证券研究报告—动态报告

新三板

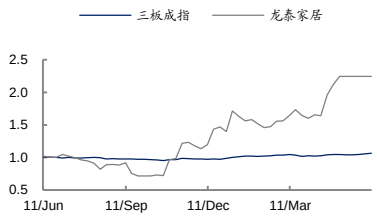
轻工制造

龙泰家居(831445) 买入

精选层公司快评 （首次评级）

2020 年 06 月 16 日

一年该股与三板成指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	94/48
总市值/流通(百万元)	1311/660
上证综指/深圳成指	2890/11192
12 个月最高/最低(元)	13.87/4.39

证券分析师：张子恒
电话： 075581981863
E-MAIL： zhangziheng1@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517100001

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

财报点评

福建竹制品 OEM/ODM，深度绑定宜家

- **收纳、家具竹制品双轮驱动，深度绑定宜家，推进 ODM 转型**

  公司位于竹林资源丰富的福建省，是全国竹制品 OEM/ODM 领先企业之一，产品包括收纳置物、餐具、园艺、家具等多个系列，已通过多个国家和地域的质量认证，深度绑定宜家（收入占比近 90%），非宜家客户的开发主要受制于产能瓶颈，预计在募资扩产后有所改善。

  公司重点发展的两个系列：收纳置物（收纳盒、置物架和收纳瓶盖等）、家具（桌椅等）技术含量和附加值高，收入占比不断上升，2019 年分别贡献收入 64.24%、4.49%，助推公司盈利能力显著上升。模式上，公司逐渐摆脱代工厂的身份，ODM 收入贡献不断上升至 41.5%；ODM 毛利率 35.77%，高于公司综合水平。

- **2600 亿竹产业蓝海**

  我国竹产业市场规模 2020 年约 2600 亿，年产值 1 亿元以上的企业仅占 1%，公司有望借助精选层资本力量加速发展。竹制品再生性强，符合环保的消费趋势，预计 2030 年市场规模能达到 1 万亿。

- **募集 2.55 亿元，建设复合弯曲家居生产线、设计创意中心**

  公司本次拟募集资金 2.55 亿，总规划投资 2.65 亿，主要用于竹及竹木复合弯曲家居生产线建设、研发设计创意中心建设。家具系列是公司重要战略发展方向之一，募投项目预计能够新增产能椅子 150 万把，桌子 35 万张，家居类 500 万件；全部达产预计贡献收入 3.74 亿。

- **风险提示：** 海外收入占比较高；单一客户收入比例较高。

- **投资建议：首次给予“买入”评级。**

  我们测算得到公司 2020-2022 年收入预计分别为 3.21/4.07/4.8 亿元；归属母公司净利润 0.57/0.7/0.88 亿元，利润同比增长 3.3%/23.36%/24.71%；对应每股收益分别为 0.6/0.75/0.93 元，对应 PE 估值 22.9x、18.6x、14.9x。公司产品需求旺盛，规模扩张主要受制于产能瓶颈，精选层首发募资有望改善公司资本开支的迫切需求，首次给予“买入评级”。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	238	274	321	407	480
(+/-%)	*50.4%*	*15.0%*	*17.2%*	*26.9%*	*17.9%*
净利润(百万元)	47	55	57	70	88
(+/-%)	*98.4%*	*17.9%*	*3.3%*	*23.4%*	*24.7%*
摊薄每股收益(元)	0.61	0.59	0.60	0.75	0.93
EBIT Margin	24.9%	24.8%	20.2%	19.8%	20.9%
净资产收益率(ROE)	31.5%	28.9%	24.7%	25.1%	25.7%
市盈率(PE)	22.7	23.7	22.9	18.6	14.9
EV/EBITDA	17.0	17.9	17.6	14.3	11.5
市净率(PB)	7.16	6.86	5.67	4.67	3.83

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

福建竹制品领先 OEM/ODM，宜家深度合作伙伴

公司成立于 2010 年 4 月，于 2014 年 12 月新三板挂牌，是竹制品 OEM/ODM 领先企业之一，产品包括收纳置物、餐具、园艺、家具等多个系列，已通过多个国家和地域的质量认证，与多个国际家居用品巨头保持稳定合作，包括宜家（收入占比近 90%）、Brand Loyalty（荷兰零售咨询公司）、ARC France（世界最大玻璃器皿生产商）等等。

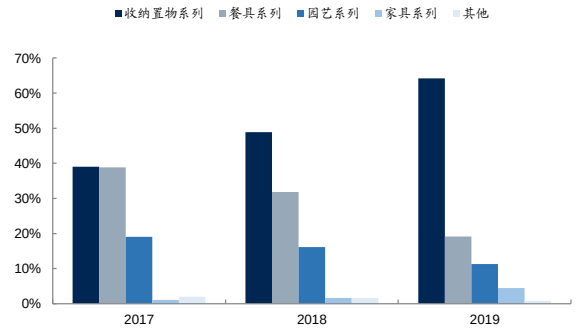
公司实际控制人为董事长连健昌、董事吴贵鹰夫妇，合计持股 41.65%。董事长深耕竹制品领域 20 年，产业及管理经验丰富，其带领的高管团队包括副董事长冯磊，总经理叶学财，均在业内拥有超过 20 年的工作经验。

2600 亿竹产业大国：中国是竹产业大国，竹林面积为全球总量 1/3，而公司所在福建省有丰富的竹林资源，2018 年福建竹产业产量份额占全国 29.14%，公司具备天然的地理优势。竹制品再生性强，符合环保的消费趋势，目前竹产业市场规模 2020 年约为 2600 亿（中国竹产业协会），预计到 2030 年有望超过 1 万亿。目前相关生产企业数量众多，年产值 1 亿元以上的企业仅占 1%，公司有望借助精选层资本力量加速发展，实现赶超。

高附加值的收纳置物及家具收入占比上升：公司重点发展的收纳置物系列（收纳盒、置物架和收纳瓶盖等）技术含量和附加值高，收入占比不断上升，2019 年为 64.24%。其次是家具系列（桌椅等），属于竹木复合材料的弯曲家具产品，2019 年贡献收入 4.49%，是未来另一重点拓展方向。公司产品主要出口欧美，外销为主，因此 2019 年外销收入占比为 78.33%；另外具备较高的生产、环保标准，短期在价格上无法与国内企业竞争。

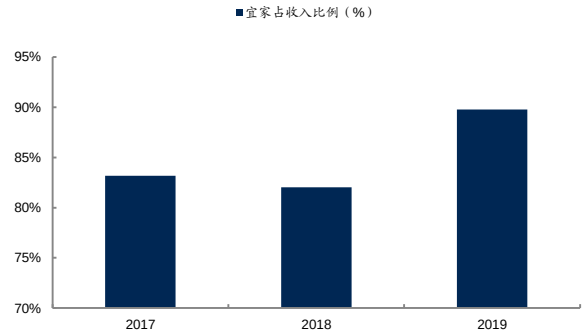
深度绑定宜家，推进 ODM 转型：公司与宜家深度绑定，保持了长期合作关系，并签订了框架协议，与宜家主要采用 OEM+ODM 结合的生产模式，宜家贡献收入比例 2019 年上升至 89.76%。目前公司逐渐摆脱代工厂的身份，ODM 收入贡献不断上升，2019 年达到 41.5%，毛利率 35.77%，高于综合水平的 32.13%。公司与非宜家客户仅采用 ODM 的合作方式，不断增强产业竞争力；整体产品的产能紧张，公司优先供货宜家，因此在非宜家客户的拓展上稍有放缓。

图 1：2017-2019 公司收入构成（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理
注：收入比例为各项收入占主营收入比例；主营收入占营业总收入比例在 98.5%以上

图 2：2017-2019 宜家占公司收入比例（%）



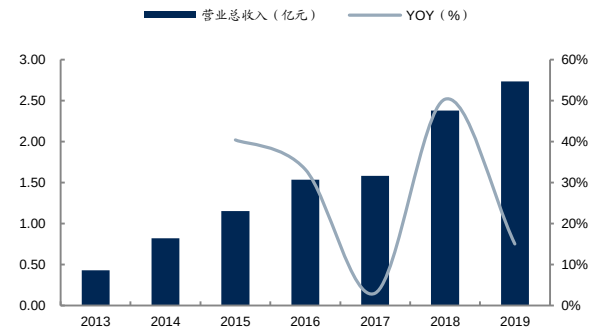
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

产能不足情况缓和，利润规模突破 5000 万，利润率进入上升正轨

公司 2019 年实现营业收入 2.74 亿（+15.04%），五年 CAGR 达到 27.23%；扣非净利润 0.51 亿（+13.58%）。公司从小型企业高速发展，规模不断上升，主要在 2018 年跨越了一个较大的台阶，主要由于：此前公司一直面临海外订单充足但产能不足的瓶颈，2017 年底公司新建成的 7000 平方米的车间投产使用

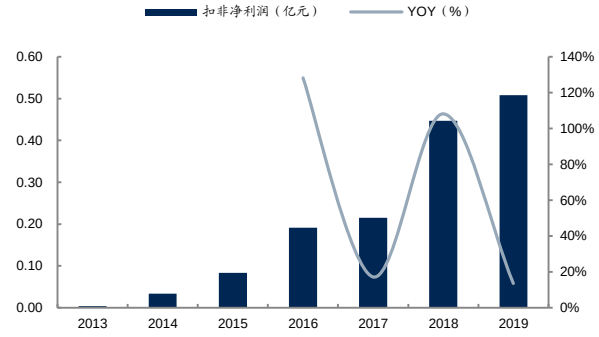
（收纳、餐具用品），满产后对整体产销量有大幅度提升，因此收入及利润规模能够有所突破。

图 3：2013-2019 公司营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

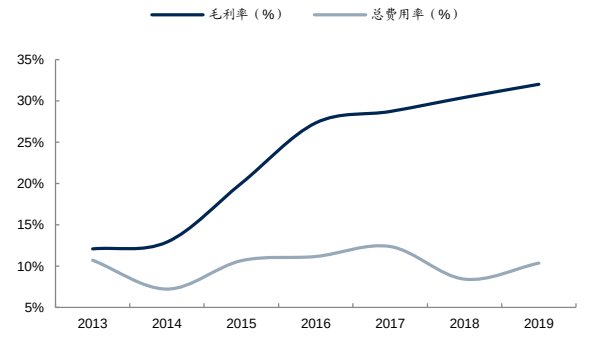
图 4：2013-2019 公司扣非净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

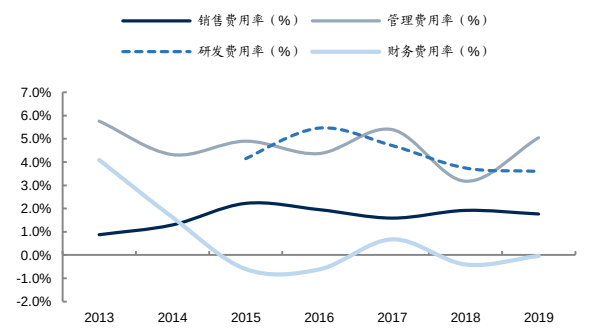
公司从微利企业，逐步走入正轨，毛利率在 2016 年后进入正常区间。同时在产品结构上不断调整，加大投入高附加值、高毛利率的收纳置物系列，令毛利率稳步上升至 2019 年的 32.01%。公司在控制总体费用率的前提下，2015 年收入突破 1 亿元后开始投入研发设计，2019 年研发费用率为 3.6%。管理费用率 2019 年为 5.05%，上升明显，主要由于新拓展的家居系列的子公司迈拓（钢+竹混合产品）、展拓（弯曲竹产品）投产前期的管理费用较高。

图 5：2013-2019 公司毛利率、总费用率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

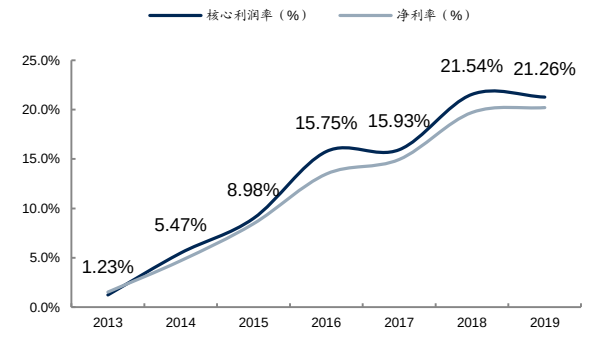
图 6：2013-2019 公司四项费用率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

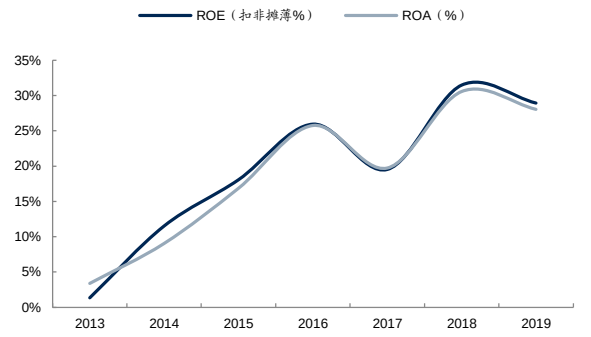
公司核心利润率由 2016-2017 年 15%左右抬升至 2018-2019 的 20%以上，改善明显。公司产品多为中小型家用产品，周转较快，与地产或宏观经济波动关联度较低，面临较低的存货减值压力。应收账款占收入不足 10%，现金流保持健康。ROE、ROA 2019 年分别为 28.92%，28.05%，盈利水平较高，财务杠杆低。

图 7：2013-2019 公司核心利润率、净利率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注：核心利润率=毛利率-四项费用率-税金及附加

图 8：2013-2019 公司 ROE（扣非摊薄，%）、ROA（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
ROA：总资产报酬率

募集 2.55 亿元，建设复合弯曲家居生产线、设计创意中心

公司本次拟募集资金 2.55 亿，总规划投资 2.65 亿。其中 1.58 亿（募集 1.48 亿）用于竹及竹木复合弯曲家居生产线建设项目； 0.77 亿用于研发设计创意中心建设项目。家具系列是公司重要战略发展方向之一，拟建设的家居生产线将提供新增产能椅子 150 万把，桌子 35 万张，家居类 500 万件；全部达产预计贡献收入 3.74 亿。

表 1：公司此次募投项目及金额（万元）

序号	项目名称	投资总额	募集资金投资额	项目备案	环评批复
1	竹及竹木复合弯曲家居生产线建设项目 产能：椅子 150 万把，桌子 35 万张，家居类 500 万件	15,772.84	14,772.84	闽发改备[2019]H050088 号 闽发改备[2018]H050218 号	漳环保审函[2019]24 号 备案号：202035078400000010
2	研发设计创意中心建设项目	7,741.32	7,741.32	闽发改备[2020]H050020 号 闽工信备[2020]H050006 号	漳环保审函[2020]4 号 漳环保审函[2020]5 号
3	补充流动资金	3,000.00	3,000.00	-	-
	合计	26,514.16	25,514.16	-	-

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议

我们测算得到公司 2020-2022 年收入预计分别为 3.21/4.07/4.8 亿元；归属母公司净利润 0.57/0.7/0.88 亿元，利润同比增长 3.3%/23.36%/24.71%；对应每股收益分别为 0.6/0.75/0.93 元，对应 PE 估值 22.9x、18.6x、14.9x。公司产品需求旺盛，规模扩张主要受制于产能瓶颈，精选层首发募资有望改善公司资本开支的迫切需求，首次给予“买入评级”。

风险提示

一、**海外收入占比较高的风险：**公司外销收入占比 78%，面临汇率风险，且一定程度上受到贸易战的影响。

二、**单一客户收入比例较高的风险：**公司来自宜家的收入比例在 80%以上，2019 年近 90%，形成较大的客户依赖。目前产能紧缺，优先供应宜家，对非宜家客户的拓展形成一定压制。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	25	40	40	40
应收款项	29	39	50	58
存货净额	39	28	36	41
其他流动资产	6	6	8	10
流动资产合计	**99**	**113**	**133**	**149**
固定资产	122	178	230	277
无形资产及其他	22	21	20	19
投资性房地产	10	10	10	10
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	**253**	**322**	**393**	**456**
短期借款及交易性金融负债	0	21	26	16
应付款项	39	45	57	66
其他流动负债	12	14	18	21
流动负债合计	**51**	**80**	**102**	**103**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	11	11	11	11
长期负债合计	**11**	**11**	**11**	**11**
负债合计	**62**	**91**	**113**	**114**
少数股东权益	0	(0)	(0)	(0)
股东权益	191	231	280	342
负债和股东权益总计	**253**	**322**	**393**	**456**

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.59	0.60	0.75	0.93
每股红利	0.17	0.18	0.22	0.28
每股净资产	2.02	2.45	2.97	3.62
ROIC	35%	25%	25%	27%
ROE	29%	25%	25%	26%
毛利率	32%	33%	32%	33%
EBIT Margin	25%	20%	20%	21%
EBITDA Margin	28%	25%	24%	26%
收入增长	15%	17%	27%	18%
净利润增长率	18%	3%	23%	25%
资产负债率	25%	28%	29%	25%
息率	1.2%	1.3%	1.6%	2.0%
P/E	23.7	22.9	18.6	14.9
P/B	6.9	5.7	4.7	3.8
EV/EBITDA	17.9	17.6	14.3	11.5

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**274**	**321**	**407**	**480**
营业成本	186	216	276	320
营业税金及附加	1	1	2	2
销售费用	5	6	7	9
管理费用	14	33	42	49
财务费用	(0)	0	1	1
投资收益	1	0	0	0
资产减值及公允价值变动	1	0	0	0
其他收入	(7)	0	0	0
营业利润	62	65	80	100
营业外净收支	1	0	0	0
利润总额	**63**	**65**	**80**	**100**
所得税费用	7	8	10	12
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	**55**	**57**	**70**	**88**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	**55**	**57**	**70**	**88**
资产减值准备	1	0	0	0
折旧摊销	9	15	19	23
公允价值变动损失	(1)	0	0	0
财务费用	(0)	0	1	1
营运资本变动	(18)	9	(3)	(4)
其它	(1)	(0)	(0)	(0)
经营活动现金流	**46**	**81**	**86**	**107**
资本开支	(42)	(70)	(70)	(70)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(42)**	**(70)**	**(70)**	**(70)**
权益性融资	9	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(16)	(17)	(21)	(26)
其它融资现金流	2	21	5	(11)
融资活动现金流	**(21)**	**4**	**(16)**	**(37)**
现金净变动	**(17)**	**15**	**0**	**0**
货币资金的期初余额	42	25	40	40
货币资金的期末余额	25	40	40	40
企业自由现金流	9	11	16	38
权益自由现金流	11	32	21	26

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032