

2023年03月16日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

被忽视的消费建材新兴品类龙头

—联翔股份（603272.SH）公司动态研究报告

买入(首次)

投资要点

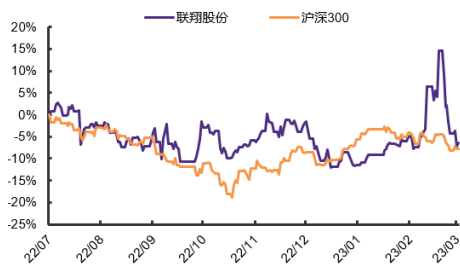
分析师：黄俊伟 S1050522060002
huangjw@cfsc.com.cn

基本数据

2023-03-16

当前股价(元)	18.34
总市值(亿元)	19
总股本(百万股)	104
流通股本(百万股)	26
52周价格范围(元)	17.25-31.63
日均成交额(百万元)	44.05

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

国内墙布“第一股”，“疫后”反转可期

联翔股份成立于 2004，为我国“墙布第一股”。凭借着技术/品牌/渠道等优势，公司营收从 2018 的 2.47 亿元增长到 2021 年的 2.79 亿元，CAGR 为 4.14%，对应的归属净利润也从 4720.2 万元增长到 6704.7 万元，CAGR 为 12.54%，业绩增长较慢主要系公司资金欠缺导致无法扩产所致（近年来公司产能利用率均超过 100%），公司现有刺绣墙布年产能 11 万米，提花墙布年产能 284 万米。盈利能力方面，公司 2019-2020 年主营业务平均毛利率 50.51%，平均净利率 24.23%，盈利能力优秀，2020 年后毛利率净利率有所下滑主要原因系售价较低的素色墙布营收占比提升所致。2022 年前三季度公司实现营收 1.42 亿元，同比下滑 26.17%，净利润 2045.3 万元，同比下滑 46.12%，受疫情及地产贝塔影响较大，随着疫情管控放开和地产企稳，公司业绩反转可期。

消费升级&地产复苏，墙布市场规模有望触底回升

墙布为室内墙面装饰材料（墙布、墙纸、涂料等）的一种，属于中高端内墙装饰材料。我国墙布行业整体从 2014 年后进入快速发展通道，墙布凭借其在外观艺术、质感丰富、经久耐用和绿色环保等特点，市场规模快速增长，市场总量从 2015 年的 0.74 亿平米增长到 2020 年的 15.11 亿平米，年化增长率高达 82.81%，在此阶段基本完成了对于墙纸的替代。根据我们测算，截至 2020 年在房屋内墙装饰材料上墙布渗透率达到 11.14%，当年市场规模达到约 284 亿元，已成为重要的内墙装饰材料之一。自 2020 年以来，受到疫情突发叠加地产暴雷影响，行业同时面临需求萎缩和供给冲击的双重压力。据中国墙纸墙布协会调研，2022 年全国墙纸墙布窗帘等软装饰市场总规模约 15.16 亿平方米，其中墙布市场总量为 5.6 亿平方米，同比下滑 38.19%，相比与 2020 年下滑 62.94%，我们测算 2022 年渗透率约为 4.53%，墙布市场规模约为 86-103 亿。渗透率处于近年来的低位。我们认为系墙布作为中高端装饰材料受疫情影响更大所至。

我们认为墙布渗透率未来将有望重新攀升，主要原因在于：
1) 价格方面，经过我们对电商网站内装材料零售平台售价的分析，墙布价格处于 30-200 元/平方米，涂料的价格区间为

10-100 元/平方米，在中端市场上二者的价格区间已经有所重叠；2) 材料特性方面，墙布可能是最能满足年轻消费者个性化需求的内装饰材料之一，充分迎合当下年轻购房主体的多样化需求，且符合东方“亲布”和重视家庭的文化诉求；3) 公司上市后借助资本市场力量有望扩大墙布宣传力度，提升墙布行业市场认识度。4) 长期来看墙布业的基本面没有改变，发展韧性好、潜力充足、空间大的特点没有改变，随着未来消费升级和地产复苏，渗透率仍有可能提升到 10% 以上水平。

■ 类比其他消费建材品类，公司市占率提升空间巨大

由于墙布生产技术门槛较低，大部分相关企业都是作坊式小规模生产，2020 年墙布销售额在 6000 万以下的企业数量占比超过 80%，公司作为行业龙头企业 2020 年市占率仅为 0.66%，疫情 3 年中行业有所出清，2022 年公司市占率也仅约 2% 的水平，我们认为和其他消费建材一样，墙布也存在集中度提升的长期逻辑：1) 和其他消费建材品类一样，墙布存在如公装（小 B）和定制精装修（大 B）渠道；2) 墙布具有装饰性功能、提供情绪价值功能和某些特殊功能（如弹性墙布），龙头企业具有很强的服务“升维打击”能力；3) 墙布为中高端内装饰材料，我们认为消费者存在墙布的品牌需求。

从公司自身来看，1) 管理端方面，公司董事长卜晓华先生为墙布行业“领袖级”管理者，2011 年底其带领团队成功研发出国内第一块无缝刺绣墙布，并自 2013 年起担任中国无缝墙布行业协会主席至今；2) 销售端方面，公司在高端产品与中低端产品都有布局，“领绣”刺绣墙布是墙布行业知名高端品牌，公司又在 2020 年推出以简约、时尚为主“领绣墙布 | 菁华”子品牌进军中端和经济型市场，该品牌的产品单价相对较低。销售网络方面，公司覆盖全国 31 个省市自治区，拥有 140 余家样板门店及天猫线上旗舰店等全域营销平台；3) 供应端方面，公司于 2019 年创新地引入立体化仓库，解决墙布销售中“找布”难题，大幅提高仓储及发货效率。

■ 加杠杆空间大，募投产能释放后业绩料大幅增长

公司目前主营业务主要为 C 端业务，财报质量非常优秀。1) 资产负债率较低，截至 2022Q3 资产负债率仅 9.4%；2) 现金流健康。截至 2022Q3 收现比 108%，净现比 -71.50%。

公司业绩在募投产能释放后有望大幅增长。公司当前在建产能为 IPO 募投项目，根据招股说明书，公司募投项目建成后将会增加公司营收 4.76 亿元，净利润 0.93 亿元，相较于公司 2021 年 2.79 亿元营收/0.67 亿元净利润将会有大幅提升。资金实力大幅提升后，公司的产品力、渠道力和品牌力也有望同步提升。

盈利预测

预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 0.49、0.70、1.71 亿元，EPS 分别为 0.48、0.68、1.65 元，当前股价对应 PE 分别为 38.2、27、11.1 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

产品研发及推广不及预期的风险、竞争加剧的风险、宏观经济下行风险、下游需求不及预期的风险、房地产市场波动风险、募投项目进展不及预期的风险等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入（百万元）	279	202	299	603
增长率（%）	9.9%	-27.6%	47.8%	101.6%
归母净利润（百万元）	67	49	70	171
增长率（%）	5.2%	-26.3%	41.7%	144.0%
摊薄每股收益（元）	0.86	0.48	0.68	1.65
ROE（%）	20.1%	7.3%	9.6%	20.1%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产:				
现金及现金等价物	140	504	556	671
应收款	0	0	0	0
存货	61	47	69	119
其他流动资产	1	1	1	2
流动资产合计	203	552	626	793
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	132	130	126	120
在建工程	8	3	1	0
无形资产	54	51	48	46
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	24	24	24	24
非流动资产合计	218	208	199	190
资产总计	420	760	825	983
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	31	27	39	68
其他流动负债	46	46	46	46
流动负债合计	86	80	95	134
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	86	80	96	134
所有者权益				
股本	78	104	104	104
股东权益	334	680	729	849
负债和所有者权益	420	760	825	983

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	67	49	70	171
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	11	9	9	9
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-17	8	-7	-13
经营活动现金净流量	61	67	73	167
投资活动现金净流量	-23	7	7	6
筹资活动现金净流量	326	297	-21	-51
现金流量净额	364	371	58	122

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	279	202	299	603
营业成本	142	107	157	270
营业税金及附加	3	2	3	6
销售费用	25	18	26	53
管理费用	30	22	32	65
财务费用	-3	-5	-6	-7
研发费用	11	8	12	23
费用合计	63	42	64	134
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	74	54	78	196
加: 营业外收入	4	4	4	4
减: 营业外支出	0	0	0	0
利润总额	78	58	82	199
所得税费用	11	8	12	29
净利润	67	49	70	171
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	67	49	70	171

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	9.9%	-27.6%	47.8%	101.6%
归母净利润增长率	5.2%	-26.3%	41.7%	144.0%
盈利能力				
毛利率	49.1%	47.1%	47.6%	55.3%
四项费用/营收	22.4%	20.8%	21.5%	22.3%
净利率	24.0%	24.4%	23.4%	28.3%
ROE	20.1%	7.3%	9.6%	20.1%
偿债能力				
资产负债率	20.5%	10.5%	11.6%	13.6%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.3	0.4	0.6
应收账款周转率	4303.9	4303.9	4303.9	4303.9
存货周转率	2.3	2.3	2.3	2.3
每股数据(元/股)				
EPS	0.86	0.48	0.68	1.65
P/E	21.3	38.5	27.1	11.1
P/S	5.1	9.4	6.4	3.2
P/B	4.3	2.8	2.6	2.2

■ 建筑建材组介绍

黄俊伟：同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过 5 年建筑建材行业研究经验和 3 年建筑建材实业从业经验。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容

客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。