

投资评级 **优于大市** 维持

WPC 地板表现亮眼, 看好 PVC 地板龙头 海内外成长空间

股票数据

05月05日收盘价(元)	26.59
52周股价波动(元)	18.14-28.43
总股本/流通A股(百万股)	103/55
总市值/流通市值(百万元)	2730/1470

相关研究

《22Q3 净利润同增 142%, 看好 PVC 地板长期发展空间》2022.10.26

《PVC 地板海外需求广阔, 产能扩张加速成长》2022.10.21

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	12.6	2.3	6.9
相对涨幅 (%)	14.4	4.7	9.6

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郭庆龙

Email: gq113820@haitong.com

证书: S0850521050003

分析师: 高翮然

Email: gpr14257@haitong.com

证书: S0850522030002

投资要点:

- **事件:** 公司发布 22 年报, 22 年实现营业收入 18.9 亿元, 同增 5.4%; 归母净利润 2.1 亿元, 同增 119%; 归母净利率 11.2%, 同增 5.8pct; 扣非后归母净利润 2.1 亿元, 同增 123%; 扣非后归母净利率 11.3%, 同增 6.0pct。
- 单季度看, 22Q1-23Q1 分别实现营业收入 4.0/5.5/4.8/4.6/4.3 亿元, 同比变化 +11%/+19%/+0.1%/-7%/+7%; 归母净利润 0.17/0.57/0.59/0.80/0.67 亿元, 同比变化 -33%/+111%/+142%/+297%/+291%; 归母净利率分别为 4.3%/10.4%/12.4%/17.2%/15.5%, 同比变化 -2.8/+4.5/+7.3/+13.2/+11.3pct; 归母扣非净利润分别为 0.2/0.6/0.6/0.8/0.7 亿元, 同比变化 -29%/+120%/+129%/+316%/+289%; 归母扣非净利率分别为 4.2%/10.3%/13.1%/17.0%/15.4%, 同比变化 -2.5/+4.7/+7.4/+13.2/+11.1pct。
- 22 年综合毛利率为 22.1%, 同增 5.4pct; 期间费用率为 11.0%, 同减 1.3pct。其中, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.0%/2.1%/2.5%/-0.6%, 同比变化 +0.3/+0.1/-0.2/-1.6pct。23Q1 综合毛利率为 30.1%, 同增 14.8pct; 期间费用率为 15.7%, 同增 3.9pct。其中, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.2%/2.4%/2.5%/2.5%, 同比变化 +1.4/+0.5/+0.4/+1.6pct。
- **分产品看,** 22 年 SPC 地板/LVT 地板/WPC 地板分别实现营收 14.8/1.6/2.4 亿元, 占比 78%/8%/13%, 同比变化 +11%/-36%/+17%; 其中, 销量分别为 2501/376/273 万平方米, 同比变化 +5%/-36%/+7%; 平均售价分别为 59/41/88 元每平方米, 同比变化 +6%/0%/+9%。
- **分地区来看,** 22 年境外/境内收入分别为 18.8/0.2 亿元, 同比变化 +5%/+79%, 分别占比 99%/1%, 毛利率分别为 22.0%/37.1%。在境外市场, 公司产品销售主要采用 ODM 模式, 极少部分采用自有品牌销售。公司与 KINGFISHER、BEAULIEU CANADA、ENGINEERED FLOORS 和 HORN BACH 等国际知名地板品牌商、建材零售商建立了良好的合作关系。
- **盈利预测与评级:** 公司作为国内头部 PVC 地板 ODM 供应商, 在研发设计、生产技术等方面创新实力突出, 内部激励充分, 自主品牌发展决心坚决。同时乘 PVC 地板海外需求高增之风, 加大产能投放, 规模化效应下市占率有望持续提升。我们预计公司 23、24 年净利润分别为 2.7、3.2 亿元, 目前股价对应 23、24 年 PE 为 10、9 倍, 参考可比公司给予 23 年 13-15 倍 PE 估值, 对应合理价值区间为 34.19-39.45 元/股, 给予“优于大市”评级。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1798	1894	2174	2532	2949
(+/-)YoY(%)	46.9%	5.4%	14.8%	16.4%	16.5%
净利润(百万元)	97	213	270	322	388
(+/-)YoY(%)	-48.5%	119.5%	26.9%	19.3%	20.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.94	2.07	2.63	3.14	3.78
毛利率(%)	16.7%	22.0%	22.3%	22.4%	22.4%
净资产收益率(%)	7.6%	14.6%	14.7%	14.8%	15.1%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

风险提示: 海运风险, 国际贸易风险, 市场竞争风险, 供应链管理不当风险, 汇率波动。

表 1 同类公司对比估值表

证券代码	上市公司	主营业务	总市值 (亿元)	PE (2023E, 倍)	PE (2024E, 倍)
605099.SH	共创草坪	人造草坪的出口业务	88.13	16.99	14.12
603313.SH	梦百合	记忆绵床垫、沙发、电动床等	47.56	15.28	10.09
300729.SZ	乐歌股份	升降桌、升降台、电动床等	50.24	18.30	14.65
平均				16.86	12.95

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: PE 为 Wind 一致预期, 收盘价为 2023 年 05 月 05 日收盘价

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	1894	2174	2532	2949
每股收益	2.07	2.63	3.14	3.78	营业成本	1477	1689	1966	2290
每股净资产	14.21	17.91	21.15	25.02	毛利率%	22.0%	22.3%	22.4%	22.4%
每股经营现金流	3.40	3.34	2.93	4.01	营业税金及附加	7	9	11	12
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	133	141	163	190
P/E	12.95	10.21	8.56	7.11	营业费用率%	7.0%	6.5%	6.5%	6.5%
P/B	1.89	1.50	1.27	1.07	管理费用	39	39	43	50
P/S	1.45	1.27	1.09	0.93	管理费用率%	2.1%	1.8%	1.7%	1.7%
EV/EBITDA	8.68	8.13	6.43	4.87	EBIT	215	244	289	338
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-11	3	-7	-15
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.6%	0.1%	-0.3%	-0.5%
毛利率	22.0%	22.3%	22.4%	22.4%	资产减值损失	-4	-8	-10	-9
净利润率	11.2%	12.4%	12.7%	13.1%	投资收益	-1	0	0	0
净资产收益率	14.6%	14.7%	14.8%	15.1%	营业利润	225	285	332	400
资产回报率	8.6%	11.4%	11.8%	12.0%	营业外收支	-5	-1	7	8
投资回报率	9.7%	11.9%	12.1%	12.0%	利润总额	221	284	339	408
盈利增长 (%)					EBITDA	289	335	390	447
营业收入增长率	5.4%	14.8%	16.4%	16.5%	所得税	8	14	17	20
EBIT 增长率	78.6%	13.1%	18.8%	16.7%	有效所得税率%	3.5%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润增长率	119.5%	26.9%	19.3%	20.4%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	213	270	322	388
资产负债率	41.3%	22.6%	20.6%	20.3%					
流动比率	1.16	2.06	2.63	3.06	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.80	1.09	1.62	2.07	货币资金	373	130	348	678
现金比率	0.38	0.26	0.66	1.10	应收账款及应收票据	379	362	454	537
经营效率指标					存货	347	453	506	579
应收账款周转天数	72.99	61.28	66.17	66.81	其它流动资产	50	86	83	94
存货周转天数	85.66	99.61	95.88	93.72	流动资产合计	1149	1032	1392	1888
总资产周转率	0.76	0.92	0.93	0.92	长期股权投资	48	48	48	48
固定资产周转率	2.67	3.03	3.53	4.17	固定资产	709	717	716	707
					在建工程	363	363	363	363
					无形资产	136	136	136	136
					非流动资产合计	1336	1344	1343	1334
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	2485	2376	2735	3221
净利润	213	270	322	388	短期借款	587	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	285	360	383	458
非现金支出	80	102	116	122	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	36	9	-7	-9	其它流动负债	118	141	145	158
营运资金变动	21	-39	-130	-90	流动负债合计	990	501	528	617
经营活动现金流	349	343	301	411	长期借款	0	0	0	0
资产	-268	-100	-93	-91	其它长期负债	36	36	36	36
投资	-15	0	0	0	非流动负债合计	36	36	36	36
其他	-3	0	0	0	负债总计	1025	536	564	652
投资活动现金流	-286	-100	-93	-91	实收资本	103	103	103	103
债权募资	-151	-587	0	0	归属于母公司所有者权益	1459	1839	2171	2569
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	82	-9	0	0	负债和所有者权益合计	2485	2376	2735	3221
融资活动现金流	-69	-596	0	0					
现金净流量	41	-243	218	330					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 05 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郭庆龙 造纸轻工行业
高翩然 造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：喜临门,江山欧派,公牛集团,仙鹤股份,爱玛科技,致欧科技,箭牌家居,慕思股份,太阳纸业,居然之家,恒安国际,中宠股份,五洲特纸,王力安防,家联科技,绿源控股集团,联翔股份,奥瑞金,索菲亚,晨光股份,共创草坪,麒盛科技,奥普家居,思摩尔国际,朝云集团,泉峰控股,玛格家居,皇派家居,裕同科技,欧派家居

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。