

## 共创草坪 (605099.SH) 行业空间广阔, 全球人造草坪龙头稳健增长

2020年11月20日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

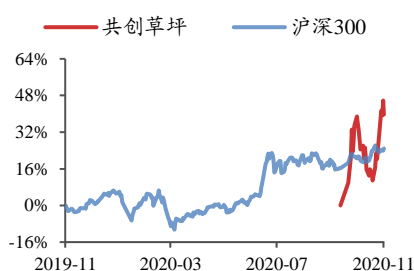
吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

日期	2020/11/19
当前股价(元)	31.05
一年最高最低(元)	32.89/20.38
总市值(亿元)	124.23
流通市值(亿元)	12.45
总股本(亿股)	4.00
流通股本(亿股)	0.40
近3个月换手率(%)	582.17

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### ● 业绩稳健增长的全球人造草坪龙头, 首次覆盖给予“买入”评级

公司是全球人造草坪龙头。2016-2019年公司稳健增长, 收入CAGR达12.7%, 归母净利润CAGR达7.6%。短期看, 越南产能逐步投产有望突破产能瓶颈并提升成本优势。长期看, 人造草坪属于新兴行业, 行业仍有较大增长空间。我们预测公司2020-2022年归母净利润为4.07/4.84/5.79亿元, 对应EPS为1.02/1.21/1.45元, 当前股价对应PE分别为30.6/25.7/21.5倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 行业: 人造草坪行业前景广阔, 公司全球市占率第一

与天然草坪相比, 人造草坪不受天气等客观条件限制的普适性和成本优势是其竞争力的基础。而产品迭代下的性能提升则使其近年逐渐进入了主流市场。2019年, 全球人造草坪销售金额为178亿元人民币, 销量为297百万平方米, 2015-2019年销量CAGR为14.8%。其中, 分品类看, 境外休闲草和境内运动草市场是近年最具潜力的两个细分市场。从竞争格局看, 人造草坪行业整体集中度较高, 我国是第一大出口国和主要消费国之一。公司全球市占率达15%, 位列第一。

### ● 研发优势、权威组织认证资质和渠道积累构筑公司竞争壁垒

1) 研发: 2019年公司研发费用5594万元, 并且公司还拥有一支经验丰富的研发团队。2) 认证资质: 高端运动草市场资质壁垒较高。而公司是亚洲唯一同时获得FIFA、World Rugby和FIH人造草坪优选供应商资质的品牌。3) 渠道积累: 由于公司海外休闲草主要通过批发客户进行贴牌生产销售, 因此下游客户的渠道竞争力和公司下游批发客户合作的稳定性是公司休闲草业务的竞争壁垒之一。

### ● 未来展望: 越南基地突破产能瓶颈, 产业链延伸带来增量空间

公司产能较为紧张, 越南基地投产能有效缓解产能压力。同时, 越南基地具有生产成本和税收等优势。而展望公司长期空间, 我们认为增长主要源于: 1) 行业下游需求增长; 2) 向上游原材料延伸, 通过提升原材料的自给程度提升盈利能力; 3) 向下游铺装等环节继续延伸, 2019年公司已成立分公司开展铺装业务。

### ● 风险提示: 原材料价格大幅波动; 汇率大幅波动; 海外贸易摩擦加剧等

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,398	1,554	1,839	2,266	2,721
YOY(%)	12.8	11.2	18.4	23.3	20.1
归母净利润(百万元)	228	285	407	484	579
YOY(%)	-4.9	24.7	42.9	19.0	19.7
毛利率(%)	33.7	37.2	38.0	37.0	37.2
净利率(%)	16.3	18.3	22.1	21.3	21.3
ROE(%)	33.5	31.0	32.1	39.0	34.8
EPS(摊薄/元)	0.57	0.71	1.02	1.21	1.45
P/E(倍)	54.4	43.6	30.6	25.7	21.5
P/B(倍)	18.2	13.5	9.8	10.0	7.5

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 共创草坪：业绩稳定增长的全球人造草坪龙头 .....	4
1.1、 发展历程：深耕人造草坪行业十余载，跃居行业全球龙头 .....	4
1.2、 业务模式：产品分为运动草和休闲草，销售区域涵盖海内外 .....	4
1.3、 财务情况：收入稳健增长，盈利能力有所提升 .....	6
1.4、 股权结构集中稳定，管理层能力出众、激励充分 .....	9
2、 人造草坪行业前景广阔，公司全球市占率第一 .....	10
2.1、 行业催化：普适性和成本优势奠定基础，产品迭代打开市场空间 .....	10
2.2、 境外休闲草市场规模快速增长，境内运动草受益政策推动 .....	12
2.3、 人造草坪行业集中度较高，中国企业市场地位突出 .....	15
3、 研发优势、认证资质和渠道积累构筑竞争壁垒 .....	17
3.1、 研发优势：研发投入规模效应显著，打造产品力优势 .....	17
3.2、 高端运动草市场资质壁垒高，公司具有较全资质 .....	18
3.3、 渠道积累：与海外领先人造草坪渠道商有长期稳定的合作关系 .....	20
4、 未来展望：越南基地突破产能瓶颈，产业链延伸带来增量 .....	20
4.1、 越南基地缓解产能瓶颈，带来成本优势 .....	20
4.2、 产业链向上下游延伸，有望进一步打开潜在增长空间 .....	22
5、 盈利预测与投资建议 .....	22
5.1、 关键假设 .....	22
5.2、 盈利预测 .....	23
6、 风险提示 .....	24
附：财务预测摘要 .....	25

## 图表目录

图 1： 共创草坪深耕人造草坪行业十余载，跃居行业全球龙头 .....	4
图 2： 公司经营运动草产品（红框处为公司主营产品） .....	5
图 3： 公司经营休闲草产品（红框处为公司主营产品） .....	5
图 4： 运动草主要应用于足球场 .....	5
图 5： 休闲草主要应用于住宅景观 .....	5
图 6： 2016-2019 年公司收入复合增长率达 12.7% .....	6
图 7： 2016-2019 年公司归母净利润复合增长率达 7.6% .....	6
图 8： 公司约 80% 的外采原材料价格与原油价格有关 .....	7
图 9： 公司毛利率与原油价格呈现一定负相关性 .....	7
图 10： 公司研发费用率呈上升趋势，财务费用有所波动 .....	8
图 11： 2019 年公司净利率和扣非后净利率提升 .....	8
图 12： 2016-2019 年公司应收账款周转率保持稳定 .....	9
图 13： 存货周转率与可比公司相近 .....	9
图 14： 王氏家族合计持有共创草坪 88.94% 股权 .....	9
图 15： 2015-2019 年全球人造草坪销量 CAGR 为 14.8% .....	12
图 16： 2019 年全球人造草坪产销基本平衡 .....	12
图 17： 运动草市场规模较大，但休闲草市场正蓬勃发展 .....	13
图 18： EMEA 为全球第一大市场 .....	13

图 19: 人造草坪可用于幼儿园 .....	13
图 20: 人造草坪可用于室内装修 .....	13
图 21: 亚太地区是全球人造草坪主要出口地区 .....	15
图 22: 我国是全球人造草坪主要消费国之一 .....	15
图 23: 2019 年, 共创草坪全球销量第一 .....	17
图 24: 共创草坪休闲草市占率高于运动草市占率 .....	17
图 25: 共创草坪研发费用规模优势显著 (单位: 万元) .....	17
图 26: 共创草坪研发人员数量和人均薪酬领先 .....	17
图 27: 2019 年, 公司平均直接人工成本回落 .....	21
图 28: 主要进口国对中国人造草坪产品加征关税 .....	21
表 1: 公司产品为运动草和休闲草, 销售区域包含国内外 .....	6
表 2: 公司人工草坪产品收入增速稳健, 海外休闲草业务较快增长 .....	7
表 3: 运动草均价呈上升趋势, 休闲草均价企稳 .....	8
表 4: 公司核心管理层通过员工持股平台创享管理进行充分激励 .....	10
表 5: 人造草坪在应用场景、条件以及时间上都具有更高的普适性 .....	10
表 6: 人造草坪 8 年期的平均使用成本或仅约为天然草坪 (成品) 的 1/3 .....	11
表 7: 人造草产品不断迭代, 性能提升 .....	11
表 8: 境内运动草市场主要源于政策驱动 .....	14
表 9: 人造草坪行业集中度较高 .....	16
表 10: 公司拥有多项核心技术 .....	18
表 11: 公司新研发项目正在有序推进 .....	18
表 12: 公司是 FIFA (国际足联) 7 家全球人造草坪优选供应商之一 .....	19
表 13: 2019 年公司前五大客户收入占比为 15.73% (金额单位: 亿元) .....	20
表 14: 公司与下游批发客户具有长期稳定的合作关系 .....	20
表 15: 公司产能较为紧张 (产能单位: 万平方米) .....	21
表 16: 公司越南生产基地投产能有效缓解产能压力 .....	21
表 17: 2019 年公司设立分公司, 拓展铺装业务收入 .....	22
表 18: 我们预计 2020-2022 年共创草坪有望保持稳健增长 .....	22
表 1: 可比公司估值对比: 公司作为优势显著的全球龙头有望享受估值溢价 .....	23

## 1、共创草坪：业绩稳定增长的全球人造草坪龙头

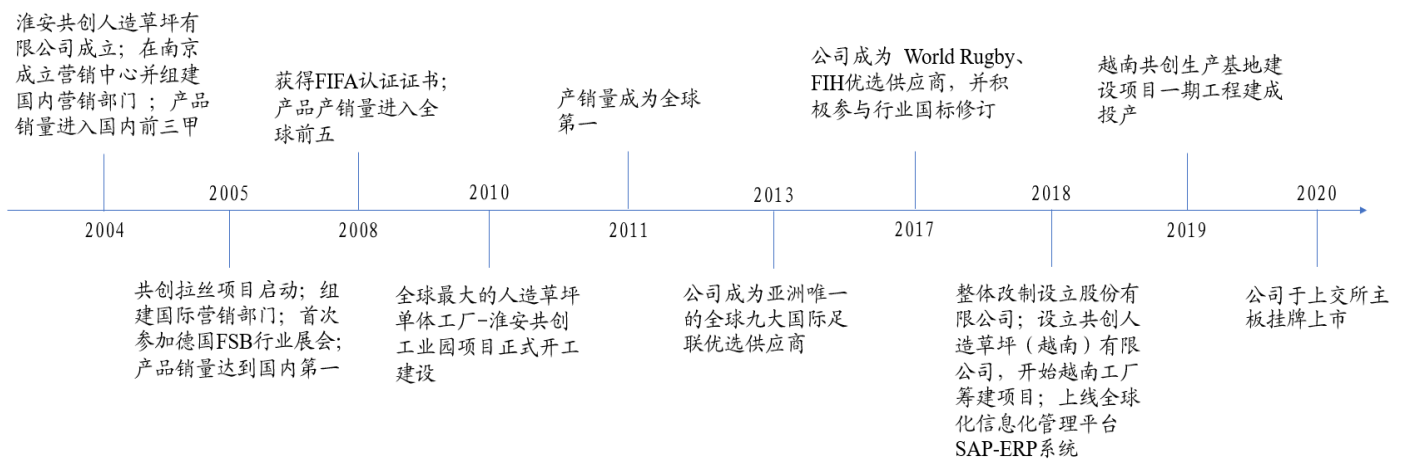
共创草坪深耕人造草坪行业，已逐步发展为全球人造草坪龙头，从事人造草坪的研发、生产和销售，产品包括运动草和休闲草人造草坪。

### 1.1、发展历程：深耕人造草坪行业十余载，跃居行业全球龙头

公司发展历程主要可分为三个阶段：

- 1) 起步阶段：**2004年，1月公司成立，于南京成立营销中心并组建国内营销部门，12月公司产品销量进入国内前三甲。**2005年12月，公司产品销量达到国内第一。**同年2月，公司启动共创拉丝项目，实现了产业链向上游的延伸。
- 2) 国际化阶段：**2005年4月，公司组建国际营销部门，10月首次参加德国FSB行业展会，全面拓展国际市场。2008年，公司获得FIFA认证证书，产品产销量进入全球前五。2010年，全球最大的人造草坪单体工厂——淮安共创工业园项目开工建设。**2011年，公司产销量成为全球第一。**2013年，公司成为亚洲唯一的全球九大国际足联优选供应商。2017年，公司成为世界曲棍球联合会、世界橄榄球联合会优选供应商，并积极参与行业国标修订。
- 3) 持续扩张阶段：**2018年，共创草坪整体改制设立股份有限公司，并设立共创人造草坪（越南）有限公司，开始越南工厂筹建项目。同年12月，公司全球化信息化管理平台SAP-ERP系统成功上线。2019年3月，越南共创生产基地建设项目一期工程建成投产。2020年，公司于上交所主板挂牌上市。

图1：共创草坪深耕人造草坪行业十余载，跃居行业全球龙头



资料来源：公司官网、开源证券研究所

### 1.2、业务模式：产品分为运动草和休闲草，销售区域涵盖海内外

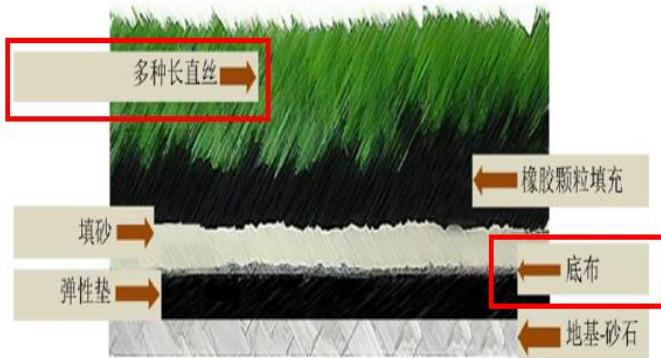
人造草坪是一种化工制品，其将PE（聚乙烯）、PP（聚丙烯）等合成树脂制成仿制草丝，再通过专业设备将其编织在底布上，并在背面涂上起固定作用的涂层，使其具有天然草性能。公司主要产销人造草坪系统中的草丝和底部，其余填充物、弹性垫等部分以及后续铺装环节涉及暂较少（2019年公司在境内开始向下游拓展铺装总包业务）。由下游应用领域不同，公司人造草坪产品可分为运动草和休闲草：

**运动草：**主要运用于足球场，此外还包括橄榄球场、曲棍球场、网球场及多功

能运动场等。运动草草丝高度较高，一般为直丝单织，强调产品耐磨性、回弹性、拔脱性、抗老化性（抗紫外线和耐候性），以保证良好的运动体验和较长的使用寿命。

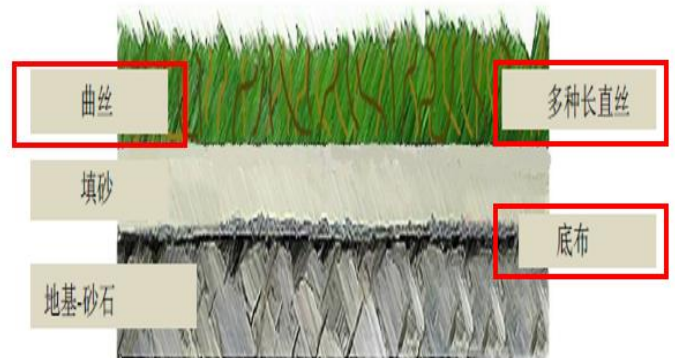
**休闲草：**主要运用于住宅景观，此外还包括商业办公、市政绿化、展会等不同场景。相较运动草，休闲草草丝高度较低，一般为直丝和曲丝混织，强调产品的美观、定制化、抗老化性能（抗紫外线和耐候性）、环保性能，对产品的运动性能和使用寿命要求一般低于运动草。同时，休闲草一般填充物仅包括填砂（保证草丝直立）。

图2：公司经营运动草产品（红框处为公司主营产品）



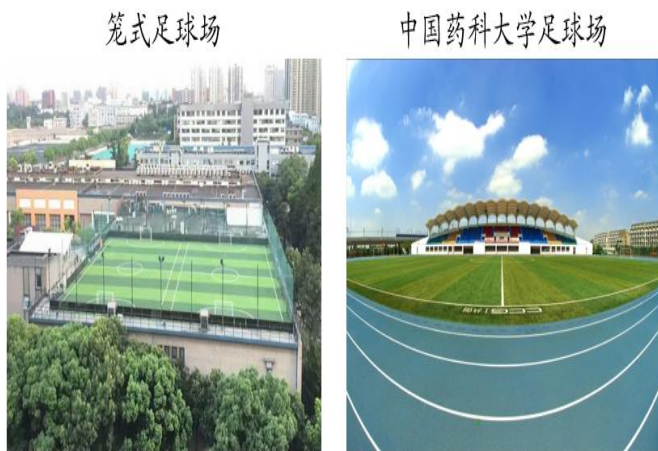
资料来源：招股说明书、开源证券研究所

图3：公司经营休闲草产品（红框处为公司主营产品）



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

图4：运动草主要应用于足球场



资料来源：共创草坪官网、开源证券研究所

图5：休闲草主要应用于住宅景观



资料来源：共创草坪官网、开源证券研究所

从销售模式和销售侧重区域看，运动草和休闲草也有所不同：

**运动草：**主要在国内以自主品牌直销模式销售，下游客户主要为运动场地铺装商，客户向公司采购人造草坪等产品后为终端客户提供场地设计、铺装和维护等服务。直销客户的需求主要来自于其获得的铺装项目订单，单次采购规模大，但采购频率不确定，年度采购规模较小，因此主要根据实时报价定价。

**休闲草：**休闲草主要在海外以贴牌销售为主，批发客户主要为批发商或大型建材连锁超市，批发商向公司购进人造草坪产品后转售给下级批发商或直接用户，一般不会对人造草坪产品进行生产加工。批发商向公司采购的需求较为稳定，单次采购规模小，但采购频率稳定、年度采购规模较大，因此大多执行年度价格。

表1: 公司产品为运动草和休闲草, 销售区域包含国内外

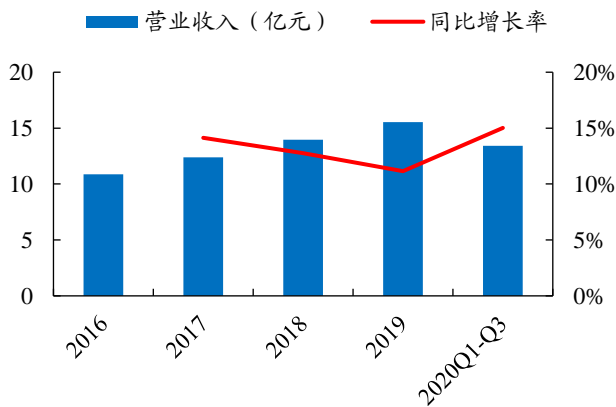
销售区域	境外		境内	
客户类型	直销客户	批发客户	直销客户	批发客户
主要产品	运动草	休闲草	运动草	休闲草
主要客户	境外铺装商	批发商或大型连锁家居建材超市	境内铺装商	国内贸易商, 销量仍很小
定价模式	根据实时报价	大多执行年度价格	根据实时报价	长期合作方执行年度价格
订单获取来源	承接的铺装项目, 一般不会共同投标	根据下游需求确定, 部分连锁建材超市需要招标	承接的铺装项目, 部分会共同投标	根据下游需求
是否贴牌	主要为自主品牌	主要为贴牌产品	主要为自主品牌	主要为贴牌产品
物流配送	负责运送到国内指定港口	负责运送到国内指定港口	运送到施工现场	运送到指定地点

资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

### 1.3、财务情况: 收入稳健增长, 盈利能力有所提升

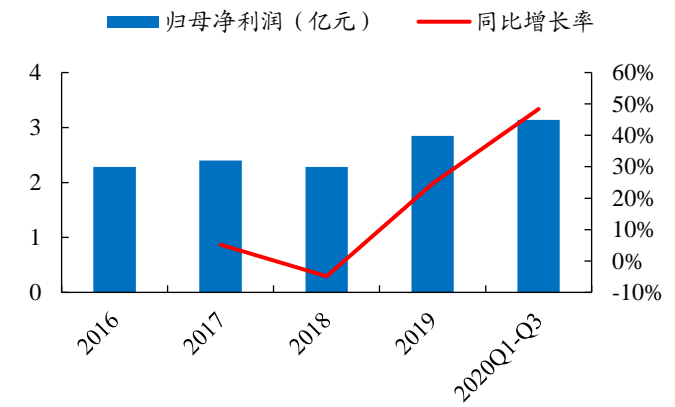
公司收入稳健增长, 净利润增速有所提升。2016-2019 年公司营业收入 CAGR 达 12.7%, 归母净利润 CAGR 达 7.6%。其中, 2019 年公司实现营业收入 15.5 亿元, 同比增长 11.2%; 归母净利润为 2.8 亿元, 同比增长 24.7%。**2020Q1-Q3 公司收入维持稳定增长, 净利润增速有所提升, 主要系:** 1) 因疫情影响居家时间提升, 海外家庭用休闲草坪的需求上升; 2) 公司应对疫情有力, 市场份额提升; 3) 原油价格下跌, 原材料价格同比下降; 4) 2020H1 人民币汇率仍有所贬值, 对外销有一定促进作用。

图6: 2016-2019 年公司收入复合增长率达 12.7%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 2016-2019 年公司归母净利润复合增长率达 7.6%



数据来源: Wind、开源证券研究所

公司收入主要源自人造草坪产品和境外市场。2019 年, 公司人造草坪收入 14.7 亿元, 同比增长 8.4%, 增长稳健。其中, 境外收入达 12.4 亿元, 占比 79.7%; 境内收入达 2.3 亿元, 占比 14.9%。**详细拆分看:**

1) 境外: 公司境外收入主要源于休闲草。2019 年, 公司境外休闲草收入 9.32 亿元, 同比增长 11.9%, 占总收入的 60%; 境外运动草收入 3.07 亿元, 同比下降 0.1%, 占总收入的 20%。公司 2019 年境外运动草收入下滑主要系中美贸易摩擦和 2019Q1 北美极端天气带来的影响, 除美洲地区外运动草销量仍同比增长 10.9%。

2) 境内: 公司境内收入主要源于运动草。2019 年, 公司境内运动草收入 2.09 亿元, 同比增长 9.9%, 占总收入的 13.4%, 增速有所回升; 境内休闲草市场仍较小。

2019 年公司向下游拓展产业链，铺装业务取得突破。2019 年公司其他主营业务增长较快主要系，公司向下游拓展产业链，成立淮安分公司，专业提供境内运动草坪的销售和铺装总包服务，当年铺装业务收入同比增长 3359 万元。

表2: 公司人工草坪产品收入增速稳健，海外休闲草业务较快增长

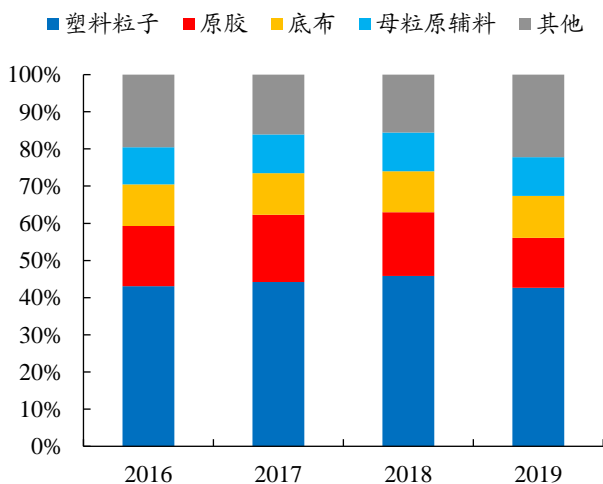
来源	2017		2018		2019	
	金额	占总收入比	金额	占总收入比	金额	占总收入比
人造草坪产品	12.08	97.8%	13.56	97.4%	14.7	95.0%
YOY	13.4%		12.3%		8.4%	
境外	9.76	78.7%	11.40	81.6%	12.39	79.7%
YOY			16.8%		8.7%	
-休闲草	7.08	57.1%	8.33	59.6%	9.32	60.0%
YOY			17.7%		11.9%	
-运动草	2.68	21.6%	3.07	22.0%	3.07	19.7%
YOY			14.5%		-0.1%	
境内	2.32	18.7%	2.16	15.5%	2.31	14.8%
YOY			-6.9%		6.9%	
-休闲草	0.29	2.3%	0.26	1.9%	0.22	1.4%
YOY			-8.1%		-14.6%	
-运动草	2.03	16.4%	1.9	13.6%	2.09	13.4%
YOY			-6.6%		9.9%	
其他主营业务	0.27	2.2%	0.36	2.6%	0.78	5.0%

数据来源：招股说明书、开源证券研究所

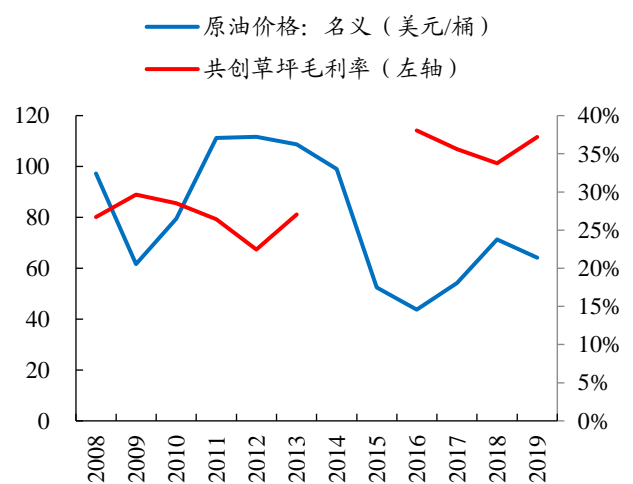
盈利能力方面，公司毛利率与原油价格呈现一定的负相关性。包括塑料粒子、原胶、底布和母粒原辅料等在内，公司约 80% 的外采原材料价格与原油价格正相关。由此，2008-2019 年，公司毛利率与原油价格均呈现了一定的负相关性。2019 年原油均价下降，公司毛利率同比提升 3.44pct 至 37.18%。2020Q1-Q3 由于疫情影响，原油价格继续下行，在口径调整后公司毛利率仍同比提升 1.67pct 至 37.73%（销售费用中的运输费和业务费转计入成本）。

图8: 公司约 80% 的外采原材料价格与原油价格有关

图9: 公司毛利率与原油价格呈现一定负相关性



数据来源：招股说明书、开源证券研究所



数据来源：招股说明书、Wind、开源证券研究所

分产品对单价及盈利能力的拆分如下:

**1) 运动草特点:** 公司运动草推行中高端化战略, 产品单价逐渐提升。同时运动草客户多为实时报价模式, 定价具有一定成本传导能力。此外, 运动草产品由于草丝密度、高度和克重高于休闲草, 因此原材料价格波动对于其单位成本影响更大。

**2) 休闲草特点:** 2018 年休闲草单价显著下滑系单价较低的超市休闲草收入占比提升 (2018 年超市休闲草单价下降 4.33 元/m<sup>2</sup>至 25.83 元/m<sup>2</sup>, 收入占比提升 3.3pct 至 18%, 非超市休闲草单价提升 0.48 元/m<sup>2</sup>至 40.90 元/m<sup>2</sup>, 收入占比 45%)。

**3) 两者共性:** 1) 两者单位成本均与原油价格呈正相关。2) 2019 年, 由于中美贸易摩擦 (公司以降价方式承担了部分美国客户部分关税成本, 但大部分由美方承担) 和 Q1 北美极端天气的影响, 公司单价最高的北美市场收入占比下滑。受此影响, 虽然汇率有较大幅度贬值, 但运动草和休闲草产品 2019 年单价均没有显著的提升。

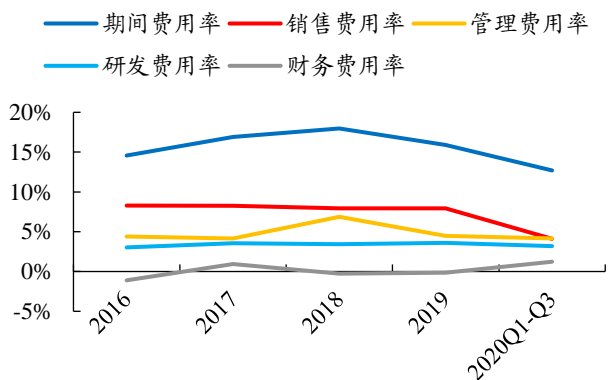
表3: 运动草均价呈上升趋势, 休闲草均价企稳

	运动草				休闲草			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
单位价格 (元/平方米)	35.21	37.13	37.68	37.86	38.41	37.36	35.09	35.25
YOY		5.5%	1.5%	0.5%		-2.7%	-6.1%	0.5%
单位成本 (元/平方米)	22.48	23.94	24.14	22.36	22.92	23.81	23.45	22.07
YOY		6.5%	0.8%	-7.4%		3.9%	-1.5%	-5.9%
毛利率	36.2%	35.5%	35.9%	40.9%	40.3%	36.3%	33.2%	37.4%
毛利率变动		-0.6pct	0.4 pct	5.0 pct		-4.1 pct	-3.1 pct	4.2 pct
平均人民币兑美元汇率	6.6067	6.7874	6.5956	6.8774	6.6067	6.7874	6.5956	6.8774
YOY		2.7%	-2.8%	4.3%		2.7%	-2.8%	4.3%

数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

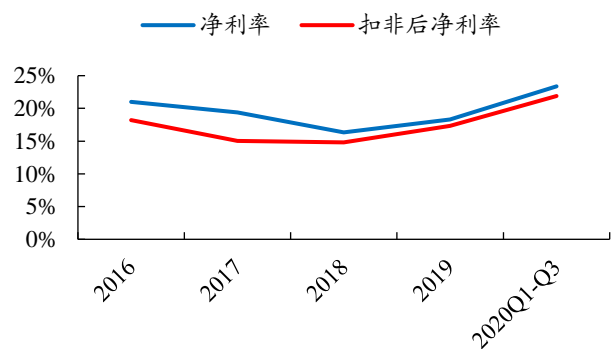
公司销售和管理费用率基本维持稳定, 研发费用率呈上升趋势, 财务费用率受汇兑损益影响有所波动。除 2018 年计提股权激励摊销费用外, 公司销售和管理费用率基本保持稳定。2020Q1-Q3 销售费用率大幅下滑则主要系前文所述的口径调整影响。公司研发费用率则逐年提升, 2019 年公司研发费用率已达到 3.60%。公司费用端波动较大的主要为财务费用, 其主要受汇兑损益影响。整体看, 2019 年由于管理费用率回归常态以及毛利率提升, 公司扣非后净利率同比提升 2.5pct 至 17.31%。

图10: 公司研发费用率呈上升趋势, 财务费用有所波动



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 2019 年公司净利率和扣非后净利率提升



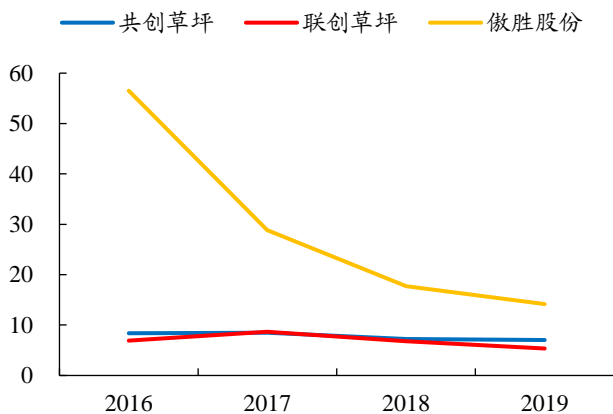
数据来源: Wind、开源证券研究所

与行业内可比公司相比，公司应收账款周转率和存货周转率均处于合理水平

1) **应收账款**：2019 年公司应收账款周转率为 7.0，与联创草坪相近。而傲胜股份应收账款周转率较高则系其主要以代理模式经营运动草，而公司与联创草坪则都有较大比重的境外休闲草业务。此外，公司约 95%的应收账款账期在 1 年以内，并且出口信用保险投保金额基本实现带有信用期外销收入全覆盖，因此回款风险较小。

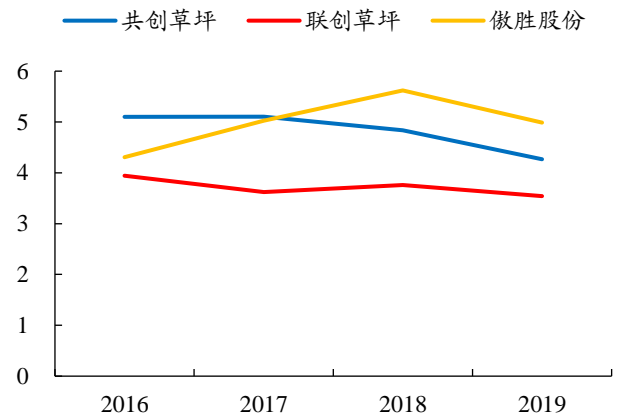
2) **存货**：公司存货周转率与可比公司相近。2019 年公司存货周转率有所下降主要系：1) 越南工厂投产；2) 公司产品需求旺盛增加备货；3) 铺装业务规模增长。

图12: 2016-2019 年公司应收账款周转率保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13: 存货周转率与可比公司相近

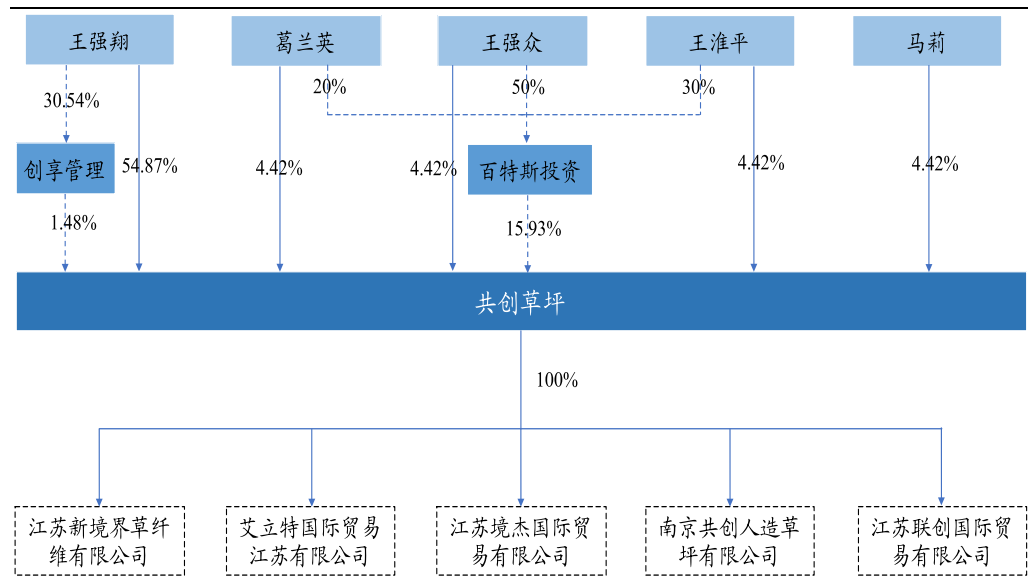


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.4、股权结构集中稳定，管理层能力出众、激励充分

王氏家族合计持有共创草坪 88.94% 股权，公司股权结构集中。截至 2020 年 9 月 30 日，公司董事长王强翔直接持有公司股份 54.87%，通过创享管理间接持有公司股份 0.45%，合计持股 55.32%。其亲属王强众、王淮平、葛兰英、马莉分别直接或间接持有公司股份 12.39%、9.20%、7.61%、4.42%。公司股权结构较为集中。

图14: 王氏家族合计持有共创草坪 88.94% 股权



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

公司核心管理层从业经验丰富、能力出众，并通过员工持股平台充分激励。公司核心管理层能力出众，经验丰富。如副总经理姜世毅是湖北省财政厅、省委组织部选拔的首期会计领军人才，副总经理赵春贵是中国科学院化学研究所高分子物理与化学专业博士，其余多名高管均在2010年前就已加入公司，具有丰富的行业从业经验。为充分激发核心管理层的动力，公司于2018年设立员工持股平台创享管理，包括总经理王强翔在内的7名高管和8名核心骨干通过其持有公司股份1.48%。

**表4: 公司核心管理层通过员工持股平台创享管理进行充分激励**

姓名	创享出资比例	职务	IPO后通过创享管理持有公司股份	加入公司时间
王强翔	30.54%	董事长、总经理	0.45%	2004年
姜世毅	8.56%	董事、副总经理、董秘	0.13%	2012年
陈金桂	8.55%	副总经理	0.13%	2004年
赵春贵	8.02%	副总经理	0.12%	2013年
李兰英	7.70%	副总经理	0.11%	2005年
许政	7.72%	副总经理	0.11%	2006年
陈国庆	6.20%	副总经理	0.09%	2008年
其他8名	22.71%	总监级、大区经理级核心骨干	0.34%	\

数据来源：招股说明书、开源证券研究所

## 2、人造草坪行业前景广阔，公司全球市占率第一

### 2.1、行业催化：普适性和成本优势奠定基础，产品迭代打开市场空间

与天然草坪相比，人造草坪的普适性和成本优势是其竞争力的基础。

1) **普适性**：人造草坪具有使用受天气、季节影响小，相关运动性能可控，外观稳定等特点，并且可根据场地用途随时改变相应的草型。因此，相较天然草坪，人造草坪在应用场景、应用条件以及应用时间上都具有更高的普适性。人造草坪发明的初衷就是为了解决天然草坪受天气等客观条件限制过大的问题。

**表5: 人造草坪在应用场景、条件以及时间上都具有更高的普适性**

性能	人造草坪	天然草坪
耐候性	不受天气和季节影响	特定季节或不利天气下无法存活
日常维护	操作简单、费用较低	日常灌溉、养护、修剪费用较高
耐磨性	合成树脂材料构成，具有良好的耐磨性，适用于高频率使用	较为脆弱，容易因为压力和摩擦造成折断或致死
运动体验	滑动性可控，可将脚底摩擦降到最小	摩擦系数和滑动性不可控
弹性和回力性	配合人造草坪系统的弹性垫，可提供优异的弹性和回力性	配合人造草坪系统的弹性垫，可提供优异的弹性和回力性
景观效果	通过助剂配方，能够长期保持色泽	维持色泽能力有限，易受各种因素的影响
灵活性	根据场地用途随时改变相应的草型	无灵活性和反复使用性
使用寿命	5-10年不等	一般2-3年，维护力度较大情况下可延至5-6年
铺装周期	一般1个半月即可投入使用	种植完成后，需要3-4个月的养护才可投入使用

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

2) **成本优势**: 虽然人造草坪造价仍比天然草坪要高, 但因可使用时长更长、后期维护成本更低, 人造草坪 8 年期的平均使用成本或仅约为天然草坪(成品)的 1/3。

一个普通标准足球场人造草坪与天然草坪成本差异的分析估算假设如下:

1) 我们假设人造草坪的使用寿命为 8 年, 在此期间天然草坪需要翻新约 3 次。

2) 假设人造草坪铺装费用为 50 元/平方米 (招股说明书中披露某款人造草坪铺装均价为 55 元/平方米), 人造草皮费用为 35 元/平方米 (与公司均价接近)。

3) 天然草坪(种子)及天然草坪(成品)费用标准参考长景种业在其官网披露的报价 (按照江苏扬州实际造价计算, 实际各区域或存一定差异)。

4) 一个标准足球场面积为 7140 平方米。

5) 由于耐用性及客观限制少, 假设人造草坪每天可使用时间比天然草坪长。人造草坪年使用时长为 8h\*7 天\*44 周, 天然草坪年使用时长为 7h\*5 天\*30 周。

6) 假设天然草坪维护费用 8 万元/年, 人造草坪维护费用为其 1/10。

**表6: 人造草坪 8 年期的平均使用成本或仅约为天然草坪(成品)的 1/3**

成本结构(单位: 万元)	人造草坪	天然草坪(种子)	天然草坪(成品)
前期/铺装费用(单年)	35.7	2.9	4.6
草皮/种子费用(单年)	25.0	1.5	9
合计产品成本(8年)	60.7	8.8	27.2
合计维护费用(8年)	6.4	64	64
合计成本(8年)	67.1	72.8	91.2
使用时间(8年; 单位: h)	19712	8400	8400
平均 1h 成本(单位: 元)	34.04	86.67	108.57

数据来源: 招股说明书、长景种业、开源证券研究所

在普适性、成本优势基础上, 产品迭代下的性能提升则是人工草坪真正进入主流市场的入场券。第一代人造草“阿斯特罗草”于 1966 年推出, 但其运动性能和价格都不具优势。在第二代产品材料改用 PP 后, 虽然成本问题得到解决, 但运动性能与天然草仍有较大差距, 并且运动员易受伤的问题被广泛诟病。在 20 世纪 70 年代后, LLDPE 材料的引入使得人工草坪的运动性能得到了显著改善。之后, 人造草通过技术迭代不断提升运动性能, 21 世纪后逐渐得到官方认可, 2005 年国际足联颁布了人造草皮的认证标准, 并于 2015 年提高了认证要求。其中, 被国际足联评定为 QUALITY PRO 级别的球场, 将可以举办 FIFA 的任何决赛阶段比赛和欧足联的最高级别赛事。由此可见, 通过产品性能的改良, 人造草的市场空间正不断扩大。

**表7: 人造草产品不断迭代, 性能提升**

	第一代人造草	第二代人造草	第三代人造草	第四代人造草
时间	1966 年推出	20 世纪 60 年代末	20 世纪 70-80 年代	20 世纪 90 年代后
使用材料	尼龙 6	聚丙烯 (PP)	线型低密度聚乙烯	PE/PP 混合; PE/尼龙混合等
特点	无填充物; 耐磨性、纤维强度高; 硬度高、弹性差是容易受伤; 价格居高不下	强度高; 添加石英砂, 弹性改善; 成本大幅下降; 硬度、弹性仍有缺陷, 易受伤	草丝柔软度有了质的飞跃, 各项运动性能显著改善, 对运动员伤害较小, 接近天然草坪性能	追求卓越运动性能; 铺设单丝草为主, 配合卷曲丝使用, 贴近安全、休闲等运动需求。

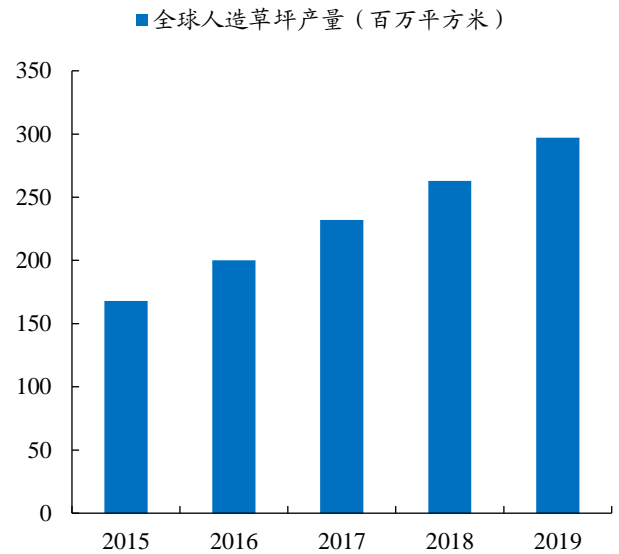
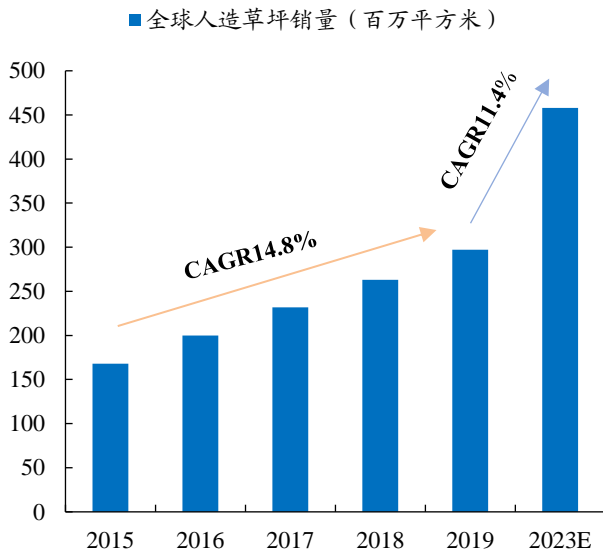
资料来源: 中国体育用品联合会、开源证券研究所

## 2.2、境外休闲草市场规模快速增长，境内运动草受益政策推动

全球人造草坪市场稳健增长，产销量基本平衡。根据 AMI Consulting 统计，2019 年，全球人造草坪销售金额为 178 亿元人民币(按 1 欧元兑 7.73 元人民币汇率换算)，销量为 297 百万平方米。2015-2019 年，全球人造草坪销量 CAGR 为 14.8%。同时，AMI Consulting 预测，2019-2023 年全球人造草坪市场预计将继续维持平稳增长，销量 CAGR 预计将达 11.4%。而销量的持续增长也带动了行业供给端扩张，2015-2019 年全球人造草坪产销量基本平衡，2015-2019 年全球人造草坪产量 CAGR 为 14.8%。

图15: 2015-2019 年全球人造草坪销量 CAGR 为 14.8%

图16: 2019 年全球人造草坪产销基本平衡



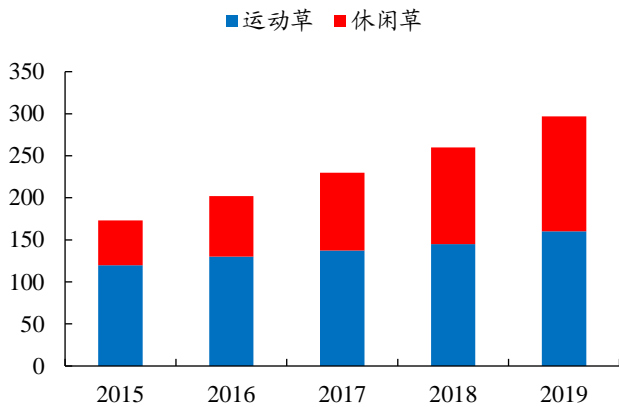
数据来源: 招股说明书、AMI Consulting、开源证券研究所

数据来源: 招股说明书、AMI Consulting、开源证券研究所

分品类看，运动草市场规模较大，但休闲草市场正蓬勃发展。2019 年，全球运动草市场销量为 1.6 亿平方米，占比 54%；全球休闲草市场销量为 1.37 亿平方米，占比 46%。但 2015-2019 年，全球运动草/休闲草销量 CAGR 分别为 8.7%/24.9%，休闲草市场增速明显更快。并且根据 AMI Consulting 预测，2019-2023 年全球运动草和休闲草销量 CAGR 分别为 8.2%/14.9%，休闲草增速仍占优势。究其原因，主要系海外发达国家运动草已经进入存量更新阶段，市场规模提升主要依靠中国等发展中国家的带动，而休闲草则正从北美等成熟市场向其他地区扩散。

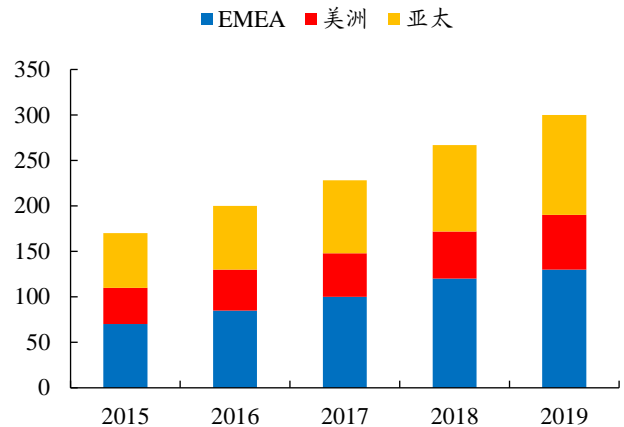
分地区看，EMEA (欧洲、中东及非洲地区) 为全球第一大市场，亚太地区以低价运动草需求为主。2015-2019 年，EMEA 地区/亚太地区/美洲地区人造草坪销量 CAGR 达 16.5%/14.5%/12.1%。至 2019 年，EMEA 地区/亚太地区/美洲地区人造草坪销量占比分别为 43.5%/35.4%/21.1%。同时根据 AMI Consulting 的预测，2019-2023 年，EMEA 地区/亚太地区/美洲地区人造草坪销量 CAGR 达 11.3%/11.8%/11.1%。其中，亚太地区仍以低价运动草需求为主，但日本等国家的休闲草需求也正快速提升。EMEA 及美洲地区在运动草的基础上，休闲草市场正较快发展。

图17: 运动草市场规模较大, 但休闲草市场正蓬勃发展



数据来源: 招股说明书、AMI Consulting、开源证券研究所

图18: EMEA 为全球第一大市场



数据来源: 招股说明书、AMI Consulting、开源证券研究所

将市场规模的变化趋势加以总结, 即可发现境外发达国家休闲草和以我国为代表的发展中国家运动草市场是近年最具前景的两个人造草坪细分市场。

1) 境外休闲草市场的驱动力主要在于: ①下游连锁建材超市、地区铺装商、地区批发商等销售渠道的逐渐铺开。②安全环保属性逐渐被市场所认可, 因此其在休闲草领域的应用场景也被不断拓宽。比如共创草坪就推出了幼儿园人造草坪产品。此外, 在安全性得到保证的情况, 由于不受光照等限制, 人造草也在室内装修中得到了一定使用。而庭院绿化、商业绿化、屋顶花园、超市 DIY 休闲草等相对主流的人造休闲草品类的市场规模也正较快增长。③节水和降低维护成本认知加深。

图19: 人造草坪可用于幼儿园



资料来源: 共创草坪官方网站

图20: 人造草坪可用于室内装修



资料来源: 共创草坪官方网站

2) 境内运动草市场主要源于政策驱动。国内人造草坪行业暂无专门的产业政策, 主要受到体育产业相关政策的影响。近年来, 国家对于体育产业的扶持给国内运动草行业带了发展机遇, 市场规模有望持续扩大。

**表8: 境内运动草市场主要源于政策驱动**

时间	政策	发布单位	内容
2010年	《关于加快发展体育产业的指导意见》	国务院	支持有条件的体育企业进入资本市场融资，拓宽体育产业融资渠道。积极鼓励民间和境外资本投资体育产业，兴建体育设施。为我国体育产业发展、拉动体育消费提供政策支持。
2011年	《全民健身计划（2011-2015年）》	国务院	引导和支持基层公共体育设施建设。按照国家有关公共体育设施用地定额指标规定，城乡规划和土地利用总体规划应保证城乡公共体育设施建设的用地需求。
2014年	《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	国务院	把体育产业作为推动经济社会持续发展的重要力量，到2025年打造出5万亿规模的体育市场，人均体育场地面积达到2平方米。
2016年	《全民健身计划（2016-2020年）》	国务院	统筹建设全民健身场地设施，方便群众就近就便健身。安排一定比例的彩票公益金等财政资金，通过设立体育场地设施建设专项投资基金和政府购买服务等方式，鼓励社会力量投资建设体育场地设施，支持群众健身消费。
2016年	《全国足球场地设施建设规划（2016-2020年）》	国家发改委、体育总局、教育部等	到2020年，全国足球场地数量超过7万块，平均每万人拥有足球场达到0.5块以上。
2016年	《中国足球中长期发展规划（2016-2050年）》	国家发改委	制定中国足球发展的近期（2016-20年）、中期（2021-30年）以及长期（2031-50年）目标。明确近期目标为保基本、强基层、打基础：中国特色足球学校达到2万所，全国足球场地数量超过7万块，使每万人拥有0.5-0.7块足球场。
2016年	《体育发展“十三五”规划》	国家体育总局	提出加快体育产业要素结构升级，优化体育服务业、体育用品制造业及相关产业结构。引导体育消费，建设体育设施，开发体育产品，提供体育服务。积极拓展体育新业态，引导和支持“互联网+体育”发展。
2016年	《体育产业发展“十三五”规划》	国家体育总局	首次明确竞赛表演业、健身休闲业、场馆服务业、体育中介业、体育培训业、体育传媒业、体育用品业和体育彩票八大重点发展行业。明确“十三五”期间体育产业总规模超过3万亿，产业增加值在国内生产总值中比重达到1%。
2019年	《全国社会足球场地设施建设专项行动实施方案（试行）》	国家发改委、国家体育总局、中国足球协会	对新建足球场地给予定额补助，对新建11人制标准足球场，每个球场补助200万元；对新建5人制、7人制（8人制）足球场，每个球场补助不超过100万元。鼓励各地通过财政资金、体育彩票公益金、开发性金融等多种资金渠道对足球场建设予以配套补助。

资料来源：国家体育总局、国家发展和改革委员会、开源证券研究所

**境内运动草行业的潜在市场规模可以通过以下角度估算**（假设人造草坪单价为35元/平方米；不同大小足球场预测占比均假设为2019年国家体育总局数据；此估算仅包括足球场，其余运动项目场地不包括在内）：

①**以国家规划的硬性指标保守估算**：根据国家体育总局经济司的数据，2019年底我国共有足球场地10.53万块（11人制2.48万块，7人制3.6万块，5人制4.44万块）。而根据2016年的发展规划，我国2030年要完成每万人1块足球场的目标。以此来看，至2030年还有约4万块足球场的缺口。在全部使用人造草坪的假设下，对应市场总规模约55亿元（不包含铺装等费用）。但由于规划制定时是以2013年全国

拥有较好足球场 1 万块为基数(这个数据和 2019 年底体育总局的调查数据差距较大,我们预计或有统计口径差异),因此 2020-2030 年约 4 万块足球场的缺口和现实增长需求比或较为保守,实际空间可能更大(2019 年我国新增足球场就有 1.77 万块)。

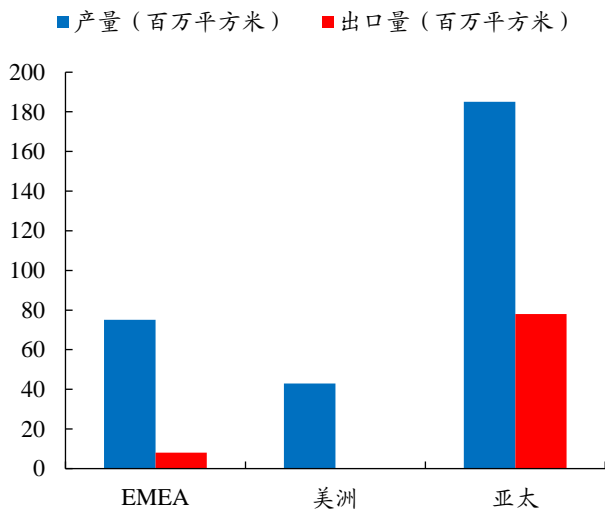
②以发达国家对标愿景空间:根据《足球》报文章中所提数据,欧洲足球发达国家每万人拥有足球场约 2.6 块。而我国目标于 2050 年建成“世界一流足球强国”。因此我们若假设 2050 年我国每万人拥有足球场约 2.0 块,则在不考虑存量更新需求的情况并全部使用人造草坪的假设下,2020-2050 年我国潜在的新增人造运动草市场规模约 275 亿元。

③存量市场更新市场空间:若我们假设 2019 年 10.53 万块足球场中人造草坪渗透率为 15%,则存量场地中渗透率提升至 30%/50%/100%对应的增量市场规模分别为 18 亿元/42 亿元/101 亿元。

### 2.3、人造草坪行业集中度较高,中国企业市场地位突出

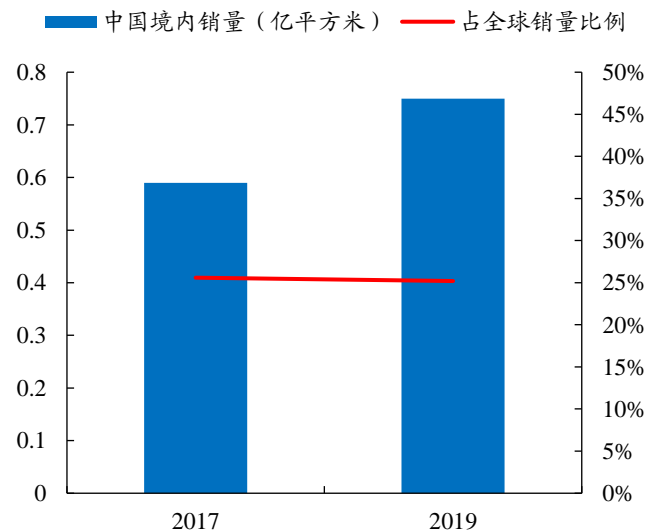
我国是全球人造草坪行业中的第一大出口国和主要消费国之一。2019 年,亚太地区人造草坪产量为 1.85 亿平方米,全球产量占比为 62.33%。同时亚太地区贡献了全球人造草坪出口总量的 93.1%。其中,我国是全球人造草坪的第一大出口国,占亚太地区出口总量的 65.5%,占全球出口总量的 61.0%。此外,我国已经成为全球人造草坪的主要消费国之一。2019 年,我国境内人造草坪销量达 0.75 亿平方米,占全球销量的 25.2%。我国人造草坪出口和消费的增长给相关企业带来了良好的发展机遇。

图21: 亚太地区是全球人造草坪主要出口地区



数据来源: 招股说明书、AMI Consulting、开源证券研究所

图22: 我国是全球人造草坪主要消费国之一



数据来源: 招股说明书、AMI Consulting、开源证券研究所

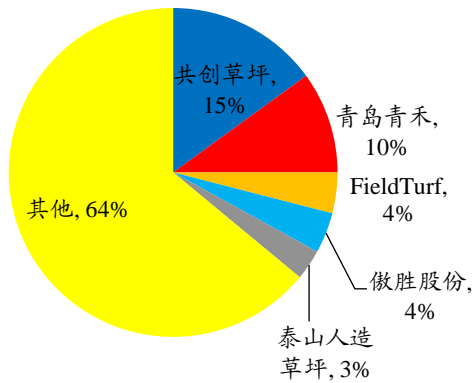
全球人造草坪行业市场集中度较高,国外企业在高端运动草市场中具有优势,国内企业运动草和休闲草均衡发力。2019 年,全球人造草坪企业超过 400 家,产量达 150 万平方米及以上的企业数量共计 43 家,占全球产量 85%。全球前五大人造草坪企业销量占比为 37.0%,前十大人造草坪企业销量占比为 51.0%,行业集中度相对较高。前十大企业中,欧美企业主要聚焦欧洲、美洲等高端人造运动草市场,并且具有填充物、运动场地设计和铺装产业链一体化能力;中国企业虽然已经不同程度进入全球高端人造运动草市场,但一般仅生产人造草坪产品,不涉及填充物、弹性垫及运动场地设计及铺装领域。

**表9: 人造草坪行业集中度较高**

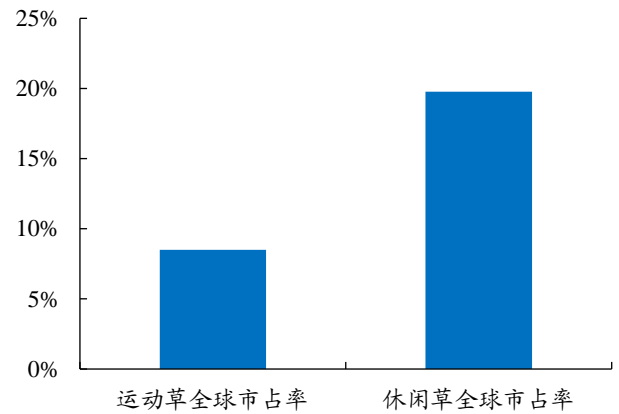
公司名称	国家	2019年销量(百万平方米)	简介
江苏共创人造草坪有限公司	中国江苏	41	公司分布于三国五地,全球员工人数3000多人,生产基地占地面积1200多亩,拥有180余条自动化生产线,产品全球市场占有率达15%,畅销120多个国家和地区,产品铺设面积超过2亿平方米,拥有29项专利技术,是FIFA(国际足联)、World Rugby(世界橄榄球运动联盟)和FIH(国际曲联)的全球优选供应商
青岛青禾人造草坪股份有限公司	中国山东	30	拥有青岛及越南两个工厂,产品涵盖运动和休闲领域,是FIFA(国际足联)全球合格供应商
Field turf	加拿大	12	产品以运动草产品为主,目前已铺设逾20,000片人造草坪场地,拥有30余项专利技术,与美国宾夕法尼亚州立大学合作成立运动草人造草坪实验室,是FIFA(国际足联)、World Rugby(世界橄榄球运动联盟)和FIH(国际曲联)的全球优选供应商
广州傲胜人造草股份有限公司	中国广东	12	产品涵盖运动草和休闲草,2019年营业收入3.06亿元,净利润5,972.81万元,拥有10余项专利,是FIFA(国际足联)全球合格供应商
Sport Group	德国	12	产品以运动草产品为主,拥有逾1,900名员工,20个子公司,目前已铺设15,000片人造草坪场地,是FIFA(国际足联)合格供应商、World Rugby(世界橄榄球运动联盟)和FIH(国际曲联)的全球优选供应商,为近五届奥运会曲棍球场地供应商、铺装商
Domo Sports Grass	比利时	9	专注于人造运动草坪及系统的生产和销售,目前已铺设超过8,000万平方米的运动草场地,在人造运动草坪系统中的填充物领域具备较强的研发优势,是FIFA(国际足联)的全球优选供应商,World Rugby(世界橄榄球运动联盟)、FIH(国际曲联)全球合格供应商
乐陵泰山人造草坪产业有限公司	中国山东	9	山东泰山体育产业集团控股子公司,注册资本5,951.89万港元,产品覆盖运动草和休闲草,在乐陵建有大型的现代化生产基地,与华东理工大学合作在上海成立了华理泰山体育新材料研发中心,是FIFA(国际足联)和FIH(国际曲联)的全球合格供应商,目前拥有山东乐陵工厂
Condor Grass	荷兰	9	产品覆盖运动草和休闲草,以环境友好性为产品研发核心,是FIH(国际曲联)和ITF(国际网联)合格供应商
TenCate Grass	荷兰	9	产品覆盖人造草坪产品及人造草坪系统,旗下品牌还包括GreenField、Tigerturf等,拥有全球布局的研发团队,是FIFA(国际足联)、World Rugby(世界橄榄球运动联盟)、FIH(国际曲联)的全球优选供应商
Shaw Sports Turf	美国	6	产品以运动草为主,旗下品牌还包括Southwest Greens,北美领先的运动草产品生产者和铺装商,是FIFA(国际足联)的全球合格供应商

资料来源:招股说明书、开源证券研究所

**共创草坪是全球人造草坪领军品牌,运动草领域资质齐备,休闲草领域尤其优势。**2019年,共创草坪占全球人造草坪市场份额的15%(以销量计),是全球人造草坪行业的领军品牌,排名第二的青岛青禾年销量仅约为其2/3。并且,公司在休闲草领域尤其优势。2019年公司休闲草全球市占率接近20%(以销量计)。同时,共创草坪运动草市场全球市占率约为8.5%,并是唯一集FIFA(国际足联)、World Rugby(世界橄榄球运动联盟)和FIH(国际曲联)的全球优选供应商资质于一身的亚洲企业。

**图23: 2019年, 共创草坪全球销量第一**


数据来源: 招股说明书、AMI Consulting、开源证券研究所

**图24: 共创草坪休闲草市占率高于运动草市占率**


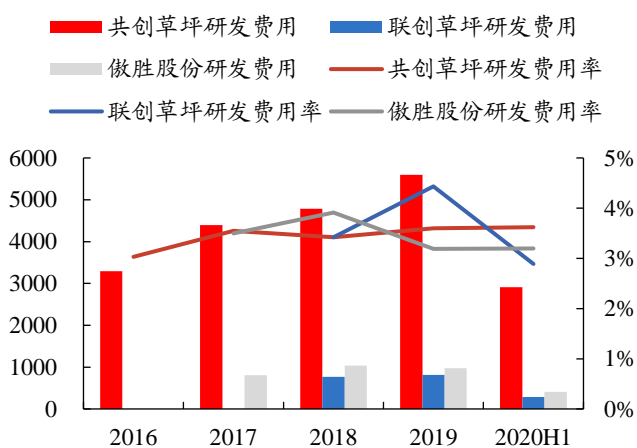
数据来源: 招股说明书、AMI Consulting、开源证券研究所

### 3、研发优势、认证资质和渠道积累构筑竞争壁垒

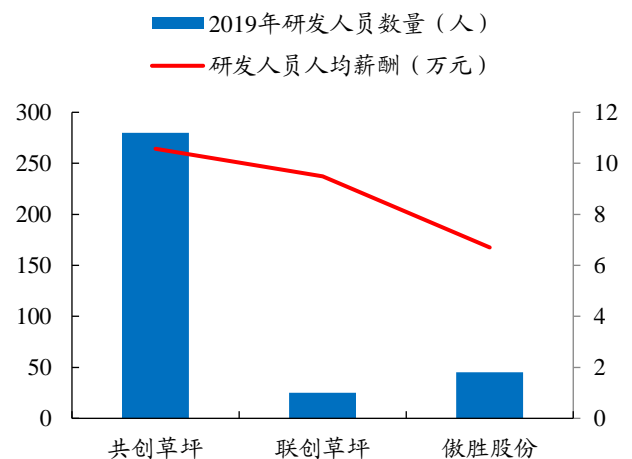
#### 3.1、研发优势: 研发投入规模效应显著, 打造产品力优势

公司研发费用投入的规模优势显著。2016-2019年, 共创草坪、联创草坪以及傲胜股份在内的人造草坪企业研发费用率大约稳定在3%-4%左右。但由于共创草坪收入体量具有显著优势, 因此2019年公司5594万元的研发费用投入相较于业内竞争对手而言领先幅度较大。持续领先的研发费用投入有助于公司的研发优势进一步扩大。

公司还拥有一支在分子化合物材料、工艺流程设计等方面经验丰富的研发团队。2019年, 公司研发人员达280人, 总人数占比8.7%, 远高于联创草坪、傲胜股份的25人、45人。其中包括中国科学院化学研究所高分子物理与化学专业博士赵春贵等行业尖端人才。同时, 公司研发人员的人均薪酬也处于业内领先水平。

**图25: 共创草坪研发费用规模优势显著 (单位: 万元)**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图26: 共创草坪研发人员数量和人均薪酬领先**


数据来源: Wind、开源证券研究所

人造草坪的技术研发主要体现在原材料、产品性能以及生产设备三个环节:

1) **原材料:** 公司已具有成品母粒和PU胶自制能力, 并且核心母粒技术通过不断优化母粒配方, 使公司草丝在通过高要求测试的同时能够满足个性化外观要求。

**2) 产品性能:** 公司正在进行包括不填充、可回收、超高耐磨、防滑人造草坪等产品性能的研发和改进。产品性能的改进一方面能够进一步提升产品竞争力,另一方面也能不断开发新的应用场景,拓宽市场空间。

**3) 生产设备:** 由于人造草坪整体行业规模不大,因此所能采购的生产设备通常是非标品,后续还要经过公司不断的研发调试以更好的匹配人造草坪产品的生产制造需求。公司专门成立设备研究院以提升生产效率和降低生产成本。

**表10: 公司拥有多项核心技术**

序号	技术名称	技术介绍	取得方式	所处阶段及说明
1	PRT 整体可回收人造草坪	实现人造草坪在达到使用寿命年限后可以整体回收再利用,且渗水性极好、拔脱力高	自主研发	量产阶段
2	母粒技术	人造草丝的生产过程中需加入母粒来提高耐候性、可加工性和外观效果,通过不断优化母粒配方,公司的草丝全部通过了UVA5000h和UVB5000h高要求的测试,同时满足了不同客户对产品外观等方面的要求	自主研发	量产阶段
3	胶黏剂技术	胶黏剂配方的优化改良,大大提高了草丝拔脱力	自主研发	量产阶段
4	高分子改性及其在草坪中的应用	草丝粒子配方的改进,实现人造草坪的特殊功能性,比如抗菌草坪、抗静电草坪、阻燃草坪等,实现了人造草坪性能的差异化,拓展了人造草坪的应用范围	自主研发	量产阶段
5	异型模具设计技术	草丝制造模具的改进,能够实现功能和形状的差异性,满足不同市场需求	自主研发	量产阶段

资料来源:招股说明书、开源证券研究所

**表11: 公司新研发项目正在有序推进**

序号	技术名称	技术介绍	取得方式	所处阶段及说明
1	不填充、可回收人造草坪	实现人造草坪整体可回收,并且使其不需要填充物也能满足运动性能的需求	自主研发	量产阶段
2	超高耐磨人造草坪	进一步应用高分子改性技术和人造草丝制备新工艺,提高人造草坪的耐磨性(从FIFA要求的耐磨损试验20,200转提高到20万转以上)	自主研发	量产阶段
3	超高耐候(UVA10000h)人造草坪	利用高性能助剂的优化复配等高分子抗老化技术力争将草丝的耐候性能提升至UVA10000h(目前FIFA要求为UVA5000h)	自主研发	实验室阶段
4	人造草坪用高性能丁苯乳胶	聚氨酯的性能优于丁苯乳胶,但成本较高。公司通过聚合的手段,从原材料配方和聚合工艺进行改进,以期获得粘结力和耐长期水解老化性大幅提高,接近聚氨酯的丁苯乳胶	自主研发	实验室阶段
5	湿致变色人造草坪	湿致变色是指在不同湿度条件下其外观颜色会发生变化,给客户带来视觉上全新的体验	自主研发	实验室阶段
6	防滑人造草坪	增强室内普通人造草坪的防滑性,扩宽人造草坪的应用范围	自主研发	实验室阶段
7	曲丝自动落纱装置	曲丝生产的自动化设计改造,提升曲丝生产效率	自主研发	实验室阶段

资料来源:招股说明书、开源证券研究所

### 3.2、高端运动草市场资质壁垒高,公司具有较全资质

**高端运动草市场资质壁垒较高。**例如,FIFA(国际足联)对合格供应商每2年重新认证一次。符合FIFA(国际足联)标准的场地被认证为Quality或Quality Pro级

别，认证后企业必须保证每年新增 5 片以上 Quality 或 Quality Pro 级别的足球场，才能保持合格供应商资质。全球优选供应商在企业成为合格供应商后才可申请认证，相应认证每 2 年对新申请者开放一次，除了标准更为严格外，全球优选供应商认证后必须保证每年新增 20 片以上 Quality 或 Quality Pro 级别的足球场，资质方可延续。

公司是亚洲唯一同时获得 FIFA、World Rugby 和 FIH 人造草坪优选供应商资质的品牌。截至 2019 年末，公司是 FIFA（国际足联）7 家全球人造草坪优选供应商中唯一的亚洲供应商、是 World Rugby（世界橄榄球运动联盟）8 家全球人造草坪优选供应商之一、FIH（国际曲联）11 家全球人造草坪优选供应商之一。获得国际权威体育组织的认证资格一方面是高端运动草市场的入场券，另一方面也可以为公司在休闲草市场的产品力背书，形成高端差异化优势。

**表12: 公司是 FIFA（国际足联）7 家全球人造草坪优选供应商之一**

分类	公司名称	所属国家
FIFA 优选供应商	江苏共创人造草坪有限公司	中国
	Edel Grass B.V.	荷兰
	FieldTurf Inc.	加拿大
	Greenfields B.V.	荷兰
	Limonta Sport S.P.A	意大利
	Saltex Oy	芬兰
	SPORTS AND LEISURE GROUP NV	比利时
FIFA 认证合格供应商	广州爱奇实业有限公司	中国
	广州傲胜人造草有限公司	中国
	AstroTurf Corporation	美国
	北京火炬生地人造草坪有限公司	中国
	Commercial Carpets S.A. (Forbex)	阿根廷
	EURL IRS Deriche	阿尔及利亚
	广东绿城体育产业股份有限公司	中国
	Hatko Dokuma ve Tekstil Insaat ve Tic.Ltd.Sti.	土耳其
	Italgreen S.p.A.	意大利
	江苏联创人造草坪股份有限公司	中国
	JUTA a.s.	捷克
	Kolon Glotech, Inc.	韩国
	Lano Sports N.V.	比利时
	乐陵泰山人造草坪产业有限公司	中国
	Mondo Group	西班牙
	Nurteks Hali San.ve Tic. A.S.	土耳其
	Polytan GmbH	德国
	青岛青禾人造草坪有限公司	中国
	Radici Pietro Industries & Brands S.p.A. (Italy)	意大利
	Realturf Systems S.L	西班牙
Reform Spor Sistemleri SAN. Ve TIC. A.S.	土耳其	
Support in Sport Group Limited	英国	
TigerTurf (UK) Ltd.	英国	

资料来源：FIFA 官网、开源证券研究所

### 3.3、渠道积累：与海外领先人造草坪渠道商有长期稳定的合作关系

由于公司海外休闲草主要通过批发客户进行贴牌生产销售，因此下游客户的渠道竞争力和公司与下游批发客户合作的稳定性是公司休闲草业务的竞争壁垒之一。2019年，公司前五大客户收入占总收入的15.73%。其中除了Polyloom、Syn-Turf、Tuff Turf等海外专业的休闲草铺装或批发龙头外，公司还与法国安达屋集团、法国家乐福集团、澳大利亚Bunnings Warehouse等众多全球或区域的连锁建材超市展开了合作。并且，公司与Polyloom、Syn-Turf等多家专业休闲草铺装或批发龙头、法国安达屋集团等连锁超市的合作时间均已有十余年，具备了长期稳定的合作关系。

表13：2019年公司前五大客户收入占比为15.73%（金额单位：亿元）

2017			2018			2019		
前五大客户	销售金额	营业收入占比	前五大客户	销售金额	营业收入占比	前五大客户	销售金额	营业收入占比
SGW	0.75	6.03%	Polyloom	0.87	6.25%	Polyloom	0.61	3.95%
Syn-Turf	0.6	4.87%	Syn-Turf	0.65	4.65%	Syn-Turf	0.54	3.47%
Tuff Turf	0.39	3.14%	安达屋集团	0.52	3.72%	Tuff Turf	0.49	3.18%
Holly 公司	0.29	2.32%	Tuff Turf	0.36	2.55%	安达屋集团	0.4	2.59%
安达屋集团	0.16	1.31%	The SYNTHETIC GRASS STORE L.L.C	0.23	1.65%	Artificial Grass Contractors	0.39	2.54%
合计	2.19	17.66%	合计	2.63	18.82%	合计	2.44	15.73%

数据来源：招股说明书、开源证券研究所

表14：公司与下游批发客户具有长期稳定的合作关系

客户名称	国别	客户类型	品牌	贴牌产品类型	合作起始时间
Polyloom	美国	批发	SGW	休闲草	2010年
Syn-Turf	美国	批发	Global Syn-Turf	休闲草	2010年和2017年
Tuff Turf	澳大利亚	批发	Tuff Turf	休闲草、运动草	2011年
安达屋集团	法国	超市	NATERIAL、OPP	休闲草	2008年
Artificial Grass Contractors	美国	批发	AGL	休闲草	2018年
The SYNTHETIC GRASS STORE L.L.C	美国	批发	SGS	休闲草	2011年
Holly 公司	以色列	批发	Holly	休闲草、运动草	2012年

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

## 4、未来展望：越南基地突破产能瓶颈，产业链延伸带来增量

### 4.1、越南基地缓解产能瓶颈，带来成本优势

公司产能较为紧张，亟需突破产能瓶颈。2017年-2018年，公司的生产线基本处于满负荷运转状态，2018年产能利用率达到99.63%。受限于产能瓶颈，公司只能优先满足老客户不断增长的采购需求，开拓新渠道、新客户受到一定程度的制约。2019年初越南基地一期投产在一定程度上缓解了产能压力，但公司整体产能利用仍处于较高水平。2020H1，公司因疫情有近两个月的停产时间段，公司产能利用率仍在85%左右。因此，整体来看，公司亟需扩充产能以突破产能瓶颈。

**表15: 公司产能较为紧张 (产能单位: 万平方米)**

年度	产能	产量	销量	产能利用率	产销率
2017	3,450	3,444	3,240	99.83%	94.08%
2018	3,810	3,796	3,767	99.63%	99.24%
2019	4,500	4,097	4,069	91.04%	99.32%
2020H1	2,400	2,037	2,156	84.88%	105.84%

数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

**公司越南生产基地投产能有效缓解产能压力。**为有效缓解产能压力,公司于2018年在越南投资建立越南共创生产基地。其中一期项目总投资6.664亿元,预计新增人造草坪产能2000万平方米,已与2019年初投产,截止招股说明书披露时月产能约为135万平方米。而二期项目拟总投资3.944亿元,预计新增人造草坪产能1600万平方米,正处于设计规划中。越南基地预计合计新增人造草坪年产能约3600万平方米,按35元/平方米的单价估算,预计能新增收入12.6亿元。

**表16: 公司越南生产基地投产能有效缓解产能压力**

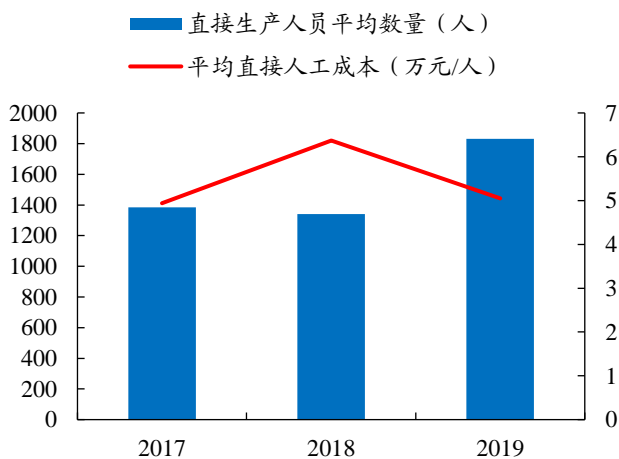
越南生产基地	项目总投资(亿元)	IPO募集资金(亿元)	建设进度	新增人造草坪产能(万平方米)	新增人造草丝产能(万吨)
一期	6.664	3.794	已完成	2000	2.5
二期	3.944	0.4075	设计规划中	1600	2.1

数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

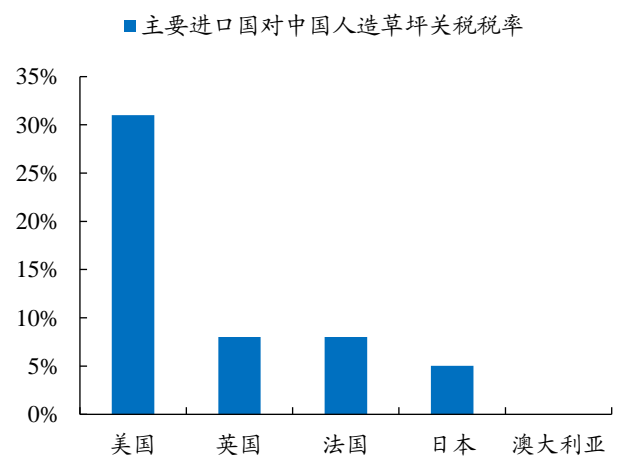
**越南基地具有生产成本和税收等优势。**

**1) 生产成本:**越南在劳动力、土地、能源供给等方面的成本低于中国。2018年,国内出现用工荒,公司生产人员下降的同时平均人工成本显著提升。2019年,越南基地投产后,公司平均直接人工成本有较大幅度回落。

**2) 税收:**越南实施“两免四减半”政策,公司可享受从开始盈利年度起2年内免除企业所得税(正常为20%),之后4年降低50%企业所得税税率的税收优惠。同时,美国、英国、法国等公司产品主要进口国均对中国人造草坪产品加收了较高的关税。公司将出口产能转移至越南有助于降低关税成本。

**图27: 2019年,公司平均直接人工成本回落**


数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

**图28: 主要进口国对中国人造草坪产品加征关税**


数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

## 4.2、产业链向上下游延伸，有望进一步打开潜在增长空间

展望公司未来的发展空间，我们认为主要源于以下方面：

1) **下游行业需求提升**：如我们在行业部分所述，近年境外休闲草和境内运动草市场有望保持较快增长，长期看国内休闲草市场的应用场景也有望逐步打开。

2) **向上游原材料延伸**：公司通过持续的研发投入，已经拥有成品母粒和 PU 胶等原材料的自制能力，未来有望继续提升原材料的自给程度，从而提升盈利能力。

3) **向下游铺装等领域延伸**：2019 年，公司成立了分公司在国内拓展铺装总包服务。铺装总包业务有望能进一步做大公司的收入规模（公司招股说明书披露 2017 年向外采购的某铺装服务单价约 55 元/平方米）。

表17：2019 年公司设立分公司，拓展铺装业务收入

	2016	2017	2018	2019
辅料收入（万元）	1437.7	1362.1	1727.8	2719.1
YOY		-5.3%	26.8%	57.4%
草丝收入（万元）	32.9	340.8	1572.2	1479.2
YOY		936.0%	361.4%	-5.9%
铺装收入（万元）	448.2	1017.1	267.4	3626.8
YOY		126.9%	-73.7%	1256.2%

数据来源：招股说明书、开源证券研究所

## 5、盈利预测与投资建议

### 5.1、关键假设

- 1) **销量**：2020 年运动草销量受疫情影响，之后有望逐步回升；2020 年休闲草受益于海外居家需求提升，美国、日本都市场快速增长，2021-2022 年凭借渠道、产品优势公司休闲草销量增速有望高于行业平均。
- 2) **单价**：2020 年由于原材料成本下降，公司运动草价格有所承压。而休闲草由于美国等单价较高市场占比提升以及采用年度报价较多，价格压力相对较小。2021-2022 年原材料成本回升和产品结构优化有望带动公司产品单价提升。
- 3) **毛利率**：2020 年受益于原材料成本下降毛利率会有所提升，但由于口径调整提升幅度预计不会太大。2021-2022 年若原材料价格回升，毛利率或有所回落。但长期看，伴随公司降本增效和产品优化，毛利率预计会呈上行趋势。

表18：我们预计 2020-2022 年共创草坪有望保持稳健增长

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
运动草收入（亿元）	4.76	4.71	4.97	5.15	4.77	5.26	5.63
YOY		-1.1%	5.4%	3.7%	-7.4%	10.2%	7.1%
单位价格（元/平方米）	35.21	37.13	37.68	37.86	37.29	38.41	39.18
YOY		5.5%	1.5%	0.5%	-1.5%	3.0%	2.0%
销量（万平方米）	1352	1269	1319	1360	1279	1368	1437
YOY		-6.2%	4.0%	3.1%	-6.0%	7.0%	5.0%
单位成本（元/平方米）	22.48	23.94	24.14	22.36	21.69	22.56	22.67

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
YOY		6.5%	0.8%	-7.4%	-3.0%	4.0%	0.5%
毛利率	36.2%	35.5%	35.9%	40.9%	41.8%	41.3%	42.1%
<b>休闲草收入 (亿元)</b>	<b>5.89</b>	<b>7.37</b>	<b>8.59</b>	<b>9.55</b>	<b>12.41</b>	<b>15.75</b>	<b>19.46</b>
YOY		25.1%	16.7%	11.1%	30.0%	26.9%	23.6%
单位价格 (元/平方米)	38.41	37.36	35.09	35.25	35.25	35.78	35.96
YOY		-2.7%	-6.1%	0.5%	0.0%	1.5%	0.5%
销量 (万平方米)	1533	1972	2449	2708	3521	4401	5413
YOY		28.6%	24.2%	10.6%	30.0%	25.0%	23.0%
单位成本 (元/平方米)	22.92	23.81	23.45	22.07	21.52	22.16	22.16
YOY		3.9%	-1.5%	-5.9%	-2.5%	3.0%	0.0%
毛利率	40.3%	36.3%	33.2%	37.4%	39.0%	38.1%	38.4%
<b>其他产品合计收入 (亿元)</b>	<b>0.19</b>	<b>0.27</b>	<b>0.36</b>	<b>0.78</b>	<b>1.14</b>	<b>1.58</b>	<b>2.02</b>
		41.8%	31.2%	119.4%	-100.0%	38.5%	27.9%
铺装收入 (亿元)	0.04	0.10	0.03	0.36	0.62	0.92	1.20
		126.9%	-73.7%	1256.3%	70.0%	50.0%	30.0%
其他收入 (亿元)	0.15	0.17	0.33	0.42	0.52	0.66	0.82
		15.8%	93.8%	27.2%	25.0%	25.0%	25.0%
其他产品毛利率	0.17	20.9%	20.0%	12.2%	12.0%	12.0%	12.0%
<b>公司合计收入 (亿元)</b>	<b>10.84</b>	<b>12.35</b>	<b>13.92</b>	<b>15.48</b>	<b>18.32</b>	<b>22.58</b>	<b>27.12</b>
YOY		13.89%	12.74%	11.19%	18.36%	23.26%	20.07%
<b>整体毛利率</b>	<b>38.1%</b>	<b>35.7%</b>	<b>33.8%</b>	<b>37.3%</b>	<b>38.0%</b>	<b>37.0%</b>	<b>37.2%</b>

数据来源：招股说明书、开源证券研究所

## 5.2、盈利预测

我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 4.07/4.84/5.79 亿元，对应 EPS 为 1.02/1.21/1.45 元，当前股价对应 PE 分别为 30.6/25.7/21.5 倍。

我们选取了梦百合和乐歌股份作为共创草坪的可比公司，主要系①三家公司均以海外市场销售为主；②梦百合、乐歌股份产品和公司主要收入来源的休闲草均主要属于家居产品；③三个公司的产品均属于新兴市场，渗透率都有较大提升空间。

与可比公司相比，考虑到公司属于行业中优势显著的全球龙头，有望享受估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

表1：可比公司估值对比：公司作为优势显著的全球龙头有望享受估值溢价

证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
梦百合	34.62	100.82	34.27	51.83	24.42	30.91	23.88	15.74	12.64
乐歌股份	49.78	9.36	246.36	48.57	34.14	69.14	31.71	21.36	15.91
平均		55.09	140.32	50.2	29.28	50.02	27.79	18.55	14.27
共创草坪	31.05	24.66	42.85	18.98	19.67	43.75	30.63	25.74	21.51

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘日期为 2020/11/19，除共创草坪外，其他公司均使用 Wind 一致预期）

## 6、风险提示

原材料价格大幅波动；汇率大幅波动；海外贸易摩擦加剧等。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	530	563	1092	1372	1595
现金	73	43	472	581	698
应收票据及应收账款	225	219	306	341	436
其他应收款	13	15	17	23	25
预付账款	4	19	9	26	16
存货	202	255	279	391	411
其他流动资产	13	10	10	10	10
<b>非流动资产</b>	540	728	813	951	1064
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	330	557	614	716	812
无形资产	103	111	129	151	164
其他非流动资产	108	61	70	83	87
<b>资产总计</b>	1071	1291	1906	2323	2659
<b>流动负债</b>	330	313	539	982	897
短期借款	180	121	349	708	628
应付票据及应付账款	51	76	72	114	109
其他流动负债	99	117	118	160	160
<b>非流动负债</b>	59	60	60	60	60
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	59	60	60	60	60
<b>负债合计</b>	389	373	599	1041	957
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	360	360	400	400	400
资本公积	64	64	64	64	64
留存收益	258	488	638	992	1377
<b>归属母公司股东权益</b>	682	918	1307	1282	1702
负债和股东权益	1071	1291	1906	2323	2659

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	234	341	396	494	595
净利润	228	285	407	484	579
折旧摊销	42	59	68	84	103
财务费用	-4	-2	23	9	20
投资损失	8	5	3	4	5
营运资金变动	-95	-17	-104	-87	-111
其他经营现金流	56	11	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-205	-259	-155	-225	-221
资本支出	192	261	85	138	112
长期投资	0	0	-0	-0	-0
其他投资现金流	-13	2	-71	-88	-108
<b>筹资活动现金流</b>	-17	-127	-41	-519	-178
短期借款	75	-59	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	260	0	40	0	0
资本公积增加	62	0	0	0	0
其他筹资现金流	-414	-68	-81	-519	-178
<b>现金净增加额</b>	25	-26	200	-250	197

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	1398	1554	1839	2266	2721
营业成本	926	976	1139	1428	1710
营业税金及附加	12	14	17	21	25
营业费用	111	123	75	97	112
管理费用	96	70	79	97	117
研发费用	48	56	63	82	98
财务费用	-4	-2	23	9	20
资产减值损失	-9	-6	0	0	0
其他收益	14	17	15	13	15
公允价值变动收益	-7	7	0	0	0
投资净收益	-8	-5	-3	-4	-5
资产处置收益	0	-1	0	0	0
<b>营业利润</b>	198	331	453	540	651
营业外收入	65	0	20	20	20
营业外支出	0	0	1	0	1
<b>利润总额</b>	263	331	472	560	670
所得税	34	46	65	76	91
<b>净利润</b>	228	285	407	484	579
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	228	285	407	484	579
EBITDA	313	396	546	660	795
EPS(元)	0.57	0.71	1.02	1.21	1.45

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	12.8	11.2	18.4	23.3	20.1
营业利润(%)	-12.5	67.1	37.0	19.2	20.5
归属于母公司净利润(%)	-4.9	24.7	42.9	19.0	19.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	33.7	37.2	38.0	37.0	37.2
净利率(%)	16.3	18.3	22.1	21.3	21.3
ROE(%)	33.5	31.0	32.1	39.0	34.8
ROIC(%)	25.9	26.9	24.9	25.0	25.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	36.3	28.9	31.4	44.8	36.0
净负债比率(%)	22.7	12.6	-6.6	13.3	-1.9
流动比率	1.6	1.8	2.0	1.4	1.8
速动比率	0.9	0.9	1.5	1.0	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.5	1.3	1.2	1.1	1.1
应收账款周转率	7.2	7.0	7.0	7.0	7.0
应付账款周转率	17.7	15.4	15.4	15.4	15.4
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.71	1.02	1.21	1.45
每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.85	0.99	1.24	1.49
每股净资产(最新摊薄)	1.71	2.29	3.17	3.10	4.15
<b>估值比率</b>					
P/E	54.4	43.6	30.6	25.7	21.5
P/B	18.2	13.5	9.8	10.0	7.5
EV/EBITDA	40.2	31.6	22.6	19.1	15.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**分析师承诺**

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

**股票投资评级说明**

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**分析、估值方法的局限性说明**

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

**法律声明**

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

**开源证券研究所****上海**

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

**深圳**

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

**北京**

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

**西安**

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn