

# 海象新材 (003011)

证券研究报告

2021年04月22日

## PVC 地板行业需求向好，越南海欣产能释放可期

公司发布 20 年度及 21 年一季度报告，20 年公司实现收入 12.24 亿元，同比增长 42.52%，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现 2.24/3.50/3.41/3.10 亿元，Q2/Q3/Q4 同比分别增长 57.13%/50.67%/18.17%，伴随 21Q1 公司产能释放，21Q1 公司实现营业收入 3.63 亿元，同比大幅增长 61.75%。20 年公司实现归母净利润 1.88 亿元，同比增长 36.12%，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现 0.31/0.62/0.54/0.41 亿元，Q2/Q3/Q4 同比分别增长 75.21%/25.59%/3.99%，第四季度公司收入利润增速放缓。21Q1 公司实现归母净利润 0.26 亿元，同比减少 18.77%。

**库存量显著提升，或由于海运运力紧张影响短期出货。**20 年公司 PVC 地板产量为 2234.8 万平米，销售额为 2071.0 万平米，库存约为 315.4 万平米，20 年四季度以来，全球海运运力紧张局面逐步加剧，公司生产模式为按订单生产，库存增加或为海运运力紧张影响下短期出货承压。20 年末，公司存货为 2.6 亿元，较 20 年三季度末增长 60%，增加 9826 万元，21 年 Q1 公司存货为 2.98 亿元，较 20 年末增长 14%，较 20 年三季度末增加 1.35 亿元。

**SPC 地板销售规模+75.92%，增速强劲。**20 年 SPC 地板实现销售额 8.47 亿元，同比增长 75.92%，占公司营业收入的 69.23%；LVT 地板实现销售额 1.92 亿元，同比下滑 5.76%；WPC 地板实现销售额 1.73 亿元，同比小幅增长 6.87%，占公司营业收入 14.1%，20 年公司国外业务实现 12.18 亿元，同比增长 43.10%。

**原材料价格上行背景下，短期盈利能力承压。**20 年公司毛利率为 29.75%，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率分别为 28.62%/32.92%/32.13%/24.35%，其中 21Q1 毛利率为 21.22%。公司主要原材料 PVC 采购价格在去年下半年逐步上行，导致 Q4 及 21Q1 毛利率承压，公司采购原材料以“合理库存+以产订购”模式进行，其中 PVC 树脂粉上半年均价为 5.51 元/kg，下半年均价为 6.13 元/kg，环比上涨 11.3%，耐磨层上半年均价为 7.64 元/kg，下半年提升至 8.14 元/kg，印花面料上半年/下半年均价分别为 3.34/3.31 元/kg，基本维持平稳，20 年 PVC 树脂粉及耐磨层采购额占总采购额的 44.14%。分产品来看，20 年 LVT/WPC/SPC 地板毛利率分别为 32.2%/30.8%/28.99%，从单价情况看，20 年上半年/下半年 SPC 地板销售均价分别为 61.04/59.52 元/平米，WPC 地板上半年/下半年销售均价分别为 88.53/85.68 元/平米，LVT 地板上半年/下半年 40.78/41.74 元/平米。

**销售费用率下行，维持研发投入力度。**2020 年公司销售费用率为 8.58%，同比下滑 1.37pct，其中 Q1/Q2/Q3/Q4/21Q1 销售费用率分别为 9.38%/9.62%/10.88%/4.3%/8.05%。20 年公司管理费用率/研发费用率分别为 2.24%/3.02%，各季度管理及研发费用率基本维持平稳。20 年公司财务费用率为 2.77%，全年财务费用 3389.6 万元，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 财务费用率分别为 1.17%/0.86%/3.78%/4.97%，20 年下半年美元汇率显著下行，财务费用率上升主要由于汇兑损失增加，21Q1 公司财务费用率 0.37%，环比显著下行。

**越南海欣产能释放可期，或为公司新的增长点。**截至 21Q1 末，公司固定资产 4.32 亿元，在建工程由 20 年末的 0.56 亿元增长至 21Q1 末的 1.25 亿元，在建工程于 20 年 Q4 及 21 年 Q1 显著增加，公司募投及越南项目逐步投入建设。公司募投项目年产 2000 万平米 PVC 地板产能截至 20 年末项目进度为 10%，越南海欣工厂项目截至 20 年末项目进度为 90%。同时，公司新增租赁越南兴安省文林县 12.56 万方土地用于投资建设越南二期项目。

**盈利预测与评级：行业层面 PVC 地板需求依旧高景气，2020 年中国 PVC 地板（海关编码：39181090）出口为 385.24 亿元，同比增长 15.38%。**短期公司或由于原材料价格上行、海运运力紧张及汇率影响承压，长期依旧

### 投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	60.8 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	73.34
流通 A 股股本(百万股)	18.34
A 股总市值(百万元)	4,459.07
流通 A 股市值(百万元)	1,115.07
每股净资产(元)	16.88
资产负债率(%)	36.54
一年内最高/最低(元)	82.00/46.40

### 作者

范张翔	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080004	
fanzhangxiang@tfzq.com	
尉鹏洁	联系人
weipengjie@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《海象新材 - 首次覆盖报告:高成长 PVC 地板龙头,上市后开启新发展篇章》2020-11-07

看好公司竞争力的提升及国内外优质产能带来的增长，考虑公司越南产能持续投放，上调盈利预测，预计 21/22 年公司归母净利润分别为 2.47/3.81 亿元（原预计 2.22/2.64 亿元），同比分别增长 30.92%/54.76%，维持“买入”评级。

**风险提示：**汇率波动、中美贸易战及海外疫情升级、原材料波动、管理、技术、市场需求、竞争加剧风险等；

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	858.77	1,223.94	1,772.75	2,838.06	3,931.15
增长率(%)	9.57	42.52	44.84	60.09	38.52
EBITDA(百万元)	201.73	289.26	296.42	446.00	594.96
净利润(百万元)	138.32	188.29	246.50	381.48	511.60
增长率(%)	54.42	36.12	30.92	54.76	34.11
EPS(元/股)	1.89	2.57	3.36	5.20	6.98
市盈率(P/E)	32.24	23.68	18.09	11.69	8.72
市净率(P/B)	10.67	3.68	3.04	2.41	1.89
市销率(P/S)	5.19	3.64	2.52	1.57	1.13
EV/EBITDA	0.00	14.77	13.35	8.45	5.86

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	78.02	414.85	655.72	941.32	1,323.61
应收票据及应收账款	161.79	156.28	346.24	329.12	606.35
预付账款	16.39	26.87	12.41	64.17	47.57
存货	154.16	261.00	292.86	650.80	610.27
其他	68.40	235.20	197.26	248.13	324.80
<b>流动资产合计</b>	<b>478.76</b>	<b>1,094.20</b>	<b>1,504.48</b>	<b>2,233.53</b>	<b>2,912.61</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	356.38	442.03	468.26	504.96	534.93
在建工程	45.92	55.93	69.56	89.74	83.84
无形资产	44.15	55.88	54.23	52.59	50.94
其他	11.18	94.43	42.76	45.54	56.62
<b>非流动资产合计</b>	<b>457.63</b>	<b>648.27</b>	<b>634.81</b>	<b>692.82</b>	<b>726.33</b>
<b>资产总计</b>	<b>936.39</b>	<b>1,742.47</b>	<b>2,139.29</b>	<b>2,926.35</b>	<b>3,638.94</b>
短期借款	194.50	193.31	165.94	262.29	376.53
应付票据及应付账款	189.32	229.88	356.84	657.55	706.59
其他	79.85	78.25	118.47	120.13	163.40
<b>流动负债合计</b>	<b>463.66</b>	<b>501.43</b>	<b>641.25</b>	<b>1,039.96</b>	<b>1,246.52</b>
长期借款	0.00	2.36	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	54.77	28.19	31.18	38.05	32.47
<b>非流动负债合计</b>	<b>54.77</b>	<b>30.55</b>	<b>31.18</b>	<b>38.05</b>	<b>32.47</b>
<b>负债合计</b>	<b>518.43</b>	<b>531.98</b>	<b>672.43</b>	<b>1,078.01</b>	<b>1,278.99</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	55.00	73.34	73.34	73.34	73.34
资本公积	145.40	748.32	748.32	748.32	748.32
留存收益	364.62	1,147.02	1,393.52	1,775.00	2,286.60
其他	(147.06)	(758.20)	(748.32)	(748.32)	(748.32)
<b>股东权益合计</b>	<b>417.96</b>	<b>1,210.49</b>	<b>1,466.86</b>	<b>1,848.34</b>	<b>2,359.94</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>936.39</b>	<b>1,742.47</b>	<b>2,139.29</b>	<b>2,926.35</b>	<b>3,638.94</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	138.32	188.29	246.50	381.48	511.60
折旧摊销	31.29	41.73	21.78	24.77	27.57
财务费用	11.98	25.44	2.66	(0.09)	1.02
投资损失	0.00	(18.42)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	69.08	(355.24)	49.20	(137.28)	(219.85)
其它	(66.89)	308.26	(0.00)	0.00	(0.00)
<b>经营活动现金流</b>	<b>183.78</b>	<b>190.06</b>	<b>320.14</b>	<b>268.88</b>	<b>320.34</b>
资本支出	146.02	173.34	57.02	73.13	55.58
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(384.15)	(633.37)	(117.02)	(153.13)	(105.58)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(238.13)</b>	<b>(460.04)</b>	<b>(60.00)</b>	<b>(80.00)</b>	<b>(50.00)</b>
债权融资	230.28	224.13	197.63	294.27	407.24
股权融资	(12.73)	579.14	7.22	0.09	(1.02)
其他	(135.44)	(218.15)	(224.13)	(197.63)	(294.27)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>82.11</b>	<b>585.13</b>	<b>(19.28)</b>	<b>96.72</b>	<b>111.95</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>27.75</b>	<b>315.15</b>	<b>240.86</b>	<b>285.60</b>	<b>382.29</b>

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>858.77</b>	<b>1,223.94</b>	<b>1,772.75</b>	<b>2,838.06</b>	<b>3,931.15</b>
营业成本	574.92	859.85	1,234.82	1,991.75	2,780.26
营业税金及附加	4.81	5.63	8.73	14.31	19.09
营业费用	85.48	105.01	165.92	267.12	366.64
管理费用	23.54	27.45	37.23	59.60	82.55
研发费用	28.05	37.00	51.41	84.05	115.21
财务费用	11.08	33.90	2.66	(0.09)	1.02
资产减值损失	(2.58)	(7.30)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	(1.83)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	18.42	0.00	0.00	0.00
其他	(17.80)	(56.39)	0.00	(0.00)	0.00
<b>营业利润</b>	<b>151.27</b>	<b>202.22</b>	<b>271.98</b>	<b>421.31</b>	<b>566.38</b>
营业外收入	4.00	2.22	2.07	2.77	2.35
营业外支出	0.01	0.47	0.16	0.21	0.28
<b>利润总额</b>	<b>155.26</b>	<b>203.96</b>	<b>273.89</b>	<b>423.86</b>	<b>568.45</b>
所得税	16.94	15.68	27.39	42.39	56.84
<b>净利润</b>	<b>138.32</b>	<b>188.29</b>	<b>246.50</b>	<b>381.48</b>	<b>511.60</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>138.32</b>	<b>188.29</b>	<b>246.50</b>	<b>381.48</b>	<b>511.60</b>
每股收益(元)	1.89	2.57	3.36	5.20	6.98

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	9.57%	42.52%	44.84%	60.09%	38.52%
营业利润	47.51%	33.68%	34.50%	54.91%	34.43%
归属于母公司净利润	54.42%	36.12%	30.92%	54.76%	34.11%
<b>获利能力</b>					
毛利率	33.05%	29.75%	30.34%	29.82%	29.28%
净利率	16.11%	15.38%	13.90%	13.44%	13.01%
ROE	33.09%	15.55%	16.80%	20.64%	21.68%
ROIC	35.78%	38.99%	26.71%	39.24%	44.18%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	55.36%	30.53%	31.43%	36.84%	35.15%
净负债率	36.43%	-15.76%	-31.23%	-35.01%	-38.83%
流动比率	1.03	2.18	2.35	2.15	2.34
速动比率	0.70	1.66	1.89	1.52	1.85
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.93	7.70	7.06	8.40	8.40
存货周转率	6.10	5.90	6.40	6.02	6.23
总资产周转率	1.07	0.91	0.91	1.12	1.20
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.89	2.57	3.36	5.20	6.98
每股经营现金流	2.51	2.59	4.37	3.67	4.37
每股净资产	5.70	16.51	20.00	25.20	32.18
<b>估值比率</b>					
市盈率	32.24	23.68	18.09	11.69	8.72
市净率	10.67	3.68	3.04	2.41	1.89
EV/EBITDA	0.00	14.77	13.35	8.45	5.86
EV/EBIT	0.00	17.10	14.41	8.94	6.14

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com