

投资评级 优于大市 首次覆盖

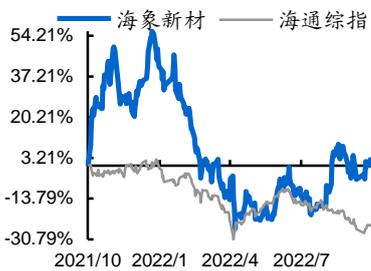
PVC 地板海外需求广阔，产能扩张加速成长

股票数据

10月20日收盘价(元)	25.49
52周股价波动(元)	18.14-40.49
总股本/流通A股(百万股)	103/55
总市值/流通市值(百万元)	2617/1409

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.4	23.6	13.2
相对涨幅(%)	9.9	33.2	25.5

资料来源:海通证券研究所

分析师:郭庆龙

Email:gq13820@htsec.com

证书:S0850521050003

分析师:高翮然

Email:gpr14257@htsec.com

证书:S0850522030002

投资要点:

- 国内领先的PVC地板生产出口商。**海象新材主营PVC地板的研发、生产和销售，主要为欧美PVC地板品牌商、贸易商及建材零售商提供ODM产品，近年来自主品牌稳步建设。17-21年分别实现收入3.9/7.8/8.6/12.2/18.0亿元，CAGR达46.6%；分别实现归母净利润0.01/0.90/1.38/1.88/0.97亿元。22H1归母净利润达0.7亿元，同比上升41.4%。公司PVC地板生产技术成熟，核心技术人员稳定。截止21年底，研发人员数量152人，占比12.8%。
- PVC地板是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。**相较于其他地面装饰材料，PVC地板具有无毒环保、防水、防噪、耐磨等优良特性。根据OEC数据，2020年全球塑料装饰材料进口总额为96.4亿美元，同比提高6.6%。前五大进口国分别是美国、德国、加拿大、法国和英国，合计进口份额达61.8%。北美是最主要的PVC地板消费区，2020年渗透率达24.1%。我国近年来PVC地板出口额稳定增长，2021年出口额达68.3亿美元，同比增长19.9%。
- 客户资源广泛，均为国际知名地板品牌商及销售商，合作开始时间早、客户集中度低。**公司与BRANDYWINE INTERNATIONAL HARDWOOD、WINDMOLLER GMBH、GLOBAL GEM FLOORING等国际知名地板品牌商、销售商长期合作，其中与WINDMOLLER GMBH从2015年合作至今。公司对单一客户依赖度低，17-21年前五大客户销售额占比逐年下降，分别为65.5%/48.0%/40.5%/37.1%/34.5%。
- 产能扩张加速出海，布局越南潜力可期。**截至22年9月，国内产能约800柜/月，越南一厂、二厂已建成投产，设计产能总计约为650柜/月，越南三厂建设进度达52.6%。我们认为，越南产能布局利于降低美国加征关税的不利影响，疏解产能紧张问题。目前公司国内产能主要供给欧洲，越南子公司产能主要供给美国。
- 投资建议:**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。预计22-23年净利润分别为2.1/2.8亿元，同比增速116%/32%，给予22年15-16倍PE估值，对应合理价值区间为30.6-32.6元/股，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示:**产能扩张不及预期，原材料、汇率、海运费价格大幅波动，国际贸易风险，PVC地板渗透率提升不及预期。

主要财务数据及预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	1224	1798	2165	2664	3285
(+/-)YoY(%)	42.5%	46.9%	20.5%	23.0%	23.3%
净利润(百万元)	188	97	209	276	363
(+/-)YoY(%)	36.1%	-48.5%	115.9%	32.1%	31.5%
全面摊薄EPS(元)	1.83	0.94	2.04	2.69	3.54
毛利率(%)	29.7%	16.7%	19.4%	19.9%	20.3%
净资产收益率(%)	15.6%	7.6%	13.1%	14.7%	16.1%

资料来源:公司年报(2020A-2021A),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

目 录

1. PVC 地板优势突出，海外需求广阔	6
1.1 欧美为 PVC 地板主要进口方，我国出口额贡献超全球六成	6
1.2 PVC 地板：无毒环保、防水、防噪、耐磨的新兴地面覆盖材料	7
1.3 欧美 PVC 地板需求高企，国内 PVC 地板渗透率逐步提升	9
2. 由 OEM 向 ODM 转型，技术研发实力突出	11
2.1 国内领先的 PVC 地板生产出口商	11
2.2 乘外需迸发东风，17-21 年营收 CAGR 达 47%	13
2.3 行业竞争格局较为分散，海象后起之秀蓄势待发	16
3. 产能扩张加速出海，布局越南潜力可期	18
3.1 客户资源优质广泛，长期合作稳定性高	18
3.2 产品研发优势突出，产能渠道稳步扩张	20
4. 盈利预测与投资建议	23
5. 风险提示	24
财务报表分析和预测	25

图目录

图 1	11-20 年各大洲塑料装饰材料（HS Code:391810）出口额（单位：亿美元）	6
图 2	11-20 年各大洲塑料装饰材料（HS Code:391810）进口额（单位：亿美元）	6
图 3	20 年全球塑料装饰材料前十大国家进口额及增速	6
图 4	20 年全球塑料装饰材料进口占比	6
图 5	17-22H1 中国 PVC 地板出口额及增速	7
图 6	20 年全球塑料装饰材料前十大国家出口额及增速	7
图 7	20 年全球塑料装饰材料出口占比	7
图 8	PVC 地板结构示意图	8
图 9	12 年美国地面装饰材料市场份额	10
图 10	20 年美国地面装饰材料市场份额	10
图 11	PVC 地板价值链拆分	10
图 12	13-17 年中国地板行业细分产品需求量（万平方米）	11
图 13	PVC 地板产品品类	12
图 14	17-22H1 研发费用	12
图 15	19-21 年研发人员数量变化	12
图 16	截止 2022 年 8 月 30 日海象新材股权结构	13
图 17	17-22H1 营收及增速	14
图 18	17-22H1 归母净利润及增速、归母净利率	14
图 19	17-22H1 年分产品营收及增速	14
图 20	17-22H1 年分产品营收占比	14
图 21	17-22H1 综合毛利率	15
图 22	17-22H1 年分产品毛利率	15
图 23	主营业务成本构成	15
图 24	PVC 及原油价格变动	15
图 25	17-22H1 期间费用率	16
图 26	17-22H1 同行业可比公司营业收入（亿元）	17
图 27	17-21 年同行业可比公司外销比例（%）	17
图 28	17-22H1 同行业可比公司毛利率（%）	17

图 29	17-22H1 年同行业可比公司销售费用率 (%)	17
图 30	17-22H1 同行业可比公司管理费用率 (%)	17
图 31	17-22H1 同行业可比公司归母净利润及归母净利率	17
图 32	17-21 年前五大客户销售额及占比	18
图 33	16-19 年自有品牌主营业务收入	19
图 34	16-19 年直销经销收入及占比	19
图 35	16-20H1 境外分地区营收 (单位: 亿元)	21
图 36	16-20H1 境外分地区营收占比 (单位: %)	21

表目录

表 1 PVC 地板对比各类地面覆盖材料优点	8
表 2 PVC 地板分类	9
表 3 全球 PVC 地板市场规模测算（单位：亿平方米）	9
表 4 海象新材发展历程	11
表 5 管理层背景	13
表 6 各品类海内外价格带	14
表 7 PVC 地板行业主要经营模式及典型公司	16
表 8 主要客户合作时间及 2019 年销售金额	18
表 9 16-19 年前五大 ODM 客户情况	19
表 10 17-21 年研发项目及进度	20
表 11 IPO 募集资金使用情况（亿元）	21
表 12 17-21 年公司产能情况	21
表 13 生产基地建设项目（单位：亿元）	22
表 14 美国对华轻工商品关税政策变化情况	22
表 15 海象新材分业务盈利预测表（单位：亿元）	23
表 16 同类公司对比估值表	24

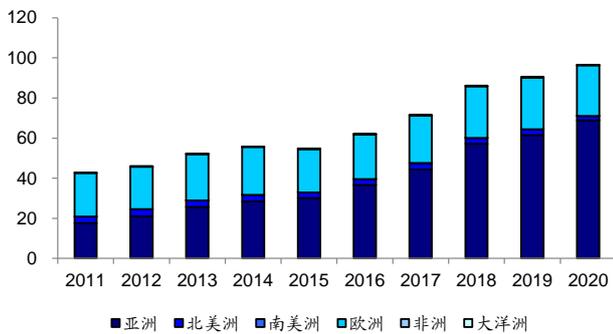
1. PVC 地板优势突出，海外需求广阔

1.1 欧美为 PVC 地板主要进口方，我国出口额贡献超全球六成

全球塑料装饰材料进口规模基本稳定，欧洲为主要进口方。根据 OEC 数据，从出口看，2020 年全球塑料装饰材料出口总产值为 96.4 亿美元，同增 6.7%。2020 年亚洲出口额最高，达 68.8 亿美元，占比 71.3%；其次为欧洲，出口额 25.2 亿美元，占比 26.1%。

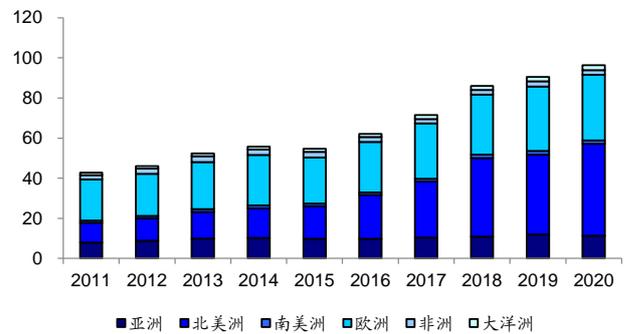
从进口看，2020 年北美洲进口额第一达 45.8 亿美元，占比 47.5%；其次为欧洲，进口额 32.8 亿美元，占比 34.0%；亚洲进口额 11.4 亿美元，占比 11.8%。从出口净值看，亚洲处于顺差，其他大洲处于逆差，2020 年亚洲净出口 57.4 亿美元，北美洲净出口 -43.6 亿美元。

图1 11-20 年各大洲塑料装饰材料 (HS Code:391810) 出口额 (单位: 亿美元)



资料来源: OEC, 海通证券研究所

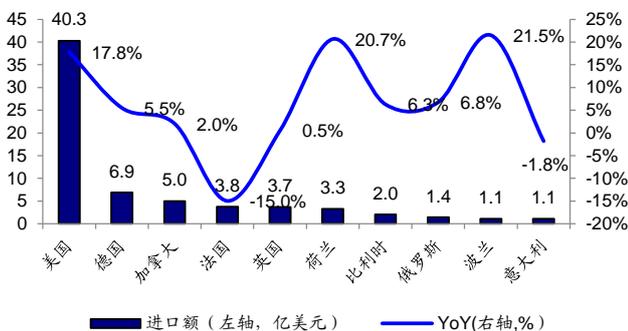
图2 11-20 年各大洲塑料装饰材料 (HS Code:391810) 进口额 (单位: 亿美元)



资料来源: OEC, 海通证券研究所

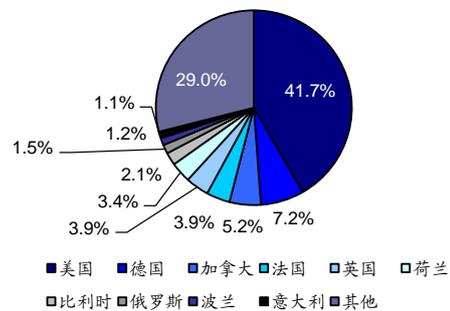
2020 年美国塑料装饰材料进口额居首，进口占比 41.7%。根据 OEC 数据，2020 年全球塑料装饰材料进口总额为 96.4 亿美元，同比提高 6.6%。前五大进口国分别是美国 (40.3 亿美元)、德国 (6.9 亿美元)、加拿大 (5.0 亿美元)、法国 (3.8 亿美元) 和英国 (3.7 亿美元)，进口份额分别为 41.7%/7.2%/5.2%/3.9%/3.9%，合计占比达 61.8%。

图3 20 年全球塑料装饰材料前十大国家进口额及增速



资料来源: OEC, 海通证券研究所

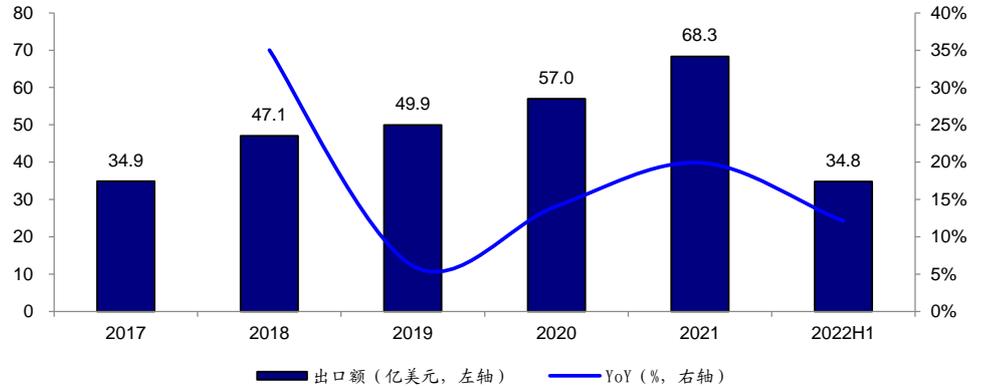
图4 20 年全球塑料装饰材料进口占比



资料来源: OEC, 海通证券研究所

国内 PVC 地板出口额持续增长。近年来我国 PVC 地板出口额稳定增长,2020-2021 年受疫情影响, PVC 地板由于其人工成本低、可 DIY 的特性需求旺盛,2021 年我国出口额达 68.3 亿美元,同比增长 19.9%。

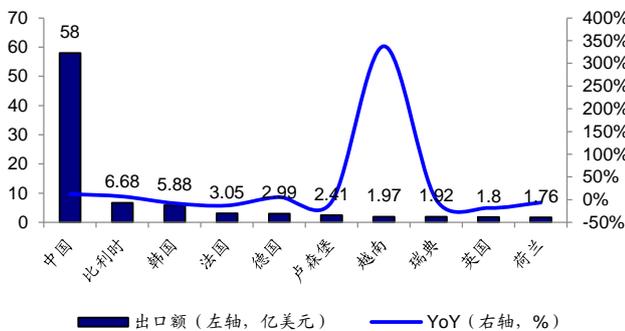
图5 17-22H1 中国 PVC 地板出口额及增速



资料来源: Wind, 海关总署, 海通证券研究所

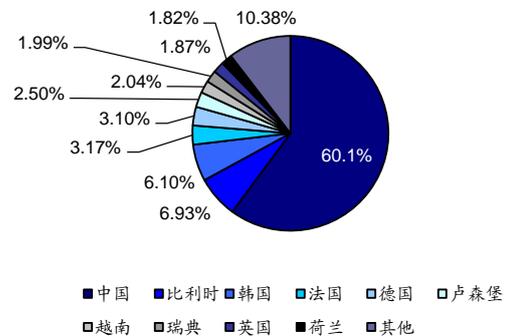
2020 年我国塑料装饰材料出口占比全球第一, 出口额贡献超全球六成。OEC 数据显示, 2020 年中国大陆塑料装饰材料出口额达 58 亿美元, 同比增长 12.4%, 出口额占全球塑料装饰材料出口总额的 60.1%。其次分别为比利时 (占比 6.9%)、韩国 (占比 6.1%)、法国 (占比 3.2%)、德国 (占比 3.1%)。

图6 20 年全球塑料装饰材料前十大国家出口额及增速



资料来源: OEC, 海通证券研究所

图7 20 年全球塑料装饰材料出口占比

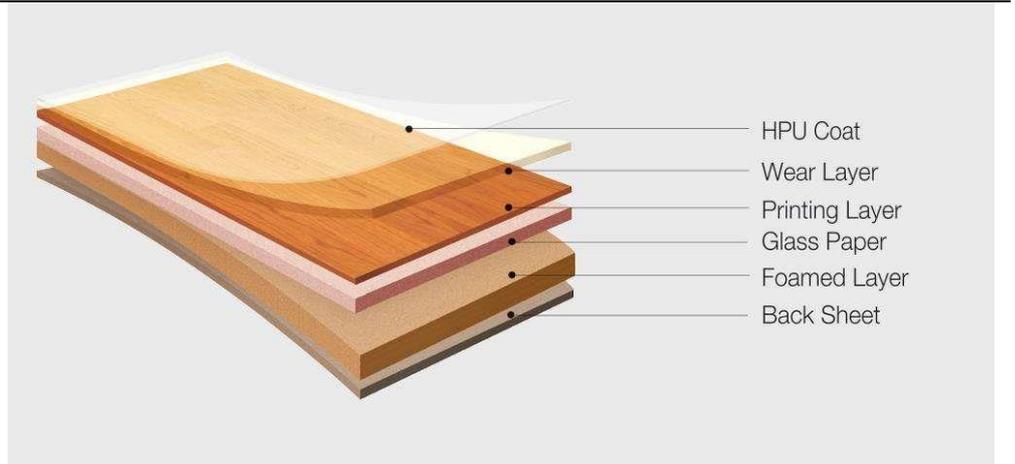


资料来源: OEC, 海通证券研究所

1.2 PVC 地板: 无毒环保、防水、防噪、耐磨的新兴地面覆盖材料

PVC 地板是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。常见的 PVC 地板由底到面依次由底料层、中料层、印花面料层、耐磨层和 UV 层构成, 具有环保、可回收利用、安装简便、耐磨、防潮、防滑和防火阻燃等优点。

图8 PVC地板结构示意图



资料来源：百度百科，海通证券研究所

PVC地板相较于其他地面装饰材料具有无毒环保、防水、防噪、耐磨等优良特性。

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。从产品综合观感、舒适度、安装便利性、保养、使用寿命和价格等指标对比，PVC地板作为较为新型的地面装饰材料，与传统的木地板、天然石材、地毯、瓷砖等相比具有以下特点：①具备无毒环保性质，可回收再利用；②具备防火、防水、防潮、防滑、抗冲击等优异特性；③具有吸音防噪功能；④具备较好的耐磨性和使用寿命。

表1 PVC地板对比各类地面覆盖材料优点

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地板	天然	脚感舒适	简便	简便	长	适中

资料来源：海象新材招股说明书，海通证券研究所

PVC地板按照形态可分为片材地板和卷材地板。卷材地板在安装施工时接缝较少，尺寸稳定性较好，便于清洁，但由于卷材地板在安装施工前对地面的平整度和光滑度要求较高，且一旦出现问题需要大面积更换，维护成本相对较高；相对于卷材地板，片材地板适应性较好，且在安装施工上较为方便。维修更换时，只需更换部分地板，维护成本相对较低。

PVC片材地板按照结构可以分为LVT地板、WPC地板和SPC地板等。其中LVT地板是目前应用较为普遍的PVC地板，根据海象新材招股书援引中国建筑装饰装修材料协会数据，2018年LVT地板的销量占有所有地板产品销量的8%。WPC地板通过在基材层中增加发泡剂，相比LVT地板，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，达到能提供更柔软脚感，同时具备更好的静音效果。SPC地板指由重钙粉与PVC树脂粉混合挤出形成基材层，由于SPC地板中的基材板层中涵盖高密度的重钙粉，因此其尺寸稳定性更优于WPC地板。

PVC地板按照安装工艺可分类为锁扣地板、干底地板和免胶地板。锁扣地板是侧面带有锁扣可供固定的地板，其基本原理是通过板与板之间的榫舌和榫槽相结合，进而实现精密连接。由于其具有安装便利、维护成本低等特性，目前已逐步成为PVC地板中最为普遍的种类之一。干底地板指需要使用胶水粘贴的地板，安装成本较高。免胶地

板一般指底部装有防滑膜的地板，能直接铺于地面，安装及更换较为便利。但其对于地面的平整度有着较高要求，且由于其靠防滑膜摩擦力固定，稳定性相对较差。

表 2 PVC 地板分类

分类方式	类型	子分类	特点
按形态	PVC 片材地板	LVT 地板	是目前应用较为普遍的 PVC 地板
		WPC 地板	通过在基材层中增加发泡剂，相比 LVT 地板具有材质较轻、便于运输安装的优点，部分 WPC 地板通过加设基层，达到能提供更柔软脚感，同时具备更好的静音效果
		SPC 地板	由重钙粉与 PVC 树脂粉混合挤出形成基材层，由于 SPC 地板中的基材层中涵盖高密度的重钙粉，因此其尺寸稳定性更优于 WPC 地板
按安装工艺	PVC 卷材地板		卷材地板在安装施工时接缝较少，尺寸稳定性较好，便于清洁。但由于卷材地板在安装施工前对地面的平整度和光滑度要求较高，且一旦出现问题需要大面积更换，维护成本相对较高
		锁扣地板	锁扣地板是侧面带有锁扣可供固定的地板，其基本原理是通过板与板之间的榫舌和榫槽相结合，进而实现精密连接，由于其具有安装便利、维护成本低等特性，目前已逐步成为 PVC 地板中最为普遍的种类之一
	干底地板	干底地板指需要使用胶水粘贴的地板，安装成本较高	
	免胶地板	免胶地板一般指底部装有防滑膜的地板，能直接铺于地面，安装及更换较为便利，但其对于地面的平整度有着较高要求，且由于其靠防滑膜摩擦力固定，稳定性相对较差	

资料来源：海象新材招股说明书，海通证券研究所

1.3 欧美 PVC 地板需求高企，国内 PVC 地板渗透率逐步提升

作为一种新型绿色环保地面装饰材料，PVC 地板最早起源于欧洲，20 世纪 30 年代，美国率先启动 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材料配比，使 PVC 地板各方面性能进一步提升。由于其安装便捷、价格低廉及环保耐用等优良特性，PVC 地板在欧美地区经过近一个世纪的发展后已获得市场高度认可，每年需求量稳步增长。

根据天振股份招股说明书测算，2020 年 SPC/WPC/LVT 地板在全球分别占据 7/5.5/5 亿平方米的市场容量，在未来没有大规模技术革命或创新前提下，PVC 地板市场销售额预计将以每年 15% 左右的速度增长，SPC/WPC/LVT 地板市场容量至 2025 年将分别拓展至 21.1 亿/8.9 亿/5.0 亿平方米，预估总市场销售金额 334.4 亿美元。

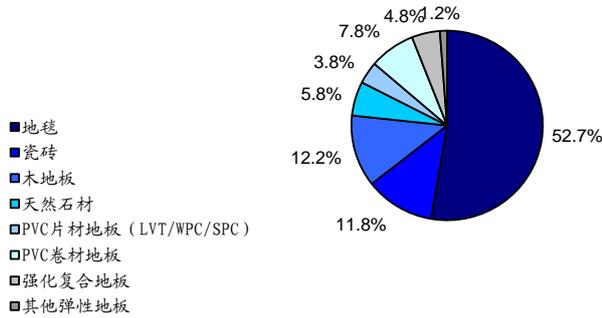
表 3 全球 PVC 地板市场规模测算 (单位: 亿平方米)

产品类型	2019 年		2020 年		变化趋势	2025 年 (预测)		
	市场容量	占比	市场容量	占比		市场容量	占比	市场销售金额
SPC 地板	5.0	33.3%	7.0	40.0%	40%	21.1	60.3%	193.6 亿美元
WPC 地板	5.0	33.3%	5.5	31.4%	10%	8.9	25.4%	117.8 亿美元
LVT 地板	5.0	33.3%	5.0	28.6%	NC	5.0	14.3%	23.0 亿美元

资料来源：天振股份招股说明书，海通证券研究所

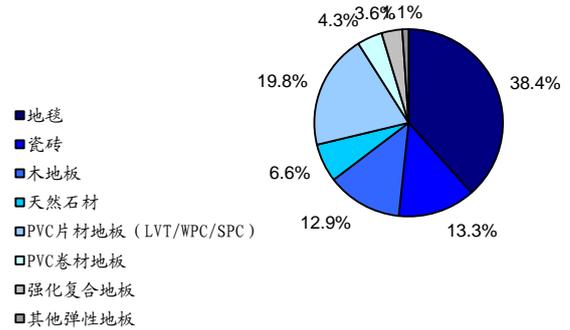
北美地区是世界上最主要的 PVC 地板消费区，2020 年渗透率达 24.1%。房地产行业的快速发展以及来自存量房二次装修市场的稳定需求为 PVC 地板在北美地区的销售增长创造了良好的外部环境。在近一个世纪的发展中，PVC 地板产品在印花面料设计、原材料、基材层配方设计等方面的创新为消费者带来了更舒适的体验，使其成为北美地区最受欢迎的地面材料之一。PVC 地板 (含卷材、片材) 在美国的渗透率已由 2012 年的 11.6% 增加至 2020 年的 24.1%。

图9 12年美国地面装饰材料市场份额



资料来源: Floor Covering Weekly, 海通证券研究所

图10 20年美国地面装饰材料市场份额



资料来源: Floor Covering Weekly, 海通证券研究所

随着美国人工成本的不断增加,美国大部分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中,将生产环节通过生产外协等方式进行解决。近年来,随着供应商技术水平及研发实力的不断提高,行业内企业也逐渐由仅生产环节外协发展为集中采购成品,即国内PVC地板制造商为国外贸易商、品牌商提供OEM或ODM产品,贸易商、品牌商(如VERTEX、SHAW、MOHAWK、GERFLOR、MANNINGTON)进一步将产品提供给终端渠道商(如HOME DEPOT、LOWE'S、FLOOR & DÉCOR、BAUHAUS),最终流通到欧美消费者受众。

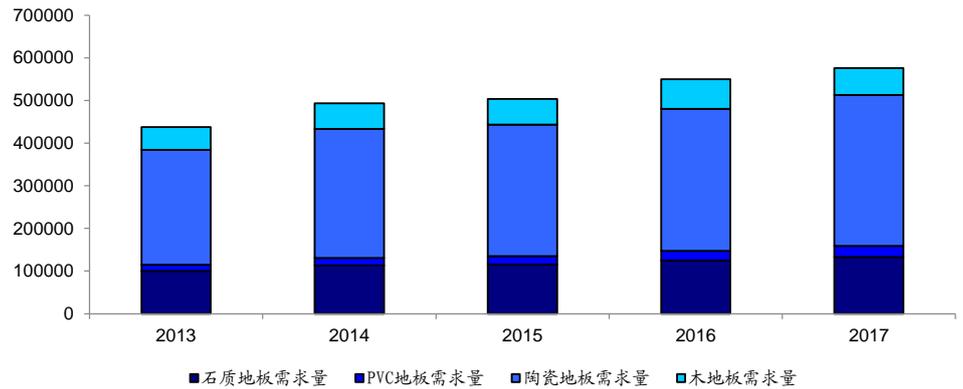
图11 PVC地板价值链拆分



资料来源: 爱丽家居招股说明书, 海通证券研究所

国内PVC地板行业处于发展期。2004年之后,PVC运动地板和商用地板逐渐得到了业界认可,越来越多的体育场馆、比赛场地开始选用专业的PVC运动地板。由于PVC地板产品进入我国的时间较晚,特别是在家装领域尚未普及,国内的消费观念仍偏好木地板等传统地面装饰材料。加之部分国内家装房屋基层达不到PVC地板铺装要求,从而带来较高的装修人工费,种种因素导致总体上PVC地板在国内地面装饰材料的市场占有率仍较低,根据产业信息网援引智研咨询数据,13-17年PVC地板占地板总需求量比重分别为3.3%/3.5%/3.9%/4.1%/4.5%。

但PVC地板凭借其优异的环保性、稳定性、耐磨性、铺装及维护方便、行走舒适、装饰效果好等特性与广泛的应用领域逐渐获得人们的认可,目前已覆盖住宅、商业办公楼、体育场馆、医院、学校等领域,行业即将进入快速发展阶段。

图12 13-17年中国地板行业细分产品需求量(万平方米)


资料来源：产业信息网援引智研咨询，海通证券研究所

2. 由 OEM 向 ODM 转型，技术研发实力突出

2.1 国内领先的 PVC 地板生产出口商

专注 PVC 地板外销，由 OEM 到 ODM 转型。海象新材主营 PVC 地板的研发、生产和销售，产品由 LVT 地板逐步拓展至 LVT 地板、WPC 地板、SPC 地板三大类。公司成立初期主要为其他国内 PVC 地板供应商提供 OEM 服务，目前主要为国外 PVC 地板品牌商、贸易商及建材零售商提供 ODM 产品。同时近年来自主品牌稳步建设，为国内领先的 PVC 地板生产制造商。

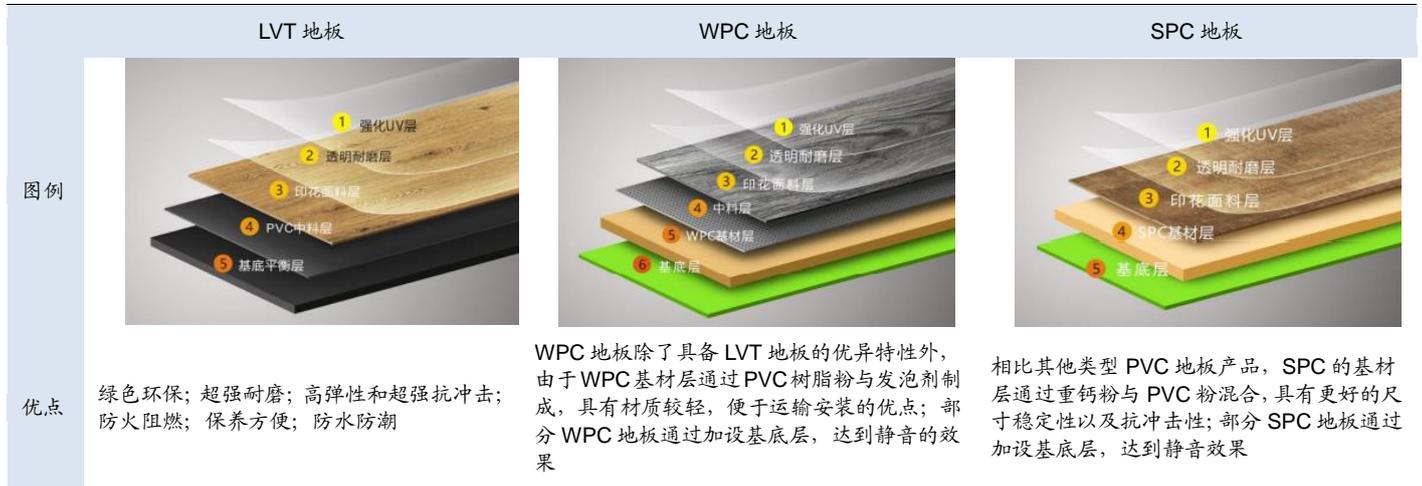
表 4 海象新材发展历程

时间	事件
筹备期	公司实际控制人王周林在设立海象新材前深度调研国内外 PVC 地板行业，认为国内 PVC 地板的传统制造工艺有改进空间。
2013 年 12 月	海象新材正式设立，主营 PVC 地板的研发、生产和销售。
2014 年	陆续定制了较为先进的 PVC 地板生产设备，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。
2015 年 4 月	在良友木业寻求 PVC 地板供应商合作、海象新材希望开拓 PVC 地板主要消费市场客户的意向基础上，海象新材作为良友木业的独家 PVC 地板供应商，保证对良友木业优先供货。
2016 年 8 月	收购海橡集团 WPC 生产线，此后自行生产 WPC 基材，减少与海橡集团间的关联交易，业务独立性增加。
2017 年 7 月	购置 SPC 地板生产线，开始试生产 SPC 地板。
2017 年 12 月	设立境外全资子公司 Kimay Floors Inc，用于及时了解美国主要市场动态和消费需求变化。
2018 年 2 月	整体变更为股份有限公司。
2019 年 8 月	在香港设立全资子公司香港海欣，负责越南子公司销售并作为公司国际贸易、对外发展与服务平台。
2019 年 9 月	在越南设立全资子公司越南海欣，以扩大生产规模、满足市场快速增长的需求、优化公司产能及战略布局。
2020 年	新冠疫情下，公司主要销售市场消费者拥有更多居家时间，PVC 地板安装简便的特性更加适合 DIY，疫情对 PVC 地板行业负面影响较小。越南海欣建成及产能释放后，成为经营业务新的快速增长点，降低美国关税政策带来的负面影响。
2020 年 9 月	2020 年 9 月 30 日，公司在深圳证券交易所上市交易。
2021 年 8 月	越南海欣出资设立海象新材料有限公司。
2021 年 11 月	出资设立上海海象地板有限公司。

资料来源：海象新材招股说明书，2020-2021 年报，海通证券研究所

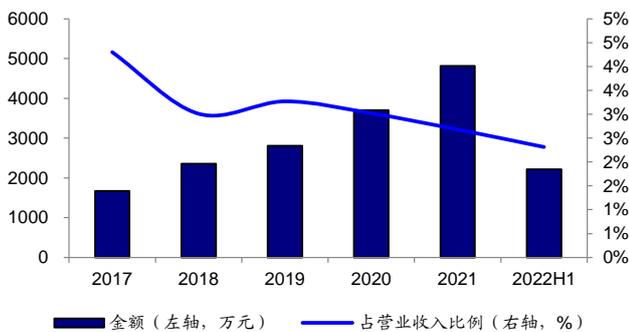
公司 PVC 地板产品主要包括 LVT 地板、WPC 地板、SPC 地板三大类。其中，LVT (Luxury Vinyl Tile) 地板又称高端 PVC 地板，主要由 UV 层、透明耐磨层、印花面料层、PVC 中料层以及基底平衡层构成，是目前最为传统的 PVC 地板之一，具有绿色环

保、超强耐磨、防火阻燃、防水防潮等优良特性。WPC (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，除具备 LVT 地板特性外，还具有材质较轻、便于运输安装的优点。SPC 地板 (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，具有更好的尺寸稳定性及抗冲击性，是近年来需求较大的 PVC 地板产品。部分加设基层层的 WPC、SPC 地板还可达到静音效果。

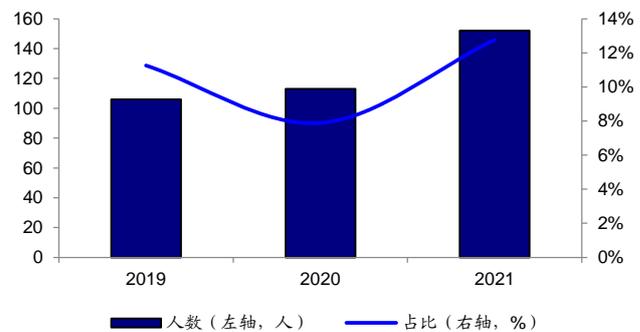
图13 PVC 地板产品品类


资料来源：海象新材 2021 年报，海通证券研究所

PVC 地板生产技术成熟，研发能力强劲。公司 PVC 地板生产技术成熟，核心技术人员稳定。截止 2021 年底，研发人员数量达 152 人，占员工总数的 12.8%；共拥有专利 21 项，其中实用新型专利 15 项，发明型专利 5 项，外观专利 1 项。

图14 17-22H1 研发费用


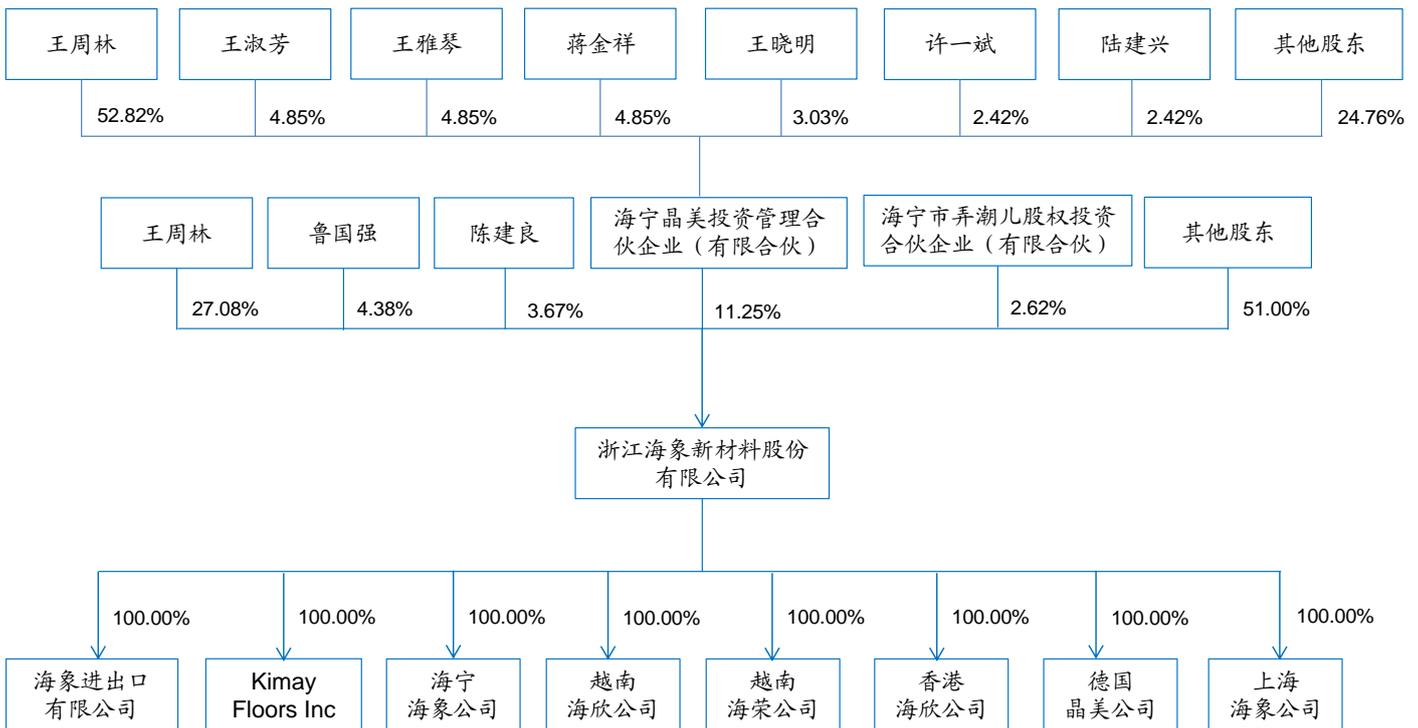
资料来源：wind，海通证券研究所

图15 19-21 年研发人员数量变化


资料来源：海象新材 2020-2021 年报，海通证券研究所

员工股权激励充分。公司控股股东、实际控制人王周林直接持股 27.08%，王周林、王淑芳父女通过海宁晶美投资间接控制 6.49% 的股份，合计占比 33.57%。员工持股平台晶美投资持股 11.25%，员工股权激励充分。

图16 截止 2022 年 8 月 30 日海象新材股权结构



资料来源：wind，海象新材 2022 半年报，爱企查，海通证券研究所

表 5 管理层背景

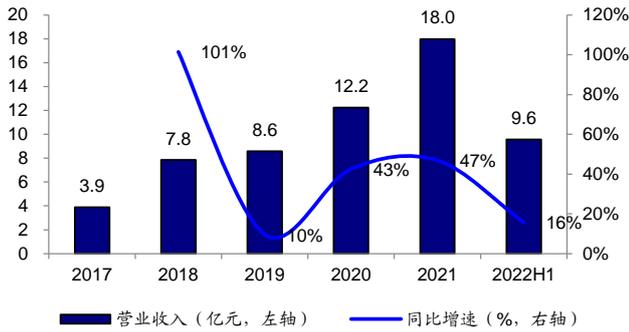
姓名	职位	学历	工作经历
王周林	董事长	专科	1981 年 3 月至 1993 年 9 月历任海宁橡塑制品厂技术员、车间主任、厂管委委员、厂长；1993 年 10 月至 1996 年 10 月任浙江海宁橡塑实业总公司副董事长、总经理；1996 年 11 月至 2003 年 5 月任海宁海橡集团有限公司董事长、总经理；2005 年 5 月至 2013 年 7 月，任职于海宁海橡鞋材有限公司；2013 年 8 月至今任海宁海橡集团有限公司董事长、海宁海橡鞋材有限公司执行董事；2013 年 12 月至 2016 年 6 月，任晶美有限执行董事；2016 年 7 月至 2018 年 1 月任晶美有限执行董事、总经理；2018 年 2 月至今任海象新材董事长。
王淑芳	董事、总经理	本科	2005 年 11 月至 2015 年 3 月任海宁市环境保护监测站工程师；2015 年 4 月至 2018 年 1 月任晶美有限营销总监，2018 年 2 月至 2022 年 4 月任海象新材董事、副总经理。2022 年 4 月至今任公司总经理。
鲁国强	董事	专科	1981 年 3 月至 1993 年 9 月历任海宁橡塑制品厂技术员、车间主任、厂管委委员、副厂长等；1993 年 10 月至 1996 年 10 月任浙江海宁橡塑实业总公司董事、副总经理；1996 年 11 月至 2013 年 7 月历任海宁海橡集团有限公司副总经理、总经理、副董事长、董事长；2013 年 8 月至今任海宁海橡集团有限公司副董事长、总经理；2004 年 6 月至今历任海宁海橡鞋材有限公司副总经理、董事、总经理；2018 年 2 月至今任海象新材董事。
王雅琴	董事、副总经理	本科	1991 年 9 月至 1993 年 9 月任海宁橡塑制品厂工人；1993 年 10 月至 1996 年 10 月历任浙江海宁橡塑实业总公司文员、财务经理助理；1996 年 11 月至 2004 年 5 月任海宁海橡集团有限公司财务副经理；2004 年 6 月至 2015 年 5 月历任海宁海橡鞋材有限公司财务副经理、财务经理；2015 年 6 月至 2018 年 1 月任晶美有限财务经理；2018 年 2 月至今任海象新材财务总监；2021 年 1 月至今任海象新材董事、副总经理；2021 年 4 月至 2022 年 4 月任海象新材董事会秘书。

资料来源：海象新材 2021 年报、2022 半年报，海通证券研究所

2.2 乘外需迸发东风，17-21 年营收 CAGR 达 47%

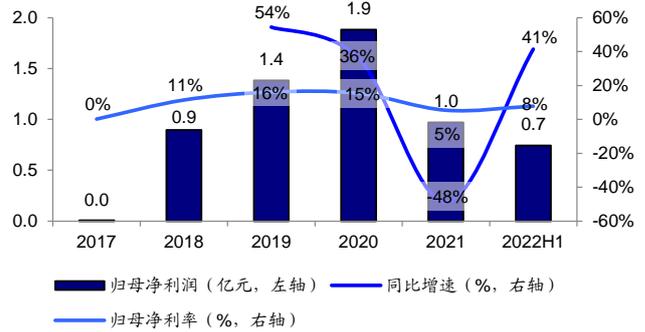
公司 17-21 年分别实现收入 3.9/7.8/8.6/12.2/18.0 亿元，CAGR 达 46.6%。分别实现归母净利润 0.01/0.90/1.38/1.88/0.97 亿元，18-20 年 CAGR 为 45.0%。21 年归母净利润同比下降 48.5%，主要系 21 年 PVC 生产原料价格上涨且 21H2 多地政府发布限电停产令影响。

图17 17-22H1 营收及增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图18 17-22H1 归母净利润及增速、归母净利率

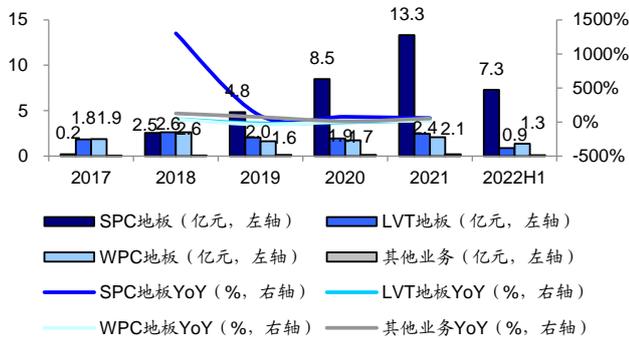


资料来源: Wind, 海通证券研究所

公司早年以 LVT 地板、WPC 地板为拳头产品，17 年购置 SPC 地板生产线后迅速放量，SPC 地板营收占比由 17 年的 5% 增至 21 年的 74%。22H1，LVT/WPC/SPC 地板分别实现收入 0.9/1.3/7.3 亿元，同增-31%/25%/24%，收入占比分别为 9%/14%/76%。

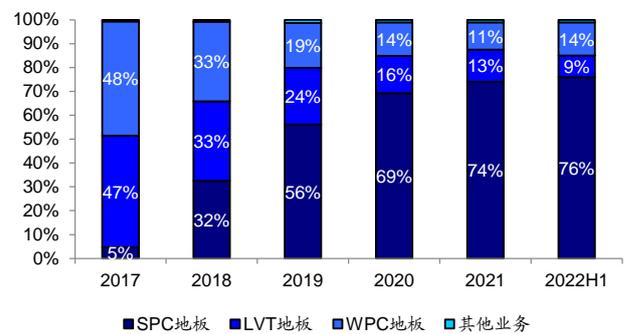
从终端产品市场价来看，WPC 产品售价约为 SPC 产品的 1.5-2 倍。以美国最大 PVC 地板制造商 SHAW 旗下的 SHAW FLOOR 品牌产品售价为例，其 WPC 产品终端市场价格带为 8.3-10.5 美元/平方英尺，而 SPC 产品则为 5.9-9.2 美元/平方英尺。

图19 17-22H1 年分产品营收及增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图20 17-22H1 年分产品营收占比



资料来源: Wind, 海通证券研究所

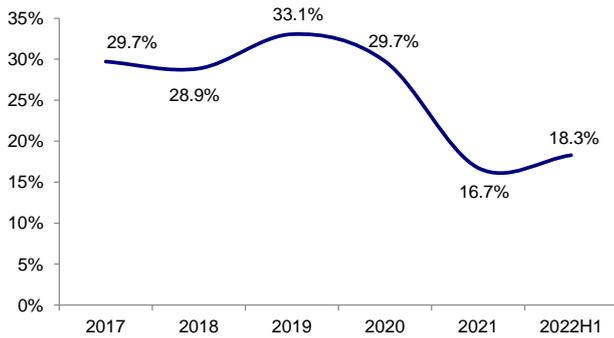
表 6 各品类海内外价格带

	LVT 地板	WPC 地板	SPC 地板
FOB 出厂均价 (元/平方米)	41.4	80.9	55.9
海外终端市场价 (美元/平方英尺)	3.7-6.4	8.3-10.5	5.9-9.2
海外终端市场价 (元/平方米)	285-500	645-815	460-715

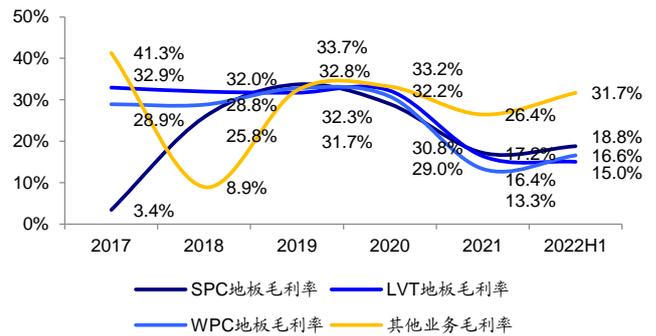
资料来源: 海象新材 2021 年度报告, SHAW FLOOR 官网, 海通证券研究所

注: FOB 出厂均价取海象新材 2021 年各产品平均售价, 海外终端市场价以美国最大 PVC 地板制造商 SHAW INDUSTRY 旗下的 SHAW FLOOR 官网价格为例, 美元兑人民币汇率取 2022 年 10 月 20 日实时汇率为 7.229

17-21 年综合毛利率分别为 29.7%/28.9%/33.1%/29.7%/16.7%，22H1 为 18.3%。公司采用成本加成与随行就市相结合的定价策略，21 年受原材料价格影响综合毛利率下降。另外，由于 21 年起公司会计准则变化，调整销售费用、出口费用至主营业务成本，对毛利率产生变化。

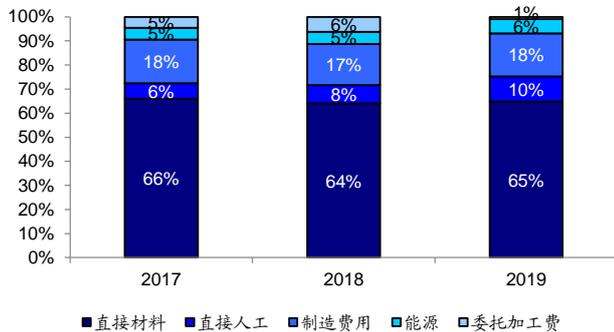
图21 17-22H1 综合毛利率


资料来源: Wind, 海通证券研究所

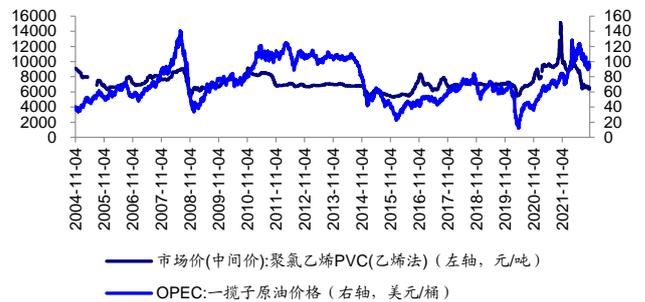
图22 17-22H1 年分产品毛利率


资料来源: Wind, 海通证券研究所

19 年主营业务成本中材料/人工/制造费用/能源/委托加工费占比分别为 65%/10%/18%/6%/1%，近年来波动不大。PVC 地板的主要原材料为 PVC 树脂粉、印花面料和耐磨层等，其中印花面料、耐磨层原料均为 PVC。产品利润受原材料 PVC 价格影响较大，而 PVC 价格波动主要受原油和煤炭价格波动、市场上供求关系变化、国家相关政策等因素影响。根据海象新材招股说明书测算，假设其他因素不变，17-19 年直接材料价格每下降 1%，综合毛利分别上升 1.56%/1.58%/1.31%。

图23 主营业务成本构成


资料来源: 海象新材招股说明书, 海通证券研究所

图24 PVC 及原油价格变动


资料来源: Wind, 海通证券研究所

规模化效应下，17-21 年期间费用率分别为 25.7%/15.8%/17.3%/16.6%/12.3%。其中，销售费用率分别为 9.1%/9.8%/10.0%/8.6%/6.7%；管理费用率分别为 10.0%/2.2%/2.7%/2.2%/1.9%，研发费用率分别为 4.3%/3.0%/3.3%/3.0%/2.7%。22H1 期间费用率为 10.9%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.0%/1.7%/2.3%/-0.1%。

图25 17-22H1 期间费用率


资料来源: Wind, 海通证券研究所

2.3 行业竞争格局较为分散，海象后起之秀蓄势待发

欧美发达国家 PVC 地板产业在近一个世纪的发展中形成了一些国际知名品牌商，如 SHAW、MOHAWK 等，主要采用 OBM 经营模式。相对而言，我国 PVC 地板市场起步晚，品牌知名度、消费者认可度均较低。业内企业大部分以 OEM 模式生产经营，典型公司如美喆国际，产品附加值较低。少部分技术研发实力突出的企业如海象新材、爱丽家居、天振股份等，正在或已完成了向 ODM 的“贴牌”模式转型，对 OBM 模式的探索也逐步发展，不断提升产品附加值。

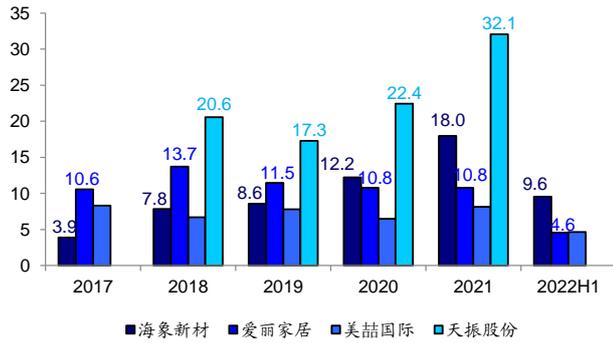
表 7 PVC 地板行业主要经营模式及典型公司

经营模式	典型公司	开发设计阶段	采购生产阶段	完工销售阶段	品牌
OBM	SHAW、MOHAWK 等欧美大型地板品牌商和建材零售商，国内企业数量极少	自主品牌、自主设计	自主采购生产产品	销售给下游地板品牌商、贸易商、建材零售商或终端消费者	自主品牌
ODM	海象新材、爱丽家居、天振股份	自主设计或参与部分设计	自主采购生产产品	销售给下游地板品牌商、贸易商和建材零售商	贴牌，但有一定品牌效应
OEM	美喆国际等大多数国内 PVC 地板企业	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	贴牌

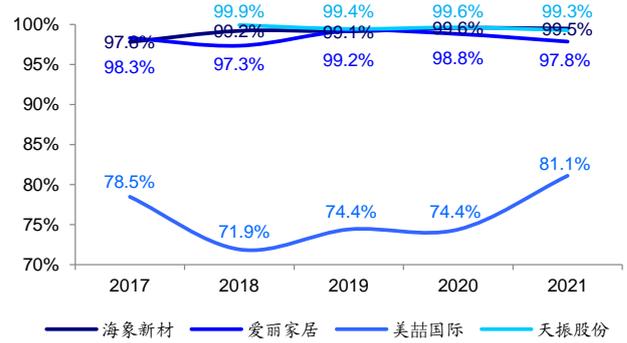
资料来源: 天振股份招股说明书, 海象新材招股说明书, 海通证券研究所

目前我国 PVC 地板行业竞争主体呈现多而散态势，CR3 仅 19.73%。我国 PVC 塑胶地板行业内竞争主体众多，既包括传统地面装饰建材企业，也包括新进入投资者，但大部分为小规模生产企业，行业呈现小而散的特点。根据天振股份招股书援引中国海关提供的 2019 年我国 PVC 地板出口企业排名数据内容，PVC 地板行业市占率前三名分别为华丽新材料 (7.59%)、易华润东新材料 (7.17%)、天振股份 (4.97%)，CR3 仅 19.73%。且三家公司成立时间分别为 1995 年、1999 年、2003 年，属行业内最早一批研发、生产 PVC 地板的企业，凭借技术实力、规模化生产、产品质量、创新能力等优势居于行业第一梯队。

公司自 2013 年成立后迅速发展壮大，与行业内头部企业差距不断缩小。2020 年海象新材营收超越爱丽家居、美喆国际。17-21 年外销占比分别为 97.8%/99.2%/99.1%/99.6%/99.5%，与爱丽家居、天振股份等公司的外销占比较为接近。

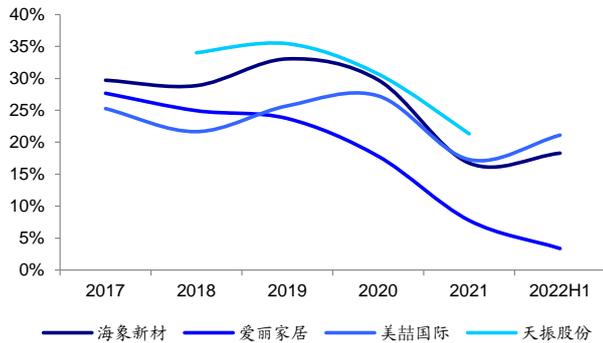
图26 17-22H1 同行业可比公司营业收入 (亿元)


资料来源: 各公司 2017-2022 年财报, 招股说明书, 海通证券研究所

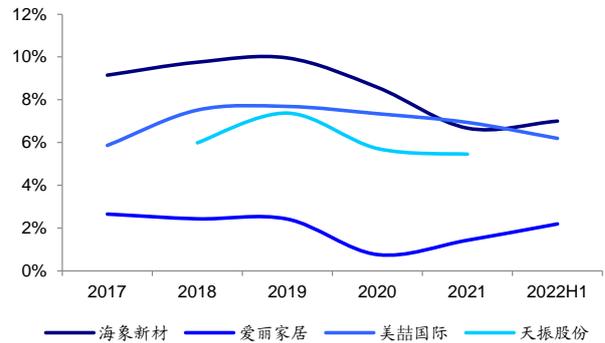
图27 17-21 年同行业可比公司外销比例 (%)


资料来源: 各公司招股书、2018-2021 年报, wind, 海通证券研究所

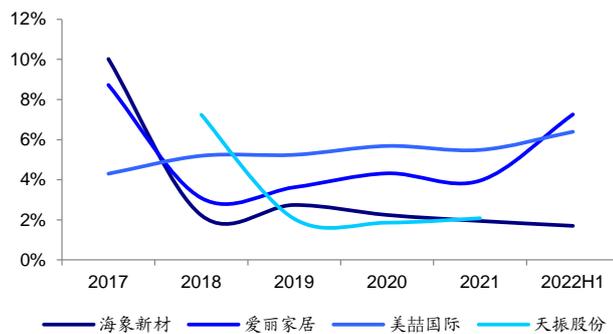
毛利率居于行业前列, 费用率优势较为明显。 17-21 年公司毛利率分别为 29.7%/28.9%/33.1%/29.7%/16.7%, 居于行业前列。公司销售费用率高于同行业上市公司平均水平, 主要系公司相较可比公司特许权使用费较高、客户集中度较低导致。管理费用率低于行业平均水平, 主要系公司管理人员较为精简、管理费用职工薪酬占营业收入比例较低所致。17-21 年公司归母净利率分别为 0.2%/11.4%/16.1%/15.4%/5.4%, 22H1 归母净利率回升至 7.8%, 处于行业较高水平。

图28 17-22H1 同行业可比公司毛利率 (%)


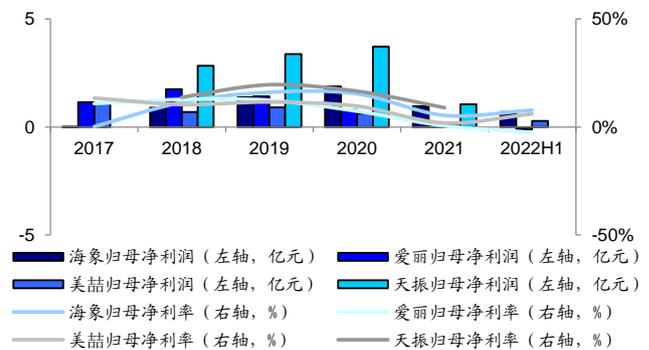
资料来源: 天振股份招股书, 美喆国际 2018-2022 财报, wind, 海通证券研究所

图29 17-22H1 年同行业可比公司销售费用率 (%)


资料来源: 天振股份招股书, 美喆国际 2018-2022 财报, wind, 海通证券研究所

图30 17-22H1 同行业可比公司管理费用率 (%)


资料来源: 天振股份招股书, 美喆国际 2018-2022 财报, wind, 海通证券研究所

图31 17-22H1 同行业可比公司归母净利润及归母净利率


资料来源: 天振股份招股书, 美喆国际 2018-2022 财报, wind, 海通证券研究所

3. 产能扩张加速出海，布局越南潜力可期

3.1 客户资源优质广泛，长期合作稳定性高

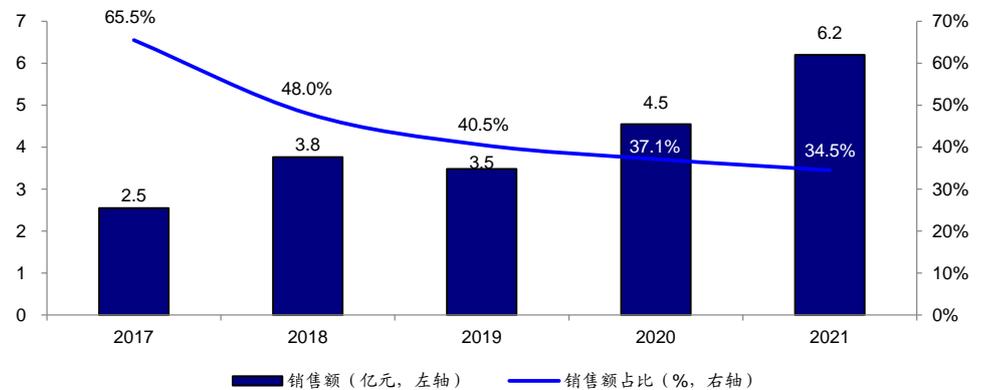
客户资源广泛，均为国际知名地板品牌商及销售商，合作开始早、集中度低。公司与 BRANDYWINE INTERNATIONAL HARDWOOD、WINDMOLLER GMBH、GLOBAL GEM FLOORING 等国际知名地板品牌商、销售商长期合作，其中与 WINDMOLLER GMBH 从 2015 年 10 月开始合作至今。公司对单一客户依赖度低，2017-2021 年前五大客户销售额占比逐年下降，分别为 65.5%/48.0%/40.5%/37.1%/34.5%。同行业爱丽家居采用单一大客户模式，2019 年前五大客户占比达 97.17%，其中 VERTEX 占比达 91%。

表 8 主要客户合作时间及 2019 年销售金额

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 (亿元)	销项该客户收入占收入比值
BRANDYWINE INTERNATIONAL HARDWOOD	美国	地板贸易商	SPC 地板	2017.8	1.16	13.54%
WINDMOLLER GMBH	德国	地板品牌商	LVT/SPC 地板	2015.10	0.81	9.43%
GLOBAL GEM FLOORING	美国	地板销售商	WPS/SPC 地板	2016.5	0.63	7.32%
HORNBACH BAUMARKT AG	欧洲	知名建材超市	LVT/SPC 地板	2016	0.45	5.21%
LA HARDWOOD FLOORING INC	美国	地板品牌商	LVT/WPC/SPC 地板	2017.11	0.43	5.03%
COTAP	荷兰	地板品牌商	LVT 地板	2016.4	0.41	4.80%
合计					3.89	45.33%

资料来源：海象新材招股说明书，海通证券研究所

图 32 17-21 年前五大客户销售额及占比



资料来源：海象新材招股书，2020-2021 年报，海通证券研究所

由代工起步，持续自主拓展新客户，销售体系日益成熟独立。2013 年公司通过试生产成为国内行业中较早使用冷热分机设备生产 PVC 地板的企业，并借此技术优势成为浙江晶通、浙江天振代工厂，间接为海外客户代工生产。2015 年成为良友木业独家 PVC 地板供应商，后陆续获取了对 LA HARDWOOD FLOORING INC、FLOORING LIQUIDATORS INC、TWELVE OAKS 等多家北美地区企业的直销权。2019 年前五大客户均为公司直销，其中 WINDMOLLER GMBH、GLOBAL GEM FLOORING、HORNBACH BAUMARKT AG 三家为通过行业展会、邮件等方式自主拓展，销售体系日益成熟独立。

表 9 16-19 年前五大 ODM 客户情况

年份	客户名称	产品类别	销售金额(亿元)	占营业收入比例(%)
2016	SUN SHINE INTERNATIONAL INCORPORATION LIMITED	LVT/WPC	0.68	32.8%
	WINDMOLLER GMBH	LVT	0.51	24.3%
	HORNBACH BAUMARKT AG	LVT	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%
2017	SUN SHINE INTERNATIONAL INCORPORATION LIMITED	LVT/WPC/SPC	1.19	30.5%
	WINDMOLLER GMBH	LVT	0.60	15.5%
	BEAULIEU	LVT/WPC/SPC	0.31	7.9%
	HORNBACH BAUMARKT AG	LVT	0.26	6.7%
	COTAP B.V.	LVT	0.19	4.9%
	合计	-	2.55	65.5%
2018	SUN SHINE INTERNATIONAL INCORPORATION LIMITED	LVT/WPC/SPC	1.29	16.5%
	WINDMOLLER GMBH	LVT	0.98	12.4%
	BRANDYWINE INTERNATIONAL HARDWOOD	SPC	0.55	7.0%
	LA HARDWOOD FLOORING INC	WPC/SPC	0.52	6.6%
	HORNBACH BAUMARKT AG	LVT	0.43	5.4%
	合计	-	3.76	48.0%
2019	BRANDYWINE INTERNATIONAL HARDWOOD	SPC	1.16	13.5%
	WINDMOLLER GMBH	LVT/SPC	0.81	9.4%
	GLOBAL GEM FLOORING	WPC/SPC	0.63	7.3%
	HORNBACH BAUMARKT AG	LVT/SPC	0.45	5.2%
	LA HARDWOOD FLOORING INC	LVT/WPC/SPC	0.43	5.0%
	合计	-	3.48	40.5%

资料来源：海象新材招股说明书，海通证券研究所

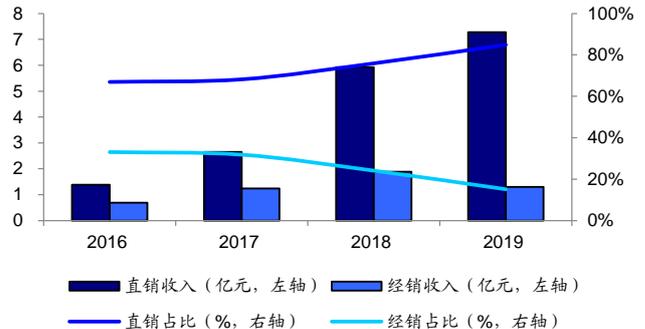
注：2018 年度，WINDMOLLER FLOORING PRODUCTS WFP GMBH 更名为 WINDMOLLER GMBH，此处统一采用“WINDMOLLER GMBH”名称指代

自主品牌销售占比由 17 年的 0.4% 提升至 19 年的 0.8%，不断提升产品附加值。考虑到未来国内市场发展潜力较大，公司由 ODM 模式向 OBM 模式转型，通过加强品牌建设、提高产品品牌附加值获取竞争优势。17-19 年公司自有品牌销售占比由 0.4% 提高至 0.8%。直销比重不断提高，优化盈利能力。

布局商品房精装环节，自主品牌与万科达成合作。考虑到近年来国内精装房占比不断提高，公司通过与国内大型房地产开发企业合作的方式，打开家装市场。2019 年，公司与万科企业股份有限公司签订 PVC 地板集中采购协议，为其提供优质的 PVC 地板。

图 33 16-19 年自有品牌主营业务收入


资料来源：海象新材招股书，海通证券研究所

图 34 16-19 年直销经销收入及占比


资料来源：海象新材招股书，海通证券研究所

3.2 产品研发优势突出，产能渠道稳步扩张

公司成立初期主要通过定制冷热分机设备等先进 PVC 地板生产设备进行生产确立行业内定位。2017 年以来，发展重心转移至工艺优化、材料研究等方向，紧跟市场主流趋势。截止 21 年末，公司拥有专利 21 项，其中实用新型专利 15 项，发明型专利 5 项，外观专利 1 项，并有 6 项项目正在研发中。

表 10 17-21 年研发项目及进度

项目名称	项目状态	项目应用
高稳定性耐磨防火抗菌塑胶地板	2017 年完成	应用于 PVC 发泡基材类地板的上部贴合层
高平整度超薄锁扣塑胶地板	2017 年完成	应用于 PVC 锁扣地板
AB 结构石塑对花锁扣产品	2018 年完成	应用于石塑地板
VCP 发泡多层复合锁扣地板	2018 年完成	应用于 PVC 发泡基材类地板
半同质透心复合塑胶地板	2018 年完成	应用于压延工艺生产的地板
磁性多层复合塑胶地板	2018 年完成	应用于非锁扣地板
热压工艺生产对花 PVC 石塑地板产品的研究	2018 年完成	应用于 SPC 地板
自沉淀双层湿法毡止滑塑胶地板	2018 年完成	应用于免胶水安装地板
一种新结构 LVT 锁扣地板	2019 年完成	应用于 PVC 锁扣地板
半硬质 PVC 复合塑胶地板	2019 年完成	应用于压延工艺生产的地板
大倒角涂边商用 LVT 塑胶地板	2019 年完成	应用于非锁扣地板
低收缩弹性商用塑胶地板	2019 年完成	应用于非锁扣地板
ABA 结构石塑对花锁扣地板	2019 年完成	应用于石塑地板
硬质连线复合对花塑胶地板	截止招股书发布时仍进行中	应用于石塑地板
超厚 dry back LVT 地板	截止招股书发布时仍进行中	应用于非锁扣地板
挤出工艺 LVT 地板	截止招股书发布时仍进行中	应用于非锁扣地板和 SPC 地板
轻质塑胶地板	截止招股书发布时仍进行中	应用于挤出工艺生产的地板
低膨胀系数弹性塑胶地板	截止招股书发布时仍进行中	应用于压延工艺生产的地板
锁扣地板 U 型倒角槽的研发	2021 年完成	使锁扣产品表面多样化
PVC 多层复合卷材地板研发	2021 年完成	替代局部同透产品
PVC 复合地板植绒地板研发	2021 年完成	替代局部地毯产品
耐磨防滑 PVC 透明料	2021 年完成	完成耐磨层内供及外销
高强度防变形塑胶地板	2021 年完成	突出产品高性能化，提升公司研发形象
多层微发泡塑胶地板	进行中	突出产品轻量化
高光仿瓷砖墙板	进行中	增加现有产品表面多样化
高锁扣强度塑胶地板	进行中	突出产品高性能化，提升公司研发形象
基于在线覆膜工艺的微发泡石塑地板	进行中	突出产品轻量化，降低客户运输成本
异形多层复合锁扣地板	进行中	锁扣产品形状多样化
耐磨抗污免 UV 塑胶地板	进行中	减少周转空间，提升产品表面光泽均一性

资料来源：海象新材招股说明书，海象新材 2021 年度报告，海通证券研究所

2020 年 9 月，公司首发募资净额 6.14 亿元，主要用于“年产 2000 万平方米 PVC 地板生产基地建设项目”（4.75 亿元）及“研发中心建设项目”（0.60 亿元）。2017-2019 年，公司产能利用率分别为 94.1%/97.6%/102.8%，生产能力有限，难以满足订单需求，且车间场地不足不能添置更为先进的生产设备，很大程度上影响了公司生产效率以及产品质量。我们预计年产 2000 万平方米 PVC 地板生产基地建设项目达产后将大大疏解产能紧张问题。截止 22H1，生产基地建设项目进度达 81.1%，预计 2024 年 6 月 30 日完工。

表 11 IPO 募集资金使用情况 (亿元)

项目名称	项目投资总额	募集资金投入总额	募集资金使用进度	
			第一年	第二年
年产 2000 万平方米 PVC 地板生产基地建设项目	4.75	4.75	2.16	2.58
研发中心建设项目	0.60	0.60	0.37	0.23
补充流动资金项目	0.80	0.80	0.30	0.50
合计	6.14	6.14	2.83	3.31

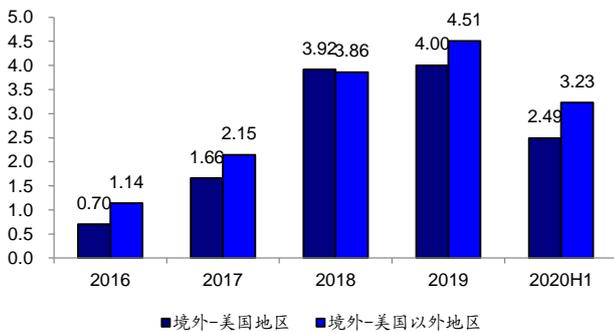
资料来源: 海象新材招股说明书, 海通证券研究所

表 12 17-21 年公司产能情况

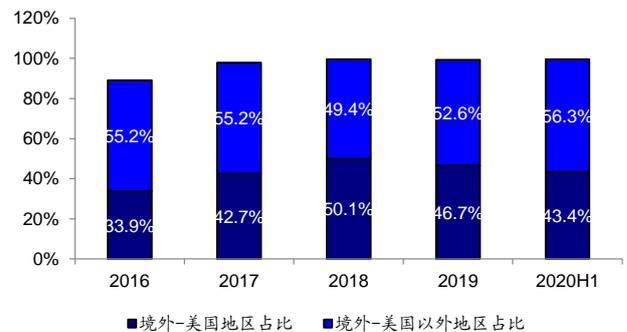
		2017	2018	2019	2020	2021
合计	产量 (万平方米)	638	1300	1402	2235	3434
	销量 (万平方米)	607	1215	1373	2071	3224
	产销率	95%	93%	98%	93%	94%
LVT 地板	产量 (万平方米)	381	577	480	462	624
	销量 (万平方米)	374	561	482	465	588
	产销率	98%	97%	100%	101%	94%
WPC 地板	产量 (万平方米)	219	323	162	225	248
	销量 (万平方米)	206	302	182	199	254
	产销率	94%	94%	112%	88%	103%
SPC 地板	产量 (万平方米)	38	400	760	1547	2563
	销量 (万平方米)	27	351	709	1407	2382
	产销率	70%	88%	93%	91%	93%

资料来源: 海象新材招股说明书, 海象新材 2020-2021 年度报告, 海通证券研究所

积极开拓美国以外的境外市场。在维持美国地区为主要销售区域的原则下, 公司加强了美国地区以外市场开拓工作力度, 16-19 年公司境外营收分别为 1.8/3.8/7.8/8.5 亿元, 境外营收占总营收比重分别为 89.1%/97.9%/99.5%/99.3%, 其中美国地区营收分别为 0.7/1.7/3.9/4.0 亿元, 营收占比分别为 33.9%/42.7%/50.1%/46.7%。20H1 美国地区收入占比进一步下降到 43.38%。2019 年以来, 来自 TIMBERMAN (丹麦建材及设备品牌商)、KINGFISHER(全球建材家居零售集团)、PARADOR (德国地毯、地板品牌商) 等客户的收入有所上升。

图 35 16-20H1 境外分地区营收 (单位: 亿元)


资料来源: 海象新材招股书, 海通证券研究所

图 36 16-20H1 境外分地区营收占比 (单位: %)


资料来源: 海象新材招股书, 海通证券研究所

越南海欣成立于2019年，是为扩大生产规模、优化产能布局而在越南设立的PVC地板生产基地。截至22年9月，国内产能约800柜/月，越南一厂、二厂已建成投产，设计产能总计约为650柜/月，越南三厂建设进度达52.6%。越南工厂总体产能利用率达60%-70%。2021年公司生产量同比增加53.67%，库存量同比增加57.66%，主要系越南工厂项目产销量增加投产所致。目前越南招工困难的情况有所缓解，后续预计产能利用率会进一步提升。

表 13 生产基地建设项目 (单位: 亿元)

项目名称	投资方式	截止 2022H1 累计实际投入金额	截止 2022H1 项目进度	预计年产能	预计完工时间
越南海欣工厂项目 (一厂)	自建	1.72	100.0%	800 万平方米	2021 年已完工
越南海欣工厂项目 (二厂)	自建	0.50	100.0%	700 万平方米	2021 年已完工
越南海欣工厂项目 (三厂)	自建	2.67	52.6%	未公告	未公告
年产 2000 万平方米 PVC 地板生产基地建设及研发中心建设项目	自建	3.85	81.1%	2000 万平方米	2024 年 6 月 30 日

资料来源：海象新材 2021 年报、2022 半年报，深交所互动易，《海象新材关于部分募投项目延期的公告》，海通证券研究所

越南产能布局利于降低美国加征关税的不利影响。2018 年 9 月 24 日，美国对包括公司产品在内的约 2000 亿美元中国进口商品加征 10% 关税，后于 2019 年 5 月 10 日上调至 25%。此后分别于 2019 年 11 月、2020 年 8 月排除加征、恢复加征 25% 关税。2022 年 3 月 24 日，美国宣布重新豁免对 352 项从中国进口商品的关税，公司出口的产品不在本次豁免关税清单内。

公司产品由越南出口美国关税仅为 5.3%。同时，受益于越南对外资企业的税收优惠政策，子公司越南海欣享受从取得课税收入开始连续两年免征企业所得税，并于此后四年内减免应缴税款的 50% 的税收优惠。目前公司国内产能主要供给欧洲，越南子公司产能主要供给美国。

表 14 美国对华轻工商品关税政策变化情况

	日期	加征税率	总价值	加税对象	具体内容
第一轮	2018.7	25%	340 亿美元	板材、木门、地板、木制/金属制家具、办公椅	美国对华征税清单第一部分正式生效，对 340 亿美元中国商品加征 25% 的关税
	2018.8	25%	160 亿美元	摩托车、自行车	对 160 亿美元商品加征关税 25%
第二轮	2018.9	10%	2000 亿美元	卫浴类、PVC 地板	对 2000 亿美元中国产品增加 10% 的关税
第三轮	2019.5	25%	2000 亿美元	木材、板材、地板、办公椅、木制家具、家具零件、床垫	将 2000 亿美元的中国商品关税从 10% 上调到 25%
第四轮	2019.8	免除加征	78 亿美元	家具、婴儿用品、路由器等	免除将对部分家具、婴儿用品、互联网调制解调器和路由器、部分化工原料、宗教书籍等 44 种中国商品加征的 10% 关税，涉及中国商品价值约 78 亿美元
	2019.9	15%	1200 亿美元	电视、玩具、游戏品等	原计划 3000 亿美元中国进口产品加征关税措施中的 60% 产品 (1800 亿美元) 推迟至 12 月 15 日实施，对剩余 1200 亿美元中国进口商品按原计划于 9 月 1 日开始加征 10% 关税
缓和	2019.9	免除加征		仪器设备零部件、有机合成材料、日用品等约 437 项	对原产于中国对各类仪器设备零部件、有机合成材料、日用品、化学制品、纺织品、机电设备、化工制品、钢铁制品等等约 437 项商品免除加征关税
	2020.2	降低为 7.5%	1200 亿美元	电视、玩具、游戏品等	对 1200 亿美元的中国商品新征关税降低一半至 7.5%。
关税豁免	2022.3	-	619 亿美元	自行车、摩托车	重新豁免 352 项中国进口商品的关税，新规适用于 2021 年 10 月 12 日至 2022 年 12 月 31 日之间进口自中国的商品

资料来源：USTR，商务部新闻办公室，路透社，南方农村报，海通证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

主要盈利预测假设:

- 我们预计，22-24 年，SPC 地板销量延续稳步提升态势，增速为 +25%/+30%/+30%；平均售价小幅下滑，增速为 +0%/-3%/-3%；毛利率随着原材料价格的回落稳步提升，分别为 19.5%/20.0%/20.5%。LVT 地板销量稳步向上，增速为 +0%/+10%/+10%；平均售价保持稳定；毛利率随着原材料价格的回落有所修复，分别为 17.0%/18.0%/18.0%。WPC 地板销量稳步向上，增速为 +20%/+20%/+20%；平均售价有所下滑，增速为 -5%/-5%/-5%；毛利率保持相对稳定为 20%。
- 费用率方面，规模化效应下，我们预计 22-24 年销售费用率为 6.50%/6.45%/6.45%，管理费用率为 1.8%/1.7%/1.7%，研发费用率为 2.40%/2.35%/2.35%。
- 综合来看，我们预计 22-24 年收入分别为 21.7、26.6、32.9 亿元，同比增速 20%、23%、23%；净利润分别为 2.1、2.8、3.6 亿元，同比增速 116%、32%、31%。

表 15 海象新材分业务盈利预测表 (单位: 亿元)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3.9	7.8	8.6	12.2	18.0	21.7	26.6	32.9
yoy		101%	10%	43%	47%	20%	23%	23%
SPC 地板	0.2	2.5	4.8	8.5	13.3	16.6	21.0	26.5
yoy			89%	76%	57%	25%	26%	26%
of 营收	5%	32%	56%	69%	74%	77%	79%	81%
销量(万平方米)	26.5	351.3	709	1407	2382	2978	3871	5032
yoy		1226%	102%	99%	69%	25%	30%	30%
平均售价(元/平方米)	68.5	72.4	68	60	56	56	54	53
yoy		6%	-6%	-11%	-7%	0%	-3%	-3%
LVT 地板	1.8	2.6	2.0	1.9	2.4	2.4	2.7	2.9
yoy		42%	-22%	-6%	27%	0%	10%	10%
of 营收	47%	33%	24%	16%	13%	11%	10%	9%
销量(万平方米)	373.8	561.3	482	465	588	588	647	712
yoy		50%	-14%	-3%	26%	0%	10%	10%
平均售价(万平方米)	48.7	46.2	42	41	41	41	41	41
yoy		-5%	-9%	-2%	0%	0%	0%	0%
WPC 地板	1.9	2.6	1.6	1.7	2.1	2.3	2.7	3.0
yoy		40%	-38%	7%	19%	14%	14%	14%
of 营收	48%	33%	19%	14%	11%	11%	10%	9%
销量(万平方米)	206.4	302.5	182.3	198.6	254.0	304.8	365.8	438.9
yoy		47%	-40%	9%	28%	20%	20%	20%
平均售价(万平方米)	90.0	86.2	88.6	87.1	80.9	76.8	73.0	69.3
yoy		-4%	3%	-2%	-7%	-5%	-5%	-5%
其他业务	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4
yoy		125%	72%	10%	50%	30%	30%	30%
of 营收	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
归母净利润	0.0	0.9	1.4	1.9	1.0	2.1	2.8	3.6
yoy		12153%	54%	36%	-48%	116%	32%	31%
归母净利率	0.2%	11.4%	16.1%	15.4%	5.4%	9.7%	10.4%	11.1%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

- **盈利预测与评级:** 我们预计公司 22-23 年归母净利润为 2.1、2.8 亿元, 同增 116%、32%, 对应当前 PE 分别为 13、9 倍。参考海象新材的主营业务属性, 选取 A 股上市公司共创草坪、梦百合、乐歌股份作为可比公司。给予公司 22 年 15-16 倍 PE, 对应合理价值区间为 30.6-32.6 元/股, 首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 16 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 (2022E, 倍)	PE (2023E, 倍)
605099.SH	共创草坪	人造草坪的出口业务	95	20.0	15.4
603313.SH	梦百合	记忆绵床垫、沙发、电动床等	49	14.9	9.1
300729.SZ	乐歌股份	升降桌、升降台、电动床等	40	16.5	12.1
平均				17.1	12.2

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: PE 为 Wind 一致预期, 收盘价为 2022 年 10 月 20 日收盘价

5. 风险提示

产能扩张不及预期, 原材料、汇率、海运费价格大幅波动, 国际贸易风险, PVC 地板渗透率提升不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	1798	2165	2664	3285
每股收益	0.94	2.04	2.69	3.54	营业成本	1497	1746	2133	2617
每股净资产	12.40	15.51	18.30	21.93	毛利率%	16.7%	19.4%	19.9%	20.3%
每股经营现金流	-1.06	3.09	2.26	2.51	营业税金及附加	8	9	11	14
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	120	141	172	212
P/E	26.99	12.50	9.47	7.20	营业费用率%	6.7%	6.5%	6.5%	6.5%
P/B	2.06	1.64	1.39	1.16	管理费用	35	39	45	56
P/S	1.46	1.21	0.98	0.80	管理费用率%	1.9%	1.8%	1.7%	1.7%
EV/EBITDA	21.18	10.81	7.93	5.88	EBIT	121	179	240	310
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	18	5	-4	-9
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.0%	0.2%	-0.1%	-0.3%
毛利率	16.7%	19.4%	19.9%	20.3%	资产减值损失	-4	-8	-10	-9
净利润率	5.4%	9.7%	10.4%	11.1%	投资收益	-1	0	0	0
净资产收益率	7.6%	13.1%	14.7%	16.1%	营业利润	99	218	282	372
资产回报率	4.3%	9.2%	10.7%	11.9%	营业外收支	2	2	9	11
投资回报率	6.0%	9.9%	11.6%	12.6%	利润总额	101	220	291	383
盈利增长 (%)					EBITDA	182	244	314	393
营业收入增长率	46.9%	20.5%	23.0%	23.3%	所得税	4	11	15	19
EBIT 增长率	-45.1%	48.6%	33.8%	29.2%	有效所得税率%	3.7%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润增长率	-48.5%	115.9%	32.1%	31.5%	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	97	209	276	363
资产负债率	44.0%	29.9%	27.0%	26.2%					
流动比率	1.20	1.75	2.13	2.45	资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
速动比率	0.74	0.91	1.12	1.40	货币资金	328	110	213	392
现金比率	0.34	0.17	0.33	0.52	应收账款及应收票据	316	352	410	540
经营效率指标					存货	420	488	607	736
应收账款周转天数	64.24	59.87	56.91	60.34	其它流动资产	82	160	156	181
存货周转天数	102.38	103.68	105.62	103.89	流动资产合计	1146	1110	1387	1848
总资产周转率	0.79	0.95	1.03	1.08	长期股权投资	34	34	34	34
固定资产周转率	3.83	4.30	5.03	6.01	固定资产	469	504	530	547
					在建工程	386	386	386	386
					无形资产	136	136	136	136
					非流动资产合计	1127	1162	1188	1205
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	资产总计	2273	2272	2575	3053
净利润	97	209	276	363	短期借款	586	47	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	268	451	501	586
非现金支出	74	76	89	96	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	22	7	-8	-11	其它流动负债	101	136	149	169
营运资金变动	-301	25	-125	-191	流动负债合计	955	634	650	755
经营活动现金流	-109	318	232	258	长期借款	1	1	1	1
资产	-442	-97	-91	-89	其它长期负债	45	45	45	45
投资	-35	0	0	0	非流动负债合计	46	46	46	46
其他	249	0	0	0	负债总计	1001	680	696	801
投资活动现金流	-228	-97	-91	-89	实收资本	103	103	103	103
债权募资	374	-539	-47	0	归属于母公司所有者权益	1273	1592	1879	2252
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-50	-9	-1	0	负债和所有者权益合计	2273	2272	2575	3053
融资活动现金流	323	-548	-48	0					
现金净流量	-25	-218	103	179					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 20 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021A), 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,仙鹤股份,爱玛科技,蓝月亮集团,致欧科技,箭牌家居,慕思股份,劲嘉股份,太阳纸业,居然之家,好莱客,恒安国际,中宠股份,五洲特纸,王力安防,奥瑞金,索菲亚,晨光股份,齐心集团,共创草坪,麒盛科技,思摩尔国际,裕同科技,欧派家居,明月镜片,山鹰国际,恒林股份,好太太,乐歌股份

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; 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。	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。
	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。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com
李俊(021)23154149 lj13766@htsec.com
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com
联系人
李林芷(021)23219674 llz13859@htsec.com
王宇晴 wyq14704@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
黄雨薇(021)23154387 hyw13116@htsec.com
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com
联系人
郑玲玲(021)23154170 zll13940@htsec.com
曹君豪 021-23219745 cjh13945@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
江涛(021)23219879 jt13892@htsec.com
联系人
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
滕颖杰(021)23219433 tyj13580@htsec.com
章画意(021)23154168 zhy13958@htsec.com
陈林文(021)23219068 clw14331@htsec.com
魏玮(021)23219645 ww14694@htsec.com
舒子宸 szc14816@htsec.com

固定收益研究团队

姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com
联系人
张紫睿 021-23154484 zzz13186@htsec.com
王冠军(021)23154116 wgj13735@htsec.com
方欣来 021-23219635 fxl13957@htsec.com
藏多(021)23212041 zd14683@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzz12149@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com
联系人
余培仪(021)23219400 ypy13768@htsec.com
杨锦(021)23154504 yj13712@htsec.com
王正鹤(021)23219812 wzh13978@htsec.com
刘颖 ly14721@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
李姝醒 02163411361 lsx11330@htsec.com
联系人
纪尧 jy14213@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张海榕(021)23219635 zhr14674@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lqk12371@htsec.com
孟陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com
联系人
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com
彭婷(010)68067998 pp13606@htsec.com
肖治键(021)23219164 xzj14562@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com

公用事业

戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
余致翰(021)23154141 ywh14040@htsec.com

批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
康璐(021)23212214 kl13778@htsec.com
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
联系人
张冰清 021-23154126 zbq14692@htsec.com
曹蕾娜 cln13796@htsec.com

互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
联系人
崔冰睿(021)23219774 cbr14043@htsec.com
康百川(021)23212208 kbc13683@htsec.com

有色金属行业

陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com
余金花 sjh13785@htsec.com
张恒浩(021)23219383 zhh14696@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
联系人
曾佳敏 zjm14937@haitong.com

电子行业 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@htsec.com 华晋书 02123219748 hjs14155@htsec.com 薛逸民(021)23219963 xym13863@htsec.com 联系人 文 灿(021)23154401 wc13799@htsec.com	煤炭行业 李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 朱 彤(021)23212208 zt14684@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 张 磊(021)23212001 z110996@htsec.com 联系人 姚望洲(021)23154184 ywz13822@htsec.com 柳文韬(021)23219389 lw13065@htsec.com 吴锐鹏 wrp14515@htsec.com 马菁菁 mj14734@htsec.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com 李 博 lb14830@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	通信行业 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com 联系人 夏 凡(021)23154128 xf13728@htsec.com 徐 卓 xz14706@htsec.com
非银行金融行业 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 联系人 曹 锐 010-56760090 ck14023@htsec.com 肖 尧(021)23154171 xy14794@htsec.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 ljy12399@htsec.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	纺织服装行业 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 王天璐(021)23219405 wtl14693@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com 赵靖博(021)23154119 zjb13572@htsec.com 联系人 刘绮雯(021)23154659 lqw14384@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 18515295560 zxj12156@htsec.com 联系人 曹有成 18901961523 cyc13555@htsec.com 郭好格 13718567611 ghg14711@htsec.com	食品饮料行业 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com 联系人 张嘉颖(021)23154019 zjy14705@htsec.com	军工行业 张恒暄 zhx10170@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com 胡舜杰(021)23154483 hsj14606@htsec.com
银行业 林加力(021)23154395 ljl12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13206@htsec.com 徐凝碧(021)23154134 xnb14607@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com 王祎婕(021)23219768 wj13985@htsec.com	家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com
造纸轻工行业 郭庆龙 gq113820@htsec.com 高翩然 gpr14257@htsec.com 吕科佳 lkj14091@htsec.com 联系人 王文杰 wwj14034@htsec.com		

研究所销售团队

深广地区销售团队 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏含 gbh11537@htsec.com 滕雪竹 0755 23963569 txz13189@htsec.com 张馨尹 0755-25597716 zxy14341@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 谭德康 tdk13548@htsec.com 王祎宁(021)23219281 wyn14183@htsec.com 张歆钰 zxy14733@htsec.com 周之斌 zzb14815@htsec.com	北京地区销售团队 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 郭金珪(010)58067851 gjy12727@htsec.com 张钧博 zjb13446@htsec.com 高 瑞 gr13547@htsec.com 上官灵芝 sglz14039@htsec.com 董晓梅 dxm10457@htsec.com 姚 坦 yt14718@htsec.com
-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com