

海象新材 (003011)

证券研究报告

2023年04月27日

经营稳健，海外大客户放量

收入稳健增长，盈利能力持续改善。公司发布 22 年年报及 23 年一季报，22 年营收 18.94 亿元，同比+5.4%，其中 Q3/Q4 营收分别 4.76 亿/4.62 亿元，同比分别+0.3%/-7.0%，22 年国际经济形势、俄乌冲突的不利影响下，收入增长承压。23Q1 公司营收 4.3 亿元，同增 7.2%。22 年公司归母净利润 2.13 亿元，同比+119.5%，净利率 11.2%，同比+5.8pct，其中 22Q1/Q2/Q3/Q4 归母净利润分别为 1721/5719/5887/7957 万元，净利率分别为 4.3%/10.4%/12.4%/17.2%，盈利持续改善。23Q1 归母净利润 6724 万元，同比+290.7%，净利率 15.5%，同比+11.3pct。

SPC、WPC 地板收入增长 10%以上，费用端控制稳定。22 年公司 LVT 地板/SPC 地板/WPC 地板产品营收分别为 1.6/14.8/2.4 亿元，同比分别-35.96%/+11.17%/+17.19%，毛利率分别为 17.7%/22.7%/19.9%，同比分别+1.3/+5.5/+6.5pct，销售均价分别为 41.26/59.17/88.20 元/平米，同比分别+0.0%/+5.9%/9.1%。毛利率更高的 SPC 地板、WPC 地板产品营收稳步增长，有助于盈利结构改善，汇率影响下产品平均售价上涨。期间费用中，22 年公司销售/管理/财务/研发费用分别为 13297/3905/-1093/4744 万元，分别同比+10.89%/+11.75%/-161.39%/-1.48%，其中财务费用大幅下降，主要因 22 年汇兑收益 3599 万，21 年为汇兑损失 393 万。

收入增速领先行业，新增大客户 SHAW。22 年公司境内营收 0.17 亿元，同增 78.88%，境外营收 18.78 亿元，同增 5.01%。22 年中国 PVC 地板出口额 415 亿元，同比下滑 4%，公司增速表现优于行业，持续推动大客户业务。22 年公司新增大客户 SHAW 销售额 3.02 亿元，是公司最大客户，第二大客户 1.92 亿元。22 年前五大客户销售额合计 7.98 亿元，同增 29%，占比 42.1%，同增 7.6pct。公司客户结构较为分散，客户粘性强，抗风险能力较强。

盈利能力持续修复，22 年毛利率 22.05%，同增 5.3pct。其中 22Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率为 15%/20%/22%/30%，23Q1 毛利率为 30%。毛利率逐季度改善主要原因：(1) 22H2 PVC 粒子平均采购价 6.44 元/kg，较 22H1 下降 23.7%，同比下降 26.2%，原材料价格持续回落贡献利润弹性。(2) 耐磨层逐步自产&原材料价格下行，22H2 耐磨层成本价 8.36 元/kg，较 22H1 下降 17.0%，同比下降 24.6%。(3) 汇率方面，22 年美元中间价 6.96，同比提升 8.5%，公司产品以美元结算，人民币贬值对公司收入产生正向贡献。

卡位海外稀缺产能，23 年越南持续新增投产。22 年公司橡胶和塑料制品业产品产量 3020 万平方米，同比-12.05%，LVT 地板/SPC 地板/WPC 地板产量分别 342/2398/280 万平方米，同比分别-45.2%/-6.4%/+13.2%。截至 22 年末，公司固定资产 7.1 亿，同增 7.89%，在建工程 3.6 亿，同减 2.38%。目前公司募投项目年产 2000 万平方米 PVC 地板生产基地已完成建设，将基于产能规划和实际销售需求逐步投产。公司在越南三个生产基地中，一厂、二厂已实现产能共计 1500 万平方米 PVC 弹性成品地板，越南三厂在建工程产能规划为 1500 万平方米，三厂二期建设积极推进中。上游原材料方面，公司在越南投入的 IXPE 生产线以及耐磨层生产线将于 23 年年中逐步释放产能。

盈利预测与估值：我们看好 PVC 地板海外渗透率持续提升，行业整体面临压力的背景下，供给端中小产能或将逐步出清，公司作为细分赛道龙头，收入规模有望伴随产能释放持续增长，市场份额将进一步提升，考虑原材料价格下行，公司盈利能力显著改善，我们调整公司盈利预测，预计 23-24 年归母净利润为 2.95/3.52 亿元（原预计分别为 2.86/4.15 亿元），同比+38.72%/19.2%，对应 PE 为 9x/8x，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格持续高位，海运运力紧张，海外需求不及预期，产能投放不及预期等。

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	26.26 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	102.68
流通 A 股股本(百万股)	55.28
A 股总市值(百万元)	2,696.27
流通 A 股市值(百万元)	1,451.66
每股净资产(元)	14.70
资产负债率(%)	37.72
一年内最高/最低(元)	28.43/18.14

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	sunhaiyang@tfzq.com
尉鹏洁	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521070001	weipengjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《海象新材-半年报点评:盈利能力拐点已现,看好海外产能优势及份额提升》2022-09-01
- 《海象新材-年报点评报告:收入同比+46.87%超预期,业绩受原材料影响承压》2022-04-07
- 《海象新材-季报点评:收入增速依旧强劲,看好公司长远发展》2021-10-23

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,797.57	1,894.50	2,212.12	2,659.04	3,249.88
增长率(%)	46.87	5.39	16.77	20.20	22.22
EBITDA(百万元)	188.64	303.62	401.60	467.54	541.18
净利润(百万元)	96.97	212.84	295.26	351.95	416.30
增长率(%)	(48.50)	119.49	38.72	19.20	18.29
EPS(元/股)	0.94	2.07	2.88	3.43	4.05
市盈率(P/E)	27.80	12.67	9.13	7.66	6.48
市净率(P/B)	2.12	1.85	1.54	1.28	1.07
市销率(P/S)	1.50	1.42	1.22	1.01	0.83
EV/EBITDA	19.64	7.88	6.43	4.74	3.31

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	327.85	373.41	553.03	664.76	875.16
应收票据及应收账款	316.38	378.87	277.24	396.25	426.90
预付账款	21.71	13.92	43.99	16.03	55.92
存货	419.76	346.60	442.44	507.46	651.09
其他	60.29	36.20	166.61	59.38	157.14
流动资产合计	1,145.99	1,149.00	1,483.32	1,643.88	2,166.20
长期股权投资	34.19	48.18	48.18	48.18	48.18
固定资产	468.88	708.64	635.69	562.73	489.77
在建工程	386.20	363.06	363.06	363.06	363.06
无形资产	136.09	136.37	135.20	134.04	132.88
其他	101.98	79.25	86.61	84.41	81.39
非流动资产合计	1,127.34	1,335.50	1,268.75	1,192.43	1,115.28
资产总计	2,273.33	2,484.50	2,752.06	2,836.31	3,281.48
短期借款	585.87	586.70	482.08	220.44	0.00
应付票据及应付账款	267.54	284.78	361.93	356.87	578.09
其他	98.41	114.89	115.95	114.57	143.58
流动负债合计	951.81	986.36	959.97	691.89	721.67
长期借款	0.69	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	45.14	35.71	36.35	39.07	37.04
非流动负债合计	45.83	35.71	36.35	39.07	37.04
负债合计	1,000.55	1,025.36	996.32	730.95	758.71
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	102.68	102.68	102.68	102.68	102.68
资本公积	718.98	718.98	718.98	718.98	718.98
留存收益	473.67	655.71	950.97	1,302.92	1,719.22
其他	(22.55)	(18.23)	(16.89)	(19.22)	(18.11)
股东权益合计	1,272.78	1,459.14	1,755.75	2,105.36	2,522.77
负债和股东权益总计	2,273.33	2,484.50	2,752.06	2,836.31	3,281.48

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	96.97	212.84	295.26	351.95	416.30
折旧摊销	54.18	66.43	74.12	74.12	74.12
财务费用	19.60	27.70	11.41	(1.63)	(17.88)
投资损失	0.98	0.85	(2.00)	(2.00)	(2.00)
营运资金变动	(112.00)	44.90	(66.08)	(55.59)	(64.00)
其它	(168.90)	(3.41)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	(109.16)	349.31	312.71	366.84	406.54
资本支出	504.67	302.10	(0.64)	(2.72)	2.03
长期投资	34.19	14.00	0.00	0.00	0.00
其他	(767.14)	(602.34)	2.64	4.72	(0.03)
投资活动现金流	(228.29)	(286.24)	2.00	2.00	2.00
债权融资	384.09	36.18	(136.43)	(254.77)	(199.25)
股权融资	(43.48)	4.32	1.34	(2.34)	1.11
其他	(17.26)	(109.77)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	323.35	(69.26)	(135.09)	(257.11)	(198.14)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(14.10)	(6.19)	179.62	111.73	210.40

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,797.57	1,894.50	2,212.12	2,659.04	3,249.88
营业成本	1,496.56	1,476.82	1,625.06	1,952.71	2,385.19
营业税金及附加	7.63	6.70	9.13	10.56	12.60
销售费用	119.91	132.97	154.85	186.13	227.49
管理费用	34.94	39.05	44.30	53.24	81.25
研发费用	48.15	47.44	55.30	68.09	81.25
财务费用	17.80	(10.93)	11.41	(1.63)	(17.88)
资产/信用减值损失	(12.39)	(5.98)	(6.00)	(8.12)	(6.70)
公允价值变动收益	(2.63)	(0.01)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.98)	(0.85)	2.00	2.00	2.00
其他	(10.55)	(16.09)	0.00	0.00	0.00
营业利润	99.12	225.39	308.07	383.81	475.28
营业外收入	3.87	0.18	2.09	2.04	1.44
营业外支出	2.27	5.04	2.59	3.30	3.65
利润总额	100.72	220.52	307.56	382.55	473.07
所得税	3.75	7.68	12.30	30.60	56.77
净利润	96.97	212.84	295.26	351.95	416.30
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	96.97	212.84	295.26	351.95	416.30
每股收益(元)	0.94	2.07	2.88	3.43	4.05

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	46.87%	5.39%	16.77%	20.20%	22.22%
营业利润	-50.98%	127.38%	36.69%	24.58%	23.83%
归属于母公司净利润	-48.50%	119.49%	38.72%	19.20%	18.29%
获利能力					
毛利率	16.75%	22.05%	26.54%	26.56%	26.61%
净利率	5.39%	11.23%	13.35%	13.24%	12.81%
ROE	7.62%	14.59%	16.82%	16.72%	16.50%
ROIC	10.78%	13.58%	15.00%	17.05%	20.04%
偿债能力					
资产负债率	44.01%	41.27%	36.20%	25.77%	23.12%
净负债率	23.43%	23.38%	-1.53%	-18.76%	-32.60%
流动比率	1.20	1.16	1.55	2.38	3.00
速动比率	0.76	0.81	1.08	1.64	2.10
营运能力					
应收账款周转率	7.61	5.45	6.74	7.90	7.90
存货周转率	5.28	4.94	5.61	5.60	5.61
总资产周转率	0.90	0.80	0.84	0.95	1.06
每股指标(元)					
每股收益	0.94	2.07	2.88	3.43	4.05
每股经营现金流	-1.06	3.40	3.05	3.57	3.96
每股净资产	12.40	14.21	17.10	20.50	24.57
估值比率					
市盈率	27.80	12.67	9.13	7.66	6.48
市净率	2.12	1.85	1.54	1.28	1.07
EV/EBITDA	19.64	7.88	6.43	4.74	3.31
EV/EBIT	26.74	9.89	7.89	5.64	3.84

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

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

一般声明

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

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

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

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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