

海象新材(003011)

报告日期: 2023年05月31日

产能高速扩张, 大客拓展显成效, PVC地板龙头崛起

——海象新材深度报告

投资要点

□ 产能高速扩张, PVC地板龙头崛起

公司自2013年成立以来持续深耕PVC地板ODM生产及出口,产品覆盖LVT、WPC、SPC三大类PVC地板,销往美洲、欧洲、澳洲等发达国家和地区。2017-2022年,公司营收从3.89亿元增长至18.94亿元,CAGR37.24%,归母净利润从0.01亿元增长至2.13亿元,CAGR211.13%。23Q1原材料价格&海运价格下降贡献利润增量。**20年上市募资以来公司进入产能快速扩张期。**海宁年产2000万平方米PVC地板生产基地建设项目现已完成建设且逐渐投产;越南一厂二厂已实现产能共计1500万平方米PVC弹性成品地板,三厂在二期仍在建设中,规划年产能1500万平米,预计23年中释放产能,公司成长动力充足。

□ PVC地板优势突出,全球化替代高速进行

需求端:全球地面装饰材料规模持续扩大,15-22年CAGR5.01%,其中PVC地板从多指标综合对比来看性价比优势明显,技术升级逻辑驱动PVC地板快速渗透,21年全球渗透率12.3%。PVC地板需求集中于欧美,分地区看:**美国市场**为弹性地板最大下游市场,近年来高速增长,片材PVC地板加速替代,21年渗透率21.5%,为节省人工成本生产环节多为外协,进口依赖度高,16-21年进口规模CAGR27.2%,需求持续景气;**欧洲市场**作为弹性地板起源地,进口依赖度偏低,但随中国等亚太地区供应商快速成长,进口依赖度持续提升,19年达34%。

供给端:中国凭借生产成本和产业链优势,在全球PVC地板市场供给侧占据主要位置,22年中国PVC地板出口额62.60亿美元,14-22年CAGR15.5%。分地区看:美国与中国深度绑定,PVC进口额约59%来自中国;中国亦为德国、英国的PVC第一大进口国。随产品力提升中国在欧美市场市占率有望持续走高。海象新材作为PVC代工地板行业追赶者,在较为分散的市场格局中稳步提高市占率,20年达3.36%。

□ 产能高速扩张夯实增长动能,多维优势保障大客拓展

产品端:SPC地板凭借其无需发泡特点实现对WPC替代,规模效应显现,随技术成熟单位成本逐年下滑,同时高性价比驱动下游需求释放,预计未来SPC仍为PVC地板主要产品。22年公司业务中SPC占比78.10%,产品升级逻辑将持续驱动公司发展。

客户端:经友商验证,以分散大客为主的销售模式使得效率及盈利水平更高。公司成立以来伴随中小客户成长,同时积极布局大客拓展:**(1) 产能扩张:**22年公司国内合计产能1800万平米/年,支撑原有客户需求扩大;越南一厂二厂产能合计1500万平米/年,三厂规划产能1500万平/年,预计23年中逐渐释放。22H2凭借产能加速扩张实现与大客SHAW合作;**(2) 研究能力及效率突出:**公司研发费用率处于行业突出地位,快速完成产品技术迭代,多项专利驱动提高生产效率,人均创收、创立指标优于友商;**(3) 研发设计能力突出:**公司中小客户为主的客户结构充分锻炼了公司研发设计及快速响应能力,叠加研发中心突出优势共同促进大客拓展。

成本端:21年10月以来PVC经历长期大幅降价&22年10月以来海运费明显下滑,公司成本处于历史低位,毛利率上行明显。以**19年成本结构测算,PVC价格每下降1%,可带动毛利率上升0.3pct。**展望未来,持续看好公司23年盈利表现。

□ 供应链转移受益,23年有望持续超预期

受美国海关对PVC地板原料溯源的影响,行业龙头出口美国货物未能及时通关,对应22Q4/23Q1收入分别下降64%/80%。Shaw等欧美核心品牌商供应链格

投资评级: 买入(首次)

分析师: 史凡可
 执业证书号: S1230520080008
 shifanke@stocke.com.cn

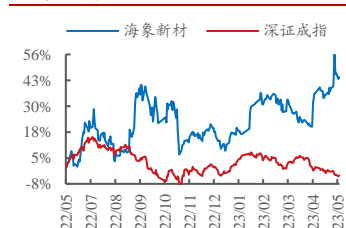
分析师: 马莉
 执业证书号: S1230520070002
 mali@stocke.com.cn

研究助理: 曾伟
 zengwei@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥27.53
总市值(百万元)	2,826.67
总股本(百万股)	102.68

股票走势图



相关报告

局由此出现明显转变，公司与 SHAW 合作力度有望加深，此外伴随越南三厂产能释放公司有望加速大型客户拓展，在行业 β 压力较大时展现 α 。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 23-25 年分别实现营收 20.92/26.83/30.98 亿元，分别同比增长 10.45%/28.21%/15.47%，实现归母净利润 3.19/4.21/4.70 亿元，分别同比增长 49.7%/32.1%/11.6%，对应当前 PE 分别为 9/7/6X。考虑公司产能 23 年加速释放，PVC 成本低位，叠加 SHAW 供应链格局转变，有望驱动公司持续展现 α ，首次覆盖给予“买入”评级。

□ 风险提示

汇率波动风险；原材料成本大幅上涨风险；在建工厂产能释放不及预期的风险

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,894	2,092	2,683	3,098
(+/-) (%)	5.39%	10.45%	28.21%	15.47%
归母净利润	213	319	421	470
(+/-) (%)	119.49%	49.66%	32.05%	11.64%
每股收益(元)	2.07	3.10	4.10	4.57
P/E	13.28	8.87	6.72	6.02

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 产能高速扩张，PVC 地板龙头崛起	6
1.1 历史复盘：从海橡鞋材走向海象新材，创始团队经验丰富	7
1.2 高管层及核心员工均持股，激励充分	8
1.3 越南工厂陆续释放产能，成长动力充足	9
2 PVC 地板优势突出，全球化替代高速进行	10
2.1 需求端：PVC 地板高速渗透，欧美为主要下游市场	10
2.2 供给端：中国为 PVC 地板主要生产国，海象市占率持续提升	13
3 产能高速扩张夯实增长动能，多维优势保障大客拓展	16
3.1 产品：SPC 快速渗透，释放规模效应	16
3.2 客户：伴随小客持续增长，大客拓展初显成效	17
3.3 产能扩张+高生产效率+强设计能力驱动大客切入，夯实成长动能	21
3.4 PVC 原材料成本低位，盈利能力有望维持	23
4 供应链转移受益，23 年有望持续超预期	24
5 盈利预测与估值	24
5.1 盈利预测	24
5.2 估值与投资建议	26
6 风险提示	26

图表目录

图 1: 公司历史数据一览.....	6
图 2: 公司发展历程.....	8
图 3: 公司股权结构 (截至 2023.5.30)	8
图 4: 历史产能/产能利用率.....	9
图 5: 剔除瓷砖后全球地面装饰材料市场及增速.....	10
图 6: 弹性地板分类.....	11
图 7: 全球弹性地板销售量及增速.....	11
图 8: 全球弹性地板销售量占地板装饰材料总销售量比.....	11
图 9: 全球各地区弹性地板年销售量 (百万平米)	11
图 10: 全球各地区弹性地板销售量占比.....	11
图 11: 美国 PVC 地板进口额及进口依赖度.....	12
图 12: 欧洲 PVC 地板进口额及增速.....	13
图 13: 欧盟进口 PVC 地板比例快速提升.....	13
图 14: 中国 PVC 地板出口额.....	13
图 15: 中国出口美国 PVC 地板规模及占美国进口额比例.....	14
图 16: 中国 PVC 地板出口全球市占率.....	15
图 17: 公司国内竞争对手.....	15
图 18: PVC 地板代工企业 21 年销售额 (亿元)	15
图 19: 公司 PVC 地板外贸市场市占率稳步提升.....	15
图 20: 公司各类产品图示(由左至右分别为 LVT 地板、WPC 地板、SPC 地板).....	17
图 21: WPC 发泡生产线.....	17
图 22: 早期公司依赖良友木业介绍客户.....	18
图 23: SUNSHINE 居间服务模式.....	18
图 24: SUNSHINE 及其介绍客户占公司营收比例.....	18
图 25: 爱丽家居营收受 VETEX 拖累.....	19
图 26: 天振股份 19-22 年与 SHAW 深度绑定.....	20
图 27: 海象新材拓展大客 SHAW.....	20
图 28: 2019-2020 美国弹性地板前五市占率.....	20
图 29: 2021-2022 美国弹性地板前五市占率.....	20
图 30: 爱丽家居营收受 VETEX 拖累.....	21
图 31: 公司产能布局与释放情况.....	21
图 32: 公司 PVC 地板历史年产能及预测.....	21
图 33: 公司积极布局研发投入.....	22
图 34: 公司提效型专利占比超 50%.....	22
图 35: 公司人均创收、创利指标领先.....	22
图 36: 公司成本结构图(2019 年).....	23
图 37: 海运价格指数.....	23
图 38: 公司季度毛利率与 PVC 价格走势关系.....	23
图 39: 原材料价格波动对公司毛利率影响.....	24
图 40: 23Q1 友商业绩严重下滑.....	24
图 41: 公司与 SHAW 绑定合作 (2022 年)	24
图 42: 可比公司估值表 (截至 2023.5.30)	26

表 1: 公司主要产品一览.....	7
表 2: 公司管理层介绍.....	9
表 3: 各类地面装饰材料性能对比.....	10
表 4: 美国地板装饰材料一览.....	12
表 5: 2022 年美、德、加三国 PVC 地板进口来源分布.....	14
表 6: 公司各类地板产品拆分.....	16
表 7: 2017-2019 年公司客户结构.....	18
表 8: 公司与可比公司产品单价、成本、毛利率对比.....	19
表 9: 公司盈利预测拆分.....	25
表附录: 三大报表预测值.....	27

1 产能高速扩张，PVC 地板龙头崛起

PVC 地板龙头，研发实力突出。公司自 2013 年成立以来持续深耕 PVC 地板外贸代加工领域，技术实力突出，拥有专利 25 项，5 项发明型专利，从最初 LVT 类 PVC 地板逐步转向 WPC 并进一步向 SPC 类产品转变，凭借优秀产品质量以及多年的市场推广，公司已具有较高的行业知名度，市场遍布美洲、欧洲、澳洲等发达国家和地区。2017-2022 年，公司营收从 3.89 亿元增长至 18.94 亿元，CAGR37.24%，归母净利润从 0.01 亿元增长至 2.13 亿元，CAGR211.13%。23Q1 营收 4.33 亿元（+7.22%），归母净利润 0.67 亿元（+290.66%），主要系 PVC 原材料成本+海运价格下降。

图1：公司历史数据一览

单位：百万元	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1
营业收入	389.12	783.77	858.77	1,223.94	1,797.57	1,894.50	433.36
YOY	86.92%	101.42%	9.57%	42.52%	46.87%	5.39%	7.22%
归母净利润	0.73	89.57	138.32	188.29	96.97	212.84	67.24
YOY	-96.12%	12155.00%	54.42%	36.12%	-48.50%	119.49%	290.66%
毛利率	29.71%	28.87%	33.05%	29.75%	16.75%	22.05%	30.12%
归母净利率	0.19%	11.43%	16.11%	15.38%	5.39%	11.23%	15.52%
存货	80.27	127.55	154.16	261.00	419.76	346.60	296.57
较上年同期增减	32.38	47.28	26.61	106.84	158.77	-73.16	-60.46
存货周转天数	84.35	67.10	88.20	86.91	81.88	93.41	95.58
较上年同期增减	-35.70	-17.25	21.10	-1.29	-5.03	11.53	-6.56
应收账款及票据	70.73	127.80	161.79	156.28	316.38	378.87	353.42
较上年同期增减	27.68	57.07	33.99	-5.51	160.10	62.49	49.68
应收账款周转天数	52.63	45.60	60.70	46.78	47.33	66.06	76.03
较上年同期增减	-21.81	-7.04	15.10	-13.92	0.55	18.73	6.99
应付账款及应付票据	72.13	135.64	189.32	229.88	267.54	284.78	173.85
较上年同期增减	17.79	63.51	53.67	40.56	37.66	17.24	-49.53
应付账款周转天数	70.79	58.28	81.86	73.97	55.20	61.71	64.03
较上年同期增减	-41.28	-12.51	23.58	-7.88	-18.78	6.52	4.24
预收账款（合同负债）	2.32	2.16	4.55	2.13	2.90	3.28	7.18
较上年同期增减	0.43	-0.16	2.39	-2.42	0.77	0.38	4.20
经营性现金流净额	31.57	15.20	183.78	190.06	-109.16	349.31	132.39
较上年同期增减	-342.04%	-51.85%	1108.96%	3.42%	-157.44%	-419.99%	710.67%
筹资性现金流净额	2.79	172.52	82.11	585.13	323.35	-69.26	-73.79
较上年同期增减	-57.78%	6082.25%	-52.41%	612.59%	-44.74%	-121.42%	-189.86%
资本开支	33.87	171.46	238.38	231.23	443.15	268.53	99.10
较上年同期增减	8.34	137.59	66.92	-7.15	211.92	-174.62	20.39
ROE	0.77%	30.88%	33.09%	15.55%	7.62%	14.59%	4.45%
YOY（±）	-14.28%	29.24%	-3.92%	-7.44%	-12.47%	5.08%	2.11%
资产负债率	65.50%	56.18%	55.36%	30.53%	44.01%	41.27%	37.72%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

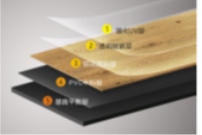
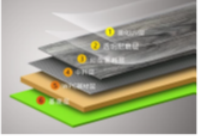
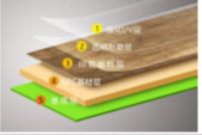
公司主营业务为 PVC 地板 ODM 生产及出口，在产业链中处于中游，上游是 PVC 树脂粉、印花面料、耐磨层等原材料供应商，下游是大型地板品牌商、贸易商和建材零售商，产品最终用于商场、酒店、医院等公共建筑及住宅场所。公司 PVC 地板产品分三种且随着技术改进逐步由 LVT 转变为 WPC 并进一步向 SPC 发展（22 年 SPC 收入占比 78.10%）：

（1）LVT 地板：是最为传统的 PVC 地板之一，相比木地板等其他类型地面装饰材料有绿色环保；超强耐磨；高弹性和超强抗冲击；防火阻燃；保养方便；防水防潮特点。

（2）WPC 地板：是 LVT 地板的优质替代，拥有 LVT 优点同时，由于通过 PVC 树脂粉与发泡剂制成，具有材质轻，便于运输安装的特点。

（3）SPC 地板：是 WPC 地板的优质替代，拥有 WPC 优点同时通过重钙粉与 PVC 粉混合，具有更好的尺寸稳定性以及抗冲击性，无需发泡工艺稳定，规模效应好，成本低。

表1: 公司主要产品一览

产品类别	主要原料	产品介绍	优点	产品图例
LVT地板	聚氯乙烯、重钙、稳定剂、增塑剂	又称高端PVC地板，主要由UV层、透明耐磨层、印花面料层、PVC中料层以及基底平衡层构成，是目前最为传统的PVC地板之一。	绿色环保；超强耐磨；高弹性和超强抗冲击；防火阻燃；保养方便；防水防潮	
WPC地板	聚氯乙烯、重钙、稳定剂、发泡剂	又称木塑地板，主要由UV层、透明耐磨层、印花面料层、PVC中料层、WPC基材层构成	拥有LVT优点同时，由于通过PVC树脂粉与发泡剂制成，具有材质轻，便于运输安装的特点；通过加设基层，可实现静音	
SPC地板	聚氯乙烯、重钙、稳定剂	又称石塑地板，主要由UV层、透明耐磨层、印花面料层、SPC基材层构成。凭借优良特性，SPC地板是近年来需求较大的PVC地板产品。	拥有WPC优点同时，通过重钙粉与PVC粉混合，具有更好的尺寸稳定性以及抗冲击性	

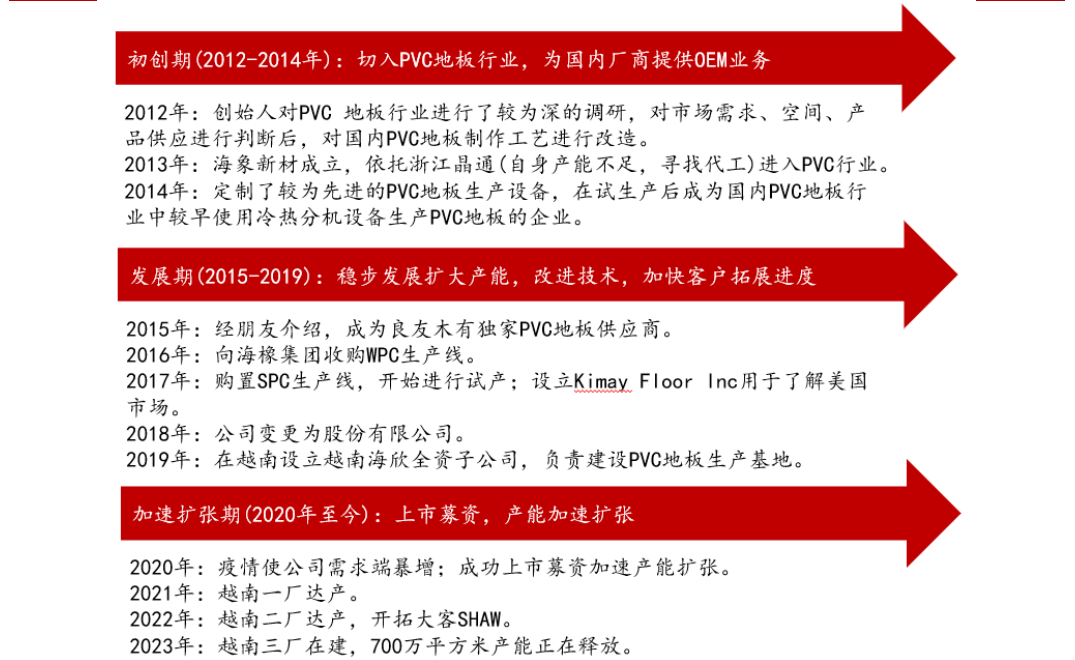
资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

1.1 历史复盘：从海橡鞋材走向海象新材，创始团队经验丰富

公司创始人王周林 1996 年成立海橡集团，主要从事橡胶鞋底的生产及销售，受益于耐克等著名鞋企大多在中国设立生产基地，海橡集团初期快速发展，2004 年海橡集团设立子公司海橡鞋材，从事与海橡集团类似的业务，在经营橡胶鞋底业务时公司已积累丰富出口经营。2012 年前后，受我国人力成本不断提高等因素的影响，部分境外及境内的鞋企逐渐将生产基地向东南亚转移，海橡集团和海橡鞋材的业务逐渐下滑，创始人王周林开始寻求新的增长点，并于 2013 年创立海象新材。复盘历史海象新材发展阶段可以分为三个阶段：

- (1) **初创期 (2012-2014):** 2012 年对 PVC 地板行业进行了较为深的调研，对市场需求、空间、产品供应进行判断后，对国内 PVC 地板制作工艺进行改造。2013 海象新材成立，依托浙江晶通（自身产能不足，寻找代工）进入 PVC 行业。2014 年定制了较为先进的 PVC 地板生产设备，在试生产后成为国内 PVC 地板行业中较早使用冷热分机设备生产 PVC 地板的企业。该阶段公司主要为其他国内 PVC 地板供应商（如浙江晶通、浙江天振）提供 OEM 业务。
- (2) **发展期 (2015-2019):** 2015 年经朋友介绍，公司得知良友木业需要 PVC 产能且在欧美消费市场有较多客户资源，公司成为良友木业独家 PVC 地板供应商。2016 年，公司向海橡集团购置 WPC 生产线，2017 年购置 SPC 生产线。2019 年公司于越南设立子公司，负责建设 PVC 地板生产基地。在此阶段，公司稳步发展，不断扩大产能，加快客户开发进度。
- (3) **加速扩张期 (2020-至今):** 2020 年疫情美国采取货币刺激，短期内提振了多行业需求，尤其美住房需求大增，对应 PVC 地板需求暴增，公司充分受益，产品供不应求，公司成功上市募资扩产，进入产能加速扩张周期。2020-2022 年产能持续爬坡，由 2151 万平增长到 3300 万平，2022 年成为大容 SHAW 供应商之一。随越南三厂产能陆续释放，预计 2023 年产能达 4800 万平。

图2: 公司发展历程

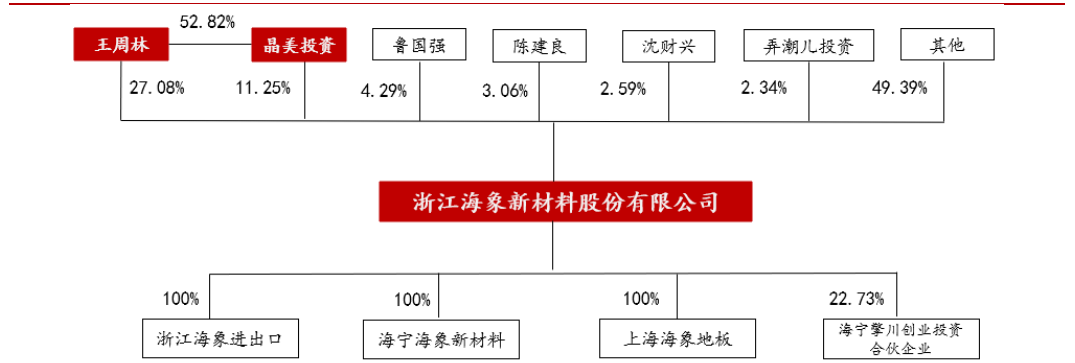


资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

1.2 高管层及核心员工均持股, 激励充分

核心管理层、董事会均持股, 激励充分, 创始人王周林持股 33.02%, 股权结构清晰。2017年9月, 为激励管理层和员工, 公司吸收员工持股平台晶美投资作为股东, 公司部分董事、监事、高级管理人员、核心技术人员及其近亲属通过晶美投资间接持有公司股份。当前公司核心管理层、董事会均通过直接持股或晶美投资成为公司股东。其中创始人直接持股 27.08%并通过晶美投资持股 5.94%, 合计持股 33.02%, 股权结构清晰, 创始人掌控力强。

图3: 公司股权结构 (截至 2023.5.30)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

创始团队持续于一线负责公司运营, 行业经验丰富。公司创始人王周林自 2013 年创立公司持续位于经营一线, 积累丰富经验。其余管理层也多有在海橡鞋材等出口、制造型企业有多年积累。

表2: 公司管理层介绍

高管	职务	履历	持股比例
王周林	董事长	曾在海宁橡塑制品厂、海宁橡塑实业总公司、海宁海橡集团、海宁海橡鞋材等公司担任多职务，生产经营经验丰富，2013年8月至2022年7月任海宁海橡集团董事长。2022年7月至今任海宁海橡集团有限公司执行董事、经理。2018年2月至2022年4月任海象新材总经理。2018年2月至今任海象新材董事长。	27.08%
鲁国强	董事	曾在海宁橡塑制品厂、海宁橡塑实业总公司、海宁海橡集团、海宁海橡鞋材等公司担任多职务，2013年8月至2022年7月任海宁海橡集团有限公司副董事长、总经理；2004年6月至2022年7月历任海宁海橡鞋材有限公司副总经理、董事、总经理。2018年2月至今任海象新材董事。	4.29%
戴娜波	董事会秘书	2014年4月至2015年9月任浙江晶美建材科技有限公司品控部原材料检验员；2015年10月至2019年2月任浙江晶美建材科技有限公司销售部业务员；2019年3月至2019年8月任浙江海象新材料股份有限公司品控部主管；2019年9月至今任越南海欣新材料有限公司总经理。2021年1月至今任海象新材副总经理。	-
王淑芳	总经理	2005年11月至2015年3月任海宁市环境保护监测站工程师；2015年4月至2018年1月任公司营销总监，2018年2月至2022年4月任海象新材副总经理；2018年2月至今任海象新材董事。2022年4月至今任海象新材总经理。	-
王雅琴	董事、财务总监、副总经理	曾在海宁橡塑制品厂、海宁橡塑实业总公司、海宁海橡集团、海宁海橡鞋材等公司担任多职务，2015年6月起任晶美有限财务总监，2018年2月至今任海象新材财务总监；2021年1月至今任海象新材董事、副总经理。2021年4月至2022年4月任海象新材董事会秘书。	-
许一斌	副总经理（分管销售）	2008年8月至2015年5月任浙江江南要素交易中心有科员；2015年6月至2018年1月任晶美有限销售部经理；2018年2月至2021年1月任海象新材监事、销售部经理。2021年1月至今任海象新材副总经理。	-
李廷廷	副总经理（越南生产）	2014年4月至2015年9月任晶美建材品控部原材料检验员；2015年10月至2019年2月任浙江晶美建材销售部业务员；2019年3月至2019年8月任海象新材品控部主管；2019年9月至今任越南海欣新材料有限公司总经理。2021年1月至今任海象新材副总经理。	-

资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.3 越南工厂陆续释放产能，成长动力充足

产品供不应求，越南一二厂基本满产，三厂产能陆续释放中。2017-2022 公司基材产能从 5.64 万吨增长至 32.67 万吨，产品需求旺盛，供不应求，产能利用率 19-21 年均超 100%，22 年 91.52%，产能释放决定营收规模。公司 20 年上市募资用于建设年产 2000 万平方米 PVC 地板生产基地建设项目现已完成建设，各生产线已开始生产。此外，公司 19 年开始在越南布局生产基地，21 年底一厂二厂已实现产能共计 1500 万平方米 PVC 弹性成品地板，三厂二期仍在建设中。随着国内与海外两大生产基地的产能逐步释放，公司成长动能充足。

图4: 历史产能/产能利用率

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
基材产能（万吨）	5.64	8.18	12.14	20.36	31.68	32.67
基材产量（万吨）	5.31	7.99	12.49	21.16	34.00	29.90
产能利用率	94.05%	97.63%	102.84%	103.91%	107.32%	91.52%
PVC地板产量（万平方米）	637.67	1300.16	1402.49	2234.85	3434.29	3020.29
PVC地板产能（万平方米）	678	1332	1364	2151	3200	3300

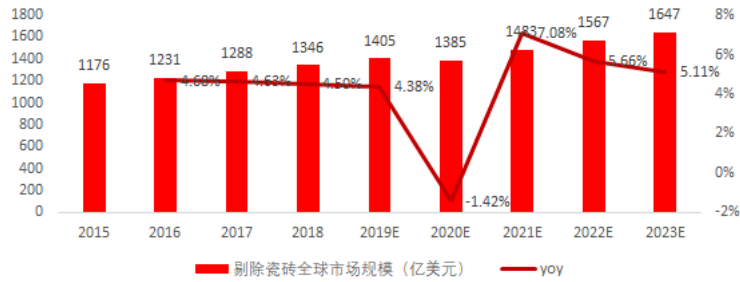
资料来源：公司公告，招股说明书，浙商证券研究所

2 PVC 地板优势突出，全球化替代高速进行

2.1 需求端：PVC 地板高速渗透，欧美为主要下游市场

全球地面装饰材料市场规模持续稳定增长。根据 Statista 数据，全球地面装饰材料市场规模由 2015 年 2625 亿美元增长至 2018 年 3021 亿美元，剔除瓷砖市场后规模由 1176 亿美元增长至 1346 亿美元，非瓷砖类占比保持稳定在 45%，我们假设该比例 19-23 年保持稳定，则 23 年剔除瓷砖后全球地面装饰材料市场规模达 3697 亿美元，同比 22 年上升 5.11%，2015-2022 年复合增长率 5.01%。

图5：剔除瓷砖后全球地面装饰材料市场及增速



资料来源：Statista，浙商证券研究所

PVC 地板环保、耐磨等优点突出，正加速普及中。地面装饰材料按照结构和材料主要分为木地板、瓷砖、天然石材、地毯和 PVC 地板等。从产品综合观感、舒适度、安装便利性、保养、使用寿命和价格等指标对比，PVC 地板整体具有优势。

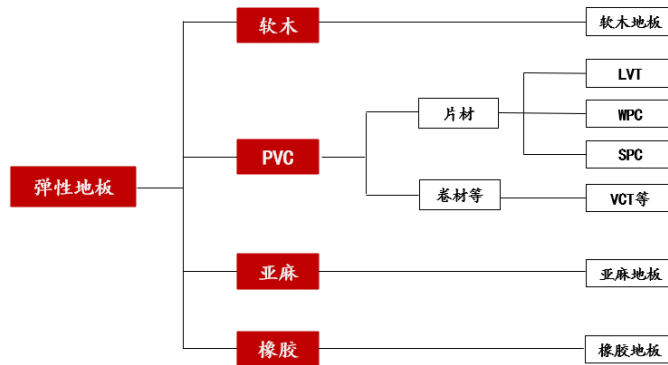
表3：各类地面装饰材料性能对比

产品种类	观感	舒适度	安装便利性	保养	使用寿命	价格
木地板	天然，花色独一无二	感舒适	较繁杂	较繁杂	较长	高
瓷砖	非天然	质地冰凉，防滑性差	较繁杂	简便	长	适中
天然石材	天然	质地冰凉	较繁杂	简便	长	高
地毯	非天然	脚感舒适	简便	较繁杂	短	高
PVC地板	天然	脚感舒适	简便	简便	长	适中

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

PVC 地板分为片材、卷材皆属于弹性地板类。PVC 地板按照形态可分为片材地板和卷材地板。由于形态的缘故，卷材地板在安装施工前对地面的平整度和光滑度要求较高，且一旦出现问题需要大面积更换，维护成本相对较高。片材地板适应性较好，且在安装施工上较为方便，维修更换时，只需更换部分地板，维护成本相对较低，按照结构片材 PVC 地板可以分为 LVT 地板、WPC 地板、SPC 地板。PVC 地板属于弹性地板，按照材质划分还包括亚麻地板、橡胶地板、软木地板，其中橡胶地板耐磨性好但价格高，市场规模小。

图6: 弹性地板分类



资料来源: 招股说明书, 北京弹性地板协会, 浙商证券研究所

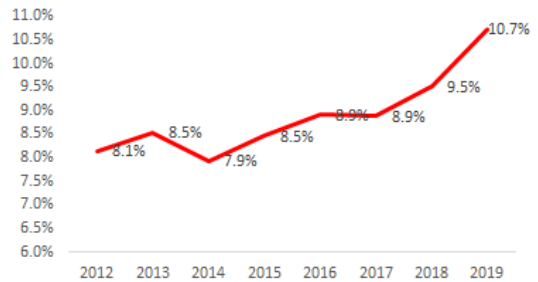
综合优势随着技术改进持续加强, 弹性地板全球替代近年加速进行。PVC 地板起源于欧洲, 二十世纪三十年代美国开始工业化生产, 由于其相比其他地板装饰材料在环保、安装、使用寿命等方面综合优势突出, 随着技术升级 (LVT-WPC-SPC 演进), 产品性价比提升, 近年来呈现加速渗透状态, 根据 Tarkett 公布数据, 以销售量计算, 2021 年全球弹性地板销售量 15.60 亿平米, 全球渗透率达 12.3%。

图7: 全球弹性地板销售量及增速



资料来源: Tarkett (20 年受疫情影响数据未公布), 浙商证券研究所

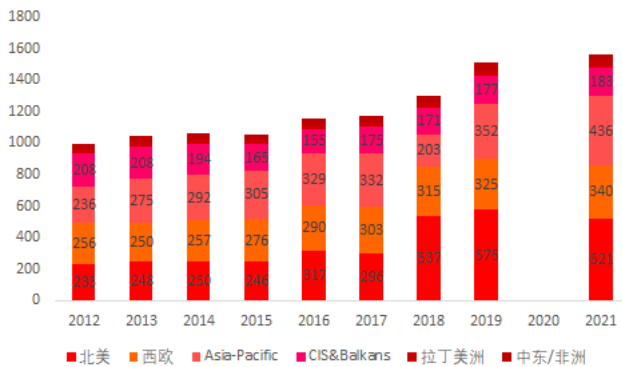
图8: 全球弹性地板销售量占地板装饰材料总销售量比



资料来源: Tarkett, 浙商证券研究所

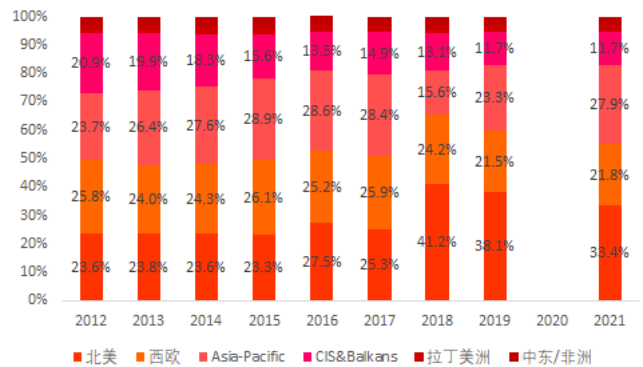
欧美为弹性地板主要市场, 21 年销售占比约 55%。从全球 PVC 地板销售分布看, PVC 地板起源欧洲, 西欧市场稳步增长, 21 年销售占比 21.8%, 美国市场近年来高速增长, 21 年销售占比达 33.4%, 成为弹性地板最大下游市场。

图9: 全球各地区弹性地板年销售量 (百万平米)



资料来源: Tarkett (20 年受疫情影响数据未公布), 浙商证券研究所

图10: 全球各地区弹性地板销售量占比



资料来源: Tarkett (20 年受疫情影响数据未公布), 浙商证券研究所

美国市地面装饰材料市场规模保持稳定, 片材 PVC 地板凭借优质特性加速替代。根据 Floor Covering Weekly, 2021 年美国地板装饰材料市场规模 336.46 亿美元 (+21.7%, 生产商

口径), 从市场结构看 LVT/WPC/SPC 为代表的片材 PVC 地板由于安装简便、成本低, 近年来渗透率快速提升, 从 16 年 7.0% 至 21 年达 21.5%。

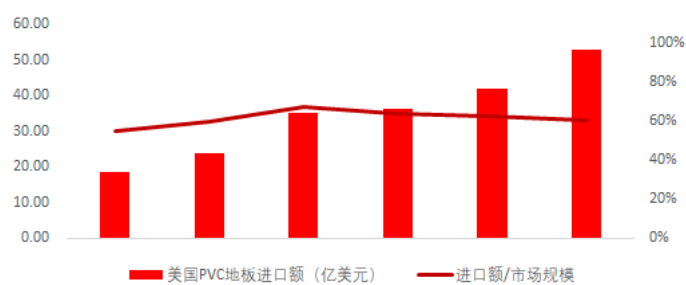
表4: 美国地板装饰材料一览

百万美元	2016	2017	2018	2019	2020	2021
地板装饰材料总市场规模	25323	26564	28025	27257	27645	33646
YOY		4.9%	5.5%	-2.7%	1.4%	21.7%
地毯	12086	12388	12380	11316	11004	12951
YOY		2.5%	-0.1%	-8.6%	-2.8%	17.7%
占比	47.7%	46.6%	44.2%	41.5%	39.8%	38.5%
实木地板	3816	3758	3780	3578	3448	4352
YOY		-1.5%	0.6%	-5.3%	-3.6%	26.2%
占比	15.1%	14.1%	13.5%	13.1%	12.5%	12.9%
瓷砖地板	3399	3638	3632	3632	3503	4181
YOY		7.0%	-0.2%	0.0%	-3.6%	19.4%
占比	13.4%	13.7%	13.0%	13.3%	12.7%	12.4%
强化复合地板	958	988	941	905	947	1077
YOY		3.1%	-4.8%	-3.8%	4.6%	13.7%
占比	3.8%	3.7%	3.4%	3.3%	3.4%	3.2%
天然石砖地板	1449	1517	1799	1878	1769	1999
YOY		4.7%	18.6%	4.4%	-5.8%	13.0%
占比	5.7%	5.7%	6.4%	6.9%	6.4%	5.9%
弹性地板	3651	4275	5502	5948	6974	9074
YOY		17.1%	28.7%	8.1%	17.2%	30.1%
占比	14.4%	16.1%	19.6%	21.8%	25.2%	27.0%
其中: LVT/WPC/SPC	1780	2365	3687	4354	5283	7247
YOY		32.9%	55.9%	18.1%	21.3%	37.2%
占比	7.0%	8.9%	13.2%	16.0%	19.1%	21.5%
其中: 卷材/VCT等PVC地板	1604	1606	1495	1317	1366	1450
YOY		0.1%	-6.9%	-11.9%	3.7%	6.1%
占比	6.3%	6.0%	5.3%	4.8%	4.9%	4.3%
其中: 橡胶等其他材料地板	290	304	320	277	325	377
YOY		4.8%	5.3%	-13.4%	17.3%	16.0%
占比	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%	1.2%	1.1%

资料来源: Floor Covering Weekly, 浙商证券研究所

需求持续景气, 成本限制下美国 PVC 地板高度依赖进口。随着美国人工成本的不断增加, 美国大部分企业已不再保持全产业链模式, 而将更多精力投入到品牌管理中, 将生产环节通过生产外协等方式进行解决。根据美国商务部数据, 2016-2021, 美国 PVC 地板进口规模从 18.56 亿元增长至 52.77 亿元, CAGR 23.2%, 除 20 年受疫情影响外, 主要依赖进口。

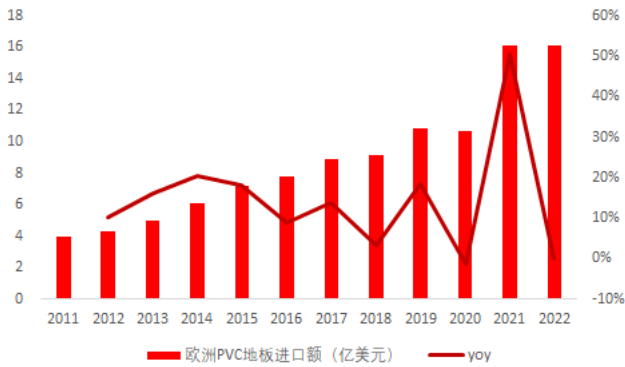
图11: 美国 PVC 地板进口额及进口依赖度



资料来源: 联合国统计局, Floor Covering Weekly, 浙商证券研究所

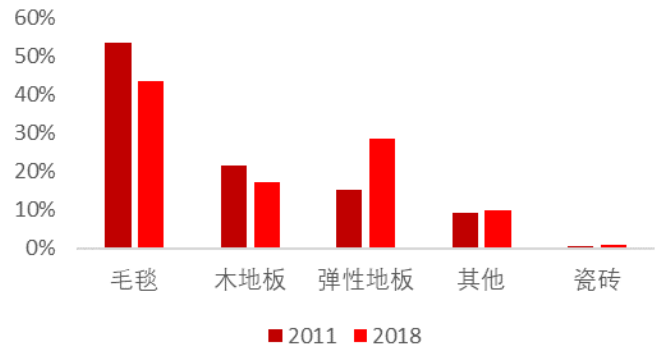
欧洲市场 PVC 地板进口规模稳定高速增长, 渗透率快速提升, 进口依赖度持续提升。根据联合国统计局数据, 2011-2022 年欧洲 PVC 地板进口量持续提升从 11 年 3.93 亿美元到 22 年增长至 16.08 亿美元, CAGR 9.53%。稳定增长下, 根据欧洲统计局数据, PVC 地板在欧洲地区进口渗透率也从 11 年 15% 到 18 年增长至 29%。欧洲作为 PVC 地板起源地, 拥有全球最大弹性地板供应商 Tarkett, 进口依赖度偏低, 但随着中国等亚太地区生产商生产能力成长, 欧洲地区进口依赖度稳步提升, 从 2016 年 25% 至 2019 年达 34%。

图12: 欧洲 PVC 地板进口额及增速



资料来源: 联合国统计局, 浙商证券研究所

图13: 欧盟进口 PVC 地板比例快速提升

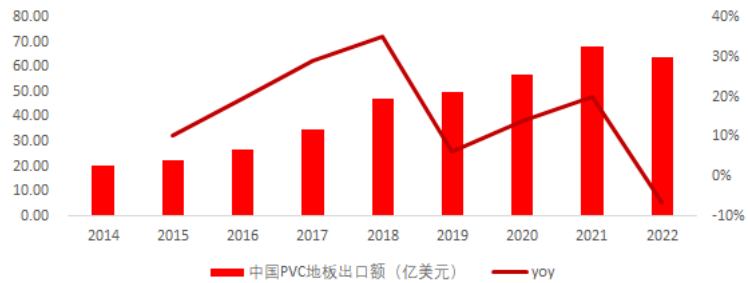


资料来源: 欧洲统计局, 浙商证券研究所

2.2 供给端: 中国为 PVC 地板主要生产国, 海象市占率持续提升

凭借生产成本和产业链优势, 我国 PVC 地板出口额快速提升。受欧美地区人工成本较高等因素影响, PVC 地板行业的生产制造环节主要集中在中国等亚洲国家。凭借基础设施完善、人力成本较低等优势, 发展中国家在产品设计、生产工艺等方面的经验不断提升, 国际竞争力不断加强, 在全球 PVC 地板市场供给侧占据主要地位。中国 2014-2022 年 PVC 地板出口额从 20.44 亿美元增长至 63.87 亿美元, 复合增长率 15.3%。

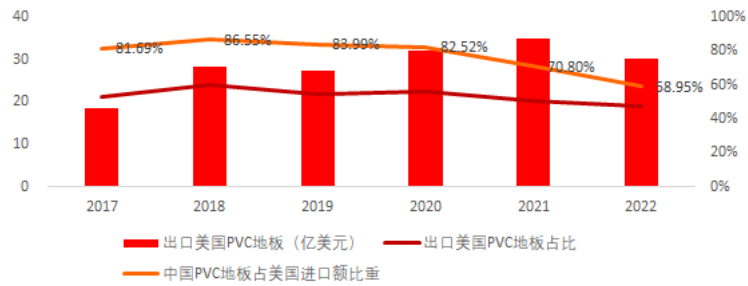
图14: 中国 PVC 地板出口额



资料来源: 联合国统计局, 浙商证券研究所

中国 PVC 地板产业与美国深度绑定, 对美出口额占美国进口额 59%。根据联合国统计局, 22 年中国 PVC 地板出口额中约 47%来自于美国市场, 美国 PVC 地板进口中约 59%来自中国, 双方深度绑定。

图15: 中国出口美国 PVC 地板规模及占美国进口额比例



资料来源: 联合国统计局, 浙商证券研究所

中国在主要 PVC 市场中占据领导地位。2022 年全球进口地面装饰材料最多国家 TOP3 分别为美国、德国、加拿大, 其 2022 年以联合国统计局数据计算分别进口 PVC 地板 60.73/8.15/6.44 亿元, 中国在这些国家中都占据领导地位, 进口占比美国最高约 59%, 德国约 54%, 加拿大 66%。中国取得领导地位主要系经过多年的经营积累, 国内主要 PVC 地板生产企业在产品设计、生产技术等方面的经验不断提升, 国际竞争力不断加强, **预计未来中国企业市占率有望持续提升。**

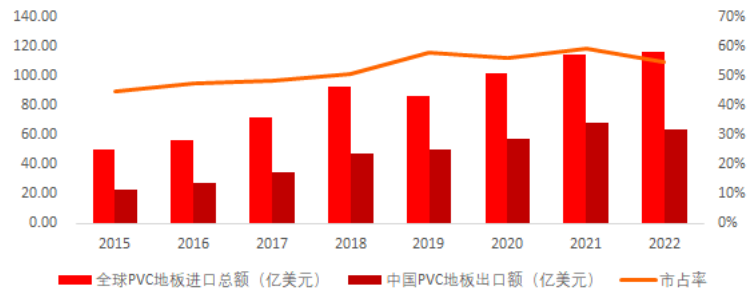
表5: 2022 年美、德、加三国 PVC 地板进口来源分布

国家	总进口额 (亿美元)	60.73	占比
美国	中国	35.80	58.9%
	越南	12.58	20.7%
	韩国	6.67	11.0%
	其他亚洲国家	1.01	1.7%
	其他	4.67	7.7%
国家	总进口额 (亿美元)	8.15	占比
德国	中国	4.36	53.5%
	比利时	1.15	14.1%
	荷兰	0.41	5.0%
	法国	0.41	5.0%
	其他亚洲国家	0.37	4.5%
其他	1.46	18.0%	
国家	总进口额 (亿美元)	6.44	占比
加拿大	中国	4.22	65.6%
	美国	0.85	13.3%
	韩国	0.55	8.6%
	土耳其	0.18	2.8%
	越南	0.17	2.6%
	其他	0.45	7.0%

资料来源: 联合国统计局, 浙商证券研究所

以全球 PVC 地板市场进口规模计算, 中国出口市占率近年来持续提升, 22 年达 55%。我们认为高市占率源于强产品及生产力下, 中国企业在美国这一最大市场取得了较高的市占率, **未来随着产品能力进一步提升中国在欧洲等市占率偏低市场市占率仍有提升空间。**

图16: 中国 PVC 地板出口全球市占率



资料来源: 联合国统计局, 浙商证券研究所

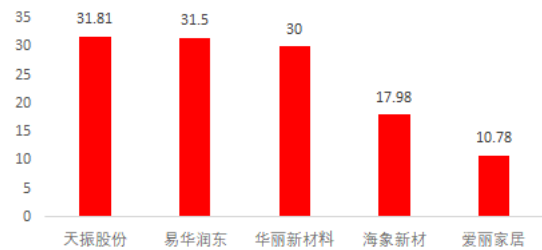
国内 PVC 代工市场参与者多, 企业规模较小。国内 PVC 代工地板行业竞争较为充分, 也有部分外企通过合资参与竞争, 呈现出以中小企业为主体的格局。从目前可统计销售额的企业看, PVC 地板代工企业看天振股份、易华润东体量相对较大, 海象新材处于追赶者地位。

图17: 公司国内竞争对手

公司	成立时间	注册资本 (万元)	所在地
泰州市华丽塑料有限公司	1995	4880	浙江泰州
张家港市易华润东新材料有限公司	1999	2002	江苏张家港
浙江天振竹木开发有限公司	2003	5000	浙江安吉市
江苏锐升新材料有限公司	2013	1000	江苏丹阳
爱丽家居	1999	18000	江苏张家港
上海劲嘉建材科技有限公司	2003	2800万美元 (台资)	上海
阿姆斯壮地面材料 (中国) 有限公司	2010	6010万美元 (美资)	江苏
美喆国际	2010	6.6亿台币 (台资)	中国台湾

资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

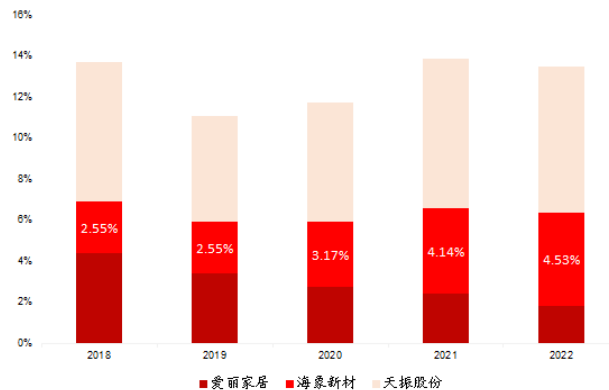
图18: PVC 地板代工企业 21 年销售额 (亿元)



资料来源: Wind, 各公司官网, 泰州市姜堰区工商业联合会, 浙商证券研究所

PVC 代工市场分散, 海象市占率稳步攀升。以 3 家 PVC 代工上市公司计算, 其在 PVC 地板出口市场中占比为 13%, 市场较为分散。具体细分看, 海象新材市占率稳步提升正逐步追赶头部企业, 从 18 年 2.55% 已逐步提升至 22 年 4.53%。

图19: 公司 PVC 地板外贸市场市占率稳步提升



资料来源: 中国海关, Wind, 浙商证券研究所

3 产能高速扩张夯实增长动能，多维优势保障大客拓展

3.1 产品：SPC 快速渗透，释放规模效应

公司产品经历了 LVT-WPC-SPC 的转变，目前以 SPC 为主。公司 2022 年 SPC 产品占比达到 78.10%、WPC 占比 12.70%、LVT 占比 8.20%。2017-2022 年公司 SPC 地板占比由 4.66%提升至 78.10%，2017-2022 年 LVT 地板和 WPC 地板占比分别由 46.82%和 47.72%降低至 8.20%和 12.70%。目前已经形成以 SPC 地板为主要产品的业务格局。

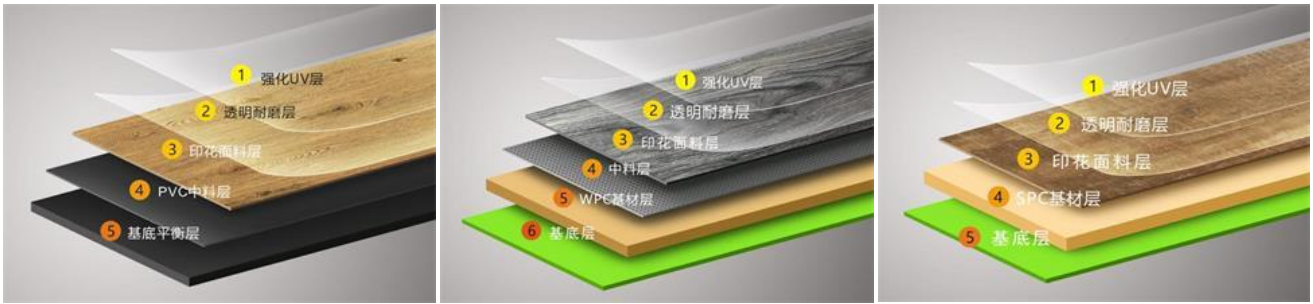
表6：公司各类地板产品拆分

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
LVT						
销量(万平方米)	373.82	561.34	481.58	465.00	588.04	376.50
产量(万平方米)	381	577	480	462.00	623.94	342.13
产销率	98.12%	97.29%	100.33%	100.65%	94.25%	110.05%
收入(百万元)	182.19	259.56	203.29	191.58	242.58	155.35
成本(百万元)	122.16	176.54	138.82	129.89	202.79	127.86
占比	46.82%	33.12%	23.67%	15.65%	13.49%	8.20%
单位收入(元/平方米)	48.74	46.24	42.21	41.20	41.25	41.26
单位成本(元/平方米)	32.68	31.45	28.83	27.93	34.49	33.96
单位毛利(元/平方米)	16.06	14.79	13.39	13.27	6.77	7.30
毛利率	32.95%	31.98%	31.71%	32.20%	16.40%	17.70%
WPC						
销量(万平方米)	206.39	302.45	182.30	198.56	254.00	272.75
产量(万平方米)	219	323	162	225	247.53	280.16
产销率	94.24%	93.64%	112.53%	88.25%	102.61%	97.36%
收入(百万元)	185.69	260.67	161.48	172.58	205.29	240.56
成本(百万元)	131.96	185.55	108.55	119.42	177.95	192.80
占比	47.72%	33.26%	18.80%	14.10%	11.42%	12.70%
单位收入(元/平方米)	89.97	86.19	88.58	86.92	80.82	88.20
单位成本(元/平方米)	63.94	61.35	59.54	60.14	70.06	70.69
单位毛利(元/平方米)	26.03	24.84	29.03	26.77	10.76	17.51
毛利率	28.94%	28.82%	32.78%	30.80%	13.32%	19.85%
SPC						
销量(万平方米)	26.50	351.34	708.67	1407.46	2382.02	2500.61
产量(万平方米)	38.00	400.00	760.00	1547.00	2562.81	2801.64
产销率	69.74%	87.84%	93.25%	90.98%	92.95%	89.26%
收入(百万元)	18.14	254.32	481.64	847.28	1330.95	1479.68
成本(百万元)	17.52	188.71	319.26	601.64	1102.03	1143.19
占比	4.66%	32.45%	56.08%	69.23%	74.04%	78.10%
单位收入(元/平方米)	68.45	72.39	67.96	60.20	55.87	59.17
单位成本(元/平方米)	66.11	53.71	45.05	42.75	46.26	45.72
单位毛利(元/平方米)	2.34	18.67	22.91	17.45	9.61	13.46
毛利率	3.42%	25.80%	33.71%	28.99%	17.20%	22.74%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

SPC 性价比突出，市场需求旺盛。SPC 地板又称石塑地板，兴起于 2015 年 PVC 地板升级，其优势在于继承 WPC、LVT 地板优点同时，性价比较高，其加工工艺相比于 WPC 和 LVT 地板更加简单，从而成本更为低廉，在终端市场更能够被广大消费者接受。**WPC 地板**又称木塑地板，出现于 2005 年，该产品是 LVT 地板的升级，具有传统 LVT 地板的一切优良性能，且在物理形态上更接近于木材，环保无醛且材质轻盈、便于运输安装。但是其工艺比较复杂、价格也更高，定位偏高端。LVT 地板又称塑晶地板，上世纪 70-80 年代出现，属于行业内初代产品。

图20: 公司各类产品图示(由左至右分别为 LVT 地板、WPC 地板、SPC 地板)



资料来源: Wind, 招股说明书, 浙商证券研究所

厂商角度上 SPC 地板不需要发泡, 稳定性强有利于释放规模效应。与 WPC 相比, SPC 工艺改进使得其无需发泡, 但同时具有 WPC、LVT 优点, 产品可以实现替换。对于厂商而言, 虽然 SPC 相比 WPC 价格下降, 但无需发泡特点使得产品具有规模效应, 适合大规模机械化生产, 公司 2017-2022 年间, SPC 的单位成本从 66.11 元降低至 45.72 元, 2022 年其毛利率为 22.74%。整体看, 高性价比驱动下游需求释放, 规模效应下厂商也更倾向于生产该类型产品, 预计 SPC 未来仍为 PVC 地板主流, 在公司营收占比也将进一步提升。

图21: WPC 发泡生产线



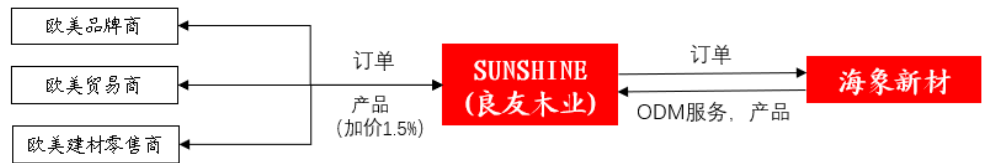
资料来源: 淳迪塑机, 浙商证券研究所

3.2 客户: 伴随小客持续增长, 大客拓展初显成效

(一) 早期: 公司依赖良友木业旗下 SUNSHINE 介绍客户

公司 2013 年成立, 早期知名度低, 2015 年良友木业 (主营实木地板, 拥有美国、加拿大众多客户) 在北美地区 PVC 地板需求较大、增长较快, 经朋友介绍找到公司合作。公司作为良友木业的独家 PVC 地板供应商, 保证对良友木业优先供货。良友木业以子公司 SUNSHINE 为合作主体, SUNSHINE 根据其客户需求向公司下达采购订单, 公司作为 ODM 厂商, 提供定制化的 PVC 地板, SUNSHINE 以公司基准价上浮 1.5% 为对最终客户销售价格。

图22: 早期公司依赖良友木业介绍客户

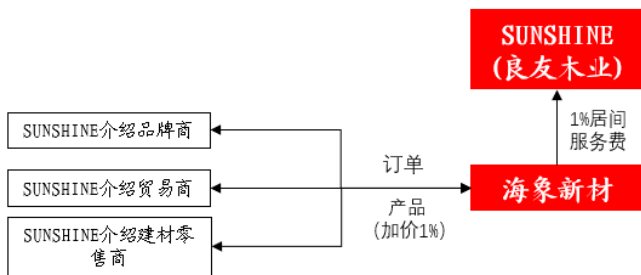


资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

(二) 中期: 公司逐步独立拓展客户, 对 SUNSHINE 依赖度降低, 形成以中小型客户为主体的分散客户结构

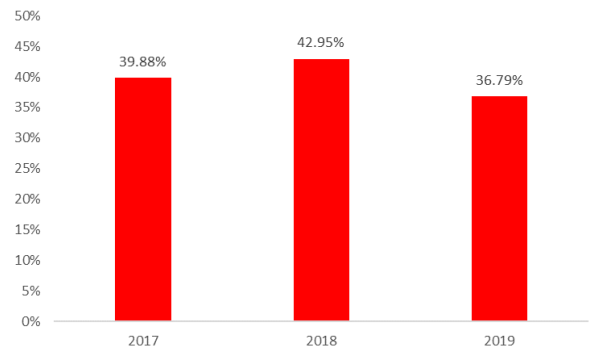
由于 PVC 地板为定制产品, SUNSHINE 作为中间人的业务模式沟通交流成本较高, 在产品得到验证后, 部分客户开始向公司直接下单, SUNSHINE 仅作为中间人收取 1% 的居间服务报酬 (公司提价 1% 对冲), SUNSHINE 不再作为直接客户于报表列示, 将该部分加回后, 17-19 年 SUNSHINE 介绍客户占公司营收由 40% 下降至 37%, 处于较低水平。

图23: SUNSHINE 居间服务模式



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图24: SUNSHINE 及其介绍客户占公司营收比例



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

由于公司以 SUNSHINE 介绍业务起家, 产能早期被锁定, 在客户拓展过程中富余产能有限, 仅可支撑小型客户需求, 早年为小型客户提供 ODM 服务, 伴随客户成长, 客户结构分散, 未涉足 SHAW、TARKETT 等大型品牌商客户。

表7: 2017-2019 年公司客户结构

期间	客户名称	客户来源/性质	占营业收入的比例
2017年度	SUN SHINE INTERNATIONAL INCORPORATION LIMITED	贸易商	30.47%
	WINDMÖLLER FLOORING PRODUCTS WFP GMBH	自主开拓/德国品牌商	15.48%
	BEAULIEU	介绍/美国品牌商	7.92%
	HORNBACH BAUMARKET AG	自主开拓/美国零售商	6.74%
	COTAP B.V.	自主开拓/荷兰品牌商	4.89%
	合计		65.50%
2018年度	SUN SHINE INTERNATIONAL INCORPORATION LIMITED	贸易商	16.48%
	WINDMÖLLER GMBH	自主开拓/德国品牌商	12.44%
	BRANDYWINE INTERNATIONAL HARDWOOD	介绍/美国贸易商	7.04%
	LA HARDWOOD FLOORING INC	介绍/美国品牌商	6.59%
	HORNBACH BAUMARKET AG	自主开拓/美国零售商	5.43%
	合计		47.98%
2019年度	BRANDYWINE INTERNATIONAL HARDWOOD	介绍/美国贸易商	13.54%
	WINDMÖLLER GMBH	自主开拓/德国品牌商	9.43%
	GLOBAL GEM FLOORING	自主开拓/美国品牌商	7.32%
	HORNBACH BAUMARKET AG	自主开拓/美国零售商	5.21%
	LA HARDWOOD FLOORING INC	介绍/美国品牌商	5.03%
	合计		40.53%

资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

(三) 现阶段: 随产能扩大积极拓展大客户

以分散大客为主的销售模式, 效率及盈利水平更高。(1) PVC 地板出厂价 6-13 美元, 终端零售价 20 美元以上, 加价率高, 因此价格并非客户第一考核因素, 大型客户更在意厂

商规模、交货期、质量等指标。天振股份在 WPC 这一成熟品类 22 年出厂单价甚至高于中小客为主的公司。(2) 大型客户订单规模大，订单稳定，SKU 少，更易形成规模效应，我们同样以 WPC 这一成熟品类看，天振股份在规模效应下 WPC 单位生产成本低，毛利率高。而 SPC 品类规模效应也已有体现。(3) 爱丽家居单一大客户且为贸易商，盈利能力受限。整体上，受益于规模效应，分散大客户为主的销售模式效率及盈利水平更高，天振股份 22 年净利率近 13%。

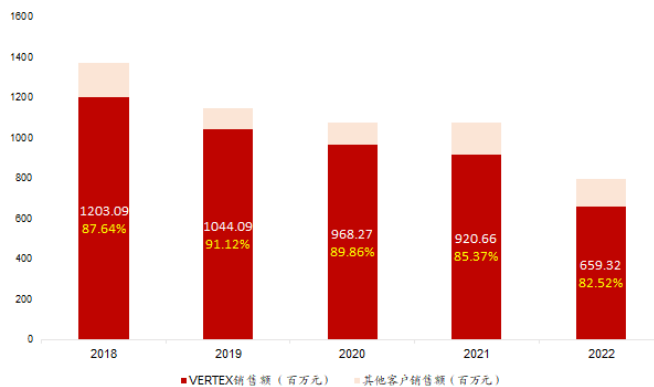
表8: 公司与可比公司产品单价、成本、毛利率对比

		2020年度	2021年度	2022年度	
天振	SPC	单价 (元/平米)	58.89	60.76	63.85
		单成本 (元/平米)	42.60	48.56	51.40
		毛利率	27.67%	20.08%	19.50%
	WPC	单价 (元/平米)	88.92	89.27	104.21
		单成本 (元/平米)	57.50	66.90	73.14
		毛利率	35.34%	25.05%	29.82%
海象	SPC	单价 (元/平米)	60.20	55.87	59.17
		单成本 (元/平米)	42.75	46.26	45.72
		毛利率	28.99%	17.20%	22.74%
	WPC	单价 (元/平米)	86.92	80.82	88.20
		单成本 (元/平米)	60.14	70.06	70.69
		毛利率	30.80%	13.32%	19.85%
爱丽	锁扣地板 (WPC/SPC)	单价 (元/平米)	71.75	69.57	75.34
		单成本 (元/平米)	57.80	62.88	72.21
		毛利率	19.45%	9.61%	4.15%

资料来源: 各公司招股说明书, 浙商证券研究所

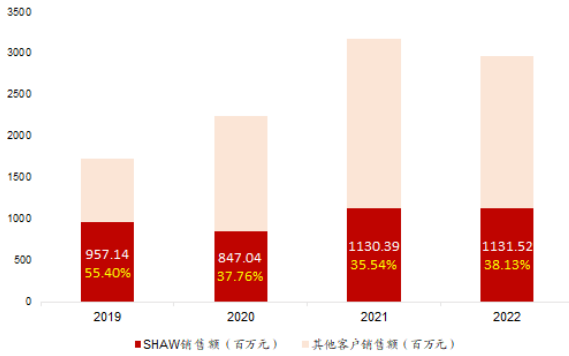
友商高度依赖大客户，或对业绩造成不同程度冲击。(1) 爱丽家居: 早期与 VERTEX 签订了长期合作框架协议，根据该协议 VERTEX 承诺给予爱丽家居优先供应商权利。然而近年来爱丽家居对 VERTAX 销售额不断下滑，即使对其他客户销售额自 19 年起逐步小幅提升，也无法避免整体营收规模缩水的结果，受此影响 22 年营收仅为 18 年的 58%。(2) 天振股份: 成立于 2003 年，早期生产、研发、销售竹地板，积累丰富行业经验与客户基础，随着技术更迭顺利转型 WPC、SPC，产能及销售规模中国领先，技术水平优秀，凭借与大客 SHAW、MANNINGTON、阿姆斯特壮、Tarkett 等全球头部地板品牌的订单支撑巨大营收。天振近年来对 SHAW 销售额占比较高，如果未来其产品和服务不再符合 SHAW 的需求，则有可能导致 SHAW 对其订单需求大幅下降，对经营发展带来不利影响。

图25: 爱丽家居营收受 VETEX 拖累



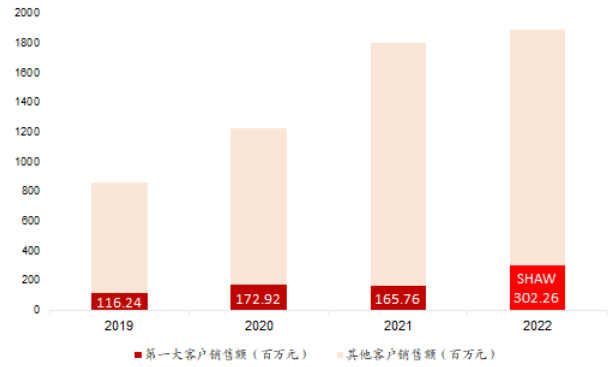
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图26: 天振股份 19-22 年与 SHAW 深度绑定



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图27: 海象新材拓展大客 SHAW

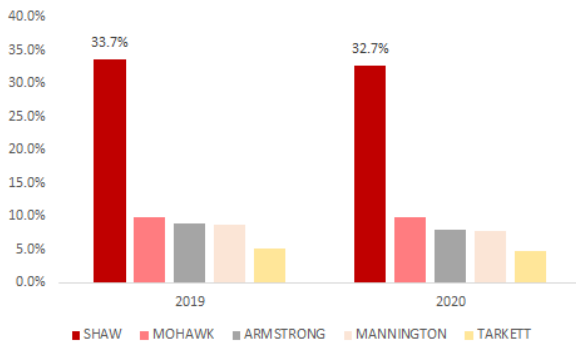


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

公司抓住机遇，长期产能布局终显成效，与大客 SHAW 达成合作。公司自成立以来伴随中小客户稳健成长，在此期间形成了满足客户多元、复杂要求的能力，并积极通过扩大产能等方式切入大型客户，利用东南亚稀缺产能新签大客订单。22 年公司与大客 SHAW 实现合作，对其销售额达 3 亿元，占营收比例 16%。

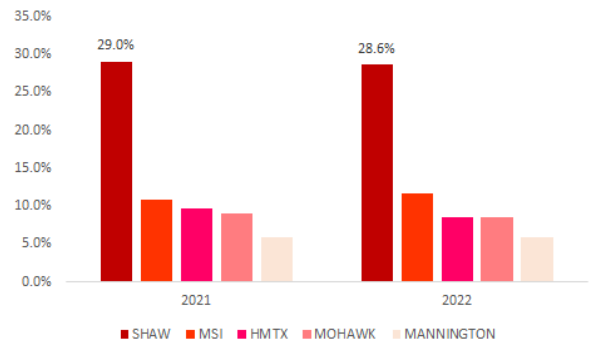
美国地板行业龙头 SHAW 主营弹性地板，布局中小客户友好型战略，支持公司切入。2019-2022SHAW 市场率虽然略有下降，但始终保持在 28%以上，稳居美国弹性地板行业第一，预计未来 SHAW 将长期保持龙头状态。弹性地板为 SHAW 第二大主营业务，近两年占比进一步提升，40%上下波动。SHAW 花费在中小型供应商的合理性支出比例由 21 年的 42% 上升到 22 年的 60%，积极推进供应商多元化，该战略利好公司进一步拓展 SHAW。22 年美国海关要求行业龙头补充出口货物通关资料，由于补充资料面广，以及审核周期长，其出口美国的货物未能及时通关，出口业务不畅。若友商未来审查周期不定，公司凭借其庞大产能及高效生产工艺，有望成为获取 SHAW 订单的有力竞争者，进一步加深与 SHAW 合作力度，驱动公司营收规模扩张。我们持续看好公司大客拓展与盈利能力提升，新老客户共驱成长。

图28: 2019-2020 美国弹性地板前五市占率



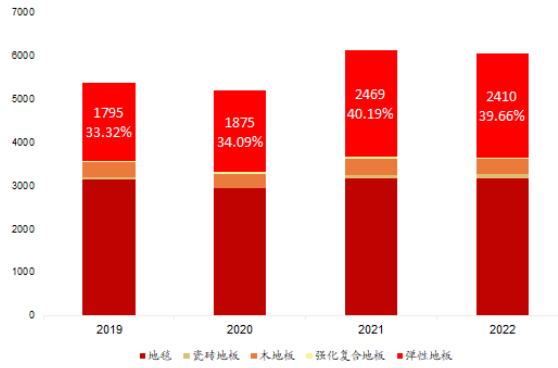
资料来源: Floor Focus, 浙商证券研究所

图29: 2021-2022 美国弹性地板前五市占率



资料来源: Floor Focus, 浙商证券研究所

图30: 爱丽家居营收受 VETEX 拖累



资料来源: Floor Focus, 浙商证券研究所

3.3 产能扩张+高生产效率+强设计能力驱动大客切入，夯实成长动能

大型客户更关注厂商生产规模、生产效率、交付周期、产品质量等指标。大型品牌商客户对价格敏感度低，订单规模大，产品要求高，在选择供应商时更谨慎，确定厂商往往需要经历验厂，试产，加单等长达2-3年的过程，验厂通过的前提下，品牌商关注的优先顺序分别为交货期、质量、成本、外观。

公司针对大客户需求，积极进行相关能力拓展，提高市场竞争力，已具备与大型品牌客户合作的核心能力。

(1) 产能扩张

公司19年着手布局越南产能，22年一厂二厂产能兑现，助力大客 SHAW 拓展。公司上市后产能进入快速扩张阶段，国内：20年产能达2151万平米/年，21年开始部分产能转移至东南亚，22年产能达1800万平米/年；募投年产2000万平方米项目已建成，产成品保留了数码打印等国内市场也较受欢迎的生产项目，其他产能作为原材料半成品耐磨层和IXPE，基本实现自产自销。越南：公司19年即着手布局越南产能，20年底及21年底，越南一厂、二厂陆续达产，对应合计年产能约1500万平，当前越南三厂二期正在建设中，规划年产能1500万平，23年中逐渐释放产能，届时公司越南设计总产能达3000万平/年。依托越南贸易优势，公司22H2已与行业大客户 SHAW 达成合作（22年 SHAW 为第一大客户），后随越南产能爬坡，可充分支撑未来大客户进一步拓展。

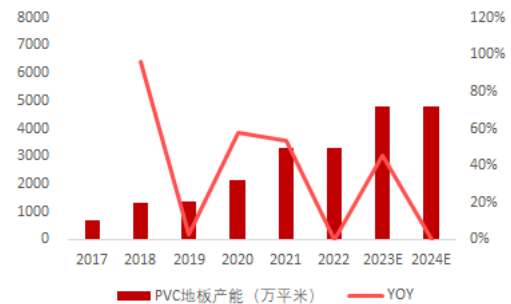
公司自21年起产能进入加速释放阶段，预计23年将达4800万平米/年，同比22年增长45%，且若欧洲市场需求回暖，产能利用率有望提升，进一步夯实公司成长动能。

图31: 公司产能布局与释放情况

地区	工厂	产能 (万平/年)	产能释放情况
国内	原有工厂	1800	产能利用率70%
	募投项目	2000	已建成，各产线开始投产
越南	越南一厂	800	满产
	越南二厂	700	满产
	越南三厂	约1500	建设中，2023年中逐步释放产能

资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

图32: 公司 PVC 地板历史年产能及预测

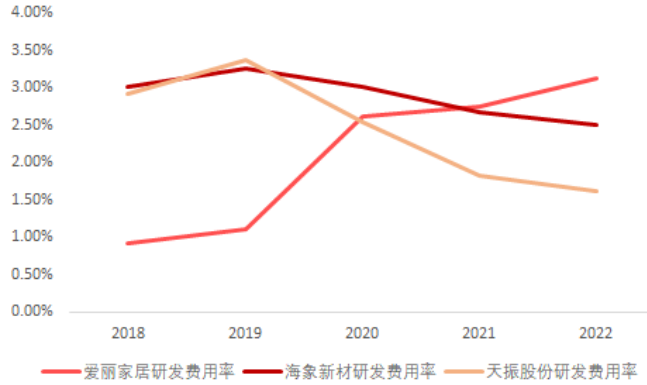


资料来源: 招股说明书, Wind, 浙商证券研究所

(2) 研发能力及效率突出

重视研发体系建设，研发投入行业领先，在较短时间即完成 LVT-WPC-SPC 生产能力建设。公司重视研发投入，研发费用率多年来处于行业第一梯队。持续研发投入驱动公司作为行业后来者，但迅速跟进完成 LVT-WPC-SPC 技术迭代，SPC 产品 2016 年首次面世，公司 2017 年即推出相关产品。随越南三厂达产 2023 年中将投放新产品。

图33：公司积极布局研发投入



资料来源：Wind，浙商证券研究所

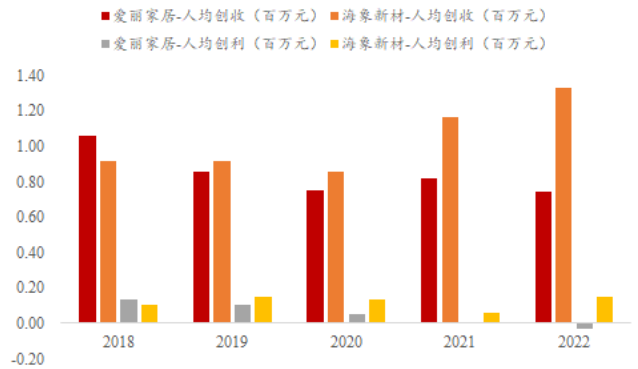
强研发积累丰富提效型专利，公司生产效率领先。目前公司拥有发明专利 5 项，实用新型专利 19 项授权，一半以上用于在 PVC 地板生产端提高效率，包括锁扣型 PVC 地板的开槽装置、锁扣型 PVC 地板的加工设备、一种高效地板输送装置、一种石木塑地板加工流水线等。此外公司创始人技术出生，生产经验丰富，带领公司与设备商合作研发，在保证技术与设备独占前提下，提高机器生产效率。PVC 地板行业规模效应突出，公司通过深耕研发提效，使得人均创收、创利指标优于同规模企业。

图34：公司提效型专利占比超 50%

	发明专利	实用新型专利
1	一种锁扣型 PVC 地板的加工设备	一种 PVC 多层复合地板热压系统的带定位功能的承载盘
2	一种锁扣型 PVC 地板的开槽装置	一种 PVC 多层复合地板的热处理系统
3	带侧部定位结构和侧部压紧结构的锁扣型地板的加工设备	一种 PVC 多层复合地板热处理系统的除水装置
4		一种 PVC 片材压延系统的喂料装置
5		一种高效地板输送装置
6		一种石木塑地板加工流水线
提效型专利占比	60%	50%

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图35：公司人均创收、创利指标领先



资料来源：Wind，浙商证券研究所

(3) 研发设计能力突出

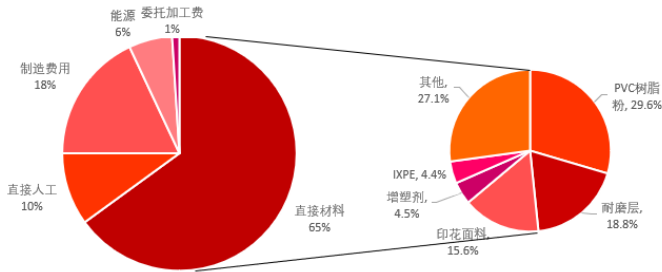
多方团队合作，主动迭代设计方案。公司建立研发中心，以市场需求为导向，持续开发新产品，该研发中心 2018 年被评定为浙江省高新技术研发中心。公司也组织自身设计团队与国外团队合作，筛选相对符合公司特色的设计方案，主动更新产品设计，针对不同老顾客品味提供特色方案，在稳定老顾客、持续扩大在老客户供应份额同时，积极拓展新客源。此外中小客为主的客户结构，产生了多元、复杂需求，公司在服务过程中，自身研发设计、响应速度与能力得到充分锻炼，为公司开拓 SHAW 等大客奠定了基础。

我们认为公司当前产能高速扩张，生产效率突出，研发设计客户服务能力一流，已具备向其他大客户拓展的必要条件，持续看好公司依托越南稀缺产能向优质大型客户拓展。

3.4 PVC 原材料成本低位，盈利能力有望维持

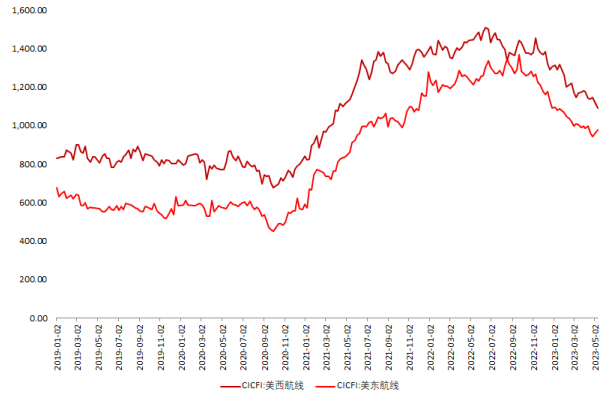
受原材料价格下行、海运成本回落影响，公司 23Q1 毛利率上升至 30.12% (yoy+14.88pct)。公司原材料成本占比 65%，主要包括 PVC 树脂粉、印花面料、耐磨层、增塑剂等，其中 PVC 树脂粉、印花面料、耐磨层原材料均为 PVC。另一方面公司海运虽为 FOB 模式，但当成本大幅提升时，仍需与下游共担风险，下游需求同步受抑制。因此公司毛利率水平与 PVC、航运价格水平高度相关。21 年 10 月起至 23 年 3 月 PVC 经历长时间大幅度降价，此外海运费自 22 年 10 月以来明显回落，公司毛利率持续攀升，23Q1 回升至 30.12%。

图36：公司成本结构图(2019年)



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图37：海运价格指数



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图38：公司季度毛利率与PVC价格走势关系



资料来源：Wind，浙商证券研究所

PVC 价格回落至历史地位，23A 公司盈利能力有望保持现状。PVC 价格 21 年 10 月触顶回落后，当前已处于历史低位，且呈现小幅波动趋势，无上涨预期。以 19 年成本结构测算，PVC 价格每下降 1%，可带动毛利率上升 0.3pct，展望 23 年，PVC 地板渗透率提升与产品定期更换逻辑有望持续演绎对抗需求端压力，库存逐步去化后，公司业绩有望驶入稳健成长轨道。

图39: 原材料价格波动对公司毛利率影响

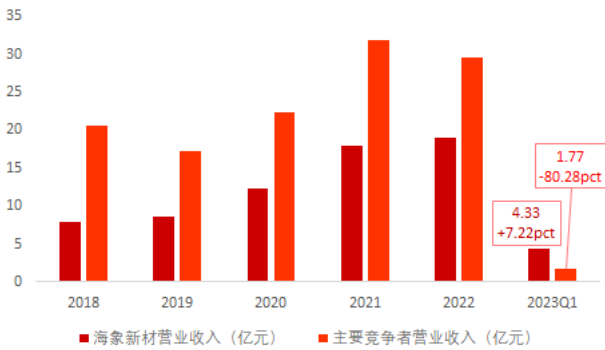
毛利率敏感性分析						
	原材料价格变动范围					
	-30%	-20%	-10%	10%	20%	30%
PVC	8%	6%	3%	-3%	-6%	-8%
增塑剂	1%	0%	0%	0%	0%	-1%
IXPE	1%	0%	0%	0%	0%	-1%

资料来源: Wind, 招股说明书, 浙商证券研究所

4 供应链转移受益, 23 年有望持续超预期

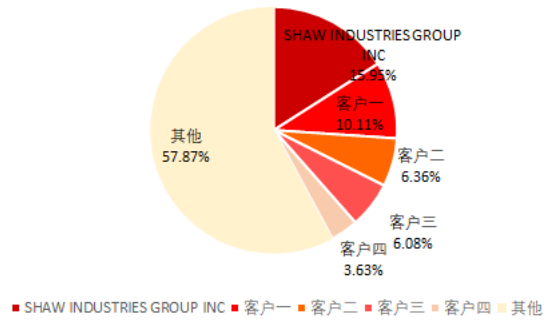
美国海关对 PVC 地板进行原料溯源, Shaw 等欧美核心品牌商供应链格局转变。22Q4 美国海关对进口 PVC 地板原材料开始进行原料溯源, 行业龙头被要求补充出口货物通关资料, 由于补充资料面广且审核周期长, 出口美国的货物未能及时通关, 且审查事件未结束前, 龙头对美出口都将暂停, 对应 22Q4/23Q1 收入分别下降 64%/80%。由此 Shaw 等欧美核心品牌商供应链格局出现显著转变, 龙头退出订单向海象等未受影响且具有东南亚产能企业转移, 公司充分受益供应链转移趋势。

图40: 23Q1 友商业绩严重下滑



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图41: 公司与 SHAW 绑定合作 (2022 年)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

越南工厂产能持续释放驱动客户拓展&订单承接, 海象 23 年成长可期。随越南一厂二厂陆续投产且产能主供美国, 22 年公司成功实现对 SHAW 客户拓展, 仅一年时间 SHAW 成为公司最大客户 (占比 15.95%)。23 年受益供应链转移, 公司与 SHAW 合作力度有望加深, 此外伴随越南三厂产能释放公司有望加速大型客户拓展与优质订单承接, 在行业 β 压力较大时展现 α , 看好公司 23 年业绩持续超预期。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

我们预计 23/24/25 年公司实现营收 20.92/ 26.83/ 30.98 亿元, 同比增长 10.45%/ 28.21%/ 15.47%。

考虑原材料价格处于历史低位，公司产能提升带动规模效应提升，预计 23 年 LVT/WPC/SPC 毛利率分别提升至 25%/28%/31%。展望 24-25 年，分产品看，LVT 为行业初代产品，已步入生命周期偏后期，产品需求小，客户议价意愿低，对应公司 24 年高毛利越南产能投产后毛利率有望提升，25 年考虑当前原材料价格历史低位或有反弹，预计毛利率下行，综合预计 23-25 年毛利率分别为 25%/25.5%/25%；WPC 属于 PVC 地板高端产品，需求相对稳定，预计 24 年毛利率提升幅度弱于 LVT，25 年亦将回落，预计 23-25 年毛利率分别为 28%/28.3%/28%；SPC 为行业当前主流产品，竞争亦相对激烈，预计 24 年毛利率维持稳定，25 年随竞争逐步激烈与原材料波动，毛利率或有下行，综合预计 23-25 年毛利率分别为 31%/31%/30.5%。

各产品看量价拆分：

(1) LVT: 由于性能更优、性价比更高的 WPC、SPC 产品出现，以及公司战略重心向 SPC 转移，近年 LVT 销售量下降，我们预计低基数下 23-25 年销售量下降放缓，分别同比-10%/-5%/-5%至 339/322/306 万平方米；产品成熟且汇率稳定情况下单价预计持平。综合预计 23-25 年 LVT 实现收入 1.40/1.33/1.26 亿元。

(2) WPC: SPC 产品相比于 WPC 性价比更高，推出后市场需求迅速扩大，且公司产品紧缺，影响 WPC 销量，但考虑 WPC 相比于 SPC 仍具有木材质感等无法取代的优点，预计 23-25 年销量分别同比+8%/+12%/+12%至 295/330/370 万平方米；23-25 年单价预计随汇率小幅波动，分别同比+0%/-3%/-3%至 88.2/85.6/83.0 元/平。综合预计 23-25 年 WPC 实现收入 2.60/2.82/3.07 亿元。

(3) SPC: 由于具有 LVT、WPC 产品大多数优点，性价比突出，SPC 产品市场需求旺盛，已成为公司重点产品与收入核心，未来收入占比有望进一步提高。考虑越南三期工厂 23H2 才能释放，预计 23 年增长较缓，24 年 SHAW 增量订单与其他大客户或将贡献增量充分消化释放产能，预计 23-25 年销量分别同比+13%/+37%/+20%至 2826/3871/4645 万平方米。单价预计受汇率和客户结构变化小幅波动，分别同比+0%/-2%/-2%至 59.2/58.0/56.8 元/平。综合预计 23-25 年 SPC 实现收入 16.72/22.45/26.40 亿元。

表9: 公司盈利预测拆分

单位: 百万元		2022	2023E	2024E	2025E
主营业务	收入	1894.50	2092.46	2682.84	3097.97
	YOY	5.39%	10.45%	28.21%	15.47%
LVT	收入	155.4	139.8	132.8	126.2
	销量 (万平方米)	376	339	322	306
	YOY	-36.0%	-10.0%	-5.0%	-5.0%
	单价 (元/平)	41.3	41.3	41.3	41.3
	YOY	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	17.7%	25.0%	25.5%	25.0%
WPC	收入	240.6	259.8	282.3	306.6
	销量 (万平方米)	273	295	330	370
	YOY	7.4%	8.0%	12.0%	12.0%
	单价 (元/平)	88.2	88.2	85.6	83.0
	YOY	9.1%	0.0%	-3.0%	-3.0%
	毛利率	19.9%	28.0%	28.3%	28.0%
SPC	收入	1479.7	1672.0	2244.9	2640.0
	销量 (万平方米)	2501	2826	3871	4645
	YOY	5.0%	13.0%	37.0%	20.0%
	单价 (元/平)	59.2	59.2	58.0	56.8
	YOY	5.9%	0.0%	-2.0%	-2.0%
	毛利率	22.7%	31.0%	31.0%	30.5%
其他	收入	18.9	20.8	22.9	25.2
	YOY	0.8%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	31.4%	33.0%	33.0%	33.0%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5.2 估值与投资建议

目前业务完全可比的天振股份、爱丽家居经营压力较大，市场暂无一致预期，由此我们选取浙江自然、玉马遮阳、共创草坪作为可比公司，三者与海象新材均为轻工行业中主营 ODM 业务、下游市场显露成长性、市场份额较低且持续成长的出口型企业，其 23-25 年平均 PE 为 18/15/12。

我们预计公司 23-25 年分别实现营收 20.92/26.83/30.98 亿元，分别同比增长 10.45%/28.21%/15.47%，实现归母净利润 3.19/4.21/4.70 亿元，分别同比增长 49.7%/32.1%/11.6%，对应当前 PE 分别为 9/7/6X。考虑公司产能 23 年加速释放，PVC 成本&海运价处于历史低位，叠加友商制裁影响，有望驱动公司持续盈利，长期看公司研发能力、效率、越南产能区位优势突出，有望通过大客户释放规模效应，长期提升市占率可期，我们给予公司 23 年 13X 目标估值，对应市值 41 亿元，相比当前股价涨幅空间 47%，首次覆盖给予“买入”评级。

图42：可比公司估值表（截至 2023.5.30）

股票名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
浙江自然	41.70	42.17	2.46	2.97	3.51	17	14	12
玉马遮阳	11.12	34.26	1.77	2.17	2.60	19	16	13
共创草坪	22.12	88.86	5.19	6.24	7.50	17	14	12
天振股份	42.89	51.47	--	--	--	--	--	--
爱丽家居	7.72	18.53	--	--	--	--	--	--
平均值						18	15	12

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：盈利预测为 Wind 一致预期，天振股份、爱丽家居暂无一致预期

6 风险提示

1、汇率波动风险：公司营收 99%来自境外市场，主要以美元或欧元定价，若人民币升值，将影响公司境外产品的价格竞争力从而对境外业绩造成冲击，且公司将会产生一定的汇兑损失。

2、原材料成本大幅上涨：公司毛利率水平与 PVC 价格相关度高，当前 PVC 价格于历史低位小幅波动，若 23 年 PVC 价格大幅上涨，将对公司业绩产生较大影响。

3、在建工厂产能释放不及预期：公司当前在建越南三期工厂，预计产能将于 23 年中释放，若工厂建设进度及未来产能释放爬坡速度不及预期，将对 23 年业绩产生较大影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,149	1,466	1,920	2,388
现金	373	769	716	1,328
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	379	242	587	417
其它应收款	27	62	41	77
预付账款	14	27	26	30
存货	347	357	540	527
其他	9	9	9	9
非流动资产	1,336	1,541	1,810	1,997
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	48	64	86	103
固定资产	709	776	841	921
无形资产	136	167	204	227
在建工程	363	442	571	633
其他	79	92	108	114
资产总计	2,485	3,007	3,730	4,385
流动负债	990	1,211	1,513	1,699
短期借款	587	783	980	1,111
应付款项	285	296	391	433
预收账款	0	0	0	0
其他	118	131	143	154
非流动负债	36	36	36	36
长期借款	0	0	0	0
其他	36	36	36	36
负债合计	1,025	1,247	1,549	1,734
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,459	1,760	2,181	2,651
负债和股东权益	2,485	3,007	3,730	4,385

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	349	560	186	861
净利润	213	319	421	470
折旧摊销	74	105	123	142
财务费用	28	34	44	52
投资损失	1	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	21	98	(406)	193
其它	13	5	5	5
投资活动现金流	(286)	(310)	(391)	(328)
资本支出	(268)	(295)	(370)	(312)
长期投资	(14)	(16)	(21)	(17)
其他	(4)	1	1	1
筹资活动现金流	(69)	145	153	79
短期借款	1	197	197	131
长期借款	(1)	0	0	0
其他	(69)	(52)	(44)	(52)
现金净增加额	41	395	(53)	612

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,894	2,092	2,683	3,098
营业成本	1,477	1,460	1,866	2,167
营业税金及附加	7	17	21	25
营业费用	133	174	223	257
管理费用	39	52	67	77
研发费用	47	59	75	87
财务费用	(11)	27	29	38
资产减值损失	(4)	(5)	(5)	(5)
公允价值变动损益	(0)	0	0	0
投资净收益	(1)	1	1	1
其他经营收益	30	31	40	46
营业利润	225	332	438	489
营业外收支	(5)	0	0	0
利润总额	221	332	438	489
所得税	8	13	18	20
净利润	213	319	421	470
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	213	319	421	470
EBITDA	289	468	594	673
EPS (最新摊薄)	2.07	3.10	4.10	4.57

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	5.39%	10.45%	28.21%	15.47%
营业利润	127.38%	47.22%	32.05%	11.64%
归属母公司净利润	119.49%	49.66%	32.05%	11.64%
获利能力				
毛利率	22.05%	30.25%	30.46%	30.05%
净利率	11.23%	15.22%	15.68%	15.16%
ROE	14.59%	18.09%	19.29%	17.72%
ROIC	9.69%	13.18%	13.87%	13.20%
偿债能力				
资产负债率	41.27%	41.46%	41.53%	39.55%
净负债比率	70.27%	70.82%	71.02%	65.44%
流动比率	1.16	1.21	1.27	1.41
速动比率	0.79	0.89	0.89	1.07
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.76	0.80	0.76
应收账款周转率	5.45	6.74	6.48	6.17
应付账款周转率	5.83	5.66	5.98	5.82
每股指标(元)				
每股收益	2.07	3.10	4.10	4.57
每股经营现金	3.40	5.46	1.81	8.38
每股净资产	14.21	17.15	21.24	25.82
估值比率				
P/E	13.28	8.87	6.72	6.02
P/B	1.94	1.61	1.30	1.07
EV/EBITDA	8.68	6.14	5.25	3.92

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>