

业绩稳定增长可期，新股发行定价低于公司内在价值

——天振股份（301356.SZ）投资价值分析报告

核心观点

◎以贡献绿色经济为出发点放眼全球市场

公司作为国内第一批研发、生产 PVC 地板的企业，牢牢占据该板块的市场占有率，2021 年公司年产值超过 30 亿元，年销售量超过 5,000 万 m²，按行业通用的同等面积实木地板的木材消耗量测算，其减少使用的木材每年可以为我国节省约 5 万亩的森林资源，且公司的各类 PVC 地板产品皆可回收进行再循环利用。在销售系统方面，公司已形成了“多渠道、密集型”的销售体系，产品已遍布北美、欧洲、东南亚等 20 余个国家。公司 2022 年度上半年已实现收入 1,797.09 百万元，同比增长 57.02%，实现归母净利润 222.98 百万元，同比增长 112.14%。

◎主要产品具有较强技术先进性

比如作为国内最早研发并批量化生产 WPC 地板的企业之一，在 WPC 地板的研发生产方面拥有丰富的经验并申请了相关发明专利，根据第三方权威检测机构提供的公司产品检测数据，公司 WPC 地板的主要性能指标都达到或者超过国际、国内标准，发行人技术水平具有较强的先进性。公司在新型无机复合材料运用上也取得了重大突破，成为了国内首批拥有成熟 MGO 地板生产工艺技术的企业。公司自主研发生产的 MGO 地板产品已经初步得到世界知名地板品牌商 SHAW 的认可，正在全球进行推广试用。公司在新材料、新技术和新产品上的不断突破，在引领市场的同时也改变了整个地板行业的产品竞争格局。

◎此次登陆创业板募资将进一步扩大公司市场份额

本次公司登陆创业板募集资金总额约为 18.90 亿元，主要用于浙江生产基地年产 3,000 万平方米新型无机材料复合地板智能化生产线项目以及越南基地年产 2,500 万平方米新型无机材料复合地板智能化生产线项目。通过本次募集资金成功扩产后将进一步扩大公司市场份额。同时公司利用此次募资将建立高标准的研究中心，将有效提升公司的研发能力和技术水平，探索研发新型地板，提高公司核心竞争能力，并进一步保持公司技术先进性的优势地位。

◎公司盈利预测与估值

预计公司 2022 年-2024 年每股收益（EPS）分别为 4.65 元、4.38 元和 5.19 元，未来三年归母净利润将保持 43.86% 的复合增长率。绝对估值模型下，对应每股合理内在价值为人民币 **122.00** 元。相对估值模型下：目前行业可比公司 2022 年平均 PE 为 31 倍，综合考虑公司的规模与技术创新优势，我们给予公司 2022 年 26-36 倍 PE，对应每股合理估值区间在人民币 120.90-167.40 元之间。结合两个估值模型的结果，我们认为公司每股合理价值为 **122.00-167.40** 元，公司新股发行价格为 **63** 元/股，因此我们也认为公司股票具有较大投资潜力。

◎风险提示

原材料价格波动风险、市场需求波动风险、汇率波动风险、客户集中度较高的风险以及境外经营的风险。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	247,872	3,792	4,209	4,504
(+/-) (%)	41.81%	19.20%	11.00%	7.00%
归母净利润	279	442	520	623
(+/-) (%)	-24.98%	58.15%	17.59%	19.96%
每股收益 (元)	1.55	4.65	4.33	5.19
每股股利 (元)	0.40	2.12	0.43	0.52

数据来源：公司招股意向书及华通证券研究部

A 股研究报告

华通证券国际有限公司研究部
新股价值研究组

SFC:AAK004

Email:yjb@huatongzq.com

估值结论

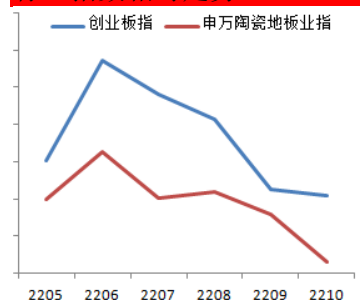
PE 合理估值 120.90-167.40 元/股
 DCF 合理估值 122.00 元/股
 新股发行价格 63 元/股

主要数据(发行前) 截至 2022.06.30

资产总额(百万元)	2,734
净资产(百万元)	1,446
法定股本数(万股)	9,000
每股净资产(元/股)	16
职工人数(人)	2,997
营业收入(百万元)	1,797
净利润(百万元)	223
毛利率	15.06%
净利率	12.41%
每股收益(元/股)	2.48

数据来源：公司招股意向书

行业指数相对走势



数据来源：东方财富 Choice 数据



正文目录

一、公司经营能力优秀实力雄厚，产品远销各个发达国家	4
1.公司概况	4
2.公司发展历程	4
3.公司主要产品及应用场景	5
4.主要销售区域及营销网络	5
5.公司主要客户	5
6.公司发行前股权架构	6
7.公司历史主要财务数据概览	6
二、国家政策层面利好	7
三、行业及发展趋势	7
(一)、全球地面装饰材料行业发展	7
1.全球地面装饰材料行业发展	7
2.中国地面装饰材料行业发展	7
(1).城镇化率的提升给地面装饰材料行业带来持续稳定的需求	7
(2).二次装修市场迅速发展产生大量对地面装饰材料的需求	8
(二)、PVC 地板行业发展	8
1.PVC 地板在国外	8
(1).PVC 地板在美国	8
(2).PVC 地板在欧洲	8
2.PVC 地板在国内	9
(1).PVC地板在国内的需求	9
(2).PVC地板在国内的供给	9
(三)、PVC 地板行业的经营模式和特征	9
四、行业发展机遇	10
1.SPC、MGO 产品将引领新的时尚潮流	10
2.规模效应在行业的优势将更加凸显	10
3.国家及产业政策的大力支持	10
4.消费理念升级促进 PVC 地板销量增长	10
5.行业技术水平不断提升扩大竞争优势	11
五、公司以何制胜	11
1.技术与研发优势	11
2.行业地位优势	11
3.客户资源优势	11
4.行业声誉优势	12
六、募投项目概要	12
七、盈利预测与估值分析	12
1.盈利预测	12
2.估值分析	12
(1)绝对估值	12
(2)相对估值	13
八、风险提示	13



图表目录

图 1:公司发展历程	4
图 2:公司地板式样	5
图 3:产品应用场景	5
图4:产品销售区域	5
图 5:公司销售网点	5
图 6:主要合作伙伴	5
图 7:公司发行前股权架构	6
图 8:2019 年-2022 年主要资产数据	6
图 9:2019 年-2022 年主要损益数据	6
图 10:2019 年-2022 年主要现金流量数据	6
图 11:2019 年-2022 年每股收益	6
图 12:2019 年全球地面装饰行业分产品市场份额	7
图 13:2019 年全球各类地面装饰材料细分市场份额	7
图 14:2010 年-2019 年中国城镇化率走势	7
图 15:2020 年美国各类地板销售金额、比例及较前一年的变化幅度	8
图 16:2016 年-2020 年美国 PVC 地板销售金额	8
图 17:2016 年和 2020 年美国进口各类地面装饰材料情况对比	8
图 18:2015 年-2020 年中国 PVC 地板出口统计	9
图 19:2019 年、2020 年及 2025 年预测的全球 PVC 地板市场规模	10
表 1: 公司主要产品	10
表 2: PVC 地板生产企业的经营模式	9
表 3:收入预测表	12
表 4:DCF 估值模型	13
表 5:可比公司估值表	13
表附录:综合财务报表预测与比率分析	14

一、公司经营能力优秀实力雄厚，产品远销各个发达国家

1. 公司概况

浙江天振科技股份有限公司（简称：“天振股份”或“公司”）创建于2003年，目前注册资本人民币玖仟万元。总部位于中国竹乡、两山理念发源地——浙江安吉。公司是国内新型PVC复合材料地板研发、生产及出口的龙头企业之一，主营业务为新型PVC复合材料地板的研发、生产和销售，主要产品包括木塑复合地板（WPC地板）、石塑复合地板（SPC地板）、玻镁地板（MGO地板）和塑晶地板（LVT地板）等。

公司致力于建立世界一流的新型绿色环保地板等高科技新材料的研发和产业制造基地，为全球提供绿色环保装饰材料，为世界创造更多绿色空间。截至2022年6月30日，公司拥有浙江和越南两处生产基地，资产总额为27.34亿元，净资产为14.46亿元，固定资产5.08亿元，拥有厂房及办公场所建筑面积27.08万平方米。产品以远销欧美为主，2022年上半年销售各类地板2,888万平方米，实现收入17.97亿元，净利润（及归母净利润）2.23亿元，净利润率为12.41%。现有员工2,997人，其中技术人员215名。拥有发明专利项12项，实用新型专利8项。

2. 公司发展历程

图1：公司发展历程



2010年公司准确把握了地板行业未来的发展趋势，成为国内首批转型生产新型PVC复合材料地板的企业。2011年公司新增了LVT地板生产线。2012年在国内率先研发出WPC地板产品并投入生产。自此，公司正式完成了从竹地板出口企业到PVC地板出口企业的转型。

3. 公司主要产品及应用场景

(1) . 公司主要产品

主要产品包括木塑复合地板（WPC地板）、石塑复合地板（SPC地板）、玻镁地板（MGO地板）和塑晶地板（LVT地板）等四大类产品。公司地板品牌获得“中国弹性地板行业十大品牌”称号。公司主要产品概述情况具体如下表：

表1：公司主要产品

产品类别	主要原料	产品描述	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	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。	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	
MGO地板 (玻镁地板)	实木皮 聚氯乙烯 氧化镁 氯化镁 重钙粉 稳定剂	MGO地板又称玻镁地板，主要由UV层、正面装饰层、MGO基材层、背垫层组成	MGO地板由于采用了MGO无机基材，具备了优异的防水特性和防火特性，防火指标可达国家A2级，热胀冷缩时无明显尺寸、平整度变化，具备强大的稳定性	
LVT地板 (塑晶地板)	聚氯乙烯 重钙粉 稳定剂 增塑剂	LVT地板（塑晶地板），主要由强化UV层、透明耐磨层、印花面料层、PVC中料层和基底平衡层构成，是目前最为传统的一种PVC地板	绿色环保；防滑耐磨；防水防潮；防火阻燃；高弹性和抗冲击；施工便捷；保养方便	

图 2: 公司地板式样



(2). 产品主要应用场景

公司地板产品主要应用于生活、住宿、休闲及工作等场景地面，具体见下图：

图 3: 产品应用场景



4. 主要销售区域及营销网络

公司主要销售地区为美洲、欧洲及亚洲等，销售网络也以美洲、欧洲及亚洲为主。

图 4: 产品销售区域

我们的客户遍布全球



图 5: 公司销售网点



5. 公司主要客户

公司主要包括国内万科、金螳螂等知名房地产开发商及装修商，也包括国外知名地板厂商 Shaw 及销售商 Tarkett 等。

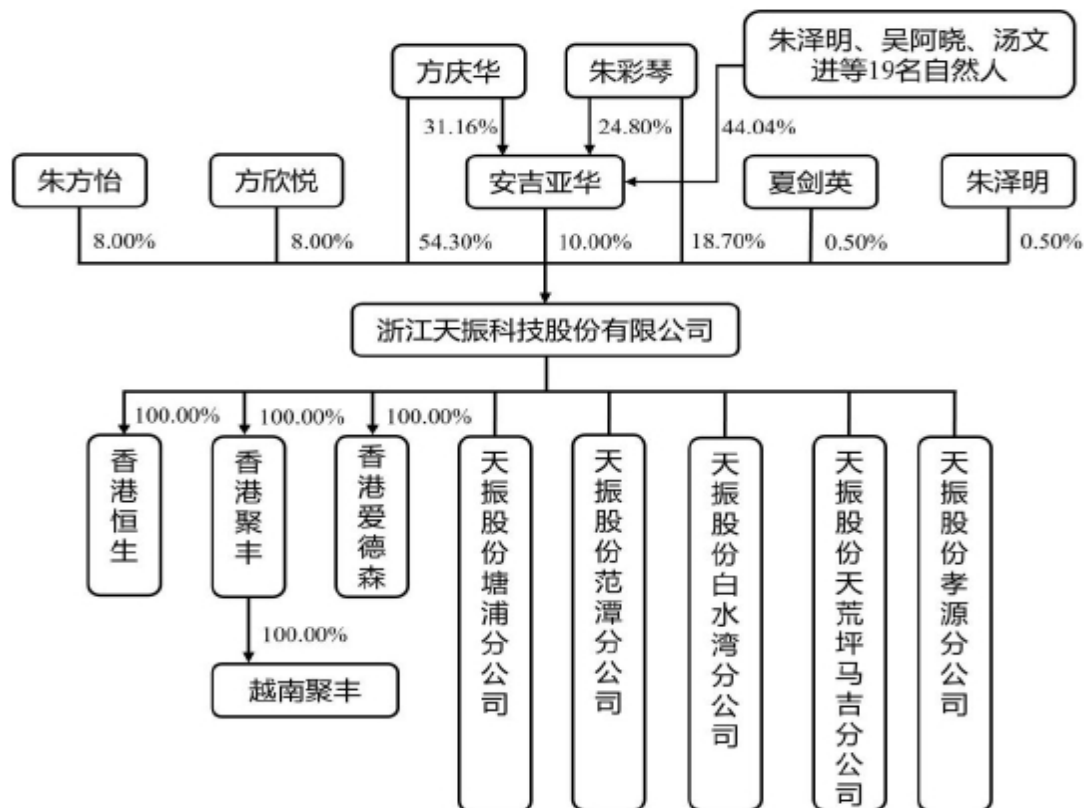
图 6: 主要合作伙伴



6. 公司发行前股权架构

公司注册资本为 9,000 万元，具体为每股面值 1 元的普通股 9,000 万股，方庆华、朱彩琴夫妇分别持有发行人 54.30% 和 18.7% 的股份为实控人。公司本次在深交所创业板公开发行每股面值为 1 元的普通股 3,000 万股，占发行后的总股本比例为 25%，发行后总股本为 1.2 亿股普通股，发行价格为 63 元/股。

图 7：公司发行前股权架构



资料来源：公司招股意向书、华通证券研究部

注（1）. 安吉亚华为职工持股平台；

（2）. 朱方怡、方欣悦系方庆华、朱彩琴夫妇的长女、次女。

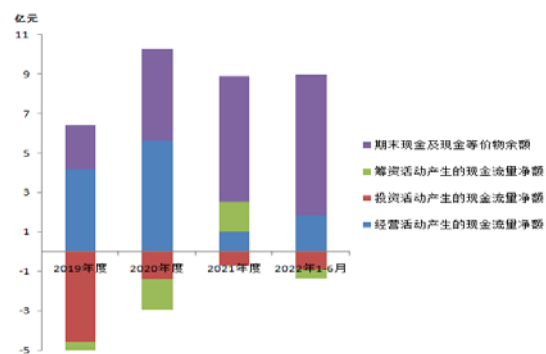
7. 公司历史主要财务数据概览

公司 2019 年-2022 年 1-6 月主要财务数据见下图：

图 8：2019 年-2022 年主要资产数据 (单位: 亿元)



图 10：2019 年-2022 年主要现金流量数据 (单位: 亿元)



数据来源：公司招股书意向书、华通证券研究部

图 9：2019 年-2022 年主要损益数据 (单位: 亿元)

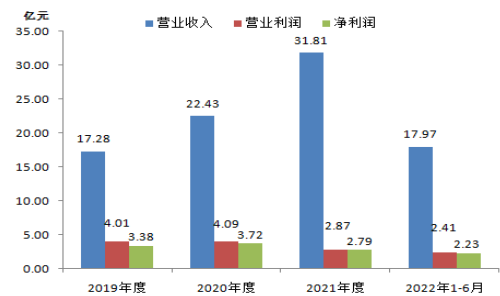
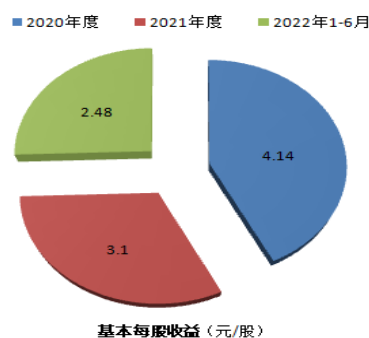


图 11：2019 年-2022 年每股收益 (单位: 元/股)



二、国家政策层面利好

2016 年以来，国家新制订与 PVC 地板行业相关的行业政策主要有《国家重点支持的高新技术领域》、《塑料加工业“十三五”发展规划指导意见》、《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》、《新材料产业发展指南》、《产业发展与转移指导目录（2018 年本）》和《塑料加工业“十四五”科技创新指导意见》等。PVC 地板作为一种可再生利用的新材料，能够大幅节约自然资源同时保护生态环境，因而被列为国家战略性新兴产业，国家大力鼓励 PVC 材料制品的发展，促进了 PVC 地板的产业化和规模应用。

三、行业及发展趋势

地面装饰材料是建筑装饰行业的重要元素，不同类别的地面装饰材料性能迥异，能够在很大程度上影响室内设计的舒适性、美观性和安全性等各个方面。随着人们生活水平的提高以及社会生产技术的快速发展，地面装饰材料的品种不断增多，功能不断增强，人们对地面装饰材料的实用性、装饰性和环保性等方面也不断提出了更高的要求。

（一）、全球地面装饰材料行业发展

1. 全球地面装饰材料行业发展

根据 Statista 关于《Global flooring and carpet market size in 2018 and 2025》的相关数据显示，2018 年全球地面装饰材料行业的市场规模大约为 3,805 亿美元，预计在 2025 年其市场规模可达 4,500 亿美元。全球知名地板品牌商 Tarkett 也针对当前全球各类地面装饰材料的市场份额分布情况作了相关研究，根据 Tarkett 集团 2021 年发布的《Universal Registration Document 2020》报告，除去混凝土地板、竹地板和金属地板等特殊产品，2019 年全球地面装饰材料销售总量约为 141 亿平方米，各类产品的具体销售市场份额如下图所示：

图 12:2019 年全球地面装饰行业分产品市场份额 图 13:2019 年全球各类地面装饰材料细分市场份额



资料来源: Tarkett Universal Registration Document 2020

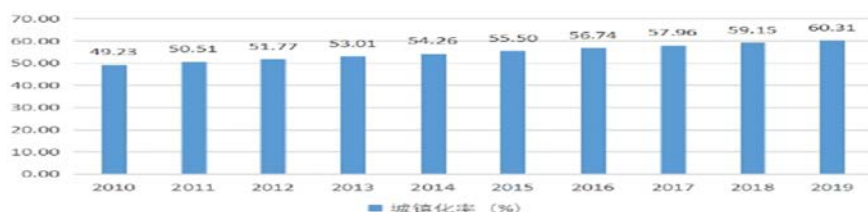
2. 中国地面装饰材料行业发展

随着国内城镇化水平和居民生活水平的不断提高，我国逐渐成为全球地面装饰材料行业最重要的消费市场之一。近年来，国内宏观经济持续保持较快的增长趋势为我国建筑装饰装修产业的快速发展提供了支持与保证。

(1). 城镇化率的提升给地面装饰材料行业带来持续稳定的需求

近三十年来，我国的城镇化率一直在稳步提升，从上个世纪 90 年代到至今，我国的城镇化率以年均 1% 的速度增长。城镇化率每年平均提升 1%，城市人口就将增加 1,400 万人。根据国家统计局数据统计，随着棚户区改造和公租房建设深入推进，2019 年城镇居民人均住房建筑面积约 40 平方米，则每年新增的城镇人口将带来 5.6 亿平方米的住宅需求。除此之外，城镇化率的提高也会增加商场、学校、医院、写字楼等配套公共设施的数量，为地面装饰材料的发展提供了极为广阔的空间。

图 14:2010 年-2019 年中国城镇化率走势



资料来源: 世界银行

(2). 二次装修市场迅速发展产生大量对地面装饰材料的需求

自我国于 1998 年实施住房分配货币化改革以来，全国房屋面积得到快速增长，与之相匹配的二次装修市场需求从 2010 年开始逐步进入快速释放阶段，年均需求增速明显。一般而言，住宅的装修周期较短，8-12 年需要重新装修，公共建筑如酒店、写字楼的装修周期为 6-8 年，而娱乐场所和商务用房的装修周期更短。截止到 2018 年底，全国城镇住房建筑面积已达到 324.2 亿平方米，如此庞大的存量意味着未来二次装修市场拥有非常可观的潜在增长空间，给地面装饰材料带来体量巨大且持续稳定的需求。

(二)、PVC 地板行业发展

PVC 地板产品在欧美等发达国家及地区的起步较早，早在上世纪三十年代美国就已经开始对 PVC 地板进行工业化生产。由于其安装便捷、价格低廉以及环保耐用等优良特性，PVC 地板产品在欧美等国家和地区经过近一个世纪的发展，已经获得了市场的高度认可，每年的需求量处于稳步增长的状态，是目前全球最大的 PVC 地板消费市场。然而当地的 PVC 地板产能却很有限，极其依赖从发展中国家进口。中国目前已经成为世界上最大的 PVC 地板生产出口国，主要为境外大型地板品牌商和建材零售商等提供 OEM、ODM 地板产品。随着宏观经济水平的不断提升和居民消费理念的不断变化，PVC 地板在国内地板市场的占有率有不断增长的趋势。

1. PVC 地板在国外

PVC 地板作为一种新型绿色环保地面装饰材料，最早起源于欧洲。在上世纪 30 年代初，美国率先启动了 PVC 地板的工业化生产。到了 70-80 年代，欧美地区的 PVC 地板制造商通过改进 PVC 树脂粉、增塑剂和其他功能助剂的配比，使得 PVC 地板各方面的性能得到进一步提升，开始显示出传统地板材料难以比拟的优势，使之逐渐成为继地毯、实木地板、大理石等传统地面装饰材料之后的一种新型地面装饰材料。欧洲地区居民的消费习惯与北美地区类似，其对 PVC 地板的接纳度与认可度较高，这也使得欧美等发达国家成为全球最主要的 PVC 地板消费区域，PVC 地板也被广泛应用于欧美地区的住宅、医院、学校、写字楼、超市、商场等各种场所。

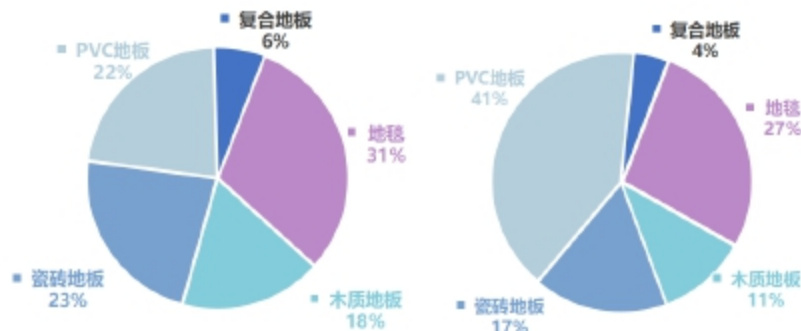
(1). PVC 地板在美国

图 15: 2020 年美国各类地板销售金额、比例及较前一年的变化幅度 图 16: 2016 年-2020 年美国 PVC 地板销售金额(单位: 亿美元)



资料来源: Catalina Research

图 17: 2016 年和 2020 年美国进口各类地面装饰材料情况对比



资料来源: U.S. Department of Commerce & Catalina Research

(2). PVC 地板在欧洲

欧洲作为较早推广使用 PVC 地板的地区，各种类型的 PVC 地板已经获得了市场的广泛认

可。根据 Tarkett 集团 2020 年相关报告数据显示，2019 年欧洲地区 PVC 地板的总销售量为 5.02 亿平方米，约占当年全球 PVC 地板市场总规模的 33.27%，销售总量和北美地区较为接近。但由于欧洲国家数量众多，国别间对地板偏好的差异较北美地区更为明显。

2. PVC 地板在国内

PVC 地板产品进入我国的时间较晚，但由于其在性能、成本和安装等方面具有一定的优势，PVC 地板在国内商务和公共区域已经得到了一定程度的普及，国内许多商场、医院、写字楼、学校和酒店等场所都开始流行使用 PVC 地板。

(1). PVC 地板在国内的需求

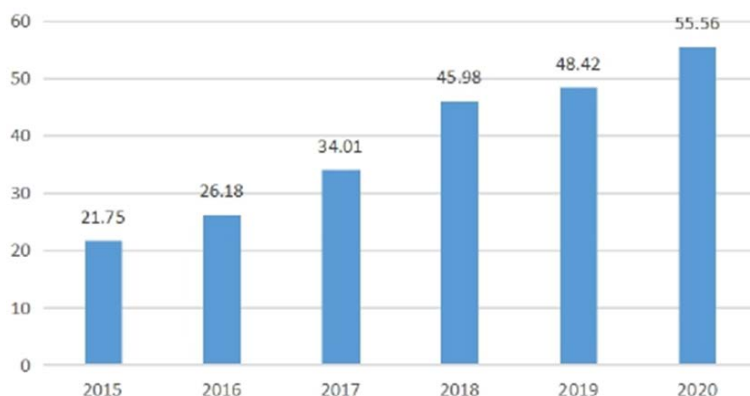
PVC 地板在国内的家庭装修领域还未获得足够的认可，瓷砖和木地板依然是居民首选的地面装饰材料。PVC 地板在国内地面装饰材料的市场占有率较低，造成这种情况的主要原因有 2 点：缺乏推广力度，居民关于 PVC 地板不够环保、健康的消费理念短时间内难以改变；部分国内家装房屋基层达不到 PVC 地板的铺装要求。

(2). PVC 地板在国内的供给

虽然国内对 PVC 地板的消费需求目前与发达国家相比还有段距离，但国内行业的供给情况却表现良好。

由于欧美发达国家和地区的 PVC 地板市场经过了近一个世纪的发展已经获得了消费者的高度认可，并拥有相当程度的市场占有率。由于欧美发达国家和地区的人工成本较高等因素，已不再保持全产业链的运作模式，而是发挥各自的比较优势将前期的原材料采购及生产工作和订单交给中国等发展中国家，完工后直接向其采购进口的 OEM 或 ODM 地板成品，而欧美等国家的地板品牌商可以专注于营销渠道和地板品牌的经营管理。近年来，PVC 地板在全球尤其是欧美发达国家和地区的需求持续放量，中国作为世界上规模最大的 PVC 地板出口国其出口规模也相应地不断增加。根据中国海关相关数据统计，2015 年至 2020 年我国出口 PVC 地板（海关编码：氯乙烯聚合物制的铺地制品 39181090）金额从 21.75 亿美元增长到 55.56 亿美元，年均复合增长率达 20.63%。

图 18:2015 年-2020 年中国 PVC 地板出口统计（单位:亿美元）



数据来源：中国海关

(三)、PVC 地板行业的经营模式和特征

PVC 地板生产企业主要有 OEM、ODM、OBM 三种经营模式，欧美发达国家的 PVC 地板产业经过近一个世纪的发展已经形成了一些国际知名的品牌商，这些品牌商主要采用 OBM 经营模式，在研发设计、品牌知名度、销售渠道等方面具有明显优势。相对而言，PVC 地板产业进入国内时间不到半个世纪，不论是品牌知名度还是消费者认可度都处于比较低的地位，因此大部分 PVC 地板产品都会出口销售给国外知名的地板品牌商、贸易商和建材零售商，这些企业中大部分采用 OEM 的“代工”模式，也有少部分技术研发实力突出的企业开始向 ODM 的“贴牌”模式转型，也有少部分优势企业开始逐步向 OBM 模式发展，各种模式的具体比较见下表：

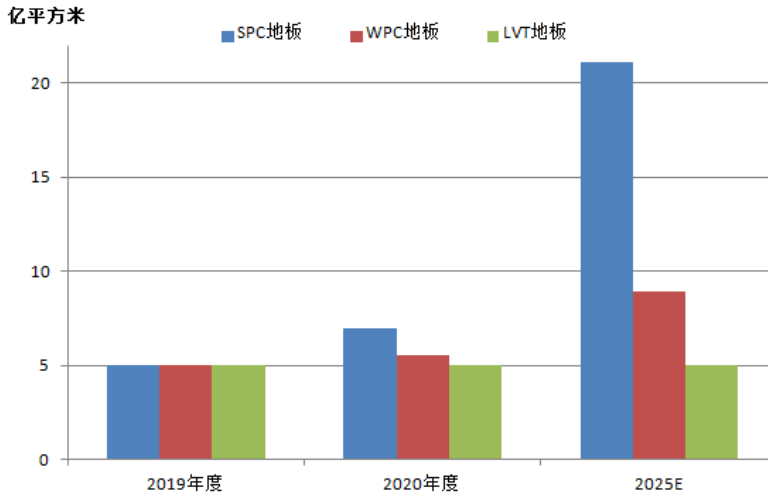
表 2：PVC 地板生产企业的经营模式

经营模式	开发设计阶段	采购生产阶段	完工销售阶段
OEM 模式	委托方提供设计方案	自主采购或客户提供原材料进行生产	销售给下游地板品牌商、贸易商和建材零售商
ODM 模式	自主设计或参与部分设计	自主采购生产产品	
OBM 模式	自主品牌、自主设计	自主采购生产产品	同上以及终端消费者

四、行业发展机遇

在未来的若干年内，若没有出现大规模的技术革命或创新，可以预见 PVC 地板市场将以每年 15% 左右的速度增长，其中 PVC 片材地板市场的增长速度将超过 20%，PVC 卷材地板的市场将进一步萎缩。具体到产品层面来说，SPC 地板在未来若干年内将成为 PVC 地板市场中最为主流的产品，将以 20% 左右的增长速度持续扩大其市场容量；WPC 地板紧随其后，若干年内市场容量将以略低的速度温和增长（若能通过技术改造降低生产成本，WPC 地板依然是 SPC 地板最具竞争力的对手）；LVT 地板市场容量将继续保持稳定；MGO 地板作为一种新的地板品类，还需由市场进行若干年的推广和检验，目前难以估计具体市场份额。

图 19: 2019 年、2020 年及 2025 年预测的全球 PVC 地板市场规模（单位：亿平方米）



资料来源：Catalina Research

1. SPC、MGO 产品将引领新的时尚潮流

随着 PVC 地板行业在国内外的迅速发展，消费者对于产品提出了越来越高的要求，在这种时代背景下，SPC 地板和 MGO 地板应运而生。

PVC 地板的创新转型产生 SPC 地板，主要原因在于市场上的消费者对 PVC 地板的环保性和经济性提出了越来越高的要求，而相对简单的加工工艺使得 SPC 地板的生产成本更为低廉，SPC 地板生产仅靠热量即可完成贴合，不需要额外使用胶水，加上 SPC 地板材料使用的是环保配方，因此其产成品不含重金属、邻苯二甲酸酯、甲醇等有害物质。SPC 地板产品以其美观实用、环保无醛、价格低廉和性能稳定等优点，会成为未来若干年内 PVC 地板市场的主流产品之一。

MGO 地板又称玻镁板，MGO 地板在生产时，需在 MGO 基材层之上复合 LVT 层或实木层等贴面材料，满足了消费者多元化的消费偏好。玻镁板所具有的耐高温、阻燃、吸声、防震、防虫、防水防潮、轻质防腐、无毒无味无污染等一系列优点，使其必然能够在未来的 PVC 地板市场上占据一席之地，拥有广阔的市场前景。

2. 规模效应在行业的优势将更加凸显

随着 PVC 地板在全球的销量火爆，我国作为世界第一大 PVC 地板出口国，下游知名的地板品牌商、终端零售商在选择 PVC 地板供应商时，会综合考虑供应商在产品质量、产品开发和规模化生产等方面的能力。因此在未来，能够在这些下游知名客户供应链体系中屹立不倒的供应商，其必然具备大批量产品开发和供货的能力，规模效应在行业的优势将更加凸显。

3. 国家及产业政策的大力支持

随着国家近年来对生态保护、节能减排的要求不断提高，世界各国都在陆续推出“禁伐令”、“治污法”等政策和法规，限制自然资源的过度开采和工业生产污染物的过度排放。而 PVC 地板作为一种绿色环保且可循环利用的新型地面装饰材料，其所属行业的发展得到了国家及产业政策的大力支持。国家政策的鼎力支持使得 PVC 地板产品成为当前为数不多的同时名列国家战略性新兴产业重点产品目录、产业结构调整指导目录和绿色产业指导目录的高新技术新材料和节能环保产品，对行业的发展起到了非常积极的作用。

4. 消费理念升级促进 PVC 地板销量增长

鉴于 PVC 地板产品在欧美市场已经有近一个世纪的历史，在当地已经拥有很强的认同感

和客户黏性，再加上外部稳定且不断增长的经济环境，为 PVC 地板带来了源源不断的产品需求。PVC 地板以其全面出色的性能从众多地板品种中脱颖而出，引领时尚潮流。随着越来越多的消费者对 PVC 地板的性能有了深入的了解，PVC 地板未来在全球将拥有更加光明广阔的前景。

5. 行业技术水平不断提升扩大竞争优势

从装饰性和舒适性的角度来看，PVC 地板行业经过几十年的技术积累，其产品外观丰富多样，PVC 地板表面的仿木纹和仿石纹等图案与传统地面装饰材料外观无异且脚感更加舒适。从功能性和技术性的角度来看，PVC 地板有相较于其它类型地板无可比拟的优势，例如对 PVC 地板进行抗菌处理和表面 PUR 防污染处理，使其拥有其它地板不具备的防污杀菌功效；对 PVC 地板表面进行 UV 层处理和添加一定厚度的透明片使其拥有超强耐磨性能等。行业技术水平的迅速发展满足了消费者对于个性化和功能化的需求。

五、公司何以制胜

1. 技术与研发优势

公司从 2010 年转型生产新型 PVC 复合材料地板开始，作为国内最早推出 WPC 地板产品的企业，经过多年的研发积累，公司逐步形成自身的技术优势，在 PVC 地板领域不断突破新工艺和新材料的运用，于 2017 年推出新款 SPC 地板产品，并在 2018 年，公司在新型无机复合材料运用上取得了重大突破，成为了国内首批拥有成熟 MGO 地板生产工艺技术的企业。公司自主研发生产的 MGO 地板产品已经初步得到世界知名地板品牌商 SHAW 的认可，正在全球进行推广试用。公司在新材料、新技术和新产品上的不断突破，在引领市场的同时也改变了整个地板行业的产品竞争格局。

公司内部建立了符合国际标准的产品试验室、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，引进全球各地先进生产设备及检测仪器。截至目前公司拥有授权专利 20 项，其中发明专利 12 项，尚有多项专利正在申请中。公司的主要产品 WPC 地板的生产工艺及技术全部通过自主研发实现，并获得了国家发明专利证书。公司先后取得了美国 FloorScore 认证、欧盟 CE 认证、FSC-COC 认证和德国 TUV 认证等国际认证机构的权威认证，表明公司的产品符合国际标准，具有国际竞争力。

与此同时，公司近年来一直积极参与行业标准的制定，公司是《石木塑地板》T/CNFPIA3004-2019 行业标准、《弹性地板应用技术规程》T/CADBM20-2019 团体标准、《硬质聚氯乙烯石塑地板》T/ZZB1413-2019 浙江制造团体标准以及《石木塑地板应用技术标准》T/CSUS03-2020 中国城市科学研究会标准的主要起草单位之一。

2. 行业地位优势

公司作为国内第一批研发、生产 PVC 地板的企业，牢牢占据该板块的市场占有率，2021 年公司年产值超过 30 亿元，年销售量超过 5,000 万 m²。根据中国海关提供的 2019 年我国 PVC 地板出口企业排名数据，公司以 4.97% 的市场占有率排名全国第三名，仅次于泰州市华丽新材料有限公司的 7.59% 和张家港市易华润东新材料有限公司的 7.17%。近年来，公司营业收入稳定在 17 亿元以上，净利润维持在 3 亿元左右，属于国内细分行业龙头之一，实力雄厚。同时为缓解美国对中国出口复合地板类产品增收 25% 关税的影响，利用越南的关税优势，报告期内公司在越南投资生产基地，设立越南聚丰。公司凭借自身的规模优势，相较于规模较小的企业，资金实力雄厚，抗政策波动风险能力突出。此外，公司通过对原材料进行规模化采购，提升了采购端的议价能力，并通过规模化、自动化生产，降低了公司产品的生产成本。

3. 客户资源优势

随着全球化战略的推进，公司不断扩大延长自身的“采购、研发、生产、销售、服务”五位一体的产业链。除拥有多条高标准现代化生产线的制造体系外，在销售系统方面，已形成了“多渠道、密集型”的销售体系，产品已遍布北美、欧洲、东南亚等 20 余个国家，目前与 SHAW、MSI、TARKETT、MANNINGTON、LUMBERLIQUIDATORS 和 MOHAWK 等多家全球知名专业建材商和一线地板品牌商形成长期战略合作伙伴关系，并通过新开发的下游客户 Home Legend LLC 进入全球排名前列的家居建材用品零售商 Home Depot（世界 500 强企业）的供应体系。

上述知名地板品牌商、建材零售商等拥有很强的市场竞争力、每年的产品需求量稳定并且拥有丰富销售渠道，为公司业务的持续稳定发展提供了充分保障。此类客户在对合格供应



商进行选择时有严格的筛选标准, 供应商需通过其严格的认证测试方可列入其合格供应商名录, 在未发生重大违约事件的情况下, 客户不会轻易更换长期合作的合格供应商。公司拥有规范的质量管理体系、先进的生产和检测设备、完善的仓储物流能力、优质的售后服务以及健康安全的财务状况等都是持续成为客户合格供应商的重要保障。报告期内, 公司主要客户未发生重大变化, 客户黏性较强。

4. 行业声誉优势

公司已与全球多家知名专业建材市场和一线品牌商形成了长期战略合作伙伴。公司先后被授予浙江省出口名牌、浙江省著名商标、中国质量诚信企业、浙江省林业龙头企业、浙江省循环经济示范企业、国家高新技术企业、国家林业标准化示范企业、2018 年度中国弹性地板行业科技创新优秀企业、2019 年度浙江省高新技术企业创新能力百强、2020 年及 2021 年中国房地产开发企业 500 强石晶地板类首选供应商、2020 年度中国弹性地板行业十大品牌、2020 年度中国弹性地板企业三十强等荣誉称号, 并列入首批中国林产品指标机制企业, 被认定为浙江省高新技术企业研发中心。

六、募投项目概要

本次募集资金总额为 18.90 亿元, 将用于浙江生产基地年产 3,000 万平方米新型无机材料复合地板智能化生产线项目以及越南基地年产 2,500 万平方米新型无机材料复合地板智能化生产线项目和补充流动资金。通过本次募集资金项目建立高标准研发中心, 将有效提升公司的研发能力和技术水平, 探索研发新型地板, 提高公司核心竞争能力。

七、盈利预测与估值分析

1. 盈利预测

关键假设:

假设 1: 未来汇率不发生重大变化;

假设 2: 未来募资投产的新产能能够如期释放;

假设 3: 主要原材料价格在未来一段时间内保持相对稳定。

基于上述假设以及公司目前现有的业务稳定持续, 公司的扩产产能将成为公司业绩增长有利驱动因素。我们预测公司 2022 年-2024 年收入为 3,792、4,209、4,504 百万元, 同比增长 19.20%、11.00%、7.00%, 实现归母净利润分别为 442、520、623 百万元, 同比增长 58.15%、17.59%、19.96%, 对应 EPS 分别为 4.65、4.33、5.19 元。

表 3: 收入预测表

		单位: 百万元、万平方米			
项 目	2021A	2022E	2023E	2024E	
收入 (百万元)	3,181	3,792	4,209	4,504	
收入增长率 (%)	41.81%	19.20%	11.00%	7.00%	
成本 (百万元)	2,528	3,019	3,321	3,487	
毛利额 (百万元)	653	773	888	1,017	
毛利率 (%)	10.30%	13.52%	14.24%	15.71%	
PVC 地板					
销量 (万平方米)	5,181	6,353	6,552	7,510	
产量 (万平方米)	5,273	6,480	6,748	9,012	
产能 (万平方米)	5,500	6,000	7,000	10,000	
单价 (元/平方米)	61	60	59	56	
单位成本 (元/平方米)	49	48	51	46	
单位毛利 (元/平方米)	12	12	8	10	

资料来源: 公司招股意向书、Wind 及华通证券研究部

2. 估值分析

(1) 绝对估值

以预测的 2022 年-2024 年 EPS 分别为 4.65 元、4.33 元和 5.19 元为基础, 进行绝对估值, 对应每股合理的内在价值为人民币 **122.00 元**。

表 4: DCF 估值模型

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	8%	4.00%	12.14	107.12	119.26
组合二	8%	5.00%	12.14	144.20	156.34
组合三	9%	4.00%	11.92	83.36	95.28
组合四	9%	5.00%	11.92	105.20	117.12
平均					122.00

资料来源: Wind及华通证券研究部

估值说明: (1). 永续增长率采用略低于 GDP 增长率;
(2). DCF 模型中以 EPS 代替自由现金流量进行测算;
(3). 预测期间为 2022 年-2024 年, 永续期自 2025 年开始;
(4). 考虑市场风险和企业自身风险因素, 折现率包含了风险溢价;
(5). 公司后继业务不受中美贸易摩擦加剧以及汇率大幅变动的影响。

(2) 相对估值

我们参考申万三级瓷砖地板行业(其中包括大亚圣象(000910.SZ)、海象新材(003011.SZ)、蒙娜丽莎(002918.SZ)、帝欧家居(002798.SZ)、东鹏控股(003012.SZ)、菲林格尔(603226.SH)、悦心健康(002162.SZ)及爱丽家居(603221.SH)等 8 家同行企业) 2022 年行业平均 PE 为 31 倍。综合考虑公司的规模与技术创新优势, 给予公司 2022 年 PE 估值 26-36 倍, 对应每股合理估值区间在人民币 **120.90-167.40** 元之间。

表 5: 可比公司估值表 (截止 2022 年 11 月 08 日)

SWI	申万三级行业	最新收盘均价(元)	EPS (元/股)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
851436	瓷砖地板	9.42	0.31	0.24	0.60	0.78	41	31	13	10

资料来源: 东方财富 Choice 数据、Wind 及华通证券研究部

以上我们认为公司每股合理价值为 **122.00-167.40** 元, 公司新股发行价格为 **63 元/股**, 因此我们也认为公司股票具有较大投资潜力。

八、风险提示

1. 原材料价格波动风险

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原材料涨价的损失, 会对公司经营业绩产生不利影响。

2. 汇率波动风险

公司境外销售主要以美元进行结算, 因此人民币对美元的汇率波动直接影响公司以人民币计价的销售收入。同时, 美元应收账款还会产生汇兑损益。报告期内, 美元汇率波动较大, 如果未来人民币对美元持续升值, 且公司无法通过金融手段有效加以对冲, 将会对公司经营业绩造成不良影响。

3. 客户集中度较高风险

公司每年前五大客户的产品销售收入占营业收入的比重较高, 存在客户集中度较高的风险。如果未来, 一旦发生客户自身经营出现困难或公司的产品和服务不再符合客户的要求等情况, 则有可能导致客户对公司的订单需求大幅下降, 对公司未来的经营发展产生不利影响。

4. 境外经营风险

如果发行人的境外子公司所在国家和地区的法律法规、产业政策或者政治经济环境发生重大变化, 或因国际关系紧张、战争、贸易制裁等无法预知的因素或其他不可抗力等情形, 可能对发行人境外业务的正常开展和持续发展带来潜在不利影响。

5. 市场需求波动风险

公司的 PVC 地板产品主要向欧美等发达国家出口, 如果未来公司国外出口地区消费者偏好发生改变, 或出现新的地面装饰材料取代了 PVC 地板的市场地位以及地区宏观经济波动导致社会总需求下降等情况的出现, 这都会导致 PVC 地板在当地的推广与销售出现阻碍, 从而对公司经营业绩造成不利影响。

表附录：财务报表预测与比率分析

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,181	3,792	4,209	4,504
营业成本	2,528	3,019	3,321	3,487
营业税金及附加	4	7	8	8
销售费用	169	169	187	200
管理费用	58	53	59	63
财务费用	37	-28	-31	-33
投资收益	-22	-5	-5	-6
公允价值变动损益	2	1	1	1
信用减值损失	-17	-19	-21	-23
资产减值损失	-6	-19	-21	-23
营业利润	287	474	557	662
其他非经营损益	-11	0	-1	-1
利润总额	276	474	556	661
所得税	-4	32	36	38
净利润	279	442	520	623
归属母公司股东权益	279	442	520	623
归属母公司股东净利润	279	442	520	623

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	647	1,372	1,591	1,800
应收和预收款项	556	1,058	1,485	1,941
存货	615	441	490	524
其他流动资产	131	182	193	171
长期股权投资	10	13	17	1
其他权益工具投资	6	6	6	6
固定资产和在建工程	487	1,264	1,543	1,836
无形资产和开发支出	222	240	238	236
其他非流动资产	17	32	40	41
资产总计	2,691	4,609	5,603	6,556
短期借款	585	150	100	60
应付和预付款项	855	1,269	1,777	2,143
长期借款	0	0	0	0
其他负债	48	22	37	43
负债合计	1,488	1,441	1,914	2,245
股本	90	120	120	120
资本公积	652	2,057	2,057	2,057
未分配利润	461	924	1,392	1,952
归属母公司股东权益	1,203	3,169	3,689	4,310
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	1,203	3,169	3,689	4,310
负债和股东权益合计	2,691	4,609	5,603	6,556

业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
EBITDA	362	574	768	888
EVA	82	76	97	128
DOL	0.81	2.18	2.79	1.07
DFL	1.11	0.49	0.51	1.06
DTL	0.90	1.08	1.42	1.13
股息率	0.95%	3.37%	0.35%	0.43%

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	279	442	520	623
折旧与摊销	68	81	192	204
财务费用	36	43	47	51
资产减值损失	-6	-19	-21	-23
经营营运资本变动	-319	1,155	234	348
其他	325	-656	418	148
经营活动现金流净额	103	603	870	728
资本支出	229	790	430	440
其他	-300	-1,682	-916	-856
投资活动现金流净额	-72	-892	-486	-416
短期借款	808	101	51	11
长期借款	0	0	0	0
股权融资	0	1,739	0	0
支付股利	54	202	52	62
其他	-713	-1,138	-280	-163
筹资活动现金流净额	150	903	-178	-90
现金流量净额	169	656	219	209

财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
获利能力				
毛利率	10.30%	13.52%	14.24%	15.71%
三费率	8.28%	7.12%	6.12%	5.12%
净利率	8.78%	11.65%	12.34%	13.84%
ROE	25.77%	19.15%	15.15%	15.58%
ROA	7.65%	12.10%	10.17%	10.25%
ROIC	17.09%	14.86%	15.24%	15.66%
EBITDA/销售收入	7.13%	10.87%	9.16%	10.65%
成长能力				
销售收入增长率	41.81%	19.20%	11.00%	7.00%
营业利润增长率	-29.99%	65.55%	17.36%	18.93%
净利润增长率	-27.49%	58.15%	17.59%	19.96%
EBITDA 增长率	-25.00%	58.37%	33.97%	15.50%
营运能力				
总资产周转率	1.34	1.04	0.82	0.74
固定资产周转率	12.03	4.49	3.11	2.76
应收账款周转率	7.71	4.70	3.32	2.63
存货周转率	5.96	7.18	9.04	8.88
收现比	0.03	0.16	0.21	0.16
资本结构				
资产负债率	55.30%	31.26%	34.16%	34.25%
带息债务/总负债	0.39	0.10	0.05	0.03
流动比率	1.32	2.15	1.99	2.00
速动比率	0.89	1.83	1.72	1.76
股利支付率	19.35%	45.62%	9.99%	10.00%
每股指标				
每股收益	3.10	4.65	4.33	5.19
每股净资产	13.36	33.35	30.74	35.92
每股经营现金	1.14	6.35	7.25	6.07
每股股利	0.60	2.12	0.76	0.50

数据来源：公司招股书及华通证券研究部

法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作并发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究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本公司的当然客户。
3. 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，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。