

海象新材(003011)

报告日期: 2023年07月17日

Q2 业绩超预期，供需格局逆转支撑收入利润释放

——海象新材点评报告

投资要点

□ **公司发布 23H1 业绩预告与 2023 股票激励计划:** 公司预计 23H1 归母净利润 1.76-1.98 亿, 同比+137%-166%; 扣非 1.74-1.96 亿, 同比+135%-165%, 其中 23Q2 归母 1.1-1.3 亿, 同比+90-129%; 扣非 1.1-1.3 亿, 同比+89-128%, Q2 业绩超越市场预期。公司同步发布 2023 年股权激励计划, 2023-2025 年营收或利润目标为: 基于 2022 年业绩基数(收入/利润)增长 10%/20%/40%, 授予价格 23.39 元/股, 23 年收入增长目标考虑产能释放与当前供需格局预计达成率较高。

□ **供需逆转+原材料+汇兑驱动收入/利润超预期**

收入端: Q2 收入端预计亦超预期, 22Q2 海运影响下集中确认收货形成高基数, 考虑产能释放节奏, 此前我们预估 Q2 收入增长或存压力, 本轮供需格局逆转后, 公司产品供不应求, 或带动产成品库存下降与国内产能利用率提升, 对应 Q2 收入或有近双位数增长。

利润端: 预计 Q2 利润率环比 Q1 亦有明显提升主要来源于原材料与人民币贬值两方面。1) **原材料:** Q1 全国电石法 PVC 原材料均价 6226 元/吨, Q2 下降至 5778 元/吨, 环比下降 7pct, 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, 对应原材料下跌 Q2 或有贡献约 2pct 毛利率提升, 2) **汇率:** 我们测算人民币贬值 1%对海象等公司 Q2 净利率都将贡献 1%以上提升, 人民币 Q2 环比显著贬值对应提升公司 Q2 净利率。

预计 Q2 季度净利率或接近历史最高水平, 但行业暂未出现明显调价现象反映供需逆转下的行业生态对公司净利率的强支撑作用。

□ **大客户拓展影响有限, 公司净利率中枢预计不受客户结构影响**

Q2 公司净利率剔除原材料/汇兑影响后预计环比 Q1 仍维持稳定, 符合我们此前判断, 23 年公司净利率中枢预计不受 SHAW 大客拓展影响: SHAW 大客拓展与订单放量源于 22H2, 预计公司 Q1 收入中 SHAW 大客占比比较高, 且 SHAW 大客虽定价低, 但考虑规模效应, 实际净利率与中小客户差异或不明显。

□ **关注供需逆转对行业价盘的支撑作用**

我们再次强调供需格局逆转对公司全年利润率的强支撑作用, 本轮行业越南最大产能退出致供需格局逆转, 公司充分享受原材料、人民币贬值对净利率贡献, 考虑当前相关禁令尚未有变化, 维持此前对行业下半年降价可能性较低判断, 公司高盈利能力有望维持全年。

□ **盈利预测与估值**

考虑 Q2 收入/利润均超预期, 我们上调公司盈利预测, 预计 23-25 年实现收入 21.75/27.89/32.21 亿元, +14.82%/28.22%/15.48%, 实现归母净利润 3.61/4.39/4.91 亿元, +69.67%/21.5%/11.85%, 对应当前估值 9.5/7.8/7.0X, 维持“买入”评级。

□ **风险提示**

行业竞争格局恶化, 下游需求不及预期, 大客拓展不及预期。

投资评级: 买入(维持)

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

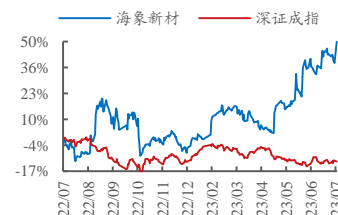
分析师: 马莉
 执业证书号: S1230520070002
 mali@stocke.com.cn

研究助理: 曾伟
 zengwei@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 33.36
总市值(百万元)	3,425.27
总股本(百万股)	102.68

股票走势图



相关报告

1 《产能高速扩张, 大客拓展显成效, PVC 地板龙头崛起》
 2023.05.31

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,894	2,175	2,789	3,221
(+/-) (%)	5.39%	14.82%	28.22%	15.48%
归母净利润	213	361	439	491
(+/-) (%)	119.49%	69.67%	21.50%	11.85%
每股收益(元)	2.07	3.52	4.27	4.78
P/E	16.09	9.48	7.81	6.98

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,149	1,534	1,988	2,502
现金	373	780	766	1,370
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	379	266	595	449
其它应收款	27	66	42	81
预付账款	14	28	27	31
存货	347	385	548	561
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	3,075	3,798	4,499
流动负债	990	1,237	1,521	1,731
短期借款	587	783	980	1,111
应付款项	285	319	395	461
预收账款	0	0	0	0
其他	118	134	146	158
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	1,272	1,556	1,766
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,459	1,803	2,242	2,733
负债和股东权益	2,485	3,075	3,798	4,499

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	349	571	225	853
净利润	213	361	439	491
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	67	(385)	164
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	406	(13)	604

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,894	2,175	2,789	3,221
营业成本	1,477	1,517	1,940	2,253
营业税金及附加	7	17	22	26
营业费用	133	181	232	267
管理费用	39	54	70	81
研发费用	47	61	78	90
财务费用	(11)	(3)	28	37
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	33	42	48
营业利润	225	376	457	511
营业外收支	(5)	0	0	0
利润总额	221	376	457	511
所得税	8	15	18	20
净利润	213	361	439	491
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	213	361	439	491
EBITDA	289	482	613	694
EPS (最新摊薄)	2.07	3.52	4.27	4.78

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	5.39%	14.82%	28.22%	15.48%
营业利润	127.38%	66.90%	21.50%	11.85%
归属母公司净利润	119.49%	69.67%	21.50%	11.85%
获利能力				
毛利率	22.05%	30.25%	30.46%	30.05%
净利率	11.23%	16.60%	15.73%	15.24%
ROE	14.59%	20.03%	19.57%	17.96%
ROIC	9.69%	13.48%	14.15%	13.44%
偿债能力				
资产负债率	41.27%	41.37%	40.98%	39.26%
净负债比率	70.27%	70.57%	69.43%	64.65%
流动比率	1.16	1.24	1.31	1.45
速动比率	0.79	0.90	0.92	1.10
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.78	0.81	0.78
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	3.52	4.27	4.78
每股经营现金	3.40	5.56	2.19	8.30
每股净资产	14.21	17.56	21.83	26.61
估值比率				
P/E	16.09	9.48	7.81	6.98
P/B	2.35	1.90	1.53	1.25
EV/EBITDA	8.68	5.93	5.01	3.74

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>