

一季度扭亏为盈，业绩有所回升

菲林格尔(603226)

事件概述

公司发布2020年年报和2021年一季度报，2020年公司实现营业收入6.02亿元，同比-24.48%；归母净利润0.61亿元，同比-46.02%；扣非后归母净利润0.57亿元，同比-40.48%。分季度看，Q4单季度营业收入2.15亿元，同比-4.84%；归母净利润0.30亿元，同比-9.56%；扣非后归母净利润0.29亿元，同比-11.12%。全年业绩有所下滑，主要受疫情影响，公司主要产品强化复合地板和实木复合地板销量有所下滑。

2021Q1公司营业收入1.24亿元，同比+209.62%；归母净利润0.06亿元，同比扭亏为盈；扣非后归母净利润0.05亿元，同比扭亏为盈，公司一季度扭亏为盈，业绩有所回升。

分析判断：

► 收入端：零售渠道优化调整，工程及家装渠道积极拓展

分产品看，2020年公司强化复合地板、实木复合地板、实木地板、橱柜家具销售额分别为3.20、1.80、0.03、0.80亿元，同比分别-30.00%/-27.66%/-52.81%/+17.96%，主营业务强化复合地板、实木复合地板、实木地板等业务有所下降，主要为疫情影响，销售量有所减少；橱柜家具业务有所提升，业务逐渐放量。此外，公司加大新产品的研发和上样，2020年地板产品完成40余款的新产品研发、推广上市，家具产品完成近10套的应用方案开发升级及开发上市。

渠道方面，公司2020年对传统零售渠道进行优化调整，东北大区新增20市级代理商已运营正常，并完成河南区域扁平化及分仓工作，实现签约合作代理商24个，其他空白区域汰换及新招代理商14个。门店方面，持续升级，2020年公司完成专卖店设计90余家，验收120家，并在全国完成10家标杆门店的设计与实施，新装门店基本实现了4.0 SI店态100%覆盖。除传统零售业务外，公司积极拓展工程及家装业务。截至2020年底，公司在国家家装渠道网点拓展合作2,300余家，参与房产公司类战略类投标与入库资质审查60个，跟踪服务的意向工程订单约220万平方米，其他直营工程约35万平方米。经销商工程签约总量约140万平方米。签约工程代理商共计186个。工程及家装业务的拓展，有助于公司多渠道协同发展。

► 盈利端：Q1盈利能力明显回升，费用管控良好

盈利能力方面：2020年公司毛利率、净利率分别为25.88%、10.10%，同比分别-1.53pct、-4.06pct，其中，Q4单季度毛利

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	8.8
股票代码：	603226
52周最高价/最低价：	17.49/7.86
总市值(亿)	18.51
自由流通市值(亿)	18.51
自由流通股数(百万)	210.35



分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

分析师：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

率、净利率分别为 30.46%、13.75%，同比分别+3.04pct、-0.76pct。2020 年毛利率下降主要为上半年受疫情影响，强化复合地板、实木复合地板及实木地板销量下降所致；净利率有所下降主要为费用率较高所致。分季度看，随着疫情逐步得以控制，公司业绩逐渐回升，盈利能力也相应得以提高。2021Q1 单季度毛利率、净利率分别为 22.04%、5.15%，同比分别+11.41pct、+43.12pct，公司盈利能力显著提升，主要得益于公司收入规模的提升以及去年同期低基数。毛利率方面，分产品看，2020 年公司强化复合地板、实木复合地板、实木地板、橱柜家具毛利率分别为 26.24%、24.89%、22.01%、26.27%，同比分别-3.42pct、+0.60pct、+1.02pct、+4.37pct，强化复合地板业务毛利率有所下降，主要为产品结构变化，带来销售均价下降；而实木复合地板和实木地板业务、橱柜家具毛利率均有不同程度的上升，则主要得益于产品结构变化带来的销售均价的不同程度提升。期间费用方面，2020 年公司期间费用率为 13.50%，同比+0.56pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 7.13%、5.85%、3.50%、-2.98%，分别同比 +0.86pct、+1.08pct、+0.38pct、-1.76pct，期间费用率基本保持平稳。2021Q1 单季度公司期间费用率为 16.51%，同比-33.63pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 8.45%、6.80%、3.33%、-2.07%，分别同比 -5.82pct、-21.71pct、-5.18pct、-0.92pct，随着业绩的逐步回升，一季度费用管控良好。

投资建议：

公司作为地板行业领先企业，预计随着疫情逐步好转，竣工数据的持续回暖，下游需求逐渐释放，且公司自身渠道、产品等多方面的优化，预计业绩有望持续回升，预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 7.23、8.25、9.20 亿元，归母净利润分别为 0.75、0.88、1.00 亿元，对应 PE 分别为 25 倍、21 倍、19 倍，首次覆盖，考虑到估值处于行业中等水平，给予“增持”评级。

风险提示：

房地产市场波动风险；行业竞争风险；新业务、新渠道拓展不及预期风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	797	602	723	825	920
YoY (%)	-4.6%	-24.5%	20.1%	14.1%	11.6%
归母净利润(百万元)	113	61	75	88	100
YoY (%)	14.1%	-46.0%	23.2%	17.9%	12.6%
毛利率 (%)	27.4%	25.9%	25.8%	26.0%	26.3%
每股收益 (元)	0.54	0.29	0.36	0.42	0.47
ROE	12.3%	6.1%	6.8%	7.2%	7.3%
市盈率	16.41	30.41	24.67	20.93	18.59

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 事件概述：一季度扭亏为盈，业绩有所回升.....	4
2. 收入端：零售渠道优化调整，工程及家装渠道积极拓展.....	4
3. 盈利端：Q1 盈利能力明显回升，费用管控良好.....	5
4. 投资建议.....	6
5. 风险提示.....	7

图表目录

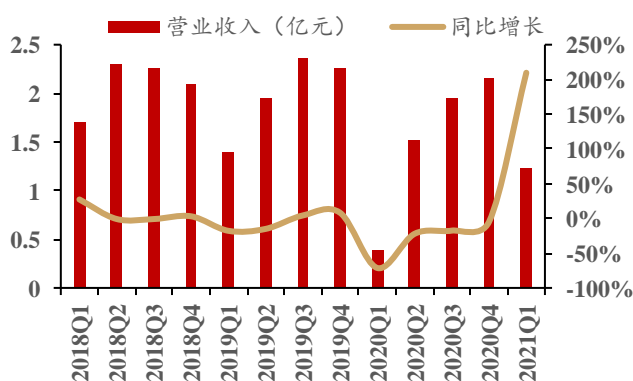
图 1 2021Q1 营收同比+209.62%.....	4
图 2 2021Q1 归母净利润同比+142.02%.....	4
图 3 产品结构逐渐优化，橱柜类占比提升.....	5
图 4 2020 年地板类产品销售量有所下滑（单位：万平）.....	5
图 5 2021Q1 盈利能力同比回升.....	6
图 6 21Q1 期间费用率管控良好.....	6
图 7 20 年除强化地板，毛利率均有提升.....	6
图 8 20 年除强化地板，均价均有提升（单位：元/平）.....	6
图 9 业绩拆分及预测（单位：百万元）.....	7
图 10 可比公司估值分析.....	7

1. 事件概述：一季度扭亏为盈，业绩有所回升

公司发布 2020 年年报和 2021 年一季度报，2020 年公司实现营业收入 6.02 亿元，同比-24.48%；归母净利润 0.61 亿元，同比-46.02%；扣非后归母净利润 0.57 亿元，同比-40.48%。分季度看，Q4 单季度营业收入 2.15 亿元，同比-4.84%；归母净利润 0.30 亿元，同比-9.56%；扣非后归母净利润 0.29 亿元，同比-11.12%。全年业绩有所下滑，主要受疫情影响，公司主要产品强化复合地板和实木复合地板销量有所下滑。

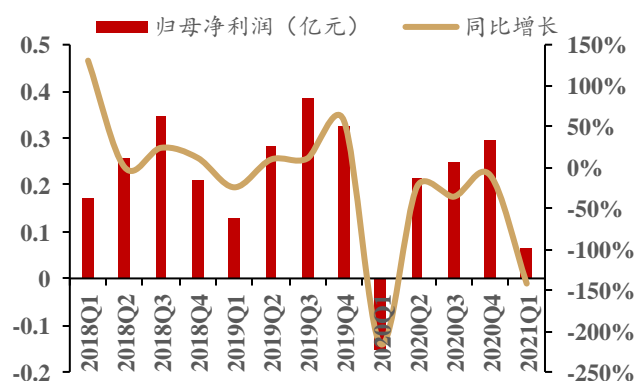
2021Q1 公司营业收入 1.24 亿元，同比+209.62%；归母净利润 0.06 亿元，同比扭亏为盈；扣非后归母净利润 0.05 亿元，同比扭亏为盈，公司一季度扭亏为盈，业绩有所回升。

图 1 2021Q1 营收同比+209.62%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 2021Q1 归母净利润同比+142.02%



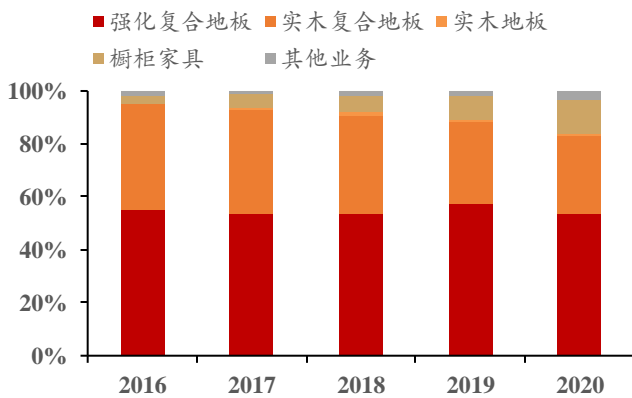
资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 收入端：零售渠道优化调整，工程及家装渠道积极拓展

分产品看，2020 年公司强化复合地板、实木复合地板、实木地板、橱柜家具销售额分别为 3.20、1.80、0.03、0.80 亿元，收入占比分别为 53%、30%、1%、13%，同比分别-30.00%/-27.66%/-52.81%/+17.96%，主营业务强化复合地板、实木复合地板、实木地板等业务有所下降，主要为疫情影响，销售量有所减少；橱柜家具业务有所提升，业务逐渐放量。此外，公司加大新品的研发和上样，2020 年地板产品完成 40 余款的新产品研发、推广上市，家具产品完成近 10 套的应用方案开发升级及开发上市。

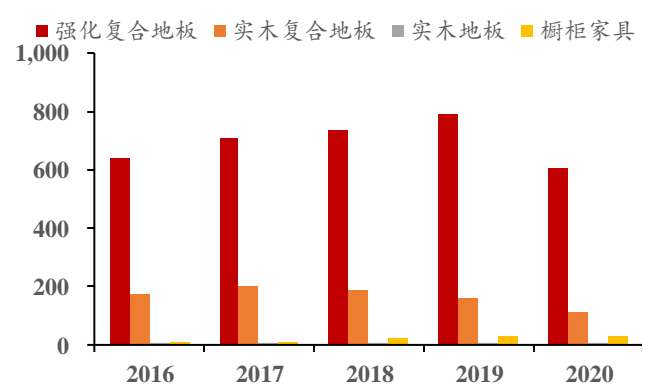
渠道方面，公司 2020 年对传统零售渠道进行优化调整，东北大区新增 20 市级代理商已运营正常，并完成河南区域扁平化及分仓工作，实现签约合作代理商 24 个，其他空白区域汰换及新招代理商 14 个。门店方面，持续升级，2020 年公司完成专卖店设计 90 余家，验收 120 家，并在全国完成 10 家标杆门店的设计与实施，新装门店基本实现了 4.0 SI 店态 100%覆盖。除传统零售业务外，公司积极拓展工程及家装业务。截至 2020 年底，公司在国家家装渠道网点拓展合作 2,300 余家，参与房产公司类战略类投标与入库资质审查 60 个，跟踪服务的意向工程订单约 220 万平米，其他直营工程约 35 万平米。经销商工程签约总量约 140 万平米。签约工程代理商共计 186 个。工程及家装业务的拓展，有助于公司多渠道协同发展。

图 3 产品结构逐渐优化，橱柜类占比提升



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 2020 年地板类产品销售量有所下滑 (单位: 万平)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

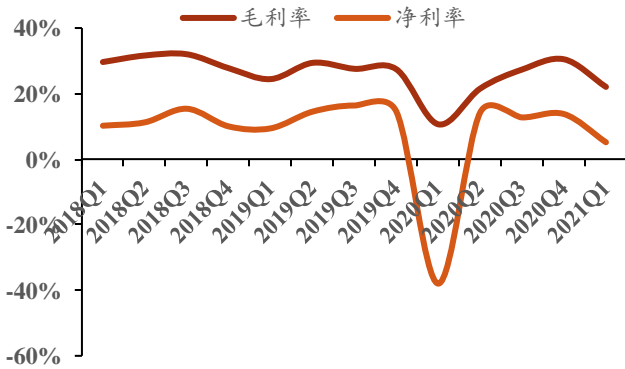
3. 盈利端：Q1 盈利能力明显回升，费用管控良好

盈利能力方面：2020 年公司毛利率、净利率分别为 25.88%、10.10%，同比分别-1.53pct、-4.06pct，其中，Q4 单季度毛利率、净利率分别为 30.46%、13.75%，同比分别+3.04pct、-0.76pct。2020 年毛利率下降主要为上半年受疫情影响，强化复合地板、实木复合地板及实木地板销量下降所致；净利率有所下降主要为费用率较高所致。分季度看，随着疫情逐步得以控制，公司业绩逐渐回升，盈利能力也相应得以提高。2021Q1 单季度毛利率、净利率分别为 22.04%、5.15%，同比分别+11.41pct、+43.12pct，公司盈利能力显著提升，主要得益于公司收入规模的提升以及去年同期低基数。

分产品看，2020 年公司强化复合地板、实木复合地板、实木地板、橱柜家具毛利率分别为 26.24%、24.89%、22.01%、26.27%，同比分别-3.42pct、+0.60pct、+1.02pct、+4.37pct，强化复合地板业务毛利率有所下降，主要为产品结构变化，带来销售均价下降；而实木复合地板和实木地板业务、橱柜家具毛利率均有不同程度的上升，则主要得益于产品结构变化带来的销售均价的不同程度提升。

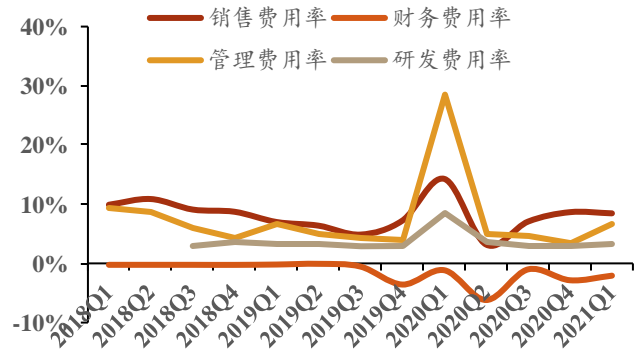
期间费用方面，2020 年公司期间费用率为 13.50%，同比+0.56pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 7.13%、5.85%、3.50%、-2.98%，分别同比+0.86pct、+1.08pct、+0.38pct、-1.76pct，期间费用率基本保持平稳。2021Q1 单季度公司期间费用率为 16.51%，同比-33.63pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 8.45%、6.80%、3.33%、-2.07%，分别同比-5.82pct、-21.71pct、-5.18pct、-0.92pct，随着业绩的逐步回升，一季度费用管控良好。

图 5 2021Q1 盈利能力同比回升



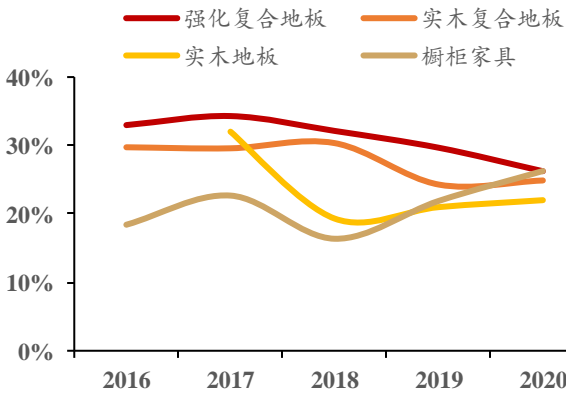
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 6 21Q1 期间费用率管控良好



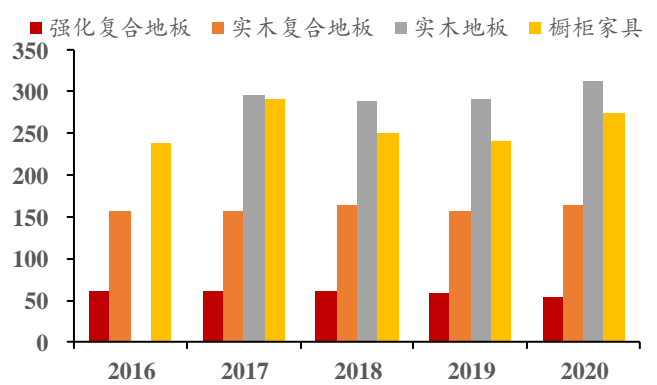
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 7 20 年除强化地板, 毛利率均有提升



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 8 20 年除强化地板, 均价均有提升 (单位: 元/平)



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

4. 投资建议

公司作为地板行业领先企业, 预计随着疫情逐步好转, 竣工数据的持续回暖, 下游需求逐渐释放, 且公司自身渠道、产品等多方面的优化, 预计业绩有望持续回升, 预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 7.23、8.25、9.20 亿元, 归母净利润分别为 0.75、0.88、1.00 亿元, 对应 PE 分别为 25 倍、21 倍、19 倍, 首次覆盖, 考虑到估值处于行业中等水平, 给予“增持”评级。

图 9 业绩拆分及预测 (单位: 百万元)

	2020	2021E	2022E	2023E
总收入	602	723	825	920
yoy	-24%	20%	14%	12%
毛利率	25.9%	25.8%	26.0%	26.3%
强化复合地板	319.8	377.4	434.0	490.4
yoy	-30%	18%	15%	13%
毛利率	26.2%	26.3%	26.5%	26.8%
实木复合地板	179.6	208.3	235.4	259.0
yoy	-28%	16%	13%	10%
毛利率	24.9%	25.0%	25.3%	25.5%
实木地板	3.0	19.5	21.4	23.5
yoy	-53%	15%	10%	10%
毛利率	22.0%	22.5%	22.8%	23.0%
橱柜家具	79.6	95.5	109.8	120.8
yoy	18%	20%	15%	10%
毛利率	26.3%	26.0%	26.0%	26.0%
其他业务	19.6	22.0	24.2	26.6
yoy	11%	12%	10%	10%
毛利率	27.9%	28.0%	28.0%	28.0%

资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 10 可比公司估值分析

证券代码	证券简称	收盘价(元)	总市值(亿元)	EPS			PE		
				20A	21E	22E	20A	21E	22E
603208.SH	江山欧派	107.43	112.87	4.05	5.79	7.62	25.97	18.57	14.09
000910.SZ	大亚圣象	14.17	77.57	1.14	1.37	1.57	12.22	10.36	9.04
603992.SH	松霖科技	19.07	76.47	0.67	0.79	0.91	27.19	24.04	21.00
603848.SH	好太太	12.32	49.4	0.66	0.77	0.87	18.95	15.99	14.17
	平均值			1.63	2.18	2.74	21.08	17.24	14.58
603226.SH	菲林格尔	8.8	18.51	0.29	0.36	0.42	30.41	24.67	20.93

资料来源: Wind, 华西证券研究所 注: 最新日期为 2021 年 5 月 6 日

5. 风险提示

房地产市场波动风险。木地板作为房屋地面装修材料, 其市场需求易受房地产市场周期性波动影响。如果未来房地产市场持续低迷, 将对公司业务产生不利影响。

行业竞争风险。木地板企业众多, 竞争压力较大, 如果市场竞争加剧使公司市场地位下降或者增加额外营销费用, 将导致公司产品利润率下降。

新业务、新渠道拓展不及预期风险。公司近几年大家对橱柜家具及大宗渠道的拓展, 业务逐渐放量, 若后续对新业务、新渠道拓展不及预期, 则公司业绩增长可能受到一定影响。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	602	723	825	920	净利润	61	75	88	99
YoY (%)	-24.5%	20.1%	14.1%	11.6%	折旧和摊销	26	24	25	24
营业成本	446	536	610	679	营运资金变动	-29	33	4	2
营业税金及附加	2	3	2	3	经营活动现金流	61	125	109	118
销售费用	43	49	56	61	资本开支	-46	-30	-32	-31
管理费用	35	38	43	48	投资	-100	0	0	0
财务费用	-18	-4	-5	-5	投资活动现金流	-142	-19	-19	-19
资产减值损失	-6	-2	-2	-1	股权募资	33	0	0	0
投资收益	4	12	13	12	债务募资	75	0	0	0
营业利润	72	89	104	118	筹资活动现金流	91	-3	-3	-3
营业外收支	-1	-1	-1	-1	现金净流量	11	103	87	96
利润总额	72	88	104	117	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	11	13	16	18	成长能力				
净利润	61	75	88	99	营业收入增长率	-24.5%	20.1%	14.1%	11.6%
归属于母公司净利润	61	75	88	100	净利润增长率	-46.0%	23.2%	17.9%	12.6%
YoY (%)	-46.0%	23.2%	17.9%	12.6%	盈利能力				
每股收益	0.29	0.36	0.42	0.47	毛利率	25.9%	25.8%	26.0%	26.3%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	10.1%	10.4%	10.7%	10.8%
货币资金	658	762	849	945	总资产收益率 ROA	4.7%	5.3%	5.6%	5.7%
预付款项	7	8	9	11	净资产收益率 ROE	6.1%	6.8%	7.2%	7.3%
存货	139	136	162	188	偿债能力				
其他流动资产	116	111	117	119	流动比率	3.51	3.53	3.51	3.55
流动资产合计	920	1,017	1,136	1,262	速动比率	2.95	3.03	2.98	2.99
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	2.51	2.64	2.62	2.66
固定资产	238	248	265	287	资产负债率	20.6%	20.6%	20.8%	20.6%
无形资产	58	58	59	60	经营效率				
非流动资产合计	380	410	448	491	总资产周转率	0.46	0.51	0.52	0.52
资产合计	1,300	1,427	1,583	1,753	每股指标 (元)				
短期借款	60	60	60	60	每股收益	0.29	0.36	0.42	0.47
应付账款及票据	60	72	82	91	每股净资产	4.75	5.23	5.81	6.46
其他流动负债	142	156	182	204	每股经营现金流	0.29	0.59	0.52	0.56
流动负债合计	263	288	324	356	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	5	5	5	5	PE	30.41	24.67	20.93	18.59
非流动负债合计	5	5	5	5	PB	2.02	1.68	1.52	1.36
负债合计	268	294	329	361					
股本	210	210	210	210					
少数股东权益	33	33	33	33					
股东权益合计	1,033	1,134	1,254	1,392					
负债和股东权益合计	1,300	1,427	1,583	1,753					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，8年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，4年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。