

# 天振股份 (301356)

证券研究报告

2025年12月22日

## 复合地板龙头供应商，业绩持续改善

### 复合材料地板领军企业，2025年业绩持续改善

公司是国内高分子材料地板出口龙头，主要从事 PVC 复合地板与新型 RPET 复合地板的研发、生产和销售，目前在全球拥有四大生产基地，产品销往 20 多个国家和地区，并与全球知名专业建材市场和一线品牌商建立了长期战略合作关系。

2023 年美国政府对 PVC 复合地板供应链溯源事件对公司业绩造成不利影响，对此公司积极优化全球生产基地布局、开发新品；25Q1-3 公司实现收入 12 亿，同比+125%，归母净利润 0.9 亿元，同比+301%，在业务快速复苏的同时，RPET 新型复合地板取得重大突破，率先量产并步入批量化订单阶段。

### PVC 是重要绿色环保装饰材料，中资企业供应实力领先

由于 PVC 地板具备绿色环保、安装简便等特性，对欧美传统地面材料的替代效应显著。据 Floor Covering News 数据，2017-2022 年美国 PVC 地板渗透率（按销售额计）从 18.2% 提升至 34%，已成为仅次于地毯的第二大地面装饰材料。此外，随着消费者需求不断变化和技术进步，市场对 Non-PVC 等新型材质的替代产品需求不断增加。我国是目前世界上最大的 PVC 地板生产和出口国，伴随 PVC 地板生产工艺改进、消费者环保意识增强等，行业有望继续呈现良好增长态势。

### 产业链优势地位凸显，RPET 开启新成长

研发方面，公司技术研发和产品创新能力均处于行业领先水平，是国内最早研发 WPC 的企业，并积极顺应行业潮流向 SPC 切换；2024 年推出新型 RPET 复合地板是行业发展又一里程碑，有望保持领先地位。

客户方面，公司凭借领先的技术、品质以及多年来对市场和客户需求的准确理解，与多家全球知名专业建材零售商和地板品牌商形成了长期稳定的战略合作伙伴关系，系行业内头部客户覆盖面最广的厂商之一。

供应链方面，2019 年公司在越南成立子公司越南聚丰，后续又投资建设了泰国、美国生产基地，2025 年公司出口至美国的订单已绝大部分转移至越南、泰国和美国等工厂，存在一定的关税优势，全球生产基地布局可有效满足客户对供应链多元化和供应链本地化的需求。

### 盈利预测及投资评级

当前关税扰动告一段落叠加降息背景下海外需求有望回暖，PVC 地板行业增长趋势向好，此外公司 RPET 新品引领行业发展，我们预计盈利有望持续修复，预计 25-27 年公司归母净利润分别为 1.2/1.8/2.8 亿元，对应 PE 分别为 38X/25X/16X。我们采取可比公司估值，给予公司 26 年 28-30 倍 PE，对应目标价 23.5-25.1 元，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**贸易摩擦，客户集中度和区域集中度较高，原材料价格波动，中小市值流动性风险，公司治理与内控风险，预测不确定性风险等

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	311.65	891.52	1,631.36	2,124.66	2,654.37
增长率(%)	(89.50)	186.07	82.99	30.24	24.93
EBITDA(百万元)	(26.30)	55.82	233.15	316.97	439.64
归属母公司净利润(百万元)	(266.90)	(37.25)	118.55	180.76	282.97
增长率(%)	(170.39)	(86.04)	(418.28)	52.48	56.54
EPS(元/股)	(1.24)	(0.17)	0.55	0.84	1.31
市盈率(P/E)	(17.07)	(122.31)	38.43	25.20	16.10
市净率(P/B)	1.51	1.55	1.48	1.40	1.29
市销率(P/S)	14.62	5.11	2.79	2.14	1.72
EV/EBITDA	(75.29)	33.01	12.48	9.53	6.63

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	21.09 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	216.00
流通 A 股股本(百万股)	54.81
A 股总市值(百万元)	4,555.44
流通 A 股市值(百万元)	1,155.94
每股净资产(元)	13.89
资产负债率(%)	8.04
一年内最高/最低(元)	27.03/11.88

### 作者

孙海洋 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 复合材料地板领军企业，2025 年业绩持续改善.....	3
1.1. 把握行业趋势，新型复合材料地板龙头崛起 .....	3
1.2. 家族控股，股权相对集中 .....	4
1.3. RPET 持续放量，25 年业绩持续改善 .....	5
2. PVC 是重要绿色环保装饰材料，中资企业供应实力领先.....	6
2.1. PVC 在美国市场是第二大地面装饰材料 .....	6
2.2. PVC 格局分散、区域性明显；Non-PVC 为消费新趋势 .....	8
3. 产业链优势地位凸显，RPET 开启新成长.....	8
3.1. RPET 新型复合地板取得突破 .....	8
3.2. 客户资源和全球化供应链助力业务复苏 .....	9
4. 盈利预测与估值.....	10
5. 风险提示.....	11

## 图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司股权结构图（截至 25Q3 末） .....	4
图 3：公司营业收入及增长率 .....	5
图 4：公司归母净利润及增长率 .....	5
图 5：各产品营收占比 .....	6
图 6：各产品毛利率（%） .....	6
图 7：公司毛利率及净利率走势（%） .....	6
图 8：公司费用率走势（%） .....	6
图 9：全球 PVC 市场规模 .....	7
图 10：不同地区 PVC 消费量占比.....	7
图 11：我国 pvc 地板历年出口量 .....	7
图 12：2024 年我国 pvc 地板出口国家构成.....	7
图 13：公司合作伙伴.....	9
表 1：公司产品概览.....	3
表 2：公司核心高管履历.....	5
表 3：收入拆分及预测（百万元） .....	10
表 4：可比公司估值表 .....	11

## 1. 复合材料地板领军企业，2025 年业绩持续改善

### 1.1. 把握行业趋势，新型复合材料地板龙头崛起

**PVC 复合地板及 RPET 复合地板领军企业，产销遍布全球。**公司是国内高分子材料地板研发、生产及出口的龙头企业之一，主营业务为 PVC 复合地板与新型 RPET 复合地板的研发、生产和销售，其中 PVC 复合地板的具体产品包括木塑复合地板（WPC 地板）、石塑复合地板（SPC 地板）、塑晶地板（LVT 地板）等。公司产品主要应用于建筑物的室内地面装饰，具有绿色环保、安装简便、防水防潮、防火阻燃、耐刮耐磨等特点。深耕行业二十余年，公司目前在全球拥有四大生产基地，产品销往 20 多个国家和地区，与全球多家知名的专业建材市场和一线品牌商建立了长期战略合作关系。

表 1：公司产品概览

产品类别	主要原料	产品描述	工艺难度	优点	产品图例
WPC 地板（木塑复合地板）	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	工艺复杂	WPC 地板通过在基材层添加一定份额的发泡剂，使其材质更轻盈且更便于运输安装；部分 WPC 地板通过加设背垫层，增强了吸音降噪的性能	
SPC 地板（石塑复合地板）	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	工艺较复杂	SPC 地板的基材层通过增加重钙粉的比例与 PVC 树脂粉混合，使之具有更好的尺寸稳定性和抗冲击性；部分 SPC 地板通过加设背垫层，增强了吸音降噪的性能	
LVT 地板（塑晶地板）	聚氯乙烯，重钙粉，稳定剂，增塑剂	主要由强化 UV 层、透明耐磨层、印花面料层和基底平衡层构成	工艺相对简单	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	
RPET 地板	聚对苯二甲酸，乙二醇酯，重钙粉，稳定剂，发泡剂	主要由表面涂层、UV 耐磨层、3D 打印层、数码打印层、PET 基材层和背垫层构成	工艺复杂	绿色环保；防刮耐磨；图案色彩丰富多样；与 PVC 地板相比在物化性能上有全方位的提升	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司主要经历如下发展阶段：

#### 2003-2012 年：起步于竹地板出口，逐渐转型至 PVC 地板

公司于 2003 年成立，主营业务为竹地板、竹木制品的加工制造；2010 年后紧随全球地板行业技术水平提升和消费者喜好转变，逐步转型成为国内首批生产新型 PVC 复合材料地板的企业。

#### 2013-2022 年：高速发展为 PVC 行业龙头，全球化布局提速

2016 年公司营业收入超过 10 亿元，成为国内 PVC 地板龙头企业之一；2019 年为减少中美贸易摩擦带来的不利影响，公司在越南成立子公司越南聚丰，优化生产基地布局；2022 年公司在深交所创业板上市。

### 2023 年至今：溯源事件致短期波动，RPET 新品可期

2023 年上半年，受美国海关要求 PVC 产品进口商提交供应链溯源材料的影响，公司经营业绩大幅下滑；公司积极应对溯源事件带来的影响，一方面配合公司客户按美国海关溯源要求提交相关材料；另一方面加快推进新型材料新产品的研发和量产进度，将通过开发非 PVC 的新型材料来替代现有 PVC 产品，公司新研发的新型 RPET 复地板于 2024 年 1 月在德国汉诺威国际地面铺装展正式发布并展出。

图 1：公司发展历程

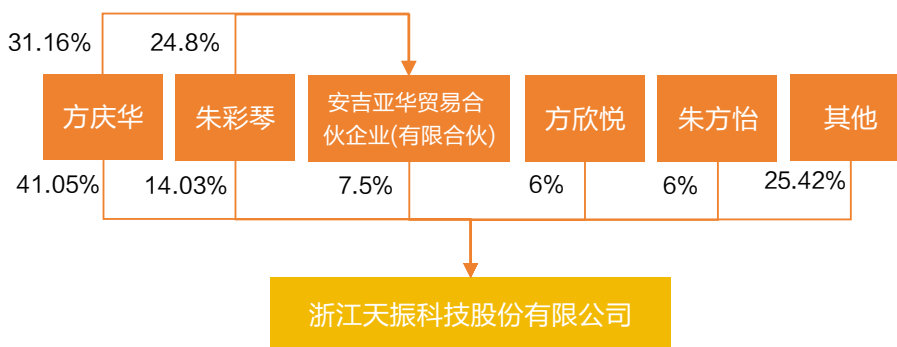


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.2. 家族控股，股权相对集中

**家族控股 67%，股权结构集中。**公司实际控制人为方庆华、朱彩琴夫妇，截至 2025Q3 合计直接持股比例达到 55%；安吉亚华贸易合伙企业为员工持股平台（由实控人夫妇持股 56%），持股比例 7.5%；此外，公司股东朱方怡、方欣悦系实际控制人女儿，实控人家族直接+间接持股比例合计 71%，股权结构较为集中。公司董事长、总经理方庆华具备近 40 年竹木制品行业经验，带领公司向最新产业趋势迈进。

图 2：公司股权结构图（截至 25Q3 末）



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 2：公司核心高管履历

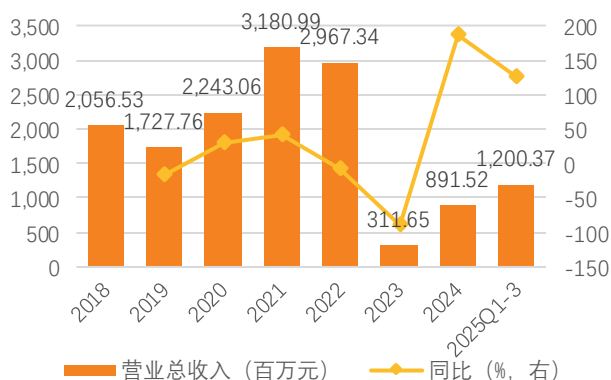
姓名	职务	主要经历
方庆华	董事长, 董事, 总经理	1986 年 6 月至 1993 年 5 月, 担任报福竹工艺品厂厂长; 1993 年 5 月至 1998 年 10 月, 担任安吉竹木产品开发公司技术科长; 1998 年 10 月至 2003 年 1 月, 担任安吉天振竹制品厂法定代表人兼厂长; 2003 年 1 月至 2020 年 8 月, 担任浙江天振竹木开发有限公司执行董事兼总经理; 2020 年 8 月至今, 担任浙江天振科技股份有限公司董事长、总经理; 2016 年 7 月至 2021 年 2 月, 担任安吉子居管理咨询有限公司(以下简称“安吉子居”)执行董事兼总经理; 2021 年 2 月至今, 担任安吉子居监事。
吴迪军	副总经理, 董事会秘书	2002 年 8 月至 2004 年 5 月, 担任华润纺织(集团)有限公司成本主管; 2004 年 5 月至 2007 年 7 月, 担任虎彩集团有限公司预算主管; 2007 年 7 月至 2017 年 1 月, 历任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; 2017 年 1 月至 2021 年 10 月, 担任深圳前海金鼎犀投资有限公司总经理; 2021 年 10 月至 2022 年 11 月, 担任上海汇实信息科技股份有限公司 CFO; 2023 年 1 月至 2023 年 8 月, 担任浙江天振科技股份有限公司证券部经理; 2023 年 8 月至今, 担任浙江天振科技股份有限公司董事会秘书。
王益冰	董事, 副总经理, 外销部总监	2001 年 7 月至 2002 年 3 月, 担任上海三井碳业有限公司业务助理; 2002 年 8 月至 2004 年 5 月担任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。
汤文进	副总经理, 研发技术部总监	2009 年 10 月至 2010 年 10 月, 担任帝高力装饰材料有限公司研发工程师; 2010 年 11 月至 2020 年 8 月, 担任浙江天振竹木开发有限公司技术总监; 2020 年 8 月至 2025 年 8 月, 担任浙江天振科技股份有限公司监事会主席, 2020 年 8 月至今, 担任浙江天振科技股份有限公司技术总监。
吴阿晓	董事, 财务负责人	2005 年 7 月至 2011 年 6 月, 担任安吉至信税务师事务所部门经理; 2011 年 6 月至 2020 年 8 月, 担任浙江天振竹木开发有限公司财务负责人; 2020 年 8 月至今, 担任天振股份财务负责人, 2022 年 12 月至今, 担任天振股份董事; 曾任浙江天振科技股份有限公司董事会秘书。

资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 1.3. RPET 持续放量, 25 年业绩持续改善

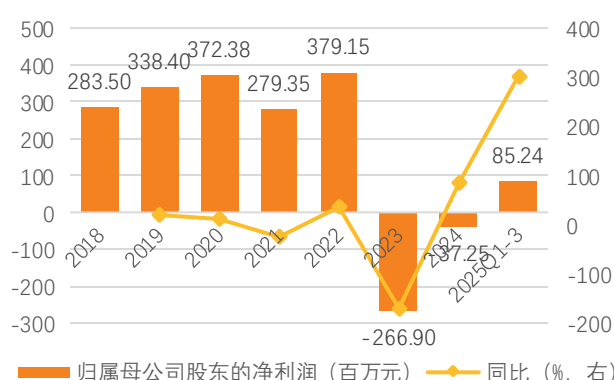
**积极应对供应链溯源事件, 25 年业绩持续改善。**2018-2022 年公司营收规模从 20.57 亿元提升至 29.67 亿元, CAGR 为 9.6%, 归母净利润从 2.84 亿元提升至 3.79 亿元, CAGR 为 7.5%, 收入及业绩趋势向上。2023 年美国供应链溯源对公司产品实施了严苛的通关限制, 对公司业绩造成了严重不利影响, 公司积极优化生产基地布局、开发 RPET 新产品, 2024 年亏损收窄。25Q1-3 公司实现收入 12 亿, 同比+125%, 归母净利润 0.9 亿元, 同比+301%, 在业务快速复苏的同时, RPET 新型复合地板取得重大突破, 率先量产并步入批量化订单阶段。

图 3：公司营业收入及增长率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 4：公司归母净利润及增长率

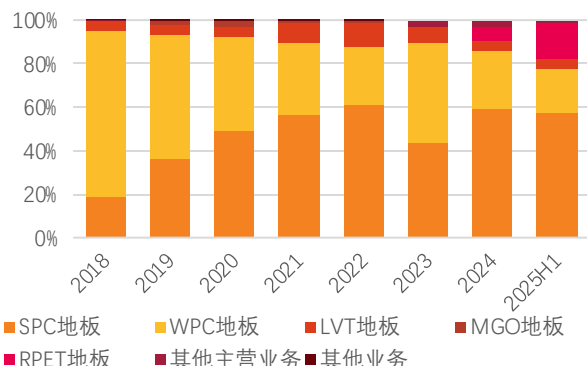


资料来源: Wind, 天风证券研究所

**营收分产品：SPC 收入占比提升, RPET 放量显著。**LVT 地板从上世纪 70~80 年代开始出现; 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, 公司是国内最早研发生产 WPC 地板的企业; SPC 地板自 2015 年前后出现, 2018 年左右开始在欧美发达国家成为一种新的潮流, 带动公司营业收入主要来源从 WPC 地板切换至 SPC 地板, 2018-2024 年 SPC 地板营收占比从 18% 上升到 59%。

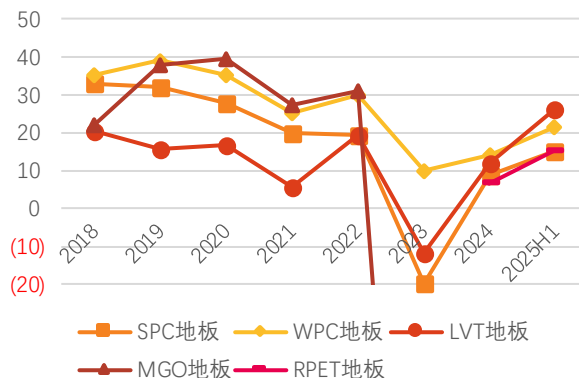
2024 年公司成功推出新型 RPET 复合地板，是公司及行业发展历程中的又一里程碑，公司成为最先拥有成熟生产工艺的新型 RPET 复合地板生产企业，相较其他友商还处于研发阶段，公司有望在行业内保持技术和市场的持续领先性，推动公司由单一的 PVC 地板制造商转型升级为综合的新型环保装饰材料提供商，2025H1 RPET 地板收入占比已提升至 11%。

图 5：各产品营收占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

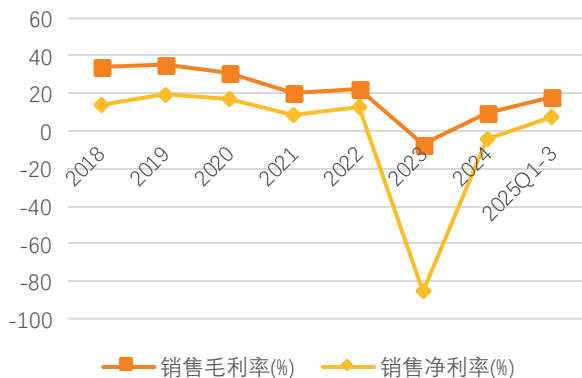
图 6：各产品毛利率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

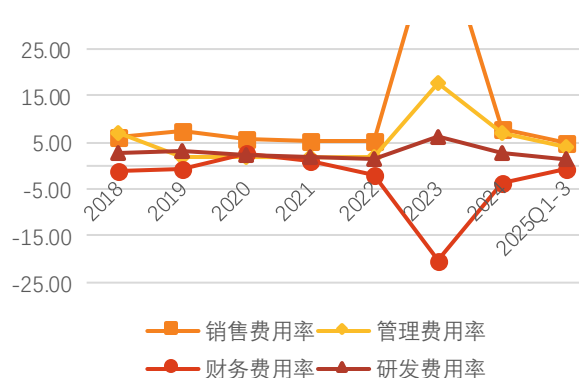
**降本提效稳步推进，2025 年盈利能力稳步恢复。**2018-2022 年公司毛利率区间约为 20%-35%，归母净利率区间约为 10%-20%，其中汇率、原材料价格、国际海运形势等对盈利能力产生影响，2022 年公司通过降本增效有效提升毛利率水平；2023 及 2024 年公司盈利能力主要受到供应链溯源事件扰动影响，2025Q1-3 公司毛利率修复至 17.9%，归母净利率修复至 7.1%。

图 7：公司毛利率及净利率走势 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：公司费用率走势 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. PVC 是重要绿色环保装饰材料，中资企业供应实力领先

### 2.1. PVC 在美国市场是第二大地面装饰材料

**PVC 市场规模稳步增长。**PVC 地板作为一种新型绿色环保地面装饰材料，凭借绿色环保、安装简便等传统地板无可比拟的优势，以及在防水防潮、防火阻燃、耐刮耐磨等方面的优异性能，在北美和欧洲等发达国家和地区深受消费者青睐，已被广泛应用于住宅、医院、学校、写字楼、超市、商场等场所。根据 Global Growth Insights 数据显示，全球 PVC 市场在 2024 年的价值为 864.6 亿美元，预计在 2025 年将达到 903.5 亿美元，到 2033 年将扩大到 1285.9 亿美元，2024-2033 年 CAGR 达 4.51%。

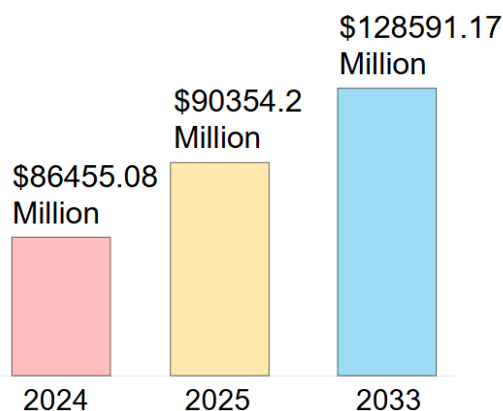
**需求方面，从终端消费市场看，美国是 PVC 地板最大消费市场，也是公司主要销售市场。**

据美国国际贸易委员会（United States International Trade Commission）相关数据显示，PVC 地板进口量从 2015 年的 19,161 万平米增至 2024 年 67,693 万平米（Floor Covering News）。

在美国市场，根据 Floor Covering News 相关数据显示，PVC 地板的渗透率按销售额计算从 2017 年的 18.2% 提升至 2022 年的 34%，按销售量计算从 2017 年的 20% 提升至 2022 年的 31.6%，已超越木制地板、石材地板成为仅次于地毯的第二大地面装饰材料。

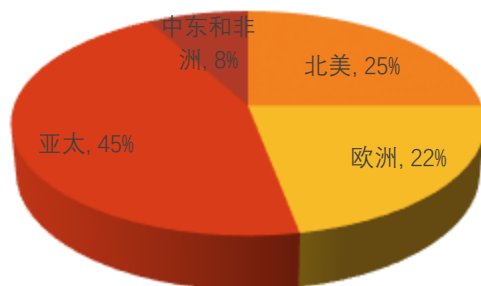
与美国市场相比，欧洲市场的渠道分布较为零散。中国市场与欧美等发达国家相比，受产品引入时间晚及居民传统消费观念的限制等因素，国内 PVC 地板消费市场仍处于早期培育和消费者教育阶段，市场占比较低。

图 9：全球 PVC 市场规模



资料来源：Global Growth Insights，天风证券研究所

图 10：不同地区 PVC 消费量占比



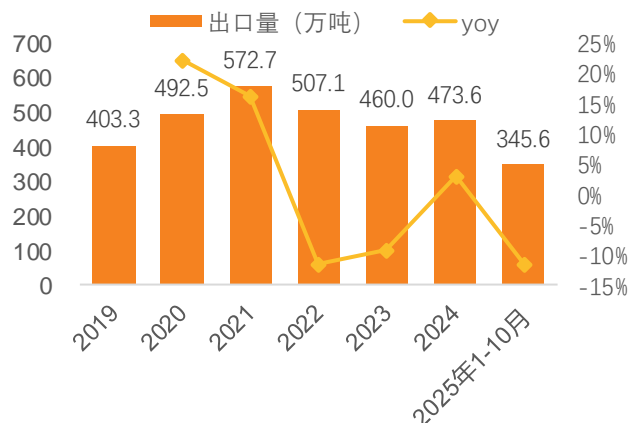
资料来源：Global Growth Insights，天风证券研究所

供应方面，经过多年的发展和积累，国内 PVC 地板生产商在研发设计、生产技术等方面的能力不断提升，凭借生产成本低和产业链完整等优势，**中国已逐渐成为全球 PVC 地板的主要生产和出口基地。**

根据中国海关的数据，我国出口 PVC 地板从 2015 年度的 158 万吨增加到 2021 年度的峰值 572 万吨，随后受中美贸易摩擦等因素的影响，行业内部分产能往东南亚、墨西哥等地区迁移，中国出口量回落至 2023 年的 460 万吨。**2024 年中国 PVC 地板出口量 473.6 万吨，同比增长 3%。**

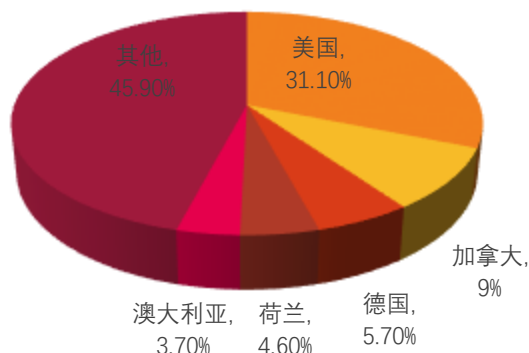
中国生产的 PVC 地板以出口为主，根据中国海关 2024 年出口数据，主要出口国为美国、加拿大、德国、荷兰、澳大利亚，出口量占比 31.1%、9.0%、5.7%、4.6%、3.7%，**其中美国是中国 PVC 地板最大的出口国。**

图 11：我国 pvc 地板历年出口量



资料来源：海关数据，wind，天风证券研究所

图 12：2024 年我国 pvc 地板出口国家构成



资料来源：海关数据，公司公告，天风证券研究所

## 2.2. PVC 格局分散、区域性明显；Non-PVC 为消费新趋势

**PVC 消费周期性及季节性较弱。**据 Cataline Research 数据，从终端消费场景看，北美市场 57% 的需求来源于重复装修，43% 的需求源自新建房屋。高分子材料地板重复装修的需求具备较强的日常消费属性，不存在明显的周期性；新建房屋市场的需求随成屋销售的周期性波动而变化，表现出一定的周期性。

高分子材料地板行业不存在明显的季节性特征。作为一种日常消费品，高分子材料地板的需求在全年较为稳定，行业的季节性特征不明显。

**PVC 区域性特征较为明显。**从供给端来看，中国为全球高分子材料地板的主要供应国，但近年来，受美国政府加征关税等贸易政策的影响，中国部分生产基地外移至东南亚、墨西哥等国家；从需求端来看，全球高分子材料地板的消费主要集中在北美和欧洲等发达国家和地区，区域性特征较为明显。

**PVC 地板行业分散，多集中于中低端。**我国是全球 PVC 地板生产出口第一大国，目前国内 PVC 地板生产企业数量较多，但主要集中于中低端市场，能生产及出口高端 WPC、SPC 地板且拥有自主设计、研发能力的企业相对较少。国内因 PVC 地板起步较晚且市场占比较低，PVC 地板生产企业大多以 OEM 模式或 ODM 模式经营为主，在国际市场上以自主品牌经营模式为主的 PVC 地板企业主要集中于欧美等发达国家。公司属于以 ODM 模式为主的 PVC 地板生产企业，较国内的大多数 OEM 企业，公司拥有核心的技术设计、新产品研发能力。

**Non-PVC 发展成为消费新趋势。**近年来，随着消费者对环保意识的不断提升，Non-PVC 发展成为消费新趋势，众多制造商和品牌商开始探索以新型的、环保性能更优的替代材料制成的弹性地板来替代传统 PVC 地板，天振股份于 2024 年 1 月正式推出 RPET 复合地板在行业内率先取得重大突破，RPET 复合地板巧妙融合再生 PET 材料，不仅有效减轻了地球的废弃物负担，更从源头上削减了对新料的需求，进而缩减能源消耗和温室气体排放，让物质得以不断循环。

在物化性能方面，RPET 地板的耐水性、耐磨耐用性、热尺寸稳定性和抗弹性形变能力都有全面提升。融合 3D 打印工艺，外观上 RPET 地板呈现出更加天然逼真的图案与纹理，大幅提升视觉效果。基于材料的绿色发展方向、优良物性性能以及相对的成本优势，与目前通用聚合物材料如 PVC、PE、PP、PA、ABS 等相比，PET 材料具有较强的综合优势，众多厂商纷纷开始将研发重心转移至该方向，然而，截至目前，绝大部分厂商还处于研发阶段。

## 3. 产业链优势地位凸显，RPET 开启新成长

### 3.1. RPET 新型复合地板取得突破

**公司率先量产并步入批量化订单阶段，新产品市场空间广阔。**随着消费者需求的不断变化和技术的进步，市场对新材料、新技术的应用和替代，特别是 NON-PVC 等新型材质的替代产品需求不断增加。

公司除主营产品 PVC 地板外，长期对其他材质地板进行战略性研发投入，2022 年便开始研究 RPET 新型复合地板，在不懈的探索与创新中，研发团队历经数次技术攻坚，逐一破解了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，提高生产效率和良品率，使得整体生产成本逐步下降至一个合理且具竞争力的水平。

公司于 2024 年 1 月正式发布 RPET 新产品，并已获得国际知名客户的批量化订单，随着消费者对新型绿色健康材料的需求不断增长，RPET 新型复合地板市场空间广阔。RPET 地板系公司在行业内的一次重大突破，相较于其他友商还处于研发阶段，公司有望在行业内保持技术和市场的持续领先性，为公司业务开拓新的增长点。

**公司技术研发优势领先。**公司系国内首批转型生产 PVC 复合地板的企业，自 2010 年转型

生产新型 PVC 复合地板以来，高度重视产品、技术、工艺的研发，经过多年的研发积累，整体技术研发与创新能力处于行业领先地位。公司在新材料、新工艺和新产品上不断突破，全部通过自主研发在国内率先推出 WPC 地板产品，并获得国家发明专利，其优异的技术性能始终处于行业领先；在 NON-PVC 等新型材料运用上取得重大突破，成为最先拥有成熟生产工艺的新型 RPET 复合地板生产企业。

相较其他友商还处于研发阶段，公司技术领先性的优势明显，推动公司由单一的 PVC 地板制造商转型升级为综合的新型环保装饰材料提供商；公司在 3D 打印等新工艺上也已取得重大突破，通过 3D 打印技术在 RPET 地板上的应用，结合数十种独特木板设计，可将图案重复降至最低，HDX 色彩清晰度实现等色彩损失，产品外观极其接近优质的天然木板。公司内部建立了符合国际标准的产品实验室、材料测试中心、技术和研发中心，并且建立了高标准、现代化的生产制造体系。

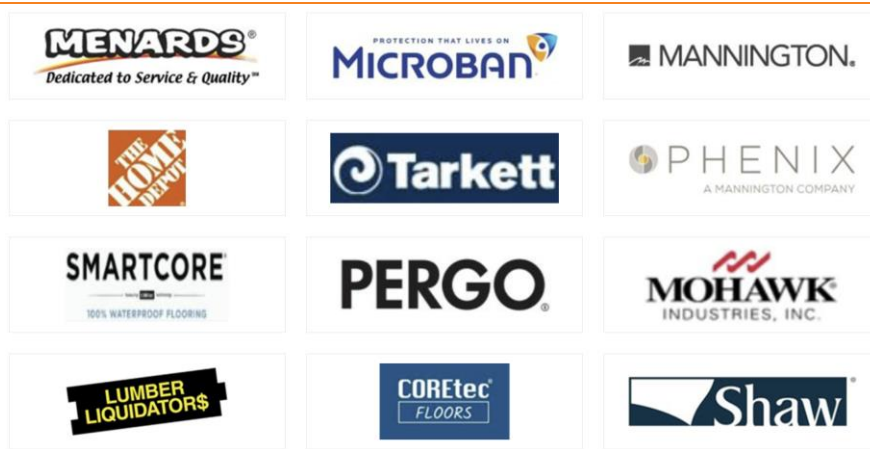
### 3.2. 客户资源和全球化供应链助力业务复苏

作为国内首批转型为 PVC 地板的龙头企业之一，经过多年的积累，公司的技术研发能力和产品创新能力均处于行业内领先水平，公司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，与多家全球知名专业建材零售商和地板品牌商形成了长期稳定的战略合作伙伴关系，系行业内头部客户覆盖面最广的厂商之一。

公司已在中国、东南亚、美国等多地开展全球化产能布局，在美国全球加征关税的背景下，公司产能分布优势明显。2023 年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，导致业务出现阶段性的大幅下滑。近年来公司通过优化供应链、调整产能布局、开发新产品等策略，结合公司在技术研发和品质稳定方面的领先性，以及产能布局优势，公司 PVC 地板业务正在快速复苏中，增长趋势向好。

公司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，现已形成广泛覆盖的客户资源网络，产品遍布北美、欧洲、南美、东南亚等 20 余个国家。公司已与多家全球知名专业建材商和地板品牌商形成了长期稳定的战略合作伙伴关系。此类客户的供应商筛选标准严格，需通过其严格的认证方可进入其合格供应商名录。公司具备领先的技术研发优势、规范的生产和质量管理体系、多元化的全球产能布局、健康安全的财务结构，为持续成为客户核心的优质供应商提供了坚实的保障，长期以来，公司客户黏性较强。上述知名地板品牌商、建材零售商等拥有丰富销售渠道和强大的市场竞争力，为公司业务的持续稳定发展提供了充分保障。

图 13：公司合作伙伴



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司始终坚持以全球化视野打造集研发、加工、仓储、销售、服务于一体的全球化一流地板企业，为有效推行全球化战略，优化生产基地布局，分散国际贸易风险，公司自 2019 年开始在越南投资布局，是行业内国内首批在越南投资布局产能的企业之一。近年来，受

国际贸易政策变化的影响，供应链安全开始成为客户在采购管理和决策的核心因素之一，对供应链多元化和供应链本地化需求越来越大。公司通过中国、东南亚、美国等多地产能的布局，能有效满足客户对供应链多元化和供应链本地化的需求，以及降低美国全球加征关税的风险，结合公司在技术研发以及品质稳定等方面的领先性，打造公司较为突出的竞争优势。

## 4. 盈利预测与估值

**收入方面:**我们预计 25-27 年公司收入分别为 16.3/21.2/26.5 亿元,同比增长 83%/30%/25%,其中:

**PVC 复合地板:** PVC 地板以绿色环保、安装简便等特性满足了欧美地区和国家 DIY 市场需求，在各类地面装饰材料中的应用比例逐年提升，对传统地面材料的替代效应显著。随着工艺进步和消费者环保意识的增强，预计 PVC 地板行业呈现出较好的成长趋势。公司系国内首批转型生产 PVC 地板的企业之一，自主研发和最先量产 WPC 地板等高端 PVC 地板产品，具备一定的先发优势。基于以上因素，我们预计公司未来三年 SPC 地板收入分别为 9.3/11.4/13.2 亿，WPC 地板收入 3.3/3.8/4.2 亿，LVT 地板收入 0.8/1.0/1.2 亿。

**RPET 复合地板:** 公司于 2024 年 1 月正式发布 RPET 新产品，并已获得国际知名客户的批量化订单，随着消费者对新型绿色健康材料的需求不断增长，RPET 新型复合地板市场空间广阔。RPET 地板系公司在行业内的一次重大突破，相较于其他友商还处于研发阶段，公司有望在行业内保持技术和市场的持续领先性，为公司业务开拓新的增长点。我们预计公司 25-27 年 RPET 复合地板收入 2.7/4.9/7.7 亿，同比分别+372.5%/+78.5%/+57.5%。

表 3: 收入拆分及预测 (百万元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	311.65	891.52	1631.36	2124.66	2654.37
yoy	-89.5%	186.1%	83.0%	30.2%	24.9%
毛利率	-7.0%	10.10%	17.9%	19.9%	22.0%
<b>SPC 地板</b>					
营业收入	135.07	529.64	927.40	1135.14	1318.46
yoy	-92.6%	292.1%	75.1%	22.4%	16.2%
毛利率	-19.9%	8.8%	15.0%	17.0%	19.0%
<b>WPC 地板</b>					
营业收入	144.57	232.86	326.00	378.65	424.85
yoy	-81.7%	61.1%	40.0%	16.2%	12.2%
毛利率	9.9%	14.0%	22.0%	22.5%	23.0%
<b>RPET 地板</b>					
营业收入		58.10	274.52	490.02	771.79
yoy		-	372.5%	78.5%	57.5%
毛利率		6.5%	18.00%	22.00%	25.00%
<b>LVT 地板</b>					
营业收入	22.74	44.02	79.24	97.86	117.43
yoy	-93.2%	93.6%	80.0%	23.5%	20.0%
毛利率	-11.8%	11.9%	26.5%	27.0%	27.0%
<b>其他业务</b>					
营业收入	9.27	26.89	24.20	22.99	21.84
yoy	65.2%	190.7%	-10.0%	-5.0%	-5.0%
毛利率	-70.4%	7.5%	45.0%	45.0%	45.0%

资料来源: wind, 天风证券研究所

**利润方面：**2025 年公司各项产品毛利率提升显著，盈利已现修复趋势。当前关税扰动告一段落叠加降息背景下海外需求有望回暖，PVC 地板行业增长趋势向好，此外公司 RPET 新品引领行业发展，毛利率有望受益于规模效应持续提升。我们预计盈利有望延续修复态势，预计 25-27 年公司毛利率分别为 17.9%/19.9%/22%，归母净利润分别为 1.2/1.8/2.8 亿元，对应 PE 分别为 38X/25X/16X。

**首次覆盖，给予“增持”评级。**我们采用相对估值法，选取深耕建筑陶瓷行业的蒙娜丽莎、天安新材以及同样从事 PVC 地板生产的海象新材作为可比公司，可比公司 26 年平均 PE 为 23X（海象新材无盈利预测因此剔除）。考虑当前 PVC 地板相较于传统地面装饰材料成长空间较好，同时公司新品 RPET 新型复合地板具备领先市场的优势，给予公司 26 年 28-30 倍 PE，对应目标价 23.5-25.1 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 4：可比公司估值表

股票代码	证券简称	PE		
		2025E	2026E	2027E
002918.SZ	蒙娜丽莎	45.3	27.2	21.8
603725.SH	天安新材	22.5	18.2	17.0
003011.SZ	海象新材	-	-	-
平均值		33.9	22.7	19.4

资料来源：wind，天风证券研究所；截至 2025 年 12 月 19 日收盘

## 5. 风险提示

**贸易摩擦风险。**自 2020 年 8 月，美国以 301 条款为由对包括 PVC 地板在内的多个行业恢复加征 25%关税；2022 年 12 月底开始，美国海关的供应链溯源开始涉及到公司所在的 PVC 地板行业，公司出口美国的大量货物通关受阻，造成公司遭遇阶段性的业绩大幅下滑；2025 年 4 月，特朗普签署关于所谓的“对等关税”行政令，目前政策仍在不断变化中，后续存在取消暂缓或继续加征等不利变化，可能会对公司未来收入产生不利影响。

**客户集中度和区域集中度较高的风险。**公司主要客户的销售收入占比较高，客户集中度较高，如果未来一旦发生客户自身经营出现困难、客户调整发展战略方向或公司的产品和服务不再符合客户的要求等情况，则有可能对公司未来的经营发展产生不利影响。

**原材料价格波动风险。**公司采购的主要原材料在产品总成本中占有较高的比重，并且受到原油和焦炭等大宗商品价格波动的影响，如果未来原材料价格在一定经济周期内发生大幅度波动且公司对客户的提价不足以覆盖损失，会对公司经营业绩产生重大不利影响。

**中小市值流动性风险。**公司当前总市值约 45 亿元，属于小市值上市公司。此类公司通常存在股票流动性相对不足、股价波动性较高的特征，可能更容易受到市场情绪和短期资金流动的影响，股价潜在波动幅度可能大于大盘及行业平均水平，投资者需特别关注其流动性风险及由此带来的价格波动风险。

**公司治理与内控风险。**公司于 2025 年 3 月因部分闲置募集资金现金管理超期未及时履行审议及披露程序，收到深交所监管函。该事件反映出公司在内部控制、募集资金管理及信息披露规范性方面存在一定瑕疵，投资者需持续关注公司治理水平提升情况。

**预测不确定性风险。**截至本报告出具日，公开信息显示公司近 180 天内无其他机构发布盈利预测，这可能导致市场对其业绩判断的信息来源相对单一，本报告中的盈利预测与估值基于独立研究假设，相关预测的不确定性可能有所增加，实际经营可能与预测存在差异。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,858.07	507.25	593.80	616.92	688.29
应收票据及应收账款	102.54	321.80	312.62	454.62	503.90
预付账款	6.07	15.47	30.28	21.66	41.56
存货	299.07	314.33	280.89	522.80	455.49
其他	75.42	801.23	800.23	794.00	852.89
<b>流动资产合计</b>	<b>2,341.16</b>	<b>1,960.08</b>	<b>2,017.81</b>	<b>2,409.99</b>	<b>2,542.13</b>
长期股权投资	10.34	7.03	6.14	4.48	2.53
固定资产	546.68	627.73	655.85	649.98	659.10
在建工程	19.91	101.59	161.59	212.93	277.27
无形资产	221.21	233.46	302.63	339.31	373.49
其他	63.01	348.08	343.14	207.47	241.48
<b>非流动资产合计</b>	<b>861.16</b>	<b>1,317.88</b>	<b>1,469.36</b>	<b>1,414.17</b>	<b>1,553.88</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,202.32</b>	<b>3,277.96</b>	<b>3,487.18</b>	<b>3,824.17</b>	<b>4,096.00</b>
短期借款	0.00	0.05	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	108.50	265.43	313.99	451.21	462.66
其他	67.54	50.34	72.50	95.94	76.42
<b>流动负债合计</b>	<b>176.04</b>	<b>315.82</b>	<b>386.49</b>	<b>547.15</b>	<b>539.08</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	18.35	14.46	16.43	16.35	16.40
<b>非流动负债合计</b>	<b>18.35</b>	<b>14.46</b>	<b>16.43</b>	<b>16.35</b>	<b>16.40</b>
<b>负债合计</b>	<b>194.40</b>	<b>330.28</b>	<b>402.92</b>	<b>563.50</b>	<b>555.48</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	216.00	216.00	216.00	216.00	216.00
资本公积	2,310.19	2,310.19	2,310.19	2,310.19	2,310.19
留存收益	437.78	400.53	519.08	699.84	982.81
其他	43.95	20.96	38.98	34.63	31.52
<b>股东权益合计</b>	<b>3,007.92</b>	<b>2,947.69</b>	<b>3,084.26</b>	<b>3,260.66</b>	<b>3,540.52</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,202.32</b>	<b>3,277.96</b>	<b>3,487.18</b>	<b>3,824.17</b>	<b>4,096.00</b>

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	(266.90)	(37.25)	118.55	180.76	282.97
折旧摊销	83.12	80.54	92.70	99.20	106.70
财务费用	(0.05)	(1.46)	(15.23)	(16.75)	(18.06)
投资损失	(5.41)	(15.52)	(18.00)	(17.00)	(16.00)
营运资金变动	(75.74)	(445.10)	100.58	(72.48)	(104.18)
其它	134.05	320.60	4.58	3.00	2.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>(130.92)</b>	<b>(98.18)</b>	<b>283.18</b>	<b>176.73</b>	<b>253.43</b>
资本支出	30.11	253.64	248.03	181.42	214.29
长期投资	(0.77)	(3.32)	(0.89)	(1.66)	(1.95)
其他	327.59	(1,543.67)	(478.31)	(345.10)	(409.68)
<b>投资活动现金流</b>	<b>356.93</b>	<b>(1,293.34)</b>	<b>(231.17)</b>	<b>(165.34)</b>	<b>(197.34)</b>
债权融资	(91.45)	31.02	16.51	16.08	18.39
股权融资	(8.09)	(22.99)	18.02	(4.35)	(3.11)
其他	(212.40)	(14.93)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(311.94)</b>	<b>(6.91)</b>	<b>34.53</b>	<b>11.73</b>	<b>15.28</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(85.94)</b>	<b>(1,398.43)</b>	<b>86.54</b>	<b>23.12</b>	<b>71.37</b>

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>311.65</b>	<b>891.52</b>	<b>1,631.36</b>	<b>2,124.66</b>	<b>2,654.37</b>
营业成本	333.44	801.44	1,339.23	1,701.92	2,071.66
营业税金及附加	7.51	5.45	13.52	21.38	32.23
销售费用	163.41	68.87	73.41	91.36	106.17
管理费用	55.15	64.30	78.31	95.61	106.17
研发费用	19.61	22.76	22.02	27.62	33.18
财务费用	(62.92)	(33.63)	(15.23)	(16.75)	(18.06)
资产/信用减值损失	(103.60)	(19.36)	(8.00)	(14.79)	(11.21)
公允价值变动收益	(0.15)	2.66	4.58	3.00	2.00
投资净收益	5.41	15.52	18.00	17.00	16.00
其他	21.46	1.57	2.29	1.93	2.11
<b>营业利润</b>	<b>(281.42)</b>	<b>(37.28)</b>	<b>136.97</b>	<b>210.66</b>	<b>331.90</b>
营业外收入	8.89	8.37	5.00	4.00	3.00
营业外支出	15.48	3.99	2.50	2.00	2.00
<b>利润总额</b>	<b>(288.01)</b>	<b>(32.91)</b>	<b>139.47</b>	<b>212.66</b>	<b>332.90</b>
所得税	(21.11)	4.33	20.92	31.90	49.94
<b>净利润</b>	<b>(266.90)</b>	<b>(37.25)</b>	<b>118.55</b>	<b>180.76</b>	<b>282.97</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(266.90)</b>	<b>(37.25)</b>	<b>118.55</b>	<b>180.76</b>	<b>282.97</b>
每股收益(元)	(1.24)	(0.17)	0.55	0.84	1.31

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-89.50%	186.07%	82.99%	30.24%	24.93%
营业利润	-168.70%	-86.75%	-467.36%	53.80%	57.56%
归属于母公司净利润	-170.39%	-86.04%	-418.28%	52.48%	56.54%
<b>获利能力</b>					
毛利率	-6.99%	10.10%	17.91%	19.90%	21.95%
净利率	-85.64%	-4.18%	7.27%	8.51%	10.66%
ROE	-8.87%	-1.26%	3.84%	5.54%	7.99%
ROIC	-28.15%	-7.58%	7.47%	11.46%	15.46%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	6.07%	10.08%	11.55%	14.74%	13.56%
净负债率	-61.55%	-17.07%	-19.08%	-18.78%	-19.30%
流动比率	13.30	6.21	5.22	4.40	4.72
速动比率	11.60	5.21	4.49	3.45	3.87
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.17	4.20	5.14	5.54	5.54
存货周转率	1.10	2.91	5.48	5.29	5.43
总资产周转率	0.09	0.28	0.48	0.58	0.67
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-1.24	-0.17	0.55	0.84	1.31
每股经营现金流	-0.61	-0.45	1.31	0.82	1.17
每股净资产	13.93	13.65	14.28	15.10	16.39
<b>估值比率</b>					
市盈率	-17.07	-122.31	38.43	25.20	16.10
市净率	1.51	1.55	1.48	1.40	1.29
EV/EBITDA	-75.29	33.01	12.48	9.53	6.63
EV/EBIT	-18.20	-82.73	20.72	13.87	8.76

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

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

### 一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

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

### 投资评级声明

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

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com