

# PVC 地板出口龙头，北美布局产能加速发展

## 增持（首次）

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2,025E
营业收入（百万元）	1,078.47	798.95	1,185.93	1,617.59	2,036.72
同比	0.08%	-25.92%	48.44%	36.40%	25.91%
归母净利润（百万元）	5.88	-35.64	74.91	136.43	192.46
同比	-92.59%	-706.12%	310.20%	82.12%	41.07%
EPS-最新摊薄（元/股）	0.02	-0.15	0.31	0.57	0.80
P/E（现价&最新摊薄）	384.50	-	30.18	16.57	11.75

关键词：#业绩超预期

### 投资要点

- 爱丽家居成立于1999年，是国内最早从事PVC地板生产的企业之一。2020年爱丽家居正式在上交所A股主板上市，成为PVC弹性地板行业第一股。公司被纳入HOME DEPOT等全球知名家居建材超市的供应链体系，建立了稳定的供货关系。公司主要2023年Q1-Q3公司营收规模同比增长25.96%，增速远超同业。
- PVC地板渗透率持续提升，美国地产后周期景气度提升有望带动需求。1) PVC地板对传统地面装饰材料替代性显著，美国市场的LVT渗透率从2012年的3.77%快速提升到了2022年的28.03%，而地毡等其他地材的结构占比持续下降，LVT凭借其优异的性能和高性价比市场份额迅速提升。2) 美国地产后周期景气度提升，下游补库需求有望提升。2024年美联储降息预期显著增强，房贷利率有望逐步回落。同时，从各部门的库存来看，制造商/批发商去库状态领先于零售商，制造商和批发商的库存同比增速已处于历史较低位置，零售商库存增速虽未降到历史低位水平但已拐头向上，预计外需有望逐步好转。
- 公司是家得宝核心供应商，有望受益于转单带来业务规模增长。1) 盈利水平回升：随着原材料及海运成本、人民币兑美元汇率下行，行业盈利继续修复，此前公司毛利率从2019年的23.72%下滑至2022年的3.42%，2023Q3公司单季度毛利率修复至22.78%。2) 收入规模向上：由于同行业海象新材、天振股份等公司均受到美国海关溯源检查，业务规模大幅下滑。公司2021年开始在美国建设生产基地，目前北美生产基地基本建成，已经开始试产，并将逐步投入生产经营；2023年7月公司拟在墨西哥新设子公司并投资不超过3000万美元建厂，进一步提高海外交付能力，或受益于海外客户的转单效应带来规模扩张。
- 盈利预测与投资评级：公司在PVC地板方面深耕多年，与国际知名地板用品贸易商、品牌商VERTEX建立了稳定的合作关系，被纳入HOME DEPOT等全球知名家居建材超市的供应链体系。随着海外地产景气度提升、下游逐步开启补库周期，原材料价格低位、海运价格及人民币汇率因素的影响减少，公司盈利水平逐步修复。我们预计公司2023-2025年的归母净利润为0.75/1.36/1.92亿元，对应EPS分别为0.31/0.57/0.80元/股，对应PE分别为30X/17X/12X，考虑到公司北美产能布局、业绩弹性较大，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：原材料价格波动的风险、汇率波动的风险、美国贸易政策的风险、客户集中度较高的风险。

2024年02月02日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书：S0600522100001

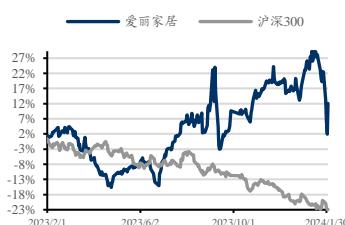
fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 任婕

执业证书：S0600522070003

renj@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	9.42
一年最低/最高价	6.98/11.46
市净率(倍)	1.58
流通A股市值(百万元)	2,260.80
总市值(百万元)	2,260.80

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.96
资产负债率(% ,LF)	25.77
总股本(百万股)	240.00
流通A股(百万股)	240.00

### 相关研究

## 内容目录

1. 爱丽家居：规模较大的 PVC 地板出口龙头 .....	4
2. PVC 地板渗透率持续提升，美国地产后周期景气度提升有望带动需求 .....	7
2.1. PVC 地板对传统地材替代性显著，美国市场弹性地板渗透率持续提升 .....	9
2.2. 美国地产后周期景气度提升，下游补库需求有望提升 .....	10
3. 公司是家得宝核心供应商，北美布局产能有望提升市场份额 .....	13
3.1. 与核心客户长期稳定合作，有望受益于下游补库需求 .....	13
3.2. 公司在美国设有生产基地，对核心客户的供应能力进一步加强 .....	14
4. 盈利预测 .....	16
4.1. 盈利预测假设 .....	16
4.2. 投资建议 .....	17
5. 风险提示 .....	18

## 图表目录

图 1: 爱丽家居营业收入及增速.....	5
图 2: 爱丽家居归母净利润及增速.....	5
图 3: 爱丽家居销售毛利率和销售净利率.....	5
图 4: 爱丽家居分产品毛利率变动情况.....	5
图 5: 爱丽家居单季度销售毛利率和销售净利率.....	6
图 6: 公司产品的主要原材料 PVC 价格变动情况.....	6
图 7: 海运价格指数.....	6
图 8: 美元兑人民币汇率.....	6
图 9: 爱丽家居分产品收入结构.....	7
图 10: 爱丽家居分区域业务结构.....	7
图 11: 爱丽家居股权结构图（截至 2023 年 Q3 末）.....	7
图 12: PVC 地板主要应用场景.....	8
图 13: 2012-2022 年美国 LVT 地板市场销售额及增速.....	9
图 14: 美国市场 LVT 渗透率提升情况（包括 WPC 和 SPC）.....	9
图 15: 2011-2022 年美国地面装饰材料整体市场规模及增速.....	9
图 16: 2011-2022 年美国地面装饰材料整体市场结构变动 .....	9
图 17: 美国弹性地板结构占比情况（按金额） .....	10
图 18: 美国弹性地板结构占比情况（按销量） .....	10
图 19: 2021-2023 年 11 月 PVC 地板单月出口额及增速.....	11
图 20: 2015-2023 M1-11 我国 PVC 地板出口额及增速.....	11
图 21: 美国成屋及新屋库存水平.....	11
图 22: 美国成屋及新屋销售情况.....	11
图 23: 美国抵押贷款固定利率 (%) .....	12
图 24: 美国新屋开工同比情况已有明显好转.....	12
图 25: 美国制造商/批发商/零售商库存同比变动 .....	12
图 26: 美国家居建材批发商库销比变动情况.....	13
图 27: 美国家居建材零售商库销比情况.....	13
图 28: 爱丽家居对第一大客户销售的规模及占比情况.....	14
图 29: 家得宝库存销售比变动情况.....	14
图 30: 家得宝库存金额变动情况（亿美元） .....	14
图 31: 海象新材季度营收变动情况.....	15
图 32: 天振股份季度营收变动情况.....	15
图 33: 爱丽家居固定资产变动情况（百万元） .....	15
图 34: 爱丽家居产量变动情况（万平方米） .....	15
表 1: 爱丽家居主要细分产品具体介绍情况.....	4
表 2: PVC 地板不同品类特点.....	8
表 3: 爱丽家居分业务预测.....	16
表 4: 可比公司盈利预测与估值（截至 2024 年 2 月 1 日） .....	17

## 1. 爱丽家居：规模较大的 PVC 地板出口龙头

爱丽家居成立于 1999 年，是国内最早从事 PVC 地板生产的企业之一。2005 年公司发明了颠覆性创新型产品——悬浮地板；2017 年爱丽有限完成股份制改造；2020 年爱丽家居正式在上交所 A 股主板上市，成为 PVC 弹性地板行业第一股。公司目前主要产品包括悬浮地板、锁扣地板、普通地板，其中锁扣地板占比最高，锁扣地板主要分为 WPC 地板，又称木塑地板；SPC 地板，又称石塑地板。两者主要区别在于 WPC 有 PVC 中料层，具备了 LVT 的优良性能，同时增加了 WPC 基材层，也可增加基底层，比如静音垫、软木垫、磁性层等，具有隔音功效；而 SPC 产品无 PVC 中料层，工艺相对简单，SPC 基材层中钙粉含量较高，因此相较 WPC 地板其抗冲击性和稳定性更好，但弹性欠佳。

表1：爱丽家居主要细分产品具体介绍情况

主要产品	产品描述	产品图示
悬浮地板	该系列产品属于行业首创，产品由面层地板和垫层地板通过胶水错位复合而成，错位复合形成的铺设连接边使其具有铺设快捷、拆卸方便的特点。其面层地板由表面抗菌 UV 涂层、透明耐磨层、仿石纹木纹的印刷层和稳定且有弹性的基材层组成，其垫层地板主要系同材质的基材层以提供上下复合错位拼接的功能。该产品主要适用于家庭装修，尤其流行于 DIY 地板市场。	
锁扣地板	该系列产品采用了具有榫槽和榫舌的锁扣系统，铺装时利用锁扣系统将地板拼接成整体。其由表面抗菌耐刮 UV 涂层、透明耐磨层、仿石纹木纹的印刷层和体现强度韧性的基材层、控制产品热胀冷缩的玻纤层以及起到整体平衡的基材平衡层复合而成。在此基础上，经高精度自动化开槽设备精准开槽而成。该产品定位于家装和工装的中高端市场，具有吸音、防火、抗菌、脚感舒适、铺装较为方便的特点。	
普通地板	该系列产品是塑料地板产生以来经久不衰的经典产品，由表面抗菌耐刮 UV 涂层、透明耐磨层、图案色彩鲜艳逼真的仿石纹、木纹的印刷层和提供弹性、韧性、刚性的基材层组合而成，需利用胶水进行铺装。普通地板产品具有性价比高，易于保养、维护，脚感较为舒适、铺设较为方便等特点。其广泛适用于各类家装、工装场合。	

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

**收入增速加快，盈利能力触底回升。**随着海外 PVC 地板渗透率提升、WPC 市场需求增加，公司 2015-2018 年营收规模快速增长；后续随着 SPC 快速发展，而公司主营产品为 WPC，公司 2019 年以来收入增速有所下滑，加之原材料成本、海运运费、人民币汇率等因素影响公司盈利水平，2023 年开始公司业务规模和业绩逐步回升。2023Q1-3 公司实现营业收入 7.89 亿元，同比增长 25.96%；归母净利润 3152 万元，同比增长 211.77%。

图1：爱丽家居营业收入及增速



数据来源：WIND，东吴证券研究所

2020年以来由于原材料价格上涨、人民币升值、海运费用暴涨等因素影响公司盈利承压，毛利率从2019年的23.72%下滑至2022年的3.42%。2023年公司盈利能力显著修复，2023Q1-3公司销售毛利率16.94%。

图3：爱丽家居销售毛利率和销售净利率



数据来源：WIND，东吴证券研究所

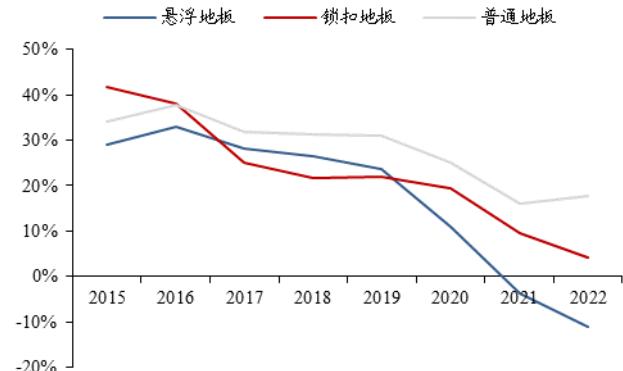
原材料及海运成本、人民币兑美元汇率下行，行业盈利继续修复。由于人民币贬值、海运运价回归正常，主要原材料PVC的价格持续回落至5600元/吨左右，公司主要产品的毛利率持续修复，2023Q3单季度公司销售毛利率已修复至22.78%。

图2：爱丽家居归母净利润及增速



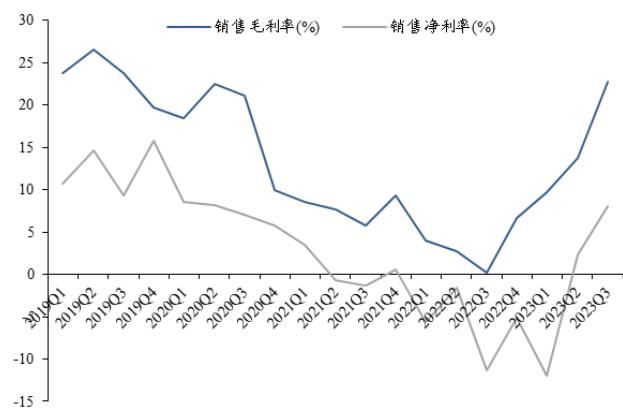
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图4：爱丽家居分产品毛利率变动情况



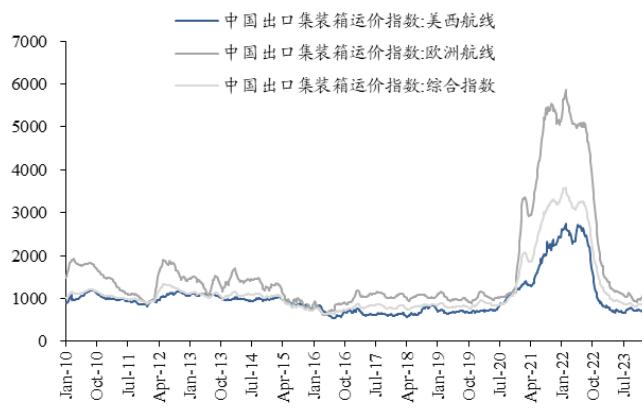
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图5：爱丽家居单季度销售毛利率和销售净利率



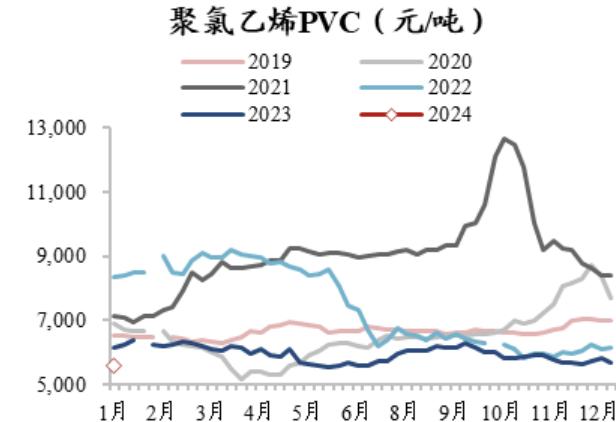
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图7：海运价格指数



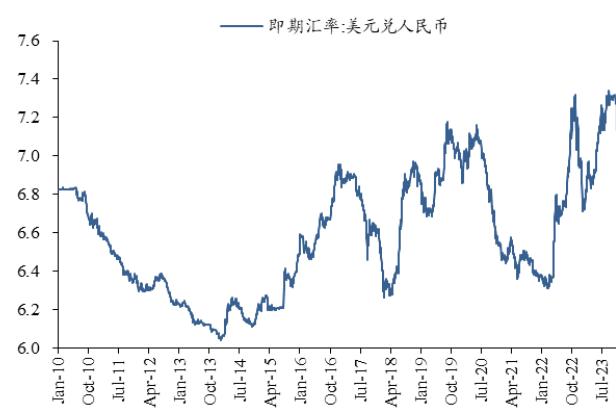
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图6：公司产品的主要原材料 PVC 价格变动情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

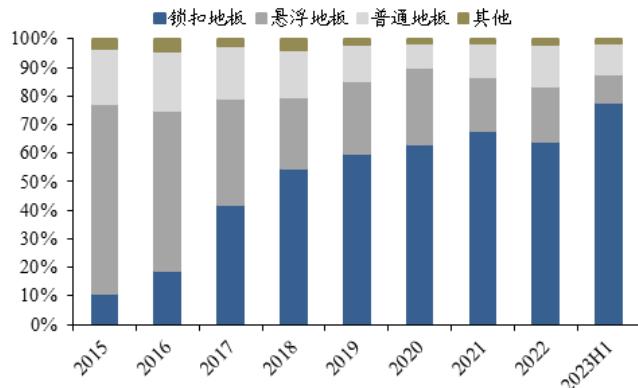
图8：美元兑人民币汇率



数据来源：WIND，东吴证券研究所

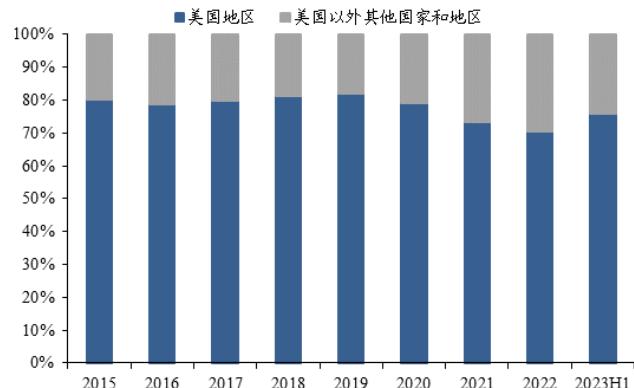
**锁扣地板占比持续提升，美国地区是公司产品主要销往地区。**分产品结构来看，随着 WPC 和 SPC 产品在欧美国家的快速渗透，公司锁扣地板销售比例也持续增加，公司锁扣地板销售占比从 2015 年的 10.87% 提升到 2023H1 的 77.81%。分区域结构来看，公司产品销售以出口欧美为主，2023H1 公司欧美业务占比达到 97.34%，其中，美国地区销售占比为 75.86%。

图9：爱丽家居分产品收入结构



数据来源：WIND，东吴证券研究所

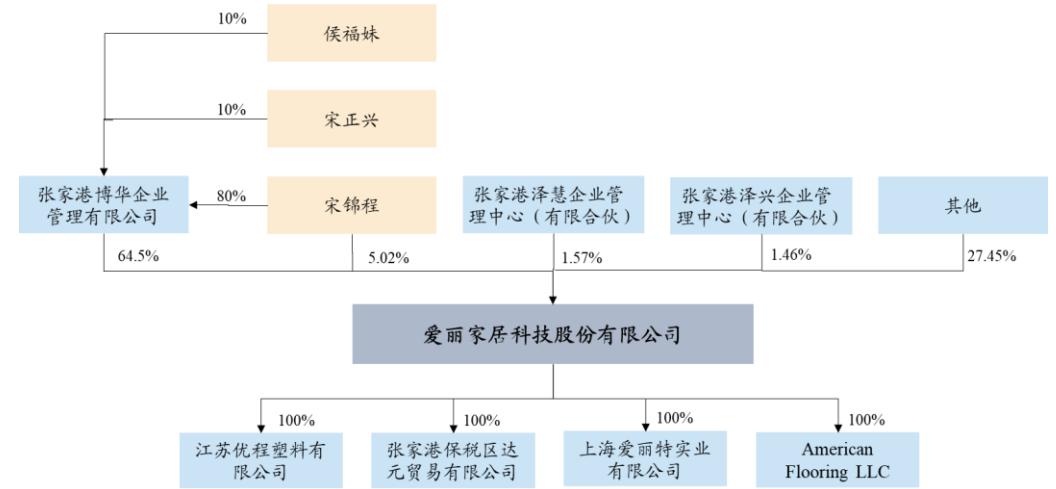
图10：爱丽家居分区域业务结构



数据来源：WIND，东吴证券研究所

**股权结构稳定集中。**截至 2023Q3 末，公司控股股东为博华有限，持有公司 64.5% 的股份，其中董事长宋正兴、副董事长及总经理宋锦程、侯福妹为公司的实际控制人。公司副董事长宋锦程直接持有公司 5.02% 的股份，通过博华有限间接持有公司 51.6% 的股份。此外，泽兴管理、泽慧管理系公司员工持股平台，分别持有公司 1.46%、1.57% 的股份。

图11：爱丽家居股权结构图（截至 2023 年 Q3 末）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

## 2. PVC 地板渗透率持续提升，美国地产后周期景气度提升有望带动需求

PVC 弹性地板是一种以 PVC 树脂粉、增塑剂、石粉等为原材料，经过挤塑、热压、回火、淋膜等工序制作而成的新型轻体装饰材料，广泛应用于家庭、医院、学校、办公室、超市、商业等各种场所。欧美等发达国家及地区的 PVC 弹性地板产品起步较早，市场认知和接受程度较高，是全球主要的 PVC 弹性地板消费区域。发展中国家和地区的 PVC 弹性地板市场尚处于起步和发展阶段，行业内生产企业主要为境外贸易商、品牌商

提供 OEM、ODM 产品。

图12：PVC 地板主要应用场景



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

PVC 地板具体包括 LVT、WPC、SPC、MGO 地板等。其中，WPC、SPC 和 MGO 地板都是新型 PVC 复合材料地板，WPC 和 SPC 是目前最为主流的热销产品。SPC 和 WPC 在外观方面区别不大，二者借助于数字印刷技术，可以做到仿石材、陶瓷、木材、地毯等纹理。由于 SPC 地板的核心层由石灰石组成，因此与 WPC 地板相比密度更高，并且更耐用。高密度使得 SPC 与 WPC 相比抗刮擦和抗凹痕的能力更强。WPC 地板中含有发泡剂，通常脚感更好并且具有更好的吸音性能。

表2：PVC 地板不同品类特点

产品名称	产品发展历史	产品突出特点比较	工艺难度	产品市场定位	目前市场应用情况
LVT 地板	上世纪 70~80 年代开始出现	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	传统产品，市场份额受到 WPC 地板和 SPC 地板的冲击在逐渐缩小
WPC 地板	木塑复合材料诞生于 2005 年，以此为基础的 WPC 地板于 2012 年诞生，至今依然风靡欧美发达国家市场	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	新型 PVC 复合材料地板，主流热销产品
SPC 地板	2015 年前后开始出现，2018 年左右开始在欧美发达国家流行，已经逐渐成为一种新的潮流	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，稳定性好，抗冲击性更强	工艺复杂	中高端产品，价格适中	新型 PVC 复合材料地板，主流热销产品
MGO 地板	玻镁材料起源于上世纪 90 年代，近几年来开始被应用于地板领域	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	新型 PVC 复合材料地板，市场推广期

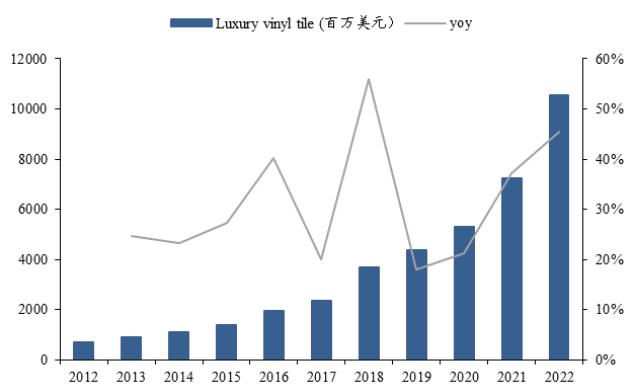
数据来源：天振股份招股说明书，东吴证券研究所

## 2.1. PVC 地板对传统地材替代性显著，美国市场弹性地板渗透率持续提升

美国市场 LVT 渗透率快速提升，2012-2022 年销售额年均复合增速达到 30.82%。

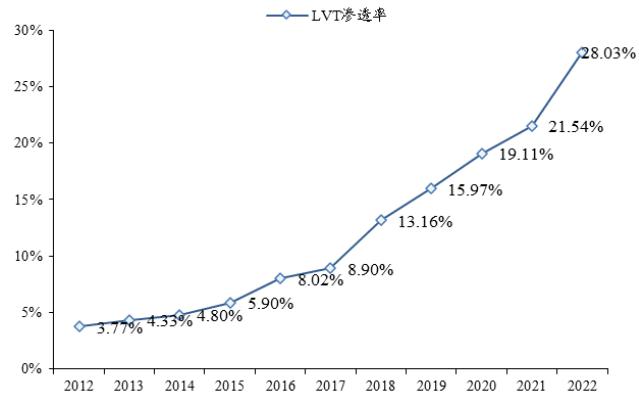
美国市场 LVT 产品销售旺盛（包括 WPC 和 SPC 等），2022 年美国 LVT 销售额 105.4 亿美元，同比增长 45.44%，2012-2022 年年均复合增速 30.82%。美国市场的 LVT 渗透率从 2012 年的 3.77% 快速提升到了 2022 年的 28.03%。随着新产品的推出，消费者的接受度不断提高，LVT 渗透率快速提升。

图13：2012-2022 年美国 LVT 地板市场销售额及增速



数据来源：Floor Covering Weekly，东吴证券研究所

图14：美国市场 LVT 渗透率提升情况（包括 WPC 和 SPC）

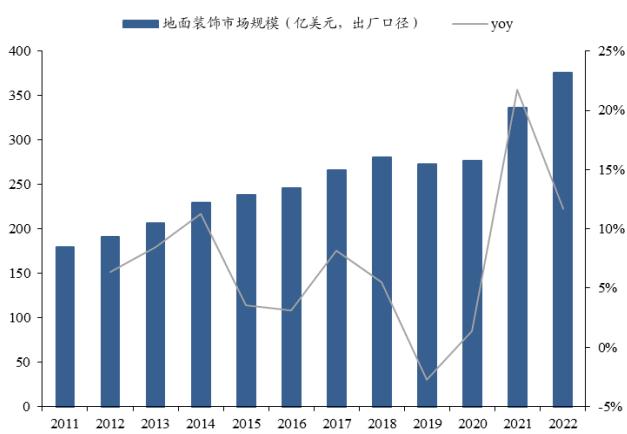


数据来源：Floor Covering Weekly，东吴证券研究所

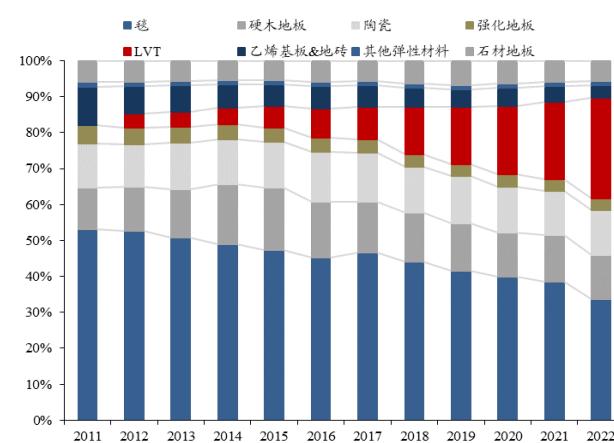
图15：2011-2022 年美国地面装饰材料整体市场规模及增速

LVT 增速显著快于地面装饰材料市场整体，对地毯等地材的替代性显著。美国地面装饰材料市场稳步增长，2022 年市场规模 376 亿美元，同比增长 11.74%。2011-2022 年美国地面装饰材料复合增速 6.97%。从地面装饰材料的市场结构变动来看，地毯的结构占比持续下降，而 LVT 占比迅速提升。

图16：2011-2022 年美国地面装饰材料整体市场结构变动



数据来源：Floor Covering Weekly，东吴证券研究所

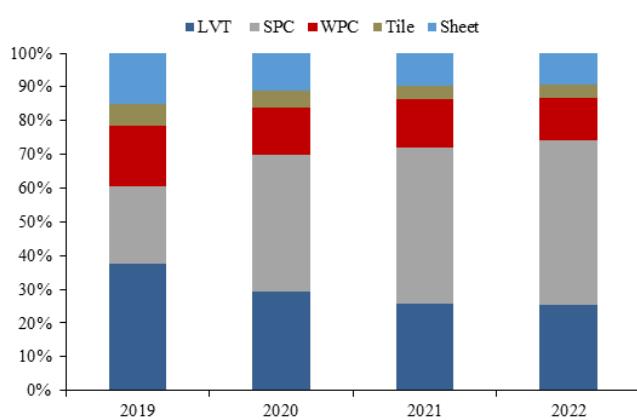


数据来源：Floor Covering Weekly，东吴证券研究所

在弹性地板结构中，SPC 是过去几年增速最快的品类。根据 Floor Covering News 的

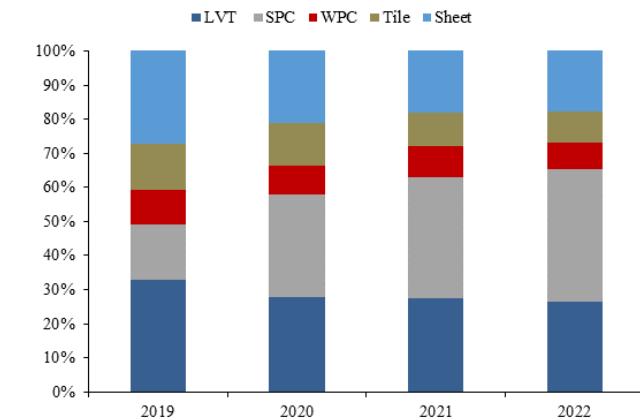
统计，SPC 在弹性地板中的占比从 2018 年的 22.90% 提升到 2022 年的 48.40%（按金额计），占比及增速超出其他类型的弹性地板。尽管价格和定位更高的 WPC 在过去几年中也保持着增速，但增速远不及 SPC，SPC 的快速发展的驱动因素主要是来自价格端的高性价比。由于 SPC 的快速发展，对于零售商的采购和供应也造成一定影响，过去几年中主要出口 WPC 的爱丽家居业务规模受影响有一定下滑。但根据 Floor Covering Weekly 的报道，由于过去几年原材料成本的快速上行，近期部分经销商出于对入门级 SPC 产品质量的担忧转回 WPC 产品，预计低价 SPC 对 WPC 产品的挤压有望缓解。

图17：美国弹性地板结构占比情况（按金额）



数据来源：Floor Covering News, 东吴证券研究所

图18：美国弹性地板结构占比情况（按销量）

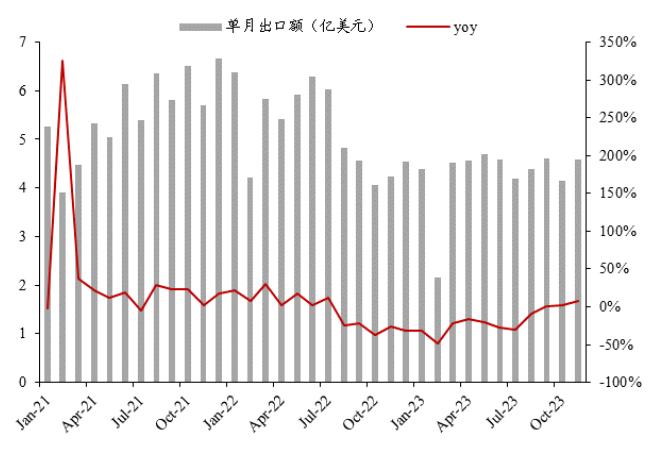


数据来源：Floor Covering News, 东吴证券研究所

## 2.2. 美国地产后周期景气度提升，下游补库需求有望提升

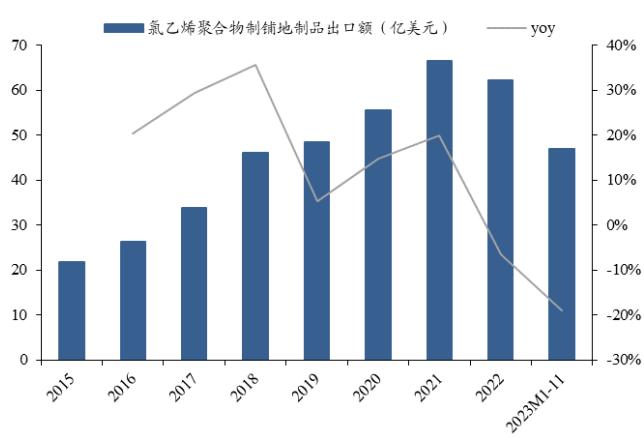
我国 PVC 制造商的业务以出口欧美市场为主，出口景气度回升。我国氯乙烯聚合物制铺地制品（商品编码 39181090）出口额从 2014 年的 21.75 亿美元提升到 2021 年的 66.57 亿美元，2022 年由于美国地产景气度下行，去库周期开启，整体出口规模同比下滑 6.47%，2023 年 1-11 月出口规模同比继续下滑 18.93%。2023 年 8 月开始，氯乙烯聚合物制铺地制品出口额单月同比降幅收窄至 -9.08%，并于 9 月同比转正，2023 年 11 月出口额同比增速为 8.37%，PVC 地板出口景气度逐步改善。

图19：2021-2023年11月PVC地板单月出口额及增速



数据来源：海关总署，东吴证券研究所

图20：2015-2023M1-11我国PVC地板出口额及增速



数据来源：海关总署，东吴证券研究所

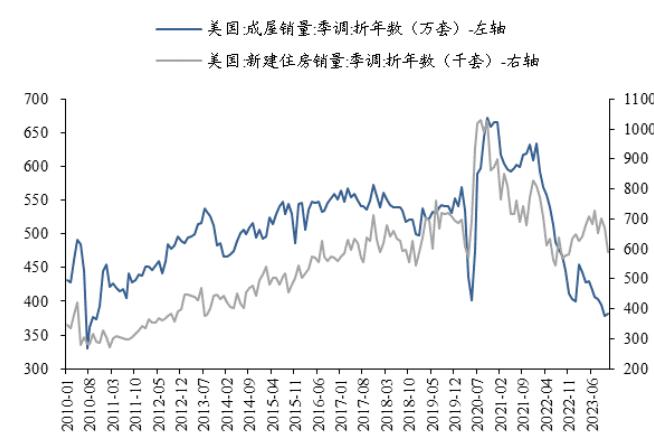
2020年下半年开始，美国市场人们从城市迁往郊区尤其是长租别墅社区，不断爆发的需求刺激了房地产市场的供给，同时大量存量房不断释放再交易，叠加低利率，美国房地产价格和景气指数呈现阶段性上升态势，2021年房地产投资持续回升，销量创下2006年房地产泡沫高峰以来的最高水平。2022年3月开始美联储开启加息周期，美国房贷利率大幅提升，影响了房地产市场的交易，成屋及新屋成交量都开始下滑。2024年美联储降息预期显著增强，房贷利率有望逐步回落。

图21：美国成屋及新屋库存水平



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图22：美国成屋及新屋销售情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

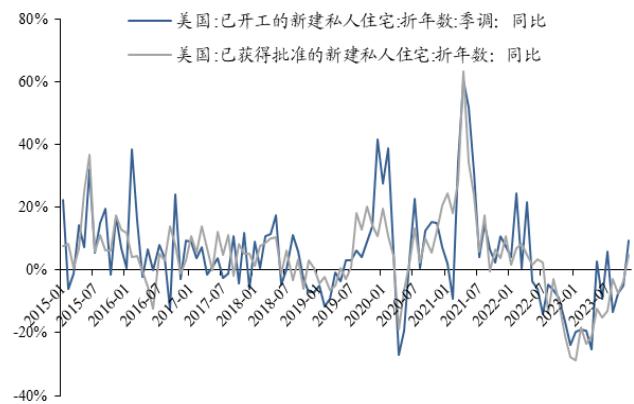
美国成屋销售量与30年抵押贷款固定利率的走势来看呈现明显的负向关系。随着降息预期的提升，抵押贷款利率见顶回落，同时11月成屋销售环比增速转正，需求端有明显回暖迹象。供给端来看，11月新房开工状况也有明显改善，建筑商信心指数也有所回升。成屋供给方面，随着房贷利率下降，成屋业主置换意愿也有望增强，成屋库存量有望逐步回升。随着地产景气度提升，有望带动地产后周期消费类建材的需求。

图23：美国抵押贷款固定利率（%）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

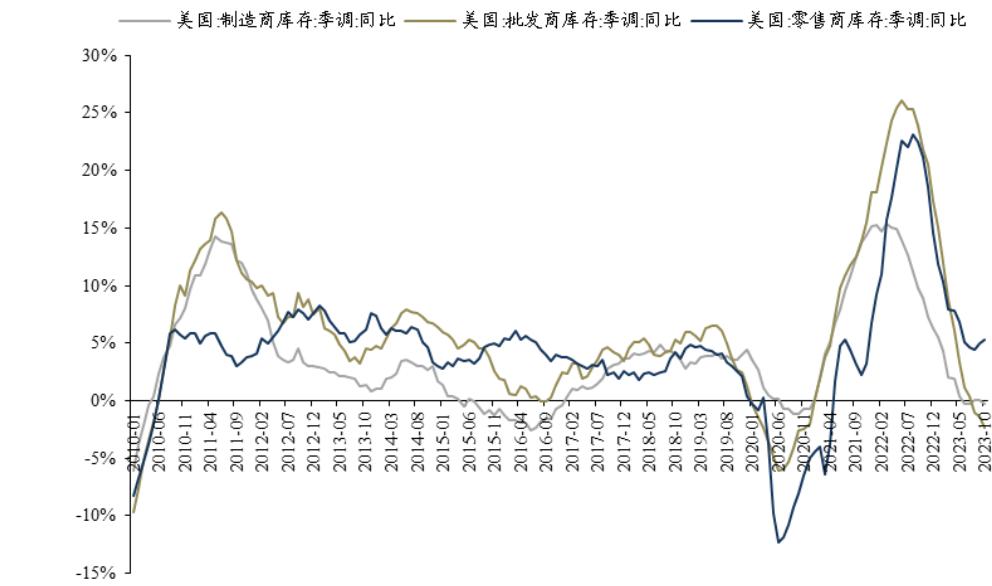
图24：美国新屋开工同比情况已有明显好转



数据来源：WIND，东吴证券研究所

**海外库存稳步去化，未来补库需求渐起。**美国的库存结构主要包括制造商、批发商和零售商三大部门。2022年中以来随着美联储加息，库存增速从顶点回落，目前已有一年半左右时间。从各部门的库存来看，制造商/批发商去库状态领先于零售商，制造商和批发商的库存同比增速已处于历史较低位置，零售商库存增速虽未降到历史低位水平但已拐头向上。

图25：美国制造商/批发商/零售商库存同比变动



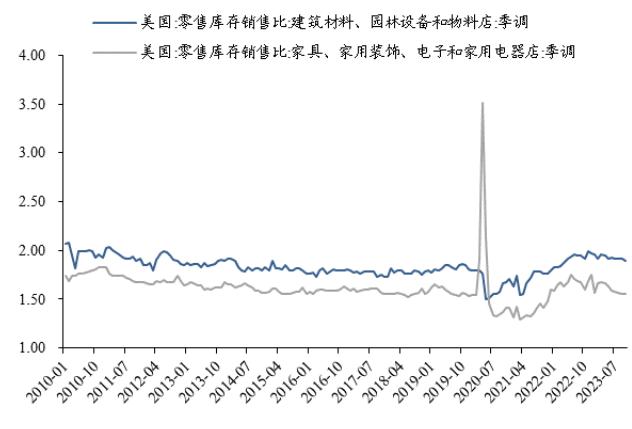
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图26：美国家居建材批发商库销比变动情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图27：美国家居建材零售商库销比情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

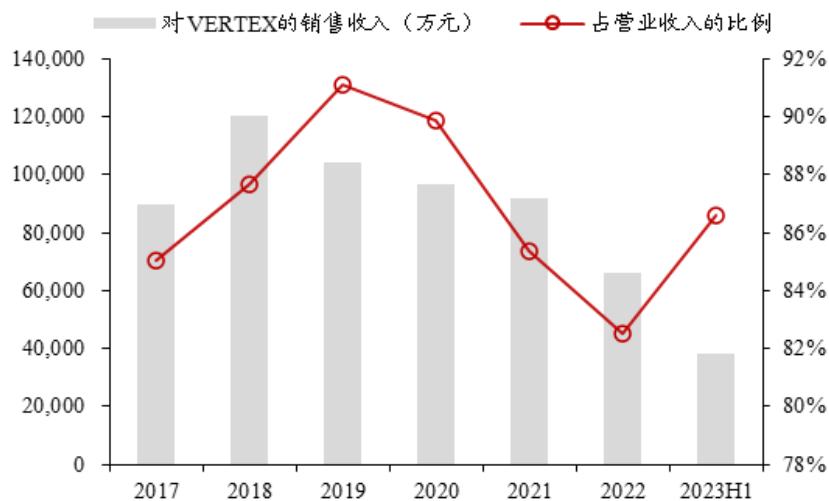
### 3. 公司是家得宝核心供应商，北美布局产能有望提升市场份额

公司主要为国外 PVC 弹性地板品牌商、贸易商提供 ODM 产品，2022 年公司国外业务收入占比 95.92%。公司的锁扣地板产品中以 WPC 为主，公司近年来对第一大客户 VERTEX 的销售额占营业收入的比重维持在 80%以上。

#### 3.1. 与核心客户长期稳定合作，有望受益于下游补库需求

客户集中度较高，与核心客户建立了稳定合作关系。公司与国际知名地板用品贸易商、品牌商 VERTEX 建立了稳定的合作关系，连续多年获得其“最佳合作伙伴”称号。公司被纳入 HOME DEPOT 等全球知名家居建材超市的供应链体系，间接为该等终端客户提供 PVC 弹性地板产品。根据爱丽家居 2020 年披露的招股说明书，2017-2019 年报告期内 VERTEX 向 HOME DEPOT 销售 PVC 塑料地板占比在 70%左右，HOME DEPOT 向 VERTEX 采购 PVC 塑料地板占比在 80%左右，VERTEX 向爱丽家居采购占比维持在 40%左右，基本保持稳定。尽管公司大客户占比高，业绩随大客户订单波动程度较高，但随着美国地产景气度提升，补库周期开启，我们认为未来公司营收规模将会随之扩张。

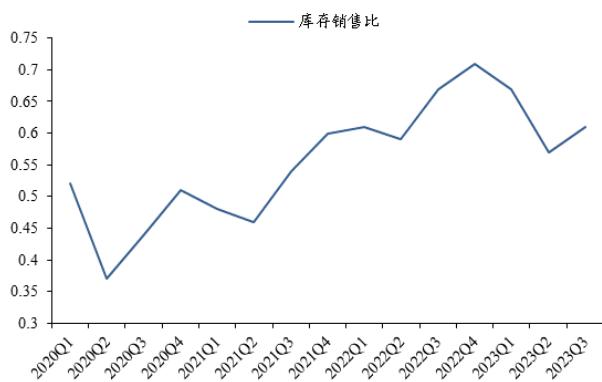
图28：爱丽家居对第一大客户销售的规模及占比情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

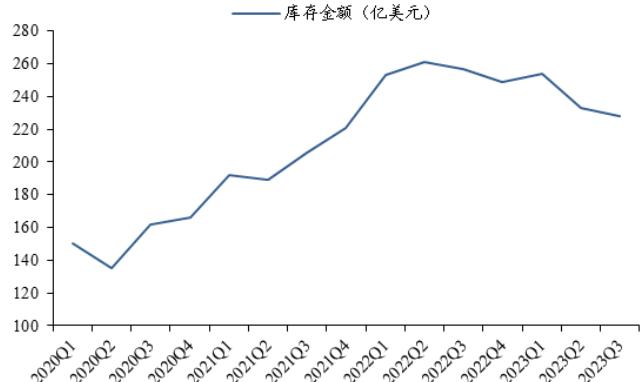
从公司终端客户家得宝的库存情况来看，2023Q3 家得宝库销比环比提升，库存金额环比下降 2%，基本结束去库。未来随着降息预期提升，地产景气修复，家居零售商有望开启补库周期。公司是家得宝 PVC 地板的核心供应商，预计将会受益于美国地产后周期景气度提升带来的补库需求。

图29：家得宝库存销售比变动情况



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图30：家得宝库存金额变动情况（亿美元）

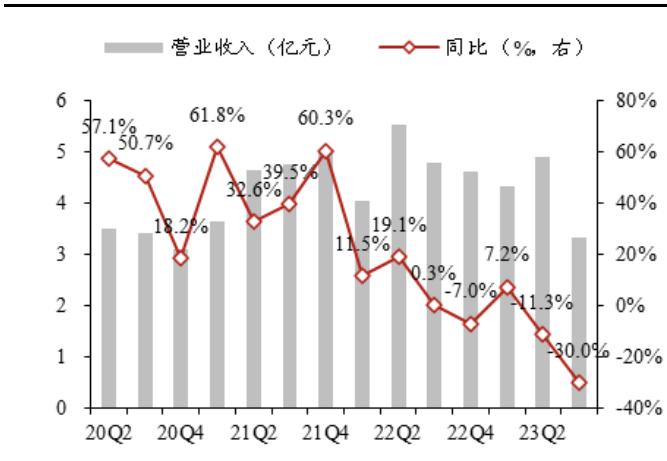


数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

### 3.2. 公司在美国设有生产基地，对核心客户的供应能力进一步加强

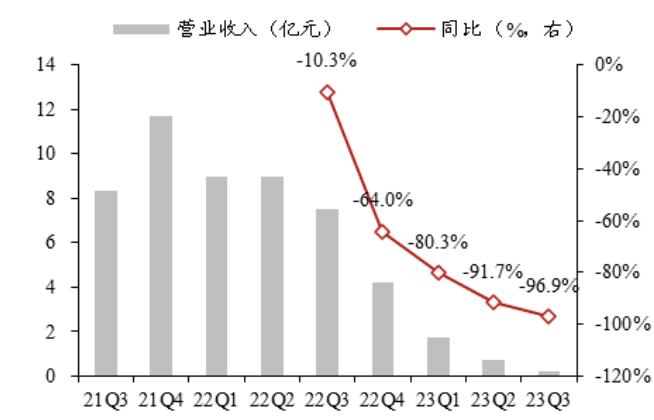
由于美国对PVC地板原材料溯源审查，许多中国出口的PVC地板被美国海关扣留，并且要求相关企业进行原材料审查。同行业海象新材、天振股份等公司均受到美国海关溯源检查，2023年8月3日海象新材发布公告称“因美国海关溯源要求，公司所涉行业产品进口商需向美国海关提交原材料供应链溯源资料”；天振股份2022Q4以来营收规模大幅下滑。

图31：海象新材季度营收变动情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

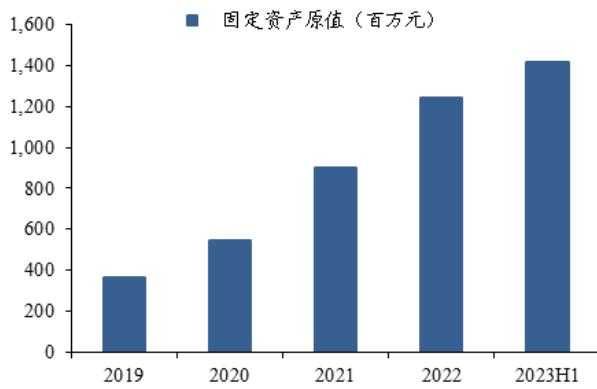
图32：天振股份季度营收变动情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

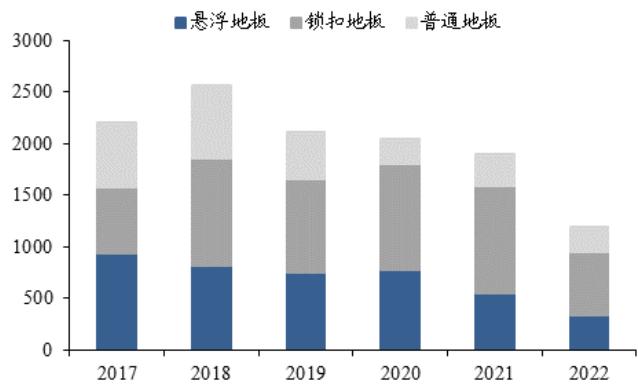
爱丽家居在美国设有生产基地或受益于转单等影响。2021 年，公司与主要客户 HMTX 达成共识，在美国设立合资公司，建立北美生产基地。2022 年，公司与客户对合资公司进行增资。目前，北美生产基地基本建成，已经开始试产，并将逐步投入生产经营。2023 年 7 月公司拟在墨西哥新设子公司并投资不超过 3000 万美元建厂，有助于进一步提高海外交付能力。由于同业公司均受到海关溯源审查的影响，爱丽家居或受益于由此带来的转单效应，公司在海外产能布局后，产能更贴近客户、供应更加稳定高效，在家得宝的份额有望进一步提升。2023Q1-3 公司营收规模同比增长 25.96%，增速远超行业内其他公司。

图33：爱丽家居固定资产变动情况（百万元）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图34：爱丽家居产量变动情况（万平方米）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

## 4. 盈利预测

### 4.1. 盈利预测假设

(1) 悬浮地板：悬浮地板为价格较低的地板产品，随着原材料成本下行、需求恢复等盈利能力及销售规模逐步修复。我们预计公司 2023-2025 年悬浮地板收入分别同比增长 31%/22%/17%，公司悬浮地板 2023-2025 年毛利率分别为 6.84%/10.49%/9.59%。

(2) 锁扣地板：公司目前主流产品为锁扣地板，占营业收入比重最高，未来随着海外需求景气度提升，下游客户补库开启以及受益于主要客户转单效应，同时公司自身在北美扩建产能提升供应能力，预计将会进一步打开公司锁扣地板发展空间，我们预计公司 2023-2025 年锁扣地板收入分别同比增长 62%/44%/30%。由于 PVC 原材料处于低位，公司销售规模逐步回升，新建生产基地产能利用率逐步提升、盈利能力改善，我们预计公司锁扣地板 2023-2025 年毛利率分别为 22.79%/25.08%/25.83%。

(3) 普通地板：普通地板是塑料地板产生以来经久不衰的经典产品，产品价格始终。随着下游需求景气度提升等销售规模逐步修复，盈利能力改善。我们预计公司 2023-2025 年普通地板收入分别同比增长 17%/12%/11%，公司普通地板 2023-2025 年毛利率分别为 23.30%/24.83%/24.07%。

表3：爱丽家居分业务预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>悬浮地板</b>					
收入（百万元）	203.27	154.32	202.54	247.91	289.61
成本（百万元）	211.10	171.54	188.69	221.90	261.84
毛利率(%)	-3.85%	-11.16%	6.84%	10.49%	9.59%
<b>锁扣地板</b>					
收入（百万元）	732.62	513.02	831.09	1200.34	1560.44
成本（百万元）	662.19	491.73	641.71	899.30	1157.40
毛利率(%)	9.61%	4.15%	22.79%	25.08%	25.83%
<b>普通地板</b>					
收入（百万元）	125.20	114.70	134.54	150.69	167.08
成本（百万元）	105.23	94.46	103.19	113.27	126.86
毛利率(%)	15.95%	17.65%	23.30%	24.83%	24.07%
<b>其他</b>					
收入（百万元）	17.38	16.92	17.76	18.65	19.58
成本（百万元）	16.09	13.92	14.45	15.17	15.93
毛利率(%)	7.40%	17.69%	18.64%	18.64%	18.64%
<b>合计</b>					
收入（百万元）	1078.47	798.95	1185.93	1617.59	2036.72
成本（百万元）	994.61	771.65	948.05	1249.64	1562.03

毛利率(%)	7.78%	3.42%	20.06%	22.75%	23.31%
--------	-------	-------	--------	--------	--------

数据来源：WIND，东吴证券研究所

## 4.2. 投资建议

公司是 PVC 地板出口龙头企业之一，由于直接可比公司海象新材及天振股份受美国原材料溯源问题影响业绩波动较大，因此我们选取行业内其他从事 PVC 生产和出口的企业恒林股份作为可比公司；同时选取欧美业务占比较高的出口链其他家居企业匠心家居、永艺股份作可比公司。相比于可比公司，爱丽家居由于北美产能逐步落地，PVC 地板渗透率持续提升，公司订单较为饱满，业绩增速预计较可比公司更快。

公司在 PVC 地板方面深耕多年，与国际知名地板用品贸易商、品牌商 VERTEX 建立了稳定的合作关系，被纳入 HOME DEPOT 等全球知名家居建材超市的供应链体系。随着海外地产景气度提升、下游逐步开启补库周期，原材料价格低位、海运价格及人民币汇率因素的影响减少，公司盈利水平逐步修复。公司在北美建设生产基地，提升对重要客户的服务能力，我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润为 0.75/1.36/1.92 亿元，对应 EPS 分别为 0.31/0.57/0.80 元/股，对应 PE 分别为 30X/17X/12X，考虑到公司北美产能布局、业绩弹性较大，首次覆盖给予“增持”评级。

表4：可比公司盈利预测与估值（截至 2024 年 2 月 1 日）

股票简称	股票代码	总市值 (亿元)	市盈率 (TTM)	归母净利润 (亿元)				市盈率			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
匠心家居	301061.SZ	61.50	15.38	3.34	4.00	4.70	5.71	18.41	15.37	13.10	10.77
恒林股份	603661.SH	58.09	13.45	3.53	4.54	5.50	6.53	16.46	12.79	10.56	8.89
永艺股份	603600.SH	32.62	12.68	3.35	3.05	3.56	4.16	9.73	10.70	9.16	7.85
<b>平均值</b>		22.61	—	-0.36	0.75	1.36	1.92	—	30.18	16.57	11.75
<b>爱丽家居</b>											

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所（其中爱丽家居为东吴证券预测值，匠心家居、恒林股份、永艺股份的盈利预测来自 Wind 一致预期）

## 5. 风险提示

### 原材料价格波动的风险

PVC 地板主要原材料是 PVC 树脂粉、印花面料和耐磨层等，价格走势与原油及煤炭价格走势具有一定关联性。公司主要原材料在营业成本中占比较高，如果未来生产所需的原材料价格发生较大幅度的波动，预计将会对公司业绩产生影响。

### 汇率波动的风险

PVC 地板出口业务主要以美元或者欧元进行定价和结算，产品从签署订单到收汇、结汇周期较长，主要集中在 2-5 个月之间，人民币汇率波动对公司出口业务影响较大。如果未来汇率大幅波动，公司预计会因为汇率波动而产生汇兑损益。

### 美国贸易政策的风险

2023H1 公司美国市场收入占公司销售收入比重达到 75.86%，美国贸易政策将对公司业务产生直接影响。近年来，美国贸易保护主义政策倾向逐渐增大。若未来美国贸易政策发生变化对公司出口的商品加征关税，而公司难以转嫁，则可能会对公司的业绩带来不利影响。

### 客户集中度较高的风险

2023H1 公司对第一大客户 VERTEX 的销售收入占营业收入的比例为 86.58%，其终端客户为 HOME DEPOT，其在美国建材市场占有较高份额，PVC 弹性地板需求规模相对较大。若未来公司、VERTEX 以及终端客户合作关系破裂，公司获取订单规模下降，从而会对公司经营业绩产生不利影响。

## 爱丽家居三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>598</b>	<b>560</b>	<b>677</b>	<b>862</b>	<b>营业总收入</b>	<b>799</b>	<b>1,186</b>	<b>1,618</b>	<b>2,037</b>
货币资金及交易性金融资产	211	98	118	229	营业成本(含金融类)	772	948	1,250	1,562
经营性应收款项	172	223	243	288	税金及附加	6	11	14	16
存货	198	223	298	327	销售费用	21	20	27	33
合同资产	4	2	3	4	管理费用	64	97	126	153
其他流动资产	13	13	15	15	研发费用	25	31	40	50
<b>非流动资产</b>	<b>1,408</b>	<b>1,578</b>	<b>1,682</b>	<b>1,722</b>	<b>财务费用</b>	<b>(13)</b>	<b>5</b>	<b>8</b>	<b>7</b>
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	5	6	6	8
固定资产及使用权资产	1,061	1,234	1,345	1,397	投资净收益	7	2	0	0
在建工程	213	214	211	203	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	95	91	87	83	减值损失	1	1	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>(62)</b>	<b>84</b>	<b>160</b>	<b>224</b>
其他非流动资产	39	39	39	39	<b>营业外净收支</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>2</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,005</b>	<b>2,138</b>	<b>2,359</b>	<b>2,584</b>	<b>利润总额</b>	<b>(62)</b>	<b>86</b>	<b>162</b>	<b>227</b>
<b>流动负债</b>	<b>410</b>	<b>488</b>	<b>590</b>	<b>648</b>	<b>减:所得税</b>	<b>(17)</b>	<b>22</b>	<b>43</b>	<b>59</b>
短期借款及一年内到期的非流动负债	119	119	119	119	<b>净利润</b>	<b>(45)</b>	<b>64</b>	<b>120</b>	<b>167</b>
经营性应付款项	266	339	431	480	<b>减:少数股东损益</b>	<b>(9)</b>	<b>(11)</b>	<b>(17)</b>	<b>(25)</b>
合同负债	1	1	2	2	<b>归属母公司净利润</b>	<b>(36)</b>	<b>75</b>	<b>136</b>	<b>192</b>
其他流动负债	24	29	38	47					
非流动负债	106	96	96	96	<b>每股收益-最新股本摊薄(元)</b>	<b>(0.15)</b>	<b>0.31</b>	<b>0.57</b>	<b>0.80</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>EBIT</b>	<b>(82)</b>	<b>84</b>	<b>167</b>	<b>231</b>
应付债券	0	0	0	0	<b>EBITDA</b>	<b>(3)</b>	<b>190</b>	<b>285</b>	<b>357</b>
租赁负债	85	75	75	75					
其他非流动负债	20	20	20	20					
<b>负债合计</b>	<b>516</b>	<b>584</b>	<b>685</b>	<b>743</b>	<b>毛利率(%)</b>	<b>3.42</b>	<b>20.06</b>	<b>22.75</b>	<b>23.31</b>
归属母公司股东权益	1,394	1,469	1,606	1,798	归母净利率(%)	(4.46)	6.32	8.43	9.45
少数股东权益	95	84	68	43					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,490</b>	<b>1,554</b>	<b>1,673</b>	<b>1,841</b>	<b>收入增长率(%)</b>	<b>(25.92)</b>	<b>48.44</b>	<b>36.40</b>	<b>25.91</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,005</b>	<b>2,138</b>	<b>2,359</b>	<b>2,584</b>	<b>归母净利润增长率(%)</b>	<b>(706.12)</b>	<b>310.20</b>	<b>82.12</b>	<b>41.07</b>

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	62	179	249	284	每股净资产(元)	5.81	6.12	6.69	7.49
投资活动现金流	(310)	(271)	(218)	(164)	最新发行在外股份(百万股)	240	240	240	240
筹资活动现金流	75	(21)	(11)	(11)	ROIC(%)	(3.63)	3.63	6.82	8.75
现金净增加额	(158)	(113)	20	110	ROE-摊薄(%)	(2.56)	5.10	8.50	10.70
折旧和摊销	79	106	117	126	资产负债率(%)	25.71	27.32	29.05	28.76
资本开支	(317)	(273)	(218)	(164)	P/E(现价&最新股本摊薄)	-	30.18	16.57	11.75
营运资本变动	61	4	4	(17)	P/B(现价)	1.62	1.54	1.41	1.26

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

### 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

### 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

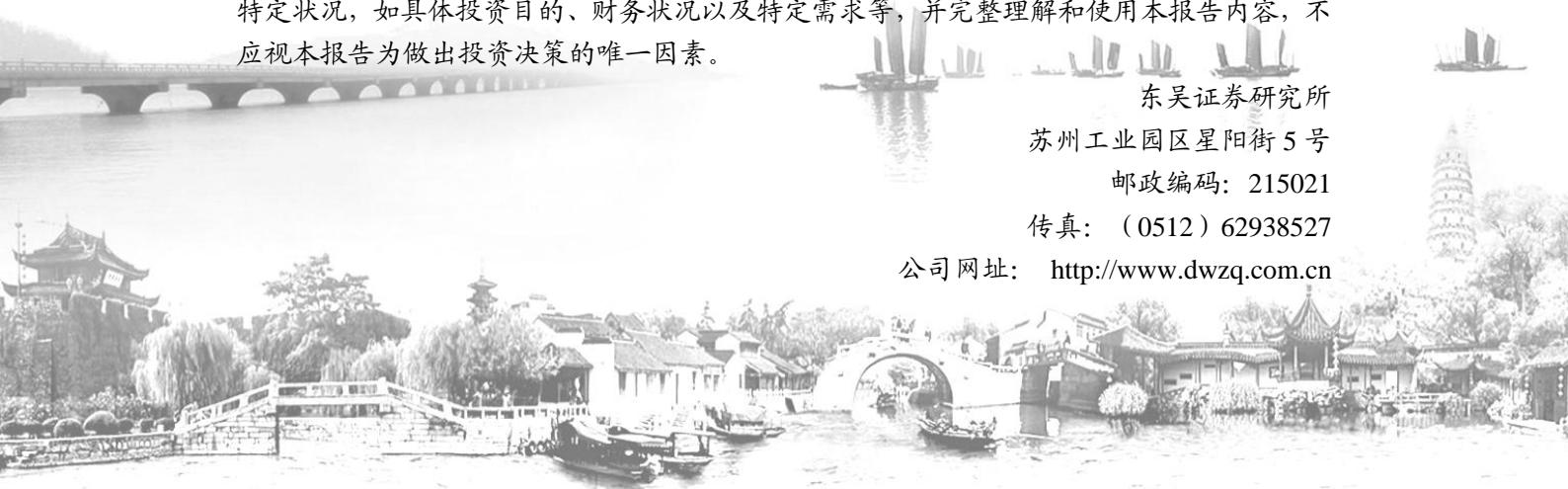
#### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

#### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>