申万宏源研究 SWS RESEARCH

轻工制造

2024 年 11 月 29 日

天振股份 (301356)

——传统 PVC 地板及新品 RPET 地板共振，底部向上空间可期

报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：	2024 年 11 月 28 日
收盘价（元）	18.07
一年内最高/最低（元）	20.58/11.20
市净率	1.3
股息率%（分红/股价）	-
流通 A 股市值（百万元）	990
上证指数/深证成指	3,295.70/10,432.54

注："息率"以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2024 年 09 月 30 日
每股净资产（元）	13.64
资产负债率%	7.18
总股本/流通 A 股(百万)	216/55
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究

-

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
庞盈盈 A0230522060003
pangyy@swsresearch.com

联系人

庞盈盈
(8621)23297818×
pangyy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 天振股份深耕 PVC 地板出口业务，在 PVC 快速发展阶段，公司凭借研发优势（多次工艺创新）、产品质量及供应稳定性、绑定优质客户，规模领先于同行。2022 年底因受美国海关开展供应链溯源影响，业务出现阶段性下滑。**当下公司依托于此前积累的产品及客户资源优势，开启"第三次创业"，一方面积极筹建东南亚、美国生产基地，优化供应链，2024 年以来 PVC 地板业务迎来修复；另一方面，2024 年新品 RPET 地板成功面世，美国下游品牌商及渠道商积极推广，公司有望搭乘欧美渗透率快速提升红利，打开业绩天花板。**

- **复盘过去，看天振股份奠定 PVC 地板时代市场地位。**公司 2003 年成立于浙江安吉，被溯源前，2021 年收入达到峰值为 31.81 亿元，在中国 PVC 地板出口中份额超 7%，规模领先于同行。相较于传统的地面装饰材料如瓷砖、木质地板等，PVC 地板在安装便捷、耐磨耐腐蚀、经济性等方面优势突出，渗透率快速提升。2021 年美国 PVC 地板渗透率已提升至 21.5%，较 2017 年提升 12.6pct，份额仅次于地毯。

- **立足当下，看天振股份经历外部压力后经营韧性彰显。**2024 年公司业务已迎来修复，经营韧性凸显，正是得益于在前两次创业转型中积累的管理、产品研发、客户资源、海外产能布局等优势。**管理：**在外部压力下公司高管团队仍运营稳定，员工持股平台增强团队凝聚力。**产品：**董事长及核心管理层精通行业技术，奠定公司研发基因，此前天振便多次实现技术突破，推动行业产品迭代升级。**客户：**公司客户覆盖全球知名地板品牌商及建材零售商，绑定优质客户资源。**产能**：公司及时推动东南亚、美国海外产能布局，美国 PVC 地板对中国进口依赖度仍在 60%以上，关税预期下公司海外产能布局有望受益。

- **展望未来，PVC 与新品 RPET 地板共振下底部向上空间可期。**当下公司开启"第三次"创业，一方面，在产品、客户、管理及产能优势背书下，PVC 地板业务稳步修复，2024Q3 公司单季度收入已修复至 2.20 亿元，环比增长 37.5%，同比增长 856.5%。另一方面，2024 年公司率先突破新品 RPET 地板的量产工艺，**RPET 地板环保性（再生 PET 材料）、外观精美度（3D 打印，仿真性）、耐水性等优势显著**，美国下游品牌商及渠道商积极推广，且后续规模效应推动成本下行，有望加速终端渗透率提升。公司作为行业内率先可量产的供应商，有望搭乘欧美市场下游 RPET 增长红利，打开业绩天花板。

- **盈利预测与估值：**预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为-0.39、1.83、4.40 亿元，当前市值（2024/11/28）为 39 亿，对应 2025-2026 年 PE 分别为 21、9 倍。考虑预计 2024 年公司仍然处于亏损状态，我们采用可比公司 PS 估值法，给予天振股份 2025 年 2.37 倍 PS，则公司市值为 59 亿元，首次覆盖，给予"买入"评级。

- **风险提示：**PVC 地板业务修复不及预期；新品 RPET 地板产能释放不及预期。

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	312	533	932	2,493	4,288
同比增长率（%）	-89.5	93.6	198.9	167.6	72.0
归母净利润（百万元）	-267	-42	-39	183	440
同比增长率（%）	-170.4	-	-	-	141.1
每股收益（元/股）	-1.24	-0.20	-0.18	0.85	2.04
毛利率（%）	-.	.	.	.	.
ROE（%）	-8.9	-1.4	-1.3	5.7	12.2
市盈率	-15		-101	21	9

注： "净资产收益率"是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

天振股份深耕 PVC 地板出口业务，在 PVC 快速发展阶段，公司凭借研发优势（多次工艺创新）、产品质量及供应稳定性、绑定优质客户，规模领先于同行。2022 年底因受美国海关开展供应链溯源影响，业务出现阶段性下滑。**当下公司依托于此前积累的产品及客户资源优势，开启“第三次创业”，一方面积极筹建东南亚、美国生产基地，优化供应链，2024 年以来 PVC 地板业务迎来修复；另一方面，2024 年新品 RPET 地板成功面世，美国下游品牌商及渠道商积极推广，公司有望搭乘欧美渗透率快速提升红利，打开业绩天花板。**

预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为-0.39、1.83、4.40 亿元，当前市值（2024/11/28）为 39 亿，对应 2025-2026 年 PE 分别为 21、9 倍。考虑预计 2024 年公司仍然处于亏损状态，我们采用可比公司 PS 估值法，给予天振股份 2025 年 2.37 倍 PS，则公司市值为 59 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

1）原有 PVC 地板业务：公司管理、产品研发、客户资源、产能布局等优势仍在，溯源事件影响弱化后，原有 PVC 地板业务逐步恢复。同时考虑美国关税预期下，公司海外产能布局有助于原有 PVC 地板业务的回流。我们预计 2024-2026 年公司原有 PVC 地板业务收入分别为 8.24、17.90、27.98 亿元，分别同比增长 171.9%、117.2%、56.3%。

2）新品 RPET 地板业务：2024 年公司研发的新品 RPET 地板已步入可量产阶段，考虑 RPET 地板在环保性、外观精美度、耐水性等方面综合优势显著，公司作为率先可量产 RPET 地板的供应商，有望搭乘美国 RPET 地板渗透率快速提升红利迎来快速增长。我们预计 2024-2026 年 RPRT 地板收入分别为 0.88、6.83、14.70 亿元。

有别于大众的认识

新品 RPET 地板放量有望超预期。RPET 地板在环保性（使用可再生 PET 材料）、外观精美度（3D 打印技术、仿真性大幅改善）、耐水性等方面综合优势显著，在欧美市场 NON-PVC 趋势下，RPET 地板发展前景广阔，美国下游品牌商及渠道商积极推广，且后续规模效应推动成本下行，有望加速终端渗透率提升。公司作为行业内率先可量产的供应商，有望搭乘欧美市场下游 RPET 增长红利，打开业绩天花板。

股价表现的催化剂

新品 RPET 地板订单超预期；原有 PVC 地板订单修复超预期

核心假设风险

PVC 地板业务修复不及预期；新品 RPET 地板产能释放不及预期。

目录

1. 复盘过去，看天振股份奠定 PVC 地板时代市场地位.....6
1.1 天振股份：深耕 PVC 地板出口，被溯源前规模领先同行..... 6
1.2 行业：欧美市场 PVC 地板渗透率快速提升，中国贡献主要产能..... 8
2. 立足当下，看天振股份经历外部压力后经营韧性彰显 11
2.1 管理：外部压力下高管团队运营稳定，员工持股平台增强凝聚力 ..11
2.2 产品：掌舵人精通行业技术，奠定公司研发基因 12
2.3 客户：绑定大客户资源，深耕美国地板品牌商及渠道商..... 15
2.4 产能：及时推动海外产能布局，未雨绸缪对冲关税风险..... 16
3. 展望未来，PVC 与新品 RPET 地板共振下底部向上空间可期.....18
3.1 PVC 地板：订单逐步回流，业绩有望企稳回升..... 18
3.2 新品：RPET 地板发展前景广阔，有望享受渗透率快速提升红利 .. 19
4. 盈利预测与估值分析 20
4.1 盈利预测 20
4.2 估值 21
5. 风险提示 22
6. 附录 23

图表目录

图 1：2021 年公司收入达到峰值为 31.81 亿元 6
图 2：2022 年公司归母净利润达到峰值为 3.79 亿元 6
图 3：海象新材 2022 年收入达到峰值 18.94 亿元 7
图 4：爱丽家居 2023 年收入为 11.76 亿元 7
图 5：2021-2023 年天振、海象、爱丽在中国 PVC 地板出口的份额（金额计算）7
图 6：2013-2021 年美国 PVC 地板市场规模快速增长（生产商口径） 9
图 7：2013-2021 年美国 PVC 地板渗透率快速提升 9
图 8：2013-2021 年美国地面装饰材料市场规模（生产商口径） 9
图 9：2021 年美国地面装饰材料细分产品规模占比 9
图 10：美国 PVC 地板进口情况（进口量） 10
图 11：2023 年美国 PVC 地板进口来源分布（进口量计算） 10
图 12：2019 年全球地面装饰材料细分产品分布 11
图 13：欧洲 PVC 地板等弹性地板的销量 11
图 14：经历前两次创业转型，天振积累管理、产品研发、客户资源、海外产能布局优势 11
图 15：天振股份股权结构 12
图 16：天振股份毛利率领先于同行 12
图 17：天振股份净利率领先于同行 12
图 18：天振分产品收入情况 13
图 19：天振分产品毛利率情况 13
图 20：中国聚氯乙烯市场价走势 14
图 21：天振多次实现技术突破，推动行业产品迭代升级 14
图 22：天振股份研发费用率 15
图 23：天振取得的核心技术 15
图 24：2021 年天振前五大客户收入情况 16
图 25：天振股份前五大客户收入占比 16
图 26：天振股份生产基地布局东南亚、美国 17
图 27：美国 PVC 地板对中国进口依赖度仍在 60%以上（进口量计算） 17
图 ： 被溯源后天振当下迎来第三次创业 .....

图 29：2023 下半年以来天振收入环比增长 18
图 30：24Q3 天振利润环比减亏 18

表 1：天振股份、海象新材、爱丽家居基本情况介绍 7
表 2：相较于传统地面装饰材料，PVC 地板优势显著 9
表 3：天振股份高管介绍 12
表 4：PVC 地板细分产品比较 13
表 5：公司核心技术人员取得的专业资质及研发贡献 15
表 6：公司主要大客户介绍 16
表 7：RPET 地板环保性、耐水性、外观等综合优势显著 20
表 8：天振股份收入拆分及预测 21
表 9：天振股份及可比公司 PS 对比 22
表 10：天振股份利润表 23
表 11：天振股份资产负债表 24
表 12：天振股份现金流量表 25

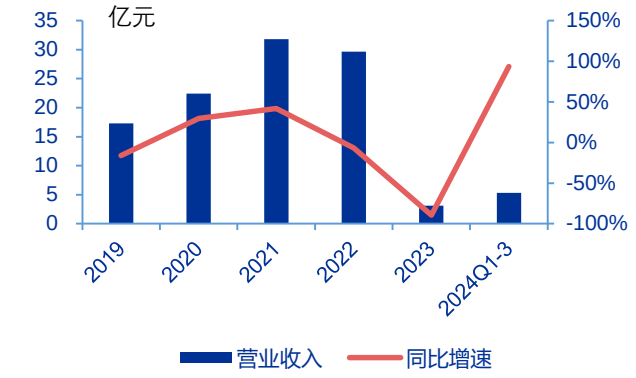
1. 复盘过去，看天振股份奠定 PVC 地板时代市场地位

2022 年底公司因受美国海关开展供应链溯源的影响，出口美国的货物无法通关，导致 2023 年业务出现阶段性的下滑。被溯源影响前，2021 年公司收入达到峰值为 31.81 亿元，规模领先于同行，在中国 PVC 地板出口中份额超 7%。

1.1 天振股份：深耕 PVC 地板出口，被溯源前规模领先同行

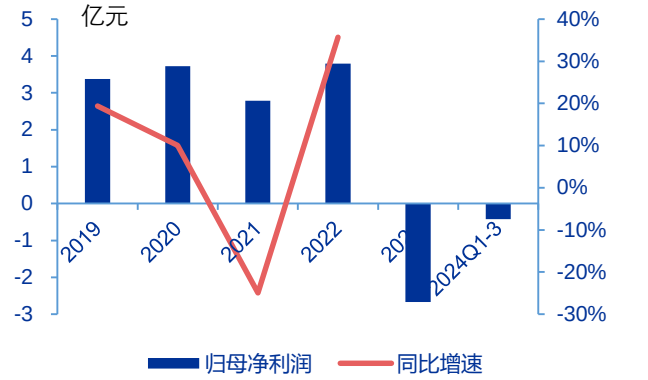
2021 年、2022 年公司收入、利润分别达到峰值，美国海关溯源影响下 2023 年业绩大幅下滑。公司 2003 年成立于浙江安吉，成立之初以竹地板及竹木制品的加工制造为主业，2010 年后成为国内首批转型生产新型 PVC 复合材料地板的出口代工企业。受制于传统木制地板、石材地板安装工艺复杂、安装成本高，地毯等地面材料容易藏污纳垢、不易打理等特性，在北美和欧洲等建筑装饰人工成本较高的地区，PVC 地板以安装简便等优势，在欧美市场对传统地面材料的替代效应显著。公司作为 PVC 地板的出口代工企业，受益于美国 PVC 地板市场的快速扩容，收入快速增长，2021 年公司收入达到峰值为 31.81 亿元，2022 年底因受美国海关开展供应链溯源的影响，出口美国的货物无法通关，导致 2023 年业务出现阶段性的下滑。在收入支撑及原材料下行趋势下，2022 年公司归母净利润达到峰值为 3.79 亿元。

图 1：2021 年公司收入达到峰值为 31.81 亿元



资料来源：公司公告，申万宏源研究

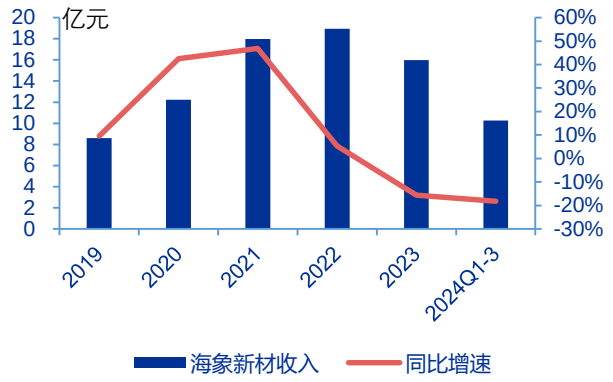
图 2：2022 年公司归母净利润达到峰值为 3.79 亿元



资料来源：公司公告，申万宏源研究

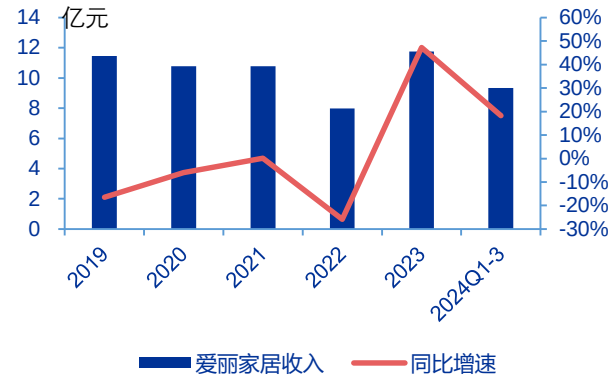
被溯源事件影响前，公司收入体量显著领先于同行。1）海象新材：海象新材 2013 年成立于浙江海宁，主营 PVC 地板出口代工业务，以北美和欧洲地区作为主要市场，2023 年前五大客户收入占比为 36%。2022 年海象新材收入达到峰值为 18.94 亿元，受溯源事件影响，2023 年收入同比下滑 15.6%至 15.99 亿元。**2）爱丽家居**：爱丽家居 1999 年成立于江苏张家港，以北美市场为主，公司与国际知名地板用品贸易商、品牌商 VERTEX 建立了稳定的合作关系，被纳入 Home Depot 的供应链体系，2023 年 VERTEX 收入占比为 87%。爱丽暂未遭遇溯源事件，2023 年收入为 11.76 亿元，同比增长 47.2%。

图 3：海象新材 2022 年收入达到峰值 18.94 亿元



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：爱丽家居 2023 年收入为 11.76 亿元



资料来源：公司公告，申万宏源研究

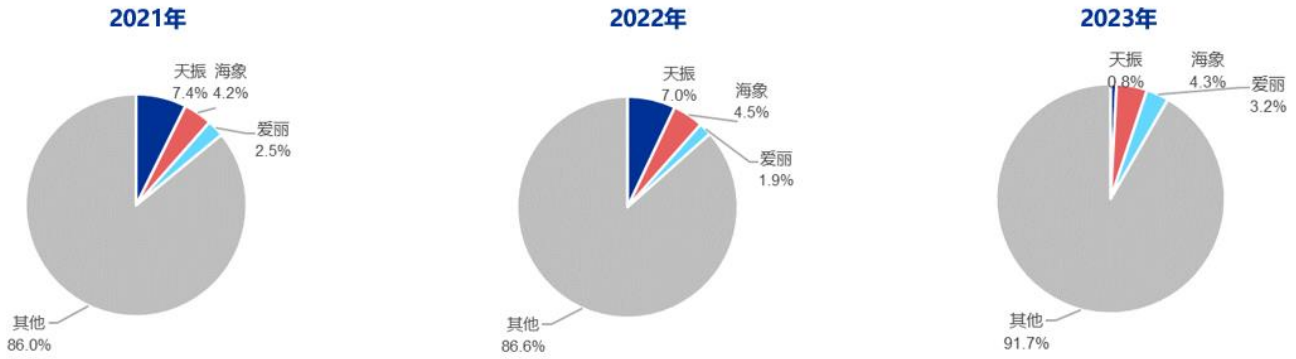
表 1：天振股份、海象新材、爱丽家居基本情况介绍

企业名称	收入情况	主要产品	业务布局情况	主要客户情况
天振股份	2021年收入峰值为31.8亿元	主要产品包括 WPC 地板、SPC 地板、LVT地板和 MGO 地板。公司是国内最早研发、生产 WPC 地板产品的企业之一，并率先在国外推广销售 MGO 地板	以北美市场为主，欧洲、拉丁美洲等地区市场为辅开展业务布局，主要客户位于美国、加拿大、比利时和巴西等国家	公司与 SHAW、MOHAWK、MANNINGTON、TARKETT、LUMBER IQUIDATORS 等全球知名一线地板品牌商、建材零售商建立了长期稳定的合作关系，并通过 Home LegendLLC 进入全球知名的家居建材用品零售商 Home Depot 的供应体系。2023年前五大客户收入占比为77%
海象新材	2022年收入峰值为18.9亿元	产品分为 LVT 地板、WPC 地板和SPC 地板三大类	以北美和欧洲地区作为主要市场开展业务布局，主要客户位于美国、德国、荷兰、加拿大和丹麦等国家	公司与 KINGFISHER、BEAULIEU CANADA、ENGINEERED FLOORS 和 HORNBACH 等境外大型地板品牌商和建材零售商建立了良好的合作关系。2023年前五大客户收入占比为36%
爱丽家居	2023年收入为11.8亿元	产品包括悬浮地板、锁扣地板及普通地板等。其中悬浮地板为行业首创	以北美市场为主，全球其他地区市场为辅开展业务布局，主要客户位于美国、加拿大等国家	公司多年来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，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。2023年VERTEX 收入占比为87%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

被溯源事件影响前，天振在中国 PVC 地板出口中份额超 7%。参考海关数据，2021 年中国 PVC 地板（39181090，氯乙烯聚合物制的铺地制品）出口金额为 431 亿元，以各公司收入进行测算，2021 年天振、海象、爱丽在中国 PVC 地板出口中份额分别为 7.4%、4.2%、2.5%。2022 年中国 PVC 地板出口金额为 421 亿元，天振、海象、爱丽在中国 PVC 地板出口中份额分别为 7.0%、4.5%、1.9%。2023 年中国 PVC 地板出口金额为 370 亿元，天振、海象、爱丽在中国 PVC 地板出口中份额分别为 0.8%、4.3%、3.2%。

图 5：2021-2023 年天振、海象、爱丽在中国 PVC 地板出口的份额（金额计算）



资料来源：公司公告，同花顺 ifind，海关总署，申万宏源研究

1.2 行业：欧美市场 PVC 地板渗透率快速提升，中国贡献主要产能

PVC 地板工艺逐步精进，成为继地毯、实木地板等之后的新型地面装饰材料。上世纪 30 年代美国率先启动 PVC 地板的工业化生产，至 70-80 年代，欧美地区的 PVC 地板制造商通过改进 PVC 树脂粉、增塑剂和其他功能助剂的配比，使得 PVC 地板各方面的性能得到进一步提升，使之逐渐成为继地毯、实木地板、大理石等传统地面装饰材料之后的一种新型地面装饰材料。此后，随着石油化工和高分子新材料领域研究的不断深入以及 PVC 地板在发泡、挤塑、压纹等生产工艺的不断改进和升级，行业内衍生出了诸如 WPC 地板、SPC 地板、LVT 地板等。

相较其他地面装饰材料，PVC 地板综合优势显著。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 地板综合优势显著：**1）绿色环保，可回收利用。**PVC 地板中最主要的成分是聚氯乙烯和碳酸钙，相比于传统的木质地板和复合地板在生产、安装及使用过程中存在甲醛、苯等有害气体挥发的隐患，PVC 地板绿色环保性能较佳，且 PVC 地板的材料在使用寿命到期时可以回收再次利用。**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。**PVC 地板的安装施工简便快捷，不用水泥砂浆，尤其对于锁扣地板可免胶安装。**5）相较地毯、木质地板、石材地板等，PVC 地板具有价格优势。**

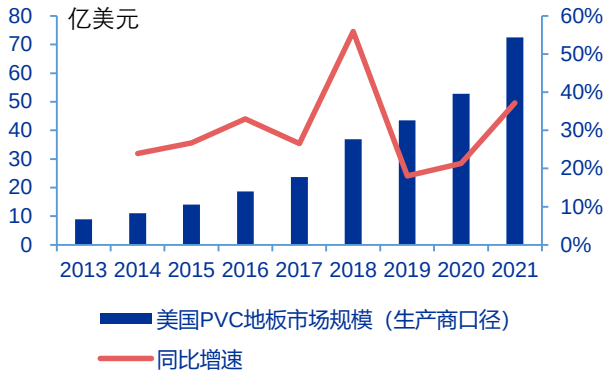
表 2：相较于传统地面装饰材料，PVC 地板优势显著

产品类型	实用耐用性	安全环保性	安装便利性	脚感舒适性	寿命	价格
PVC地板	耐磨耐腐蚀、抗冲击性强	防滑防火、无毒无害、安全性高	安装简便	质地柔软、脚感舒适	长	适中
地毯	耐磨易腐蚀、抗冲击性强	防滑但易燃、安全性低	安装简便	质地柔软、脚感舒适	短	高
木质地板	易磨易腐蚀、抗冲击性差	防滑但易燃、消耗木材多、安全性低	安装复杂	柔软舒适、冬暖夏凉	较长	高
石材地板	耐磨耐腐蚀、抗冲击性强	防滑性差、有放射性、安全性低	安装复杂	质地坚硬、脚感冰凉	长	高
瓷砖地板	耐磨耐腐蚀、抗冲击性强	防滑性差、生产能耗大、安全性低	安装复杂	质地坚硬、脚感冰凉	长	适中

资料来源：公司公告，申万宏源研究

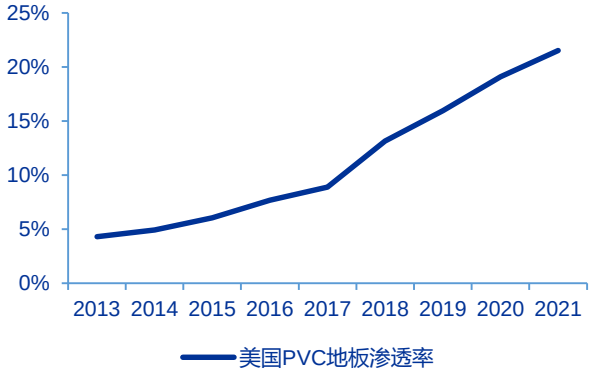
2017 年后美国 PVC 地板渗透率快速提升，目前市场份额仅次于地毯。相较其他地面装饰材料，PVC 地板综合优势显著，获得了北美地区广大消费者的青睐，根据 Tarkett 集团 2020 年相关报告数据显示，2019 年北美地区 PVC 地板销量约占全球 PVC 地板市场规模的 38%。从美国市场看，2021 年美国地面装饰材料市场规模（生产商口径）为 336.5 亿美元，其中 PVC 地板市场规模（生产商口径）为 72.5 亿美元，2013-2021 年美国 PVC 地板市场规模 CAGR 为 29.9%。2013 年美国 PVC 地板渗透率仅为 4.3%，尤其在 2017 后渗透率快速提升，2021 年美国 PVC 地板渗透率已提升至 21.5%，较 2017 年提升 12.6pct，目前其市场份额仅次于地毯，2021 年美国地毯渗透率为 38.5%。

图 6：2013-2021 年美国 PVC 地板市场规模快速增长（生产商口径）



资料来源：Floor Covering Weekly，申万宏源研究

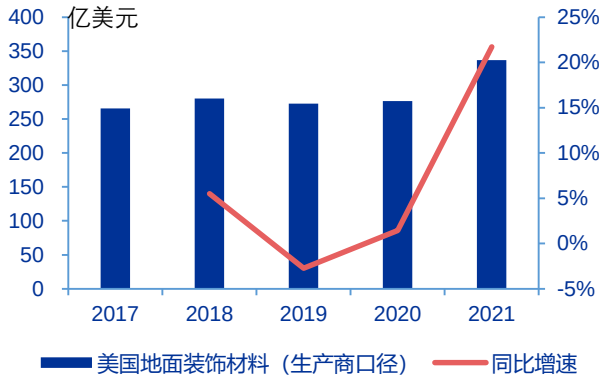
图 7：2013-2021 年美国 PVC 地板渗透率快速提升



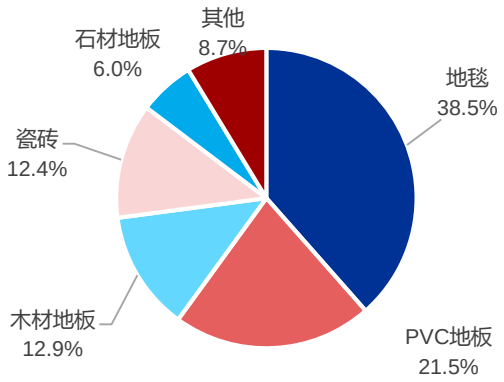
资料来源：Floor Covering Weekly，申万宏源研究

图 8:2013-2021 年美国地面装饰材料市场规模(生产商口径)

图 9：2021 年美国地面装饰材料细分产品规模占比



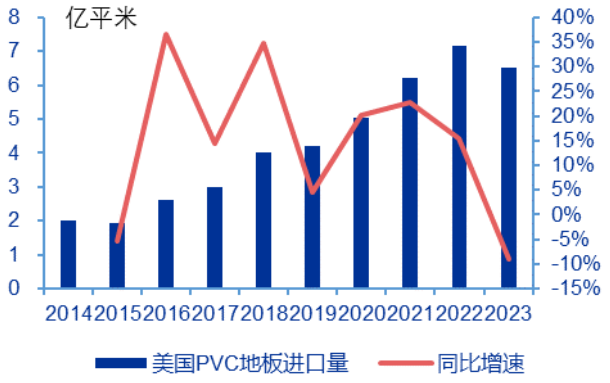
资料来源：Floor Covering Weekly，申万宏源研究



资料来源：Floor Covering Weekly，申万宏源研究

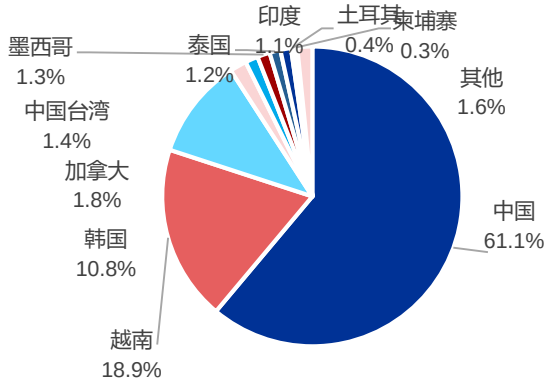
美国市场 PVC 地板进口依赖度较高，中国、越南为主要进口来源地。美国是全球最大的 PVC 地板消费市场，但是伴随人工成本增加，当地企业大部分不再保持全产业链模式，而是将更多精力及资源投入到品牌运营及销售管理中。2022 年美国 PVC 地板进口量为 7.2 亿平米，同比增长 15.4%，2023 年进口量同比有所下滑，为 6.5 亿平米。从进口来源国分析，美国 PVC 地板进口来源地主要为中国、越南、韩国，2023 年进口占比分别为 61.1%、18.9%、10.8%。

图 10：美国 PVC 地板进口情况（进口量）



资料来源：美国商务部，申万宏源研究

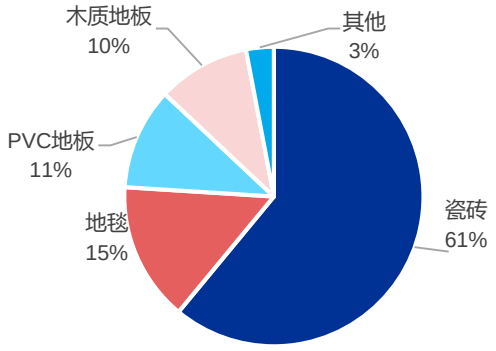
图 11：2023 年美国 PVC 地板进口来源分布（进口量计算）



资料来源：美国商务部，申万宏源研究

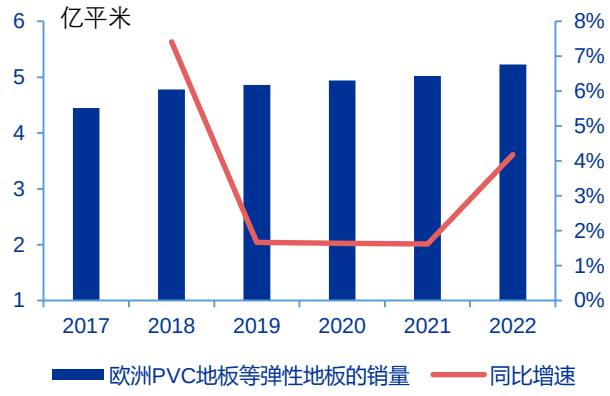
全球市场看，PVC 地板渗透率仅次于瓷砖、地毯。从全球市场看，根据 Statista 统计，2018 年全球地面装饰材料行业市场规模为 3805 亿美元，预计 2025 年市场规模可达 4500 亿美元。根据地板品牌商 Tarkett 集团 2021 年发布的《Universal Registration Document 2020》统计，2019 年全球 PVC 地板渗透率为 11%，位列第三，瓷砖、地毯、木质地板渗透率分别为 61%、15%、10%。欧洲 PVC 地板销量仅次于美国市场，2022 年欧洲 PVC 地板等弹性地板的销量为 5.2 亿平米，同比增长 4.2%。

图 12：2019 年全球地面装饰材料细分产品分布



资料来源：Tarkett，申万宏源研究

图 13：欧洲 PVC 地板等弹性地板的销量

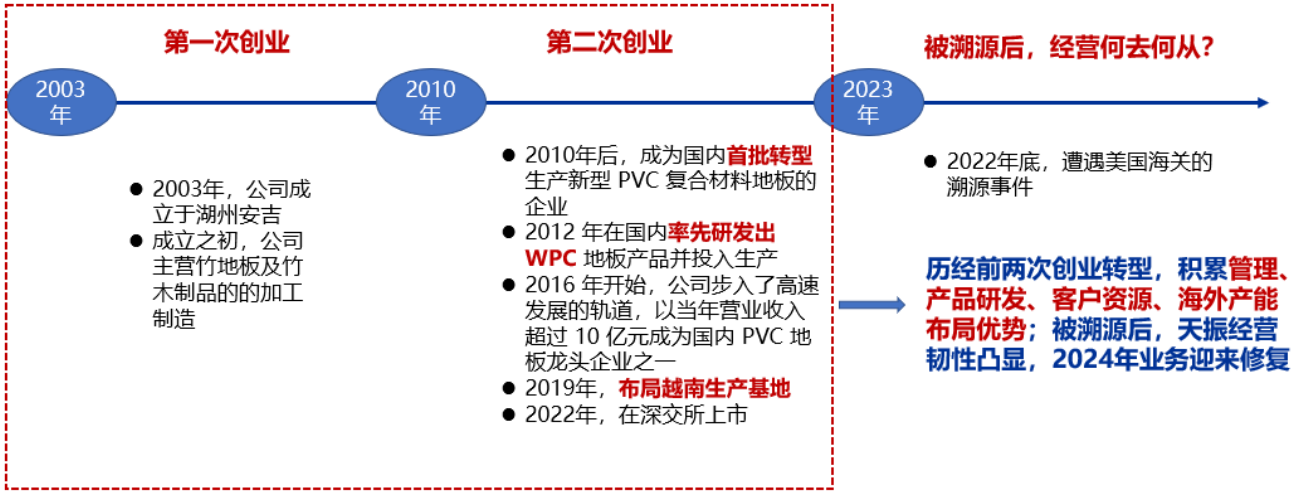


资料来源：Tarkett，申万宏源研究

2. 立足当下，看天振股份经历外部压力后经营韧性彰显

公司 2022 年底经历溯源事件影响后，2024 年业务已迎来修复。公司在经历外部压力后，业务快速修复，经营韧性凸显，正是得益于公司自成立来以来在前两次创业转型中积累的管理、产品研发、客户资源、海外产能布局等优势。

图 14：经历前两次创业转型，天振积累管理、产品研发、客户资源、海外产能布局优势



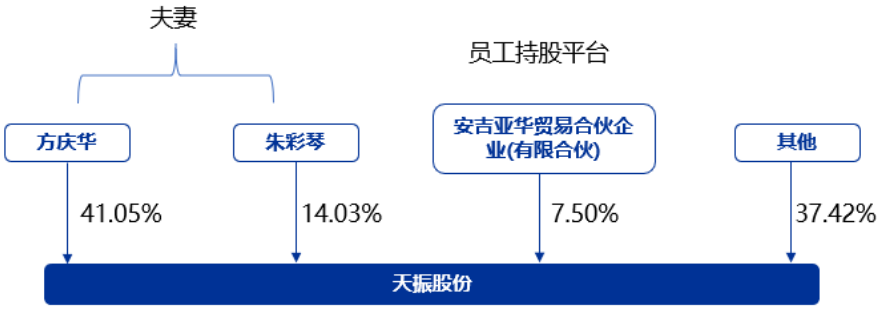
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.1 管理：外部压力下高管团队运营稳定，员工持股平台增强凝聚力

外部压力下高管团队仍运营稳定，员工持股平台增强团队凝聚力。方庆华、朱彩琴夫妇为公司实际控制人，截至　　年三季报，实际控制人合计直接持股 .%　　，安吉亚华

贸易合伙企业(有限合伙)为员工持股平台，持股 7.50%。2022 年底以来，公司虽在溯源事件影响下经营承压，但高管团队运营稳定。除实际控制人方庆华、朱彩琴夫妇外，安吉亚华员工持股平台覆盖公司董事、监事、高级管理人员、部门负责人及骨干人员等 19 人，有助于加强团队凝聚力，激活团队士气。

图 15：天振股份股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注释：持股比例为 2024 年三季报数据

表 3：天振股份高管介绍

高管姓名	职位	出生年份	个人简历
方庆华	董事长、总经理	1969	工程师专业技术职称、高级经济师。曾任报福竹工艺品厂厂长、安吉竹木产品开发公司技术科长、安吉天振竹制品厂法定代表人兼厂长、天振有限执行董事兼总经理；现任天振股份董事长、总经理
吴迪军	副总经理、董事会秘书	1978	曾任华润纺织（集团）有限公司成本主管、虎彩集团有限公司预算主管、云南黄金矿业集团有限公司财务部副经理、预算部经理、证券投资部经理、深圳前海金鼎犀投资有限公司总经理、上海汇实信息科技股份有限公司CFO、天振股份证券部经理；现任天振股份董事会秘书、天振股份副总经理
朱泽明	副总经理	1963	曾任天荒坪马吉村书记、天振有限副总经理；现任安吉吉地餐饮有限公司总经理、天振股份副总经理
王益冰	副总经理	1979	工程师，曾任上海三井碳业有限公司业务助理、临安百孚竹制品有限公司品质部经理、天振有限销售经理、销售总监，现任天振股份董事、外销部总监
吴阿晓	财务负责人	1982	曾任安吉至信税务师事务所部门经理、天振有限财务负责人、天振股份财务负责人；现任天振股份董事、财务负责人

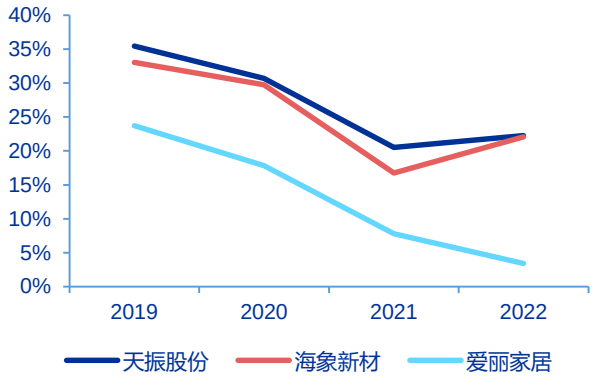
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.2 产品：掌舵人精通行业技术，奠定公司研发基因

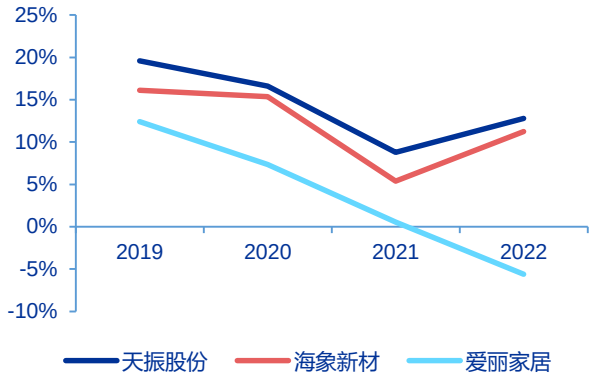
横向看，产品结构、对客户议价能力等因素下，天振盈利能力高于同行。从盈利能力的横向对比看，2019-2022 年，天振股份毛利率、净利率均高于行业内的海象新材、爱丽家居。天振盈利能力的相对优势主要来自于：1）产品结构影响，天振高毛利率产品收入占比更高，如 2022 年天振、海象的 WPC 地板收入占比分别为 26.6%、12.7%。2）对下游客户的议价能力更强，爱丽家居客户集中度较高，2023 年大客户 VERTEX 收入占比为 87%；而天振股份客户相对分散，对下游客户的议价能力更强。3）规模效应体现，天振收入规模更大，在销售、采购、生产等方面具有规模优势。

图 16：天振股份毛利率领先于同行

图 17：天振股份净利率领先于同行



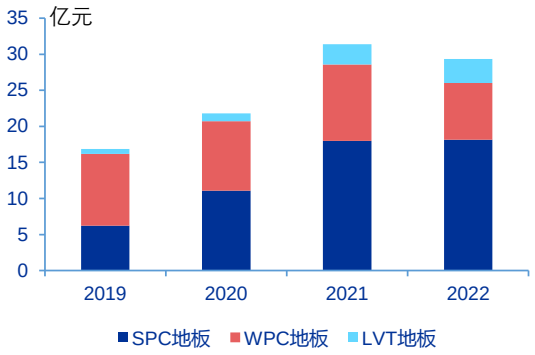
资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

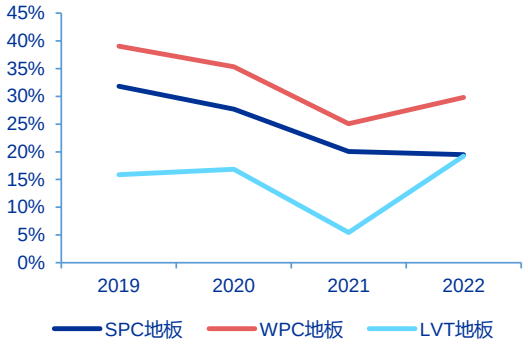
WPC、SPC 地板毛利率高于 LVT 地板，天振以 SPC、WPC 地板为主。按照 PVC 复合材料的细分类型看，公司主要产品包括木塑复合地板（WPC 地板）、石塑复合地板（SPC 地板）和塑晶地板（LVT 地板）。其中 LVT 地板工艺相对简单，产品定价较低；SPC 地板定价适中，WPC 地板定价略高。天振产品以 SPC 地板、WPC 地板为主，2022 年 SPC、WPC 地板收入占比分别为 61.1%、26.6%。

图 18：天振分产品收入情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 19：天振分产品毛利率情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

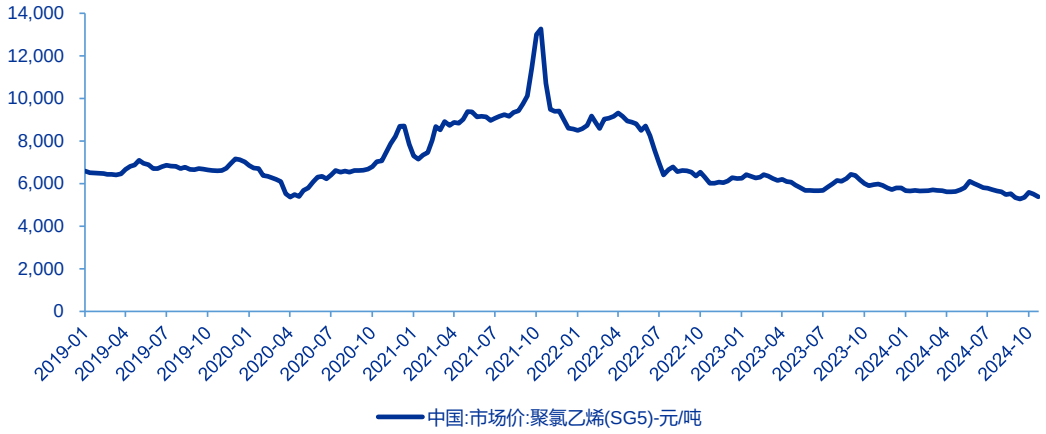
表 4：PVC 地板细分产品比较

产品名称	产品发展历史	产品突出特点比较	工艺难易度	产品市场定位	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
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，稳定性和抗冲击性更强	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
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，公司是国内最早研发生产 WPC 地板的企业	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

资料来源：公司公告，申万宏源研究

纵向看，伴随原材料价格下行，2022 年毛利率同比有所改善。从盈利能力的纵向变化看，2019-2021 年 PVC 地板毛利率趋势下行，而 2022 年毛利率同比有所改善。2019-2021 年毛利率下行主要系：1）2020 年毛利率同比下滑，主要系运费调整至成本项所致；2）2021 年原材料价格显著上行；3）行业竞争等因素影响下，产品价格调整。伴随原材料价格下行，2022 年天振毛利率为 22.3%，同比提升 1.8pct。

图 20：中国聚氯乙烯市场价走势



资料来源：wind，申万宏源研究

天振多次实现技术突破，推动行业产品迭代升级。公司成立之初以竹地板及竹木制品的加工制造为主业，伴随 PVC 地板以其绿色环保、价格低廉、材质轻盈和铺装便捷等优势快速发展，2010 年后，公司成为国内首批转型生产新型 PVC 复合材料地板的企业。2012 年，公司在国内率先研发出 WPC 地板产品并投入生产。2024 年，公司在技术上再次取得突破，在行业内率先实现 RPET 新型复合地板的量产工艺

图 21：天振多次实现技术突破，推动行业产品迭代升级

资料来源：公司公告，申万宏源研究

董事长及核心管理层精通技术，奠定公司研发基因。近年来，公司已自主研发“WPC 发泡芯板二次定型生产工艺技术”“SPC 挤塑一次成型工艺技术”“复合 PVC 地板对花技术”“LVT 地板在线贴合技术”等核心技术。公司多次实现技术突破，正是根植于掌舵人董事长及核心管理层的技术底蕴。董事长方庆华先生为公司境内 6 项发明专利和 10 项实

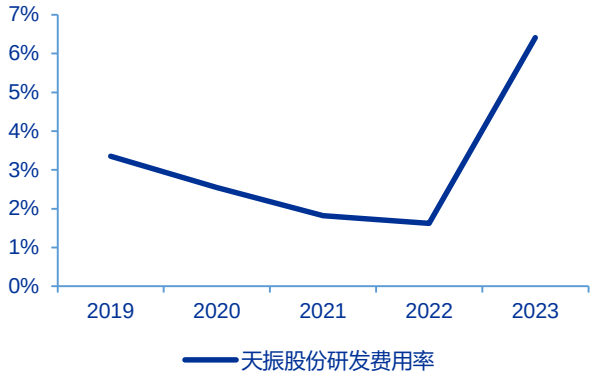
用新型专利的发明人，负责总体把控公司的研发方向。研发技术部总监汤文进先生为公司境内 18 项专利的主要参与者，负责统筹规划公司所有研发项目的实施和推进。外销部总监王益冰，为公司 1 项发明专利和 3 项实用新型专利的发明人，负责获取 PVC 地板行业市场和公司客户最新需求，从总体上把控市场研究方向。

表 5：公司核心技术人员取得的专业资质及研发贡献

核心技术人员	职位	专业资质或职称	研发贡献
方庆华	董事长、总经理	中国林产工业协会石木塑环保材料及制品分会轮值理事长、中国林产工业协会墙材和墙饰分会轮值理事长、中国林产工业协会竹材专业委员会副理事长（曾任）、浙江省竹产业协会理事（曾任）、南林竹产业知识产权联盟理事（曾任）、工程师专业技术职称、高级经济师	公司境内 6 项发明专利和 10 项实用新型专利的发明人；是《弹性地板应用技术规程》（T/CADBM 20-2019）和《硬质聚氯乙烯石塑地板》（T/ZZB 1413-2019）两项行业标准的起草人之一，同时参与了《石木塑地板》（T/CNFPIA 3004-2019）、《石木塑地板应用技术标准》（T/CSUS 03-2020）两项行业标准的制定；2014 年在北京大学核心期刊《工程塑料应用》杂志上联合发表论文《热处理对 PVC 发泡复合地板加热尺寸变化率的影响》；2018 年被中国建筑装饰材料协会弹性地板分会授予弹性地板行业创新先进个人称号；负责总体把控公司的研发方向
汤文进	监事会主席、研发技术部总监	中级工程师	公司境内 18 项专利的主要参与者，是《硬质聚氯乙烯石塑地板（T/ZZB 1413-2019）行业标准的起草人之一，同时参与了《弹性地板应用技术规程》（T/CADBM 20-2019）、《石木塑地板》（T/CNFPIA 3004-2019）、《石木塑地板应用技术标准》（T/CSUS 03-2020）三项行业标准的制定；2014 年在北京大学核心期刊《工程塑料应用》杂志上联合发表论文《热处理对 PVC发泡复合地板加热尺寸变化率的影响》；负责统筹规划公司所有研发项目的实施和推进
王益冰	外销部总监、董事	中级工程师	公司 1 项发明专利和 3 项实用新型专利的发明人；负责获取 PVC 地板行业市场和公司客户最新需求，从总体上把控市场研究方向，组织外销部和技术研发部对新产品进行调研分析，组织并负责公司多个研发项目的管理和实施

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 22：天振股份研发费用率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 23：天振取得的核心技术

核心技术名称	技术来源	技术水平
WPC 发泡芯板二次定型生产工艺技术	自主研发	国内领先
复合地板静音防水工艺技术	自主研发	国内领先
SPC 挤塑一次成型工艺技术	自主研发	国内领先
复合 PVC 地板对花技术	自主研发	国内领先
LVT 地板在线贴合技术	自主研发	国内领先
自动计量石塑配混料操作系统	自主研发	国内领先

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.3 客户：绑定大客户资源，深耕美国地板品牌商及渠道商

技术、质量、交付等供应优势显著，客户覆盖全球知名地板品牌商及建材零售商。依托于领先的技术研发水平、完善的质量保证体系和高可靠性的产品质量，公司产品畅销北美、欧洲、东南亚等 20 余个国家和地区，成功进入数十家位居全球行业领先水平的地板品牌商和建材零售商的供应商体系。公司核心大客户包括世界最大的地毯生产商 SHAW（萧氏集团）和全球最大的国际化家居及商用地面材料供应商 MOHAWK（莫霍克工业公司），并通过下游客户 Home Legend LLC 进入全球排名前列的家居建材用品零售商 Home Depot 的供应体系。

表 6：公司主要大客户介绍

客户名称	客户介绍	合作历史
SHAW（萧氏集团）	总部位于美国佐治亚州，始建于 1946 年，伯克希尔·哈撒韦公司（Berkshire Hathaway Inc）全资下属公司，全球最大的地毯制造和经销商	自2004年开始合作
LUMBER LIQUIDATORS（林木宝）	林木宝控股公司成立于 1994 年，总部位于美国弗吉尼亚州，北美领先的地板专业零售商之一，截至 2023 年 12 月 31 日拥有 437 家门店	自2006年开始合作
MANNINGTON（曼宁顿）	总部位于美国新泽西州，成立于 1915 年，现在已成为全球最大的地板制造商之一。Mannington 生产并销售各种类型的地板产品，包括硬表面地板(如木地板和瓷砖)，款表面地板(如地毯)和复合地板(如织物和塑料复合)	自2015年开始合作
TARKETT（得嘉集团）	Tarkett 得嘉集团始于 1886 年，总部位于法国，主要生产和销售 PVC 弹性塑胶地板、亚麻地板、实木地板、强化复合地板和运动地板、橡胶地板、地毯等地面材料，是世界上最大的弹性地材供应商	自2017年开始合作
MOHAWK（莫霍克工业公司）	Mohawk 总部位于美国亚特兰大，成立于 1878 年，公司业务从一家美国地毯制造商转变为全球最大的地板公司，业务遍及澳大利亚、巴西、 加拿大、欧洲、马来西亚、墨西哥、新西兰、俄罗斯、英国和美国，2023 年年度净销售额 111 亿美元	自2019年开始合作
Home Depot（家得宝）	成立于 1978 年，全球最大的家居装修用品零售商，截至 2023财年末，在美国、加拿大和墨西哥拥有 2,335 家实体门店以及电子商务网站，2023 财年净销售额 1527 亿美元。家得宝连续9 年被美国《财富》杂志评为"最受欢迎的专业零售商"，福布斯 2020 全球品牌价值 100 强排名第 34 位	自2020年开始合作

资料来源：公司公告，申万宏源研究

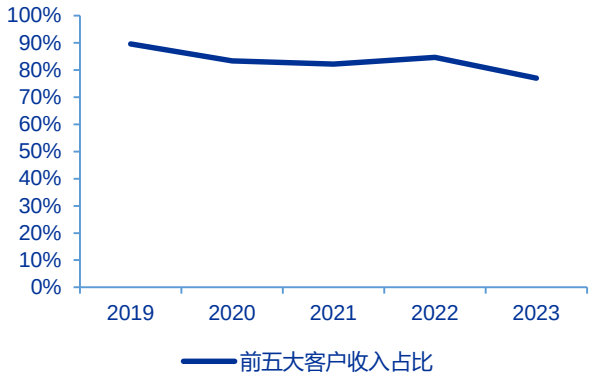
绑定优质客户资源，前五大客户收入占比基本在 75%以上。公司销售模式以向下游大客户提供代工产品为主，前五大客户收入占比基本在 75%以上。根据公司招股说明书，2021 年公司前五大客户收入占比为 82.2%，其中 SHAW（萧氏集团）为第一大客户，贡献收入 11.30 亿元，收入占比为 35.5%，MANNINGTON（曼宁顿）、LUMBER LIQUIDATORS（林木宝）、MOHAWK（莫霍克工业公司）分别为第二大、第三大、第四大客户，HOME LEGEND, LLC（进入 Home Depot 的供应体系）为第五大客户，贡献收入 2.12 亿元，收入占比 6.7%。

图 24：2021 年天振前五大客户收入情况

客户名称	收入(亿元)	收入占比
SHAW	11.30	35.5%
MANNINGTON	5.12	16.1%
LUMBER LIQUIDATORS	4.07	12.8%
MOHAWK	3.54	11.1%
HOME LEGEND, LLC	2.12	6.7%
前五大客户收入占比		**82.2%**

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 25：天振股份前五大客户收入占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.4 产能：及时推动海外产能布局，未雨绸缪对冲关税风险

积极推进海外产能建设，生产基地布局东南亚、美国。2018 年后伴随中美贸易摩擦扩大，公司主营的 PVC 地板产品对美出口加征 25%关税，在一定程度上影响公司产品定价。为对冲关税风险，公司成立子公司越南聚丰，在越南投资生产基地， 年已投产； 年

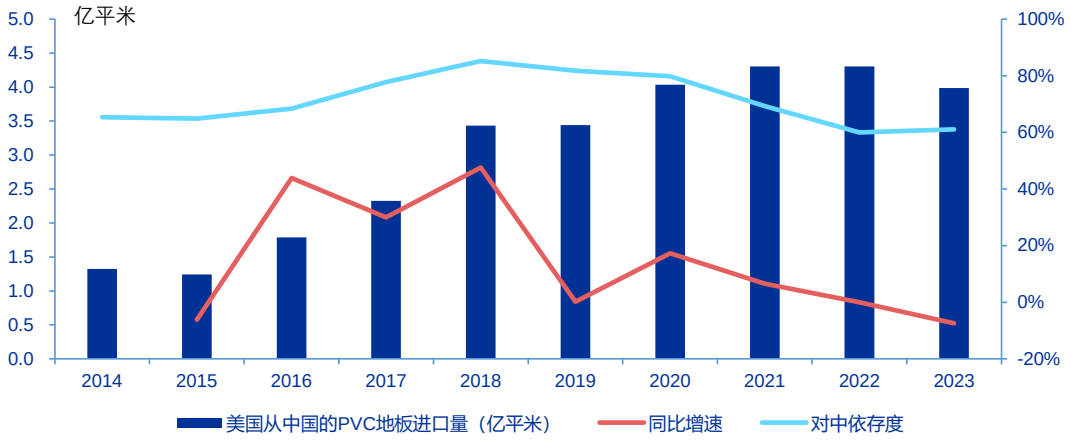
底在经历溯源事件后，公司优化供应链，积极进行海外新生产基地布局，加大对东南亚产能布局；2024 年又在美国筹建生产基地，拟投资 6150 万美元筹建“年产 2000 万平方米新型无机材料复合地板智能化生产线”项目。

图 26：天振股份生产基地布局东南亚、美国

资料来源：公司公告，申万宏源研

美国 PVC 地板对中国进口依赖度仍在 60%以上，关税预期下公司海外产能布局有望受益。美国 PVC 地板行业主要依赖对外进口，其中中国为主要进口来源地，虽然 2018 年中美贸易摩擦后，美国 PVC 地板对中国的进口依赖度有所降低，但 2023 年仍达 61.6%（按进口量计算）。美国大选落地后，关税预期加强，公司海外产能布局，有望受益于关税预期下的订单转移。

图 27：美国 PVC 地板对中国进口依赖度仍在 60%以上（进口量计算）

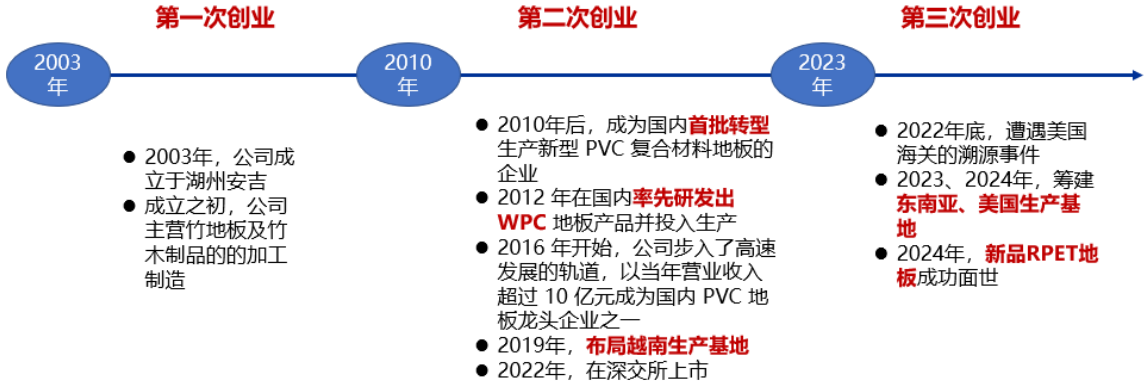


资料来源：美国商务部，申万宏源研究

3. 展望未来，PVC 与新品 RPET 地板共振下底部向上空间可期

经历溯源事件后，当下公司开启“第三次创业”，一方面积极筹建东南亚、美国生产基地，优化供应链，2024 年以来 PVC 地板业务迎来逐步修复；另一方面，公司加快新产品研发，2024 年新品 RPET 地板成功面世，有望搭乘欧美渗透率快速提升红利，打开业绩天花板。

图 28：被溯源后天振当下迎来第三次创业



资料来源：公司公告，申万宏源研究

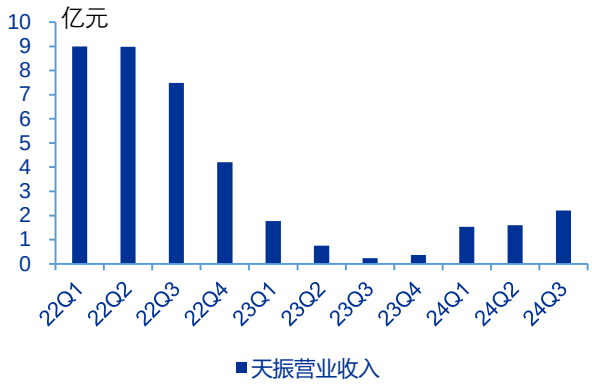
3.1 PVC 地板：订单逐步回流，业绩有望企稳回升

产品、客户、管理及产能优势背书下，公司 PVC 地板业务有望稳步修复。公司作为国内首批转型为 PVC 地板的企业，经过多年的积累，凭借领先的技术研发和优异的产品品质，以及多年来对市场和客户需求的准确理解，获得下游高度认可。在经历美国海关供应链溯源后，公司积极推动东南亚、美国海外产能布局，有效满足客户对供应链多元化和供应链本地化的需求。同时在公司技术研发、品质稳定等方面的背书下，目前公司 PVC 地板业务正在逐步恢复中。

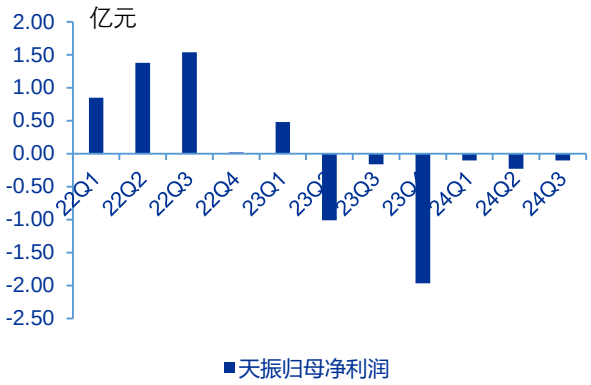
2023 下半年以来公司收入环比改善，未来业绩有望企稳回升。在溯源事件影响下，2023Q3 公司单季度收入触底为 0.23 亿元，伴随 PVC 地板业务的逐步修复，2023Q3 以来公司已经连续四个季度环比增长，2024Q3 公司单季度收入已修复至 2.20 亿元，环比 2024Q2 增长 37.5%，同比增长 856.5%。利润端，2024Q3 公司单季度归母净利润为-0.10 亿元，较 2024Q2 环比减亏明显。在 PVC 地板业务持续修复驱动下，公司业绩未来有望企稳回升。

图 29：2023 下半年以来天振收入环比增长

图 30：24Q3 天振利润环比减亏



资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2 新品：RPET 地板发展前景广阔，有望享受渗透率快速提升红利

欧美拟加强对聚氯乙烯（PVC）的限制及监管，PVC 地板行业面临产品迭代升级诉求。聚氯乙烯（PVC）是由氯乙烯通过聚合反应形成的聚合物，2023 年末，欧洲化学品管理局（ECHA）及美国环境保护局（EPA）均宣布，拟对聚氯乙烯（PVC）塑料及生产中所使用的添加剂进行相应监管。在欧美市场 NON-PVC 趋势下，地板新型材质的替代产品需求不断增加。

强大研发基因及技术实力驱动下，公司在行业内率先突破新品 RPET 新型复合地板的量产工艺。公司长期对地板新型材质进行战略性研发投入，在欧美 NON-PVC 趋势下，公司于 2021 年底便开始启动对 RPET 新型复合地板的研发，在不懈的探索与创新中，研发团队历经数次技术攻坚，逐一破解制约产品量产的多个关键技术难题。通过持续的设计优化与工艺改进，也成功地降低了原材料消耗，提高生产效率，同时减少废品率，使得整体生产成本逐步下降至一个合理且极具竞争力的水平。公司在行业内率先实现 RPET 新型复合地板的量产工艺，2024 年已正式步入批量化订单生产阶段，有望开拓新的增长点。

RPET 地板环保性、耐水性、外观精美度等综合优势显著，发展前景广阔，有望在欧美市场迎来渗透率的快速提升。公司研发生产的 RPET 地板，延续了 PVC 地板可 DIY 安装等特点，同时在环保性、耐水性、外观等方面优势更加突出：**1）环保性**：RPET 地板以再生 PET 材料为原料，分解温度 250℃以上且无有毒气体释放，达到食品级和医疗级安全标准。**2）耐水性更佳**：PET 材料高结晶度水分子难以扩散进入晶区，地板不会因吸水导致瓦翘。**3）外观更精美**：引入 3D 打印工艺，可将图案重复降至最低，且色彩清晰度可实现零色彩损失，接近优质的天然木质外观。**4）耐磨性、热稳定性、抗形变等性能更突出。**

表 7：RPET 地板环保性、耐水性、外观等综合优势显著

材料健康环保	耐水性好	外观更精美	更耐磨耐用	耐热稳定性强	抗形变能力
再生PET材料长期暴露在阳光下或120℃内高温下使用，无有毒有害物质释放，分解温度250℃以上且无有毒气体释放，达到食品级和医疗级安全标准	传统地板树脂通常为无定形结构，分子链堆砌松散。PET材料高结晶度水分子难以扩散进入晶区，地板不会因吸水导致瓦翘	引入RealPlank技术和3D打印工艺，30多种独特木板设计，可将图案重复降至最低。HDX色彩清晰度可实现零色彩损失，接近优质的天然木质外观	在耐磨测试中，PET地板可承受大于4000转的耐磨测试;在脚轮椅耐磨测试中，3万转后表面仍光洁如初，保持无裂缝、无分层的初始状态	在稳定性测试中，经6小时80度高温测试，平均瓦翘低于0.1毫米，纵向长度变化低于0.02%，横向长度变化低于0.05%。且150℃时仍保持刚性不软化	RPET地板弹性模量高达3000-4000MPa，较传统PVC地板高出30%以上，抗形变、抗划痕能力提升3倍。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

欧美市场 NON-PVC 趋势下，公司在行业内率先突破新品 RPET 新型复合地板的量产工艺。RPET 地板环保性、耐水性、外观精美度等综合优势显著，发展前景广阔，美国下游品牌商及渠道商积极推广，且后续规模效应推动成本下行，有望加速终端渗透率提升。公司作为行业内率先可量产的供应商，有望搭乘欧美市场下游 RPET 增长红利，打开业绩天花板。

4. 盈利预测与估值分析

4.1 盈利预测

盈利预测及假设：

我们按照公司分业务板块对收入进行拆分：

1）原有 PVC 地板业务：2024 年以来，伴随公司东南亚、美国海外生产基地的逐步投产，公司管理、产品研发、客户资源、产能布局等方面优势仍在，溯源事件影响弱化后，原有 PVC 地板业务逐步恢复。同时考虑美国关税预期下，公司海外产能布局有助于原有 PVC 地板业务的回流。24Q1-Q3 公司季度收入持续环比增长，我们预计公司原有 PVC 地板客户订单重新恢复的趋势将会延续，预计 2024-2026 年公司 PVC 地板出货量将会持续显著增长。在出货量增长驱动下，我们预计公司原有 PVC 地板业务收入分别为 8.24、17.90、27.98 亿元，分别同比增长 171.9%、117.2%、56.3%。

2)新品 RPET 地板业务：公司积极推动新材料地板产品的创新研发，2024 年新品 RPET 地板已步入可量产阶段，考虑 RPET 地板在环保性（使用可再生 PET 材料）、外观精美度（3D 打印技术、仿真性大幅改善）、耐水性等方面综合优势显著，公司作为率先可量产 RPET 地板的供应商，有望搭乘美国 RPET 地板渗透率快速提升红利迎来快速增长。因此考虑美国下游地板品牌商、渠道商积极推广 RPET 地板新品，且后续规模效应推动成本下行，有望加速终端渗透率提升。公司绑定优质客户资源，且作为行业内率先可量产 RPET 地板的供应商，预计 2024-2026 年公司 RPET 地板出货量将会显著增加。在出货量增长驱动下，我们预计 -　　年公司 RPET 地板收入分别为 .　、.　、.　　亿元。

表 8：天振股份收入拆分及预测

亿元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	29.67	3.12	9.32	24.93	42.88
同比增速	-6.7%	-89.5%	198.9%	167.6%	72.0%
毛利率	22.3%	-7.0%	6.0%	16.0%	21.0%
分产品收入拆分					
原有PVC地板业务	29.57	3.03	8.24	17.90	27.98
同比增速		-89.8%	171.9%	117.2%	56.3%
其中：					
SPC地板营收	18.13	1.35	5.13	12.31	19.70
同比增速	0.7%	-92.6%	280.0%	140.0%	60.0%
WPC地板营收	7.88	1.45	2.75	5.08	7.62
同比增速	-25.6%	-81.7%	90.0%	85.0%	50.0%
LVT地板营收	3.32	0.23	0.36	0.51	0.66
同比增速	19.2%	-93.2%	60.0%	40.0%	30.0%
MGO地板营收	0.24	0.00	0.00	0.00	0.00
同比增速	-29.9%	-	-	-	-
新品RPET地板营收	0.00	0.00	0.88	6.83	14.70
同比增速	-	-	-	680.0%	115.4%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

综上所述，我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 9.32、24.93、42.88 亿元，同比增速分别为 198.9%、167.6%、72.0%；预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为-0.39、1.83、4.40 亿元。

4.2 估值

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为-0.39、1.83、4.40 亿元，当前市值（2024/11/28）为 39 亿，对应 2025-2026 年 PE 分别为 21、9 倍。

天振股份深耕 PVC 地板出口业务，在美国 PVC 地板渗透率快速提升的阶段，公司业务快速增长，规模领先于同行，奠定市场地位。2022 年底公司因受美国海关开展供应链溯源的影响，出口美国的货物无法通关，导致 2023 年业务出现阶段性的下滑。但公司在经历外部压力后，经营韧性凸显，2024 年业务便已迎来修复，正是得益于公司自成立来以来在前两次创业转型中积累的管理、产品研发、客户资源、海外产能布局等优势。**当下公司开启“第三次创业”，一方面积极筹建东南亚、美国生产基地，优化供应链，2024 年以来 PVC 地板业务迎来逐步修复；另一方面，公司加快新产品研发，2024 年新品 RPET 地板成功面世，有望搭乘欧美渗透率快速提升红利，打开业绩天花板。**考虑预计 2024 年公司仍然处于亏损状态，我们采用可比公司 PS 估值法，选取爱丽家居（PVC 地板出口代工）、匠心家居（电动床、电动沙发出口代工）、嘉益股份（保温杯出口代工）、共创草坪（人造草坪出口）作为可比公司，参考可比公司 2025 年 PS 均值为 2.37 倍，我们给予天振股份 2025 年 2.37 倍 PS，则天振股份市值为 59 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：天振股份及可比公司 PS 对比

证券代码	企业名称	总市值（亿元）	收入（亿元）				收入同比增速			PS	
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2025E	2026E
603221.SH	爱丽家居	24	11.76	15.16	19.05	23.47	28.9%	25.7%	23.2%	1.27	1.03
301061.SZ	匠心家居	89	19.21	24.71	30.08	36.78	28.6%	21.7%	22.3%	2.97	2.43
301004.SZ	嘉益股份	103	17.75	28.56	35.53	43.17	60.9%	24.4%	21.5%	2.91	2.40
605099.SH	共创草坪	79	24.61	28.75	34.08	40.62	16.8%	18.5%	19.2%	2.33	1.95
平均值										**2.37**	**1.95**
301356.SZ	天振股份	39	3.12	9.32	24.93	42.88	198.9%	167.6%	72.0%	1.57	0.91

资料来源：同花顺 ifind，申万宏源研究

注释：匠心家居、嘉益股份、共创草坪为申万轻工预测，爱丽家居为同花顺 ifind 一致预测

5. 风险提示

PVC 地板业务修复不及预期。公司主营 PVC 地板的出口代工，若原有 PVC 地板业务订单回流不及预期，则会影响公司经营业绩。

新品 RPET 地板产能释放不及预期。公司新品 RPET 地板正处于产能爬坡阶段，若未来产能释放不及预期，则会影响公司经营业绩。

6. 附录

表 10：天振股份利润表

百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,967	312	932	2,493	4,288
营业收入	2,967	312	932	2,493	4,288
其他类金融业务收入	0	0	0	0	0
营业总成本	2,514	516	997	2,323	3,841
营业成本	2,307	333	876	2,094	3,388
其他类金融业务成本	0	0	0	0	0
税金及附加	5	8	19	50	86
销售费用	154	163	53	82	172
管理费用	58	55	49	70	125
研发费用	48	20	20	37	90
财务费用	-58	-63	-19	-11	-19
其他收益	3	3	3	3	3
投资收益	-1	5	5	5	5
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
资产处置收益	0	18	18	18	18
汇兑收益及其他	0	0	0	0	0
营业利润	410	-281	-39	196	474
营业外收入	10	9	0	0	0
营业外支出	8	15	0	0	0
利润总额	412	-288	-39	196	474
所得税	33	-21	0	14	34
净利润	379	-267	-39	183	440
持续经营净利润	379	-267	-39	183	440
终止经营净利润	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	379	-267	-39	183	440

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 11：天振股份资产负债表

百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,943	1,858	545	791	1,644
交易性金融资产	499	34	834	884	884
衍生金融资产	0	0	0	0	0
经营性应收款项	503	123	225	295	365
应收票据、应收账款及应收款项融资	430	103	200	250	300
应收账款	430	103	200	250	300
应收票据及应收款项融资	0	0	0	0	0
其他应收款	12	15	15	15	15
预付款项	62	6	10	30	50
存货	266	299	584	698	678
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	6	27	27	27	27
持有待售资产及其他	0	0	0	0	0
流动资产合计	**3,218**	**2,341**	2,214	2,695	3,597
长期应收款	0	0	0	0	0
长期股权投资	11	10	10	10	10
其他权益工具投资	6	6	6	6	6
其他非流动金融资产	0	0	0	0	0
投资性房地产	7	7	7	7	7
固定资产	602	547	699	729	748
在建工程	8	20	120	100	50
无形资产类	227	221	221	221	221
无形资产	227	221	221	221	221
商誉	0	0	0	0	0
开发支出	0	0	0	0	0
长期待摊费用	1	4	4	4	4
递延所得税资产	0	21	21	21	21
其他非流动资产	5	15	15	15	15
使用权资产及其他	0	11	11	11	11
非流动资产合计	867	861	1,113	1,124	1,092
资产总计	**4,084**	**3,202**	3,327	3,818	4,689
短期借款	161	7	10	10	10
短期借款	122	0	3	3	3
一年内到期的非流动负债	39	7	7	7	7
交易性金融负债	0	1	1	1	1
经营性应付款项	424	131	238	539	1,005
合同负债	3	1	1	1	1
其他应付款	47	37	37	37	37
其他流动负债	0	0	0	0	0
持有待售负债及其他	0	0	0	0	0
流动负债合计	**635**	**176**	287	587	1,054
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	16	15	15	15	15
递延所得税负债	1	0	0	0	0
租赁负债及其他	0	4	4	4	4
非流动负债合计	**16**	**18**	18	18	18
负债合计	**651**	**194**	305	605	1,072
股本	120	216	216	216	216
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	2,406	2,310	2,310	2,310	2,310
减：库存股	0	0	0	0	0
其他综合收益	52	44	44	44	44
盈余公积	35	35	35	35	35
未分配利润	820	403	417	608	1,012
专项储备及其他	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益合计	3,433	3,008	3,023	3,213	3,617
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	**3,433**	**3,008**	3,023	3,213	3,617
负债和股东权益总计	**4,084**	**3,202**	3,327	3,818	4,689

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 12：天振股份现金流量表

百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	379	-267	-39	183	440
计提的资产减值准备	48	104	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0	0
固定资产折旧	67	76	78	90	102
无形资产摊销	6	6	0	0	0
长期待摊费用摊销	0	1	0	0	0
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“ - ”号填列）	0	-18	-18	-18	-18
公允价值变动损失（收益以“—”号列示）	-1	0	0	0	0
财务费用 （收益以“—”号列示）	-44	0	-19	-11	-19
投资损失（收益以“—”号列示）	1	-5	-5	-5	-5
递延所得税资产减少（增加以“—”列示）	1	-21	0	0	0
递延所得税负债增加（减少以“—”列示）	1	-1	0	0	0
存货的减少 （增加以“—”列示）	338	-155	-285	-114	20
经营性应收项目的减少（增加以“—”列示）	187	406	-101	-70	-70
经营性应付项目的增加（减少以“—”列示）	-378	-259	107	300	467
其他-经营活动现金流	9	1	0	0	0
经营活动产生的现金流量净额	614	-131	-283	355	916
收回投资所收到的现金	57	718	0	0	0
取得投资收益收到的现金	1	9	5	5	5
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回现金净额	1	27	18	18	18
处置子公司及其他营业单位收回现金净额	0	0			
收到其他与投资活动有关的现金	5	0	0	0	0
投资活动现金流入小计	65	754	24	24	24
购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	191	106	330	100	70
投资所支付的现金	554	253	800	50	0
支付其他与投资活动有关的现金	4	14	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0	23			
投资活动现金流出小计	750	397	1,130	150	70
投资活动产生的现金流量净额	-685	357	-1,106	-126	-46
吸收投资收到的现金	1,890	0	0	0	0
取得借款收到的现金	719	0	10	7	7
收到其它与筹资活动有关的现金	10	0	19	11	19
筹资活动现金流入小计	2,619	0	29	17	26
偿还债务支付的现金	1,167	159	7	7	7
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	13	151	-53	-8	37
支付的其它与筹资活动有关的现金	120	2	0	0	0
筹资活动现金流出小计	1,299	312	-47	-1	43
筹资活动产生的现金流量净额	1,320	-312	76	18	-17
现金及现金等价物净增加额	1,302	-82	-1,313	246	853
货币资金的期初余额	636	1,937	1,858	545	791
货币资金的期末余额	1,937	1,856	545	791	1,644

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）	：相对强于市场表现 20%以上；
增持（Outperform）	：相对强于市场表现 5%～20%；
中性（Neutral）	：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；
减持（Underperform）	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）	：行业超越整体市场表现；
中性（Neutral）	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡（Underweight）	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。