

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

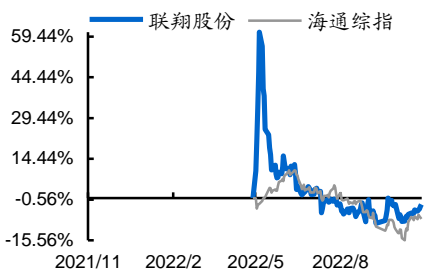
墙布行业领导者，注重研发创新

股票数据

11月22日收盘价(元)	19.30
52周股价波动(元)	16.37-34.00
总股本/流通A股(百万股)	104/26
总市值/流通市值(百万元)	2000/500

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	2.3	0.5	2.1
相对涨幅(%)	1.6	3.1	12.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郭庆龙

Email: gq113820@htsec.com

证书: S0850521050003

分析师: 高翮然

Email: gpr14257@htsec.com

证书: S0850522030002

投资要点:

- 联翔股份是国内领先的墙布及室内家居装饰用品供应商。**公司将艺术文化与家居装饰相结合，主要从事墙布的研发、设计、生产与销售业务。同时，公司也从事少量窗帘等室内家居装饰用品的研发、生产、销售业务，以及室内整体家装工程业务。公司作为国内墙布行业的领导企业和首批从事刺绣工艺墙布研发和生产的企业之一，创新设计出了多款刺绣墙布产品，并不断推出引领市场潮流的各类墙布产品，打造出了具有行业影响力的“领绣(LEADSHOW)”和“领绣墙布|菁华”墙布品牌。2022Q1-Q3公司实现营业收入1.42亿元，归母净利润0.20亿元。
- 公司产品主要包括刺绣墙布和非刺绣墙布，非刺绣墙布是收入的重要来源。**2019-2021年，公司刺绣墙布收入分别为0.80亿元、0.46亿元、0.43亿元，YoY分别为-8.00%、-42.46%、-7.04%，占主营业务收入比重分别为27.02%、18.22%及15.40%。刺绣业务占比不断下滑，主要是因为近几年时尚简约风格流行，该品类中偏重奢华风格的循环刺绣墙布受影响较大。2019-2021年，公司非刺绣墙布收入分别为1.99亿元、1.96亿元及2.16亿元，YoY分别为+33.89%、-1.15%、+9.72%，占主营业务收入比重分别为67.00%、77.64%及77.43%，其中，提花墙布占非刺绣墙布收入比重分别为95.42%、98.04%及99.63%。提花墙布时尚、简约的设计风格契合市场潮流且价格实惠，加上公司准确把握市场流行趋势，适时推出的多个系列提花墙布产品成为热销款，提花墙布销售收入金额及占主营业务收入比例均持续增长。
- 公司销售以经销模式为主，优势区域主要集中在华东、华中、华北和西南地区。**公司已建立了较为完善的营销网络，产品覆盖国内众多市场区域。2019-2021年公司经销收入占主营业务收入的比重分别为97.14%、98.68%、98.42%。从区域市场看，2021年华东、华中、华北和西南地区业务收入分别占比40.93%、17.64%、14.07%、8.59%，合计占比80%以上。华东地区是我国经济最发达的区域，人口数量庞大，公司在该区域的销售收入占主营业务收入比例最高；华中地区、华北地区和西南地区人口数量庞大，近年来经济水平亦取得了较大增长，公司在该区域的销售收入占主营业务收入比例也相对较高。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	254	279	213	313	376
(+/-)YoY(%)	-14.5%	9.9%	-23.8%	46.9%	20.3%
净利润(百万元)	64	67	29	88	102
(+/-)YoY(%)	-25.4%	5.2%	-57.3%	207.8%	15.9%
全面摊薄EPS(元)	0.62	0.65	0.28	0.85	0.99
毛利率(%)	49.1%	49.1%	42.9%	49.8%	49.5%
净资产收益率(%)	22.3%	20.1%	4.4%	12.0%	12.2%

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

- 非刺绣墙布毛利率贡献和贡献占比逐年提升。**2019-2021 公司主营业务毛利率分别为 53.26%/49.07%/49.19%，YoY 为 +1.29pct/-4.19pct/+0.12pct；净利率为 28.73%/25.07%/24.00%，YoY 为 +9.61pct/-3.65pct/-1.07pct。刺绣墙布产品毛利率水平高于非刺绣墙布，随着非刺绣墙布产品和窗帘产品销售收入占比的逐步上升，总体毛利率有所下降。但非刺绣墙布销售收入占主营业务收入比重有所增加，因此其毛利率贡献和贡献占比均逐步上升，2019-2021 年，非刺绣墙布的毛利贡献占比分别为 62.42%、73.65%、76.89%。考虑到居民消费水平不断提升带来的墙布品类渗透率提升，以及公司自身研发设计、把握潮流的能力和较为完善的经销商网络，我们认为公司盈利能力将保持连续性和稳定性。
- 关注产品品质，研发投入较高。**2021 年公司期间费用率为 22.44%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.83%/10.76%/3.87%/-1.02%，YoY 分别为 -2.91pct/+0.65pct/-0.17pct/-0.35pct。整体来看，公司销售、管理费用处于行业中游，研发投入位于行业较高水平。
- 风险提示：**宏观经济波动风险、房地产市场波动风险、行业竞争风险、经销商管理风险等。

主要盈利预测假设：

- 我们预计，22 全年业绩情况延续 Q1-Q3 情况，23 年随着地产政策放松、稳增长力度加大以及外部需求环境好转，预计公司业绩有望恢复往期水平。预计 22-24 年非刺绣墙布收入增速为 -25%/50%/23%，毛利率为 42.0%/50.0%/50.0%。刺绣墙布收入增速为 -25%/30%/5%，毛利率为 60.0%/65.0%/65.0%。窗帘业务收入增速为 -25%/50%/20%，毛利率为 20.0%/21.0%/21.0%。装修业务收入增速为 0%/50%/20%，毛利率为 6.0%/7.0%/7.0%。
- 综合来看，我们预计 22-24 年收入分别为 2.13/3.13/3.76 亿元，同比增速 -23.8%/46.9%/20.3%；归母净利润分别为 0.29/0.88/1.02 亿元，同比增速 -57.31%/207.82%/15.89%。

表 1 分业务盈利预测表 (亿元)

单位: 亿元	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2.47	2.98	2.54	2.79	2.13	3.13	3.76
yoy		20.5%	-14.5%	9.9%	-23.8%	46.9%	20.3%
非刺绣墙布	1.48	1.99	1.96	2.16	1.62	2.43	2.98
yoy		34%	-1%	10%	-25%	50%	23%
of 营收	60.1%	66.8%	77.3%	77.2%	75.9%	77.5%	79.2%
刺绣墙布	0.87	0.80	0.46	0.43	0.32	0.42	0.44
yoy		-8.0%	-42.5%	-7.0%	-25.0%	30%	5%
of 营收	35.3%	26.9%	18.1%	15.3%	15.1%	13.4%	11.7%
窗帘	0.00	0.00	0.00	0.07	0.05	0.08	0.10
yoy		-52.9%	-51.6%	6376.1%	-25.0%	50%	20%
of 营收	0.2%	0.1%	0.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
装修业务	0.04	0.08	0.03	0.03	0.03	0.05	0.06
yoy		74.1%	-60.9%	17.9%	0.0%	50%	20%
of 营收	1.8%	2.5%	1.2%	1.2%	1.6%	1.7%	1.7%
归母净利润	0.47	0.85	0.64	0.67	0.29	0.88	1.02
yoy		81.1%	-25.4%	5.2%	-57.31%	207.82%	15.89%
归母净利率	19.12%	28.73%	25.07%	24.00%	13.44%	28.16%	27.13%

资料来源: wind, 海通证券研究所

- 盈利预测与评级:** 我们预计公司 22-23 年归母净利润为 0.29、0.88 亿元, 同比变化-57.31%、207.82%, 对应当前 PE 分别为 65.74、21.36 倍。参考联翔股份的主营业务, 选取 A 股上市公司尚品宅配 (主营定制家居业务, 下游客户需求与联翔股份类似)、天洋新材 (主营各类热塑性环保粘接材料的研发、生产及销售) 作为可比公司。公司是国内少有的专注墙布业务的上市公司, 其业务具有独特性。此外, 公司研发创新能力强, 家居行业消费升级成为大趋势。综合考虑以上因素, 给予公司 23 年 25-26 倍 PE, 对应合理价值区间为 21.26-22.11 元/股, 首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 2 同类公司对比估值表

证券代码	上市公司	主营业务	总市值 (亿元)	PE (2022E, 倍)	PE (2023E, 倍)
300616.SZ	尚品宅配	定制家居业务	40	28.5	16.7
603330.SH	天洋新材	热熔粘接材料及其应用制品	39	37.6	15.2
平均			40	33.1	16.0

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: PE 为 Wind 一致预期, 收盘价为 2022 年 11 月 22 日收盘价

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	279	213	313	376
每股收益	0.65	0.28	0.85	0.99	营业成本	142	122	157	190
每股净资产	4.30	6.21	7.06	8.05	毛利率%	49.1%	42.9%	49.8%	49.5%
每股经营现金流	0.78	0.91	0.77	1.90	营业税金及附加	3	2	3	4
每股股利	0.00	0.30	0.00	0.00	营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	25	26	28	34
P/E	28.07	65.74	21.36	18.43	营业费用率%	8.8%	12.0%	9.0%	9.0%
P/B	4.22	2.92	2.57	2.26	管理费用	30	31	31	38
P/S	5.05	8.84	6.02	5.00	管理费用率%	10.8%	14.5%	10.0%	10.0%
EV/EBITDA	-1.61	28.85	12.90	9.96	EBIT	72	31	93	111
股息率%	0.0%	1.7%	0.0%	0.0%	财务费用	-3	-4	-10	-9
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.0%	-2.0%	-3.3%	-2.3%
毛利率	49.1%	42.9%	49.8%	49.5%	资产减值损失	-2	-5	-5	-5
净利润率	24.0%	13.4%	28.2%	27.1%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	20.1%	4.4%	12.0%	12.2%	营业利润	74	30	99	115
资产回报率	15.9%	3.9%	10.3%	10.5%	营业外收支	4	3	4	4
投资回报率	18.4%	4.1%	10.9%	11.5%	利润总额	78	33	102	119
盈利增长 (%)					EBITDA	87	53	123	151
营业收入增长率	9.9%	-23.8%	46.9%	20.3%	所得税	11	5	14	17
EBIT 增长率	11.5%	-57.3%	204.3%	19.3%	有效所得税率%	14.4%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润增长率	5.2%	-57.3%	207.8%	15.9%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	67	29	88	102
资产负债率	20.5%	13.2%	14.3%	14.2%					
流动比率	2.36	3.87	3.20	3.17	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	1.63	3.56	2.42	2.77	货币资金	140	344	293	379
现金比率	1.63	3.53	2.41	2.75	应收账款及应收票据	0	2	1	2
经营效率指标					存货	61	28	93	54
应收账款周转天数	0.83	1.83	1.80	1.49	其它流动资产	1	2	2	2
存货周转天数	144.58	132.65	139.01	138.75	流动资产合计	203	376	389	437
总资产周转率	0.69	0.37	0.39	0.41	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	2.11	1.46	1.74	1.65	固定资产	132	158	200	256
					在建工程	8	126	181	193
					无形资产	54	57	60	63
					非流动资产合计	218	365	465	535
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	420	741	854	972
净利润	67	29	88	102	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	31	41	54	57
非现金支出	17	28	35	45	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	0	-3	-4	-4	其它流动负债	55	56	67	81
营运资金变动	-23	41	-39	54	流动负债合计	86	97	122	138
经营活动现金流	61	94	80	197	长期借款	0	0	0	0
资产	-23	-172	-131	-111	其它长期负债	0	0	0	0
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	负债总计	86	98	122	138
投资活动现金流	-23	-172	-131	-111	实收资本	78	104	104	104
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	334	644	732	834
股权募资	0	312	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-20	-31	0	0	负债和所有者权益合计	420	741	854	972
融资活动现金流	-20	281	0	0					
现金净流量	18	203	-51	86					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 22 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

郭庆龙 造纸轻工行业
高翩然 造纸轻工行业

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：喜临门,江山欧派,公牛集团,爱玛科技,蓝月亮集团,致欧科技,箭牌家居,慕思股份,劲嘉股份,太阳纸业,居然之家,恒安国际,中宠股份,王力安防,家联科技,奥瑞金,索菲亚,晨光股份,麒盛科技,思摩尔国际,泉峰控股,玛格家居,皇派家居,欧派家居,明月镜片,好太太,乐歌股份,雅迪控股,久祺股份,科凡家居

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;	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。
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。	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。