

审慎推荐-A (维持)

菲林格尔 603226.SH

目标估值: N.A.
当前股价: 15.2 元
2020年05月10日

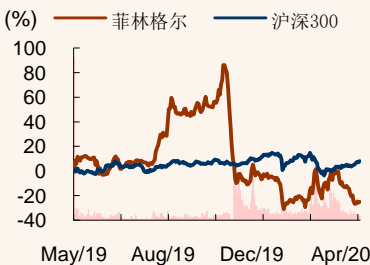
疫情影响Q1业绩, 多渠道拓展积极应对

基础数据

上证综指	2895
总股本(万股)	15133
已上市流通股(万股)	3956
总市值(亿元)	23
流通市值(亿元)	6
每股净资产(MRQ)	6.0
ROE(TTM)	9.3
资产负债率	18.1%
主要股东	菲林格尔控股有限公司
主要股东持股比例	29.04%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-24	-53	-25
相对表现	-29	-52	-33



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《菲林格尔(603226)——地板业务稳定发展, 定制家具盈利承压》2019-04-07
- 2、《菲林格尔(603226)——业绩符合预期, 品类延伸稳步拓展》2018-09-04

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn
S1090515090001

吴昊

0755-83074302
wuhao7@cmschina.com.cn
S1090517080007

郑恺

021-68407559
zhengkai1@cmschina.com.cn
S1090514040003

事件:

公司近期公告年报和一季报, 2019年实现营业收入7.97亿元, 同比下降4.59%; 归母净利润1.13亿元, 同比增长14.12%, 扣非净利增长18.62%。2020Q1实现营业收入3997.11万元, 同比减少71.0%, 净亏损1517.63万元。

评论:

1、19年地板业务增速放缓, 年初疫情影响一季度经营

分产品看, 19年公司强化复合地板、实木复合地板、实木地板、橱柜家具收入分别变动+1.8%、-19.5%、-38%、+24.7%, 销量分别变动+8.1%、-16.5%、-40.6%、+29.3%, 由于公司拓展工程及家装渠道增加备库, 导致强化复合地板库存量同比增加84.3%。19年公司共参与全国性房产公司投标与资质审查15个, 代理商上报新开发整装套餐公司约500家; 同时, 由于代理商短期授信增加导致应收账款余额大幅增长1326%。年初疫情影响一季度家具消费需求, 导致公司Q1收入有所下滑, 二季度以来随着疫情影响逐步弱化, 前期压抑的家装零售需求开始释放, 同时公司工程及家装渠道贡献增加, 有望带动经营层面回暖。

2、地板主业毛利率下滑, 费用节约提升净利率

全年综合毛利率27.4%, 同比降2.9pct, 主要因公司地板产品结构调整, 以及工程和家装渠道占比提升所致; 其中, 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变动-2.5pct、-6.1pct、+1.7pct、+5.5pct。公司持续加大地板研发投入, 精益生产管理, 降低生产成本, 19年销售、管理、财务费用率分别下降3.4pct、0.6pct、1pct, 研发费用率基本稳定, 带动净利率同比提升2.3pct至14.2%。Q4单季, 收入、净利分别同比增长8.1%、57%, 主要因四季度各项费用节约以及投资收益增加。

3、渠道拓展、产能稳步布局, 维持“审慎推荐-A”评级

公司在持续巩固传统地板产品优势的同时, 近年拓展橱柜家具业务, 新增工程和家装渠道, 整体规模稳步发展。2020年与江苏省丹阳经济开发区管理委员会、上海南虹桥投资开发有限公司签订战略合作协议, 未来将以虹桥为研发中心, 上海和丹阳生产工厂为基地, 加大研发投入, 提升创新能力, 完善战略和产能布局。预计2020~2021年归母净利润分别为1.14亿元、1.21亿元, 同比分别增长1%、6%, 目前股价对应2020年PE为20x, 维持“审慎推荐-A”评级。

风险提示: 疫情持续影响超出预期, 高管减持风险。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	835	797	825	870	921
同比增长	5%	-5%	4%	5%	6%
营业利润(百万元)	112	129	130	138	147
同比增长	20%	15%	1%	6%	6%
净利润(百万元)	99	113	114	121	128
同比增长	23%	14%	1%	6%	6%
每股收益(元)	0.85	0.75	0.75	0.80	0.84
PE	17.9	20.4	20.2	19.1	18.0
PB	2.1	2.5	2.2	2.1	1.9

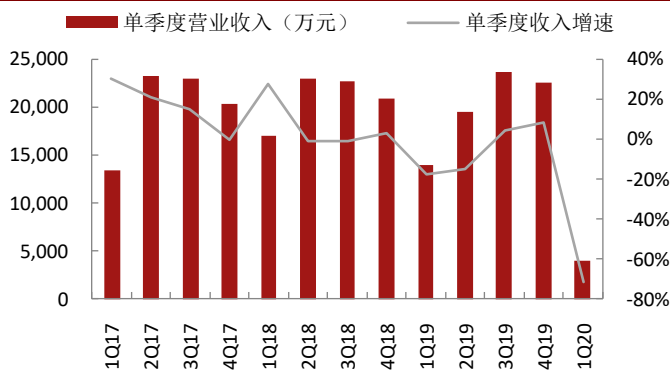
资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 业绩多季度回顾, 各项财务指标均稳定增长

(百万元)	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
营业收入	139	195	237	226	40
营业毛利	34	57	65	62	4
营业费用	10	12	12	16	6
管理费用	9	10	10	9	11
财务费用	0	0	-1	-8	0
投资收益	5	3	4	6	0
营业利润	15	34	45	34	-15
归属母公司净利润	13	28	39	33	-15
EPS (元)	0.09	0.19	0.26	0.22	-0.10
主要比率					
毛利率	24.4%	29.4%	27.6%	27.4%	10.6%
营业费用率	7.0%	6.4%	4.9%	7.2%	14.3%
管理费用率	6.6%	5.0%	4.1%	4.1%	28.5%
营业利润率	10.9%	17.7%	18.9%	15.3%	-38.2%
有效税率	14.1%	18.1%	14.8%	6.0%	0.0%
净利率	9.4%	14.5%	16.4%	14.5%	-38.0%
YoY					
收入	-18%	-15%	4%	8%	-71%
归属母公司净利润	-24%	10%	11%	57%	-216%

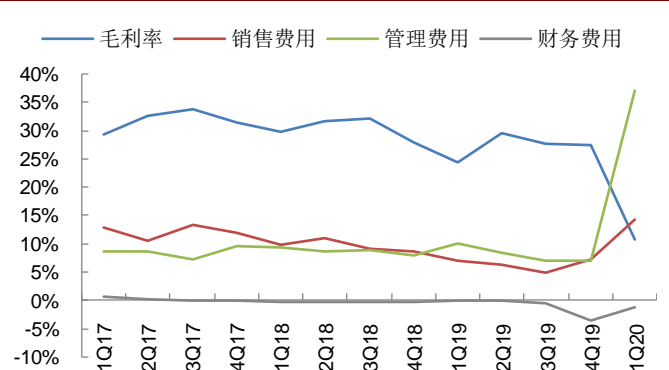
资料来源: Wind, 招商证券

图 1: 一季度收入同比下滑



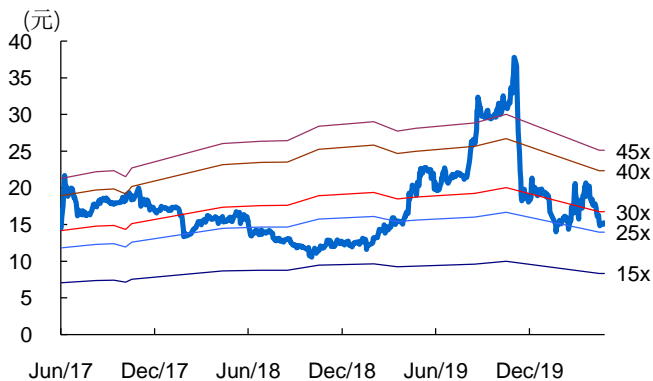
资料来源: Wind, 招商证券

图 2: 一季度收入减少拖累盈利能力



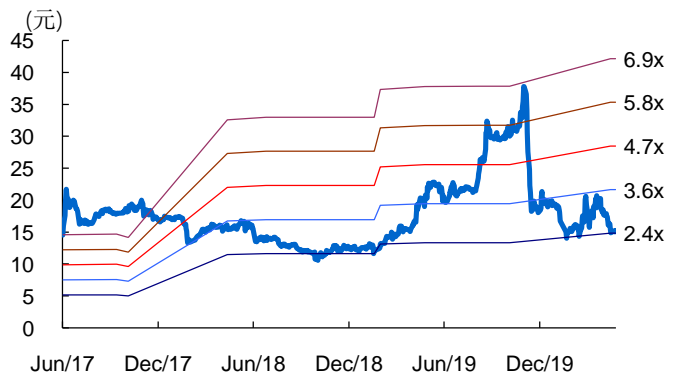
资料来源: Wind, 招商证券

图 3: 菲林格尔历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 4: 菲林格尔历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《菲林格尔（603226）—地板业务稳定发展，定制家具盈利承压》2019-04-07
- 2、《菲林格尔（603226）—业绩符合预期，品类延伸稳步拓展》2018-09-04

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	464	802	928	1025	1128
现金	195	647	783	873	967
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1	14	6	6	6
其它应收款	1	1	1	1	1
存货	128	132	130	137	145
其他	139	8	8	9	9
非流动资产	602	337	329	323	318
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	268	255	243	231	221
无形资产	57	55	50	45	40
其他	276	27	37	47	57
资产总计	1065	1139	1257	1348	1446
流动负债	233	213	217	222	227
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	62	55	58	61	64
预收账款	58	36	37	39	41
其他	113	122	122	122	122
长期负债	6	6	6	6	6
长期借款	0	0	0	0	0
其他	6	6	6	6	6
负债合计	239	219	223	228	233
股本	116	151	151	151	151
资本公积金	320	301	301	301	301
留存收益	390	468	582	668	760
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	826	921	1034	1121	1213
负债及权益合计	1065	1139	1257	1348	1446

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	129	101	130	118	123
净利润	99	113	114	121	128
折旧摊销	26	27	29	27	26
财务费用	0	0	(6)	(7)	(7)
投资收益	(15)	(19)	(20)	(20)	(20)
营运资金变动	20	(16)	25	(4)	(4)
其它	(0)	(4)	(12)	0	0
投资活动现金流	(69)	388	(0)	(0)	(0)
资本支出	(14)	(21)	(20)	(20)	(20)
其他投资	(55)	409	20	20	20
筹资活动现金流	(27)	(36)	6	(28)	(29)
借款变动	(25)	(27)	0	0	0
普通股增加	27	35	0	0	0
资本公积增加	(2)	(18)	0	0	0
股利分配	(27)	(35)	0	(34)	(36)
其他	1	9	6	7	7
现金净增加额	33	453	136	90	94

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	835	797	825	870	921
营业成本	582	578	602	634	670
营业税金及附加	4	2	2	2	2
营业费用	81	50	52	55	58
管理费用	45	38	39	42	44
研发费用	28	25	26	27	29
财务费用	(2)	(10)	(6)	(7)	(7)
资产减值损失	(2)	(5)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	16	20	20	20	20
营业利润	112	129	130	138	147
营业外收入	4	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	116	130	131	139	148
所得税	17	17	17	19	20
净利润	99	113	114	121	128
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	99	113	114	121	128

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	5%	-5%	4%	5%	6%
营业利润	20%	15%	1%	6%	6%
净利润	23%	14%	1%	6%	6%
获利能力					
毛利率	30.3%	27.4%	27.0%	27.2%	27.3%
净利率	11.8%	14.2%	13.8%	13.8%	13.9%
ROE	12.0%	12.3%	11.0%	10.8%	10.5%
ROIC	11.0%	10.9%	10.1%	9.9%	9.7%
偿债能力					
资产负债率	22.4%	19.2%	17.7%	16.9%	16.1%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.0	3.8	4.3	4.6	5.0
速动比率	1.4	3.1	3.7	4.0	4.3
营运能力					
资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
存货周转率	4.5	4.4	4.6	4.8	4.8
应收帐款周转率	657.3	106.9	84.7	146.4	146.6
应付帐款周转率	9.3	9.9	10.7	10.7	10.7
每股资料 (元)					
EPS	0.85	0.75	0.75	0.80	0.84
每股经营现金	1.10	0.67	0.86	0.78	0.81
每股净资产	7.09	6.08	6.84	7.41	8.01
每股股利	0.30	0.00	0.23	0.24	0.25
估值比率					
PE	17.9	20.4	20.2	19.1	18.0
PB	2.1	2.5	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	13.0	12.2	11.4	11.0	10.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑恺，同济大学计算机科学与技术（本科）和复旦大学经济学（硕士），10年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第4、第2、第3名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师；2018最佳行业分析师金牛奖。

李宏鹏，经济学硕士，招商证券造纸轻工行业分析师，2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第4、第2、第3名。

吴昊，新加坡南洋理工大学金融学硕士，美国爱荷华大学金融学、经济学双学士。2015-2019年，任招商证券家电行业分析师，多次获新财富/金牛奖/水晶球/IAMAC等奖项。2019年起任招商证券造纸轻工行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。