

天振股份(301356)

报告日期: 2025 年 03 月 16 日

PVC 地板龙头破局，涅槃开启新周期

——天振股份深度报告

投资要点

□ PVC 地板龙头破局，涅槃开启新周期

天振股份成立于 2003 年，从竹地板制造转向 PVC 地板外贸代工，凭借技术迭代（LVT→WPC→SPC→MGO）与强研发能力（34 项专利，发明专利 21 项），2018 年推出 MGO 地板获国际龙头 Shaw 认可，2019 年越南子公司投产应对中美贸易摩擦，迅速跻身行业三强（2021 年全球市占率 7.14%）。近年受美国供应链溯源影响业绩承压（2023 年营收仅 3 亿元），但海外产能布局深化（越南/美国工厂）与 RPET 新品投放推动 2024 年订单加速修复，涅槃开启新一轮成长周期。

□ 需求与供给：替代趋势明确，东南亚产能崛起

需求端：PVC 地板因环保、安装高效及性价比优势，加速替代传统地面材料。美国为核心需求市场，2021 年进口占全球 67%，从美国市场看，LVT/WPC/SPC 为代表的片材 PVC 地板由于安装简便、成本低，近年来渗透率快速提升，从 2016 年 6.0%至 2022 年达 28.0%。需求快速增长，但由于生成成本的压制，美国进口依赖度持续维持在 50%+，欧洲由于本土具有生成商，进口依赖度仅 25%。

供给端：中国制造优势突出，为全球核心生成地区，但溯源&关税因素影响下，21 年后美国进口中国 PVC 地板比例快速下行，东南亚等地区海外产能重要性持续提升。根据联合国统计局，2023 年中国 PVC 地板出口额中约 40%来自美国市场，美国 PVC 地板进口中约 50%来自中国，美国市场中来自于越南的 PVC 地板占比已经达到 25%，预期未来有望进一步提升。

□ 强制造&研发力为基，优质新品引领订单修复

产品：造能力突出，规模效应显著，溯源前盈利能力高于友商。对比海象、爱丽等竞争对手，公司溯源前毛利率、净利率均有显著优势，盈利能力优势源于公司强制造能力&规模效应下，公司细分品类毛利率高于友商，其中 WPC 这一公司引领创新的高盈利细分品类上公司毛利率/产品占比优势更为明显。产能布局上，公司在东南亚地区外进一步布局了美国产能，优势明显。

研发：推出 RPET 新品引领产业链趋势。公司研发能力突出，持续引领行业变革，如 WPC、MGO 等产品，24 年公司推出了 RPET 新品，地板继续沿用锁扣工艺，在保留了原有产品安装便利、防水阻燃等优势的基础上，在耐磨、耐热、外观等方面进行了提升，有望成为产业趋势，公司是行业率先量产的企业，具有显著的先发优势，有望搭乘 RPET 地板渗透率快速提升的红利，推动公司业绩复苏同时提升产业链份额，打开成长天花板。

客户：溯源前公司凭借优质产品&强研发力，长期绑定优质客户资源。公司主要客户包括全球最大的地毯制造和经销商 SHAW、全球最大的弹性地材供应商 TARKETT、全球最大的地板公司 MOHAWK、北美领先的地板专业零售商林木宝等，形成长期战略合作伙伴关系，客户黏性较强。我们认为，头部企业对供应链要求较高，公司作为少数上市公司，产能充足&产能布局完善，凭借此前客群关系，订单回流可期。

□ 盈利预测与投资建议

我们预计公司 24-26 年分别实现营收 9.08/20.3/37.21 亿元，分别同比增长 191%/124%/83%，实现归母净利润-0.33/1.52/4.11 亿元，26 年同比增长 170%，25-26 年对应当前 PE 分别为 25/9X。考虑公司业绩正处于修复期，RPET 新品有

投资评级：买入(首次)

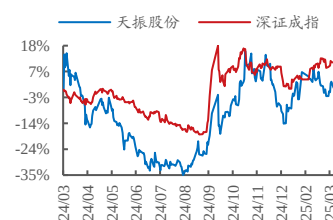
分析师：史凡可
执业证书号：S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师：曾伟
执业证书号：S1230524090011
zengwei@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 17.49
总市值(百万元)	3825.36
总股本(百万股)	216.00

股票走势图



相关报告

望拉动公司提升产业链份额打开长期空间，且当前市值下，公司拥有货币资金+交易性金融资产合计 16.75 亿元，无银行借款，整体估值性价比较高，首次覆盖给予“买入”评级。

□ 风险提示

汇率波动风险；原材料成本大幅上涨风险；新产品市场推广不及预期

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	312	908	2,030	3,721
(+/-) (%)	-89.50%	191.38%	123.55%	83.31%
归母净利润	-267	-33	152	411
(+/-) (%)	/	/	/	169.87%
每股收益(元)	-1.24	-0.15	0.70	1.90
P/E	/	/	24.81	9.19

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 PVC 地板龙头破局，涅槃开启新周期	5
1.1 历史复盘：从天振竹木走向天振股份	6
1.2 高管层及核心员工均持股，创始团队经验丰富	7
2 PVC 地板全球高速替代，关税背景下东南亚产能崛起	8
2.1 需求端：PVC 地板高速渗透，欧美为主要下游市场	8
2.2 供给端：中国为主，关税&溯源影响下东南亚占比迅速提升	12
3 强制造&研发力为基，优质新品引领订单修复	15
3.1 产品：制造能力突出，客户订单提速回流	15
3.2 研发：推出 RPET 新品，引领行业 Non-PVC 发展	16
3.3 客户：深度绑定头部优质客户，订单回流可期	18
4 盈利预测与投资建议	19
4.1 盈利预测	19
4.2 估值与投资建议	20
5 风险提示	20

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	7
图 2: 公司股权结构.....	8
图 3: 剔除瓷砖后全球地面装饰材料市场及增速.....	9
图 4: 弹性地板分类.....	10
图 5: 全球弹性地板销售量及增速.....	10
图 6: 全球弹性地板销售量占地板装饰材料总销售量比.....	10
图 7: 全球各地区弹性地板年销售量（百万平米）.....	11
图 8: 全球各地区弹性地板销售量占比.....	11
图 9: 美国 PVC 地板进口额及进口依赖度.....	12
图 10: 欧洲 PVC 地板进口额及增速.....	12
图 11: 欧盟进口 PVC 地板比例快速提升.....	12
图 12: 中国 PVC 地板出口额.....	13
图 13: 中国出口美国 PVC 地板规模及占美国进口额比例.....	13
图 14: 2023 年美、德、加三国 PVC 地板进口来源分布.....	14
图 15: 中国 PVC 地板出口全球市占率.....	14
图 16: 公司国内竞争对手.....	14
图 17: 公司市占率在 23 年前稳步提升.....	14
图 18: 行业毛利率对比.....	15
图 19: 行业净利率对比.....	15
图 20: 公司积极布局研发投入.....	16
图 21: 公司提效型专利占比超 50%.....	16
图 22: RPET 产品与技术优点.....	18
图 23: 2019-2020 美国弹性地板前五市占率.....	19
图 24: 2021-2023 美国弹性地板前五市占率.....	19
表 1: 公司历史数据一览.....	5
表 2: 公司主要产品一览.....	6
表 3: 2019-2023 年公司产品拆分（百万元）.....	6
表 4: 公司管理层介绍.....	8
表 5: 各类地面装饰材料性能对比.....	9
表 6: 美国地板装饰材料一览（制造商口径）.....	11
表 7: 天振与海象产品对比.....	15
表 8: 公司核心研发人员一览.....	17
表 9: 2018-2020 年公司客户结构.....	18
表 10: 公司盈利预测拆分.....	20
表 11: 可比公司估值表（截至 2025.3.16）.....	20
表附录: 三大报表预测值.....	22

1 PVC 地板龙头破局，涅槃开启新周期

PVC 地板龙头，研发实力突出，23 年受溯源影响，24 年逐步迎来涅槃重生。公司于 2003 年成立，抓住市场机会，从竹地板生产转向 PVC 地板外贸代加工领域，技术实力雄厚，拥有专利 34 项，其中 21 项发明专利，产品经历从 LVT 到 WPC 和 SPC 地板的迭代升级。凭借优秀产品质量和多年的市场推广，公司已具有较高的行业知名度，产品主要向欧美发达国家和地区出口。2018-2022 年，公司营收波动上升，CAGR 9.60%，从 20.57 亿元增长 29.67 至亿元，2021 年为营收峰值，达 31.81 亿元。归母净利润从 2.84 亿元增长至 3.79 亿元，CAGR 7.54%。2023 年受美国溯源影响，业绩大幅下滑，23-24 年公司积极应对，业绩逐步迎来修复。

表1：公司历史数据一览

单位：百万元	2019	2020	2021	2022	2023	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
营业收入	1,727.76	2,243.06	3,180.99	2,967.34	311.65	74.72	23.42	36.22	153.40	159.85	220.05
YOY	-15.99%	29.82%	41.81%	-6.72%	-89.50%	-91.68%	-96.87%	-91.40%	-13.47%	113.93%	839.41%
归母净利润	338.39	372.38	279.35	379.15	-266.90	-101.20	-16.14	-197.26	-9.98	-22.90	-9.51
YOY	19.36%	10.04%	-24.98%	35.73%	-170.39%	-173.30%	-110.45%	-11567%	-120.93%	-77.37%	-41.07%
扣非归母净利润	280.33	354.68	305.29	367.98	-306.16	-99.49	-14.07	-215.53	-18.85	-21.12	-11.36
YOY	-13.19%	26.52%	-13.92%	20.53%	-183.20%	-175.59%	-109.03%	5093%	-182.24%	-78.77%	-19.22%
毛利率	35.43%	30.68%	20.52%	22.27%	-6.99%	19.84%	-66.54%	-164.16%	6.59%	2.34%	4.46%
期间费用率	12.20%	12.73%	10.10%	6.80%	56.23%	7.45%	35.61%	373.86%	17.33%	18.45%	16.33%
销售费用率	7.38%	5.72%	5.30%	5.18%	52.43%	13.14%	49.72%	345.93%	11.53%	9.85%	8.47%
管理+研发费用率	5.42%	4.40%	3.64%	3.56%	23.99%	25.06%	56.48%	75.16%	14.95%	13.61%	9.09%
财务费用率	-0.60%	2.61%	1.16%	-1.94%	-20.19%	-30.76%	-70.60%	-47.22%	-9.14%	-5.01%	-1.23%
归母净利率	19.59%	16.60%	8.78%	12.78%	-85.64%	-135.43%	-68.88%	-544.56%	-6.51%	-14.33%	-4.32%
存货	213.20	453.18	615.02	265.96	299.07	316.33	341.73	299.07	302.14	286.47	257.86
较上年同期增减	96.62	239.97	161.84	-349.06	33.11	(103.96)	120.23	33.11	(10.97)	(29.86)	(83.87)
应收账款及票据	320.95	269.62	555.60	429.58	102.54	166.82	154.79	102.54	141.24	166.14	163.65
较上年同期增减	-135.30	-51.33	285.98	-126.02	-327.04	(505.76)	(467.45)	(327.04)	(73.93)	(0.68)	8.86
经营性现金流净额	415.48	563.16	102.55	614.19	-130.92	-100.67	-105.01	-43.13	-61.06	17.09	37.20
较上年同期增减	50.71%	35.54%	-81.79%	498.91%	-121.32%	-314.86%	-147.27%	-120.65%	-151.80%	-116.98%	-135.42%
筹资性现金流净额	-56.29	-158.43	149.69	1,319.95	-311.94	-141.94	-10.11	1.36	0.00	0.05	0.00
较上年同期增减	67.69%	181.44%	-194.5%	781.78%	-123.63%	314.92%	-95.26%	-99.91%	-100.00%	-100.04%	-100.00%
资本开支	195.82	262.10	228.54	191.46	106.12	16.59	69.95	-8.91	31.23	144.54	43.78
较上年同期增减	161.94	66.28	-33.56	-37.07	-85.35	-70.83%	119.64%	-113.40%	9.66%	771.23%	-37.41%
ROE	36.21%	38.57%	23.23%	11.04%	-8.87%	-3.00%	-0.50%	-6.34%	-0.33%	-0.77%	-0.32%
YOY (±)	-11.36%	2.36%	-15.34%	-12.18%	-19.92%	-129.64%	-104.92%	-162.12%	-1.71%	2.23%	0.17%
资产负债率	36.36%	52.67%	55.30%	15.95%	6.07%	7.10%	3.87%	6.07%	5.65%	6.76%	7.18%
YOY (±)	-15.28%	16.30%	2.64%	-39.35%	-9.88%	-40.02%	-31.82%	-9.88%	-3.06%	-0.34%	3.32%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

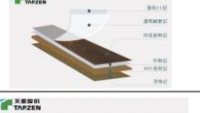
公司主营业务为新型 PVC 复合材料地板的研发、ODM 生产和销售，在产业链中处于中游，上游主要为生产 PVC 树脂粉、耐磨层、印花面料等原材料的化工行业，下游主要是各类地板品牌商、建材零售商、贸易商，公司产品最终用于家庭、酒店、商场、写字楼等场所。PVC 地板产品主要分为三种：

(1) LVT 地板：是最为传统的 PVC 地板之一，相比木地板等其他类型地面装饰材料有绿色环保、防滑耐磨、高弹性和超强抗冲击、防火阻燃、保养方便、防水防潮特点。

(2) WPC 地板：是 LVT 地板的优质替代，拥有 LVT 优点的同时，由于使用 PVC 树脂粉与发泡剂制成，具有材质轻盈、便于运输安装的特点。

(3) SPC 地板：是 WPC 地板的优质替代，拥有 WPC 优点的同时，将重钙粉与 PVC 粉混合，具有更好的尺寸稳定性和抗冲击性，无需发泡工艺稳定，规模效应好，成本较低。

表2: 公司主要产品一览

产品类别	主要原料	产品介绍	优点	产品图例
LVT地板	聚氯乙烯、重钙粉、稳定剂、增塑剂	又称塑晶地板, 主要由强化 UV 层、透明耐磨层、印花面料层、PVC 中料层和基底平衡层构成, 是目前最为传统的一种 PVC 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	
WPC地板	聚氯乙烯、重钙粉、稳定剂、发泡剂	主要由强化 UV 层、透明耐磨层、印花面料层、PVC 中料层、WPC 基材层和背垫层构成	在LVT优点的基础上, 材质轻盈, 便于运输安装; 吸音降噪	
SPC地板	聚氯乙烯、重钙粉、稳定剂	主要由强化 UV 层、透明耐磨层、印花面料层、SPC基材层和背垫层构成	在WPC优点的基础上, 尺寸稳定, 抗冲击; 吸音降噪	

资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

表3: 2019-2023 年公司产品拆分 (百万元)

单位: 百万元	2019	2020	2021	2022	2023
WPC地板	996.61	964.72	1,059.67	787.91	144.57
YOY		-3.20%	9.84%	-25.65%	-81.65%
占比	57.82%	43.10%	33.31%	26.55%	46.39%
毛利率	39.04%	37.97%	27.77%	29.82%	9.90%
YOY		-2.74%	-26.86%	4.76%	-66.80%
销量 (万平方米)	1072.07	1084.95	1212.53	756.06	132.78
均价 (元/平方米)	92.96	88.92	89.27	104.21	108.88
SPC地板	620.98	1108.63	1800.12	1813.38	135.07
YOY		78.53%	62.37%	0.74%	-92.55%
占比	36.02%	49.53%	56.59%	61.11%	43.34%
毛利率	31.81%	30.08%	22.56%	19.50%	-19.90%
YOY		-5.44%	-25.00%	-0.58%	-202.05%
销量 (万平方米)	1036.07	1882.43	2,962.51	2840.27	264.46
均价 (元/平方米)	59.94	58.89	60.76	63.85	51.07
LVT地板	70.17	104.49	278.80	332.39	22.74
YOY		48.91%	166.82%	19.22%	-93.16%
占比	4.07%	4.67%	8.76%	11.20%	7.30%
毛利率	15.86%	18.97%	7.67%	19.24%	-11.83%
YOY		19.61%	-59.57%	150.85%	-161.49%
销量 (万平方米)	253.38	371.51	995.82	1150.23	45.80
均价 (元/平方米)	27.69	28.13	28.00	28.90	49.65
MGO地板	27.75	49.88	34.41	24.12	0.01
YOY		79.75%	-31.01%	-29.90%	-99.96%
占比	1.61%	2.23%	1.08%	0.81%	0.00%
毛利率	37.84%	41.44%	27.26%	30.80%	-192.58%
YOY		9.51%	-34.22%	12.99%	-725.26%
销量 (万平方米)	21.54	46.74	35.24	22.60	
均价 (元/平方米)	128.87	106.72	97.65	106.72	

资料来源: 招股说明书, Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

1.1 历史复盘: 从天振竹木走向天振股份

天振股份专注于新型 PVC 复合材料地板的研发、生产和销售。公司于 2010 年转型, 率先在国内推出 WPC 地板产品, 此后又研发出深受欧美市场欢迎的 SPC 地板, 获得相关发明专利。2018 年, 公司再次实现技术突破, 推出自主研发的 MGO 地板, 赢得国际市场认可。为应对中美贸易摩擦和优化全球布局, 于 2019 年在越南设立子公司, 有效利用当地关

税优势。2023 年由于美国通关限制，公司业绩受挫，积极寻求恢复，推出新型 RPET 地板。天振股份发展可以分为四个阶段：

- (1) **初创期（2003-2009）**：2003 年 1 月 16 日，天振股份的前身浙江天振竹木开发有限公司（天振有限）成立，注册资本为 9000 万元。在此期间，公司主要从事竹地板和竹木制品的加工制造，逐步积累了地板行业的生产经验和技术基础。
- (2) **发展期（2010-2018）**：2010 年，公司开始转型研发生产新型 PVC 复合材料地板。2012 年，公司在国内率先研发出 WPC 地板产品并投入生产。2015 年前后，公司推出 SPC 地板，建立在线生产控制系统，实现部分环节的自动化生产。
- (3) **加速扩张期（2019-2022）**：2019 年，为缓解美国对中国出口的 PVC 地板产品加征关税的影响，公司在越南成立了子公司越南聚丰，增设生产基地出口产品。
- (4) **受挫恢复期（2023-至今）**：自 2022 年底开始，美国海关和边境保护局对包括公司在内的部分中国 PVC 地板企业开展供应链溯源，导致大量出口产品通关受阻后退货。公司通过布局全球产能、推出新型 RPET 地板，与主要客户逐步恢复订单。

图1：公司发展历程

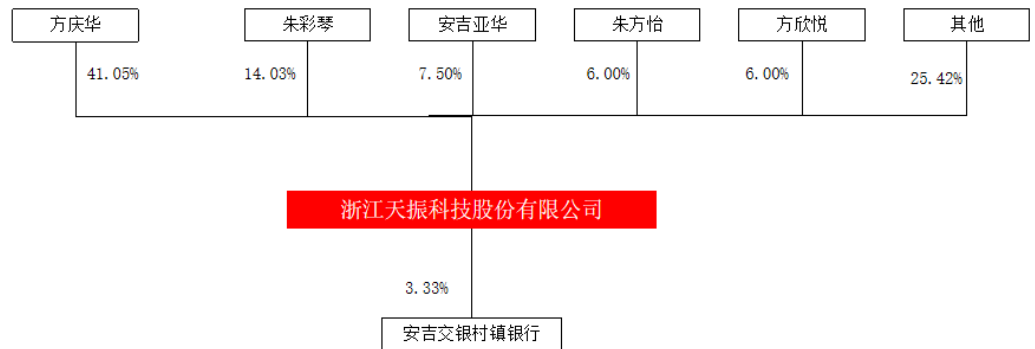


资料来源：招股说明书，Wind，浙商证券研究所

1.2 高管层及核心员工均持股，创始团队经验丰富

高管层及核心员工均持股，激励充分，实际控制人方庆华、朱彩琴夫妇分别持股 41.05%和 14.03%，股权结构清晰。

图2: 公司股权结构



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

创始团队持续于一线负责公司运营, 行业经验丰富。创始人方庆华自公司 2003 年成立以来, 长年深耕竹木制造和新材料加工产业, 其余管理层多有丰富知识技术和行业积淀。

表4: 公司管理层介绍

高管	职务	履历	持股比例
方庆华	总经理, 董事, 董事长	2003年1月至2020年8月, 天振有限执行董事兼总经理; 2020年8月起, 天振股份董事长, 总理; 2011年12月至2021年4月, 安吉信诚小额贷款有限公司董事; 2016年7月至2021年2月, 安吉子居执行董事兼总经理; 2021年2月起, 安吉子居监事; 现任中国林产工业协会竹材专业委员会副理事长, 浙江省竹产业协会理事, 南林竹产业知识产权联盟理事, 中国林产工业协会石木塑材料分会轮值理事长, 中国林产工业协会墙材与墙饰分会轮值理事长。	41.05%
朱泽明	副总经理	1983年8月至1992年3月, 马吉村团组织干事; 1992年3月至2005年11月, 从事个体工商户; 2005年4月至2019年12月, 天荒坪马吉村书记; 2016年8月至今, 安吉吉地餐饮有限公司总经理; 2005年4月至2020年8月, 担任天振有限副总经理; 2020年8月至今, 担任天振股份副总经理。	0.38%
朱彩琴	董事	2003年1月至2020年8月, 担任天振有限副总经理, 监事; 2020年8月至今, 担任天振股份董事; 2016年7月至2021年2月, 担任安吉子居监事; 2021年2月至今, 担任安吉子居执行董事兼总经理; 2020年6月至今, 担任海南德利嘉执行董事兼总经理。	14.03%
王益冰	董事, 副总经理	2001年7月至2002年3月, 上海三井碳业有限公司业务助理; 2002年8月至2004年5月, 临安百孚竹制品有限公司品质部经理; 2004年6月至2005年5月, 从事自由职业; 2005年6月至2020年8月, 历任天振有限销售经理, 销售总监; 2020年8月至今, 天振股份董事, 外销部总监。	—

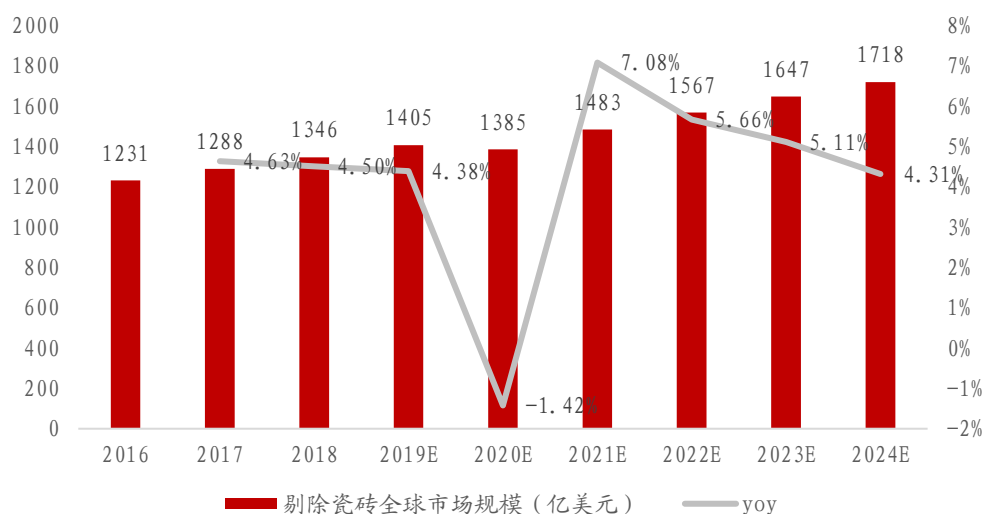
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2 PVC 地板全球高速替代, 关税背景下东南亚产能崛起

2.1 需求端: PVC 地板高速渗透, 欧美为主要下游市场

全球地面装饰材料市场规模持续稳定增长。根据 Statista 数据, 全球地面装饰材料市场规模由 2016 年的 2751 亿美元增长至 2018 年的 3021 亿美元, 剔除瓷砖市场后规模由 1231 亿美元增长至 1346 亿美元, 非瓷砖类占比稳定在 45%, 假设该比例在 2019-2024 年保持稳定, 则 2024 年剔除瓷砖后全球地面装饰材料市场规模达 1718 亿美元, 同比 2023 年上升 4.31%, 2016-2024 年复合增长率 4.79%。

图3: 剔除瓷砖后全球地面装饰材料市场及增速



资料来源: Statista, 浙商证券研究所

PVC 地板凭借环保、耐用、安全等优势，正在加速普及。地面装饰材料按照结构和材料主要分为地毯、木质地板、石材地板、瓷砖地板和 PVC 地板等。对比各类产品的实用耐用性、安全环保性、安装便利性、舒适度、寿命和价格等指标，PVC 地板整体具有优势。

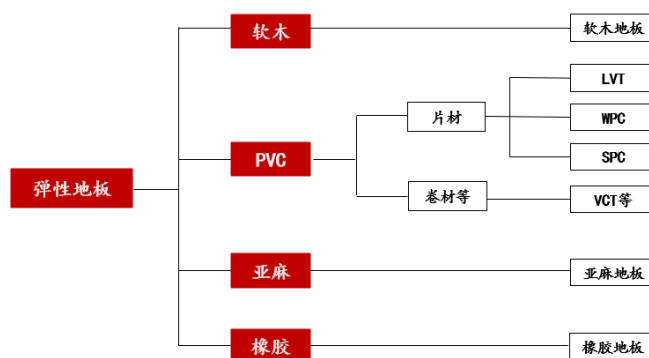
表5: 各类地面装饰材料性能对比

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
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、脚感冰冷	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、脚感冰冷	长	适中
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

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

PVC 地板按物理形态分为片材、卷材，均属于弹性地板类。PVC 地板按照形态可分为片材地板和卷材地板。由于形态的缘故，卷材地板在安装施工前对地面的平整度和光滑度要求较高，且一旦出现问题需要大面积更换，维护成本相对较高。片材地板适应性较好，且在安装施工上较为方便，维修更换时，只需更换部分地板，维护成本相对较低，按照结构片材 PVC 地板可以分为 LVT 地板、WPC 地板、SPC 地板。PVC 地板属于弹性地板，按照材质划分还包括亚麻地板、橡胶地板、软木地板，其中橡胶地板耐磨性好但价格高，市场规模小。

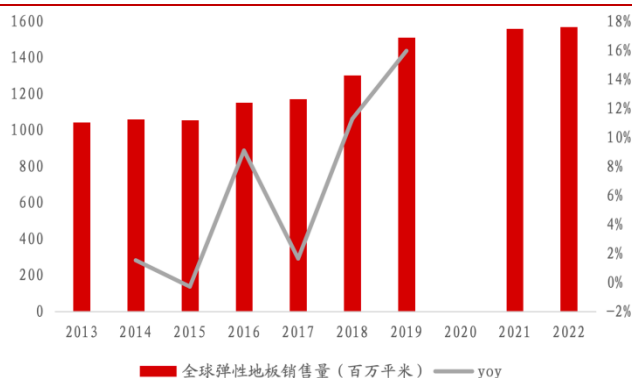
图4：弹性地板分类



资料来源：招股说明书，北京弹性地板协会，浙商证券研究所

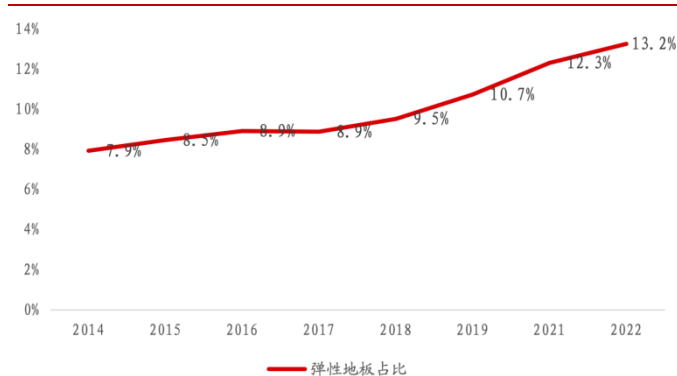
综合优势随着技术改进持续加强，弹性地板全球替代近年加速进行。PVC 地板起源于欧洲，二十世纪三十年代美国开始工业化生产，相对其他地板装饰材料，PVC 具有绿色环保、安装便利、寿命较长等优势，随着技术升级（LVT-WPC-SPC 演进），产品性价比提升，近年来呈现加速渗透状态，根据 Tarkett 公布数据，以销售量计算，2022 年全球弹性地板销售量 15.68 亿平米，全球渗透率达 13.2%。

图5：全球弹性地板销售量及增速



资料来源：Tarkett（2020 年数据未公布），浙商证券研究所

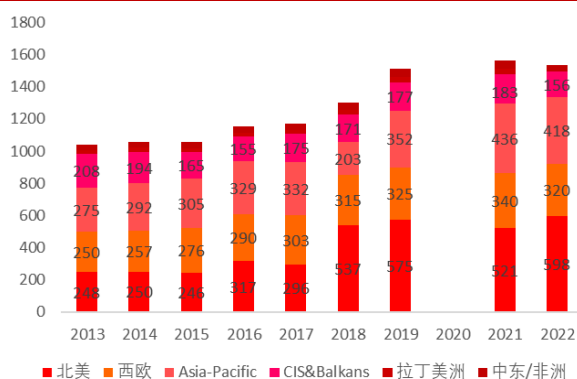
图6：全球弹性地板销售量占地板装饰材料总销售量比



资料来源：Tarkett（2020 年数据未公布），浙商证券研究所

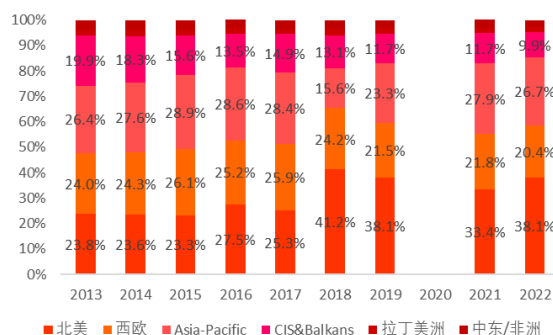
欧美为弹性地板主要市场，2022 年销售占比约 59%。从全球 PVC 地板销售分布看，PVC 地板起源欧洲，西欧市场稳步增长，2022 年销售占比 20.4%，美国市场近年来高速增长，2022 年销售占比达 38.1%，成为弹性地板最大下游市场。

图7: 全球各地区弹性地板年销售量 (百万平方米)



资料来源: Tarkett (2020 年数据未公布), 证券研究所

图8: 全球各地区弹性地板销售量占比



资料来源: Tarkett (2020 年数据未公布), 浙商证券研究所

美国地面装饰材料市场规模保持稳定, 片材 PVC 地板凭借优质特性加速替代。根据 Floor Covering Weekly, 2021 年美国地板装饰材料市场规模 349.70 亿美元 (+22.8%, 生产商口径), 2022 年增速有所放缓, 但仍保持上升趋势; 从市场结构看 LVT/WPC/SPC 为代表的片材 PVC 地板由于安装简便、成本低, 近年来渗透率快速提升, 从 2017 年 9% 至 2022 年达 28.0%。

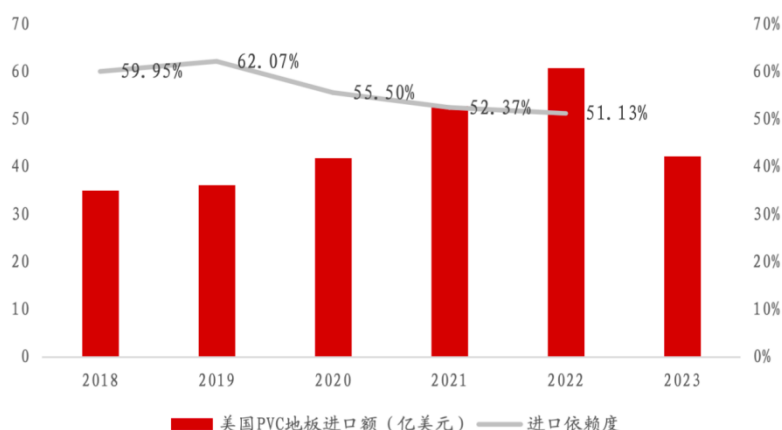
表6: 美国地板装饰材料一览 (制造商口径)

百万美元	2017	2018	2019	2020	2021	2022
地板装饰材料总市场规模	26564	28703	27445	28481	34970	37597
YOY		8.1%	-4.4%	3.8%	22.8%	7.5%
地毯	12388	12380	11312	10991	13012	12680
YOY		-0.1%	-8.6%	-2.8%	18.4%	-2.6%
占比	46.6%	43.1%	41.2%	38.6%	37.2%	33.7%
实木地板	3758	3780	3576	3448	4247	4555
YOY		0.6%	-5.4%	-3.6%	23.2%	7.3%
占比	14.1%	13.2%	13.0%	12.1%	12.1%	12.1%
瓷砖地板	3638	3623	3632	3503	4173	4767
YOY		-0.4%	0.2%	-3.6%	19.1%	14.2%
占比	13.7%	12.6%	13.2%	12.3%	11.9%	12.7%
强化复合地板	988	941	905	947	1088	1193
YOY		-4.8%	-3.8%	4.6%	14.9%	9.7%
占比	3.7%	3.3%	3.3%	3.3%	3.1%	3.2%
天然石砖地板	1517	1799	1878	1769	1999	2128
YOY		18.6%	4.4%	-5.8%	13.0%	6.5%
占比	5.7%	6.3%	6.8%	6.2%	5.7%	5.7%
弹性地板	5190	6078	6109	7793	10377	12180
YOY		17.1%	0.5%	27.6%	33.2%	17.4%
占比	19.5%	21.2%	22.3%	27.4%	29.7%	32.4%
其中: LVT/WPC/SPC	2365	4041	4316	6187	8701	10540
YOY		70.9%	6.8%	43.4%	40.6%	21.1%
占比	8.9%	14.1%	15.7%	21.7%	24.9%	28.0%
其中: 卷材/VCT等PVC地板	1606	1795	1506	1351	1375	1336
YOY		11.8%	-16.1%	-10.3%	1.8%	-2.8%
占比	6.0%	6.3%	5.5%	4.7%	3.9%	3.6%
其中: 橡胶等其他材料地板	304	242	287	255	301	304
YOY		-20.4%	18.6%	-11.1%	18.0%	1.0%
占比	1.1%	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%

资料来源: Floor Covering Weekly, 浙商证券研究所

近年需求普遍上升，成本限制下美国 PVC 地板较依赖进口。随着美国人工成本的不断增加，美国大部分企业已不再保持全产业链模式，而将更多精力投入到品牌管理中，将生产环节通过生产外协等方式进行解决。根据联合国统计局，2018-2022 年，美国 PVC 地板进口规模从 34.99 亿元增长至 60.73 亿元，CAGR 14.8%，进口依赖度维持在 50%以上。23 年进口额下降，我们预计与溯源后美国本土采购量增大与美国市场去库有关。

图9：美国 PVC 地板进口额及进口依赖度



资料来源：联合国统计局，Floor Covering Weekly，浙商证券研究所

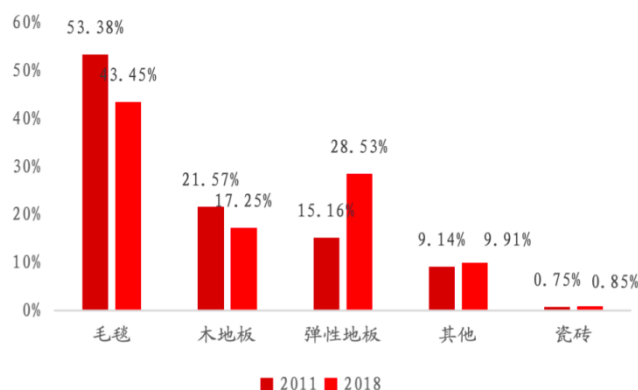
截至 2022 年，欧洲市场 PVC 地板进口规模稳定高速增长，渗透率快速提升，进口依赖度较低。根据联合国统计局数据，2012-2022 年欧洲 PVC 地板进口量持续提升，从 2012 年 4.33 亿美元到 2022 年增长至 16.08 亿美元，CAGR 12.68%，但 2023 年有所下降。稳定增长下，根据欧洲统计局数据，PVC 地板在欧洲地区进口渗透率也从 2011 年的 15% 增长到 2018 年的 29%。欧洲作为 PVC 地板起源地，拥有全球最大弹性地板供应商 Tarkett，进口依赖度偏低，2022 年约 25%。

图10：欧洲 PVC 地板进口额及增速



资料来源：联合国统计局，浙商证券研究所

图11：欧盟进口 PVC 地板比例快速提升

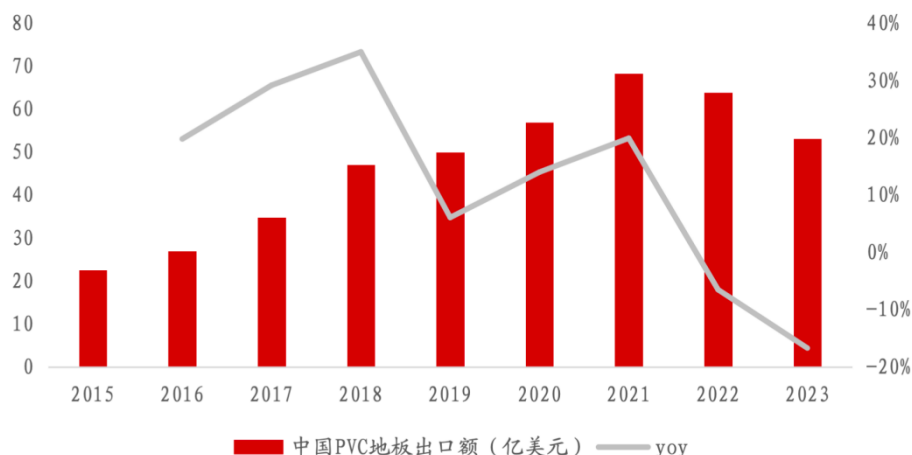


资料来源：欧洲统计局，浙商证券研究所

2.2 供给端：中国为主，关税&溯源影响下东南亚占比迅速提升

凭借生产成本和产业链优势，我国 PVC 地板出口额快速提升。受欧美地区人工成本较高等因素影响，PVC 地板行业的生产制造环节主要集中在中国等亚洲国家。凭借基础设施完善、人力成本较低等优势，发展中国家在产品设计、生产工艺等方面的经验不断提升，国际竞争力不断加强，在全球 PVC 地板市场供给侧占据主要地位。中国 2015-2022 年 PVC 地板出口额从 22.53 亿美元增长至 63.87 亿美元，复合增长率 16.1%。受欧美经济增速放缓、美国对核心供应商溯源问题影响，2022-2023 年出口额有所下降。

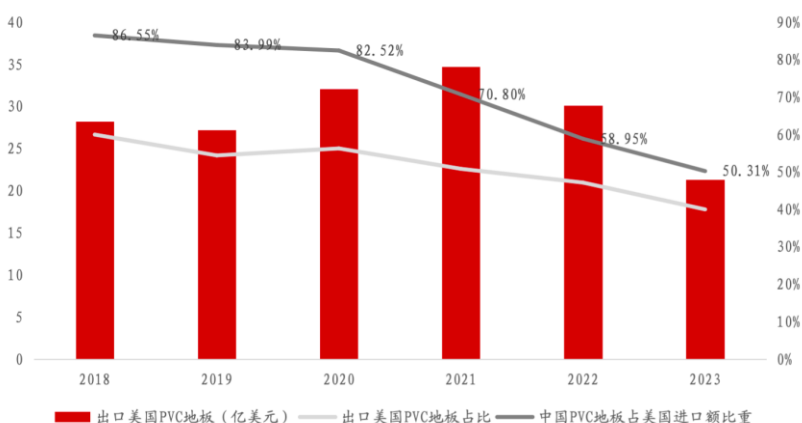
图12：中国 PVC 地板出口额



资料来源：联合国统计局，浙商证券研究所

溯源&关税党因素影响下，21 年后美国进口中国 PVC 地板比例快速下行，东南亚等地区海外产能重要性持续提升。根据联合国统计局，2023 年中国 PVC 地板出口额中约 40%来自美国市场，美国 PVC 地板进口中约 50%来自中国。

图13：中国出口美国 PVC 地板规模及占美国进口额比例



资料来源：联合国统计局，浙商证券研究所

中国在主要 PVC 地板市场中占据领导地位。2023 年全球进口地面装饰材料最多国家 TOP3 分别为美国、德国、加拿大，其 2023 年以联合国统计局数据计算分别进口 PVC 地板 42.18/5.95/5.24 亿元，中国在这些国家的 PVC 进口市场中都占据领导地位，进口占比美国

最高约 50%，德国约 47%，加拿大 57%。值得注意的是美国进口市场中，越南 PVC 地板占比已经达到 24.6%，该比例预期将持续提升。

以全球 PVC 地板市场进口规模计算，中国出口市占率近年来波动提升，2023 年达 55%。我们认为未来随着产品能力进一步提升，中国在欧洲&一带一路等市占率偏低市场仍有提升空间。

图14：2023 年美、德、加三国 PVC 地板进口来源分布

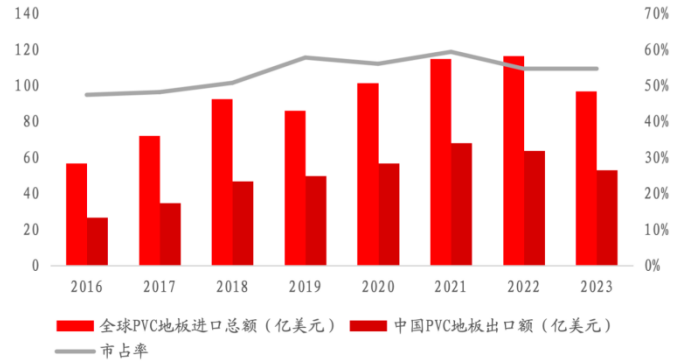
国家	总进口额 (亿美元)	占比
中国	21.22	50.3%
越南	10.38	24.6%
美国	4.89	11.6%
韩国	0.66	1.6%
其他亚洲国家	5.03	11.9%

国家	总进口额 (亿美元)	占比
中国	2.78	46.8%
比利时	0.96	16.1%
荷兰	0.36	6.1%
德国	0.40	6.8%
法国	0.17	2.9%
其他亚洲国家	1.26	21.3%

国家	总进口额 (亿美元)	占比
中国	2.99	57.1%
美国	0.86	16.5%
韩国	0.27	5.1%
加拿大	0.14	2.6%
土耳其	0.27	5.1%
越南	0.71	13.5%
其他		

资料来源：联合国统计局，浙商证券研究所

图15：中国 PVC 地板出口全球市占率



资料来源：联合国统计局，浙商证券研究所

国内 PVC 代工市场参与者多，大部分企业规模较小。国内 PVC 代工地板行业竞争较为充分，也有部分外企通过合资参与竞争，呈现出以中小企业为主体的格局。以溯源前 21 年为代表，PVC 地板代工头部企业销售情况：天振股份 31.81 亿，易华润东 31.5 亿，华丽新材料 30 亿，海象新材 17.98 亿，爱丽家居 10.78 亿。天振股份迅速赶超，21 年已经超越行业 19 年龙头企业泰州华丽。

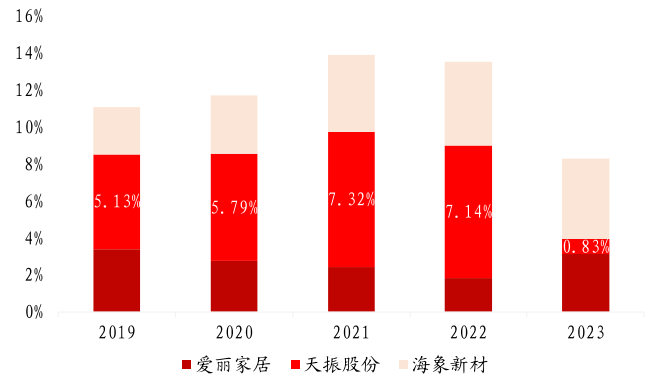
PVC 代工市场分散，天振市占率稳步攀升，23 年受溯源影响下降。以 3 家 PVC 代工上市公司计算，2021 年在 PVC 地板出口市场中占比约 14%，市场较为分散。具体细分看，天振股份市占率居于头部，从 2019 年 5.13% 逐步提升至 2022 年 7.14%，23 年受溯源影响大幅下滑至 0.83%。

图16：公司国内竞争对手

公司	成立时间	注册资本 (万元)	所在地
泰州市华丽新材料有限公司	1995	4880	浙江泰州
张家港市易华润东新材料有限公司	1999	2002	江苏张家港
财纳福诺木业（中国）有限公司	2006	5800 万美元（中比合资）	浙江嘉善
帝高力装饰材料（江苏）有限公司	2007	2668 万美元（港资）	江苏镇江
张家港爱丽家居科技股份有限公司	1999	24000	江苏张家港
浙江海象新材料股份有限公司	2013	7334	浙江海宁

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图17：公司市占率在 23 年前稳步提升



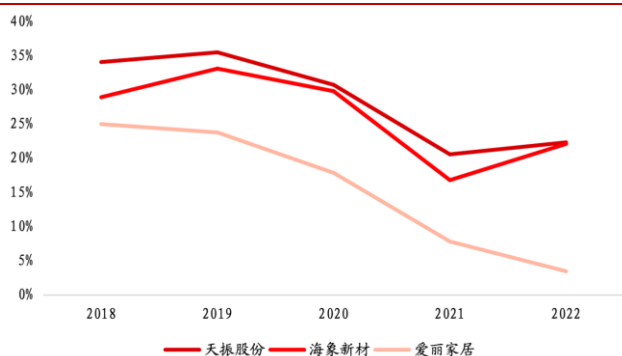
资料来源：中国海关，Wind，浙商证券研究所

3 强制造&研发力为基，优质新品引领订单修复

3.1 产品：制造能力突出，客户订单提速回流

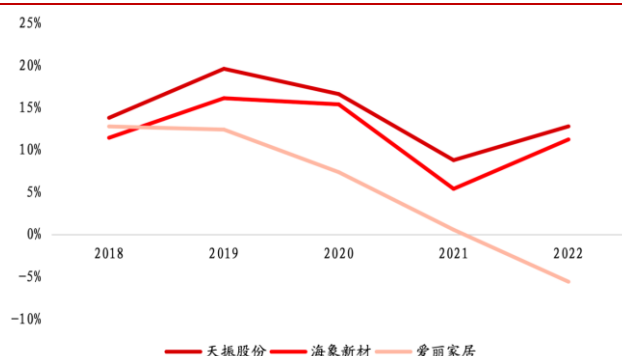
公司制造能力突出，规模效应显著，溯源前盈利能力高于友商。对比海象、爱丽等竞争对手，公司溯源前毛利率、净利率均有显著优势，盈利能力优势源于公司强制造能力&规模效应下，公司细分品类毛利率高于友商，其中 WPC 这一公司引领创新的高盈利细分品类上公司毛利率/产品占比优势更为明显。

图18：行业毛利率对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图19：行业净利率对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表7：天振与海象产品对比

天振股份						海象新材					
产品	2018	2019	2020	2021	2022	产品	2018	2019	2020	2021	2022
SPC						SPC					
收入（百万元）	378.58	620.98	1108.63	1800.12	1813.38	收入（百万元）	254.32	481.64	847.28	1330.95	1479.68
成本（百万元）	254.44	423.45	801.86	1438.67	1459.76	成本（百万元）	188.71	319.26	601.64	1102.03	1143.19
销量（万平方米）	545.36	1036.07	1882.43	2962.51	2840.27	销量（万平方米）	351.34	708.67	1407.46	2382.02	2500.61
单价（元/平米）	69.42	59.94	58.89	60.76	63.85	单价（元/平米）	72.39	67.96	60.20	55.87	59.17
单位成本（元/平米）	46.66	40.87	42.60	48.56	51.40	单位成本（元/平米）	53.71	45.05	42.75	46.26	45.72
毛利率（%）	32.79%	31.81%	27.67%	20.08%	19.50%	毛利率（%）	25.80%	33.71%	28.99%	17.20%	22.74%
WPC						WPC					
收入（百万元）	1571.14	996.61	964.72	1059.67	787.91	收入（百万元）	260.67	161.48	172.58	205.29	240.56
成本（百万元）	1018.71	607.5	623.81	794.18	552.99	成本（百万元）	185.55	108.55	119.42	177.95	192.8
销量（万平方米）	1755.93	1072.07	1084.95	1187.04	756.06	销量（万平方米）	302.45	182.30	198.56	254.00	272.75
单价（元/平米）	89.48	92.96	88.92	89.27	104.21	单价（元/平米）	86.19	88.58	86.92	80.82	88.20
单位成本（元/平米）	58.02	56.67	57.50	66.90	73.14	单位成本（元/平米）	61.35	59.54	60.14	70.06	70.69
毛利率（%）	35.16%	39.04%	35.34%	25.05%	29.82%	毛利率（%）	28.82%	32.78%	30.80%	13.32%	19.85%
LVT						LVT					
收入（百万元）	97.91	70.17	104.49	278.8	332.39	收入（百万元）	259.56	203.29	191.58	242.58	155.35
成本（百万元）	77.93	59.04	86.9	263.57	268.44	成本（百万元）	176.54	138.82	129.89	202.79	127.86
销量（万平方米）	315.29	253.38	371.51	995.82	1150.23	销量（万平方米）	561.34	481.58	465.00	588.04	376.50
单价（元/平米）	31.05	27.69	28.13	28.00	28.90	单价（元/平米）	46.24	42.21	41.20	41.25	41.26
单位成本（元/平米）	24.72	23.30	23.39	26.47	23.34	单位成本（元/平米）	31.45	28.83	27.93	34.49	33.96
毛利率（%）	20.41%	15.86%	16.83%	5.46%	19.24%	毛利率（%）	31.98%	31.71%	32.20%	16.40%	17.70%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

积极推进海外产能建设，强化供应链实力，带动订单回流。公司自 18 年中美贸易摩擦，美国对我国出口 PVC 地板加征 25%关税开始布局海外产能，19 年越南聚丰投产，22-23 年为应对溯源压力，公司进一步加大东南亚产能布局，24 年公司公告计划在美国佐治亚州投资新建“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”，进一步完善产能

布局，强化供应能力。多元产能布局有利于应对关税风险，依靠海外产能，公司订单有望逐步回流。

3.2 研发：推出 RPET 新品，引领行业 Non-PVC 发展

研发能力突出，持续推动行业工艺升级。2010 年，公司成为最早一批转型 PVC 地板的中国生成制造企业。2012 年，公司在国内率先研发出 WPC 地板产品并投入生产。2015 年前后，公司推出 SPC 地板，建立在线生产控制系统，实现部分环节的自动化生产。

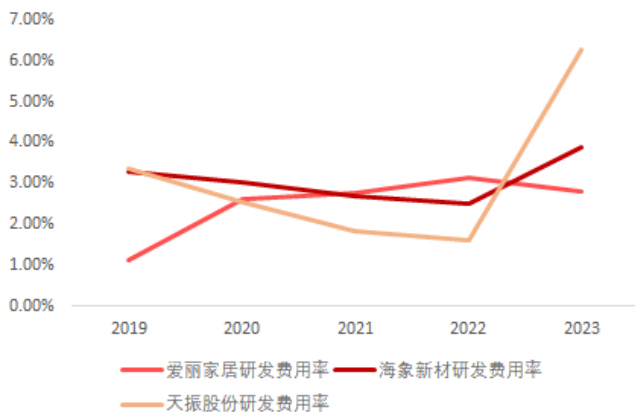
持续推进迭代背后是公司持续的研发投入与强管理层能力。公司跟踪市场需求，不断推动产品创新，先后引领 LVT、WPC、SPC、RPET 地板技术迭代，研发费用率多年位居行业第一梯队。目前公司拥有 34 项专利，其中发明专利 21 项，实用新型 13 项，一半以上用于提高生产效率。此外，公司管理能力突出亦成为持续推陈出新的关键：

董事长方庆华：深耕研发，是公司境内 6 项发明专利和 10 项实用新型专利的发明人，负责总体把控公司研发方向。

研发总监汤文进：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。

外销总监王益冰：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 and 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。

图20：公司积极布局研发投入



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图21：公司提效型专利占比超 50%

	发明专利	实用新型专利
1	PVC 复合材料、发泡板及生产方法、设备和地板	压纹与花纹重合的长装饰材料及其加工设备
2	一种 PVC 发泡芯板二次定型的生产工艺及生产设备	压纹与花纹重合的长塑料层及滚压设备
3	一种地板制造方法	一种晶塑地板拼接用的卡扣结构
4	一种人造大理石板及其制备方法	一种用于生产复合地板的脱漆装置
5	一种塑胶地板无缝焊接装置与方法	一种数码喷墨机的可移动固定座
6	一种具有自粘合结构的 PVC 防静电弹性运动地板	一种喷墨机用供墨结构
7	一种 PVC 塑胶地板制造加工工艺	一种石塑复合地板生产用的运输设备
8	一种 PVC 塑胶地板成型工艺	
9	一种发泡 PET 复合板材及其制备方法	
10	一种低密度聚乙烯塑料地板及其制备方法	
11	一种低密度石塑地板及其制备方法	
12	一种模压倒角塑料地板及其制备方法	
提效型专利占比	57%	54%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表8: 公司核心研发人员一览

核心技术人员	学历	职位	科研成果
方庆华	高中	董事长、总经理	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》杂志上联合发表文章《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	本科	监事会主席、研发技术部总监	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》杂志上联合发表文章《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	大专	外销部总监、董事	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 and 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：Wind，浙商证券研究所

PVC 原材料具有污染性，行业 Non-PVC 呼声愈发强烈。根据 Inhaus 首席执行官 Derek Welbourn，PVC 地板核心原材料 PVC 在生产制备过程中仍具一定污染性，会导致有毒的、基于氯的化学物质的释放，它是世界上最大的二恶英来源之一。这些毒素在水中、空气中以及食物链中积累，过去几年，消费者开始越来越关注自己 and 环境的健康，这些担忧逐渐影响到他们的购买决策，他们对带进家中的产品及其对家庭的影响有了更高的认识，由此 Non-PVC 的弹性地板呼声愈发强烈，但此前市场并无相应产品满足需求。

依托强研发力，公司率先推出 RPET 产品引领行业 Non-PVC 发展。公司前瞻把握该需求，自 2022 年起，便前瞻性地启动了 RPET 复合地板的研发工作，2022 年完成了实验室的小试和中试等各项工作，2023 年全面推进量产工艺达标以及不断降低成本、提升生产效率，至 2024 年 1 月 RPET 产品正式在德国汉诺威国际地面铺装展上发布。2024 年公司继续不断优化工艺和推进商业化合作，经过半年多的努力，自 24 年 8 月份开始新产品正式获得某国际知名大客户的批量化订单，其他大客户的商业化合作也正在稳步推进中。虽然当前部分同行已在推进 PET 产品的研发工作，但得益于公司前瞻性布局，进度更快，目前已实现批量化生产，有望在未来一定时间内保持领先性，引领行业 Non-PVC 发展，提升公司产业链份额。

RPET 地板继续沿用锁扣工艺，在保留了原有产品安装便利、防水阻燃等优势的基础上，在诸多性能方面进行了提升，有望成为产业趋势：

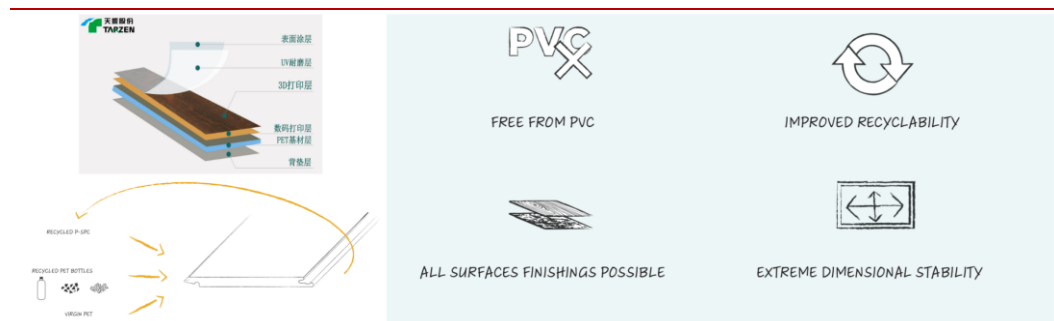
1) 耐磨。在公司耐磨测试中，公司生产的 PET 地板的耐磨转数大于 4000 转（参照 NALFA LF01-3.7 标准，达到 AC4 耐磨等级）。在公司脚轮椅耐磨测试中，产品经 2.5 万转后仍能保持无裂缝、无分层状态。

2) 耐热。PET 地板尺寸具有良好稳定性，在公司稳定性测试中，经 6 小时 80 摄氏度高温测试后，公司 PET 地板平均瓦翘低于 0.1 毫米，纵向长度变化低于 0.02%，横向长度变化低于 0.05%。

3) 外观。通过使用不同的高分辨率设计层和 3D 打印工艺，呈现出天然逼真的图案及纹理，外观与木材、石材等不同材质的地板相仿。

凭借优势特点，RPET 地板有望成为行业重要发展趋势，公司率先量产，具有显著的先发优势，有望搭乘 RPET 地板渗透率快速提升的红利，推动公司业绩复苏同时提升产业链份额，打开成长天花板。

图22: RPET 产品与技术优点



资料来源：公司公告，UNILIN，浙商证券研究所

3.3 客户：深度绑定头部优质客户，订单回流可期

溯源前公司凭借优质产品&强研发力，长期绑定优质客户资源。公司主要客户包括全球最大的地毯制造和经销商 SHAW、全球最大的弹性地材供应商 TARKETT、全球最大的地板公司 MOHAWK、北美领先的地板专业零售商林木宝等，且形成长期战略合作伙伴关系，客户黏性较强。2018-2022年公司前五大客户占收入比例均超过80%，公司与头部客户合作稳定。

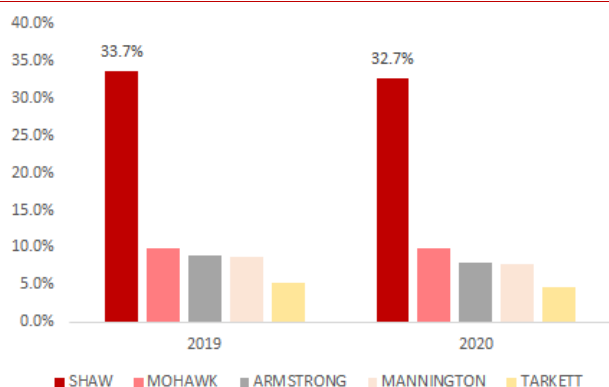
我们认为，头部企业对供应链要求较高，公司作为少数上市公司，产能充足&产能布局完善，凭借此前客群关系，订单回流可期。

表9: 2018-2020 公司客户结构

	客户名称	客户性质	占营业收入的比例
2018年度	SHAW	直销客户	50.11%
	MANNINGTON	直销客户	21.81%
	ARMSTRONG	直销客户	8.36%
	MSI	直销客户	3.73%
	LUMBER LIQUIDATORS	直销客户	3.34%
	合计		87.35%
2019年度	SHAW	直销客户	55.40%
	MANNINGTON	直销客户	15.88%
	MSI	直销客户	8.32%
	TARKETT	直销客户	5.31%
	ARMSTRONG	直销客户	4.71%
	合计		89.61%
2020年度	SHAW	直销客户	37.76%
	MANNINGTON	直销客户	17.36%
	LUMBER LIQUIDATORS	直销客户	12.94%
	MSI	直销客户	10.26%
	TARKETT	直销客户	5.00%
	合计		83.33%

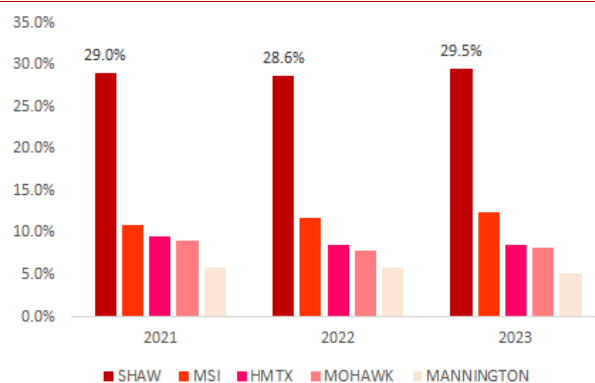
资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图23: 2019-2020 美国弹性地板前五市占率



资料来源: Floor Focus, 浙商证券研究所

图24: 2021-2023 美国弹性地板前五市占率



资料来源: Floor Focus, 浙商证券研究所

24Q3-Q4 显著改善, 25-26 年加速修复可期。自 2022 年底开始, 美国海关和边境保护局对包括公司在内的部分中国 PVC 地板企业开展供应链溯源, 导致大量出口产品通关受阻后退货, 公司 2023 年收入仅 3 亿多, 亏损 2.67 亿。公司凭借技术、品质和供应链优势, 与主要客户逐步恢复订单, 2024 Q3 实现营业收入 2.20 亿元, 同比增长 839.41%, 环比增长 37.65%, 7-9 月单月业务量呈明显增长趋势。Q4 情况看, 根据业绩预告, 单 Q4 收入 3.5-3.9 亿, 环比延续快速增长, 单 Q4 盈利 6839-8039 万元, 实现扭亏, 边际改善趋势显著。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

天振股份作为 PVC 地板行业龙头, 在经历 22-23 逆境后重新创业, 通过产能布局、优质新品推动客户订单回流, 展望 25-26 年公司优质新品有望带动公司行业份额提升, 我们分别基于 PVC 地板产品与 RPET 新品进行盈利预测:

1) PVC 地板:

考虑公司产品&研发制造优势突出, 客户关系稳固, 东南亚产能重要性随着关税政策持续提升, 与 24Q3-Q4 业绩边际显著改善, 我们预期公司订单 25-26 年将持续修复, 预计公司 24-26 年 PVC 地板销售 1220/2135/2989 万平, 分别同比+175%/+75%/+40%, 价格端考虑产品标准化历史价格逐步走低, 我们预计 24-26 年 PVC 地板销售均价 68.3/66.9/65.6 元/平, 分别同比+0%/-2%/-2%。毛利率方面, 考虑销售规模扩大, 规模效应显现, 预计 26 年毛利率逐步达到合理水平, 24-26 年毛利率分别为 4.5%/15%/20%。

2) RPET 地板:

考虑 RPET 在环保、性能等方面优势突出, RPET 地板有望成为行业重要发展趋势, 公司率先量产, 具有显著的先发优势, 有望搭乘 RPET 地板渗透率快速提升的红利, 推动公司业绩复苏同时提升产业链份额, 打开成长天花板。我们预计 24-26 年销量 100/750/2250 万平, 25-26 年对应增速 650%/200%; 均价角度, 考虑 24 年在新品推广期具有一定折扣, 我们预计该产品出厂价相对较低, 25-26 年产品正式进入大规模出货阶段后产品价格将高于传统 PVC 地板, 对应 24-26 年 RPET 地板销售均价 55/77/77 元/平, 25-26 年增速 40%/0%。毛利率维度, 由于产品定价较高, 预计稳态毛利率水平将高于传统 PVC 地板, 24-26 年随着规模效应毛利率逐步提升, 对应 24-26 年毛利率分别为 13%/25%/28%。

表10: 公司盈利预测拆分

单位: 百万元		2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入		2967.34	311.65	908.08	2030.04	3721.18
YOY		-6.72%	-89.50%	191.38%	123.55%	83.31%
营业成本		2306.60	333.44	843.09	1647.01	2814.88
YOY		-8.77%	-85.54%	152.85%	95.35%	70.91%
毛利率		22.27%	-6.99%	7.16%	18.87%	24.36%
收入驱动						
PVC						
	销量 (万平方米)	4769	443	1220	2135	2989
YOY		-7.9%	-90.7%	175.4%	75.0%	40.0%
收入		2957.8	302.4	832.7	1428.1	1959.3
YOY		-6.8%	-89.8%	175.4%	71.5%	37.2%
	单价 (元/平)	62.0	68.3	68.3	66.9	65.6
	YOY	1.3%	10.1%	0.0%	-2.0%	-2.0%
毛利率		22.3%	-5.1%	4.5%	15.0%	20.0%
RPET						
	销量 (万平方米)			100	750	2250
YOY					650.0%	200.0%
收入				55.0	577.5	1732.5
YOY					950.0%	200.0%
	单价 (元/平)			55.0	77.0	77.0
	YOY				40.0%	0.0%
毛利率				13.0%	25.0%	28.0%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4.2 估值与投资建议

我们预计公司 24-26 年分别实现营收 9.08/20.3/37.21 亿元, 分别同比增长 191%/124%/83%, 实现归母净利润-0.33/1.52/4.11 亿元, 26 年同比增长 170%, 25-26 年对应当前 PE 分别为 25/9X。我们选取主营业务同为 PVC 地板出口的爱丽家居、海象新材与出口代工业务为主的共创草坪、嘉益股份、匠心家居作为可比公司, 可比公司 25-26 年平均 PE 13/11X, 考虑公司业绩正处于修复期, RPET 新品有望拉动公司提升产业链份额打开长期空间, 且当前市值下, 公司拥有货币资金+交易性金融资产合计 16.75 亿元, 无银行借款, 整体估值性价比较高, 首次覆盖给予“买入”评级。

表11: 可比公司估值表 (截至 2025.3.16)

股票名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
爱丽家居	9.96	24.36	1.31	1.73	2.25	19	14	11
海象新材	15.72	16.14	0.14	1.86	2.39	115	9	7
共创草坪	21.95	88.16	5.27	6.27	7.46	17	14	12
嘉益股份	99.77	103.63	7.53	9.08	11.09	14	11	9
匠心家居	73.74	123.42	5.47	6.69	8.06	23	18	15
平均值						18	13	11
天振股份	17.49	37.78	-0.33	1.52	4.11	/	25	9

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 爱丽、海象盈利预测为 Wind 一致预期, 24 年平均值剔除爱丽

5 风险提示

1、汇率波动风险: 公司营收基本来自境外市场, 主要以美元或欧元定价, 若人民币升值, 将影响公司境外产品的价格竞争力从而对境外业绩造成冲击, 且公司将会产生一定的汇兑损失。

2、原材料成本大幅上涨: 公司毛利率水平与 PVC 价格相关度高, 当前 PVC 价格于历史低位小幅波动, 若原材料 PVC 价格大幅上涨, 将对公司业绩产生较大影响。

3、新产品市场推广不及预期：RPET 作为公司重要的新品对于公司后续业绩重要性较高，若 RPET 新品市场反馈不佳，将对公司业绩预期产生负面影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,341	2,334	2,790	3,720
现金	1,858	1,782	1,819	2,120
交易性金融资产	34	34	34	34
应收账款	103	194	389	660
其它应收款	15	20	49	116
预付账款	6	19	37	60
存货	299	258	435	704
其他	27	27	27	27
非流动资产	861	934	968	977
金融资产类	6	6	6	6
长期投资	10	13	14	15
固定资产	547	598	619	612
无形资产	221	243	250	257
在建工程	20	11	13	15
其他	57	63	66	71
资产总计	3,202	3,268	3,758	4,697
流动负债	176	305	648	1,184
短期借款	0	0	0	0
应付款项	108	228	472	818
预收账款	2	2	7	17
其他	65	74	169	350
非流动负债	18	18	18	18
长期借款	0	0	0	0
其他	18	18	18	18
负债合计	194	323	666	1,203
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	3,008	2,945	3,091	3,494
负债和股东权益	3,202	3,268	3,758	4,697

现金流量表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(131)	96	150	398
净利润	(267)	(33)	152	411
折旧摊销	84	83	75	82
财务费用	(0)	0	0	0
投资损失	(5)	(5)	(6)	(7)
营运资金变动	(7)	59	(79)	(99)
其它	64	(8)	7	11
投资活动现金流	357	(151)	(112)	(97)
资本支出	(79)	(159)	(117)	(103)
长期投资	441	(3)	(1)	(1)
其他	(5)	11	6	7
筹资活动现金流	(312)	(21)	0	0
短期借款	(122)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(190)	(21)	0	0
现金净增加额	(82)	(77)	37	301

利润表

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	312	908	2,030	3,721
营业成本	333	843	1,647	2,815
营业税金及附加	8	5	6	11
营业费用	163	82	146	268
管理费用	55	54	65	119
研发费用	20	27	61	112
财务费用	(63)	(60)	(58)	(59)
资产减值损失	(134)	5	(0)	(0)
公允价值变动损益	(0)	0	0	0
投资净收益	5	5	6	7
其他经营收益	3	5	4	5
营业利润	(281)	(31)	169	462
营业外收支	(7)	(5)	(3)	(5)
利润总额	(288)	(36)	166	457
所得税	(21)	(3)	13	46
净利润	(267)	(33)	152	411
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	(267)	(33)	152	411
EBITDA	(269)	(14)	183	480
EPS（最新摊薄）	(1.24)	(0.15)	0.70	1.90

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	(89.50%)	191.38%	123.55%	83.31%
营业利润	/	/	/	173.58%
归属母公司净利润	/	/	/	169.87%
获利能力				
毛利率	(6.99%)	7.16%	18.87%	24.36%
净利率	(85.64%)	(3.68%)	7.50%	11.04%
ROE	(8.87%)	(1.13%)	4.93%	11.76%
ROIC	(10.86%)	(3.01%)	3.20%	10.21%
偿债能力				
资产负债率	6.07%	9.88%	17.73%	25.61%
净负债比率	(61.43%)	(60.18%)	(58.54%)	(60.41%)
流动比率	13.30	7.66	4.30	3.14
速动比率	11.41	6.66	3.53	2.47
营运能力				
总资产周转率	0.09	0.28	0.58	0.88
应收账款周转率	1.17	6.12	6.96	7.10
应付账款周转率	2.13	5.92	5.78	5.15
每股指标(元)				
每股收益	(1.24)	(0.15)	0.70	1.90
每股经营现金	(0.61)	0.44	0.69	1.84
每股净资产	13.93	13.63	14.31	16.18
估值比率				
P/E	/	/	24.81	9.19
P/B	1.26	1.28	1.22	1.08
EV/EBITDA	/	/	11.95	3.92

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>