

投资评级 优于大市 首次覆盖

收入增速亮眼，成本上涨拖累毛利率

股票数据

03月28日收盘价(元)	10.56
52周股价波动(元)	9.55-16.51
总股本/流通A股(百万股)	547/547
总市值/流通市值(百万元)	5781/5778

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.4	-14.6	-21.8
相对涨幅(%)	-0.9	-5.5	-5.5

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 冯晨阳

Tel: (021)23212081

Email: fcy10886@htsec.com

证书: S0850516060004

分析师: 申浩

Tel: (021)23154114

Email: sh12219@htsec.com

证书: S0850519060001

分析师: 潘莹练

Tel: (021)23154122

Email: pyl10297@htsec.com

证书: S0850517070010

投资要点:

- **事件:** 公司发布2021年报, 2021年公司实现营业收入约87.5亿元、同比增长约20.46%, 实现归母净利润约5.95亿元、同比减少4.86%, 扣非归母净利润约5.57亿元、同比减少7.04%。

点评:

- **经过多年低速甚至下滑, 公司收入拐点向上。** 公司2018-2020年收入增速分别为3.0%、0.5%、-0.5%, 处于低速增长的状态, 2020年甚至出现了下滑。2021年公司收入同比大增20.5%, 拐点向上, 分产品看: 传统木地板、中高密度板分别实现了14.89%、25.69%的增长, 竹、石塑地板等收入大增59.38%, 木门及衣帽间业务开始放量。
- **原材料成本上涨、折旧增加拖累毛利率。** 2021年公司毛利率约26.1%、同比下滑3.4pct, 主要由于原材料价格上涨、使用权资产折旧摊销以及句容地板生产线投入使用折旧大幅增长, 从同比角度看, 2022年这两个因素或均不构成公司利润增长的阻碍。
- **费用管控较好, 税率提升, 净利率略有下滑。** 2021年公司销售、管理、财务费用率分别变动0.5pct、-1.2pct、-0.4pct至7.6%、7.4%、0.6%, 公司费用控制良好; 由于2021年所得税率同比增加2.5pct至17.5%, 拖累了公司盈利; 2021年公司信用减值损失减少, 净利率小幅下滑1.7pct至7.0%。
- **地板龙头不断开拓品类。** 公司是木地板行业龙头企业, “圣象”地板的品牌享誉全国, 品牌和产品底蕴深厚。人造板材方面, 公司在广东、江西等多地设有制造工厂, 并在上海、广州、北京、武汉、成都、沈阳、大连等地设有区域营销中心, 大亚人造板目前已经成为行业内知名品牌的的首选原材料供应商。新品类方面, 公司深入洞察客户需求, 积极产品研发, 2021年成功推出运动地板、户外地板、新饰材墙板等全新品类, 非传统木地板收入实现了较高的增速。
- **首次覆盖, 给予“优于大市”评级。** 公司品牌、产品底蕴深厚, 渠道建设完善, 围绕“抢市占、扩品类、调结构、促增长”的经营战略方针, 多领域深入挖潜。我们预计公司2022~2024年收入分别为95.04、103.59、113.37亿元, 归母净利润分别为7.07、7.77、8.50亿元, 对应EPS分别约1.29、1.42、1.55元/股, 我们给予公司2022年PE12-15倍, 合理价值区间15.48~19.35元, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。
- **风险提示。** 木地板行业竞争激烈、提市占速度较慢, 新产品拓展较慢。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	7264	8751	9504	10359	11337
(+/-)YoY(%)	-0.5%	20.5%	8.6%	9.0%	9.4%
净利润(百万元)	626	595	707	777	850
(+/-)YoY(%)	-13.1%	-4.9%	18.8%	9.8%	9.4%
全面摊薄EPS(元)	1.14	1.09	1.29	1.42	1.55
毛利率(%)	29.4%	26.1%	26.3%	26.3%	26.3%
净资产收益率(%)	11.1%	9.7%	10.5%	10.5%	10.4%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

盈利预测假设:

- 收入端传统木地板缓慢增长，新品类（层压板）保持较高速度增长，木门及衣帽间由于基数低增速较高。
- 2021 年成本压力大，假定 2022 年开始逐步缓解，收入增长摊薄折旧也有利于提高毛利率，各产品毛利率逐步回升。

表 1 分项收支预测

		2020	2021	2022E	2023E	2024E
木地板	收入: 万元	532868	612211	642822	674963	708711
	yoy	4.1%	14.9%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	33.6%	31.3%	32.0%	32.5%	33.0%
中高密度板	收入: 万元	148033	186059	213968	246063	282972
	yoy	-20.0%	25.7%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	15.7%	10.4%	11.0%	11.5%	12.0%
层压板等	收入: 万元	40692	64855	77827	93392	112070
	yoy	44.6%	59.4%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	22.4%	17.4%	18.0%	18.0%	18.0%
木门及衣帽间	收入: 万元	562	7279	10918	16378	24566
	yoy	-9.3%	1195.0%	50.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	20.4%	24.6%	25.0%	25.0%	25.0%
其他业务	收入: 万元	4259	4648	4880	5124	5380
	yoy	8.5%	9.1%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	62.3%	81.8%	75.0%	75.0%	75.0%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 海通证券研究所

表 2 A 股同类可比上市公司估值

代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元/股) 一致预期			PE (倍)			PB (倍)
		2022/3/28	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	(按最新每股净资产计算)
002572.SZ	索菲亚	18.24	1.31	0.54	1.59	14.0	33.6	11.5	2.7
603833.SH	欧派家居	111.12	3.39	4.51	5.45	32.8	24.7	20.4	5.1
002043.SZ	兔宝宝	9.65	0.52	0.99	1.05	18.5	9.7	9.2	3.9
平均值						21.8	22.7	13.7	3.9

资料来源: Wind, 海通证券研究所。注: 可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期。注: 兔宝宝 2021 年 EPS 为披露数据。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	8751	9504	10359	11337
每股收益	1.09	1.29	1.42	1.55	营业成本	6471	7008	7635	8355
每股净资产	11.17	12.30	13.53	14.88	毛利率%	26.1%	26.3%	26.3%	26.3%
每股经营现金流	1.09	1.41	1.49	1.60	营业税金及附加	103	114	124	136
每股股利	0.16	0.16	0.18	0.20	营业税金率%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
价值评估 (倍)					营业费用	665	722	787	862
P/E	9.71	8.17	7.44	6.80	营业费用率%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
P/B	0.95	0.86	0.78	0.71	管理费用	646	702	765	837
P/S	0.66	0.61	0.56	0.51	管理费用率%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
EV/EBITDA	5.51	3.68	3.00	2.35	EBIT	710	789	863	945
股息率%	1.5%	1.6%	1.7%	1.9%	财务费用	48	5	0	-1
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.6%	0.1%	0.0%	0.0%
毛利率	26.1%	26.3%	26.3%	26.3%	资产减值损失	-11	-12	-13	-13
净利润率	6.8%	7.4%	7.5%	7.5%	投资收益	26	28	31	34
净资产收益率	9.7%	10.5%	10.5%	10.4%	营业利润	762	888	976	1067
资产回报率	6.3%	7.0%	7.0%	7.0%	营业外收支	-15	0	0	0
投资回报率	8.8%	9.1%	9.0%	9.1%	利润总额	747	888	976	1067
盈利增长 (%)					EBITDA	998	981	1063	1154
营业收入增长率	20.5%	8.6%	9.0%	9.4%	所得税	131	156	171	187
EBIT 增长率	-8.0%	11.2%	9.4%	9.5%	有效所得税率%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%
净利润增长率	-4.9%	18.8%	9.8%	9.4%	少数股东损益	21	25	28	30
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	595	707	777	850
资产负债率	32.8%	30.9%	31.0%	30.4%					
流动比率	2.28	2.42	2.46	2.55	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	1.48	1.57	1.63	1.70	货币资金	2167	2310	2800	3209
现金比率	0.74	0.78	0.85	0.91	应收账款及应收票据	1913	2085	2271	2482
经营效率指标					存货	2258	2433	2651	2902
应收账款周转天数	79.46	80.00	80.00	80.00	其它流动资产	339	355	379	406
存货周转天数	127.35	127.35	127.35	127.35	流动资产合计	6677	7183	8101	8999
总资产周转率	0.93	0.94	0.93	0.93	长期股权投资	4	4	4	4
固定资产周转率	5.03	4.96	5.09	5.28	固定资产	1741	1914	2034	2146
					在建工程	34	42	46	48
					无形资产	448	444	440	436
					非流动资产合计	2742	2915	3029	3135
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	9419	10098	11130	12134
净利润	595	707	777	850	短期借款	187	0	66	0
少数股东损益	21	25	28	30	应付票据及应付账款	1678	1817	1980	2167
非现金支出	301	210	221	235	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-12	-15	-22	-24	其它流动负债	1064	1148	1247	1360
营运资金变动	-309	-157	-187	-214	流动负债合计	2929	2966	3293	3527
经营活动现金流	596	770	817	876	长期借款	0	0	0	0
资产	-154	-352	-302	-302	其它长期负债	157	157	157	157
投资	-16	-15	-15	-15	非流动负债合计	157	157	157	157
其他	212	28	31	34	负债总计	3086	3123	3451	3684
投资活动现金流	42	-338	-286	-283	实收资本	547	547	547	547
债权募资	-141	-187	66	-66	归属于母公司所有者权益	6114	6731	7408	8148
股权募资	55	0	0	0	少数股东权益	219	244	271	302
其他	-346	-102	-108	-118	负债和所有者权益合计	9419	10098	11130	12134
融资活动现金流	-432	-289	-41	-184					
现金净流量	196	143	490	409					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 28 日; (2) 以上各表均为简表
 资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

冯晨阳 建筑建材行业
申浩 建筑建材行业
潘莹练 建筑建材行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中国巨石,东鹏控股,帝欧家居,南玻 A,华新水泥,中国玻璃,三棵树,伟星新材,兔宝宝,凯盛科技,祁连山,冀东水泥,科顺股份,海螺水泥,中材科技,东方雨虹,再升科技,宁夏建材,山东玻纤,惠达卫浴,北新建材,上峰水泥,信义玻璃,震安科技,凯伦股份,东宏股份,洛阳玻璃,华润水泥控股,蒙娜丽莎,旗滨集团

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。