比，未来仍有较大发展空间。精装修的大宗交付模式能够提高家居企业的销售额，促进头部企业发展，行业具有品牌、规模、技术、

渠道及服务优势的头部企业有望凭借品牌优势和资源优势，有望获得更大的竞争优势。

市场需求的变化和消费升级也迫使行业转型升级和企业产品结构调整不断推进，小产能加速出清，而有规模和资金优势的企业具备扩产、研发和环保等实力，有望推动行业集中度进一步提升。根据中国建筑卫生陶瓷协会数据，2021、2022 两年间全国建筑陶瓷生产企业减少 115 家，生产线淘汰 275 条，淘汰比例近 10%，2023 年建筑陶瓷工业规模以上企业单位数为 1,022 家，较 2022 年减少 4 家，且行业内瓷砖产品结构发生了重大变化，传统的抛光砖、瓷片、仿古砖、外墙砖等品类生产线及产能逐步快速萎缩，岩板、大板、中板等品类生产线不断增加。对于早布局、早投入大规格产品研发和生产的企業来说，有着稳定和成熟的生产体系和产品品质，更具备市场竞争优势。

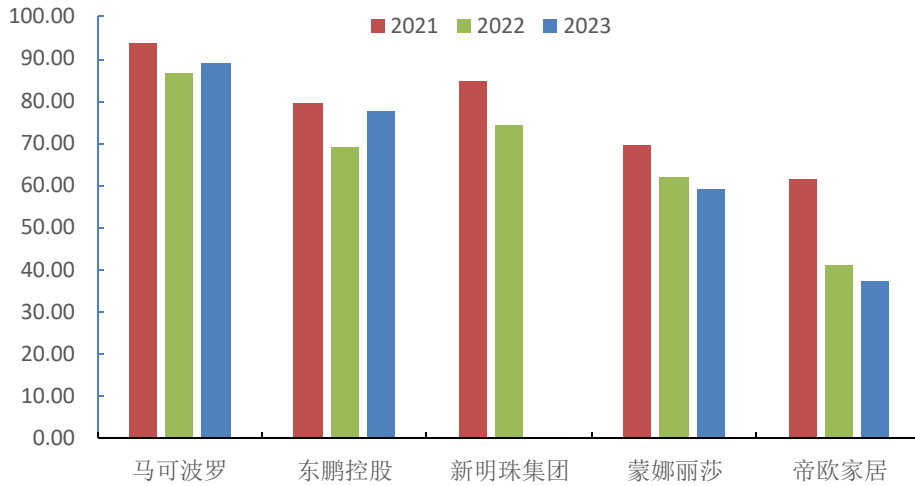
**图 4 瓷砖行业数量在加速出清（单位：家）**



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

陶瓷行业目前主要形成了三大梯队格局，其中第一梯队以唯美集团（马可波罗）、新明珠集团（冠珠、萨米特等）、东鹏控股、蒙娜丽莎、帝欧家居（欧神诺）等为代表，一般覆盖中高端市场，渠道辐射全国。第二梯队主要为区域品牌，如江西景德镇和湖南衡阳等地品牌，覆盖中低端市场，第三梯队数量众多，缺乏自主品牌。在瓷砖行业营业收入整体下行时，行业内头部企业营收有所波动，但产量有所提升，集中度明显提升。从 B 端市场（地产商首选品牌）看，建筑陶瓷行业前十品牌之间差距不大，过去 5 年瓷砖行业前十品牌之间排名波动较大，竞争格局尚未完全稳定。

**图 5 陶瓷行业内的头部企业营业收入波动下滑（单位：亿元）**



注：其中新明珠集团未披露 2023 年营业收入数据。  
 资料来源：公开资料，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

作为建筑陶瓷行业头部一线品牌之一，公司仍具有一定品牌实力，产品类型较为丰富，进一步延伸销售网络覆盖全国，保持一定的竞争优势，但近年行业价格竞争持续升级，2023年公司整体产品售价有所调降，受房地产景气度持续下行探底影响，工程端收入收缩，导致公司收入规模仍呈下行趋势

公司仍主要从事建筑陶瓷产品研发、生产和销售。公司瓷砖产品分为瓷砖和陶瓷板两类，其中瓷砖产品又细分为瓷质有釉砖、瓷质无釉砖、非瓷质有釉砖（即瓷片、墙面砖）三种，涵盖陶瓷薄板、陶瓷大板、陶瓷岩板、特种高性能陶瓷板等全系列产品，产品类型较为丰富。蒙娜丽莎属于行业头部品牌，旗下“蒙娜丽莎瓷砖”“QD 瓷砖”“美尔奇”三大品牌定位较清晰，形成了较成熟、稳定的品牌阵营。2023年公司瓷砖收入占比在98%以上，仍为公司主要收入来源。受房地产行业景气度持续下行影响，公司工程端收入逐年下滑，同时控制大尺寸产品，中低端产品占比提升，此外行业价格战持续升级，产品均价有所下滑，2023年公司营业收入同比下降4.94%。产品毛利方面，2023年公司继续推行减费降本、提质增效措施，产品毛利率有所提升。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年 1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务收入	7.90	96.61%	26.81%	58.80	99.31%	29.47%	61.64	98.97%	23.40%
其中：瓷质有釉砖	6.30	77.03%	26.22%	45.24	76.40%	30.65%	44.51	71.46%	23.75%
瓷质无釉砖	0.08	0.93%	17.62%	0.99	1.68%	24.75%	2.14	3.44%	20.05%
非瓷质有釉砖	0.51	6.26%	19.94%	5.47	9.23%	19.84%	7.12	11.43%	15.29%
陶瓷板、薄型陶瓷砖	0.96	11.70%	36.14%	6.88	11.62%	30.95%	7.38	11.85%	29.54%

其他产品	0.06	0.69%	9.89%	0.23	0.38%	1.66%	0.49	0.79%	32.29%
其他业务	0.28	3.39%	17.79%	0.41	0.69%	36.12%	0.64	1.03%	46.88%
<b>合计</b>	<b>8.18</b>	<b>100.00%</b>	<b>26.51%</b>	<b>59.21</b>	<b>100.00%</b>	<b>29.51%</b>	<b>62.29</b>	<b>100.00%</b>	<b>23.65%</b>

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

**2023 年公司持续加强经销渠道下沉及拓展，经销渠道收入稳中有升，同时谨慎承接工程端项目订单，工程端收入持续萎缩，公司销售收入仍呈现下滑趋势，且近年下游房地产市场景气度低迷，仍需继续关注下游地产客户款项回收风险**

公司销售区域广泛，国内客户覆盖全国各地，并主要分布在华东、华南、西南、中华和华中区域，2023年上述5大区域销售收入合计数占比在90%左右。

**表4 2022-2023年公司销售区域情况（单位：亿元）**

区域	2023年		2022年		同比增减
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
东北区	2.46	4.16%	3.49	5.61%	-29.45%
华北区	5.59	9.44%	7.24	11.62%	-22.74%
华东区	17.52	29.60%	18.87	30.30%	-7.15%
华南区	15.98	26.98%	15.27	24.52%	4.62%
华中区	6.60	11.15%	6.83	10.96%	-3.35%
西北区	3.61	6.09%	3.17	5.09%	13.80%
西南区	7.06	11.93%	7.08	11.36%	-0.23%
境外	0.39	0.65%	0.34	0.54%	14.15%

资料来源：公司2023年年度报告，中证鹏元整理

按销售渠道的不同，公司的销售模式主要可划分为经销模式和工程模式，其中经销模式（以下简称“C端”）是指公司与经销商买断式经销，终端需求多为普通家装；工程模式（以下简称“B端”）是指公司与房地产开发商、建材超市等工程方批量供货销售。结算方式方面，C端方面，对于大经销商，公司提供部分授信，其他经销商款到发货，B端客户均为先货后款，故公司应收款项客户多为工程端房地产客户。

公司经销商体系已覆盖除港澳台外的国内所有省份，覆盖面广泛，涵盖三百多个城市，包括全国全部省会城市和大部分地县级市，经销商门店于华东、华南、西南和华北居多。2023年面对行业整体需求下滑的情况，公司加大经销端业务拓展力度，延续经销渠道下沉策略，经销网络进一步扩大，带动经销业务销售收入逆势增长6.17%，占营业收入比重由2022年的57.87%提升至64.63%。2024年一季度，公司经销端实现收入5.82亿元，同比有所下滑，占营业收入的比重进一步提升至71.17%。

B端渠道建设方面，2023年公司对风险较大的房地产客户订单承接仍较为谨慎，工程端收入同比下降20.21%，前五大客户集中度由2022年的23.95%下滑至22.49%，需关注的是，虽然公司不断加强对工程业务的风险控制，加大了风险地产客户应收款追收，对于风险地产客户新承接订单采取先款后货的方

式，继续加强与优质房地产商的战略业务合作，但公司仍有部分存量地产客户已出现流动性风险，房地产市场仍处于筑底回升阶段，相关款项仍存回收风险。

**表5 2022-2023年及2024年1-3月公司B端和C端收入情况（单位：亿元）**

类别	项目	2024年 1-3月	2023年	2022年
经销	收入	5.82	38.27	36.04
	占比	71.17%	64.63%	57.87%
工程	收入	2.36	20.94	26.24
	占比	28.83%	35.37%	42.13%
合计		<b>8.18</b>	<b>59.21</b>	<b>62.29</b>

资料来源：公司2022-2023年年度报告及未经审计的2024年一季度报，中证鹏元整理

**2023年以来市场需求下滑、价格竞争持续的背景下，公司产品均价有所下滑，公司通过暂缓在建产能投入、调整产品价格及结构、盘活库存产品等策略，保持销量基本稳定**

生产方面，2023年以来受房地产下行影响，公司对部分风险较大的房地产客户订单承接较为谨慎，缩减OEM产量，加大自有产量，2023年瓷砖生产量同比小幅提升3.62%，产能利用率提升至89.65%。2023年公司采取了下沉经销渠道、调整产品结构、盘活库存产品、降价销售等策略，以应对市场需求下滑、价格战持续的市场环境，经销渠道销售增长弥补了部分工程订单的下滑，2023年公司销量整体维持稳定，产销率表现仍较好，但受高端产品占比下降以及产品降价影响，公司产品销售均价有所下滑。公司实行持续盘活库存的成本优化策略，同时2024年一季度行业整体停窑，产量相对较低，产销率提升至140.67%。值得注意的是，在2023年营业收入下滑4.94%情形下，存货中的库存商品账面价值逆势增长4.08%，面临一定的减值压力。

**表6 公司产量、销量情况（单位：万平方米）**

项目	2024年 1-3月	2023年	2022年
产量	1,465.92	14,891.71	14,371.12
销量	2,062.07	14,891.17	14,823.35
产销率	140.67%	100.00%	103.15%
销售均价（元/平方米）	39.67	39.76	42.02
年产能	14,850.00	14,850.00	14,850.00
产能利用率	-	89.65%	83.60%

注：产能利用率=自有产量/产能，上表中的产量包含OEM产量。

资料来源：公司提供

截至2024年3月末，公司共有佛山、清远、广西藤县和江西高安四大生产基地，产能保持稳定。

**表7 截至2024年3月末公司四大生产基地基本情况（单位：万平方米/年、条）**

生产基地	主要产品	产能	生产线数量	能源端
西樵生产基地	瓷砖	3,550	16	100%天然气
清远生产基地	瓷砖	1,500	5	100%天然气



广西生产基地	瓷砖	5,200	7	100%天然气
江西生产基地	瓷砖	4,600	9	天然气和煤转气
<b>合计</b>	-	<b>14,850</b>	<b>37</b>	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2024年3月末，公司主要在建项目有广西藤县生产基地和蒙娜转债募投项目之一的数字化管理系统及智能仓库建设项目，计划总投资为22.98亿元，后续资金需求超过3.40亿元。2024年3月末，特种高性能陶瓷板材绿色化、智能化技术改造项目已完工，广西藤县基地已完工投产7条生产线，2023年最后一期4条生产线因市场行情原因产线装配仍未推动，蒙娜转债募投项目之一数字化管理系统及智能仓库建设项目延期。广西藤县生产基地最后一期4条生产线后续若继续推进，完工后新增产能约3,622万平方米，面临一定的产能消化压力。

**表8 截至2024年3月末公司主要在建项目情况（单位：万元、万平方米）**

项目名称	主导产品	计划总投资	已投资	建设内容	计划总产能	资金来源
广西藤县生产基地	瓷砖	200,000.00	189,249.06	生产基地	8,822	募集资金+自有资金
数字化管理系统及智能仓库建设项目	-	29,793.00	6,509.94	数字化管理系统	-	募集资金，自筹资金
<b>合计</b>	-	<b>229,793.00</b>	<b>195,759.00</b>	-	-	-

注：本期债券募投项目之一的数字化管理系统及智能仓库建设项目募集资金已投资额为4,141.58万元。

资料来源：公司提供

受国内外市场及环保、物流等影响，2023年公司生产所需天然气、煤炭、电力等能源价格保持较高水平，公司仍面临一定成本控制压力，随着公司降本增效措施效应逐步显现，销售毛利率有所提升

公司的主要产品为瓷砖，生产瓷砖的主要原材料和能源为泥砂料、煤炭、天然气和电力，其中电力主要由属地供电局供应；泥砂料、釉料、煤炭和天然气主要通过和供应商建立长期合作、集中采购、稳定供应渠道、优化运输半径等方式控制成本。由于我国粘土、沙料、长石等资源的优质产地较多，原材料供应充足，开采、加工企业较多，行业竞争充分，导致上游议价能力偏弱。2023年公司前五大供应商集中度提升至30.40%。

2023年受国内外市场及环保、物流等影响，公司生产所需天然气、煤炭、电力等价格仍保持较高水平，导致公司成本处于高位，但产品销售均价下滑，利润空间被进一步挤压。为应对原材料价格波动风险，公司采取了一系列降本增效措施，包括招投标机制采购大宗原材料，设立招投标管理小组和核价员，不断扩大供应面，合理安排重点物资采购时间和计划，通过集采提升议价能力，降低采购价格；利用原材料的价格波动周期，在淡季增加储备量，降低采购成本；加强工作环节及流程的精细化管理等。2023年降本增效成效初步显现，整体销售毛利率有所提升。

## 六、财务分析



## 财务分析基础说明

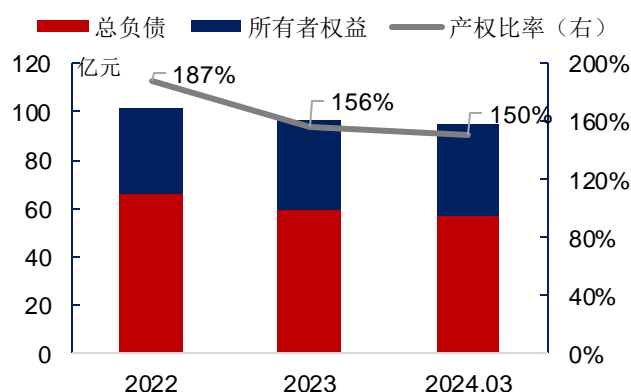
以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及未经审计的2024年一季度报告，报告均采用新会计准则编制。2023年公司新增纳入合并报表范围的子公司1家，注销子公司1家，具体见表2，截至2023年末公司纳入合并范围的子公司共11家，详见附录四。

## 资本实力与资产质量

公司应收款项和存货对营运资金占用明显，应收款项存在一定的回收风险，存货仍面临减值压力

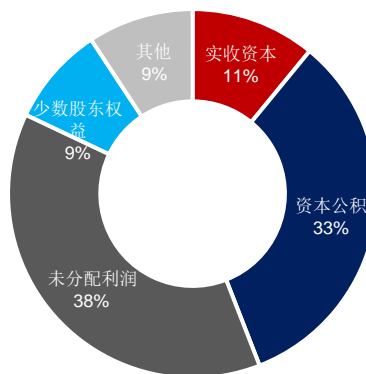
2023年末公司净资产为37.89亿元，同比增长7.00%，主要为2023年业绩积累使得未分配利润规模增加。2023年公司经营性债务规模有所下降，总负债同比下滑11.02%。综合影响下公司产权比率有所下降，净资产对总负债的保障程度有所增强。

图 6 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 7 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产主要由货币资金、应收房地产企业客户票据及应收款项、由库存商品、发出商品及原材料等构成的存货资产以及机器设备和办公楼厂房等固定资产构成。受坏账及减值计提、业务规模下滑及存货盘活措施影响，2023年末公司资产规模同比下滑4.76%至96.94亿元。

2023年受部分下游房企客户违约风险进一步扩大影响，公司应收款项逾期显著增加。公司将减值迹象明显的部分房地产客户的应收账款、应收票据、其他应收款等债权的计提比例提升至30%-80%之间，截至2023年12月31日，按单项及组合计提的坏账准备金额由期初的7.77亿元增加至9.21亿元，扣除核销应收款项坏账准备8.35万元，收回前期已核销坏账准备677.97万元，以房抵债对应减少的坏账准备金额0.82亿元，实际计提的信用减值损失金额净新增2.19亿元；期末按单项计提的应收账款账面余额为9.88亿元，坏账计提比例为67.05%，整体应收账款坏账准备计提比例由2022年末的37.42%升高至45.59%，其中，公司风险地产客户仍有3.76亿元的应收款项未计提信用减值损失。截至2023年末公司应收票据及

应收账款账面价值分别同比下降76.85%和14.80%，合计占公司总资产比重达9.05%，对营运资金仍形成一定占用。考虑到应收对象主要为房地产客户且近年下游房地产市场景气度持续低迷，风险地产客户应收款项仍存在减值风险。应收款项融资主要系公司应收账款不附追索权保理融资，其中按组合计提坏账准备的应收账款余额为5.44亿元，计提比例为10.47%。

为加速应收账款回收，公司与绿地等房地产客户签订以房抵债协议。截至2023年末，公司与房地产公司签订以房抵债协议金额为11.35亿元，支付房产预付款0.88亿元，其中已网签合同金额4.47亿元，公司将已网签合同对应的客户应收款项结转至以房抵债款，列示于其他非流动资产科目，其余尚未办理网签手续的，继续列示于应收账款、其他应收款科目。

**表9 2023年（末）公司信用减值损失单项计提情况（单位：亿元）**

客户名称	应收账款余额	应收票据余额	其他应收款余额	合计	计提比例	期末坏账准备金额
客户一	2.58	-		2.58	80%	2.06
客户二	1.41	-	0.50	1.91	80%	1.53
客户三	1.47	-	0.30	1.77	80%	1.42
客户四	0.18	-	0.69	0.87	80%	0.70
客户五	0.44	-	0.42	0.85	50%	0.43
客户六	0.59	-		0.59	70%	0.41
客户七	0.57	-	0.001	0.57	30%	0.17
客户八	0.48	-		0.48	30%	0.14
客户九	0.46	-	0.002	0.47	50%	0.23
客户十	0.38	-	0.001	0.38	30%	0.11
客户十一	0.32	-		0.32	50%	0.16
客户十二	0.18	-		0.18	100%	0.18
客户十三	0.16	-		0.16	50%	0.08
客户十四	0.16	-		0.16	30%	0.05
客户十五	0.14	-		0.14	50%	0.07
客户十六	0.11	-		0.11	80%	0.09
其他出现债务违约地产客户	0.25	-	0.01	0.26	78%	0.20
<b>合计</b>	<b>9.88</b>	<b>-</b>	<b>1.91</b>	<b>11.79</b>	<b>68%</b>	<b>8.03</b>

资料来源：公司公告

公司2023年末存货主要为坯料、釉料等原材料（占比为15.35%）、库存商品（占比为66.78%）和发出商品（占比为15.09%）等，随着公司的业务规模收缩，原材料和发出商品账面价值分别同比下降29.09%和52.33%；值得注意的是，2023年末公司库存商品账面价值增长4.08%，期末存货累计计提0.91亿元跌价准备，在行业整体竞争激烈、短期内需求及盈利空间承压的情况下，存货仍面临一定的减值风险。2023年末公司固定资产主要为公司生产、办公厂房及机器生产设备等，规模较2022年末变动不大。无形资产主要为公司持有的工业用地土地使用权。

近年公司经营活动现金流表现较好，货币资金增长至2023年末的21.49亿元，主要包括银行存款20.00亿元，其他货币资金1.49亿元，其中使用受限资金占比6.92%，主要为票据保证金0.87亿元、保函

保证金0.51亿元、安全文明措施费0.05亿元和司法冻结金额0.05亿元；另外需关注的是，公司货币资金中有493.71万元因子公司合作的项目纠纷而司法冻结。

受限资产方面，2023年末公司受限资产合计6.45亿元，占总资产的6.65%，主要系保证金、安全文明措施费、司法冻结款、借款抵押的固定资产、无形资产等。

**表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	21.19	22.29%	21.49	22.17%	18.35	18.03%
应收票据	0.27	0.28%	0.25	0.26%	1.08	1.07%
应收账款	9.04	9.50%	8.52	8.79%	10.00	9.82%
应收款项融资	4.16	4.37%	4.90	5.05%	6.02	5.91%
存货	14.49	15.24%	15.09	15.57%	18.25	17.93%
其他流动资产	0.57	0.60%	0.67	0.70%	0.49	0.48%
<b>流动资产合计</b>	<b>51.03</b>	<b>53.66%</b>	<b>52.25</b>	<b>53.90%</b>	<b>55.95</b>	<b>54.96%</b>
固定资产	33.21	34.92%	33.35	34.41%	35.39	34.77%
在建工程	0.94	0.99%	0.76	0.79%	1.07	1.05%
无形资产	3.01	3.17%	3.02	3.11%	3.06	3.00%
其他非流动资产	2.55	2.68%	3.13	3.23%	1.92	1.89%
<b>非流动资产合计</b>	<b>44.06</b>	<b>46.34%</b>	<b>44.69</b>	<b>46.10%</b>	<b>45.84</b>	<b>45.04%</b>
<b>资产总计</b>	<b>95.09</b>	<b>100.00%</b>	<b>96.94</b>	<b>100.00%</b>	<b>101.79</b>	<b>100.00%</b>

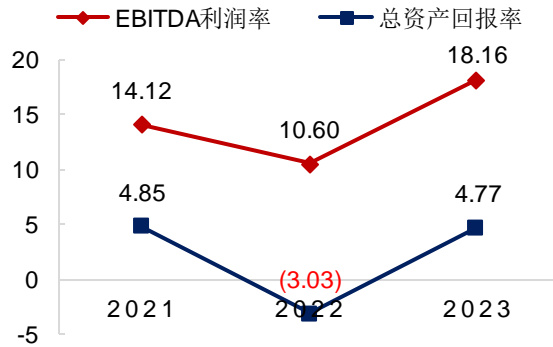
资料来源：公司 2022-2023 年年度报告及未经审计的 2024 年一季报，中证鹏元整理

## 盈利能力

受公司收缩战略工程业务和市场竞争下产品价格下滑影响，2023年公司营业收入规模有所下滑，降本提质措施的实施一定程度上减缓了公司盈利压力，但仍需关注应收款项、存货的减值计提等因素对公司利润的侵蚀

公司营业收入基本来自瓷砖销售，受房地产下行影响，2023年公司仍主动收缩部分风险较大的房地产客户订单，营业收入同比下滑4.94%。因加强风险管控，房地产客户应收款项信用减值损失同比减少；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；同时，公司持续推行各项减费降本、提质增效措施，产品毛利率提高，期间费用同比下降，2023年公司期间费用率为19.18%，较2022年有所下降，降本提质增效效果有所显现，利润有所改善，EBITDA利润率及总资产回报率有所提升。需关注的是，公司风险地产客户应收款项、存货仍存在减值风险，进而会对公司利润形成侵蚀。

**图 8 公司盈利能力指标情况（单位：%）**



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

2023年公司经营活动净现金流表现较好，在建项目资本开支减缓，债务规模有所压缩，各项偿债能力指标表现向好，债务压力有所减轻

受其他流动负债中的银行代理付款规模减少及银行借款的到期偿还，且公司近年未新增大额债务，2023年公司总债务下降至38.68亿元，占总负债的65.50%，主要由银行借款、应付票据和蒙娜转债及其他流动负债中的银行代理付款构成，其中短期债务占比47.99%。应付票据和应付账款均主要用于支付货款、服务款和工程设备款；其中，应付票据主要为银行承兑汇票。其他流动负债主要为银行代理付款，属于公司短期债务。一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期银行借款。长期借款由信用借款4.21亿元、保证借款2.90亿元、抵押借款0.96亿元和新增的0.94亿元的质押借款构成。应付债券系2021年发行的蒙娜转债。2024年3月末，公司总债务规模及结构变动不大，为38.94亿元，占总负债的68.17%。

经营性债务方面，2023年受市场行情及公司加大经销端业务影响，公司工程端业务规模及占比收缩，应付账款总额有所下滑。其他应付款主要为押金及保证金，即公司向经销商和服务商收取的提货保证金、履约保证金及向供应商收取的供货保证金等。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.15	7.27%	4.06	6.87%	2.70	4.07%
应付票据	4.50	7.87%	4.03	6.82%	9.61	14.47%
应付账款	9.03	15.80%	12.44	21.06%	13.54	20.40%
其他应付款	5.79	10.14%	4.29	7.26%	3.84	5.79%
一年内到期的非流动负债	6.81	11.92%	6.65	11.26%	3.21	4.84%
其他流动负债	5.11	8.94%	5.01	8.49%	7.03	10.59%
<b>流动负债合计</b>	<b>36.87</b>	<b>64.54%</b>	<b>38.40</b>	<b>65.01%</b>	<b>42.07</b>	<b>63.37%</b>

长期借款	8.52	14.92%	9.01	15.26%	13.00	19.58%
应付债券	10.74	18.81%	10.63	17.99%	10.22	15.39%
<b>非流动负债合计</b>	<b>20.26</b>	<b>35.46%</b>	<b>20.66</b>	<b>34.99%</b>	<b>24.31</b>	<b>36.63%</b>
<b>负债合计</b>	<b>57.13</b>	<b>100.00%</b>	<b>59.06</b>	<b>100.00%</b>	<b>66.37</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	38.94	68.17%	38.68	65.50%	45.43	68.45%
其中：短期债务	19.22	33.64%	18.56	31.43%	21.26	32.03%
长期债务	19.73	34.53%	20.12	34.06%	24.18	36.42%

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告及未经审计的 2024 年一季报，中证鹏元整理

现金流方面，2023年公司继续加大追收风险地产客户货款，开拓提升了现金流回款较好的经销业务渠道占比以及加强成本费用管控，经营活动净现金流增至9.34亿元。2023年公司投资活动继续延续放缓策略，投资活动现金净流出规模大幅下滑，目前公司暂无大规模投资计划，短期内公司资本开支压力不大。

杠杆状况指标方面，随着公司2023年到期债务的偿还，公司资产负债率较2022年有所下降，杠杆水平有所降低，业绩扭亏及现金流表现好转推动下，EBITDA、FFO及现金流对净债务的保障程度有所增强。

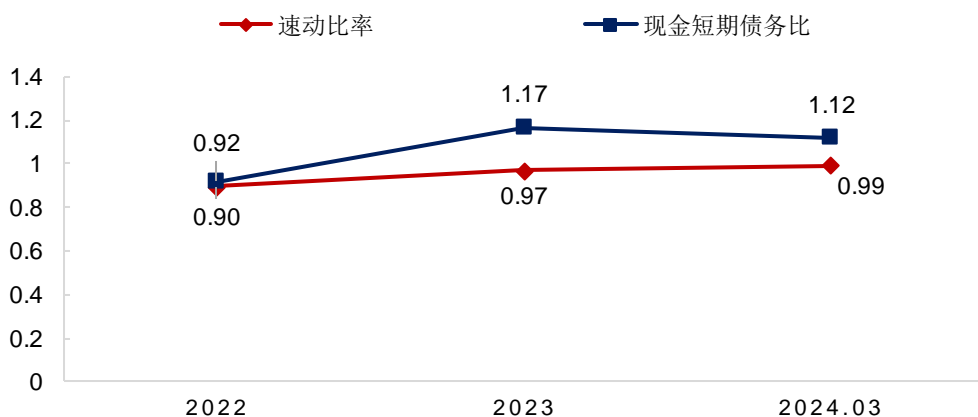
**表12 公司现金流及杠杆状况指标（单位：亿元）**

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动净现金流	0.28	9.34	6.02
FFO	--	5.83	2.90
资产负债率	60.08%	60.92%	65.21%
净债务/EBITDA	--	1.72	4.19
EBITDA 利息保障倍数	--	8.86	5.36
总债务/总资本	50.64%	50.52%	56.20%
FFO/净债务	--	31.50%	10.49%
经营活动现金流/净债务	1.58%	50.43%	21.77%
自由现金流/净债务	-0.58%	32.62%	-1.60%

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告及未经审计的 2024 年一季报，中证鹏元整理

流动性方面，2023年末公司速动比率和现金短期债务比均有所提升，短期偿债能力指标有所加强。同时，考虑到公司作为上市公司，截至2024年3月末，公司尚未使用授信额度38.50亿元，且拥有一定规模的非受限资产，具有一定的融资弹性。

**图 9 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

蒙娜转债为可转换公司债券，在转股期转股后无需还本付息，可视为偿债保障方式之一，因实施 2022 年年度权益分派，2023 年 6 月 14 日起蒙娜转债转股价格从 26.72 元/股调整为 26.57 元/股，自 2024 年 7 月 1 日起将调整为 26.77 元/股，但 2024 年以来公司股票价格表现一般，整体在 9-14 元/股区间波动，至 2024 年 6 月 21 日收盘为 9.31 元/股，仍低于调整后的转股价格，且蒙娜转债自发行以来，转股比例很低，仍需关注未来股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

#### 环境因素

根据公司提供的说明及公开查询，公司过去一年不存在因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到相应处罚的情形，未因环境因素受到相关部门的处罚。

#### 社会因素

根据公司提供的说明及公开查询，公司过去一年不存在违规经营、产品质量与安全、员工保障健康与安全等方面的问题等。

#### 公司治理

目前公司战略规划较为清晰，且根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。近年公司管理层保持稳定，董事长、总裁及董事等均在建筑陶瓷行业领域拥有丰富的行业经验。

### （二）过往债务履约情况



根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月9日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至2024年5月23日，未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## 八、结论

中国是建筑陶瓷生产大国，但产业集中度较低，建筑陶瓷行业整体呈现“大市场，小企业”的竞争格局，近年行业上下游加速品牌集中，公司在研发实力、工艺装备、品牌影响力等方面位居行业前列，为行业一线品牌。经营性业务方面，公司持续加强经销渠道拓展，回款较好的经销端业务占比提升，经销端合作关系稳定，未来经销端业务占比有望继续进一步扩大，降费增效措施等有助于减轻公司盈利压力，资产减值损失同比减少，2023年利润有所改善提升。

中证鹏元也关注到近年行业进入存量甚至缩量竞争的状态，下游需求下滑，产能面临去化压力，缩量竞争及价格竞争持续，挤压业内企业营收及盈利空间，同时房地产行业下行，需求下行，公司工程端业绩承压。公司下游B端客户主要为房地产企业，近年房地产市场景气度下行且房企违约事件频发，公司计提较多信用减值损失，对利润形成较大侵蚀，应收款项仍面临一定的回收风险，公司生产所需天然气、煤炭、电力等价格仍保持较高水平，导致公司成本处于高位，利润空间被挤压，也面临较大的成本控制压力，此外在短期内需求及盈利空间承压情况下存货面临一定的减值压力。但考虑到公司作为上市公司，融资渠道较为多元化。综合来看，公司抗风险能力尚可。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“蒙娜转债”的信用等级为AA-。

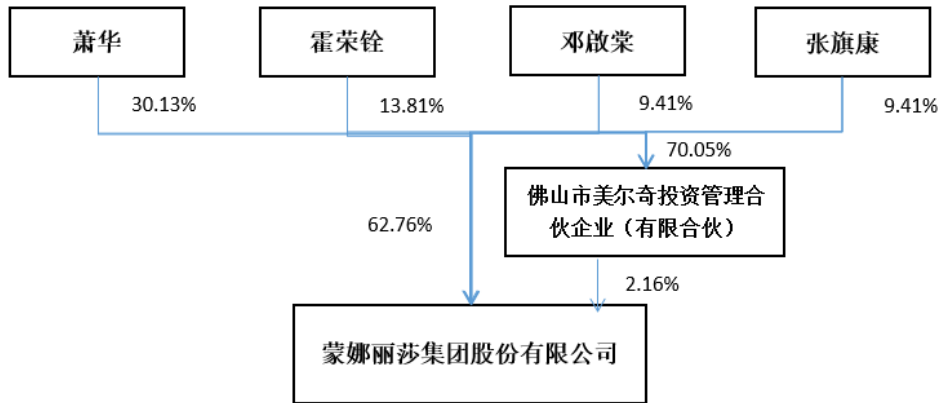
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	21.19	21.49	18.35	21.11
应收账款	9.04	8.52	10.00	12.74
应收款项融资	4.16	4.90	6.02	7.56
存货	14.49	15.09	18.25	20.81
其他流动资产	0.57	0.67	0.49	1.00
<b>流动资产合计</b>	<b>51.03</b>	<b>52.25</b>	<b>55.95</b>	<b>70.29</b>
固定资产	33.21	33.35	35.39	30.47
在建工程	0.94	0.76	1.07	5.21
无形资产	3.01	3.02	3.06	2.83
<b>非流动资产合计</b>	<b>44.06</b>	<b>44.69</b>	<b>45.84</b>	<b>41.92</b>
<b>资产总计</b>	<b>95.09</b>	<b>96.94</b>	<b>101.79</b>	<b>112.22</b>
短期借款	4.15	4.06	2.70	1.80
应付票据	4.50	4.03	9.61	8.12
应付账款	9.03	12.44	13.54	17.09
其他应付款	5.79	4.29	3.84	3.71
一年内到期的非流动负债	6.81	6.65	3.21	1.63
其他流动负债	5.11	5.01	7.03	10.61
<b>流动负债合计</b>	<b>36.87</b>	<b>38.40</b>	<b>42.07</b>	<b>44.92</b>
长期借款	8.52	9.01	13.00	12.88
应付债券	10.74	10.63	10.22	9.80
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>20.26</b>	<b>20.66</b>	<b>24.31</b>	<b>24.60</b>
<b>负债合计</b>	<b>57.13</b>	<b>59.06</b>	<b>66.37</b>	<b>69.52</b>
总债务	38.94	38.68	45.43	46.18
所有者权益	37.96	37.89	35.41	42.69
营业收入	8.18	59.21	62.29	69.87
营业利润	0.12	3.44	-4.47	3.66
净利润	0.08	3.17	-3.47	3.24
经营活动产生的现金流量净额	0.28	9.34	6.02	-0.84
投资活动产生的现金流量净额	-0.27	-3.58	-6.89	-14.66
筹资活动产生的现金流量净额	-0.49	-1.16	-3.29	14.76
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	10.75	6.60	9.87
FFO（亿元）	--	5.83	2.90	6.44
净债务	17.68	18.52	27.66	22.60
销售毛利率	26.51%	29.51%	23.65%	29.11%

EBITDA 利润率	--	18.16%	10.60%	14.12%
总资产回报率	--	4.77%	-3.03%	4.85%
资产负债率	60.08%	60.92%	65.21%	61.95%
净债务/EBITDA	--	1.72	4.19	2.29
EBITDA 利息保障倍数	--	8.86	5.36	11.13
总债务/总资本	50.64%	50.52%	56.20%	51.96%
FFO/净债务	--	31.50%	10.49%	28.51%
经营活动现金流净额/净债务	1.58%	50.43%	21.77%	-3.72%
自由现金流/净债务	-0.58%	32.62%	-1.60%	-51.40%
速动比率	0.99	0.97	0.90	1.10
现金短期债务比	1.12	1.17	0.92	1.17

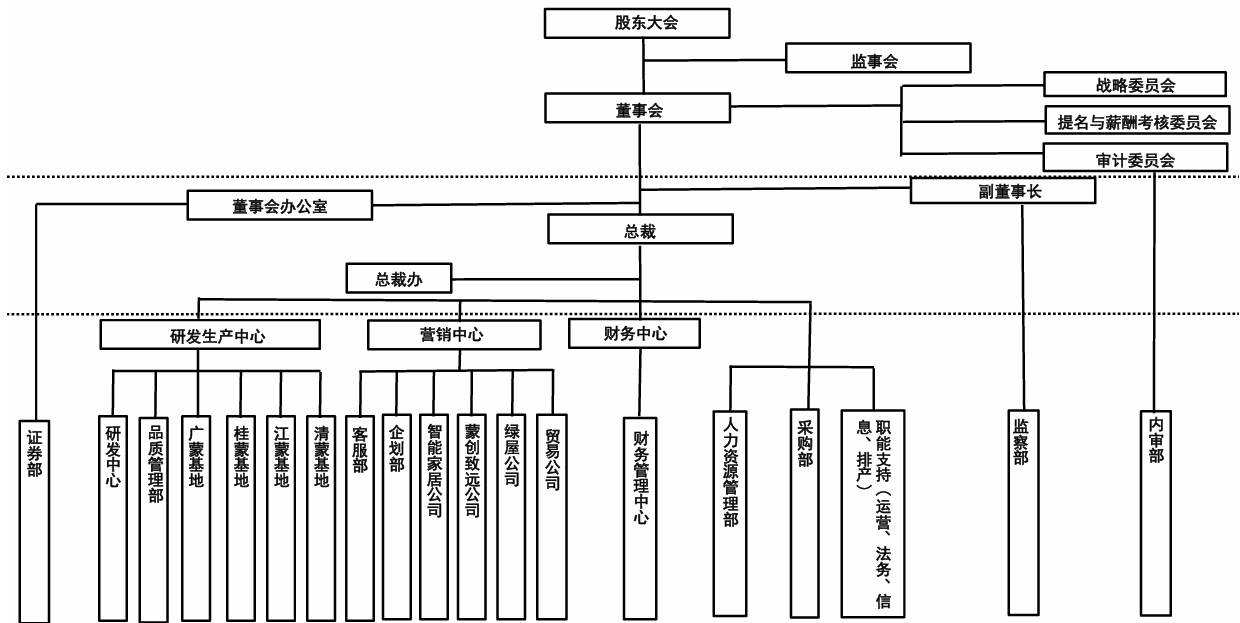
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司 2023 年年报

### 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

## 附录四 截至 2023 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
广西蒙娜丽莎新材料有限公司	4.62	100.00%	产品制造、销售
广东蒙娜丽莎投资管理有限公司	3.00	100.00%	股权投资及管理
广东蒙娜丽莎智能家居科技有限公司	3.00	100.00%	产品销售
广东绿屋建筑科技工程有限公司	1.50	100.00%	产品销售及技术支持
广东蒙创致远新材料科技有限公司	1.00	100.00%	产品设计、销售
广东清远蒙娜丽莎建陶有限公司	0.50	100.00%	产品制造、销售
广东蒙娜丽莎物流服务有限公司	0.10	100.00%	物流服务
广东蒙娜丽莎贸易有限公司	0.10	100.00%	产品销售
佛山市慧德康商贸有限公司	0.10	100.00%	保安保洁服务
高安市蒙娜丽莎新材料有限公司	1.64	70.00%	产品制造、销售
广东蒙娜丽莎产业投资基金合伙企业（有限合伙）	5.00	99.90%	投资管理

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理



## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。