

海象新材 (003011)

证券研究报告

2020 年 11 月 07 日

高成长 PVC 地板龙头，上市后开启新发展篇章

公司营收三年 CAGR 为 48.56%，盈利能力稳中有升。公司致力于研发、生产、销售 PVC 地板，是国内 PVC 地板行业领先企业，产品分为 LVT 地板、WPC 地板、SPC 地板，广泛应用于商场、酒店、写字楼、医院、学校、体育馆等公共场所及住宅。2017-2019 年、2020H 及 2020Q3，公司分别实现营业收入 3.89 亿元、7.84 亿元、8.59 亿元、5.74 亿元、9.14 亿元，2018、2019、2020H 及 2020Q3 同比分别增长 101.42%、9.57%、54.79%、53.21%。2017-2019 期间年均复合增长率为 48.56%。2017-2019、2020H 及 2020Q3，公司实现毛利率分别为 29.71%、28.87%、33.05%、31.24%、31.57%，总体稳中有升，由于毛利率较高的 SPC 地板逐步受到市场认可所致。

PVC 地板在欧美市场渗透率快速提升，国内发展前景广阔。在欧美市场，PVC 地板占地面装饰材料比不断提升，PVC 地板市场规模持续扩大。2018 年美国 PVC 地板渗透率达到 21.40%，市场规模为 34.3 亿美元。我国 PVC 地板产品目前以出口为主，国内市场普及率较低，但近年来处于快速扩张阶段，国内 PVC 地板需求量从 2014 年的 1.7 亿平方米增长到 2017 年的 2.6 亿平方米，年均增幅高达 15%，具有较大的增长潜力。随着城镇化率提升，对住宅及配套基础设施的需求将进一步推动地面装饰材料行业的发展。

以 ODM/OEM 模式为主，收入受贸易战影响有限。2017-2019 年 ODM/OEM 业务收入分别 3.87 亿元、7.77 亿元、8.51 亿元，占比分别为 99.59%、99.52%、99.20%。公司 ODM 客户均为当地市场较为知名的品牌商或建材商，2017-2019 年公司前五大客户收入分别为 2.55 亿元、3.76 亿元、3.48 亿元，占营业收入比分别为 65.50%、47.98%、40.53%，呈逐年下降趋势，公司对单一客户依赖度不高。虽然公司产品售价受到加征关税影响，但鉴于美国本土人力成本较高、生产规模有限等因素，客户短期内对中国供应商存在依赖，这导致加征关税的不利影响主要由美国客户承担，对公司影响有限。

产能利用率充分，生产端稳健，积极扩建产能。2017-2019 年公司产能利用率分别为 94.05%/97.63%/102.84%，逐年提升接近满负荷生产状态，2019 年 LVT 地板、WPC 地板、SPC 的产销比分别达到 100.32%、112.47%、93.20%。公司近期积极在海内外扩建产能，于 2019 年 9 月在越南设立全资子公司，将部分产能搬迁至越南以及在越南新增部分产能，此次上市募资将主要用于在浙江海宁建设年产 2000 万平方米 PVC 地板生产基地建设项目。

盈利预测与评级：预计 20/21/22 年归母净利润增速 34.30%/19.51%/18.74%，2019-2022 年归母净利润复合增速为 23.98%，给予公司 2021 年合理 PE 范围 20-25 倍，对应 PEG 为 0.83-1.04，目标价格 60.54-75.68 元，市值区间 44.40-55.40 亿元（可比公司 2020/2021/2022 年平均 PE 为 16.03X/11.95X/9.87X，2021 年平均 PGE 为 1.09），首次覆盖给予“买入”评级。**风险提示：**汇率波动、中美贸易战及海外疫情升级、原材料波动、管理、技术、市场需求、竞争加剧及部分重要专利为第三方授权风险；

投资建议

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	56.64 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	73.34
流通 A 股股本(百万股)	18.34
A 股总市值(百万元)	4,153.98
流通 A 股市值(百万元)	1,038.78
每股净资产(元)	16.03
资产负债率(%)	36.81
一年内最高/最低(元)	63.66/46.40

作者

范张翔	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004	fanzhangxiang@tfzq.com
刘佳昆	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080004	liujiakun@tfzq.com
尉鹏洁	联系人
weipengjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	783.77	858.77	1,205.70	1,479.14	1,733.78
增长率(%)	101.42	9.57	40.40	22.68	17.22
EBITDA(百万元)	138.61	201.73	234.02	274.31	315.15
净利润(百万元)	89.57	138.32	185.76	222.01	263.62
增长率(%)	12,155.00	54.42	34.30	19.51	18.74
EPS(元/股)	1.22	1.89	2.53	3.03	3.59
市盈率(P/E)	45.30	29.34	21.84	18.28	15.39
市净率(P/B)	13.99	9.71	6.51	4.80	3.66
市销率(P/S)	5.18	4.73	3.37	2.74	2.34
EV/EBITDA	0.00	0.00	17.45	14.30	11.83

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 国内 PVC 地板领跑者，上市后迈入新发展阶段	5
1.1. 公司主要产品为 SPC、WPC、LVT 地板	5
1.2. 公司股权结构稳定	5
1.3. 上市募投 PVC 地板产能	6
2. 产品主要出口欧美，三年营收 CAGR 为 48.56%	6
2.1. 公司产品主要通过 ODM 模式销往美国、欧洲等境外地区	6
2.2. 新品 SPC 地板需求上升，占比逐年提高	7
2.3. 盈利能力稳中有升，SPC 地板放量带动毛利率提升	7
2.3.1. 公司综合毛利率稳中有升，2019 年净利率高达 16.11%	7
2.3.2. 直接材料占主营业务成本比约 65%，能源能耗占成本的 5-6%	9
2.4. 费用率：销售费用率、研发费用率高于同业，管理费用低于可比公司	9
3. PVC 地板在欧美市场渗透率快速提升，国内处于起步阶段	10
3.1. 全球地面装饰材料行业	10
3.2. PVC 地板行业	10
3.2.1. PVC 地板优点	11
3.2.2. PVC 地板分类	12
3.3. 美国 PVC 地板渗透率 21.4%，市场规模为 34.3 亿美元	13
3.4. 中国 PVC 地板行业发展前景广阔	14
3.4.1. 国内 PVC 地板产品以 OEM/ODM 出口为主	14
3.4.2. 国内市场尚在培育阶段	14
3.4.3. 城镇化助力我国 PVC 地板行业发展	15
4. 出口 ODM 为主，扩建海外产能，内销逐步发展	15
4.1. 销售端：以 ODM/OEM 模式为主，收入受贸易战影响有限	15
4.1.1. 以 ODM/OEM 模式为主，自主品牌尚在起步阶段	15
4.1.2. 贸易战：产品单价波动，但整体受贸易战影响有限	17
4.1.3. 国内尚处于起步阶段	18
4.2. 产能利用率充分，生产端稳健	18
4.2.1. 产能、产量、产能利用率逐年上升，各产品产销比不尽相同	18
4.2.2. 原材料：上游为化工行业，原材料价格随上游行业波动	19
4.2.3. 存货：存货增加较快，存货周转率与可比公司较为接近	19
4.2.4. 流动/速动比率低于同行，应收账款周转率与可比公司相近	20
5. 总结及盈利预测	21
5.1. 总结	21
5.2. 盈利预测	21
5.3. 风险提示	23

图表目录

图 1: 公司股权结构	6
图 2: 2017-2020Q3 年公司营业收入（亿元）及增速	7
图 3: 2017-2019 年各地区销售收入（亿元）及占主营业务收入比	7
图 4: 2017-2019 年不同销售模式收入（亿元）及占主营业务收入比	7
图 5: 2017-2019 年各产品收入（亿元）及占主营业务收入比	7
图 6: 2017-2019 年公司各产品毛利率	8
图 7: 2017-2019 年公司与可比公司毛利率对比	8
图 8: 2017-2019 年公司净利润、扣非后归母净利润（亿元）及利润率	8
图 9: 2017-2019 年公司与可比公司净利率对比	8
图 10: 2019 年主营业务成本构成	9
图 11: 2017-2019 年各产品成本占主营业务成本（亿元）比	9
图 12: 2017-2019 年公司各项费用及费用率	10
图 13: 2017-2019 年公司及可比公司各项费用率对比	10
图 14: 2015-2020 年全球地面装饰材料行业市场规模（亿美元）	10
图 15: 2007、2012、2018 年美国地面装饰材料市场份额分布	13
图 16: 2013-2018 年美国 PVC 地板市场销售额（亿美元）	13
图 17: 2013-2019 年美国 PVC 地板进口额	13
图 18: 2011 年和 2018 年欧盟进口各类地面装饰材料比例	13
图 19: 2014-2019 年中国 PVC 地板出口额	14
图 20: 2018 年我国 PVC 地板出口区域分布	14
图 21: 2009-2019 年中国城镇化率	15
图 22: 2013-2019 年中国房地产房屋竣工面积（百万平方米）	15
图 23: 2017-2019 年公司各销售渠道收入及占主营业务收入比	15
图 24: 2017-2019 年公司前五大客户销售收入及占营业收入比	15
图 25: 2017-2019 年公司产品销量、均价变化	17
图 26: 2017-2019 年公司产能、产量及产能利用率	19
图 27: 2017-2019 年公司主要产品产量、销量及产销比	19
图 28: 2017-2019 年主要原材料采购金额（亿元）及占比	19
图 29: 2017-2019 年主要原材料采购单价及价格变动	19
图 30: 2017-2019 年公司存货（亿元）构成	19
图 31: 2017-2019 年公司存货、营业成本及存货（亿元）占成本比	20
图 32: 2017-2019 年公司及可比公司存货周转率（次）	20
图 33: 2017-2019 年公司及可比公司偿债能力指标	20
图 34: 2017-2019 年公司及可比公司应收账款周转率	20
表 1: 公司产品分类、主要原材料及特性	5
表 2: 公司上市募投项目简介	6

表 3：各类地面装饰材料特点	11
表 4：PVC 地板优点.....	12
表 5：PVC 地板按不同方式分类及各类产品优缺点.....	12
表 6：2017-2019 公司主要客户市场占有率.....	16
表 7：2017-2019 年公司前五大 ODM 客户情况	16
表 8：分品类收入拆分表（单位：亿元）	22
表 9：可比公司估值情况.....	23

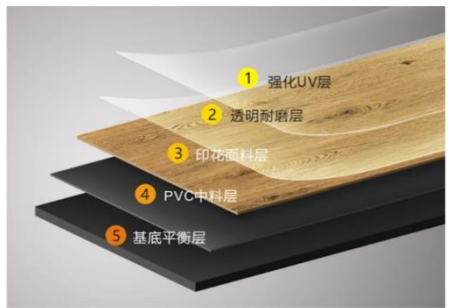
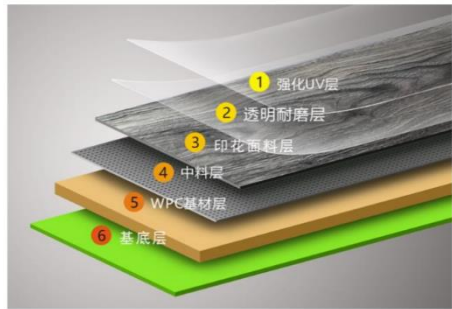
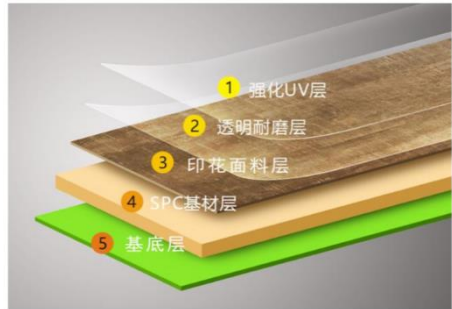
1. 国内 PVC 地板领跑者，上市后迈入新发展阶段

海象新材成立于 2013 年，总部位于浙江海宁，是国内领先的 PVC 地板制造商及出口商之一，主要从事 PVC 地板的研发、生产和销售，产品主要出口销往欧美国家。公司产品属于室内地面装饰材料，功能与传统木地板、瓷砖等产品相似，因其具有环保、安装简便、耐磨、防滑等优势，深受欧美市场欢迎，广泛应用于商场、酒店、写字楼、医院、学校、体育馆等公共场所及居民住宅。

1.1. 公司主要产品为 SPC、WPC、LVT 地板

公司以 ODM 代工为主要经营模式，客户主要为美国、欧盟、加拿大、澳洲等境外 PVC 地板品牌商、建材零售商。PVC 地板是一种新型环保装饰材料，以聚氯乙烯为主要原料，加入重钙粉、增塑剂、稳定剂等辅料，经压延或挤出工艺生产而成。根据产品迭代不同，公司提供的 PVC 地板产品可细分为 LVT 地板、WPC 地板和 SPC 地板。

表 1：公司产品分类、主要原材料及特性

产品类别	主要原材料	产品描述	产品优点	图例
LVT 地板	聚氯乙烯、重钙、稳定剂、增塑剂	最传统的 PVC 地板之一，主要由 UV 层、透明耐磨层、印花面料层、PVC 中料层及基底平衡层构成	环保、耐磨、高弹性、抗冲击、防火阻燃、保养方便、防水防潮	
WPC 地板	聚氯乙烯、重钙、稳定剂、发泡剂	又称木塑地板，主要由 UV 层、透明耐磨层、印花面料层、PVC 中料层、WPC 基材层构成	除具备 LVT 地板的优点外，由于 WPC 基材层通过 PVC 树脂粉与发泡剂制成 ，具有材质较轻、便于运输安装的优点；可通过加设基底层，达到静音的效果	
SPC 地板	聚氯乙烯、重钙、稳定剂	又称石塑地板，主要由 UV 层、透明耐磨层、印花面料层、SPC 基材层构成。SPC 地板是近年来需求较大的 PVC 地板产品	SPC 的基材层通过重钙粉与 PVC 粉混合 ，具有更好的尺寸稳定性以及抗冲击性；可通过加设基底层，达到静音效果	

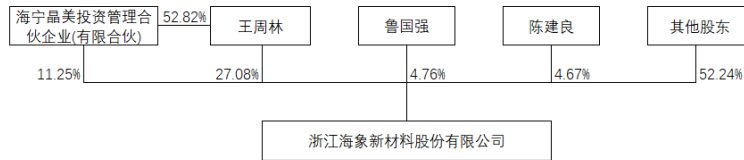
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

1.2. 公司股权结构稳定

公司控股股东为王周林先生，实际控制人为王周林和王淑芳父女。截至 2020Q3，王周林直接持有公司 27.08% 的股份，并持有晶美投资 52.82% 的出资份额，王淑芳持有晶美投资 4.85% 的出资份额，晶美投资持有公司 11.25% 的股份，王周林和王淑芳合计控制公司 38.33% 的股

份，为公司实际控制人。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司招股说明书，Wind，天风证券研究所

1.3. 上市募投 PVC 地板产能

公司上市前产能利用率较高，受限于产能瓶颈，而公司此次公开发行募集资金投资项目为“年产 2000 万平方米 PVC 地板生产基地建设项目”“研发中心建设项目”“补充流动资金项目”，随着主要的募投项目年产 2000 万平米 PVC 地板产能推进，公司产能瓶颈或得以缓解。

表 2：公司上市募投项目简介

序号	项目名称	投资总额 (亿元)	项目简介
1	年产 2000 万平方米 PVC 地板生产基地建设项目	4.75	本项目位于海宁经济开发区，拟建造 7.34 万平方米的生产车间及其他配套建筑，占地约 80 亩，建设周期为 18 个月。目前公司已与政府相关部门签署了土地的出让合同。公司拟通过新建生产基地，购置先进的生产设备，增加 PVC 地板连续复合生产线，扩大公司 PVC 地板生产规模。
2	研发中心建设项目	0.60	本项目选址与前述生产基地项目相同，将为研发中心配置更先进的研发及检测设备，为产品开发提供更先进的研发测试环境，完善公司现有研发检测体系，同时进一步充实技术人才团队，增强新技术的储备。
3	补充流动资金项目	0.80	经公司测算，公司未来三年流动资金缺口达 1.25 亿元，高于公司本次募集资金拟用于补充公司流动资金的 8000 万元。补充流动资金项目符合公司实际经营情况。
	合计	6.14	

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

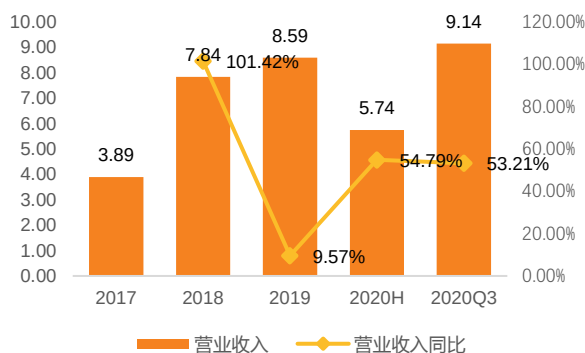
2. 产品主要出口欧美，三年营收 CAGR 为 48.56%

2017-2019 年、2020H 及 2020Q3，公司分别实现营业收入 3.89 亿元、7.84 亿元、8.59 亿元、5.74 亿元、9.14 亿元，2018、2019、2020H 及 2020Q3 同比分别增长 101.42%、9.57%、54.79%、53.21%。2017-2018 年，公司营收规模提升显著，主要原因为公司购置生产设备、扩大产能，2018 年产量大幅提升，同比增加 103.90%。

2.1. 公司产品主要通过 ODM 模式销往美国、欧洲等境外地区

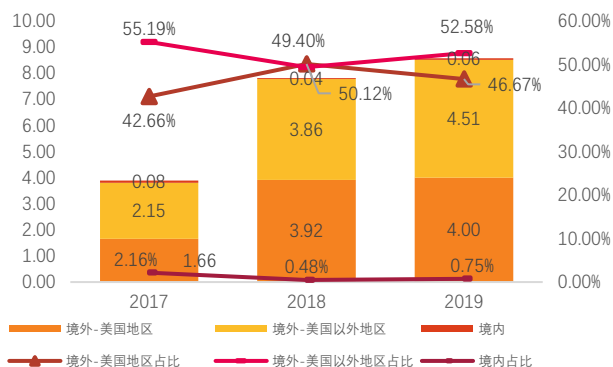
公司在境外市场主要采用 ODM 销售模式，在境内市场采用 OEM 和自有品牌相结合的模式。2017-2020H，公司境外销售收入分别为 3.81 亿元、7.77 亿元、8.51 亿元、5.72 亿元，占主营业务收入比为 97.84%、99.52%、99.25%、99.71%。其中，2017-2019 年美国地区销售收入分别为 1.66 亿元、3.92 亿元、4.00 亿元，占比分别为 42.66%、50.12%、46.67%。美国以外地区销售收入分别为 2.15 亿元、3.86 亿元、4.51 亿元，占比分别为 55.19%、49.40%、52.58%，美国以外地区主要是欧盟、加拿大、澳洲等国家和地区。

图 2：2017-2020Q3 年公司营业收入（亿元）及增速



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 3：2017-2019 年各地区销售收入（亿元）及占主营业务收入比

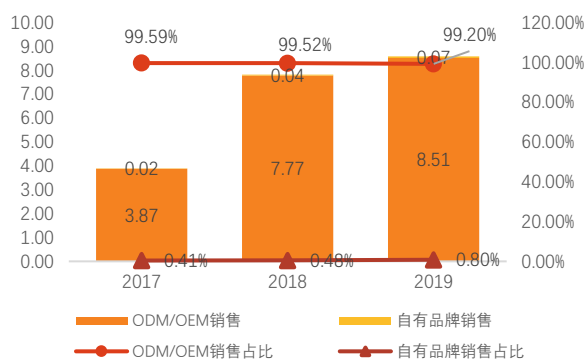


资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

2.2. 新品 SPC 地板需求上升，占比逐年提高

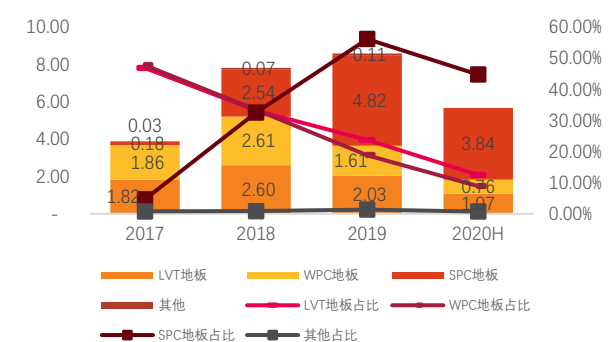
2017-2020H，公司 LVT 地板、WPC 地板、SPC 地板分别实现销售收入 1.82/2.60/2.03/1.07 亿元、1.86/2.61/1.61/0.76 亿元、0.18/2.54/4.82/3.84 亿元，18、19 年分别同比+42.47/-21.68%、+40.38/-38.05%、+1301.72/89.38%，其中 SPC 地板增速较快，占主营业务收入比由 2017 年的 4.66% 提升至 2019 年的 56.15%。2018 年，由于 PVC 地板市场整体需求旺盛，公司三类产品收入均有所上升，2019 年受中美贸易战影响，公司产品价格下降，同时部分 LVT 地板、WPC 地板被 SPC 地板替代，导致 LVT 地板、WPC 地板收入下降，SPC 地板收入上升明显。

图 4：2017-2019 年不同销售模式收入（亿元）及占主营业务收入比



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 5：2017-2019 年各产品收入（亿元）及占主营业务收入比



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

2.3. 盈利能力稳中有升，SPC 地板放量带动毛利率提升

2.3.1. 公司综合毛利率稳中有升，2019 年净利率高达 16.11%

公司毛利率总体较稳定，处于 30% 左右。2017-2019、2020H 及 2020Q3，公司毛利率分别为 29.71%、28.87%、33.05%、31.24%、31.57%，公司毛利率总体稳中有升，2019 年毛利率显著提升。

各主要产品的毛利率波动略有不同

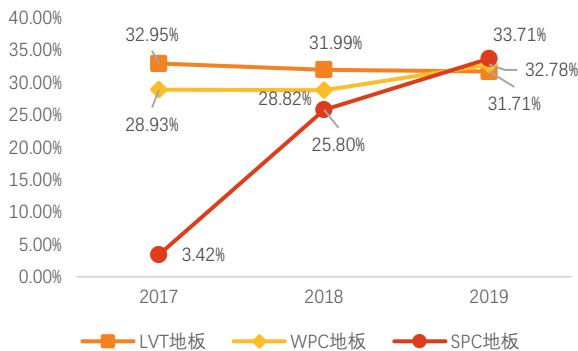
- 2017-2019 年，LVT 地板毛利率分别为 32.95%、31.99%、31.71%，呈持续下降趋势，主要因为市场需求变化，单价较高的 LVT 地板逐步被其他品类替代，贸易战导致 LVT 地板售价进一步下滑，由于 LVT 地板销量占比逐步减小，所以对公司整体毛利率影响有限。

- WPC 地板 2017、2018 年毛利率稳定在 28.90%左右，2019 年上升至 32.78%，主要因为价格较低的 WPC 地板被 SPC 地板替代，导致 WPC 地板平均售价提高。
- SPC 地板作为推出的新品，2017 年尚处于试生产阶段，未形成规模效应，2018 年开始正常生产，毛利率由 3.42%大幅提升至 25.80%，接近其他产品水平，2019 年虽然受到贸易战影响降价，但随着订单上升，规模效应显现，生产成本降幅更显著，因此毛利率进一步提升至 33.71%。

公司境外销售毛利率稳中有升，境内销售毛利率显著修复。2017-2019 年，公司境外销售毛利率分别为 30.14%、28.67%、33.03%；境内销售毛利率为 10.54%、38.49%、34.88%。

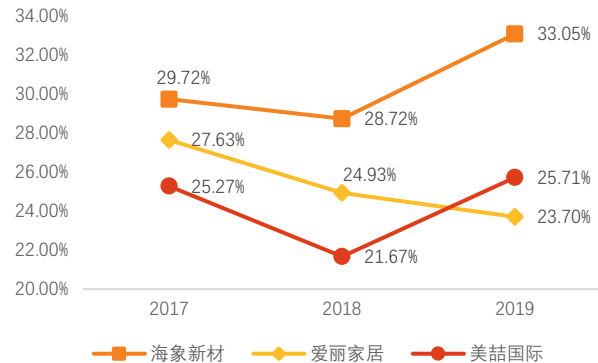
公司毛利率高于同行业可比公司，主要因为公司产品售价高于可比公司。公司产品售价较高，原因为：1）对于公司境外销售的锁扣地板产品，公司与绝大部分客户约定，产品价格包括使用地板机械锁扣专利涉及的专利许可使用费，并由公司向专利授权方缴纳，而爱丽家居销售的锁扣地板的专利许可使用费则由客户与专利授权方结算；2）爱丽家居、美喆国际均采用单一大客户模式，而公司客户相对分散，因此对单个客户的议价能力较强；3）此外，美喆国际披露其主要提供 OEM 产品，而公司和爱丽家居提供的基本为 ODM 产品，附加值相对较高，导致毛利率总体高于美喆国际。

图 6：2017-2019 年公司各产品毛利率



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 7：2017-2019 年公司与可比公司毛利率对比



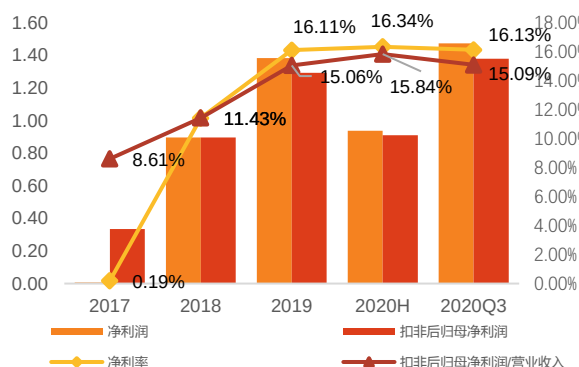
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

盈利能力稳步提升，2020Q3 净利率高达 16.13%，扣非后净利率为 15.09%。2017-2019、2020H 及 2020Q3，公司分别实现归母净利润 73.09 万元、8957.34 万元、1.38 亿元、9379.28 万元、1.47 亿元，归母净利率分别为 0.19%、11.43%、16.11%、16.34%、16.13%，扣非后归母净利润分别为 3350.33 万元、8960.55 万元、1.29 亿元、9091.71 万元、1.40 亿元，扣非后归母净利率为 8.61%、11.43%、15.06%、15.84%、15.09%。从同业对比角度看，2018 年，公司净利率与同业可比公司水平接近，2019 年超过同业，达到 16.11%。

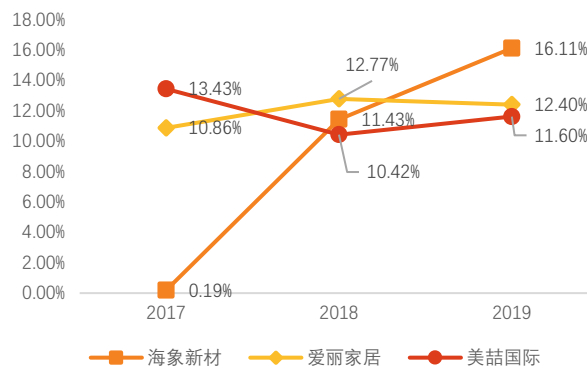
2017 年公司净利润受股份支付影响，波动较大。2017 年，公司非经常性损益为 -3277.24 万元，金额较大，主要是因公司内部人员向公司增资确认的股份支付，该事项对 2017 年净利润产生重大影响。2019 年，非经常性损益为 900.73 万元，主要是计入当期损益的政府补助。

图 8：2017-2019 年公司净利润、扣非后归母净利润（亿元）及利润率

图 9：2017-2019 年公司与可比公司净利率对比



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

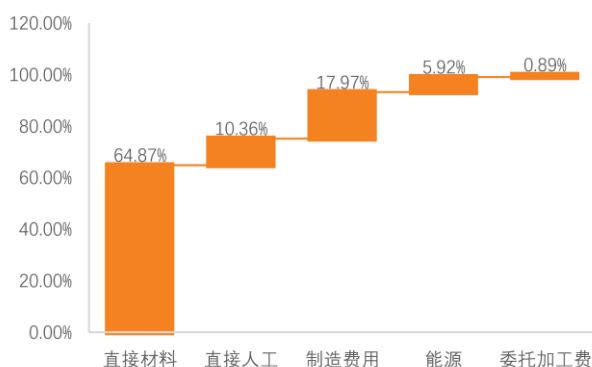


资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

2.3.2. 直接材料占主营业务成本比约 65%，能源能耗占成本的 5-6%

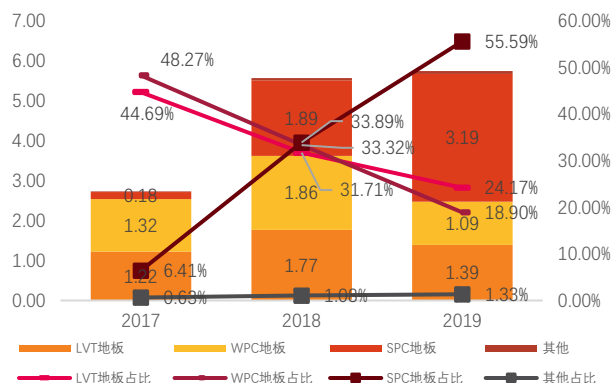
公司主营业务成本包括直接材料、直接人工、制造费用、能源和委托加工费，其中直接材料为主要成本。2017-2019 年，直接材料占主营业务成本分别为 66.05%、64.03%、64.87%。2017-2019 年，能源成本分别为 1319.92/2729.47/3397.31 万元，占主营业务成本的 4.83%/4.9%/5.92%。

图 10：2019 年主营业务成本构成



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 11：2017-2019 年各产品成本占主营业务成本（亿元）比



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

2.4. 费用率：销售费用率、研发费用率高于同业，管理费用低于可比公司

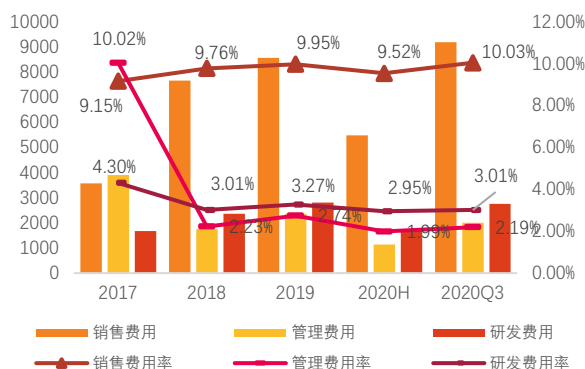
因特许权使用费支付方式不同，公司销售费用率高于同行。2017-2019、2020H 及 2020Q3，公司销售费用率分别为 9.15%、9.76%、9.95%、9.52%、10.03%，公司销售费用率显著高于爱丽家居，主要原因是公司特许权使用费高于爱丽家居。由于两家公司与客户关于特许权使用费的结算模式不同，爱丽家居无须承担该费用，爱丽家居 2017-2019 年特许权使用费金额较低，分别为 399.07 万元、329.39 万元、157.83 万元，占销售费用的比重分别为 14.26%、9.87%、5.70%。同期公司特许权使用费分别为 1555.83 万元、3684.15 万元、3591.97 万元，占销售费用比为 43.70%、48.19%、42.02%。

排除股份支付因素影响，公司管理费用率较低。2017-2019、2020H 及 2020Q3 公司管理费用分别为 3898.70 万元、1744.07 万元、2354.11 万元、1140.66 万元、2000.94 万元，主要由职工薪酬及股份支付等构成。2017 年，公司管理费用率为 10.02%，高于可比公司，主要原因为公司当期确认股份支付 2787.85 万元，导致管理费用较高。2018、2019 年，公司管理费用率分别下降至 2.23%、2.74%，低于可比公司，主要原因为公司管理结构精简，职工薪酬占营业收入比较低。

公司重视研发投入，研发投入显著高于同行。2017-2019、2020H 及 2020Q3，公司研发

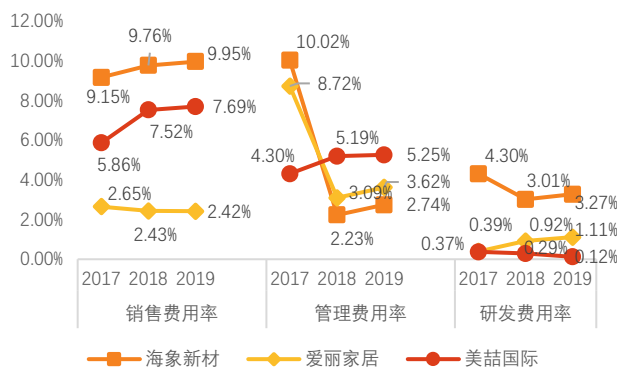
费用分别为 1672.07 万元、2358.06 万元、2804.98 万元、1692.73 万元、2749.78 万元，研发投入持续增加，公司研发费用率分别为 4.30%、3.01%、3.27%、2.95%、3.01%，2017-2019 期间高于同行，主要原因包括：1) 公司从事 PVC 地板业务时间较晚，需要通过研发提升竞争力；2) 公司产品线丰富，针对不同细分品种的研发项目相对较多，研发费用相应较高；3) 公司客户集中度低于可比公司，为满足不同客户的个性化需求，公司的研发费用相对较高。

图 12：2017-2019 年公司各项费用及费用率



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 13：2017-2019 年公司可比公司各项费用率对比



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

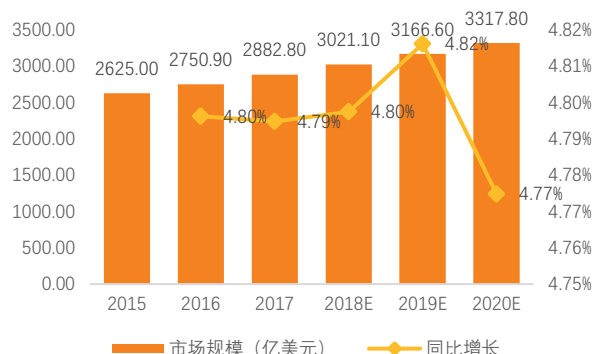
3. PVC 地板在欧美市场渗透率快速提升，国内处于起步阶段

3.1. 全球地面装饰材料行业

全球地面装饰材料市场稳步发展。地面装饰材料广泛应用于商场、酒店、写字楼、医院、学校、体育馆等公共场所及家用住宅，属于建筑装饰材料行业，与房地产行业 and 建筑装饰业高度相关。随着全球经济的发展以及新兴市场的崛起，基础设施建设不断完善，地面装饰材料的需求稳定，2017 年全球地面装饰材料行业的市场规模为 2882.80 亿美元，2020 年预计将达到 3317.80 亿美元，年均增速保持在 4.80% 左右。

产能逐步向发展中国家转移。由于人力成本优势，以中国为代表的发展中国家承接了大量转移的产能。近年来，以中国、印度、东南亚、巴西等国家和地区为代表的新兴市场经济发展迅速，使得产业转移的趋势愈加显著。

图 14：2015-2020 年全球地面装饰材料行业市场规模（亿美元）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

3.2. PVC 地板行业

3.2.1. PVC 地板优点

地面装饰材料按照结构和材料主要分为木地板、瓷砖、天然石材、地毯和 PVC 地板等，与各类地面装饰材料相比，PVC 地板具备观感天然，脚感舒适，安装便捷，保养简便，使用寿命较长及价格适中的特点。

表 3：各类地面装饰材料特点

产 品 种 类	观 感	舒 适 度	安 装 便 利 性	保 养	使 用 寿 命	价 格
木 地 板	天 然， 花 色 独 一 无 二	脚 感 舒 适	较 繁 杂	较 繁 杂	较 长	高
瓷 砖	非 天 然	质 地 冰 凉， 防 滑 性 差	较 繁 杂	简 便	长	适 中
天 然 石 材	天 然	质 地 冰 凉	较 繁 杂	简 便	长	高
地 毯	非 天 然	脚 感 舒 适	简 便	较 繁 杂	短	高

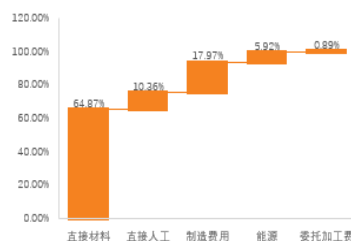
PVC 天然地板
脚感舒适
简便
长中

2.3 盈利能力稳中有升，SPC地板放量带动毛利率提升

• 直接材料占主营业务成本比约65%，能源能耗占成本的5-6%

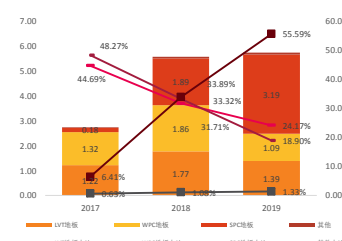
• 公司主营业务成本包括直接材料、直接人工、制造费用、能源和委托加工费，其中直接材料为主要成本。2017-2019年，直接材料占主营业务成本分别为66.05%、64.03%、64.87%。2017-2019年，能源成本分别为1319.92/2729.47/3397.31万元，占主营业务成本的4.83%/4.9%/5.92%。

2019年主营业务成本构成



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

2017-2019年各产品成本占主营业务成本（亿元）比



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

与木地板、瓷砖等传统地面装饰材料相比，PVC 地板具有无毒环保，可回收利用，防火、防水、防潮、防滑、抗冲击，吸音防噪以及具备较好耐磨性和长使用寿命的特点。

表 4：PVC 地板优点

优点	
无毒环保，可回收利用	聚氯乙烯作为 PVC 的主要原材料之一，具有无毒环保的性质，已被广泛用于对环保要求极高的食品和医疗领域 PVC 地板安装后不会挥发甲醛等有害气体 PVC 地板在使用寿命到期更换时，可回收再利用
防火、防水、防潮、防滑、抗冲击	PVC 地板具有较高的阻燃性，熔点高，不易燃烧 主要成分为乙烯基树脂，和水无亲和力，所以不怕水，并且不会因为湿度大而霉变 可根据客户定制不同花纹，地板表面有凹凸形状，增加行走时的摩擦系数，具有防滑功能 中底层增加了增塑剂，使其具有较好的韧性和弹性，对重物冲击有一定的恢复能力
吸音防噪	PVC 地板可通过加设基层，达到其他地面装饰材料无法相比的吸音效果 适用于需要安静的特殊环境，如医院病房、图书馆、报告厅、影剧院等场所
较好的耐磨性和使用寿命	具有经过特殊加工制成的透明耐磨层，在人流量大、摩擦较高的场所具有明显优势

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

3.2.2. PVC 地板分类

按形态结构，PVC 地板可分为卷材地板和片材地板，其中片材地板又可细分为 LVT 地板、WPC 地板和 SPC 地板。目前，LVT 地板是使用较为普遍的 PVC 地板，根据中国建筑装饰装修材料协会的数据，2018 年，LVT 地板的销量占有所有地板产品销量的 8%。按安装工艺，PVC 地板可分为锁扣地板、干底地板和免胶地板。目前，锁扣地板因其安装便捷、维护成本低，逐步成为 PVC 地板中最普遍的种类。

表 5：PVC 地板按不同方式分类及各类产品优缺点

分类标准	产品	优缺点
按形态结构	卷材	安装接缝少，尺寸稳定，便于清洁；安装前对地面平整度和光滑度要求较高，

		且一旦出现问题需大面积更换，维护成本较高
片材	LVT 地板	施工方便，维修时只需更换部分地板，维护成本较低；目前使用较为普遍
	WPC 地板	施工方便，维护成本低，通过在基材层中加入发泡剂，使产品材质较轻，便于运输安装；可通过加设基层达到静音效果
	SPC 地板	施工方便，维护成本低；通过在基材层中加入高密度重钙粉，使其尺寸稳定性优于 WPC 地板
按安装工艺	锁扣地板	侧面带锁扣供固定，利用槽榫结构实现精密连接，安装便利、维护成本低，目前逐步成为 PVC 地板中最普遍的种类
	干底地板	安装需使用胶水粘贴，成本较高
	免胶地板	一般指底部装有防滑膜的地板，能直接铺于地面，安装更换较为便利，但对地面平整度要求较高，且由于靠防滑膜摩擦力固定，稳定性相对较差

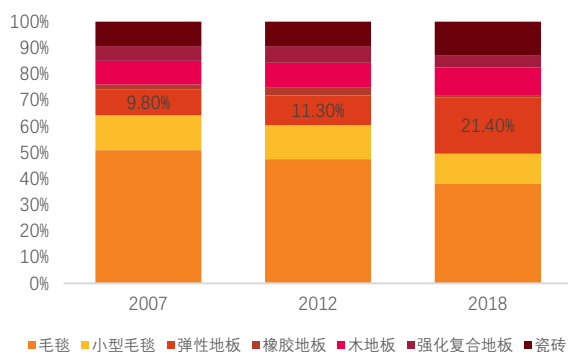
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

3.3. 美国 PVC 地板渗透率 21.4%，市场规模为 34.3 亿美元

PVC 地板起源于欧洲，20 世纪 30 年代美国将其引入并开始工业化生产。PVC 地板因其具有环保可回收、耐磨、防潮、防滑和防火阻燃等优点，逐渐得到了欧美市场消费者的认可。目前，美国和欧洲仍是 PVC 地板的主要消费市场。

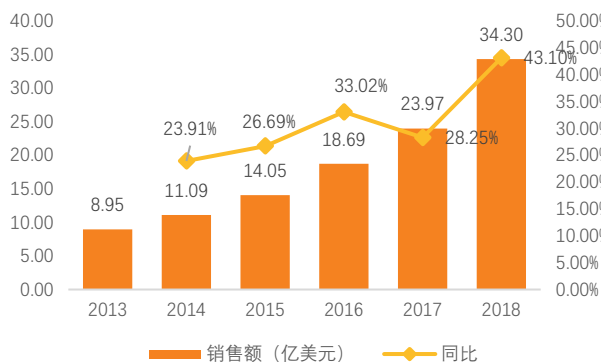
在美国市场，PVC 地板占地面装饰材料比不断提升，PVC 地板市场规模持续扩大。2007 年 PVC 地板在美国地面装饰材料市场份额为 9.80%，2018 年提高到 21.40%，已经成为美国第二大地面装饰材料。随着 PVC 地板的应用领域从商用建筑拓展到居民住宅，PVC 地板的需求快速增长，2013 年美国市场销售额为 8.95 亿美元，2018 年增长至 34.30 亿美元，年均复合增长率高达 30.83%。

图 15：2007、2012、2018 年美国地面装饰材料市场份额分布



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 16：2013-2018 年美国 PVC 地板市场销售额 (亿美元)



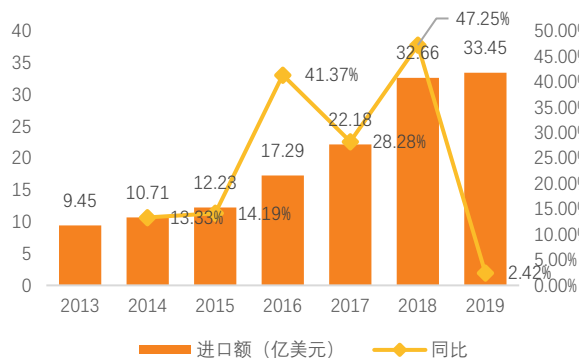
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

美国 PVC 地板主要依赖进口，进口额逐年提高。美国 PVC 地板市场经过多年发展，已形成了以多家大型地材品牌商及建材零售商为主导的行业格局。随着美国人工成本的增加，大部分企业将生产环节转移到以中国为代表的发展中国家，通过外协方式生产。近年来，美国 PVC 地板进口额逐年提高，从 2013 年的 9.45 亿美元提升至 2019 年的 33.45 亿美元，年均复合增长率为 23.45%。

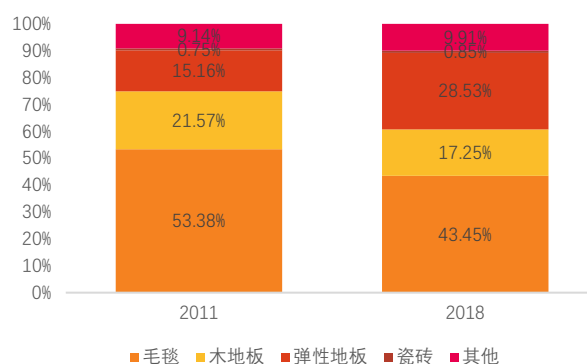
欧洲市场和美国类似，PVC 地板占地面装饰材料进口比例提升明显。作为 PVC 地板的起源地，欧洲市场发展较为成熟，消费者对 PVC 地板的认知度较高。2011 年，PVC 地板在欧盟进口各类地面装饰材料中占比达到 15.16%，2018 年进一步提升至 28.53%。

图 17：2013-2019 年美国 PVC 地板进口额

图 18：2011 年和 2018 年欧盟进口各类地面装饰材料比例



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

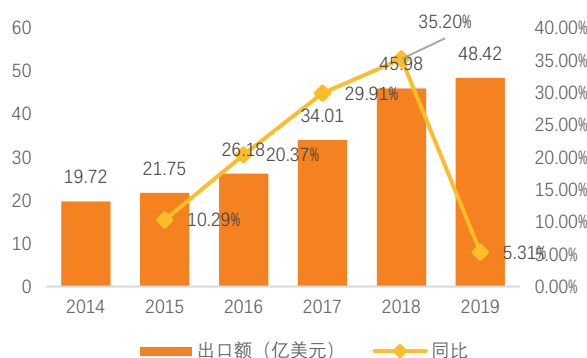
3.4. 中国 PVC 地板行业发展前景广阔

3.4.1. 国内 PVC 地板产品以 OEM/ODM 出口为主

我国 PVC 地板产品目前以出口为主。随着发达国家对于 PVC 地板的需求不断加大，国内 PVC 地板出口企业为国外地板品牌商、贸易商及建材零售商提供 ODM 产品，经过多年积累，国内主要 PVC 地板生产企业凭借产品设计、生产技术等方面的优势成为全球 PVC 地板市场的主要供应国。根据海关数据，中国 PVC 地板出口总额不断提高，**海关编码：39181090**，从 2014 年的 19.72 亿美元增加到 2019 年的 48.42 亿美元，年复合增长率达 19.68%。其中，2018 年 PVC 地板出口美国占全国出口额的 61%，出口加拿大和德国分别占总出口额的 6%和 4%。

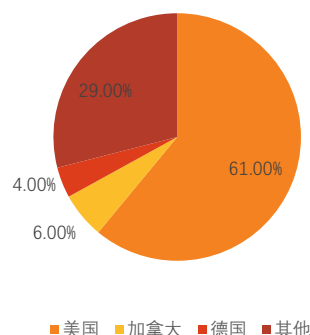
目前，国内市场集中度不高，竞争较为激烈。近年来，得益于市场需求扩大、政府环保政策支持，PVC 地板行业快速增长，行业整体技术水平和产品开发能力均有所提升。未来，随着竞争的不断深入，市场份额将会向头部生产企业集中，行业集中度将逐步提高。

图 19：2014-2019 年中国 PVC 地板出口额



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 20：2018 年我国 PVC 地板出口区域分布



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

3.4.2. 国内市场尚在培育阶段

PVC 地板在国内地面装饰材料市场规模占比较低，主要原因如下：

- 1) PVC 地板进入中国市场较晚，虽然已在医院、学校等场所得到应用，但是受传统消费观念影响，消费者在家装饰领域仍倾向于选择木地板和瓷砖等传统地面装饰材料；
- 2) PVC 地板目前在国内主要用在公共场所设施装修领域，PVC 地板生产企业往往只注重重大的公共场所设施装修项目，对家庭装修等市场重视度不够，推广力度较小导致消费者认知不足；

3) 由于国内装修人力成本远低于发达国家, 家庭装修一般委托装修公司完成, 安装成本不是影响消费者选择的重要因素, PVC 地板安装简便的优势无法充分发挥。

3.4.3. 城镇化助力我国 PVC 地板行业发展

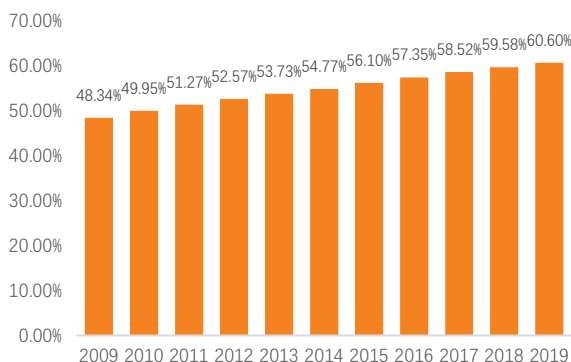
目前, 虽然国内 PVC 地板普及程度较低, 但近年来处于快速扩张阶段。根据上海东证期货统计, 国内 PVC 地板需求量从 2014 年的 1.7 亿平方米增长到 2017 年的 2.6 亿平方米, 年均增幅高达 15%, 具有较大的增长潜力。

城镇化率不断提升, 新增住房需求直接推动市场发展。相比发达国家, 我国城镇化率相对较低, 2019 年我国城镇化率达到 60.60%, 比 2018 年提升 1.02pct, 预计未来仍将持续提升。由于我国人口基数大, 城镇化率每提升 1pct, 将新增约 1300 万城镇人口, 按城镇居民人均住房面积 39 平米估算, 每年将新增约 5 亿平方米的住宅需求, 新建的房产基本均需要装修, 将有效带动 PVC 地板行业的快速发展。

除居住外, 对配套基础设施的需求将进一步推动地面装饰材料行业的发展。城镇化、人口老龄化、二胎政策等因素共同作用, 将推升对商场、酒店、写字楼、医院、学校、体育馆等公共设施的需求。PVC 地板凭借安装便捷、环保、防水防滑、耐磨等优势, 在上述领域得到广泛应用。

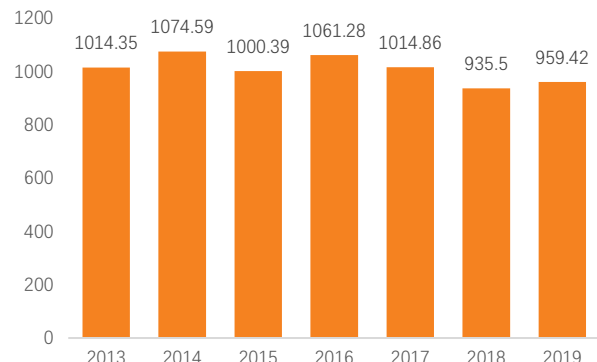
存量房规模逐年上升, 二手房需求稳定, 改造重装需求持续。我国房地产市场稳定发展, 存量房规模逐年递增, 受风格过时、材料老化等因素影响, 居民每间隔 10-15 年左右会对房屋进行二次装修, 而二手房的交易会加快装修频率, 从而为地面装饰材料带来持续的需求。

图 21: 2009-2019 年中国城镇化率



资料来源: 国家统计局、天风证券研究所

图 22: 2013-2019 年中国房地产房屋竣工面积 (百万平方米)



资料来源: 公司招股说明书、天风证券研究所

4. 出口 ODM 为主, 扩建海外产能, 内销逐步发展

4.1. 销售端: 以 ODM/OEM 模式为主, 收入受贸易战影响有限

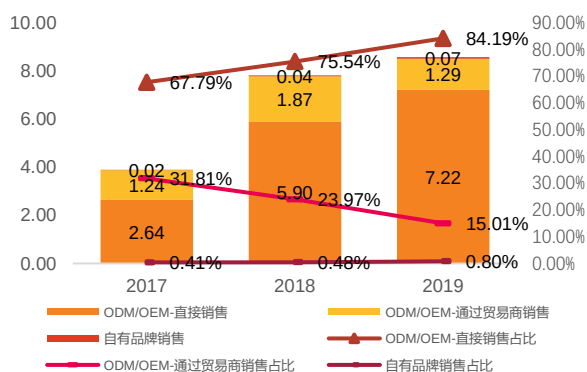
4.1.1. 以 ODM/OEM 模式为主, 自主品牌尚在起步阶段

公司以 ODM/OEM 为主要销售模式。2017-2019 年 ODM/OEM 业务收入分别为 3.87 亿元、7.77 亿元、8.51 亿元, 占主营业务收入比分别为 99.59%、99.52%、99.20%, 其中, 出口以直接销售为主, 直营占主营业务收入比分别为 67.79%、75.54%、84.19%, 占比持续提升; 通过贸易商销售占主营业务收入的比例分别为 31.81%、23.97%、15.01%。

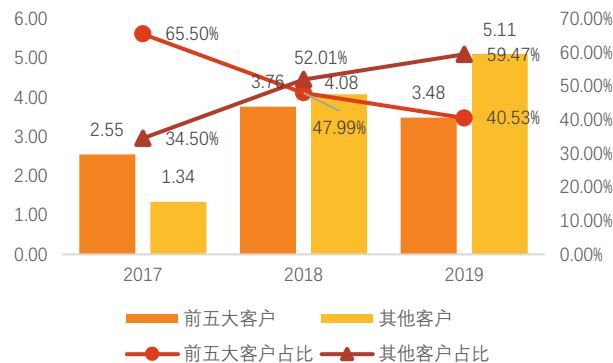
公司对单一客户依赖度不高, 客户较为分散。2017-2019 年公司前五大客户收入分别为 2.55 亿元、3.76 亿元、3.48 亿元, 占营业收入比分别为 65.50%、47.98%、40.53%, 呈逐年下降趋势, 公司对单一客户依赖度不高。

图 23: 2017-2019 年公司各销售渠道收入及占主营业务收入比

图 24: 2017-2019 年公司前五大客户销售收入及占营业收入比



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

公司 ODM 客户均为当地市场较为知名的品牌商或建材商。欧洲市场的客户市场占有率总体呈上升态势，美国地区 BRANDYWINE 和 GLOBAL GEM 相对稳定，SUN SHINE 和 LA HARDWOOD 则有所下降。其中，SUN SHINE 市场占有率持续下降，主要原因是公司与 SUN SHINE 的合作模式发生变化，原本向 SUN SHINE 采购公司产品的客户逐步变为直接向公司采购，而 SUN SHINE 则变居间人，公司向 SUN SHINE 支付居间服务报酬，因此 SUN SHINE 的市场占有率逐年下降。

表 6：2017-2019 公司主要客户市场占有率

	2017	2018	2019
美国地区：			
SUN SHINE	约 0.6%	约 0.4%	约 0%
BRANDYWINE	约 1.3%	约 1.1%	约 1.3%
LA HARDWOOD	约 1.5%	约 0.9%	约 1.0%
GLOBAL GEM	约 0.7%	约 0.6%	约 0.7%
欧洲地区：			
WINDMÖLLER	约 5.7%	约 7.2%	约 6.2%
COTAP	约 5.2%	约 5.4%	约 6.4%

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

公司与主要客户关系稳定，且具有独立拓展客户的能力。主要客户中，除 BRANDYWINE、LA HARDWOOD 原为 SUN SHINE 的客户外，其他客户 WINDMÖLLER、GLOBAL GEM、HORNBAACH BAUMARKET、COTAP 均为公司通过专业展会、邮件往来方式获得。此外，通过前五大客户的采购品类可以看出，SPC 地板受到市场认可。从 2017 年的仅 2 家客户订购发展到 2019 年前五大客户均采购 SPC 地板，该趋势与前述 SPC 销量上升得以相互印证。

表 7：2017-2019 年公司前五大 ODM 客户情况

	客户名称	变动	客户业务	销售的主要产品	销售金额（亿元）	占营业收入比
2019	BRANDYWINE	+2	美国地板贸易商	SPC 地板	1.16	13.54%
	WINDMÖLLER	持平	德国地板品牌商	LVT/SPC 地板	0.81	9.43%
	GLOBAL GEM	新增	美国地板销售商	WPC/SPC 地板	0.63	7.32%
	HORNBAACH	+1	欧洲知名建材超市	LVT/SPC 地板	0.45	5.21%
	BAUMARKET					
	LA	-1	美国地板品牌商	LVT/WPC/SPC 地板	0.43	5.03%
	HARDWOOD					
	合计				3.48	40.53%
2018	SUN SHINE	持平	PVC 地板贸易商，母公司为实木复合地板制造商良	LVT/WPC/SPC 地板	1.29	16.48%

友木业					
WINDMÖLLER	持平	德国地板品牌商	LVT 地板	0.98	12.44%
BRANDYWINE	新增	美国地板销售商	SPC 地板	0.55	7.04%
LA	新增	美国地板品牌商	WPC/SPC 地板	0.52	6.59%
HARDWOOD					
HORNBAACH	-1	欧洲知名建材超市	LVT 地板	0.43	5.43%
BAUMARKET					
合计				3.76	47.98%
2017 SUN SHINE	-	PVC 地板贸易商, 母公司为实木复合地板制造商良友木业	LVT/WPC/SPC 地板	1.19	30.47%
WINDMÖLLER	-	德国地板品牌商	LVT 地板	0.60	15.48%
BEAULIEU	-	北美地区地毯、地板品牌商	LVT/WPC/SPC 地板	0.31	7.92%
HORNBAACH	-	欧洲知名建材超市	LVT 地板	0.26	6.74%
BAUMARKET					
AG					
COTAP	-	荷兰地毯、地板品牌商	LVT 地板	0.19	4.89%
合计				2.55	65.50%

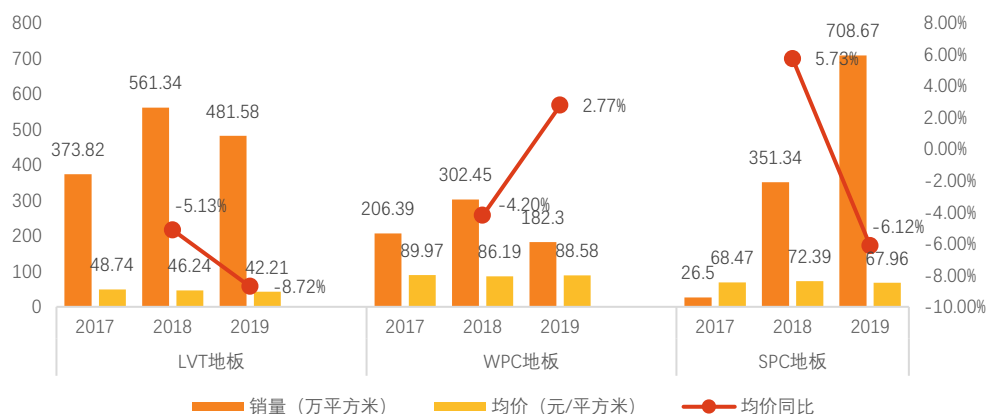
资料来源: 公司招股说明书、天风证券研究所

4.1.2. 贸易战: 产品单价波动, 但整体受贸易战影响有限

2018 年 9 月 24 日, 美国宣布对包括公司产品在内的大约 2000 亿美元的中国进口商品加征 10% 关税; 2019 年 5 月 10 日, 关税税率由原先的加征 10% 提高到加征 25%。关税提高后, 公司与美国客户进行协商, 绝大部分客户通过由公司下调产品销售价格的方式将部分损失转嫁给公司, 双方共同承担由于关税税率上升导致的不利影响。

各类产品受中美贸易摩擦影响程度不同。2018 年, LVT 地板均价下降 5.13%, 2019 年进一步下跌 8.72%, 除受到加征关税影响外, 均价下降亦与产品结构变动有关, 部分价格较高的 LVT 地板被相近规格的 SPC 地板逐步替代。公司同样下调了 WPC 地板的售价, 但由于 2019 年价格较低的 WPC 地板被相近规格的 SPC 地板逐步替代, 导致 2019 年 WPC 地板均价略有上升。SPC 地板均价在 2018 年有所上升, 主要原因为公司推出新品, 拉高了平均售价, 2019 年受贸易战影响下降 6.12%。剔除产品结构变动和汇率波动的影响, 公司产品售价总体呈现逐年下降的趋势。

图 25: 2017-2019 年公司产品销量、均价变化



资料来源: 公司招股说明书、天风证券研究所

虽然公司产品售价受到加征关税影响，但对公司业绩不利影响有限。与其他出口 PVC 地板的发展中国家相比，中国企业凭借基础设施完善、人力成本相对较低、产业配套成熟、产能供应充足等优势，以及在设计、生产等方面的经验，已成为全球 PVC 地板最主要的供应地区，主要进口国对中国供应存在依赖。根据海关统计数据，2017-2019 年，我国出口至美国的 PVC 地板金额分别为 18.34 亿美元、28.18 亿美元、27.10 亿美元，占其总进口额比分别为 82.69%、86.28%、81.02%。鉴于美国本土人力成本较高、生产规模有限等因素，美国客户短期内对中国供应商存在依赖，这导致加征关税的不利影响主要由美国客户承担。

PVC 地板产业链整体利润丰厚，有充足的空间消化关税政策调整带来的不利影响。PVC 地板在美国市场需求旺盛，终端销售商具有较强的议价能力，使得产业链各环节利润空间相对较高，可以应对关税政策的调整带来的不利影响。公司产品最终销售价格大约在 20-40 美元/平方米左右，而公司的出厂平均价格仅为 5-12 美元/平方米左右，产业链利润丰厚，加征关税对产业链整体利润影响较小。

贸易摩擦促使我国 PVC 地板行业进入整合阶段，利好公司等具有规模、技术优势的企业。中国 PVC 地板行业都将面临加征关税带来的售价下降问题，竞争越加激烈。目前我国 PVC 地板行业集中度较低，规模较小的企业可能因此被淘汰，更多的客户将公司等头部企业集中，从而一定程度上弥补价格下降带来的不利影响。

4.1.3. 国内尚处于起步阶段

2017-2020H，公司境内销售分别实现 838.86 万元/375.45 万元/642.56 万元/202.51 万元，分别占总营业收入的 2.16%/0.48%/0.75%/0.29%。从公司层面来看，目前自主品牌占比较小。2019 年，公司已与万科企业股份有限公司签署框架协议，成为其 PVC 地板的供应商之一。从行业层面来看，PVC 地板在家装装饰领域虽并未普及，但由于看好 PVC 地板的发展前景，国内竞争对手也逐步布局到 PVC 地板领域，例如大亚圣象和天振竹木，以及少量其他行业的企业也尝试涉足 PVC 地板行业，如海利得。

4.2. 产能利用率充分，生产端稳健

4.2.1. 产能、产量、产能利用率逐年上升，各产品产销比不尽相同

基材产能、产量、产能利用率均逐年提升。公司生产的 LVT 地板、WPC 地板和 SPC 地板，虽然种类不同，但生产工艺具有较大的相似性，生产线不完全独立，因此无法分别计算各类产品单独的产能。公司 PVC 地板产能瓶颈主要为基材生产环节，基材的产量主要由挤出机等机器设备的生产能力决定，因此将基材产量作为衡量公司产品产能的重要指标。2017-2019 年，公司基材产能、产量分别为 5.64/8.18/12.14 万吨、5.31/7.99/12.49 万吨，产能利用率分别为 94.05%、97.63%、102.84%，均逐年提升。公司一直接近满负荷生产状态，适当通过外协生产，或者直接对外采购基材，以弥补公司自身产能的不足。

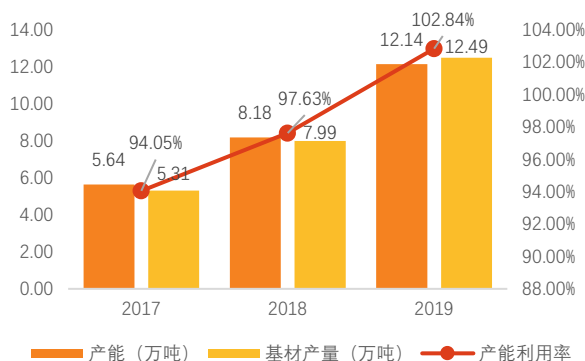
由于近期国际贸易环境存在一定不确定性，公司于 2019 年 9 月在越南设立全资子公司，将部分产能搬迁至越南以及在越南新增部分产能，越南公司生产的产品主要向美国地区的销售，降低美国加征关税对公司带来的不利影响。目前，越南子公司刚开始投产，占公司总体产量的比例较小。

LVT 地板、WPC 地板产量、销量均先升后降，2019 年产销率改善。2017-2019 年，LVT 地板产量、销量分别为 380.9/577.3/480.03 万平方米、373.82/561.34/481.58 万平方米，同比分别+51.56%/-16.85%、+50.16%/-14.21%，产销率分别为 98.14%/97.24%/100.32%，同比-0.91pct/+3.09pct。与 LVT 地板情况类似，2017-2019 年 WPC 地板产量、销量分别为 219/322.98/162.09 万平方米、206.39/302.45/182.30 万平方米，同比分别+47.48%/-49.81%、+46.54%/-39.73%，产销率分别为 94.24%/93.64%/112.47%，同比-0.60pct/+18.82pct。

新品 SPC 地板产量、销量、产销率同比提升较明显。2017-2019 年，新品 SPC 地板产量、销量分别为 37.77/399.88/760.37 万平方米、26.5/351.34/708.67 万平方米，同比增长

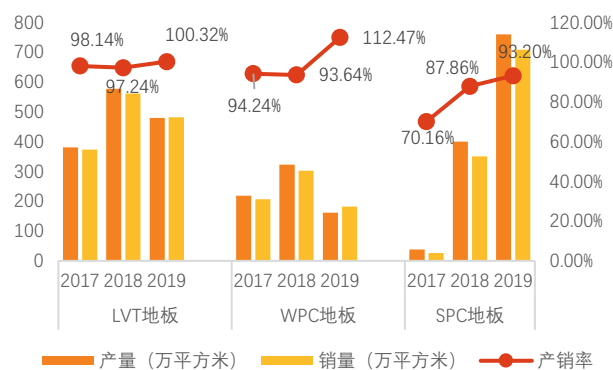
958.72%/90.15%、1225.81%/101.70%，产销率分别为 70.16%/87.86%/93.20%，同比提升 17.70pct/5.34pct。

图 26：2017-2019 年公司产能、产量及产能利用率



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 27：2017-2019 年公司主要产品产量、销量及产销比



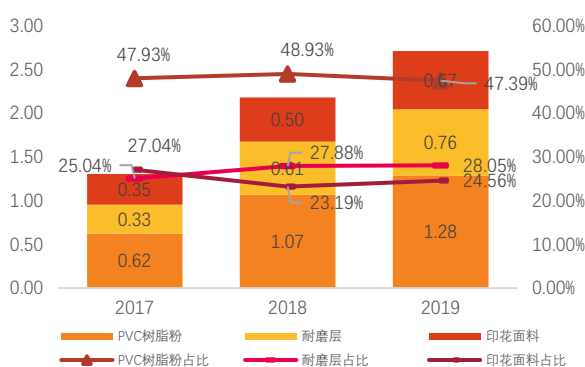
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

4.2.2. 原材料：上游为化工行业，原材料价格随上游行业波动

2017-2019 年，公司原材料成本占主营业务成本分别为 66.05%、64.03%、64.87%，占比较高。公司产品的原材料为 PVC 树脂粉、耐磨层和印花面料，2017-2019 年占采购金额比分别为 47.93%/48.93%/47.39%、25.04%/27.88%/28.05%、27.04%/23.19%/24.56%，占比基本稳定。

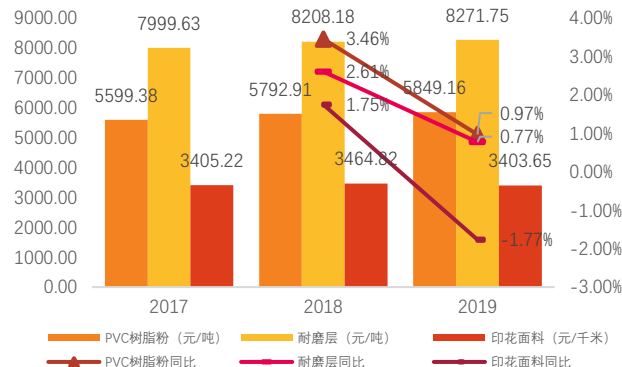
原材料大部分为化工产品，其价格与原油、煤炭价格走势具有一定的关联性，随市场价格上下波动，2017-2019 年，主要原材料价格相对稳定。

图 28：2017-2019 年主要原材料采购金额（亿元）及占比



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 29：2017-2019 年主要原材料采购单价及价格变动

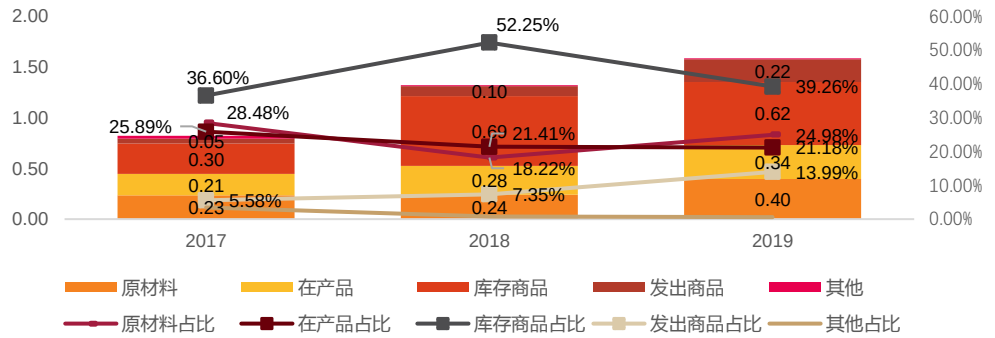


资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

4.2.3. 存货：存货增加较快，存货周转率与可比公司较为接近

2017-2019 年，公司存货分别为 0.82 亿元、1.32 亿元、1.59 亿元，其中主要是原材料、在产品、库存商品及发出商品。2018 年末，公司存货增长主要原因是 2018 年公司产销规模扩大，库存商品及发出商品数量较多，账面余额占比提升较快。同期营业成本增长 103.84%，存货增长低于营业成本增长，原因为公司加强了对原材料库存的精细化管理，主要原材料 PVC 树脂粉、印花面料、耐磨层的库存量未随着产量的增加而同比例增加，致使 2018 年度存货周转率相应提升。

图 30：2017-2019 年公司存货（亿元）构成

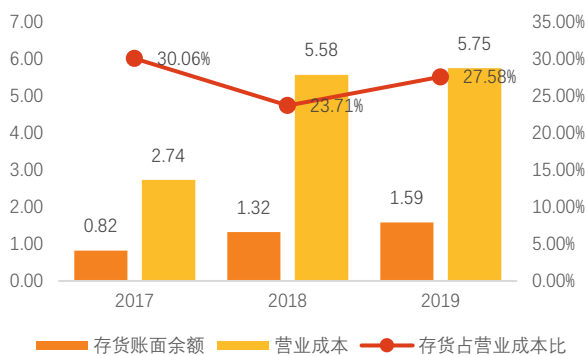


资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

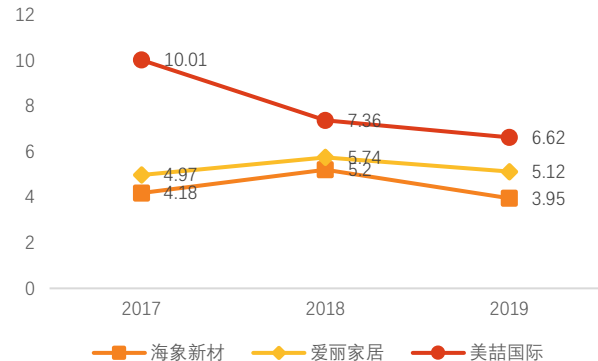
公司存货周转率与爱丽家居较为接近，低于美喆国际。2017-2019 年，公司存货周转率分别为 4.18、5.20、3.95。公司经营模式与爱丽家居类似，故存货周转率接近，但由于公司客户较为分散、产品类型较多，所需备货种类和数量较多，导致存货周转率均略低于爱丽家居。美喆国际的存货周转率显著高于同行，原因为美喆国际 ERP 管理能力较强，产品完工至发货周期短，客户较为集中，产品种类相对较少，综合导致库存量较小。

图 31：2017-2019 年公司存货、营业成本及存货 (亿元) 占成本比

图 32：2017-2019 年公司可比公司存货周转率 (次)



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

4.2.4. 流动/速动比率低于同行，应收账款周转率与可比公司相近

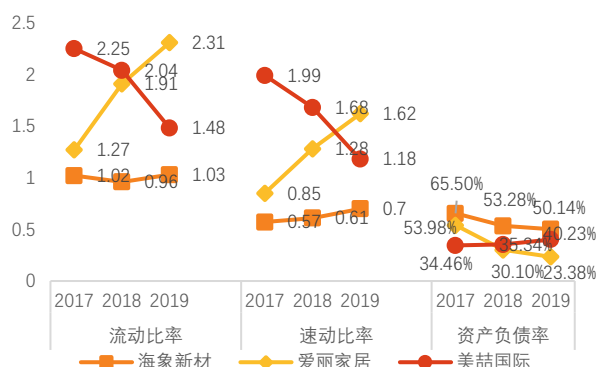
公司偿债能力整体低于可比公司。2017-2019 年，公司流动比率、速动比率分别为 1.02/0.96/1.03、0.57/0.61/0.70，低于可比公司水平，资产负债率分别为 65.50%、53.28%、50.14%，高于可比公司。公司正处于快速发展阶段，为满足扩大生产对资金的较大需求，公司主要通过短期债务融资方式筹集资金，因此整体偿债能力低于同行业可比公司。

2017-2019 年，公司应收账款余额分别为 0.74 亿元、1.35 亿元、1.70 亿元，同比增长 80.71%、26.51%，占营业收入比分别为 19.15%、17.18%、19.83%。其中，账龄 1 年以内的应收账款占总应收账款比均在 98% 以上，主要客户信誉良好，且公司已签订应收账款保险合同，进一步降低回款风险。

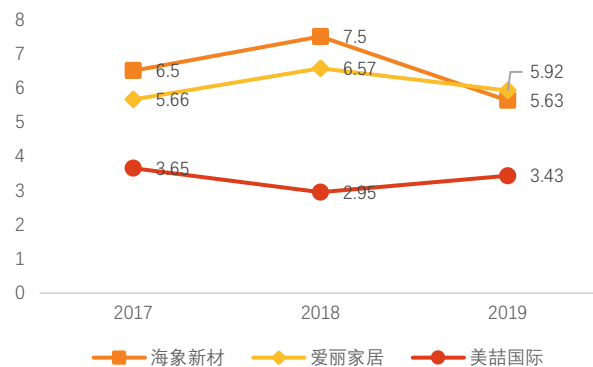
公司应收账款周转率与可比公司差异不大，略有波动。公司与爱丽家居的客户付款模式类似，因此应收账款周转率类似，美喆国际给予客户的信用期总体长于公司和爱丽家居，因此应收账款周转率相对较低。

图 33：2017-2019 年公司可比公司偿债能力指标

图 34：2017-2019 年公司可比公司应收账款周转率



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

5. 总结及盈利预测

5.1. 总结

公司营收三年 CAGR 为 48.56%，盈利能力稳中有升。

公司致力于研发、生产、销售 PVC 地板，是国内 PVC 地板行业领先企业，产品分为 LVT 地板、WPC 地板、SPC 地板，广泛应用于商场、酒店、写字楼、医院、学校、体育馆等公共场所及住宅。2017-2019 年、2020H 及 2020Q3，公司分别实现营业收入 3.89 亿元、7.84 亿元、8.59 亿元、5.74 亿元、9.14 亿元，2018、2019、2020H 及 2020Q3 同比分别增长 101.42%、9.57%、54.79%、53.21%。2017-2019 期间年均复合增长率为 48.56%。2017-2019、2020H 及 2020Q3，公司实现毛利率分别为 29.71%、28.87%、33.05%、31.24%、31.57%，总体稳中有升，由于毛利率较高的 SPC 地板逐步受到市场认可所致。

PVC 地板在欧美市场渗透率快速提升，国内发展前景广阔。

在欧美市场，PVC 地板占地面装饰材料比不断提升，PVC 地板市场规模持续扩大。2018 年美国 PVC 地板渗透率达到 21.40%，市场规模为 34.3 亿美元。我国 PVC 地板产品目前以出口为主，国内市场普及率较低，但近年来处于快速扩张阶段，国内 PVC 地板需求量从 2014 年的 1.7 亿平方米增长到 2017 年的 2.6 亿平方米，年均增幅高达 15%，具有较大的增长潜力。随着我国城镇化率不断提升，对住宅及配套基础设施的需求将进一步推动地面装饰材料行业的发展。

以 ODM/OEM 模式为主，收入受贸易战影响有限。

公司 2017-2019 年 ODM/OEM 业务收入分别为 3.87 亿元、7.77 亿元、8.51 亿元，占主营业务收入比分别为 99.59%、99.52%、99.20%。公司 ODM 客户均为当地市场较为知名的品牌商或建材商，2017-2019 年公司前五大客户收入分别为 2.55 亿元、3.76 亿元、3.48 亿元，占营业收入比分别为 65.50%、47.98%、40.53%，呈逐年下降趋势，公司对单一客户依赖度不高。虽然公司产品售价受到加征关税影响，但鉴于美国本土人力成本较高、生产规模有限等因素，美国客户短期内对中国供应商存在依赖，这导致加征关税的不利影响主要由美国客户承担，对公司的影响有限。

产能利用率充分，生产端稳健，积极扩建产能。

2017-2019 年，公司产能利用率分别为 94.05%、97.63%、102.84%，均逐年提升，接近满负荷生产状态，2019 年公司 LVT 地板、WPC 地板、SPC 的产销比分别达到 100.32%、112.47%、93.20%。公司近期积极在海内外扩建产能，于 2019 年 9 月在越南设立全资子公司，将部分产能搬迁至越南以及在越南新增部分产能，此次上市募资将主要用于在浙江海宁建设年产 2000 万平方米 PVC 地板生产基地建设项目。

5.2. 盈利预测

我们对公司收入增速做如下假设：

- 我们预计公司 SPC 地板 20-22 年增速分别为 60%/28%/20%；毛利率分别为 33.3%/32.8%/32.3%；
- 我们预计公司 LVT 地板 20-22 年增速分别为 15%/13%/10%；毛利率维持稳定；
- 我们预计公司 WPC 地板 20-22 年增速分别为 16%/13%/13%；毛利率维持稳定；

表 8：分品类收入拆分表（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	3.89	7.84	8.59	12.06	14.79	17.34
YOY	87%	101.4%	9.6%	40.4%	22.7%	17.2%
总成本	2.74	5.58	5.75	8.11	9.99	11.77
毛利率	29.56%	28.79%	32.87%	32.75%	32.46%	32.13%
SPC 地板						
收入	0.18	2.54	4.82	7.71	9.87	11.85
YOY		1311%	90%	60.0%	28.0%	20.0%
成本	0.18	1.89	3.19	5.14	6.63	8.02
毛利	0.01	0.66	1.62	2.57	3.24	3.83
毛利率(%)	3.42%	25.80%	33.71%	33.3%	32.80%	32.30%
业务收入比例(%)	4.66%	32.45%	56.08%	64.02%	66.80%	68.38%
LVT 地板						
收入	1.82	2.60	2.03	2.33	2.64	2.90
YOY	28%	43%	-22%	15.0%	13.0%	10.0%
成本	1.22	1.77	1.39	1.59	1.80	1.98
毛利	0.60	0.83	0.64	0.74	0.84	0.92
毛利率(%)	32.95%	31.99%	31.71%	31.7%	31.7%	31.7%
业务收入比例(%)	46.82%	33.12%	23.67%	19.38%	17.85%	16.75%
WPC 地板						
收入	1.86	2.61	1.61	1.87	2.11	2.38
YOY	195%	40%	-38%	16.0%	13.0%	13.0%
成本	1.32	1.86	1.09	1.27	1.44	1.63
毛利	0.54	0.75	0.53	0.59	0.67	0.76
毛利率(%)	28.93%	28.82%	32.78%	31.8%	31.8%	31.8%
业务收入比例(%)	47.72%	33.26%	18.80%	15.50%	14.28%	13.77%
其他主营业务						
收入	0.03	0.07	0.11	0.13	0.16	0.19
YOY	50%	133%	57%	20.0%	20.0%	20.0%
成本	0.02	0.06	0.08	0.09	0.11	0.13
毛利	0.01	0.01	0.04	0.04	0.05	0.06
毛利率(%)	41.32%	8.95%	32.28%	32.3%	32.3%	32.3%
业务收入比例(%)	0.75%	0.84%	1.32%	1.10%	1.07%	1.10%

资料来源：Wind，天风证券研究所

预计 20/21/22 年归母净利润增速 34.30%/19.51%/18.74%，2019-2022 年归母净利润复合增速为 23.98%，给予公司 2021 年合理 PE 范围 20-25 倍，对应 PEG 为 0.83-1.04，

目标价格 60.54–75.68 元，市值区间 44.40–55.40 亿元（可比公司 2020/2021/2022 年平均 PE 为 16.03X/11.95X/9.87X，2021 年平均 PGE 为 1.09），首次覆盖给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值情况

公司代码	公司名称	现价（元）	PE（2020E）	PE（2021E）	PE（2022E）	2019-2022 归母净利润 CAGR	PEG（2021 年）
002206.SZ	海利得	3.86	19.37	12.69	9.89	0.14	0.88
000910.sz	大亚圣象	16.80	12.68	11.22	9.86	0.09	1.29
			16.03	11.95	9.87	0.12	1.09

资料来源：天风证券研究所，PE 来自 Wind 一致预测 2020 年 11 月 6 日收盘价

5.3. 风险提示

- 公司海外业务占比较高，或存在汇率波动、中美贸易战升级、全球新冠肺炎疫情升级等风险；
- 原材料价格波动风险，公司主要的原材料包括塑料、铁件、铝合金、木制品等，原材料价格的大幅波动或对公司经营产生一定影响；
- 管理风险：对高管团队和技术人员依赖风险，以及公司规模扩张或存在一定管理风险；
- 不能保持技术领先风险：公司技术水平为行业前列，同时近年来行业技术更新速度较快；
- 市场需求波动风险：目前 PVC 产品在国外接受程度高，或存在欧美地区经济大幅波动，PVC 市场需求波动风险；
- 行业竞争加剧风险：PVC 行业前景较好，未来行业或存在参与者较多，市场竞争加剧风险，同时 PVC 行业市场分散，集中度较低，或存在低价同质化产品竞争加剧风险；
- 部分重要专利为第三方授权风险：公司 PVC 锁扣地板用了从事地板锁扣及相关技术开发的专利公司。同时，公司于专利公司之前合作稳定，专利许可协议有效期均较长，预计未来仍将保持长期稳定合作。此外，由于存在不止一家专利公司，专利公司之间的相互竞争、制衡使地板生产商具有一定程度的选择权。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	39.43	78.02	180.85	221.87	349.04
应收票据及应收账款	127.80	161.79	193.06	161.04	254.02
预付账款	2.70	16.39	4.35	19.19	13.11
存货	127.55	154.16	205.69	229.42	290.83
其他	49.57	68.40	39.43	106.46	76.73
流动资产合计	347.06	478.76	623.38	737.98	983.73
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	255.78	356.38	383.84	423.48	457.43
在建工程	0.08	45.92	63.55	86.13	81.68
无形资产	29.50	44.15	42.97	41.79	40.62
其他	29.64	11.18	15.87	15.24	10.09
非流动资产合计	314.99	457.63	506.23	566.64	589.81
资产总计	662.05	936.39	1,129.61	1,304.62	1,573.54
短期借款	152.36	194.50	197.16	70.21	0.00
应付票据及应付账款	135.64	189.32	189.18	278.62	309.82
其他	73.38	79.85	95.98	80.55	118.56
流动负债合计	361.39	463.66	482.31	429.38	428.38
长期借款	0.00	0.00	0.40	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	10.56	54.77	23.18	29.50	35.82
非流动负债合计	10.56	54.77	23.57	29.50	35.82
负债合计	371.96	518.43	505.89	458.89	464.19
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	55.00	55.00	73.34	73.34	73.34
资本公积	145.40	145.40	145.40	145.40	145.40
留存收益	235.10	364.62	550.38	772.40	1,036.01
其他	(145.40)	(147.06)	(145.40)	(145.40)	(145.40)
股东权益合计	290.10	417.96	623.72	845.74	1,109.35
负债和股东权益总计	662.05	936.39	1,129.61	1,304.62	1,573.54

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	89.57	138.32	185.76	222.01	263.62
折旧摊销	19.02	31.29	16.09	18.96	21.68
财务费用	11.18	11.98	10.67	4.89	(3.67)
投资损失	(0.16)	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(113.79)	69.08	(51.68)	2.11	(37.86)
其它	9.37	(66.89)	0.00	(0.00)	0.00
经营活动现金流	15.20	183.78	160.84	247.97	243.77
资本支出	213.50	146.02	91.60	73.67	43.69
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(384.95)	(384.15)	(151.60)	(153.67)	(93.69)
投资活动现金流	(171.46)	(238.13)	(60.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	183.19	230.28	222.95	100.88	30.61
股权融资	111.19	(12.73)	9.33	(4.89)	3.67
其他	(121.86)	(135.44)	(230.28)	(222.95)	(100.88)
筹资活动现金流	172.52	82.11	1.99	(126.95)	(66.60)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	16.27	27.75	102.83	41.02	127.17

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	783.77	858.77	1,205.70	1,479.14	1,733.78
营业成本	557.51	574.92	810.85	999.06	1,176.68
营业税金及附加	3.58	4.81	5.51	7.27	8.72
营业费用	76.46	85.48	111.12	140.80	166.63
管理费用	17.44	23.54	25.32	31.06	36.41
研发费用	23.58	28.05	34.97	45.60	51.87
财务费用	5.99	11.08	10.67	4.89	(3.67)
资产减值损失	7.60	(2.58)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(0.13)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.16	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(10.97)	(17.80)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	102.55	151.27	207.26	250.47	297.14
营业外收入	0.00	4.00	1.47	1.83	2.43
营业外支出	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
利润总额	102.54	155.26	208.72	252.29	299.56
所得税	12.97	16.94	22.96	30.27	35.95
净利润	89.57	138.32	185.76	222.01	263.62
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	89.57	138.32	185.76	222.01	263.62
每股收益（元）	1.22	1.89	2.53	3.03	3.59

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	101.42%	9.57%	40.40%	22.68%	17.22%
营业利润	2195.41%	47.51%	37.01%	20.85%	18.63%
归属于母公司净利润	12155.00%	54.42%	34.30%	19.51%	18.74%
获利能力					
毛利率	28.87%	33.05%	32.75%	32.46%	32.13%
净利率	11.43%	16.11%	15.41%	15.01%	15.20%
ROE	30.88%	33.09%	29.78%	26.25%	23.76%
ROIC	65.79%	35.78%	34.69%	34.57%	36.40%
偿债能力					
资产负债率	56.18%	55.36%	44.78%	35.17%	29.50%
净负债率	49.56%	36.43%	6.75%	-14.31%	-28.70%
流动比率	0.96	1.03	1.29	1.72	2.30
速动比率	0.61	0.70	0.87	1.18	1.62
营运能力					
应收账款周转率	7.90	5.93	6.80	8.35	8.35
存货周转率	7.54	6.10	6.70	6.80	6.67
总资产周转率	1.67	1.07	1.17	1.22	1.20
每股指标（元）					
每股收益	1.22	1.89	2.53	3.03	3.59
每股经营现金流	0.21	2.51	2.19	3.38	3.32
每股净资产	3.96	5.70	8.50	11.53	15.13
估值比率					
市盈率	45.30	29.34	21.84	18.28	15.39
市净率	13.99	9.71	6.51	4.80	3.66
EV/EBITDA	0.00	0.00	17.45	14.30	11.83
EV/EBIT	0.00	0.00	18.74	15.36	12.71

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com