

评级: 买入(首次覆盖)

市场价格: 64.66

分析师: 孙颖

执业证书编号: S0740519070002

Email: sunying@r.qlzq.com.cn

研究助理: 朱晋潇

Email: zhujx@r.qlzq.com.cn

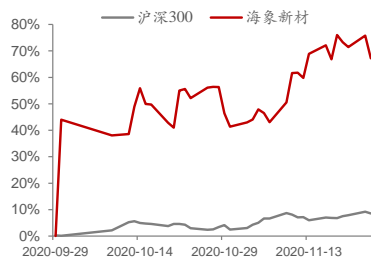
公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	7.84	8.59	12.08	15.40	24.40
增长率 yoy%	101.42%	9.57%	40.66%	27.50%	58.40%
净利润(亿元)	0.90	1.38	1.91	2.66	3.75
增长率 yoy%	12155%	54.42%	37.81%	39.38%	41.26%
每股收益(元)	1.63	2.51	2.60	3.62	5.12
每股现金流量	0.21	2.51	2.79	4.76	3.16
净资产收益率	30.88%	33.09%	15.97%	18.90%	22.00%
P/E	41.74	27.03	26.16	18.77	13.28
P/B	17.19	11.93	4.18	3.55	2.92

备注: 股价取自 2020 年 11 月 24 日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	73
流通股本(百万股)	18
市价(元)	64.66
市值(亿元)	47.4
流通市值(亿元)	11.9

股价与行业-市场走势对比

相关报告
投资要点

- PVC地板龙头, 海外需求高增, 募投项目望打开产能瓶颈。**海象新材是 PVC 行业地板龙头。2016~2019 年, 公司营收从 2.1 增长至 8.6 亿, CAGR60%; 归母净利润从 0.2 升至 1.4 亿, CAGR94%。19 年毛利率 33%, 净利率 16%, ROE33%。公司产品深受欧美客户青睐, 海外收入占比 98%。新冠疫情以来欧洲员工大规模放假、美国房地产市场快速增长, 以及越南一期产能释放, 共同驱动今年前三季度公司海外订单加速释放、业绩呈爆发式增长, 营收和归母净利润同增 53%和 49%。明年海外需求向好或将进一步加速外销增长。目前, 公司销售瓶颈在于板材(基材)产能, 17-19 年板材产量 638、1300、1402 万平, 募投项目将新增板材产能 2000 万平, 有望在 21 年底投产。
- PVC地板市场规模约数百亿级, 海外双位数增速发展; “双循环”新格局下出口市占率+内销渗透率提升, 国内总需求有望高增。**PVC 地板是低成本、高附加值产品, 具有无毒、防火、防水、耐磨、抗冲击、吸音降噪、可回收等优点, 具备替代地毯等地面材料的潜力。据招股说明书的数据, 2013-18 年美国 PVC 地板市场规模由 9.0 升至 34.3 亿美元, CAGR31%, 在主要地板材料中的渗透率达 21%。国内 PVC 地板市场主要为出口导向, 销量从 2014 年 1.7 亿平方米上升到 2017 年 2.6 亿平方米, 复合增速 15.2%。其中, 美国为主要出口地区, 占比约六成。国内内销市场潜力大, 产品渗透率低, 尚处消费者认知阶段, 内需潜力仍待释放。
- 竞争格局: 国内龙头迎来“入海”良机, 向品牌化、拓展终端渠道迈进。**在劳动成本低的比较优势下, 国内 OEM 模式占据全球 PVC 地板生产端的主导地位, 行业格局分散。少数注重研发的 ODM 企业具备规模化、定制化生产能力, 构建了设计、技术和资质认证等壁垒。而欧美 PVC 地板品牌贸易商(VERTEX、GERFLOR 等), 以及终端销售商(HOMEDEPOT 等)利用渠道和品牌优势, 在营销领域积淀较深, 占据 OBM 模式下的利润核心点, 营收规模均在数十亿元以上, 利润水平高。未来的变革在于, 行业比拼不仅仅是低成本, 更看重的将是定制化服务(花色、规格)、稳定规模化供应等核心竞争要素, OEM 企业生存空间受压制, 而国内少数“出海”的 ODM 企业, 凭借产品设计、技术、渠道、客户信任等方面的持续积累, 在全球化、后疫情时代, 有望通过营销、并购等手段, 把握品牌化、渠道建设的“入海”良机, 向 OBM 模式发展。未来行业集中度提升的驱动力也来自龙头企业的快速扩产、OBM 模式延伸带来的品牌和规模效应的提升。
- 海象新材: 客户、渠道、规模、成本、技术优势逐步体现, 产能扩张是未来两三年的看点。**客户方面, 公司现有客户数量多, 已成为 BRANDYWINE、WINDMOLLER 和 HORNBAACH 等大型地板品牌商和建材零售商的合格供应商之一, 外销市占率从 2016 年的 1.0%提升到 2019 年的 2.5%。同时公司积极探索新销售渠道, 积极开拓国内市场, 已成为万科供应商之一; 产能方面, 公司募投新建 2000 万平方米产能。计划部分产能搬迁至新设越南子公司以及在越南新增部分产能。研发方面, 自主专利技术解决产品性能问题, 19 年研发费用率 3.3%, 高于同行企业。
- 投资建议: 基于短期疫情下加速国货“出海”、中期产能快速扩张、长期全球化“入海”+国内渗透率提升的逻辑, 我们判断明后年海外正常复工复产后需求将持续增长, 公司有望取得较高业绩增长。我们预测公司 2020-2022 年实现收入分别为 12.1、15.4 和 24.4 亿元, 归母净利润 1.9、2.7、3.8 亿元; 当前股价对应 PE 分别为 26、19、13 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。**

■风险提示：宏观经济、海外需求、募投进度不及预期；原料价格波动风险等。

内容目录

PVC 地板龙头，出口供应链受益标的	- 6 -
PVC 地板主销欧美，海外疫情加速订单释放	- 6 -
盈利能力稳步提升，骨干员工持股激发前进动力	- 7 -
PVC 地板行业：海外需求高增，内销市场扬帆起航	- 9 -
PVC 地板：产品优势显著，疫情下有望加速替代地毯.....	- 9 -
市场空间：海外百亿级市场持续高增，内销市场仍待释放	- 12 -
竞争态势：海外 OBM 模式领先，“中国制造”加速追赶	- 15 -
海象新材：技术、客户资源强大，产能扩张和市占提升为看点	- 19 -
技术研发：持续研发投入助长公司实力.....	- 19 -
客户资源：现有客户数量多，业界口碑佳	- 21 -
未来看点：产能建设快速推进，打造自有品牌提高市占率	- 23 -
盈利预测与投资建议	- 25 -
可比公司盈利能力与估值对比	- 25 -
盈利预测	- 27 -
投资建议	- 27 -
风险提示	- 28 -

图表目录

图表 1: 公司成立于 2013 年, 2020 年上市.....	- 6 -
图表 2: 20Q1-3 营收 9.14 亿元, 同比+53.2%.....	- 7 -
图表 3: 2019 年公司 SPC 产品收入占比 56%.....	- 7 -
图表 4: 2016-19 年公司地板产品销量、均价.....	- 7 -
图表 5: 20Q1-3 毛利率 32.53%, 同比-2pct.....	- 8 -
图表 6: 20Q1-3 期间费用率 17.53%, 同比+0.9pct.....	- 8 -
图表 7: 20Q1-3 经营活动现金净流量同比+30.4%.....	- 8 -
图表 8: 20Q1-3 归母净利 1.47 亿元, 同比+48.8%.....	- 8 -
图表 9: 2016-2019 年扣非 ROE 均大于 35%.....	- 8 -
图表 10: 20Q1-3 资产负债率 37%, 较年初-19pct.....	- 8 -
图表 11: 公司股权结构及旗下子公司.....	- 9 -
图表 12: 20Q3 公司高管持股情况.....	- 9 -
图表 13: 一种 PVC 复合地板成分配方 (按重量).....	- 10 -
图表 14: PVC 地板应用领域.....	- 10 -
图表 15: 地面装饰材料性能对比.....	- 10 -
图表 16: PVC 与其他地板的优缺点及价格对比.....	- 11 -
图表 17: PVC 地板结构与公司 LVT/WPC/SPC 性能、结构对比示意图.....	- 12 -
图表 18: 2013-18 年美国 PVC 地板销售额 CAGR 31%.....	- 13 -
图表 19: 2012 年美国 PVC 地板渗透率 11%.....	- 13 -
图表 20: 2018 年美国 PVC 地板渗透率 21%.....	- 13 -
图表 21: 2011 年欧盟 PVC 地板渗透率 15%.....	- 13 -
图表 22: 2018 年欧盟 PVC 地板渗透率 29%.....	- 13 -
图表 23: 2020Q3 美国新建住宅销售额同增 46%.....	- 14 -
图表 24: 2020 年美国地板铺装相关 CPI 转正.....	- 14 -
图表 25: 2013-19 年美国 PVC 地板进口额.....	- 14 -
图表 26: PVC 地板行业经营模式与利润分配.....	- 16 -
图表 27: 海外知名 PVC 地板品牌商和销售商公司.....	- 16 -
图表 28: 2019 年我国 PVC 地板主要出口区域.....	- 17 -
图表 29: 2017-2020 年前三季度 PVC 地板出口量.....	- 17 -
图表 30: 2019 年海象新材 PVC 地板外销市占率较 16 年提升 1.5pct.....	- 18 -
图表 31: ODM 模式下 PVC 地板行业主要的进入壁垒.....	- 18 -
图表 32: 公司掌握的核心技术.....	- 19 -
图表 33: 2017-2019 年公司专利应用产品销售数量及占销量比例.....	- 20 -

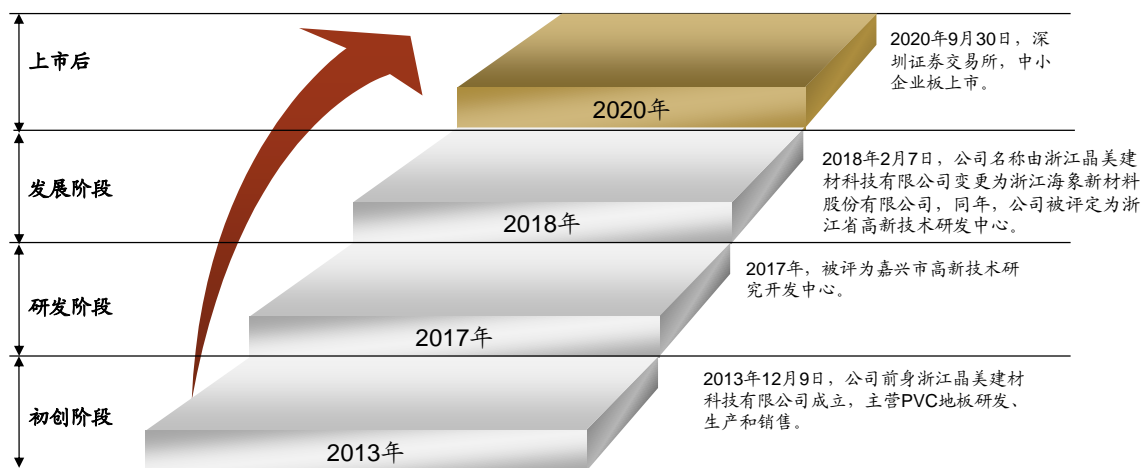
图表 34: 研发费用、研发收入对比.....	- 20 -
图表 35: 公司正在开发的项目	- 21 -
图表 36: 公司对主要客户合作时间及销售金额.....	- 21 -
图表 37: 2016-2019 年公司前五大客户销售情况.....	- 22 -
图表 38: 爱丽家居 2019 年前五大客户销售情况.....	- 22 -
图表 39: 2016-2019 年公司前五大 ODM 客户占比情况.....	- 22 -
图表 40: 2016-19 年境外非美地区销售占比.....	- 23 -
图表 41: 公司营收规模呈上升趋势 (亿元)	- 23 -
图表 42: 大规模产能有效降低产品成本.....	- 24 -
图表 43: 可比公司产能利用率对比.....	- 24 -
图表 44: 公司产能规划情况.....	- 24 -
图表 45: 自有品牌销售金额及占比.....	- 24 -
图表 46: ODM/OEM 下直销、通过贸易商销售情况.....	- 25 -
图表 47: 公司 OBM 销售收入占比.....	- 25 -
图表 48: 单位价格比较 (元/平方米)	- 26 -
图表 49: 公司单位价格/成本/毛利润 (元/平方米)	- 26 -
图表 50: 可比公司主营业务毛利率对比.....	- 26 -
图表 51: 可比公司主营业务净利率对比.....	- 26 -
图表 52: 可比公司估值对比.....	- 27 -
图表 53: 公司盈利预测.....	- 29 -

PVC 地板龙头，出口供应链受益标的

PVC 地板主销欧美，海外疫情加速订单释放

- 公司是 PVC 地板产品 ODM（原始设计制造商），产品主销美国、欧洲。2013 年公司创立前期，实控人王周林对 PVC 地板行业深入调研的基础上，了解到北美和欧洲地区的消费者对于地面装饰材料的环保性和稳定性要求较高，预测美欧等发达经济体 PVC 地板对地毯等传统地面装饰材料有较大替代空间，并通过考察一些国内 PVC 地板供应商，认为当时国内 PVC 地板的传统制造工艺也有改进空间。经过充分论证和前期筹办，海象新材于 2013 年 12 月正式设立。2014 年公司陆续定制了较为先进的 PVC 地板生产设备，并通过试生产，成为国内 PVC 地板行业中较早使用冷热分机设备生产 PVC 地板的企业，前期主要为其他国内 PVC 地板供应商（如浙江晶通、浙江天振）提供 OEM 业务。随后，公司借助良友木业的客户资源，打开了北美市场销路。目前，公司 PVC 地板产品主要销往海外欧美市场，2019 年公司外销收入中，美国、欧洲占比 47%、41%。2020 年，公司正式在深交所上市。

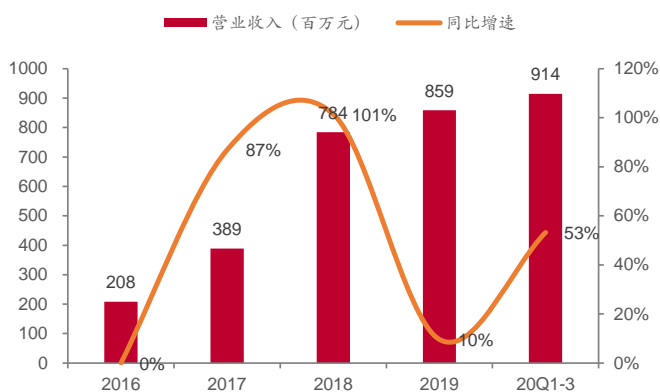
图表 1：公司成立于 2013 年，2020 年上市



来源：公司公告、中泰证券研究所

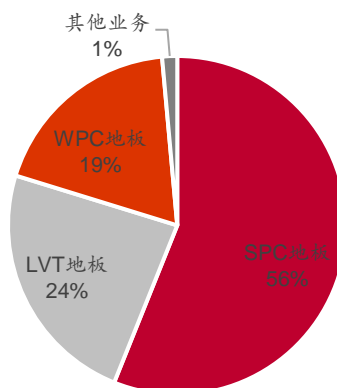
- 收入和利润持续快速增长。2016 年以来公司步入快速增长期，营业收入从 2.1 亿元快速增长至 8.6 亿元，CAGR 达到 60.4%；归母净利从 0.2 升至 1.4 亿，CAGR94%。增长势头迅猛，尤其在 2018 年，由于新产品 SPC 地板投入市场和产能投放，销售规模迅速扩大，当年同比营收增速高达 101.4%。**2020 年初至今，欧洲因受疫情影响，员工大规模放假，所以在疫情初期反而促进了公司产品的销量增长，叠加美国房地产市场需求快速增长，共同导致前三季度公司业绩爆发式增长，营收和归母净利同增 53%和 49%。**
- 2019 年新产品 SPC 地板收入占比达 56%。公司于 2017 年下半年推出 SPC 地板，是国内较早推出并大规模产销 SPC 地板的供应商。SPC 地板作为新型塑料地板产品，自推出后在欧美市场欢迎度较高，需求旺盛，其销售收入占比也不断上升，带动公司营收和销量持续攀升。

图表 2: 20Q1-3 营收 9.14 亿元, 同比+53.2%



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 3: 2019 年公司 SPC 产品收入占比 56%



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 4: 2016-19 年公司地板产品销量、均价

		2016	2017	2018	2019
合计	产量 (万平方米)	448.48	637.67	1300.16	1402.49
	同比	-	42.2%	103.9%	7.9%
	销量 (万平方米)	406.21	606.71	1215.13	1372.55
	同比	-	49.4%	100.3%	13.0%
	产销率	90.57%	95.14%	93.46%	97.87%
LVT地板	产量 (万平方米)	360.91	380.9	577.3	480.03
	同比	-	5.5%	51.6%	-16.8%
	销量 (万平方米)	331.63	373.82	561.34	481.58
	同比	-	12.7%	50.2%	-14.2%
	产销率	91.89%	98.14%	97.24%	100.32%
WPC地板	产量 (万平方米)	87.57	219	322.98	162.09
	同比	-	150.1%	47.5%	-49.8%
	销量 (万平方米)	74.58	206.39	302.45	182.3
	同比	-	176.7%	46.5%	-39.7%
	产销率	85.17%	94.24%	93.64%	112.47%
SPC地板	产量 (万平方米)	-	37.77	399.88	760.37
	同比	-	-	958.7%	90.1%
	销量 (万平方米)	-	26.5	351.34	708.67
	同比	-	-	1225.8%	101.7%
	产销率	-	70.16%	87.86%	93.20%
均价 (元/平方米)		51.21	64.14	64.50	62.57
同比		-	25.25%	0.57%	-3.00%
均价 (元/平方米)		42.82	48.74	46.24	42.21
同比		-	13.82%	-5.13%	-8.71%
均价 (元/平方米)		84.47	89.97	86.19	88.58
同比		-	6.51%	-4.20%	2.78%
均价 (元/平方米)		-	68.47	72.39	67.96
同比		-	-	5.73%	-6.11%

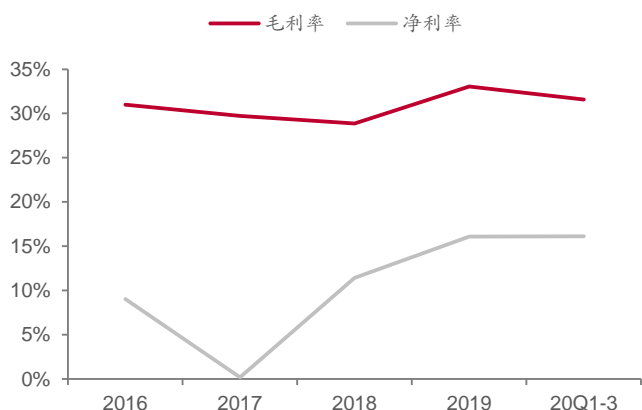
来源: 公司公告、中泰证券研究所

盈利能力稳步提升, 骨干员工持股激发前进动力

- 近五年公司毛利率和净利率稳步上升。得益于稳定的产品结构的优化, 公司产品售价保持稳定, 整体毛利率保持在 30% 左右。2020Q3, 公司毛利率为 31.57%, 基本与 2019 年持平。公司控费能力不断提升, 除 2017 年公司发生股份支付计入费用 2788 万元导致净利润下滑外 (2017 年扣非净利润 3350 万元, 同增 36%), 净利率逐年提升, 由 2016 年 9.04%, 上升至 2020 Q1-Q3 的 16.13%。未来随着生产规模的扩大, 内部成本控制优势将

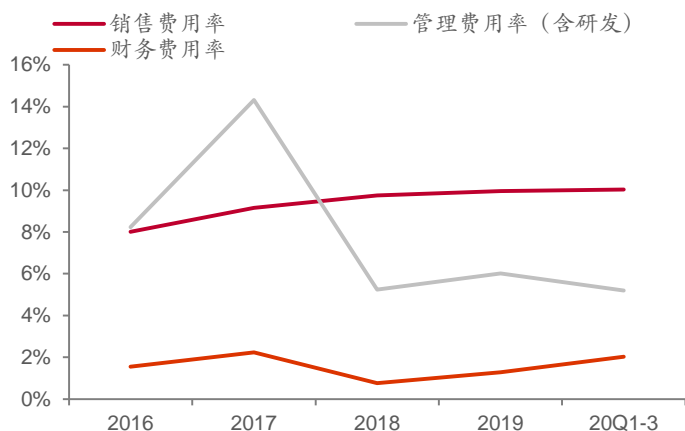
带动净利率进一步提升。

图表 5: 20Q1-3 毛利率 32.53%，同比-2pct



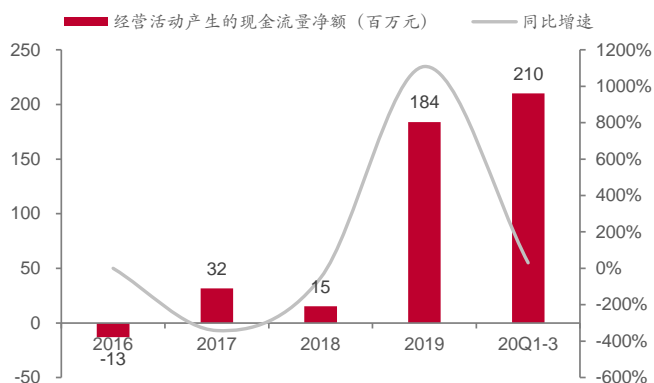
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 6: 20Q1-3 期间费用率 17.53%，同比+0.9pct



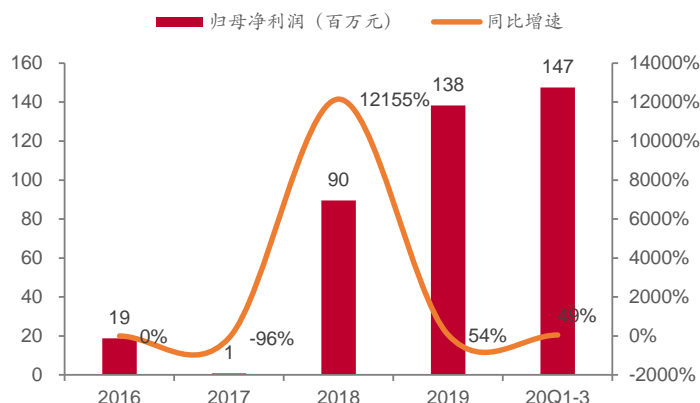
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 7: 20Q1-3 经营活动现金净流量同比+30.4%



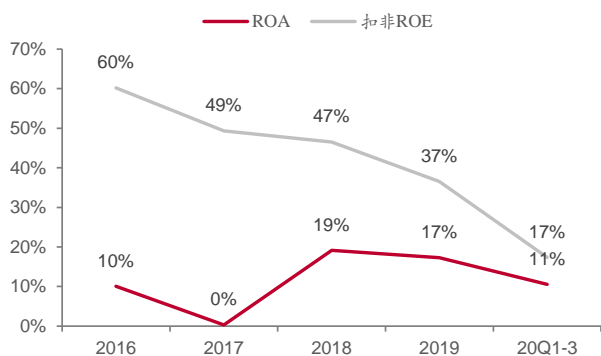
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 8: 20Q1-3 归母净利润 1.47 亿元，同比+48.8%



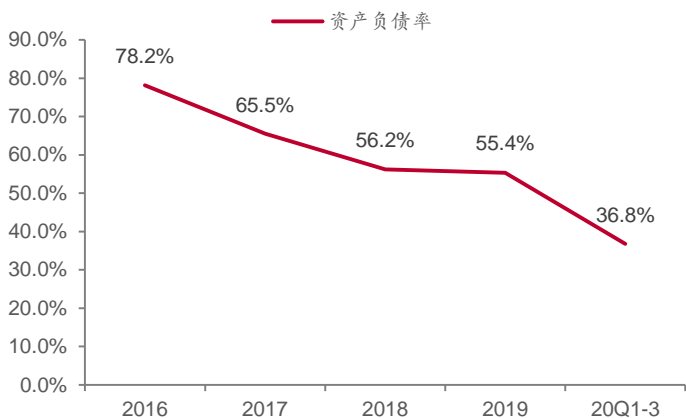
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 9: 2016-2019 年扣非 ROE 均大于 35%



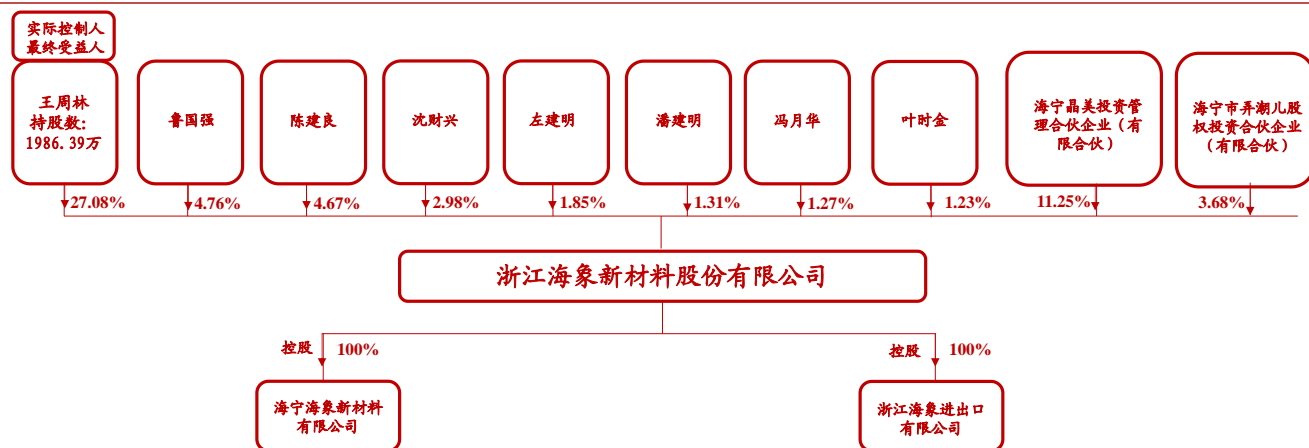
资料来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

图表 10: 20Q1-3 资产负债率 37%，较年初-19pct



资料来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

- 2017 年高管增资后持股占比提高，骨干员工持股激发前进动力。**2017 年 9 月，为激励管理层和员工，公司吸收员工持股平台晶美投资作为股东，公司部分董事、监事、高级管理人员、核心技术人员及其近亲属通过晶美投资间接持有公司股份，以分享公司经营成果，提高员工的归属感。截至 2020 年三季报，公司总股本为 0.73 亿股。公司的实际控制人是王周林，直接持有公司 27.08% 的股份，并通过晶美投资间接控制公司 11.25% 的股份，合计占比 38.33%，实控人对公司有较强控制力。公司前十大股东持股占比达 60.08%，股权清晰稳定。

图表 11：公司股权结构及旗下子公司


资料来源：公司公告、WIND、中泰证券研究所

图表 12：20Q3 公司高管持股情况

姓名	职务	持股数 (股)	持股比例
王周林	董事长, 总经理	19,863,900	27.08%
海宁晶美投资管理合伙企业 (有限合伙)	部分董监高通过晶美投资间接持股	8,250,000	11.25%
鲁国强	董事	3,494,533	4.76%
冯月华	监事	929,726	1.27%
金俊	董事, 副总经理, 董事会秘书	550,000	0.75%

来源：公司公告、中泰证券研究所

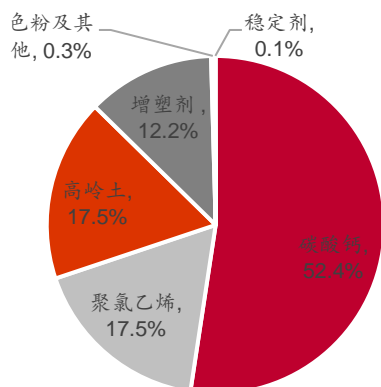
PVC 地板行业：海外需求高增，内销市场扬帆起航

PVC 地板：产品优势显著，疫情下有望加速替代地毯

- PVC 地板是有近百年历史的地面装饰复合材料，主要应用于房地产和建筑装饰领域。**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。凭借着其良好**环保性、稳定性、耐磨性、铺装及维护方便、行走舒适、装饰效果好**等优点，PVC 地板广泛应用于家庭装修、商务办公区域装修以及酒店、体育场馆、购物中心、医院、学校等公共区域装修。
- PVC 地板以聚氯乙烯 (PVC) 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。**公司将 PVC 地板划分为 LVT 地板、

WPC 地板和 SPC 地板三大类。LVT 地板为最传统 PVC 弹性地板，WPC 地板为低密度塑料地板，SPC 地板为最新型地板，需求大。

图表 13: 一种 PVC 复合地板成分配方 (按重量)



资料来源:《塑料科技》、中泰证券研究所

图表 14: PVC 地板应用领域



资料来源: 爱丽家居招股说明书、中泰证券研究所

- **海外疫情下，PVC 地板有望加速替代地毯等地面材料。**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。PVC 地板相较其他产品有以下优势：**1) 无毒环保，可回收再利用。**PVC 地板在生产过程和使用中不会挥发甲醛等有害气体。此外，PVC 地板在使用寿命到期更换时，废旧产品可回收再利用。**2) 防火、防水、防潮、防滑、抗冲击。**PVC 地板熔点高，具有较高的阻燃性。由于主要成分是乙烯基树脂，和水无亲和力，所以产品也具备防水防潮特性。此外，部分 PVC 地板的中底料层由于增加了增塑剂，使其具有较好的韧性和弹性，对于重物冲击破坏有一定的弹性恢复力。**3) 吸音降噪。**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，在对声音环境有要求的场所里选择占优。**4) 安装简便，人工安装成本低。**PVC 地板材质较轻，便于运输安装。同时，锁扣地板、免胶地板等新生产工艺结构的问世，使 PVC 地板具有安装简单便捷的特性，可以显著降低人工安装成本。

图表 15: 地面装饰材料性能对比

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地板	天然	脚感舒适	简便	简便	长	适中

来源: 公司招股说明书、中泰证券研究所

图表 16: PVC 与其他地板的优缺点及价格对比

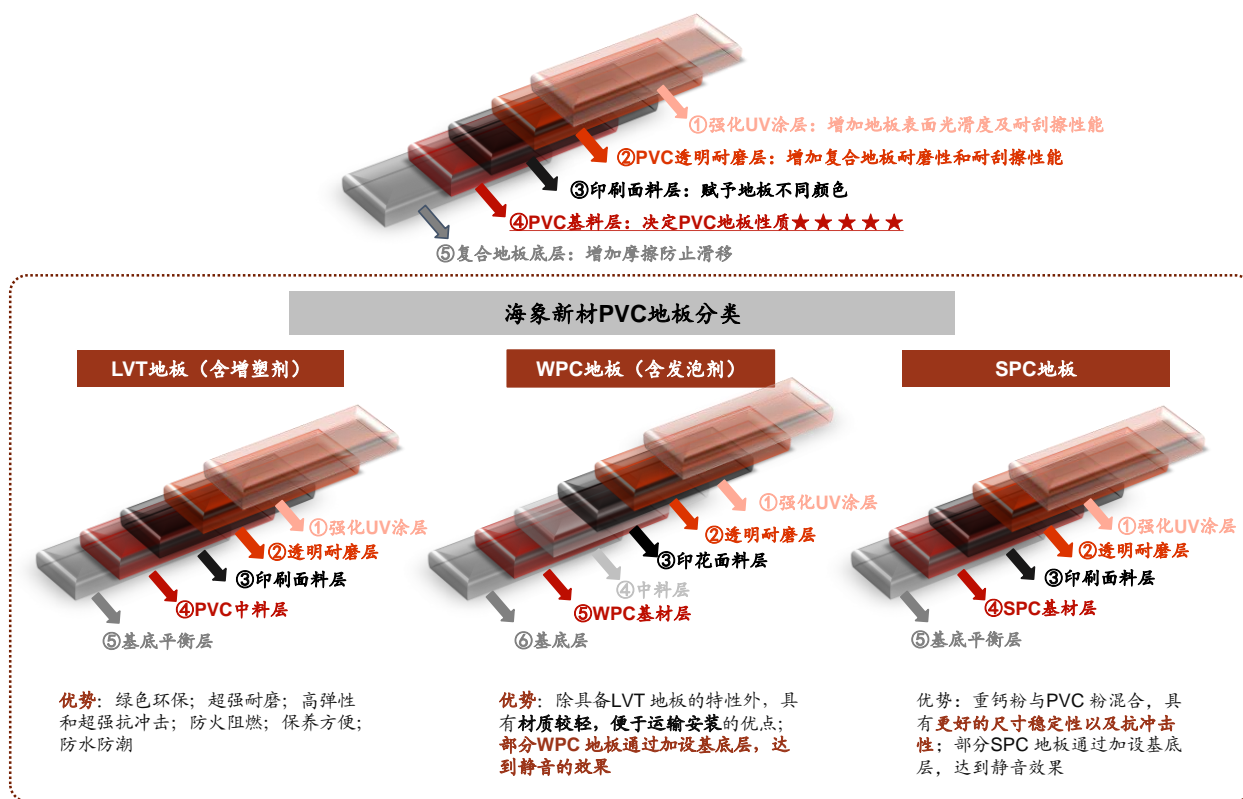
地板类型	优点	缺点	价格 (元/平方米)
PVC 地板	地板价格选择范围大; 适用范围广; 富有弹性, 防滑性能好; 质量轻, 减轻建筑荷载; 仿石材花纹逼真; 环保, 不含甲醛; 耐污, 抗酸碱, 免维护; 耐磨、抗菌, 不会虫蛀、霉变; 尺寸稳定性好, 不会受温度、潮湿影响而发生变形; 隔音降噪, 脚感舒适; 色彩、花样丰富, 完全满足个性化设计需要; 防火性能B1级	非天然材料; 对铺设地面的平整度要求高	60-240
地毯	柔软舒适, 隔音效果好; 色彩多样, 选择范围大; 施工对基础要求低; 价格选择范围大; 铺设简单	易污染, 难清洁; 怕烟火, 防火要求高; 易滋生细菌和灰尘; 易造成皮肤过敏; 怕潮湿, 易霉变; 适用范围小	30-500
瓷砖	色彩丰富; 造价比大理石和花岗岩低; 便于维护	施工困难, 易破损; 不耐磨; 防滑性能差, 不安全 柔韧性差, 噪声大; 不易返修	30-300
亚麻地板	天然材料生产; 安全可靠, 防滑; 富有弹性; 质量轻; 色彩丰富, 符合个性化设计要求	施工要求基础高; 有气味; 耐污性差; 受温度影响, 尺寸稳定性差; 表面易磨损; 造价高; 怕烟头烧损; 有色差问题无法解决	38-150
花岗岩	天然材料; 耐磨; 不需要经常维护	施工困难、易破损; 自身质量大, 抗震性差; 难以切割和造型; 防滑性能差, 不安全; 运用场所有限; 有辐射	40-68
强化(复合)地板	比实木地板造价低; 施工要求低; 不易被烟头烧损	损坏无法修复; 防滑性能差; 易受潮变形; 尺寸稳定性差; 耐磨性差, 只适合家用; 释放甲醛, 污染环境	55-110
大理石	天然材料; 耐磨; 高档	易刮伤、污染; 需要定期维护和清洁; 柔韧性差, 噪声大; 施工困难, 造价高; 防滑性能差, 不安全; 和其他地板的连接不好处理; 易破损、开裂; 颜色不容易搭配、统一	80-100
软木地板	天然材料生产; 柔软性好, 隔音降噪; 不怕水, 不易霉变; 防滑性能好; 不会虫蛀	造价高; 耐污性差, 要经常清洁; 怕烟头烧伤, 防火要求高; 施工采用万能胶粘结, 甲醛含量大, 污染环境; 尺寸稳定性差	100-500
橡胶地板	天然橡胶生产; 安全可靠, 防滑; 柔软舒适, 富有弹性; 质量轻	施工要求基础高; 有橡胶气味; 色彩单调; 受温度影响, 尺寸稳定性差; 表面易磨损; 造价高	100-400
竹木地板	天然材料生产; 受损后可以地面修复; 清洁、维护方便	造价高; 施工困难; 易受温度、湿度变化影响而发生扭曲、变形; 易受虫蛀、细菌生长; 有甲醛释放; 防火要求高; 噪声比较大; 运用范围有限	130-190
实木地板	天然材料; 给人以高档地板的感觉; 受损后可进行地面修复; 维护方便	造价高; 施工困难; 易受温度、湿度变化影响而发生扭曲、变形; 易受虫蛀、细菌生长; 有甲醛释放; 防火要求高; 噪声比较大; 运用范围有限; 色差大, 不容易处理	280-550

来源:《PVC 地板行业研究现状及发展趋势》, 中泰证券研究所整理; 备注: 价格区间统计自 2020 年 11 月 15 日, 京东、淘宝页面价格。PVC 地板价格区间较宽, 包含海象新材出口终端价(据公司公告)和京东其他品牌页面价

- 公司 PVC 地板主要包括三类: ①LVT (Luxury Vinyl Tile) 地板又称**高端 PVC 地板**, 主要由 UV 层、透明耐磨层、印花面料层、PVC 中料层以及基底平衡层构成, 是目前最为传统的 PVC 地板之一。优点为绿色环保; 超强耐磨; 高弹性和超强抗冲击; 防火阻燃; 保养方便; 防水防潮。②WPC (WOOD PLASTIC COMPOSITE) 地板又称**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。WPC 地板除了具备 LVT 地板的优异特性外, 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, 部分 WPC 地板通过加设基层, 达到静音的效果。③SPC (STONE PLASTIC COMPOSITE) 地板又称**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, 凭借其优良特性, 可应用于家装、商业及公共区域等多类型地面装饰。优点为相比其他类型 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；部分 SPC 地板通过加设基层层，达到静音效果。公司的产品主要应用场所为家庭、酒店、商场、学校。

图表 17: PVC 地板结构与公司 LVT/WPC/SPC 性能、结构对比示意图

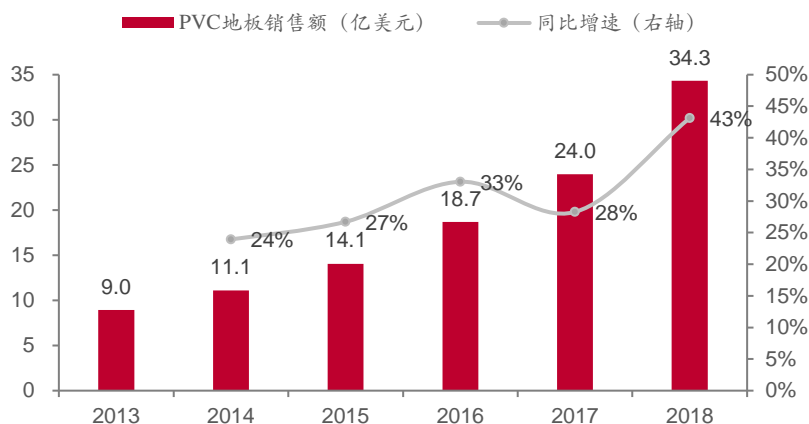


来源: 招股说明书、《塑料科技》、中泰证券研究所整理

市场空间: 海外百亿级市场持续高增, 内销市场仍待释放

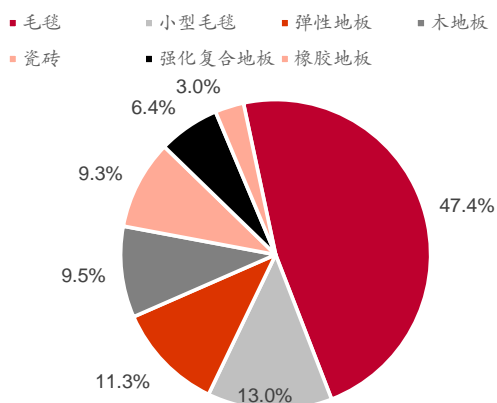
- 目前美国和欧洲是全球主要的 PVC 地板消费市场, 规模在 500 亿上下。PVC 地板在欧美地面装饰材料市场上的市场份额逐渐提升, 对传统地面装饰材料的替代性都较强。美国 PVC 地板市场规模由 2013 年的 8.95 亿美元增长至 2018 年的 34.30 亿美元, CAGR 31%。2018 年, PVC 地板在美国地面装饰材料市场份额由 2012 年的 11.30% 提高到 21.40%, 已经成为美国第二大地面装饰材料。欧盟进口的各类地面装饰材料产品中, PVC 地板占比由 2011 年的 15.16% 提升至 2018 年的 28.53%。据爱丽家居招股说明书原引自 floor focus 的数据, 欧洲 2015 年 PVC 地板销售量为 41.25 亿平方英尺, 约占全球总市场规模的 33%。

图表 18: 2013-18 年美国 PVC 地板销售额 CAGR 31%



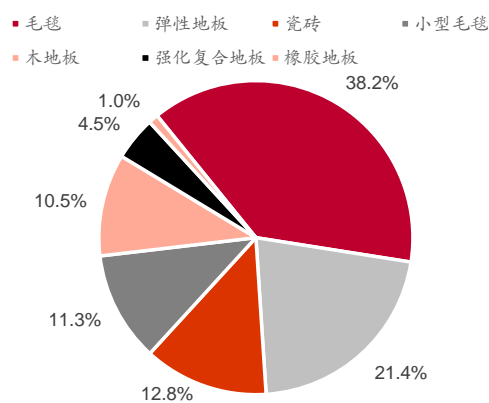
资料来源: 美国《地板材料周刊》Floor Covering Weekly、中泰证券研究所

图表 19: 2012 年美国 PVC 地板渗透率 11%



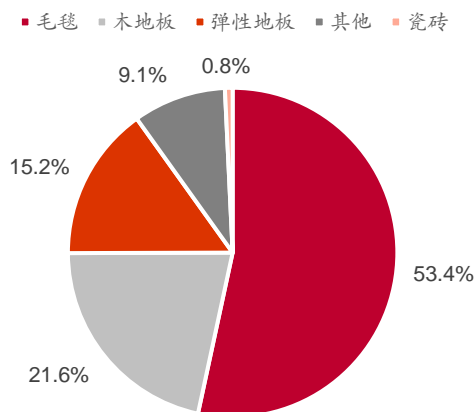
资料来源: Floor Covering Weekly、招股说明书、中泰证券研究所
注: 根据招股说明书, 弹性地板 ≈ PVC 地板

图表 20: 2018 年美国 PVC 地板渗透率 21%



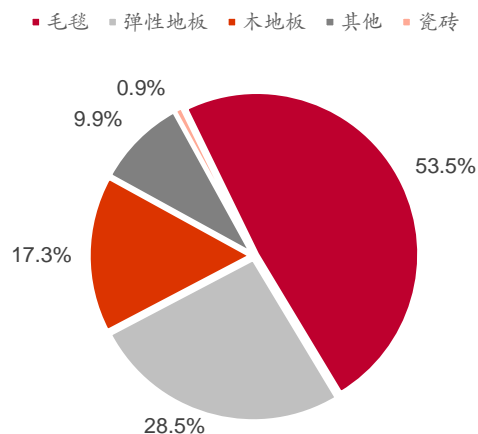
资料来源: Floor Covering Weekly、招股说明书、中泰证券研究所
注: 根据招股说明书, 弹性地板 ≈ PVC 地板

图表 21: 2011 年欧盟 PVC 地板渗透率 15%



资料来源: 欧洲统计局、招股说明书、中泰证券研究所
注: 渗透率指 PVC 地板在进口份额中的占比

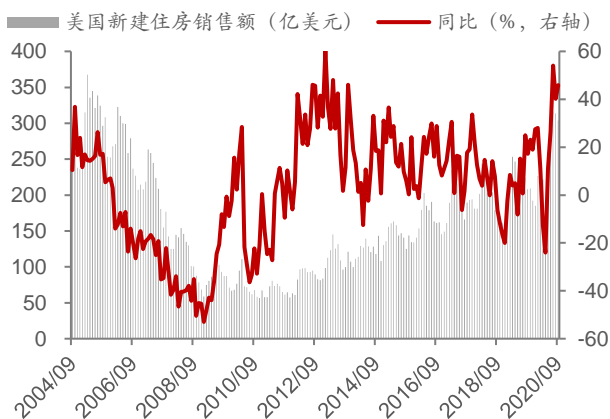
图表 22: 2018 年欧盟 PVC 地板渗透率 29%



资料来源: 欧洲统计局、招股说明书、中泰证券研究所
注: 渗透率指 PVC 地板在进口份额中的占比

- 受房地产行业稳定发展驱动影响，美国 PVC 地板市场需求将持续稳定增长。2020Q3 美国新建住宅销售额同增 46%。2020 年随着广大的千禧一代迎来 30 岁，到达组建家庭和购房年龄的高峰期，将推动首次购房者需求稳定增长。同时，2020 年以来，美国房地产价格和景气指数呈现上升态势，房地产市场有望继续复苏。与此同时，美国地板铺装相关 CPI 也出现转正，供需向好。

图表 23: 2020Q3 美国新建住宅销售额同增 46%



资料来源: 美国商务部、中泰证券研究所

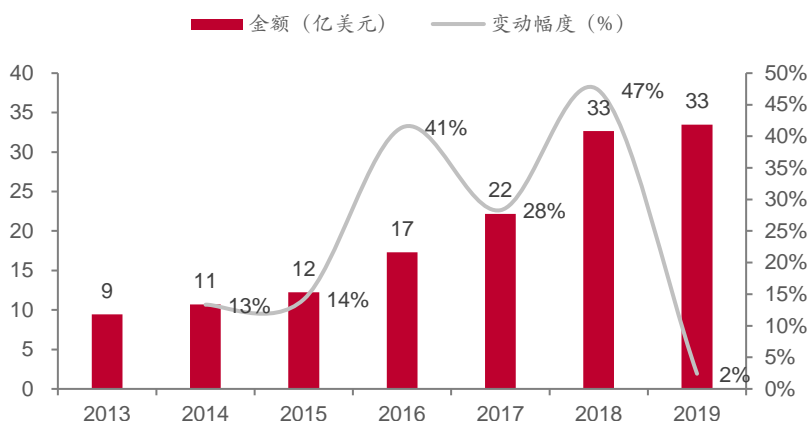
图表 24: 2020 年美国地板铺装相关 CPI 转正



资料来源: 美国劳工部、中泰证券研究所

- 欧美 PVC 地板主要依赖进口，进口额逐年提高。因人工成本较高、生产规模相对有限等因素，美国大部分 PVC 地板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和销售渠道建设。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，进口需求逐年增长。美国 PVC 地板进口额从 2013 年的 9.45 亿美元提升至 2019 年的 33.45 亿美元，CAGR 年均复合增长率为 23%。

图表 25: 2013-19 年美国 PVC 地板进口额



资料来源: Flexport、招股说明书、中泰证券研究所

- 国内 PVC 地板总需求处于快速增长阶段。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%。假设 2020 年按照 3 亿平的销量，50 元的单价计算，约有 150 多亿市场。

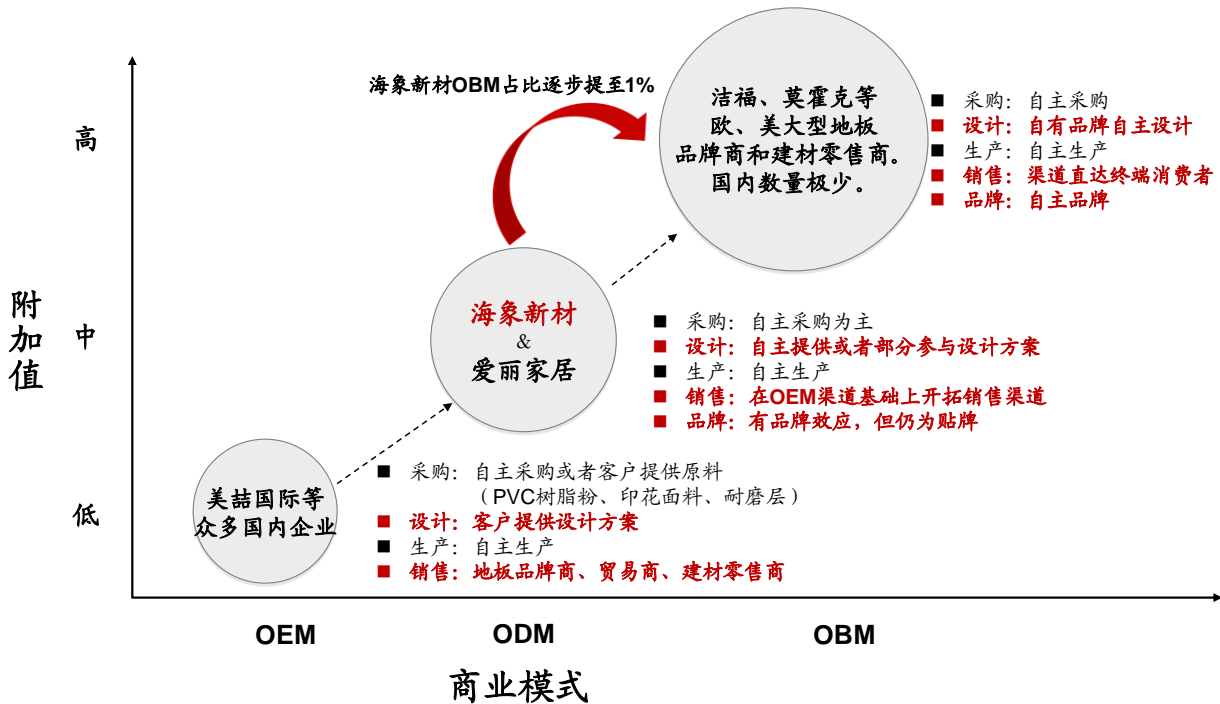
- **目前 PVC 地板在内销市场主要集中在医院、学校等场所，但整体而言规模仍较小，消费者对于 PVC 地板的价值还处于接受与认可的过程中。渗透率不高的主要原因：**
 - 一是国内消费者对 PVC 地板了解和认知不够，虽然 PVC 地板具有安装简便的优势，由于国内消费者家庭装修的时候对 PVC 地板的施工工艺不了解，同时又没有 DIY 装修的习惯，通常会选择装修公司来进行施工，目前国内装修人力成本远远低于国外发达地区，**安装成本不是消费者选择地板需要重点考虑的因素，PVC 地板安装简便的优势无法充分发挥。**
 - 二是我国传统文化历来以崇尚自然，天然为最好，认为木地板是天然绿色环保无污染的，最健康的，在家庭装修的时候消费者仍倾向于铺设实木地板和瓷砖等传统地面装饰材料。
 - 三是，**国内薄利多销的销售模式促使低端 PVC 地板充斥市场，降低了消费者对 PVC 地板的信任度。但是，优质 PVC 地板有其产品优势，未来将打开国内市场，内销市场渗透率或提升。**
- **内销市场需求主要依靠国人进一步认知和认同 PVC 地板。**消费者环保健康的理念和成本低廉的选择标准直接提升市场需求。随着消费者健康意识不断提高和国家对于环保产品的大力宣传支持，近年来消费者对具有环保功能地板的需求不断增加。同时，由于国内人力成本的提高，消费者对安装成本的重视度提高，而 PVC 地板相较其他传统地面装饰材料具有安装简单便捷的特性，可以显著降低安装成本。环保特性和低廉成本齐推动消费者选择 PVC 地板。

竞争态势：海外 OBM 模式领先，“中国制造”加速追赶

- **PVC 地板行业按照经营模式可分为 OEM、ODM、OBM 三种。**OEM 模式是指直接为指定地板品牌商、贸易商和建材零售商代工生产模式，在该模式下，生产商设计能力相对薄弱；而 ODM 模式下，生产商拥有较好的自主设计能力，可负责提供产品设计方案，地板品牌商、贸易商和建材零售商在认可产品设计方案后与生产商进行合作；**OBM 模式企业具有自身的品牌，具备较强的研发设计能力和完善的营销网络，盈利能力强。**
- **欧美 PVC 地板企业经营模式以 OBM 为主，我国 PVC 地板企业以 OEM 模式为主，少数采用 ODM 模式。**PVC 地板起源于欧美地区，经过几十年的发展和积累，**欧美企业在销售渠道、研发设计、品牌影响力等方面逐步形成较大的竞争优势，通过在中国等发展中国家以合资建设生产基地或直接采购 OEM、ODM 产品满足其市场需求，形成了发达国家以 OBM 模式的零售商为主导的格局，市场份额较大，盈利能力强，领先优势明显。**以美国 PVC 地板市场为例：由于美国人工成本较高、生产规模相对有限等因素，美国大部分 PVC 地板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和销售渠道建设。经过多年发展形成了 VERTEX、GERFLOR 等知名贸易商和品牌商以及 HOME DEPOT、FLOOR & DÉCOR 等知名终端销售商。这些企业均有多个自有品牌，营收规模在数十亿元，规模较大。终端销售商具有较强的议价能力，使得利润空间相对较高，毛利率平均在 30% 以上（**以海象新材为例，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**）。
- 我国 PVC 地板市场起步晚，国内 PVC 地板生产企业大部分以 OEM 模式

为主。少数优质企业如海象新材、爱丽家居注重产品开发，研发设计能力较强，逐步采用 ODM 模式，产品附加值也较高。

图表 26: PVC 地板行业经营模式与利润分配



来源: 招股说明书、中泰证券研究所整理

图表 27: 海外知名 PVC 地板品牌商和销售商公司

公司	公司历史	销售渠道	特有品牌	2019年营收 (亿美元)	2019年毛利润 (亿美元)
VERTEX	成立于1991年, 全球最大的PVC塑料地板品牌商、贸易商之一	覆盖美国、加拿大、欧洲等主要PVC塑料地板消费市场区域	“METROFLOR”、“ALLUE”、“ASPECTA”、“ENGAGE”	6.50 (2018年营收)	-
GERFLOR (洁福)	成立于1937年, 知名塑胶地板品牌, 产品涉及家装、医疗保健、教育、工业、办公、零售、公共场所、交通、运动等多领域	洁福已经在100多个国家建立市场, 并不断开拓新的市场	“Taraflex”、“Mipolam”、“Tarabus”、“Connor Sports”、“Sportcourt”、“Gradus”	11.09	-
HOME DEPOT (家得宝)	成立于1978年, 为全球领先的家居建材用品零售商, 美国第二大零售商。公司出售各式各样建材、家装、草坪及花园产品, 并提供多项服务	经营2,164家大型五金商场, 分店遍及美国、加拿大、墨西哥及中国等地区	“The Home Depot Pro”、“THD Rental”、“Black Locus”、“Global Custom Commerce”、“Crown Bolt”、“Pro Referral”	1102.25	375.72
FLOOR & DÉCOR	成立于2000年, 是一家多渠道的美国硬质地板及相关配件专业终端零售商	该公司在美国12个州内设有44间仓库级店铺。	“AquaGuard”、“Eco Forest”、“HydroShield”	20.45	8.63

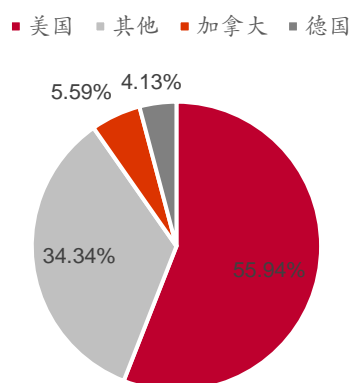
资料来源: 各公司年报及官网介绍、Floordaily、Macrotrends、爱丽家居招股说明书、中泰证券研究所

- **人工成本低和产业链齐全的比较优势下, 我国成为最大的 PVC 地板生产国和出口国**, 出口额从2017年的33.9亿美元增长到2019年的48.4亿美元, 2020年前三季度为39亿美元, 同比增长10%; 美国为我国PVC地板主要出口地区, 2017-2019年占出口总额比值分别为54.12%/61.64%/55.94%。我国PVC地板企业大多作为生产企业以OEM和ODM模式参与全球市场, 且基础设施完善、人力成本相对较低、产业配套成熟、产能供应稳定, 成

为欧美 PVC 地板企业的优先选择。据海象新材招股说明书原引自中国海关的数据，2017-2019 年我国占美国总进口额均在 80% 以上，美国对我国进口产品依赖性高。

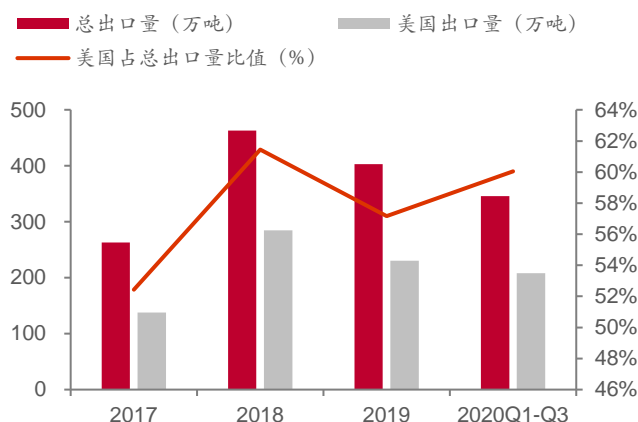
- 作为 PVC 地板主要供应国，我国 PVC 地板企业有望从以下四点得益：1) 作为 PVC 地板主要生产国，中国是最先摆脱新冠疫情的国家，产能及供应链最先恢复，有望进一步巩固及抢占市场份额；2) 随着美国大选结果即将落地，预计后市或迎来美元流动性边际收紧加之关税放松政策，利好出口产业链。3) 新冠疫苗推出有望推动海外生产活动全面恢复正常，带动海外装饰需求快速恢复上升；4) 随着 RCEP 的正式签署，国内 PVC 地板有望以低关税甚至 0 关税销往其他 14 国市场，市场空间得以扩张，有望成为行业内中长期的发展动力源。

图表 28: 2019 年我国 PVC 地板主要出口区域



来源：中国海关、中泰证券研究所

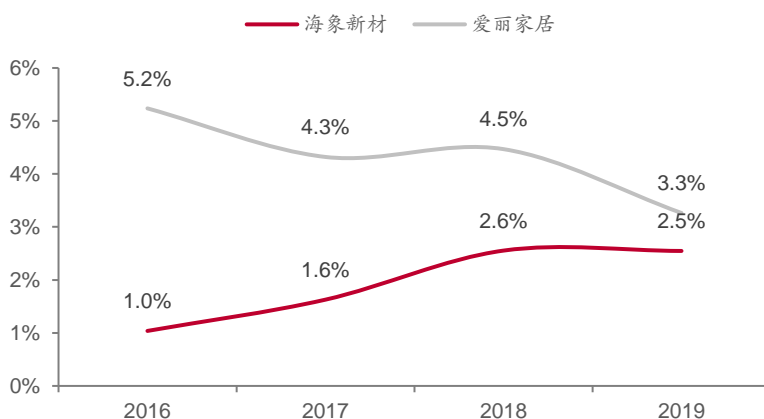
图表 29: 2017-2020 年前三季度 PVC 地板出口量



来源：中国海关、中泰证券研究所

- 国内 PVC 地板行业集中度较低，但 ODM 模式下的壁垒相对较高。PVC 地板行业竞争较为激烈，格局较为分散，龙头企业并未呈现垄断局面。但在 ODM 模式下，PVC 地板行业在产品设计、研发、认证、渠道和资金等方面有进入壁垒，详见下图。由于行业壁垒的存在，行业龙头地位若一旦形成将在一定时期难以改变。未来行业集中度提升的驱动力来自龙头企业的快速扩产、以及 OBM 模式延伸带来的品牌效应。例如，国内行业龙头企业海象新材持续扩产，外销市占率正在逐步提升，2019 年达 2.5%，较 2016 年提升 1.5pct。

图表 30: 2019 年海象新材 PVC 地板外销市占率较 16 年提升 1.5pct



资料来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

图表 31: ODM 模式下 PVC 地板行业主要的进入壁垒

产品设计、技术研发壁垒	产品认证壁垒
<ul style="list-style-type: none"> ■ 定制化设计: 客户相对分散, 拥有根据海外终端客户偏好, 逐一确定定制不同规格、花色、耐磨性、包装样式、环保性能等具体要求的沟通能力。 ■ 研发和技术经验: 只有持续的研发投入、经验积累才能带来较高的良品率, 获得质检、管理及成本等方面的持续领先优势。 ■ 产品稳定性: 拥有对花扣锁专利技术, 解决产品尺寸稳定的问题, 有效解决产品翘曲问题。拥有VCP发泡多层复合锁扣地板技术, 有效避免脱胶问题。 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 国内PVC地板标准: PVC地板需满足国内《GB/T 11982.1-2015》及《GB/T 11982.2-2015》标准的相关要求。 ■ 海外PVC地板的拓展需要通过<u>欧盟CE认证、德国TUV认证、美国FloorScore认证和GREENGUARD认证。</u>
销售渠道壁垒	资金壁垒
<ul style="list-style-type: none"> ■ 客户严格的资质审查: 下游地板品牌商、贸易商和建材零售商会优先选择产品质量稳定、信誉良好的产品提供商, 首次考核周期长, 通常需要1年左右, 后续会定期进行审核验厂。 ■ 客户长期稳定粘性高。与供应企业建立合作关系后, 通常会保持较长时间的稳定合作, 除非重大意外发生, 不会轻易更换供应商。 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 资金密集型行业, 初始投入高: 先期需投入大量资金新增产能及维持运转, 公司新建年产2000万平方米 PVC地板生产基地建设项目需投资4.7亿。 ■ 其他壁垒转化: 技术壁垒、质量认证壁垒以及销售渠道壁垒的突破需要得到资金的持续支撑。

来源：公司公告、中泰证券研究所整理

海象新材：技术、客户资源强大，产能扩张和市占提升为看点

技术研发：持续研发投入助长公司实力

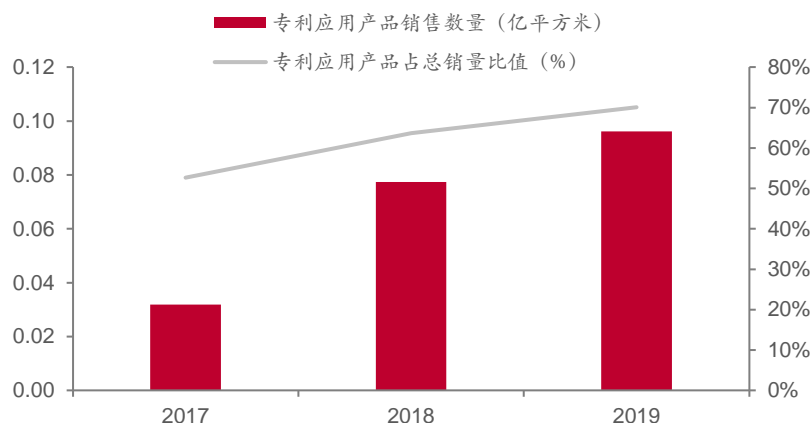
- 公司现有自主研发技术实力雄厚，且获世界先进地板技术研发公司技术专利授权，双管齐下铸就公司核心竞争力。公司 2016 年被授予国家高新技术企业和浙江省科技型中小企业。截至 2020 年，公司拥有专利 17 项，其中 5 项为发明专利，尚有多项专利正在申请中。公司拥有多项自主研发核心技术，主要应用产品生产方面，可有效提高产品生产效率和改善生产工艺和提升产品性能，自主研发的技术能让公司取得更大竞争优势，也有利于在国际市场中竞争。同时，公司与 **Välinge Innovation AB** 和 **I4F LICENSING B.V** 两家世界先进地板技术研发公司建立了长期合作关系，获得专利技术授权。此专利技术与公司自身核心技术存在较大差异，有助于提高公司在 PVC 地板安装相关技术水平。2017-2019 年，公司专利应用产品占总销量比例分别为 53%，64%，70%，应用比例呈上升趋势。公司自身核心技术与授权专利技术优势互补，能让公司取得更大竞争优势，也有利于在国际市场中竞争。
- 公司的先进技术体现在产品配方和生产工艺流程两个方面。一方面，公司积极研发产品配方并不断进行优化来提升产品品质，包括加料方式、加料顺序、加料速度、加料时间，或优化混合方式、混合时间、混合速度、混合强度，综合改进公司产品性能质量。另一方面，生产工艺流程是公司产品生产的关键，也是核心技术转化为最终产品的实现手段，公司生产工艺的关键流程包括混料、密炼、热压、淋膜等，每一个关键步骤都会影响公司产品的性能质量。

图表 32：公司掌握的核心技术

序号	主体技术	技术特点	来源	技术水平
1	AB结构石塑	该技术采用多层热复合对花工艺，解决石塑连线	自主	国内
	对花锁扣地板	对花因张力、热收缩等因数导致对花偏差大的问题；回火采用高温消除内部应力，回火后使用两段式冷却方式，第一段冷却采用喷淋冷却表面，第二段冷却采用背部浸水冷却，既能解决产品尺寸稳定性的问题，又能解决翘曲问题	研发	领先
2	VCP发泡多层复合锁扣地板	将该产品中的VCP地板上层料和下层料在压延出片时采用在线覆PVC膜技术，可增加贴合面的表面张力，在后续与VCP基材贴合时，大大的增加了贴合强度，有效的避免脱胶的情况	自主研发	国内领先
3	大倒角涂边商用LVT塑胶地板	采用削边、倒角、涂边、烘干一体化的技术，对普通的LVT商用地板进行40-45°的大倒角并做水性油墨涂边，增强产品在拼装时的立体感和美观性，同时使产品的直线度与直角度更好	自主研发	国内领先

资料来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

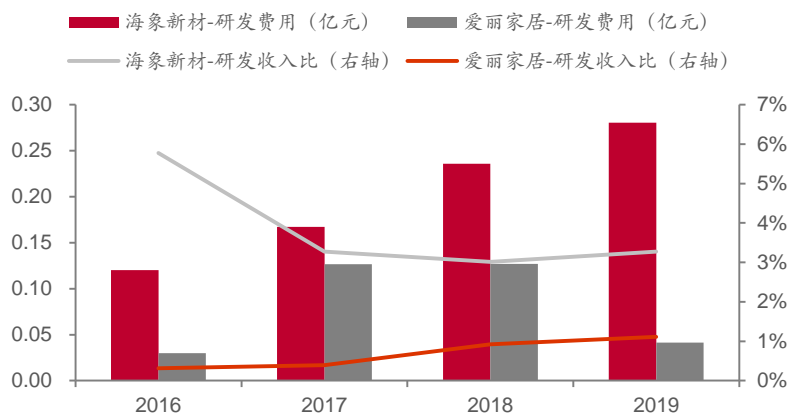
图表 33: 2017-2019 年公司专利应用产品销售数量及占销量比例



资料来源: 公司招股说明书、中泰证券研究所

- 公司重视研发，研发投入大。**公司自成立以来，致力于研发体系建设，投入大量资金建立了研发中心，配备了专业的科研人员和检测设备。因公司客户较分散，公司以客户需求为导向，研发开拓多条产品线，满足客户个性化需求，因此前期研发费用投入较高。2016-2019 年公司的研发费用支出和研发收入比均远高于同行业爱丽家居。较高的研发投入有利于海象新材的 PVC 地板产品技术水平的提高。借助研发实力优势，公司提高自身核心竞争力，未来能更易抢占中高端市场份额，维持了公司高盈利护城河。

图表 34: 研发费用、研发收入比对比



资料来源: 公司招股说明书、中泰证券研究所

- 公司未来研发规划明确。**公司根据国家近年倡导发展绿色环保产业，结合行业技术的发展方向开展前瞻性技术研究工作，为公司成为国内领先的 PVC 地板生产企业的发展目标提供技术储备。公司目前计划实施的研发项目聚焦产品的环保安全性能，也符合需求端需求倾向。

图表 35: 公司正在开发的项目

序号	项目名称	项目内容	目前所处的阶段
1	轻质塑胶地板	1.降低产品在遇到燃烧情况时氯化氢的排放, 减少对人体和环境的危害; 2.降低产品的整体密度, 便于铺装和运输, 降低成本	实验阶段
2	低膨胀系数弹性塑胶地板	提供一种低膨胀率塑胶地板, 该塑胶地板的具有较低的热膨胀系数, 可用于阳光房、地暖、长期高温的地面场所	实验阶段

资料来源: 公司招股说明书、中泰证券研究所

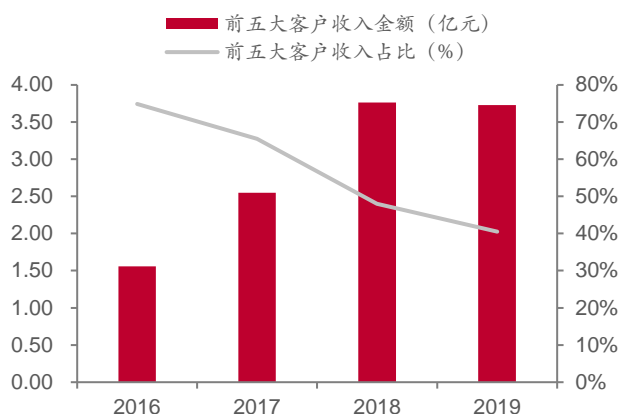
客户资源: 现有客户数量多, 业界口碑佳

- **公司产品口碑良好, 外销市占率逐年上升。**凭借多年的技术研发积累、可靠的产品质量以及多年市场推广, 公司已在 PVC 地板客户群中建立了良好口碑, 2017 年度公司被中国建筑装饰装修材料协会评为“中国地板行业十大家装品牌(弹性地板类)”, 2018 年度公司被中国建筑装饰装修材料协会评为“中国弹性地板行业十大品牌(片材类)”, 2019 年度公司被中国建筑装饰装修材料协会评为“中国弹性地板行业十大品牌”。目前公司业务已覆盖了美国、德国、英国等以欧美为主的发达国家。近年来, 公司先后取得了欧盟 CE 认证、德国 TUV 认证、美国 FloorScore 认证和美国 GREENGUARD 认证, 在产品开发、品质保障等方面逐渐获得客户们的认可, 公司产品出口金额及市场占有率也逐年上升, 市占率从 2016 年的 1.0% 上升到 2019 年的 2.5%, 而爱丽家居由于近三年新产能投放少, 产能因素成为公司业务进一步快速增长的瓶颈, 市占率呈下降趋势, 由 2016 年的 5.2% 下降到 2019 年的 3.3%。
- **公司现有客户均为知名品牌商和建材商, 合作周期长, 客户数量多。**公司是 BRANDYWINE、WINDMOLLER 和 HORNBAACH 等大型地板品牌商和建材零售商的合格供应商之一, 且合作周期较长, 如 WINDMOLLER 从 2015 年 10 月就与公司开展合作至今。同时, 公司客户较为分散, 2016-2019 年, 公司前五大客户收入占比为 75%, 66%, 48% 和 51%, 呈逐年下降趋势。公司对单个客户依赖度不高, 对其议价能力也较高。对比爱丽家居采用单一大客户模式, 2019 年前五大客户收入占比 97%, 其中 VERTEX 占比达 91%, 爱丽家居对其依赖度较高, 因此议价能力偏低。

图表 36: 公司对主要客户合作时间及销售金额

客户名称	国家/地区	客户类型	销售产品类型	首次对接合作时间	2019 年销售额 (亿)	销向该客户收入占收入比值
BRANDYWINE INTERNATIONAL HARDWOOD	美国	地板贸易商	SPC 地板	2017 年 8 月	1.16	13.54%
WINDMOLLER GMBH	德国	地板品牌商	LVT/SPC 地板	2015 年 10 月	0.81	9.43%
GLOBAL GEM FLOORING	美国	地板销售商	WPC/SPC 地板	2016 年 5 月	0.63	7.32%
HORNBAACH BAUMARKT AG	欧洲	知名建材超市	LVT/SPC 地板	2016 年	0.45	5.21%
LA HARDWOOD FLOORING INC	美国	地板品牌商	LVT/WPC/SPC 地板	2017 年 11 月	0.43	5.03%
COTAP	荷兰	地板品牌商	LVT 地板	2016 年 4 月	0.41	4.80%
合计					3.89	45.33%

资料来源: 公司招股说明书、中泰证券研究所

图表 37: 2016-2019 年公司前五大客户销售情况


资料来源: 公司招股说明书、中泰证券研究所

图表 38: 爱丽家居 2019 年前五大客户销售情况

客户名称	国别	占营业收入的比重
VERTEX	美国	91.12%
其中: VERTEX SERVICES LTD	美国	69.07%
TRU WOODS LTD	美国	13.42%
VERTEX FLOORS LTD	美国	3.94%
ASPECTA B.V.	美国	4.55%
伟地石贸易(上海)有限公司	美国	0.07%
TEKNOFLOR SUPPLY LIMITED	美国	0.07%
HK YOULINK INTL LIMITED	中国	3.09%
Q.E.P	美国	1.71%
无锡市中德装饰新材料有限公司	中国	0.66%
HANDELSONDERNEMING HEDITEX B.V.	比利时	0.59%
合计		97.17%

资料来源: 爱丽家居招股说明书、中泰证券研究所

- 公司拓展新客户能力较强。**公司除与原来客户保持良好合作关系外, 也具备拓展新客户能力, 2017-2019 年每年均有新增客户, 如 GLOBAL GEM 和 COTAP, 为公司通过展会产品展示、销售团队邮件往来获得, 而 BRANDYWINE 和 LA HARDWOOD 是 SUN SHINE 原客户, 这是由于 2017 年起, 公司与 SUN SHINE 合作模式发生变化, 绝大部分原向 SUN SHINE 采购公司产品的客户已变更为直接从公司采购, 因此 SUN SHINE 销售占比呈下降趋势, 2019 年跌出前五大客户。从客户采购品种变化趋势分析, 公司的 SPC 产品受到市场认可, 也因此吸引更多优质品牌商和建材商与公司合作。

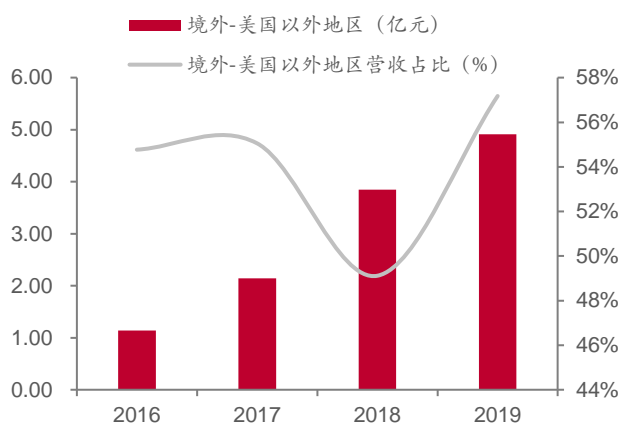
图表 39: 2016-2019 年公司前五大 ODM 客户占比情况

期间	客户名称	销售的主要产品	金额(亿元)	占营业收入的比例
2019年度	BRANDYWINE	SPC	1.16	13.5%
	WINDMÖLLER	LVT、SPC	0.81	9.4%
	GLOBAL GEM	WPC、SPC	0.63	7.3%
	HORNBAACH BAUMARKT AG	LVT、SPC	0.45	5.2%
	LA HARDWOOD FLOORING	LVT、WPC、SPC	0.43	5.0%
	合计	-	3.48	40.5%
2018年度	SUN SHINE	LVT、WPC、SPC	1.29	16.5%
	WINDMÖLLER	LVT	0.98	12.4%
	BRANDYWINE	SPC	0.55	7.0%
	LA HARDWOOD FLOORING	WPC、SPC	0.52	6.6%
	HORNBAACH BAUMARKT AG	LVT	0.43	5.4%
合计	-	3.76	48.0%	
2017年度	SUN SHINE	LVT、WPC、SPC	1.19	30.5%
	WINDMÖLLER	LVT	0.60	15.5%
	BEAULIEU	LVT、WPC、SPC	0.31	7.9%
	HORNBAACH BAUMARKT AG	LVT	0.26	6.7%
	COTAP	LVT	0.19	4.9%
合计	-	2.55	65.5%	
2016年度	SUN SHINE	LVT、WPC	0.68	32.8%
	WINDMÖLLER	LVT	0.51	24.3%
	HORNBAACH BAUMARKT AG	LVT地板	0.16	7.7%
	BEAULIEU	LVT、WPC	0.10	5.0%
	浙江晶通塑胶有限公司	LVT	0.10	5.0%
合计	-	1.56	74.9%	

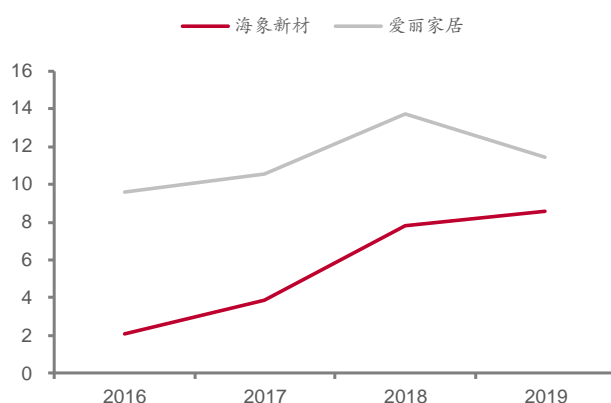
资料来源: 公司招股说明书、中泰证券研究所

- 公司积极开拓美国以外的境外市场。**为降低美国加征关税对公司带来的不利影响, 公司加强了美国地区以外市场开拓工作力度。2019 年度, 美国地

区收入占比由 2018 年度的 49.23% 下降到 45.67%，2020 年度 1-6 月，美国地区收入占比进一步下降到 43.38%，降低了美国地区收入占比较高的风险。美国加征关税后，公司 2018 年度和 2019 年度，公司营业收入仍然保持较快的增长，证明了美国加征关税对公司的经营影响有限。相比爱丽家居，如前文所说采用单一大客户模式，基本均向美国的单一客户 VERTEX 销售。近三年爱丽家居对 VERTEX 的销售额占总营业收入比例均在 90% 以上，因此美国关税政策对爱丽家居影响非常大，导致爱丽家居 2019 年度营收呈负增长。

图表 40: 2016-19 年境外非美地区销售占比


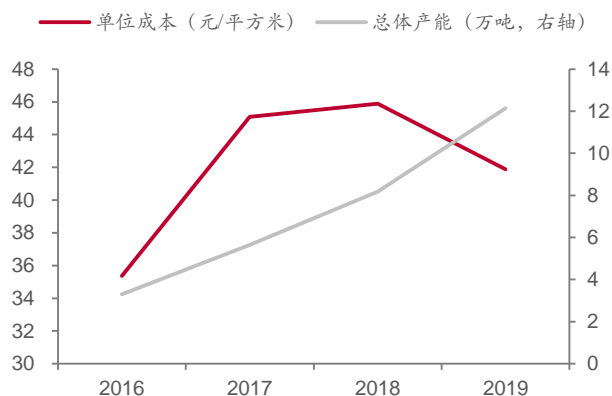
资料来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

图表 41: 公司营收规模呈上升趋势 (亿元)


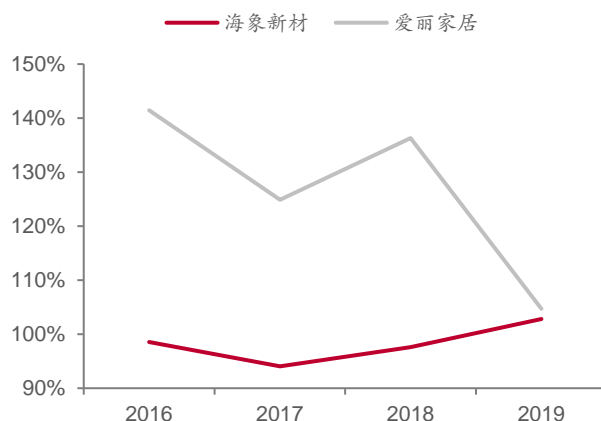
资料来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

未来看点：产能建设快速推进，打造自有品牌提高市占率

- 公司产能陆续投放有效降低产品成本。**2016-2019 年，公司产能从 3.4 万吨上升至 12.1 万吨，有效降低了单位成本。2016 公司产品单位成本为 35.36 元，虽然 2017 年由于投入新产品 SPC 地板，成本提升，但 2019 年成本已得到控制，下降至 41.89 元。同时，近四年公司产能利用率均处于较高水平，且从整体来看，公司产能利用率呈增长趋势，接近满负荷生产状态，而同行业爱丽家居均处于超负荷生产状态。
- 未来产能规划能进一步放大公司规模优势，提高市占水平。**公司募投年产 2000 万平方米 PVC 地板生产基地建设项目。同时，公司在 2019 年 9 月在越南设立全资子公司，计划将部分产能搬迁以及在越南新增部分产能，不仅有利于降低美国关税政策对公司利润的不利影响，产能区域集中程度下降也有利于降低产品运输成本，提升公司利润水平。

图表 42: 大规模产能有效降低产品成本


资料来源: 公司招股说明书、中泰证券研究所

图表 43: 可比公司产能利用率对比


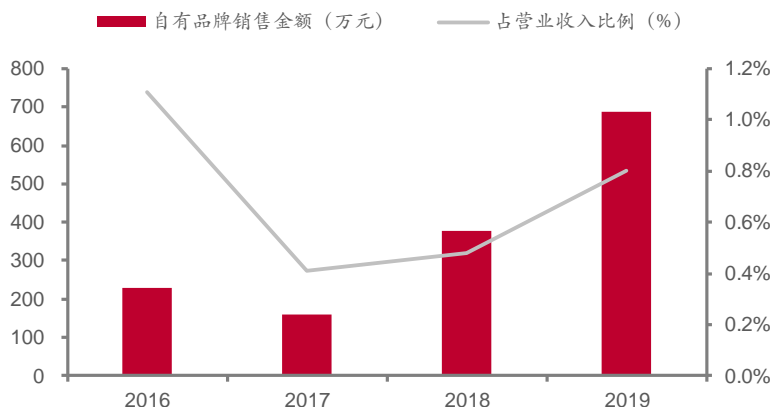
资料来源: 公司招股说明书、中泰证券研究所

图表 44: 公司产能规划情况

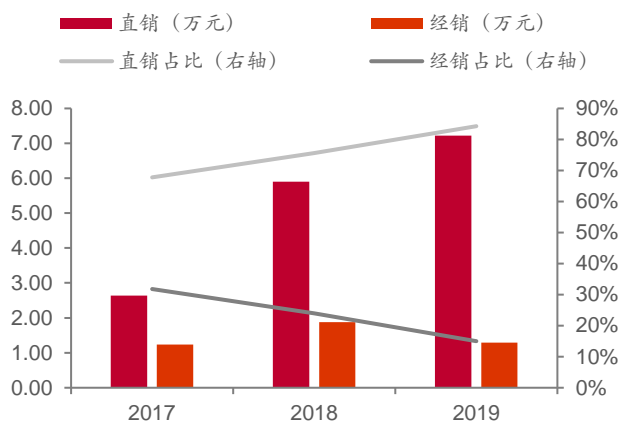
项目名称	产能	目的和进度
年产2,000万平方米PVC地板生产基地建设项目	2000万 m ² /年	IPO公开募集总额4.7亿元。公司现有生产基地已出现场地布局紧张、自有产能饱和等生产瓶颈, 成立此项目有利于扩充生产能力, 全面改善研发制造、经营管理的工作环境, 从而更加有效、长期的解决现有产能瓶颈。
越南设立子公司	待定	2019年9月, 公司已在越南设立子公司, 将部分产能搬迁至越南以及在越南新增部分产能, 越南公司生产的产品主要向美国地区的销售, 有利于降低美国加征关税对公司带来的不利影响。

资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

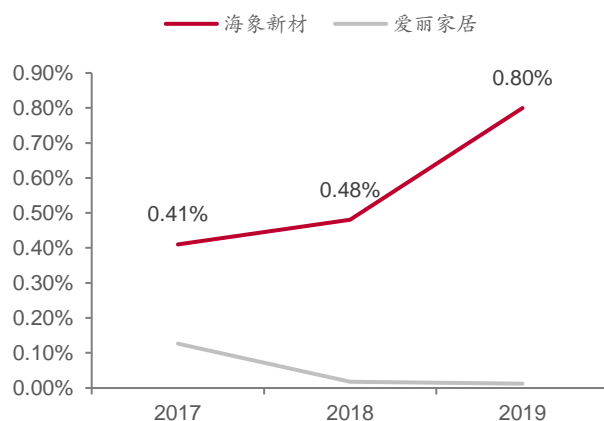
- 公司现以 ODM/OEM 为主要销售模式, 自有品牌销售模式 (OBM) 占比有望提升。2017-2019 年公司直销占主营业务收入比分别为 67.79%、75.54%、84.19%, 占比持续提升。近年公司注重加强自有品牌建设, 提高产品附加值, 2017-2019 年公司 OBM 销售占主营业务收入比分别为 0.41%、0.48%、0.80%, 高于爱丽家居。

图表 45: 自有品牌销售金额及占比


资料来源: 公司招股说明书、中泰证券研究所

图表 46: ODM/OEM 下直销, 通过贸易商销售情况


资料来源: 公司招股说明书、中泰证券研究所

图表 47: 公司 OBM 销售收入占比


资料来源: 公司招股说明书、爱丽家居招股说明书(注: 选取境内经销销售量为 OBM 销售额)、中泰证券研究所

- 公司加强自有品牌建设, 积极开拓国内市场, 已成为国内地产商龙头万科供应商。**公司在积极拓展国外市场的同时, 不断尝试扩大国内市场的销售。考虑到近年来国内房地产市场精装修出售的商品房占比不断提高, 公司正通过与国内大型房地产开发企业合作的方式, 直接接入商品房的精装环节, 进而打开家装市场, 如公司于 2019 年 8 月与万科企业股份有限公司签订 PVC 地板集中采购协议, 拟为其提供优质的 PVC 地板。

盈利预测与投资建议

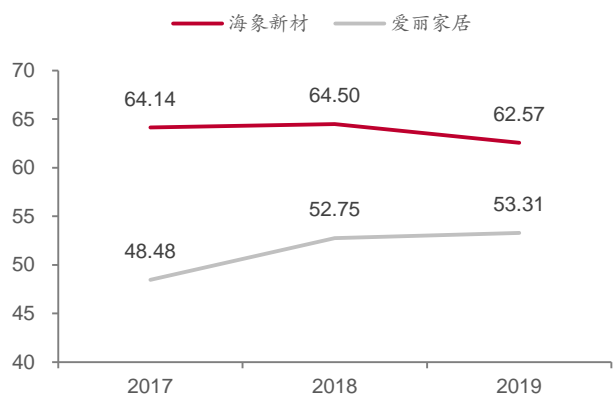
可比公司盈利能力与估值对比

- 公司盈利能力有望稳步提升。2017-2019 年, 公司毛利率均高于爱丽家居和美喆国际, 原因有三。**
 - 其一, 结算模式差异导致公司产品售价较高。**公司境外销售的锁扣地板产品, 公司与绝大部分客户约定, 产品销售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由客户直接与专利授权方统一结算, 结算模式差异反映为公司特许权使用费金额大于爱丽家居, 因此公司产品销售价格高于爱丽家居。
 - 其二, 客户模式和销售模式不同导致公司议价能力较强, 产品附加值较高。**爱丽家居、美喆国际均采用单一大客户模式, 相比之下公司客户相对分散, 因此对单个客户的议价能力较强; 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, 毛利率总体高于美喆国际。
 - 其三, 公司生产设备趋向自动化大量节约成本。**公司技术水平不断提高, 生产设备趋向自动化和节能化, 如公司新推出 SPC 地板产品, 其采用的原料储备装置、管道输送和自动计量装置可有效提高生产的自动化程度, 保障产品质量稳定性的同时节约了大量人力成本。近三年公司单位成本由 45.08 元/平方米下降至 41.89 元/平方米, 推动单位净利润由 19.06 元/平方米增长至 20.08 元/平方米, 主营业务毛利率呈上升趋势, 成本优势越发明

显。

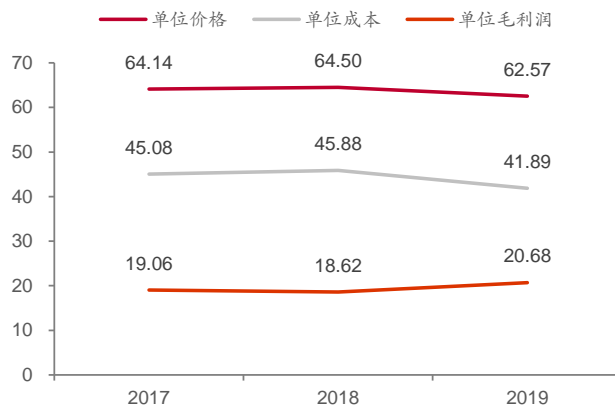
- **公司净利率逐年增长。**2017-2019 年爱丽家居和美喆国际净利率较稳定，在 12%左右，而公司 2017-2019 年净利率为 0.2%，11.4%和 16.1%，2018 年公司已接近同行业水平，2019 年超过同业，费用控制效果显著。

图表 48: 单位价格比较 (元/平方米)



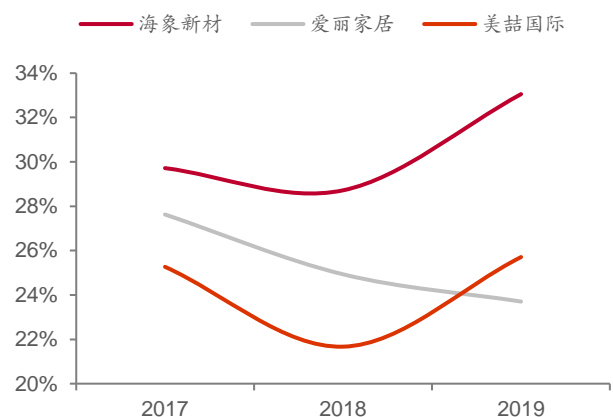
资料来源: 公司招股说明书、中泰证券研究所

图表 49: 公司单位价格/成本/毛利润 (元/平方米)



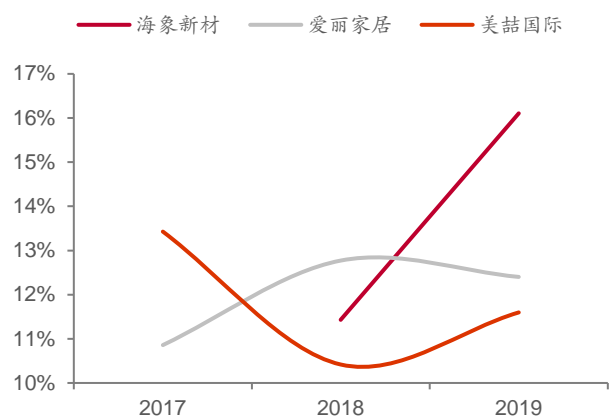
资料来源: 公司招股说明书、中泰证券研究所

图表 50: 可比公司主营业务毛利率对比



资料来源: 公司招股说明书、中泰证券研究所

图表 51: 可比公司主营业务净利率对比



资料来源: 公司招股说明书、中泰证券研究所

图表 52: 可比公司估值对比

代码	简称	股价	EPS (人民币元/新台币圆)			PE			PB	PEG	总市值
		(11月23日)	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E			(亿元/亿新台币)
003011.SZ	海象新材	68.0	2.51	2.60	3.62	5.12	26.16	18.77	4.24	0.05	49.9
可比公司											
603221.SH	爱丽家居	13.6	0.79	-	-	17.23	-	-	2.28	-	32.7
8466.TW	美喆	63.7	6.09	-	-	10.46	-	-	1.61	-	42.1
603226.SH	菲林格尔	10.1	0.76	-	-	13.32	-	-	2.25	-	21.3
000910.SZ	大亚圣象	15.9	1.30	1.30	1.47	12.24	12.23	10.82	1.61	-11.80	87.1
002240.SZ	盛新锂能	19.3	-0.11	0.07	0.23	-175.45	292.87	85.63	4.46	1.60	143.6
002043.SZ	兔宝宝	9.9	0.51	0.55	0.74	19.41	17.99	13.33	4.65	2.15	76.7
均值		22.09	1.56	0.64	0.81	-17.13	107.70	36.59	2.81	-2.68	67.24

来源: WIND、中泰证券研究所; PVC 地板可比公司主要为爱丽家居、美喆国际、菲林格尔, 但未有相关 WIND 一致盈利预测, 因而采用与地板相近的板材行业相关公司作为估值对比标的, 其盈利预测取自 wind 一致预期; 总市值均值未包含美喆, 美喆 EPS 单位为新台币圆, 市值单位为亿新台币; 盛新锂能主营业务为纤维板, wind 行业为林木产品

- 我们认为, 公司历史毛利率、净利率和净资产收益率水平位居行业前列, 2020 年有望实现营收、净利润水平进一步领先, 成为 PVC 地板行业龙头。未来两三年在自身产能快速扩张、以及海外需求的推动下, 收入、利润水平有望持续快速增长, 成长性较高。同时公司 ODM 商业模式领先, 行业竞争格局有利于龙头市占率的快速提升。综上, 应给予较高的估值水平。鉴于 PVC 地板行业标的的较少, 暂无其他可比公司盈利预测。我们参照 2020、2021 年地板可比公司 WIND 一致盈利预期及当前股价对应 PE 平均估值 108X、37X 为对照依据, 当前海象新材股价对应 PE (2020、2021E) 估值为 26X、19X, 低于行业可比公司均值, 因而给予“买入”评级较为合理。考虑到 2022 年公司产能投放多, 我们预测 2022 年公司盈利有望实现高速增长, 因而当前股价对应 2022 年 PE 估值或将低于行业均值。我们估计, 公司合理 PE (2021E) 估值区间为 25-35X, 估值中枢为 30X。

盈利预测

- 板材产能和销量有望快速增长, 产品单价预计整体维持稳定: 海象新材上市募集资金将用来建设 2000 万平方米/年 PVC 地板产线, 预计建设周期为 18 个月, 2021 年底完工投产。同时, 越南产线预计也将陆续投产。叠加美国房地产市场需求快速增长, 订单有望持续增长。我们预计 2020、2021、2022 年年末公司板材产能分别将达到 2000、2500、4000 万平, 销量分别约为 1960、2450、3920 万平方米。单价方面, 定制化产品的多样性和高端化有利于公司产品售价保持稳定。
- 盈利能力有望保持稳中向上态势: 公司成本控制能力较强, 单位成本有望维持稳定, 销售和管理水平不断提升。结合以上因素, 我们推测 2020、2021、2022 年公司归母净利润将分别为 1.9 亿元、2.7 亿元、3.8 亿元, 同比+38%、+39%、+41%。

投资建议

- 行业需求高增, PVC 地板龙头产能扩张, 加速“出海”。基于短期疫情下加速国货“出海”、中期产能快速扩张、长期全球化“入海”+国内渗透率提升的逻辑, 我们判断明后年海外正常复工复产后需求将持续增长, 公司有

望取得较高业绩增长。我们预测公司 2020-2022 年实现收入分别为 12.1、15.4 和 24.4 亿元，归母净利 1.9 亿元、2.7 亿元、3.8 亿元；当前股价对应 PE 分别为 26、19、13 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- **宏观经济下行风险：**宏观经济发展不及预期，整体经济下行对行业的供给端和需求端都有重大的影响。
- **海外进口需求不如预期：**PVC 地板行业需求和海外市场进口需求量息息相关，若受关税等政策影响，需求波动对行业乃至公司出货量有较大影响。
- **原材料价格大幅波动：**尽管公司可以转嫁部分原料成本，但原料价格波动对公司短期内产品单位利润有至关重要的影响。若 PVC 价格超预期上涨，则未来几个季度公司产品将面临单位利润率较低的局面。
- **新建产能投放不及预期：**公司未来有较多产能投放，也是未来公司业绩高速增长的关键前提。其中任何产能投放不及预期都将影响公司未来的高速增长。
- **行业规模增长不及预期：**行业规模预测基于一定前提假设，存在实际达不到，不及预期的风险。

图表 53: 公司盈利预测

损益表 (人民币亿元)						资产负债表 (人民币亿元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	7.84	8.59	12.08	15.40	24.40	货币资金	0.39	0.78	4.90	5.99	5.53
增长率	101.4%	9.6%	40.7%	27.5%	58.4%	应收款项	1.28	1.62	1.40	2.45	3.65
营业成本	-5.58	-5.75	-8.21	-10.36	-16.92	存货	1.28	1.54	2.48	2.60	5.69
% 销售收入	71.1%	66.9%	68.0%	67.3%	69.3%	其他流动资产	0.52	0.85	0.79	0.92	1.01
毛利	2.26	2.84	3.87	5.04	7.48	流动资产	3.47	4.79	9.58	11.95	15.88
% 销售收入	28.9%	33.1%	32.0%	32.7%	30.7%	% 总资产	52.4%	51.1%	62.1%	63.0%	66.2%
营业税金及附加	-0.04	-0.05	-0.07	-0.09	-0.14	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
% 销售收入	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	2.56	3.56	4.25	4.86	5.39
营业费用	-0.76	-0.85	-0.91	-1.11	-1.76	% 总资产	38.6%	38.1%	27.6%	25.7%	22.5%
% 销售收入	9.8%	10.0%	7.5%	7.2%	7.2%	无形资产	0.29	0.44	0.57	0.70	0.82
管理费用	-0.17	-0.24	-0.60	-0.66	-1.02	非流动资产	3.15	4.58	5.84	7.01	8.10
% 销售收入	2.2%	2.7%	5.0%	4.3%	4.2%	% 总资产	47.6%	48.9%	37.9%	37.0%	33.8%
息税前利润 (EBIT)	1.29	1.70	2.29	3.18	4.56	资产总计	6.62	9.36	15.41	18.96	23.98
% 销售收入	16.4%	19.8%	19.0%	20.6%	18.7%	短期借款	1.52	1.94	0.00	0.00	0.00
财务费用	-0.06	-0.11	-0.22	-0.26	-0.41	应付款项	1.56	2.10	2.34	3.76	5.78
% 销售收入	0.8%	1.3%	1.8%	1.7%	1.7%	其他流动负债	0.53	0.60	0.60	0.60	0.60
资产减值损失	0.08	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	流动负债	3.61	4.64	2.93	4.36	6.37
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	长期贷款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他长期负债	0.11	0.55	0.55	0.55	0.55
% 税前利润	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	3.72	5.18	3.48	4.90	6.92
营业利润	1.30	1.56	2.05	2.89	4.12	普通股股东权益	2.90	4.18	11.93	14.06	17.06
营业利润率	16.6%	18.2%	17.0%	18.8%	16.9%	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收支	0.00	0.04	0.04	0.04	0.04	负债股东权益合计	6.62	9.36	15.41	18.96	23.98
税前利润	1.30	1.60	2.09	2.93	4.16	比率分析					
利润率	16.6%	18.7%	17.3%	19.0%	17.1%		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	-0.13	-0.17	-0.23	-0.33	-0.46	每股指标					
所得税率	9.9%	10.6%	11.2%	11.1%	11.0%	每股收益 (元)	1.63	2.51	2.60	3.62	5.12
净利润	0.90	1.38	1.91	2.66	3.75	每股净资产 (元)	3.96	5.70	16.27	19.17	23.26
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金净流 (元)	0.21	2.51	2.79	4.76	3.16
归属于母公司的净利润	0.90	1.38	1.91	2.66	3.75	每股股利 (元)	0.00	0.00	0.52	0.72	1.02
净利率	11.4%	16.1%	15.8%	17.3%	15.4%	回报率					
						净资产收益率	30.88%	33.09%	15.97%	18.90%	22.00%
现金流量表 (人民币亿元)						总资产收益率	13.53%	14.77%	12.37%	14.01%	15.65%
净利润	0.90	1.38	1.91	2.66	3.75	投入资本收益率	65.79%	35.78%	36.93%	39.12%	48.90%
加: 折旧和摊销	0.19	0.31	0.33	0.42	0.50	增长率					
资产减值准备	0.08	0.06	0.00	0.00	0.00	营业总收入增长率	101.42%	9.57%	40.66%	27.50%	58.40%
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT增长率	312.97%	42.39%	34.28%	38.27%	43.17%
财务费用	0.11	0.12	0.22	0.26	0.41	净利润增长率	12155.00%	54.42%	37.81%	39.38%	41.26%
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产增长率	140.62%	41.44%	64.60%	23.02%	26.47%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理能力					
营运资金的变动	-1.41	0.41	-0.41	0.15	-2.35	应收账款周转天数	45.6	60.7	45.0	45.0	45.0
经营活动现金净流	0.15	1.84	2.05	3.49	2.32	存货周转天数	47.7	59.0	59.9	59.4	61.2
固定资本投资	-1.73	-1.46	-1.46	-1.46	-1.46	应付账款周转天数	58.3	81.9	70.1	76.0	73.0
投资活动现金净流	-1.71	-2.38	-1.61	-1.61	-1.61	固定资产周转天数	77.7	128.3	116.5	106.6	75.7
股利分配	0.00	0.00	-0.38	-0.53	-0.75	偿债能力					
其他	1.73	0.82	4.07	-0.26	-0.41	净负债/股东权益	36.25%	-62.18%	-47.16%	-36.78%	2.10%
筹资活动现金净流	1.73	0.82	3.69	-0.79	-1.17	EBIT利息保障倍数	20.2	15.6	10.7	12.2	11.1
现金净流量	0.16	0.28	4.12	1.08	-0.46	资产负债率	56.18%	55.36%	22.58%	25.86%	28.86%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。