

2022年10月21日

天振股份（301356.SZ）

投资要点

- ◆ 下周三（10月26日）有一家创业板上市公司“天振股份”询价。
- ◆ **天振股份（301356）：**公司的主营业务为新型PVC复合材料地板的研发、生产和销售，具体产品包括木塑复合地板（WPC地板）、石塑复合地板（SPC地板）、玻镁地板（MGO地板）、塑晶地板（LVT地板）等。公司2019-2021年分别实现营业收入17.28亿元/22.43亿元/31.81亿元，YOY依次为-15.99%/29.82%/41.81%，三年营业收入的年复合增速15.65%；实现归母净利润3.38亿元/3.72亿元/2.79亿元，YOY依次为19.36%/10.04%/-24.98%。最新报告期，2022H1公司实现营业收入17.97亿元；实现归母净利润2.23亿元。公司预计2022年1-9月归母净利润约37,229.00万元至40,229.00万元，同比增长169.16%至190.85%。

① **1、公司是国内率先转型研发生产新型PVC复合材料地板，并跻身行业第一梯队的企业，具备较强的技术研发实力。**2021年公司年产值超过30亿元、年销售量超过5,000万平方米，并以4.97%的市占率在PVC地板出口企业排名中位居第三，是国内PVC地板细分行业龙头之一。具体来看，公司的研发实力强劲；产品品类齐全、覆盖木塑复合地板（WPC地板）、石塑复合地板（SPC地板）、玻镁地板（MGO地板）、塑晶地板（LVT地板）等，能够满足多元化的客户需求，且在环保抑菌、防火阻燃、防水防潮、抗冲击性等多项性能指标皆优于国内或国际标准；其中MGO地板是公司于2018年独立自主研发的新型环保无机复合MGO地板产品，不仅具备传统LVT地板的一切优点，还兼具优异的防水特性和防火特性、防火指标可达国家A2级，拥有强大的稳定性。2021年，公司MGO地板产品已实现3,441.25万元的销售收入，在研发成果转化方面取得阶段性的成功，但目前仍处于市场推广期；预计随着全球范围内的推广力度进一步加强，性能突出的MGO地板产品有望成为公司未来业绩新的增长点。**2、公司拥有长期、稳固的优质客户资源。**公司客户资源优质，前五大客户包括世界最大的地毯生产商SHAW和全球最大的国际化家居及商用地面材料供应商MOHAWK等等。根据公司招股书披露，公司与前五大客户的合作时间基本均在5年以上，体现出较强的客户黏性；尤其是SHAW作为公司的第一大客户，双方自2004年合作至、已超过15年，且近两年来自SHAW的销售收入分别为84,703.96万元、113,039.29万元，始终维持着较为稳定的增长。**3、为降低美国加征关税的影响并满足客户多元化的订单需求，公司成为较早在越南实现投产的PVC地板厂商。**2018年，美国政府宣布对包括PVC地板在内的中国进口商品加征10%关税，并于2019年将关税税率提至25%。为应对中美贸易摩擦带来的不利影响并满足客户多元化的订单需求，公司于2019年在越南设立全资子公司从事PVC地板的生产与销售。2020年越南子公司建设完成并开始投产，随着越南地区产能的逐步释放、占公司整体产能的比例逐步上升，整体上有力抵消美国加征关税带来的不利影响；同时，作为业内较早在越南实现投产的PVC地板厂商，公司具备更优的控费能力及盈利水平，对比2021年财务状况、公司毛利率为20.52%，在同行业上市公司中领先。

② **同行业上市公司对比：**公司专注于新型PVC复合材料地板领域，根据产品的相似性，选取海象新材、爱丽家居等以PVC地板为主营产品的企业为天振股份的可比上市公司。根据可比公司来看，2021年同业平均收入规模为14.38

新股覆盖研究

股价

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	90.00
流通股本（百万股）	
12个月价格区间	/

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.73	2.86	-0.62
绝对收益	-8.96	-19.54	-36.44

分析师

李蕙

SAC 执业证书编号: S0910519100001
 lihui1@huajinsec.cn

相关报告



亿元、PE-TTM（剔除负值/算数平均）为 22.04X、销售毛利率为 12.26%；相较于而言，公司的营收规模与毛利率水平高于同业可比公司。

- ◆ 风险提示：已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差、具体上市公司风险在正文内容中展示等。

公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2019A	2020A	2021A
主营收入(百万元)	1,727.8	2,243.1	3,181.0
同比增长(%)	-15.99	29.82	41.81
营业利润(百万元)	401.4	409.3	286.5
同比增长(%)	10.86	1.96	-29.99
净利润(百万元)	338.4	372.4	279.4
同比增长(%)	19.36	10.04	-24.98
每股收益(元)		4.14	3.10

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、天振股份	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	7
(四) 募投项目投入	8
(五) 同行业上市公司指标对比	8
(六) 风险提示	9

图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化	5
图 2: 公司归母净利润及增速变化	5
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4: 公司 ROE 变化	5
图 5: 2020 年美国各类地板销售金额、比例及较前一年的变化幅度	6
图 6: 2016 年和 2020 年美国进口各类地面装饰材料情况对比	6
图 7: 2015-2020 年我国 PVC 地板出口额统计 (单位: 亿美元)	7
表 1: 公司主要产品的对比情况	4
表 2: 公司 IPO 募投项目概况	8
表 3: 同行业上市公司指标对比	8

一、天振股份

公司是国内新型 PVC 复合材料地板研发、生产及出口的龙头企业之一，主营业务为新型 PVC 复合材料地板的研发、生产和销售，具体产品包括木塑复合地板（WPC 地板）、石塑复合地板（SPC 地板）、玻镁地板（MGO 地板）、塑晶地板（LVT 地板）等。

公司产品具有绿色环保、防火阻燃、脚感舒适、性能稳定、可回收利用等特点，随着全球化战略的推进，公司不断的扩大延长自身的“采购、研发、生产、销售、服务”五位一体的产业链，与全球多家知名专业建材商和一线品牌商形成了长期战略合作伙伴。公司先后被授予 2020 年及 2021 年中国房地产开发企业 500 强石晶地板类首选供应商、2020 年度中国弹性地板行业十大品牌、2020 年度中国弹性地板企业三十强等荣誉称号，并列入首批中国林产品指标机制企业，被认定为浙江省高新技术企业研发中心。

表 1：公司主要产品的对比情况

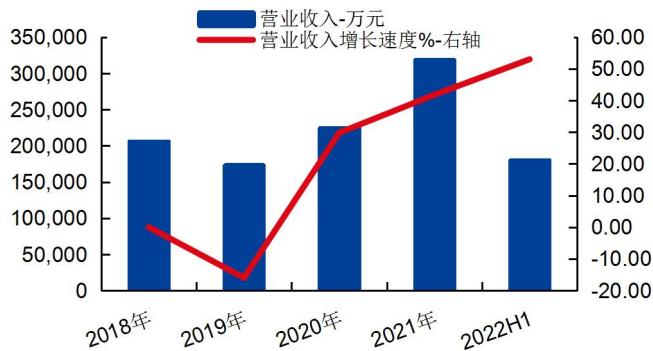
产品名称	产品突出特点比较	工艺难易度	产品市场定位
LVT 地板	绿色环保；防滑耐磨；防水防潮；防火阻燃；高弹性和抗冲击；施工便捷；保养方便	工艺相对简单	中低端产品，定价较低
WPC 地板	具备传统 LVT 地板的一切优点，在物理形态上更接近于木材，环保无醛，材质轻盈	工艺复杂	高端产品，价格略高
SPC 地板	具备传统 LVT 地板的一切优点，在物理形态上更接近于石材，环保抑菌，稳定性和抗冲击性更强	工艺复杂	中高端产品，价格适中
MGO 地板	具备传统 LVT 地板的一切优点，在物理形态上更接近于瓷砖，稳定性和抗冲击性更强，防火性能最好	工艺复杂	高端产品，价格偏高

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

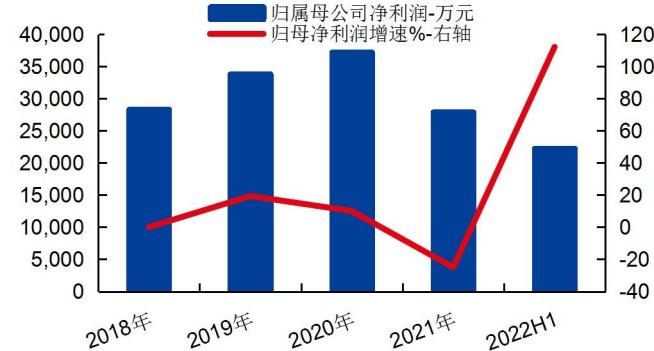
（一）基本财务状况

公司 2019–2021 年分别实现营业收入 17.28 亿元/22.43 亿元/31.81 亿元，YOY 依次为 -15.99%/29.82%/41.81%，三年营业收入的年复合增速 15.65%；实现归母净利润 3.38 亿元/3.72 亿元/2.79 亿元，YOY 依次为 19.36%/10.04%/-24.98%。最新报告期，2022H1 公司实现营业收入 17.97 亿元；实现归母净利润 2.23 亿元。

2021 年，公司主营业务收入按产品类别可分为五大板块，分别为 WPC 地板（10.60 亿元，33.34%）、SPC 地板（18.00 亿元，56.61%）、LVT 地板（2.79 亿元，8.77%）、MGO 地板（0.34 亿元，1.08%）、其他（0.05 亿元，0.17%）。报告期内，WPC 地板和 SPC 地板两类新型 PVC 复合材料地板始终为公司的核心产品和主要收入来源，三年的合计销售收入占比均超过 85%；整体来看，公司主营业务结构并未发生重大改变。

图 1：公司收入规模及增速变化


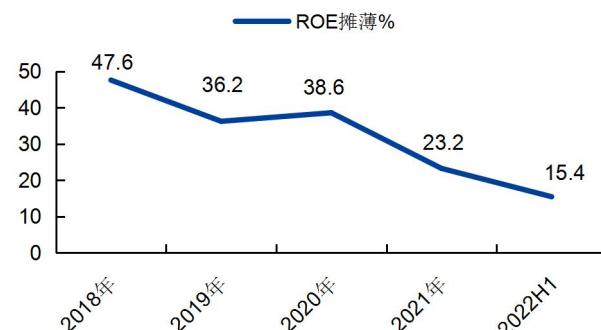
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化


资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化


资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化


资料来源：Wind, 华金证券研究所

（二）行业情况

主营业务为新型 PVC 复合材料地板的研发、生产和销售；根据主营产品类型，公司可归属于“PVC 地板行业”。

传统的地面装饰材料，如地毯、木质地板、石材地板和瓷砖地板等，经常存在刺激性气味、易遭受磨损或腐蚀、安全及环保性能较差、安装及维护程序复杂或价格不菲等部分问题。与此相比，PVC 地板具有传统地面装饰材料难以比拟的优势，PVC 地板产品具有的主要特性如下：①绿色环保，可回收利用；②防滑性能突出，耐磨耐腐蚀，具有吸音降噪功能；③防水防潮、防火阻燃、导热保暖、抗冲击性强；④安装施工快捷、维护方便等。

PVC 地板产品在欧美等发达国家及地区的起步较早，北美地区是目前世界上最主要的 PVC 地板消费区域；根据 Tarkett 集团 2020 年相关报告数据显示，2019 年北美地区 PVC 地板的总销售量为 5.75 亿平方米，约占全球 PVC 地板市场规模的 38.10%。同时，PVC 地板在北美市场的销售额呈逐年上升趋势，最近两年增长势头更为明显；以美国市场为例，根据 Catalina Research 相关数据显示，在 2020 年 PVC 片材地板在美国的销售金额较 2019 年增长了 23.30%，销售面积

较 2019 年增长了 34.10%，而同期其它地板产品较去年的销售金额和面积均保持平稳甚至有所下降。

图 5：2020 年美国各类地板销售金额、比例及较前一年的变化幅度

2020年美国各类地板销售金额、比例及较前一年的变化幅度



资料来源：Catalina Research，华金证券研究所

北美地区的 PVC 地板市场尤其是美国市场经过近一个世纪的发展已经形成了少数几家地板品牌商和建材零售商垄断竞争的格局。随着当地人工成本不断增加，大部分公司选择将生产加工环节通过国外的 OEM 或者 ODM 工厂来完成；根据 Catalina Research 的相关数据统计，美国市场的 PVC 地板进口金额从 2016 年的 20.63 亿美元增长到 2020 年的 48.19 亿美元，PVC 地板占地面装饰材料总进口金额的比例也从 2016 年的 22% 上升到 2020 年的 41%。

图 6：2016 年和 2020 年美国进口各类地面装饰材料情况对比

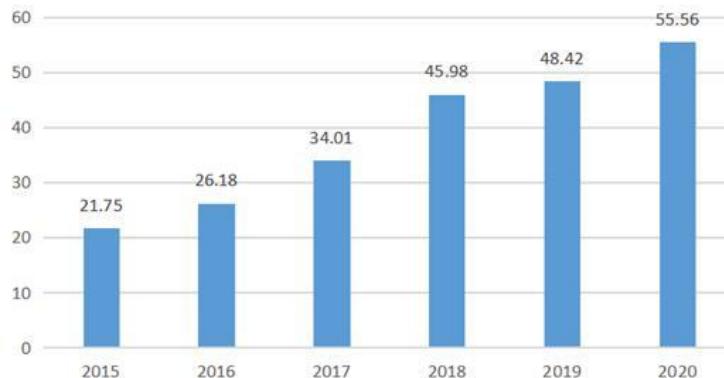


资料来源：U.S. Department of Commerce & Catalina Research，华金证券研究所

国内方面，PVC 地板产品进入我国的时间较晚，但由于其在性能、成本和安装等方面具有一定的优势，PVC 地板在国内商务和公共区域已经得到了一定程度的普及，国内许多商场、医院、写字楼、学校和酒店等场所都开始流行使用 PVC 地板。同时，在进出口方面，近年来，PVC 地板在全球尤其是欧美发达国家和地区的需求持续放量，中国作为世界上规模最大的 PVC 地板出口国其出口规模也相应地不断增加。根据中国海关相关数据统计，2015 年至 2020 年我国出口 PVC 地板金额从 21.75 亿美元增长到 55.56 亿美元，年均复合增长率达 20.63%。

图 7：2015-2020 年我国 PVC 地板出口额统计（单位：亿美元）

2015-2020年我国PVC地板出口额统计（单位：亿美元）



资料来源：中国海关，华金证券研究所

（三）公司亮点

1、公司是国内率先转型研发生产新型 PVC 复合材料地板，并跻身行业第一梯队的企业，具备较强的研发实力。2021 年公司年产值超过 30 亿元、年销售量超过 5,000 万平方米，并以 4.97% 的市占率在 PVC 地板出口企业排名中位居第三，是国内 PVC 地板细分行业龙头之一。具体来看，公司的研发实力强劲；产品品类齐全、覆盖木塑复合地板（WPC 地板）、石塑复合地板（SPC 地板）、玻镁地板（MGO 地板）、塑晶地板（LVT 地板）等，能够满足多元化的客户需求，且在环保抑菌、防火阻燃、防水防潮、抗冲击性等多项性能指标皆优于国内或国际标准；其中 MGO 地板是公司于 2018 年独立自主研发的新型环保无机复合 MGO 地板产品，不仅具备传统 LVT 地板的一切优点，还兼具优异的防水特性和防火特性、防火指标可达国家 A2 级，拥有强大的稳定性。2021 年，公司 MGO 地板产品已实现 3,441.25 万元的销售收入，在研发成果转化方面取得阶段性的成功，但目前仍处于市场推广期；预计随着全球范围内的推广力度进一步加强，性能突出的 MGO 地板产品有望成为公司未来业绩新的增长点。

2、公司拥有长期、稳固的优质客户资源。公司客户资源优质，前五大客户包括世界最大的地毯生产商 SHAW 和全球最大的国际化家居及商用地面材料供应商 MOHAWK 等等。根据公司招股书披露，公司与前五大客户的合作时间基本均在 5 年以上，体现出较强的客户黏性；尤其是 SHAW 作为公司的第一大客户，双方自 2004 年合作至、已超过 15 年，且近两年来自 SHAW 的销售收入分别为 84,703.96 万元、113,039.29 万元，始终维持着较为稳定的增长。

3、为降低美国加征关税的影响并满足客户多元化的订单需求，公司成为较早在越南实现投产的 PVC 地板厂商。2018 年，美国政府宣布对包括 PVC 地板在内的中国进口商品加征 10% 关税，并于 2019 年将关税税率提至 25%。为应对中美贸易摩擦带来的不利影响并满足客户多元化的订单需求，公司于 2019 年在越南设立全资子公司从事 PVC 地板的生产与销售。2020 年越南子公司建设完成并开始投产，随着越南地区产能的逐步释放、占公司整体产能的比例逐步上升，整体上有力抵消美国加征关税带来的不利影响；同时，作为业内较早在越南实现投产的 PVC 地板厂商，公司具备更优的控费能力及盈利水平，对比 2021 年财务状况、公司毛利率为 20.52%，在同行业上市公司中领先。

(四) 募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 2 个项目以及补充流动资金。

1、年产 3000 万平米新型无机材料复合地板智能化生产线项目：本项目拟购置先进的石塑线、LVT 挤塑线、WPC 挤塑线、混料系统、豪迈开榫机、乳胶线、油漆线等设备，形成年产 3,000 万平米新型无机材料复合地板的生产能力；项目计划在一年内全面建成投产，第二年投产，当年生产负荷达到设计生产能力的 40%，第三年生产负荷达到设计生产能力的 60%，第四年生产负荷达到设计生产能力的 80%，第五年完全达产。

2、年产 2500 万平米新型无机材料复合地板智能化生产线项目：本项目拟购置先进的双螺杆生产线、混料系统、豪迈开榫机、倒角线、油漆线等设备，形成年产 2,500 万平米 SPC 地板的生产能力，产品具有质轻、耐磨、阻燃、防潮等特点；项目计划一年内完成土建施工及设备安装工作并开始试生产，当年达到设计产能的 40%，第二年达到设计产能的 60%，第三年达到设计产能的 80%，第四年实现完全达产。

表 2：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金 金额(万元)	项目建设期
1	年产 3000 万平米新型无机材料复合地板智能化生产线项	66,200.00	66,200.00	1 年
2	年产 2500 万平米新型无机材料复合地板智能化生产线项目	41,100.00	41,100.00	1 年
3	补充流动资金	30,000.00	30,000.00	—
	合计	137,300.00	137,300.00	—

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

(五) 同行业上市公司指标对比

2021 年度，公司实现营业收入 31.81 亿元，同比增长 41.81%；实现归属于母公司净利润 2.79 亿元，同比下降 24.98%。根据初步预测，公司预计 2022 年 1-9 月实现营业收入为 243,570.00 万余至 263,570.00 万元，同比增长 21.22% 至 31.17%；预计实现归母净利润 37,229.00 万元至 40,229.00 万元，同比增长 169.16% 至 190.85%；预计实现扣除非经常性损益后净利润 36,571.07 万元至 39,571.07 万元，同比增长 136.57% 至 155.97%。

公司专注于新型 PVC 复合材料地板领域，根据产品的相似性，选取海象新材、爱丽家居等以 PVC 地板为主营产品的企业为天振股份的可比上市公司。根据可比公司来看，2021 年同业平均收入规模为 14.38 亿元、PE-TTM（剔除负值/算数平均）为 22.04X、销售毛利率为 12.26%；相较而言，公司的营收规模与毛利率水平高于同业可比公司。

表 3：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2021 年收入 (亿元)	2021 年收 入增速	2021 年归 母净利润 (亿元)	2021 年净 利润增长 率	2021 年 销售毛利 率	2021 年 ROE 推 薄
003011.SZ	海象新材	26.17	22.04	17.98	46.87%	0.97	-48.50%	16.75%	7.62%
603221.SH	爱丽家居	19.39	-146.23	10.78	0.08%	0.06	-92.59%	7.78%	0.41%

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2021 年收入 (亿元)	2021 年收 入增速	2021 年归 母净利润 (亿元)	2021 年净 利润增长 率	2021 年 销售毛利 率	2021 年 ROE 摊 薄
301356.SZ	天振股份	/	/	31.81	41.81%	2.79	-24.98%	20.52%	23.23%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

(六) 风险提示

无法保持技术领先风险、产品质量下降风险、核心技术人才流失和技术泄密风险、客户集中度较高的风险、出口退税政策变动风险、市场需求波动风险、原材料价格波动风险、境外经营的风险、毛利率持续下降风险、应收账款的回款风险、存货周转及跌价风险、实交易金融衍生工具的风险、实际控制人控制不当风险、经营规模扩大引致的管理风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn