

公司研究/首次覆盖

2021年01月07日

建材/其他建材

投资评级：买入（首次评级）

当前价格(元): 26.85
目标价格(元): 39.77

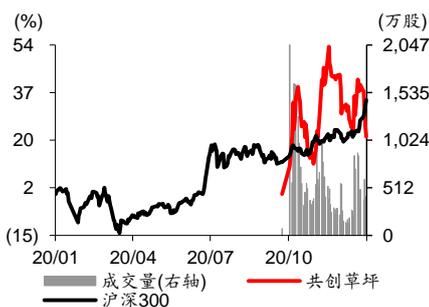
张艺露 SAC No. S0570520070002
研究员 18515893331
zhangyilu@htsc.com

方晏荷 SAC No. S0570517080007
研究员 SFC No. BPW811
0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

武慧东 SAC No. S0570520100004
研究员 010-56793963
wuhuidong@htsc.com

林晓龙 SAC No. S0570120090022
联系人 13661352985
linxiaolong@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源：Wind

全球龙头厚积薄发，发展空间不可小觑 共创草坪(605099)

全球人造草坪龙头，首次覆盖给予“买入”评级

公司 11 年开始连续 9 年全球人造草坪销量市占率第一。公司主攻中高端市场，22 年产能或较 19 年增长 64%，有望快速抢占同行休闲草份额，且具备同行难超越的品牌/认证/技术/渠道优势，龙头地位稳固。通过研究海外公司，我们发现公司在客户拓展和业务延伸上空间广阔，并通过深挖/新增客户和在国内设立人造草系统服务公司逐步实现突破。我们预计 20-22 年 EPS1.02/1.25/1.61 元，可比公司 2021E Wind 一致预期 PE 均值 31x，给予公司 21 年 31xPE，目标价 38.67 元；绝对估值 WACC=8.0%/g=1.5%，目标价 40.88 元。取目标价均值 39.77 元，首次覆盖给予“买入”评级。

休闲草增速快、运动草潜在空间大，行业准入和渠道壁垒高

人造草性能好于天然草且成本仅为天然草 1/3，替代趋势显著。据 AMI 预测，2019/23 年全球人造草市场规模 178/273 亿元，20-23 年休闲草/运动草 CAGR 或达 15%/8%，增长源自对天然草的替代和休闲草应用场景增多；若加上运动草系统服务则 23 年全球市场空间或达 530 亿元。全球需求集中于欧美等发达国家；受益于政策鼓励，2020/25 年我国运动草市场空间或达 13/25 亿元，21-25 年 CAGR 14%。全球生产集中于中国，国内除公司向中高端市场，其他公司多面向低端休闲草。行业准入和渠道壁垒高，需要持续的资质认证/打破海外工程商的排他性壁垒/全球销售渠道建设等。

海外启示：海外人造草坪发展高端化，国内龙头快速追赶

海外人造草系统供应商：运动草销售仅占营收 1/6，通过 1) 在增值服务上发力，逐步搭建贯穿人造草全生命周期的服务体系；2) 收购来快速构建设计/生产/铺装/售后维护一体化市场和全球布局；3) 做大休闲草领域，来不断实现运动草市场突破和规模扩张。下游休闲草龙头批发商：对供应商有较强稳定性，优质龙头如共创草坪供货份额超 60%且持续提升。批发商积极扶持经销商/放开贴牌销售，快速抢占份额，其采购空间广阔；且小型批发商独供机会大。公司已在系统服务领域和批发客户开拓方面快速追赶。

规模和市场不断开拓，护城河不断巩固

我们认为公司看点有三：1) 逐步打破产能瓶颈，步入高速增长期。22 年底产能或达 8280 万平米，20-22 年产能有望同比+21%/+18%/+15%，22 年较 19 年增长 64%，新增产能以休闲草为主，有望逐步抢占国内同行休闲草份额；2) 具备竞争对手难以超越的品牌/认证/技术/渠道壁垒：全球稀缺优选供应商+拥有高品质的全球销售网络+通过股权深度绑定核心研发/销售人员+每年 10%-20%的产品更新率+自改设备/自研原料降低成本；3) 通过在海内外建设系统服务公司，打开单一运动草供应商的市场天花板；每年新增约 160 家海外休闲草批发客户，且在龙头批发商中份额不断提升。

风险提示：原料价格上涨和人民币升值；贸易摩擦加剧；海外疫情恶化；优选供应商资质认证不可持续。

公司基本资料

总股本 (百万股)	400.09
流通 A 股 (百万股)	40.09
52 周内股价区间 (元)	22.23-34.10
总市值 (百万元)	10,742
总资产 (百万元)	2,099
每股净资产 (元)	4.34

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,398	1,554	1,876	2,294	2,857
+/-%	12.77	11.15	20.74	22.30	24.55
归属母公司净利润 (百万元)	228.31	284.60	407.94	499.02	644.34
+/-%	(4.87)	24.66	43.34	22.33	29.12
EPS (元, 最新摊薄)	0.57	0.71	1.02	1.25	1.61
PE (倍)	47.05	37.75	26.33	21.53	16.67

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

正文目录

核心观点	3
公司核心逻辑	3
区别于市场的观点	4
共创草坪：专注人造草坪领域的全球龙头	5
深耕人造草坪行业 17 年，掌握产业链话语权	5
收入及利润保持高增长，不惧原料价格和汇率波动	7
行业规模或达 530 亿元，人造草系统化服务是趋势	10
2023 年全球市场规模或达 530 亿元，休闲草需求增长快于运动草	10
运动草准入壁垒较高，休闲草重在渠道建立	13
行业集中度高，龙头占据高端市场	14
海外人造草坪发展高端化，国内龙头快速追赶	14
人造草系统供应商：深化全链条服务，横向布局休闲草和渠道	14
休闲草批发商：稳定的货源和采购节奏，市场正高速拓展	16
公司看点：不断壮大的规模和市场，不断巩固的护城河	18
看点一：逐步打破产能瓶颈，步入高速增长期	18
看点二：竞争对手难以超越的品牌/认证/技术/渠道壁垒	18
看点三：积极开拓延伸，构建人造草坪系统化服务商	19
盈利预测	20
风险提示	23
PE/PB - Bands	23

核心观点

公司核心逻辑

全球人造草坪龙头规模快速增长，有望打破产能瓶颈快速抢占休闲草市场。公司是人造草坪全球龙头，2011年开始全球销量市占率第一，2019年达到15%。公司2019年底产能5040万平，2020年越南1期已建成，实际产能达到6120万平。据公司2020年三季报，越南1期2160万平19Q1投产，20Q3满产，2期2160万平预计21Q1投产，照此节奏，2期或于22Q3满产，实际产能达到8280万平，则公司20-22年年底人造草坪产能分别为6120/7200/8280万平，同比分别+21%/+18%/+15%。公司新建产能多为休闲草，越南工厂成本有望进一步降低，高品质叠加低成本，有望抢占国内企业的休闲草供应份额。

具备竞争对手难以超越的品牌/认证/技术/渠道壁垒。1) 公司2017年开始便同时获得FIFA（国际足联）/World Rugby（世界橄榄球运动联盟）/FIH（国际曲联）优选供应商资质，是全球3家之一、国内唯一一家，在行业中已树立了较强的品牌和地位，资质的维持需要较强的过往业绩和高频的认证支撑，新进入者较难实现突破；2) 研发投入体量大幅高于国内企业（2019年3.4亿，上市同行平均0.5亿），产品更新迭代快，大类每年翻新率10-20%，具有较强的供货能力；核心技术人员是行业领军人物且持有公司股权，且拟进行股权激励，与公司绑定较深；通过自主改进设备和自研原材料实现成本上的优势；3) 公司积极开拓境外市场，2017-19年全球新增批发商154/150/168个，贡献批发端营业收入9.2%/8.8%/8.2%。公司海外渠道经过多年建设已有沉淀，与主要批发商、大型家居建材超市等合作均超10年；销售人员与同行相比，属于顾问式销售，能够提供全方位系统性解决方案，更受客户的信赖，我们认为短时间内竞争对手无法布局如此庞大和稳定的渠道。

积极延伸上下游产业链，打开运动与休闲草天花板。据全球人造草权威咨询商AMI数据，2020-23年运动草/休闲草全球销量CAGR为8%/15%，休闲草增长是未来人造草坪的主要驱动，运动草增长稳健但一体化服务市场空间约为草坪的3倍。公司在运动草方面，铺装业务提速，源于：1) 成立淮安分公司，主打系统服务市场，2019年该业务规模3627万元，同比+1256%，未来有望进一步受益于国内政策激励带来的运动草需求增长；2) 2017年底在海外成立德国子公司，意在打破国外人造草系统服务的壁垒，进军海外更高端的运动草市场。休闲草方面，公司加速拓展，2019年收入比例同比+2pct至67%，在海外龙头批发商中供应份额超60%且有望不断提升，随着未来产能瓶颈的突破，公司对于龙头批发商或建材超市的供应能力有望进一步增强；新兴区域性批发商中公司已有实现独供的案例，在公司品牌背书和强大销售能力支持下，有望不断实现小型批发商数量的高增长。

图表1：共创草坪SWOT分析



资料来源：华泰证券研究所

区别于市场的观点

市场对公司开拓国外运动草与休闲草市场存在低估，我们认为海外系统化市场依然是未来的主要增长点。市场认为国内运动草市场是未来增长的重要组成部分，但我们测算 2020 年国内运动草市场规模仅约 13 亿元，占全球比例约 14%；2025 年有望增至 25 亿元，21-25 年 CAGR 为 14%，增速较快但占比仍较低（2025 年或不到 10%）。从海外人造草坪龙头数据看，运动草销售仅占 1/6 营收，其余均来源于运动草系统服务；休闲草市场占人造草市场一半份额且 2019-23 年 CAGR 预计达到 15%，超过运动草的 8%，且从美国龙头批发商采购和销售情况看，采购量加速增长/全美加速布局，也验证了行业正处于高增时期。

市场缺乏对海外人造草坪领先企业及休闲草批发商的深入研究，我们通过本报告的研究发现，公司作为全球龙头依然有较大的增长空间且正实现突破。海外人造草制造龙头早已通过并购和内生的方式实现从人造草制造商到人造草系统服务商的转变，同时新增了跑道和运动场安装等服务，不断打开规模增长瓶颈；而休闲草批发商，正在通过对加盟商全方位的扶持来扩大市场份额，而从其供应商的份额来看，相比于自供和偶发性高增供货，共创草坪具有稳定供货的特点，供货份额也在加速提升。我们认为，公司作为全球龙头，在人造草系统服务和批发客户数量、深度上还有较大提升空间且已在不断实现突破。

共创草坪：专注人造草坪领域的全球龙头 深耕人造草坪行业 17 年，掌握产业链话语权

全球人造草坪龙头，深耕行业 17 年。共创草坪前身为淮南市共创教学设备有限公司，2004 年王强众、王强翔等人共同发起设立共创人造草坪有限公司。公司于 2020 年 9 月登陆上交所主板，成为国内人造草坪行业 A 股主板第一股。公司深耕人造草坪行业 17 年，2011 年以来连续 9 年实现全球产销规模第一，据 AMI Consulting，2019 年公司人造草坪销量的全球市场占有率达 15%。公司自 2013 年起陆续在香港、德国、越南设立境外子公司，布局全球化的销售和生产网络，产品远销美洲、欧洲、亚洲等 120 多个国家和地区。

图表2：共创草坪发展历史

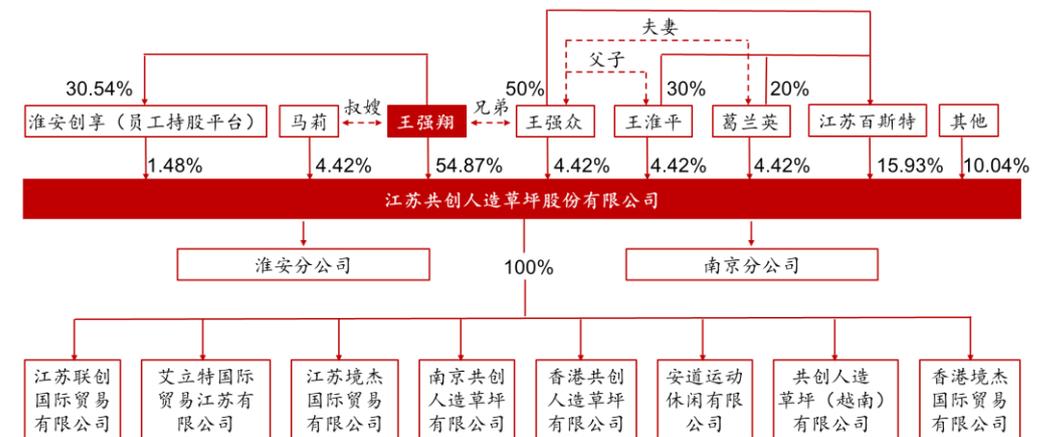


资料来源：公司官网，公司招股书，华泰证券研究所

股权结构稳定，核心技术人员及高管均持股。公司控股股东、实控人王强翔直接持股 54.87%，通过淮安创享间接持股 1.48%，合计持 56.35%。前十大股东中，王强翔、王强众兄弟等形成一致行动关系，实际持有公司 89.96% 的股份。我们认为公司已按上市公司规范要求建立了完善的治理架构、专业的职业经理人制度等，能够较好的避免公司治理风险。此外，淮安创享为公司 2018 年 3 月设立的员工持股平台，除王强翔外，核心技术人员赵春贵及各业务线核心高管等 14 人均有持股。

公司在淮安设有工业园和施河厂区（淮安分公司），在越南设有生产基地（越南共创），在南京设有销售中心并承担部分运营职能（南京分公司）。公司境内销售由母公司作为主体直接开展；境外销售由香港共创、香港境杰等作为主体进行，越南共创生产后一般由香港子公司销售给境外客户。德国安道公司是公司拓展欧洲高端运动草市场的海外营销平台。

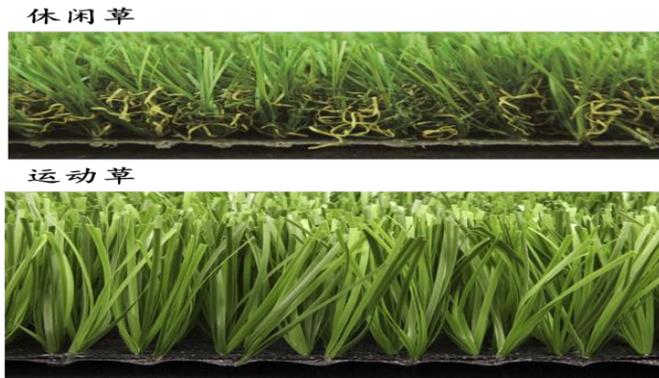
图表3：共创草坪股权结构稳定（截至 2020 年三季度）



资料来源：Wind，公司招股书，2020 年三季度，华泰证券研究所

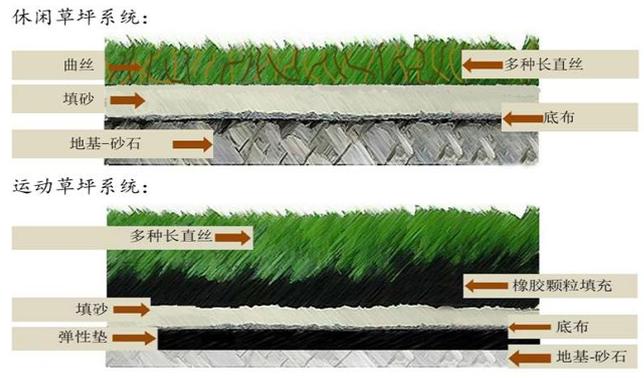
公司专注高质量人造运动草和休闲草的生产销售。公司人造草坪产品分为运动草和休闲草两类。运动草方面，公司可生产高耐磨度/高回弹性能/高拔脱力/抗老化的产品，可应用于足球/曲棍球/橄榄球等不同场地。运动场地铺装最终为运动草坪系统，除公司生产的运动草外（即草丝和底布），系统还包括填充物（包括橡胶颗粒/填砂等）/弹性垫等。休闲草方面，公司可生产不同外观、不同颜色，具有优质耐候性/防褪色性/环保的产品，可满足客户居家、商业场所等各种定制化场景。休闲景观场地铺装最终为休闲草坪系统，与运动草坪系统不同，休闲草坪系统一般填充物仅包括填砂（保证草丝直立），且并无弹性垫部分。

图表4： 共创草坪人造草坪产品



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表5： 人造草坪系统



资料来源：公司招股书，华泰证券研究所

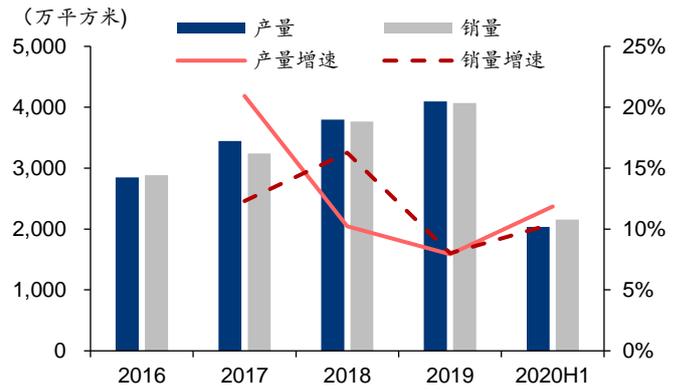
稀缺高品质运动草生产商，2022年人造草坪规划产能8280万平。公司是国内唯一、全球3家之一的同时具备FIFA（国际足联）、World Rugby（世界橄榄球运动联盟）、FIH（国际曲联）优选供应商资质的企业。截至2019年底，公司人造草坪年产能5040万平，越南工厂二期建成投产后，2022年底产能有望达到8280万平。2019年产能利用率下降较多，系越南产能爬坡影响，且越南工人有生产熟练的过程，导致降幅较大。

图表6： 2019年越南产能爬坡导致产能利用率下降



资料来源：公司招股书，华泰证券研究所

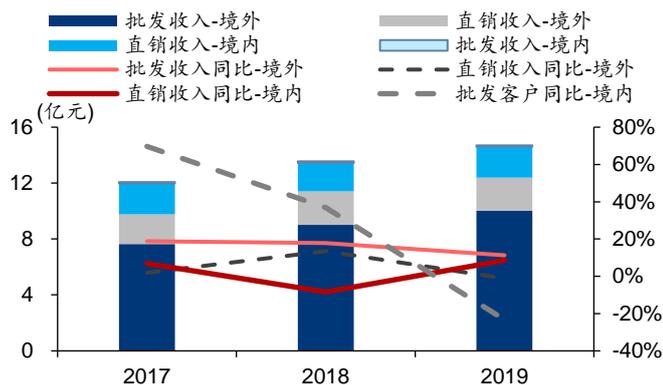
图表7： 2017-20H1 公司人造草坪产销量保持正增长



资料来源：公司招股书，华泰证券研究所

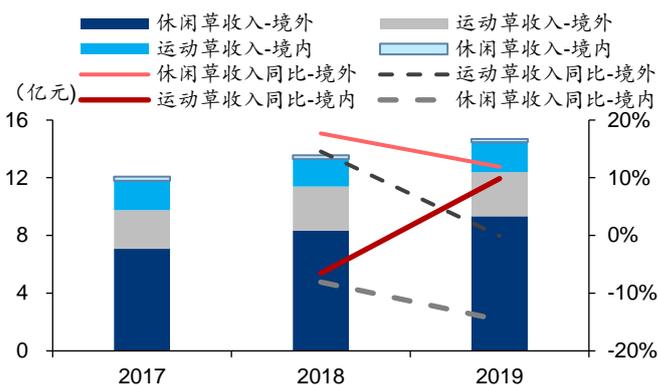
休闲草/运动草以境外批发/直销为主，对下游具有一定议价能力。公司销售模式分为直销和批发，主要对应采购运动草/休闲草，下游客户主要是承接铺装项目的工程商/批发商或大型建材连锁超市。公司人造草坪销售中以境外休闲草批发为主，2019年占到人造草坪收入的68%，其次是境外直销16%，国内市场销售较少。此外，按照产品类型看，公司海外休闲草和运动草占比较高，而海外休闲草和国内运动草增长较快，受益于海外批发客户的增多和新增开拓国内运动草总包服务。定价方面有2个特点：1) 价格敏感地区，如中东，且竞争激烈，一般采用即期报价，即考虑实时原材料价格和汇率来浮动报价；价格不敏感地区，如美国的大型批发商，采用年度报价，因该类客户盈利空间较大，对原材料和汇率波动不敏感；2) 批发渠道一般为年度报价，直销渠道一般为实时报价，因公司行业地位较高，对直销客户报价可以转移原料价格和汇率影响，具备较强的议价能力。

图表8: 来自境外批发客户的收入占比较高(仅人造草坪产品)



资料来源: 公司招股书, 华泰证券研究所

图表9: 2019年境外休闲草和国内运动草增长较快(仅人造草坪产品)

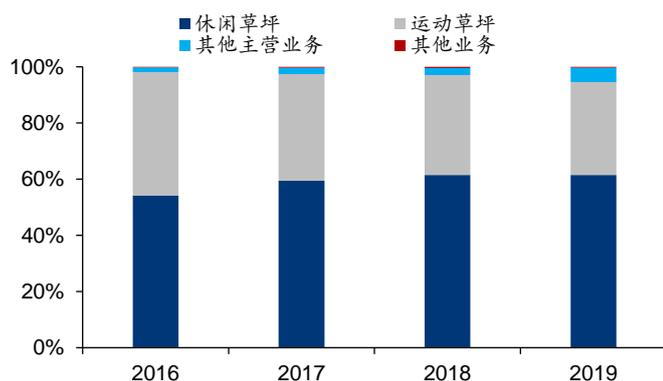


资料来源: 公司招股书, 华泰证券研究所

收入及利润保持高增长, 不惧原料价格和汇率波动

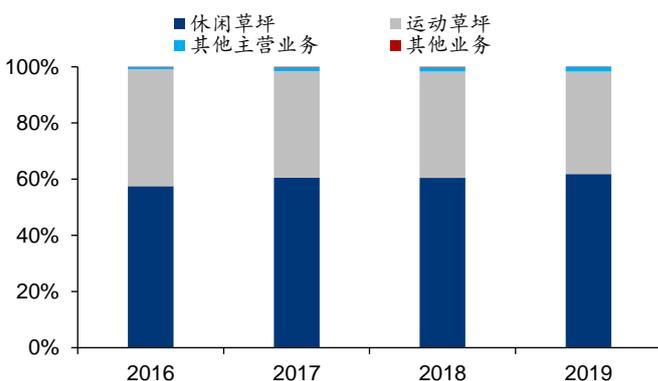
休闲草贡献主要营收和毛利, 铺装业务收入增速快。休闲草是公司的主要收入和毛利来源, 2016-2019年呈上升趋势, 2019年营收及毛利占比均为62%。公司铺装业务增长较快, 2019年营收3627万元, 占营收比例2.3%, 同比+2.1pct, 主要来源于国内运动草的铺装业务快速增长, 系2019年公司根据对境内市场需求的研究向下游拓展产业链, 成立淮安分公司, 专业提供境内运动草坪的销售和铺装总包服务。

图表10: 休闲草是公司营业收入的主要来源



资料来源: 公司招股书, 华泰证券研究所

图表11: 休闲草是公司毛利的主要来源

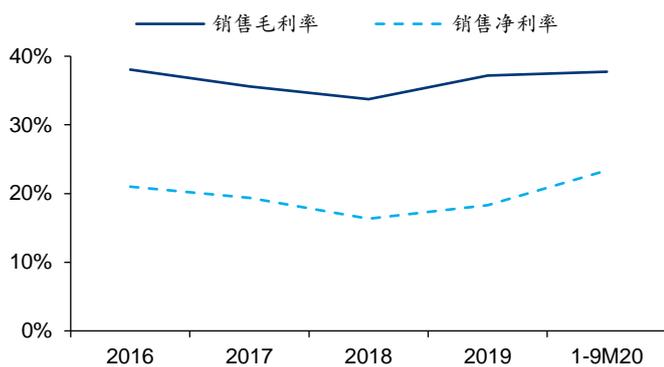


资料来源: 公司招股书, 华泰证券研究所

人造草坪盈利能力较好, 龙头地位加持下原材料价格和汇率波动对公司毛利率影响小。公司2016-2020年前三季度人造草坪毛利率在33%-40%波动, 18-20年前三季度运动草毛利率高于休闲草, 系单价较低的建材超市渠道休闲草销售增多导致。此外, 运动草和休闲草境内毛利率均高于境外, 系1) 境外客户对产品规格要求高, 单位成本较高; 2) 采购规模较大, 价格会有优惠。

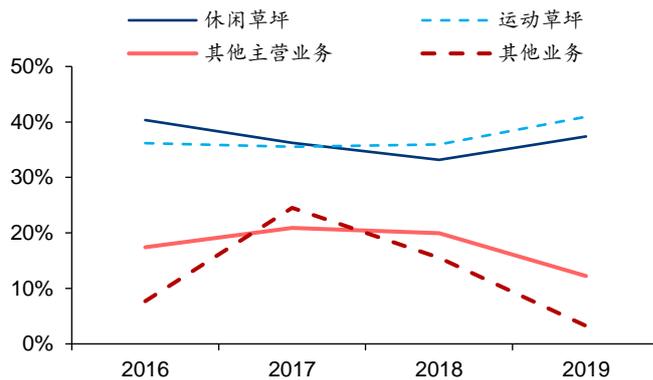
因公司龙头地位显著, 原材料价格(一般占单位成本比重超过60%)和汇率波动对毛利率影响较小: 1) 从销售区域和渠道分布看, 公司即期和年度报价方式的收入约各占一半, 且未来随着公司龙头地位进一步巩固, 原材料价格和汇率波动可进一步传递给下游, 且公司在销售过程中报价已考虑市场因素, 整体来看对利润影响较小; 2) 因越南盾紧盯美元, 人民币兑美元的汇率波动对越南产能影响可忽略不计, 整体看对毛利率的影响幅度有望控制在1-2pct。2018年人民币兑美元的平均结算汇率同比-2.8%, 毛利率同比-1.8pct, 但主要是由于休闲草收入占比提升2.1pct(多为价格较低的欧洲大型建材超市休闲草); 2019年主要原材料塑料粒子/底布/原胶采购单价同比分别-9.9%/-6.8%/-15.5%, 毛利率同比+4.5pct。

图表12： 2018年后公司毛利率净利率稳步上升



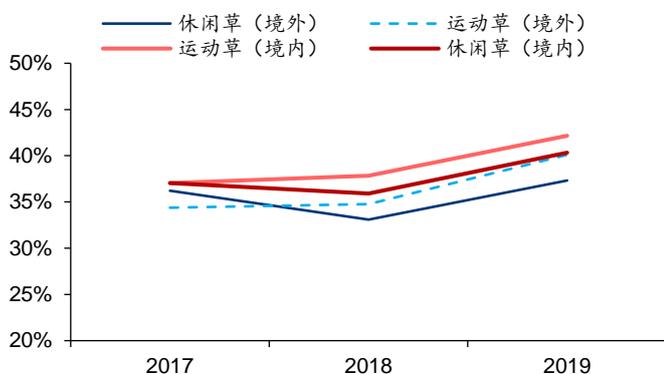
资料来源：Wind，公司招股书，华泰证券研究所

图表13： 2019年公司运动草毛利率最高



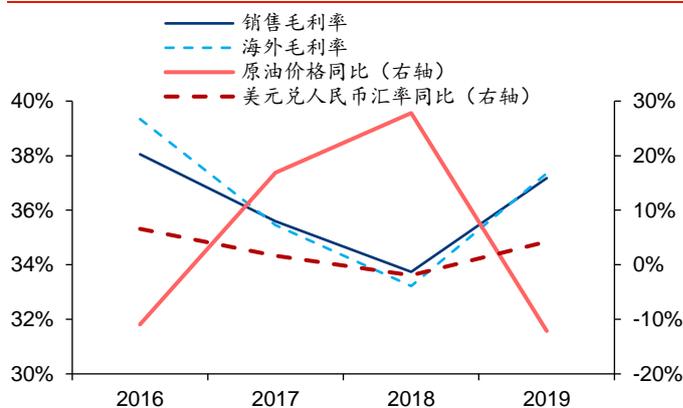
资料来源：Wind，公司招股书，华泰证券研究所

图表14： 境内人造草毛利率均高于境外人造草



资料来源：Wind，公司招股书，华泰证券研究所

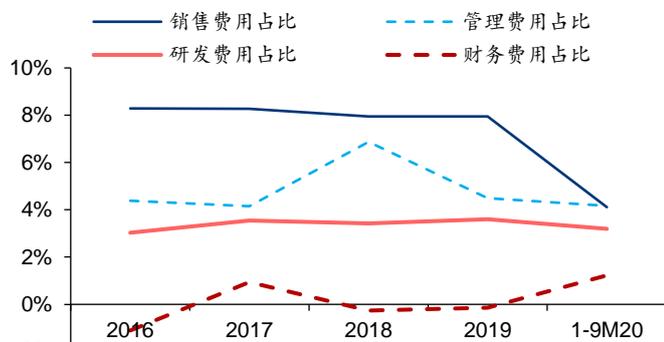
图表15： 公司产品毛利率与美元兑人民币汇率和油价相关性强



资料来源：Wind，公司招股书，华泰证券研究所

归母净利润增速高，疫情不改收入及利润高增趋势。2016-19年公司营收/归母净利润 CAGR 分别为 12.7%/7.6%，其中 2018 年因实施股权激励形成 3775 万元股份支付费用，净利润同比下滑。今年前三季度公司营收/归母净利润同比增长 15.0%/48.4%，主要系：1) 海外因疫情导致出行受限，终端家庭用户，尤其是发达国家居民对休闲草坪需求上升；2) 20H1 人民币兑美元汇率贬值，及油价下跌导致原材料成本下行，对利润增长有一定贡献。

图表16： 2020年前三季度销售费用率降幅明显



资料来源：Wind，公司招股书，华泰证券研究所

图表17： 2018年后公司归母净利润进入快速上升时期



资料来源：Wind，公司招股书，华泰证券研究所

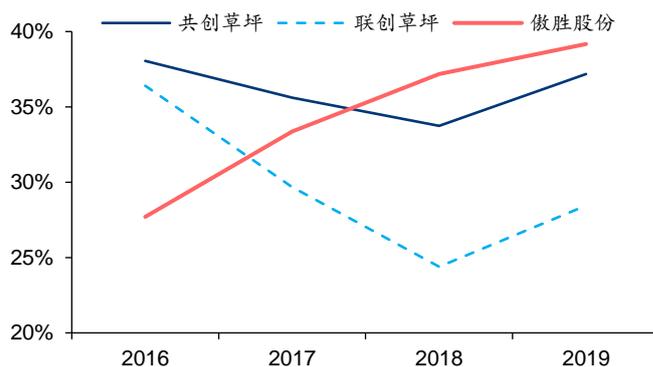
规模大幅超过同业，2016-19年公司 ROE 均值 43%。联创草坪 (837226 CH)、傲胜股份 (未上市) 为国内人造草坪可比公司，但从规模上看，公司营收显著高于二者 (均不足 5 亿元)。盈利能力上看，主要是产品结构和销售区域差异导致：傲胜股份以运动草为主，且国内收入超过一半，毛利率相对较高；联创草坪以欧洲市场为主，单价低于美洲和亚太地区，毛利率较低。此外傲胜股份以代理销售为主，直销较少，周转率略高。

图表18: 公司收入规模大幅高于可比公司



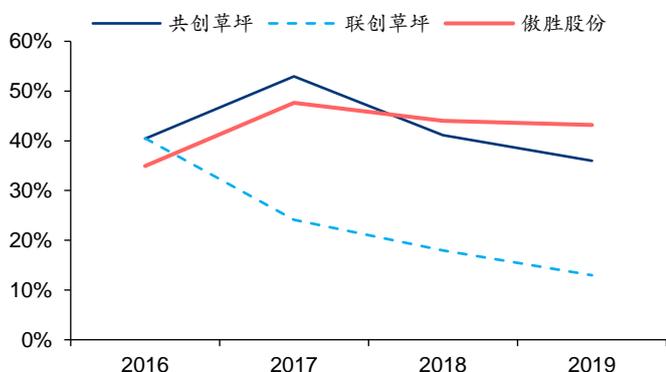
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表19: 2019年公司毛利率介于两个可比公司之间



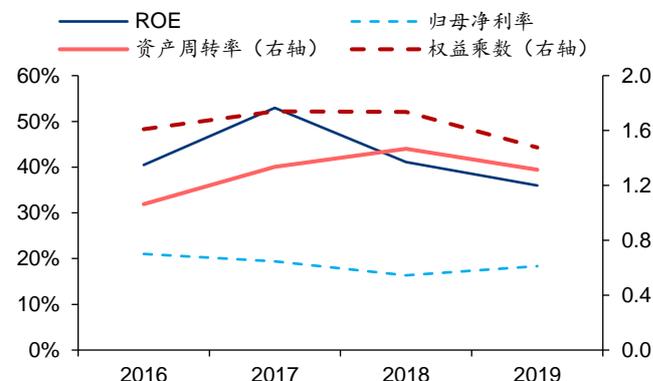
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表20: 公司ROE介于两个可比公司之间



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

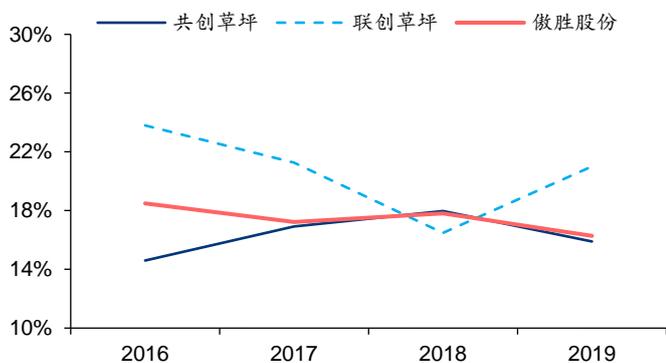
图表21: 2016-19年公司ROE维持在35%以上



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

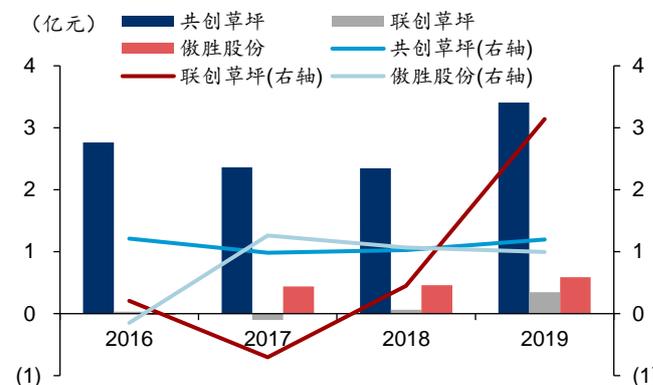
费用管控能力好, 现金流强劲。2016-19年公司期间费用率维持在14%-18%, 2018年由于股份支付导致当期费用率略高, 若剔除该影响, 公司期间费用率均低于可比公司。其中, 公司销售费用率低于可比公司, 系1) 公司直销占比较高且客户关系稳固, 单位销售人员创收更高, 销售人员数量相对较少, 总薪酬更低; 2) 外销港口更换到更近的青岛港/连云港, 以及改进打卷方式提高集装箱利用率, 导致运输费用下降。现金流方面, 2019年公司经营性现金流净额3.4亿元, 同比+45%, 近5年经营净现金/净利润平均比为1.1倍, 得益于1) 净利润的高增; 2) 应收/应付项目管理能力强, 对上下游均具有较高议价能力。

图表22: 剔除2018年股权激励费用, 公司期间费用率低于可比公司



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表23: 公司经营性现金流净额强劲, 且与净利润的比值较高



资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 折线为经营性现金流净额与净利润比值

行业规模或达 530 亿元，人造草系统化服务是趋势

2023 年全球市场规模或达 530 亿元，休闲草需求增长快于运动草

人造草坪性能及成本优势显著，已形成对天然草的替代趋势。人造草坪是将 PE、PP 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的化工制品。据共创草坪招股书，现如今人造草坪在颜色、外观、接触舒适度等方面已接近天然草，部分性能已超越天然草。相比之下，人造草坪主要优势有：1) 使用成本低，维护简便，根据 SGW 官网，人造草和天然草在相同使用寿命期间所需成本相差近 3 倍；2) 性能优异，耐磨常绿，不受天气和季节影响；3) 使用寿命长，可达天然草坪的 3-4 倍，且每天的使用时间没有限制，大幅高于天然草的 1-2h；4) 安全性高，运动员出现肌肉伤害/外伤/韧带伤害/冲击伤害的几率分别降低 74%/42%/32%/19%¹。

图表24：人造草坪各方面性能显著好于天然草坪

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	需要日常灌溉、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于高频率使用
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	弹性和回力性随着使用时间而减弱
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	8-15 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
安全性	提供足够的缓冲力，降低受伤风险和严重程度	无有效缓冲措施

资料来源：公司招股书，华泰证券研究所

图表25：北美地区人造草坪使用成本仅约天然草坪的 1/3

成本结构	人造草坪	天然草坪
初始建造成本 (美元/平方英尺)	9.00	6.25
草皮铺设	9.00	2.50
灌溉系统安装		3.75
年维护成本 (美元/平方英尺)	0.15	1.89
毛刷清理	0.15	
灌溉及设备维护		0.72
施肥		0.09
病虫害防治		0.09
修剪及除草		1.00
使用时长 (年)	12	12
总维护成本 (美元/平方英尺)	1.75	22.68
总使用成本 (美元/平方英尺)	10.75	28.93

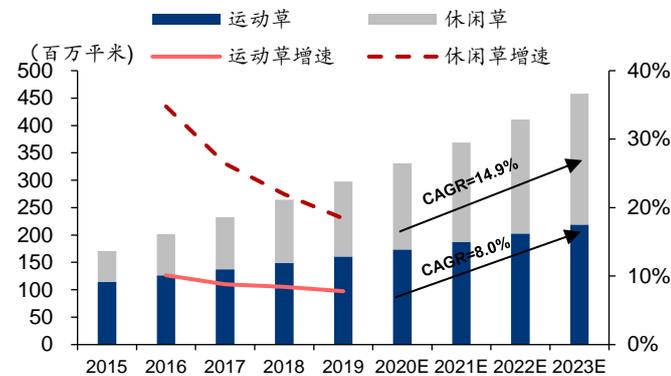
资料来源：SGW 官网，华泰证券研究所；北美地区均为 1200 平方英尺的人造草和天然草

2019 年全球人造草坪市场空间约 180 亿元，20-23 年休闲草/运动草复合增速有望分别达到 15%/8%，若加上铺装业务则 2023 年整体市场空间或达 530 亿元。据公司招股书，2019 年全球人造草坪销售金额为 178 亿元人民币，销量为 3.0 亿平米，2016-19 年销量 CAGR 为 15%。从产品类型看，2019 年全球运动草/休闲草销量为 1.6/1.4 亿平米，销量占比为 54%/46%，16-19 年销量 CAGR 为 9%/25%。尽管运动草销量规模超过休闲草，但休闲草增速更快，根据 AMI Consulting 的预测，2023 年运动草/休闲草全球销量将达到 2.2/2.4 亿平米，2020-23 年销量 CAGR 为 8.2%/14.9%，参考 2019 年全球人造草坪市场平均销售单价约 59 元/平（178 亿元/3 亿平米销量），我们估算 2023 年人造草市场空间或达到 273 亿元。根据我们调研，运动草系统（含铺装等）市场空间约为运动草的 3 倍，若加上运动草坪系统市场，2023 年人造草坪市场空间有望达到 530 亿元。

¹ 芦长椿.人造草坪的技术发展及应用[J].纺织导报,2011(06):63-65+68+70

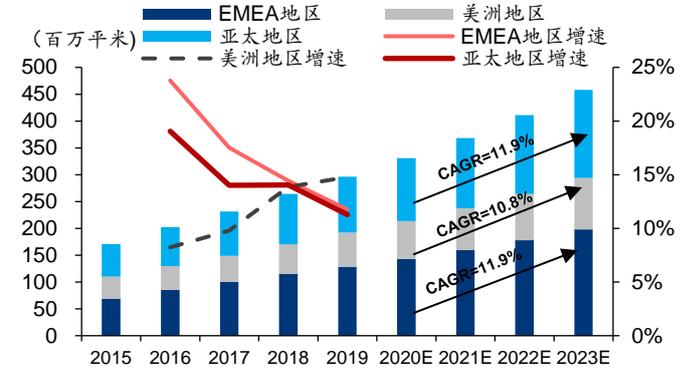
需求集中于欧美及亚太发达国家和地区。2019年 EMEA 地区（欧洲、中东及非洲地区）/亚太/美洲地区的人造草坪销量为 1.3/1.1/0.6 亿平方米，销量占比为 43.5%/35.4%/21.1%，16-19 年销量 CAGR 为 16.5%/14.5%/12.1%。根据 AMI Consulting 的预测，23 年 EMEA/亚太/美洲地区销量将达到 1.98/1.64/0.96 亿平方米，20-23 年销量 CAGR 为 11.3%/11.8%/11.1%，亚太地区增速略高，但主要集中于日本等发达国家市场。

图表26：全球休闲草销量增速有望快于运动草



资料来源：公司招股书，华泰证券研究所

图表27：亚太/美洲/EMEA地区人造草销量有望保持强劲

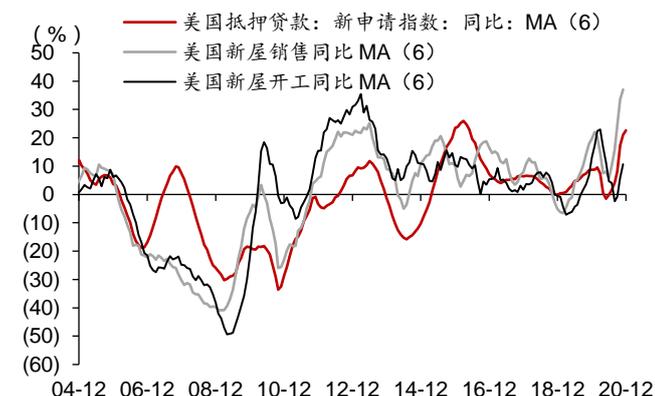


资料来源：公司招股书，华泰证券研究所

海外人造草坪市场未来增长空间来源于休闲草，运动草增长来自系统服务的开拓。整体来看，运动草增长空间有限，但运动草系统服务市场空间较大。1) 欧洲：欧洲国家体育赛事盛行，人造草坪占有重要份额且发展较成熟，增长主要来源于少量新增和存量更新，以及铺装一体化服务市场；2) 中东及非洲地区：面对水资源的日益紧张和稀缺，人造草坪解决了干燥气候带来的维护和保养难题，将在卡塔尔举行的 2022 年 FIFA 世界杯也将带来部分需求增长；3) 美洲：据 STC（人造草坪委员会）官网，美国现有 1.2-1.3 万个人造草坪运动场，且每年新增 1200-1500 个，此外还有存量草坪的更新增量；4) 亚太：需求主要来自日本等发达国家市场。

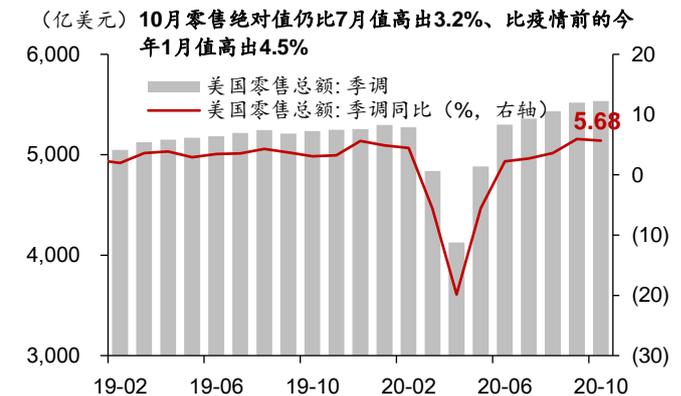
休闲草市场的增长主要来自：1) 应用场景的增多，如屋顶绿化、墙面、宠物草等；2) 批发商、大型家居连锁超市、园艺公司、DIY 等销售方式从北美等成熟市场向其他地区扩散；3) 对于自然草的替代，来自于消费者对节水和降低维护成本的认知逐渐加深，目前欧美国家对于人造草的接受度要高于发展中国家，但均处于消费者观念改变阶段。休闲草应用场景多为居家装修、商业办公、屋顶绿化等景观休闲场景，与消费和地产指标存在一定相关性，目前欧美地产新开工和居民消费均表现较好，有望带动休闲草铺设需求。据华泰宏观组《全球制造业周期加速回暖》（2020/12/13），短期内，实际利率下行继续利好地产周期复苏；欧美国家财政救助/刺激效应还未充分显现，而疫情救助政策仍难言迅速退出，这一系列市场和政策环境的组合，有望对居民消费起到较强支撑。

图表28：美国新屋销售、开工，及抵押贷款新申请同比表现较强



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图表29：美国消费数据韧性较强



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

国内人造草坪市场增长主要来自于运动草，2025年市场空间有望达到25亿元/2021-25年CAGR为14%。与海外相比，国内休闲草应用场景还未广泛打开，我们认为可能与1)居住特点相关，国内庭院式住房占比整体较小；2)对人造草认知不如成熟国家，销售和渠道的缺乏导致市场对消费者的引导较少。休闲草潜在空间较大，但增速或较小。

国内需求主要是运动草市场，且足球场占比更高，但渗透率较低。2019年我国足球场场地数10.5万个，同比+1.8万个，其中11/7/5人制足球场数量同比分别新增0.4/0.5/0.9万个。据体育总局，三种场地平均面积约为7140/1500/750平方米。通过我们调研，新增非标足球场多为人造草，专业标准运动场地多为天然草，人造草国内渗透率依然较低，故我们假设：1)新增足球场中11/7/5人制有30%/80%/80%的人造草坪；以2018年为基数，假设存量中有90%/80%/80%是天然草、2019年渗透率均为10%，考虑到人造草的耐候性/易打理/低成本等优势，在国内加速建设运动场的背景下，人造草优势明显，假设渗透率每年+2pct；2)2019年单价38元/平（参考共创草坪2019年均价）来估算，因运动草品质要求或逐步提高，假设每年涨价0.5%；3)因人造草使用寿命在8-15年，故暂不考虑存量人造运动草的翻新市场；4)按照2016年发改委规划，2030年每万人拥有一个足球场，则对应约14万个足球场，结合2020年12月22日住房和城乡建设部颁布的新规，2025年前新建小区需有1个以上的非标足球场（7/5人制），我们认为有望加速非标足球场的建设，假设2025年即可达到每万人一个足球场的规划、7/5人制非标足球场地数量占比每年+0.5pct，则2020-25年年均新增0.7万个足球场。综上，2020年国内运动草市场约13亿元，2025年或达到25亿元，2021-25年CAGR为14%。

图表30：国内足球场人造草坪市场空间测算

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
场地数量(万个)	8.76	10.53	11.22	11.92	12.61	13.31	14.00	14.69
11人制足球场	2.06	2.48	2.54	2.58	2.60	2.61	2.61	2.59
7人制足球场	3.12	3.60	3.89	4.19	4.50	4.82	5.14	5.46
5人制足球场	3.57	4.44	4.79	5.14	5.51	5.88	6.25	6.64
其他	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
占比								
11人制足球场	23.5%	23.6%	22.6%	21.6%	20.6%	19.6%	18.6%	17.6%
7人制足球场	35.6%	34.2%	34.7%	35.2%	35.7%	36.2%	36.7%	37.2%
5人制足球场	40.8%	42.2%	42.7%	43.2%	43.7%	44.2%	44.7%	45.2%
人造运动草需求(亿平米)		0.200	0.069	0.066	0.064	0.062	0.060	0.059
存量天然草替换需求(亿平米)		0.212	0.280	0.338	0.399	0.461	0.524	0.588
渗透率		10.0%	12.0%	14.0%	16.0%	18.0%	20.0%	22.0%
人造运动草合计需求(亿平米)		0.412	0.349	0.404	0.463	0.523	0.585	0.647
单价(元/平米)		38.00	38.19	38.38	38.57	38.77	38.96	39.15
人造运动草规模(亿元)		15.66	13.33	15.50	17.84	20.27	22.77	25.33
yoy			-14.9%	16.3%	15.1%	13.6%	12.3%	11.2%

资料来源：体育经济司，住建部，发改委，华泰证券研究所

图表31：我国人造草坪行业相关政策文件

时间	政策文件	发布单位	主要内容
2020.12	《关于全面推进城市社区足球场地设施建设的意见》	住建部、体育总局	2025年，地级及以上城市建立健全社区足球场地设施建设工作机制和管理模式，按照完整居住社区建设标准，实现新建居住社区内至少配建一片非标准足球场地设施，既有城市社区因地制宜配建社区足球场地设施。2035年，地级及以上城市社区实现足球场地设施全覆盖，具备条件的城市街道、街区内配建一片标准足球场地设施。
2019.07	《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、体育总局、足球协会	在全国范围内筛选若干县级及以上示范城市，对新建11人制、5人制、7人制(8人制)社会足球场予以补助，每个11人制足球场补助200万元，其他球场补助不超过100万元。
2016.05	《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地达到0.5块以上，有条件的地区达到0.7块以上
2016.04	《中国足球中长期发展规划(2016-2050年)》	国家发改委	2016-20年目标为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，每万人拥有0.5-0.7块足球场地；中期(2021-30年)目标为每万人拥有1块足球场地；长期(2031-50年)目标为全力成为足球一流强国。

资料来源：各政府机构官网，华泰证券研究所

运动草准入壁垒较高，休闲草重在渠道建立

高端运动草的资质认证壁垒高，需要持续不断的市场应用/研发投入/工艺更新才能维持认证。获得国际权威体育组织认证资质是人造草坪企业拓展高端运动草市场的先决条件，但出于保证球场质量的考虑，国际组织对供应商的资质认证流程极其严格。以 FIFA（国际足联）对其供应商的资质认证为例，其将符合标准的足球场认证为 Quality 或 Quality Pro 级别，并根据认证情况授予合格供应商和优选供应商资质。认证有效期方面，Quality Pro/Quality 级别的场地需要每 1/3 年重新认证，此外合格供应商/优选供应商为保持其资质，需每年新增 5/20 片以上 Quality 或 Quality Pro 级别的足球场，且优选供应商每 2 年才开放认证。合格供应商人造草产品仅能用于休闲娱乐、社区、市政、学校等足球场，优选供应商才可用于职业足球的训练及比赛。FIFA 对人造草坪质量要求严格，如耐候性方面，要求经过 5000 小时长波紫外线照射后仍保持颜色、拉伸强度等物理性能不变；耐磨性方面，要求 2 万次钉辊来回碾压后不会分叉和破损等。对应运动草生产要求较高，若要保持认证资质，需要持续不断的研发投入和工艺的改进，应对持续提高的质量认证。

图表32：适用于运动草产品的国际权威体育组织认证

认证机构	行业认证内容	全球优选供应商数量
FIFA（国际足联）	符合 FIFA 标准的场地可认证为 Quality 和 Quality Pro 两种等级，对应合格供应商和 FIFA 优选供应商。	7
FIH（国际曲联）	符合 FIH 标准的场地可认证为 Global、National 和 Multi-Sport 三个类别，并根据认证情况对相应人造草坪供应商认证为 FIH 合格供应商和 FIH 优选供应商。	11
World Rugby（世界橄榄球运动联盟）	符合 World Rugby 标准的场地可以进行认证，并根据认证情况对相应人造草坪供应商认证为 World Rugby 优选供应商。	8

资料来源：公司招股书，华泰证券研究所

优选供应商资质具有稀缺性，下游铺装总包商具备区域优势。优选供应商资质的维持，需要其大额研发投入和高频的市场参与度加以支撑，对行业新进入者或不愿意持续经营的公司构成较高壁垒。从近 5 年 FIFA 的优选供应商名单变动看，头部 5 家运动草供应商资质稳定，后 5 家变动较大，而 5 年内仅有 1 家新进入者。此外，运动草主要采用直销模式，供应商与各国规模较大的区域运动场地铺装商直接对接，根据客户要求提供定制化运动草。本土铺装商凭借地理优势和区域保护形成封闭圈，企业想从供应商转向系统服务商面临很强的资金、渠道、规模壁垒。对于铺装商，行业领先企业一般与其长期合作、联合投标，形成较为稳固的战略合作关系。

图表33：2015-20 年头部 FIFA 优选供应商席位稳定

名称	供应商信息 所在地	当年是否为优选供应商			
		2020年12月	2018年9月	2017年2月	2015年9月
共创草坪	中国	√	√	√	√
FieldTurf Inc.	加拿大	√	√	√	√
Limonta Sport S.P.A	意大利	√	√	√	√
Greenfields B.V.	荷兰	√	√	√	√
Saltex Oy	芬兰	√	√	√	√
SPORTS AND LEISURE GROUP NV	比利时	√	√	×	×
Polytan GmbH	德国	√	×	√	√
Edel Grass B.V.	荷兰	×	√	√	√
ACT Global Sports Ltd	美国	×	×	√	√
Domo Sports Grass	比利时	×	×	√	√

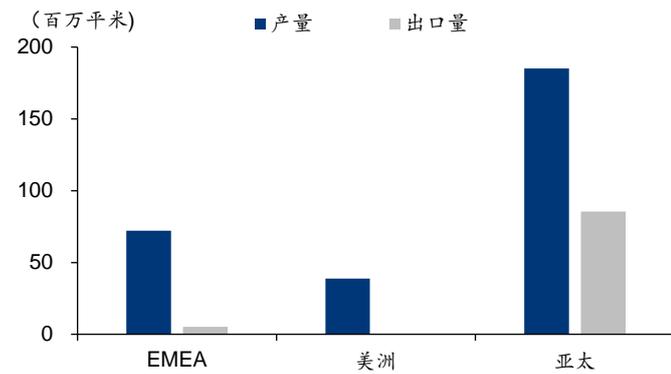
资料来源：FIFA 官网，华泰证券研究所；以上公司除共创草坪外均未上市

休闲草方面，龙头供应商市场声誉较好，具备稳定的供货能力和销售渠道。休闲草客户为批发商、大型连锁家居建材超市两类，前者通过自身渠道将产品销售给下一级批发商、铺装商或最终企业和家庭客户，后者直接销售给终端用户。批发模式下产品规格种类多，且多为持续稳定的订单来源，对供应商的品牌口碑、渠道开拓、产品质量、交付能力等都有较高的要求，一般会重点参考其运动草认证资质情况，多与进入合格供应商名录的企业长期合作。因休闲草下游批发商和建材超市较多，遍布全球，需要销售人员理解各国不同客户的需求特点，故销售团队搭建和销售渠道培育均需较长时间，新进入者一时难突破。生产方面，因休闲草外观要求更高，故在配方/外观设计/工艺细节/质量稳定性等有一定壁垒。

行业集中度高，龙头占据高端市场

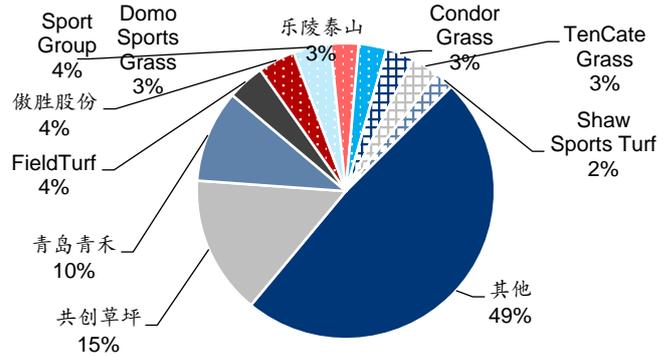
中国是人造草坪全球生产和出口中心，全球人造草坪行业市场集中度较高，共创草坪市占率稳居第一。2019年全球人造草坪产量为2.97亿平米，15-19年产量CAGR为14.8%。根据AMI，2019年亚太地区人造草坪产量1.85亿平米，产量/出口量占全球62%/93%，其中我国占全球出口总量的61%。2019年，全球共有超400家人造草坪企业，产量150万平方及以上的共计43家，占全球产量85%，CR5/10销量占比为37%/51%。前10大人造草坪企业中有4家中国企业，销量占比为32%，其中共创市占率全球第一。

图表34：2019年亚太地区人造草坪产量和出口量较高



资料来源：公司招股书，华泰证券研究所

图表35：全球前10大人造草坪企业市占率（按销量计）



资料来源：公司招股书，华泰证券研究所；除共创草坪外其余企业均为上市

国外企业及国内龙头占据高端市场，其他国内企业集中于中低端休闲草。全球前10的国外企业多为人造草坪系统提供商，能够提供包括草坪、填充物、运动场地设计和铺装在内的一体化服务，他们以及共创草坪在产品资质认证上也普遍好于其他国内企业，主要面向欧洲、美洲等高端人造运动草市场。我国其他企业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，同时不具有工程商的资质，系统服务市场还未发展起来。除共创草坪外，其他企业集中于价格竞争激烈地区和中低端休闲草市场，而运动草产品认证资质大多只有合格供应商，在规模/渠道/品质等方面都远不及龙头企业。此外，由于质量/认证/渠道壁垒的存在，单纯的产能增长并不一定能够抢占市场。而且部分产品质量较低的产能，进入的是竞争更激烈/利润空间更小的低端休闲草领域，因为龙头企业规模扩张以及通过技改/原料自供等方式增厚利润空间，这部分市场已逐步被龙头企业侵蚀。

图表36：位列全球前10或上市的国内人造草坪企业

	共创草坪	联创草坪	傲胜股份	乐陵泰山	青岛青禾
产能 (万平米)	5,040 (规划 8320)	3,000	1200	超过 700	3,000
营收 (亿元)	15.5	1.8	3.1	-	-
内/外销占比	17%/83%	18%/82%	39%/61%	-	-
资质认证	FIFA、World Rugby、FIH 优选供应商	FIFA 合格供应商	FIFA 合格供应商	FIFA 及 FIH 合格供应商	FIFA 合格供应商
客户范围	欧美、亚洲、大洋洲等 120 多个国家和地区	澳大利亚、英国、美国、日本、西班牙、以色列等 90 多个国家和地区	欧美、日本、中东、俄罗斯等上百个国家和地区	100 多个国家地区	欧美、中东、非洲、大洋洲等 100 多个国家和地区

注：营收及内外销占比均为 19 年数据，产能截止至 19 年末，不包含在建；傲胜股份及青岛青禾产能为销量数据；联创草坪产能为官网数据

资料来源：公司招股书，各草坪企业官网及年报，华泰证券研究所

海外人造草坪发展高端化，国内龙头快速追赶

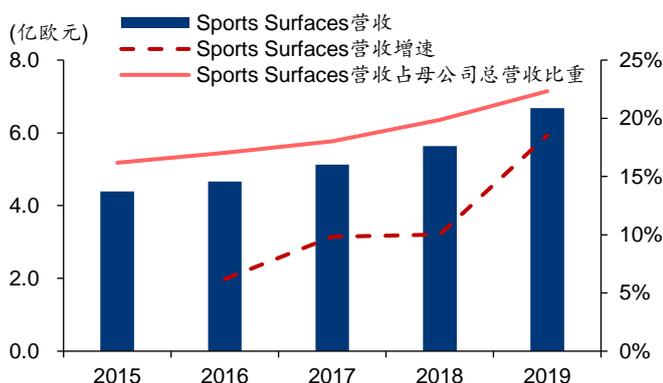
人造草系统供应商：深化全链条服务，横向布局休闲草和渠道

我们选取海外两大运动草供应商 FieldTurf 和 TenCate Grass 进行研究(全球除共创草坪外，另 2 家同时具有 FIFA/ World Rugby/FIH 优选供应商资质的企业)，公司概况如下：
FieldTurf：成立于 1994 年，总部位于加拿大，主要工厂位于美国佐治亚州，产品以运动草为主，目前已在全球铺设逾 2 万片人造草坪场地，是 FIFA、World Rugby 和 FIH 的全球优选供应商。其母公司 Tarkett (TKTT FP Equity) 是地板和运动表面解决方案的全球领导者，2013 年在巴黎泛欧交易所上市。FieldTurf 隶属于 Tarkett 旗下的 Sports Surfaces 板块，该板块除人造草坪产品外，还提供田径跑道、网球场和室内运动表面的安装与建设。

TenCate Grass: 全球领先的人造草坪生产商，在北美、欧洲、中东和亚太地区都设有生产基地，产品覆盖休闲草和运动草，是 FIFA、World Rugby、FIH 的全球优选供应商。其母公司 Tencate Group (NTCN IX Equity) 成立于 1704 年，是一家集化工工艺与纺织技术于一体的大型跨国公司，TenCate Grass 是其五大业务群之一。

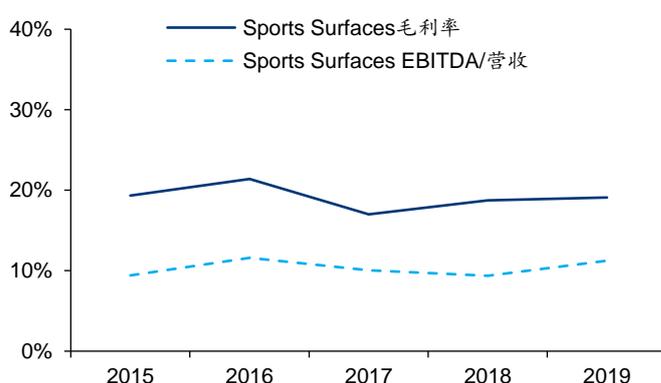
海外人造草坪企业收入保持高增长，但利润率较国内企业低，此外人造草坪系统市场规模远大于人造草坪产品本身。两家企业近 4 年人造草坪相关营收增速保持在 11%/12%，整体业务增速较快，但 EBITDA Margin 仅在 10% 左右，低于国内企业。2019 年 FieldTurf 所在的 Sports Surfaces/TenCate Grass 板块营收分别为 53/30 亿人民币，但在人造草坪的生产规模上远低于国内人造草坪企业。此外，TenCate 人造草坪销量大概为 900 万平米，假设单价为 59 元/平（依据前文中 2019 年全球均价），则其草坪收入仅 5 亿元，剩余 25 亿元均为提供一体化服务收入。由此可见人造草坪系统提供商的市场发展空间广阔。

图表37: Sports Surfaces 近5年营收增速及占母公司营收比重提升



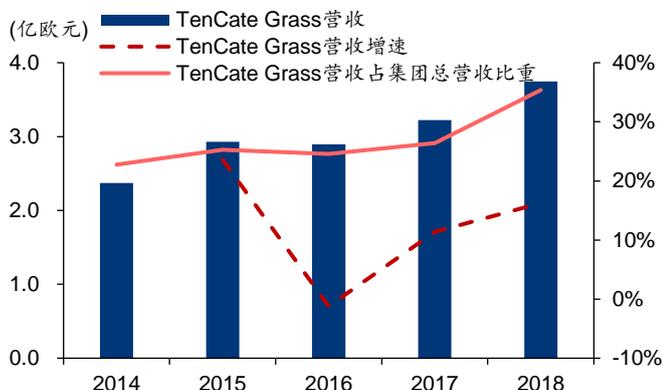
资料来源: Tarkett 年报, 华泰证券研究所

图表38: Sports Surfaces 近5年毛利率及 EBITDA Margin 稳定



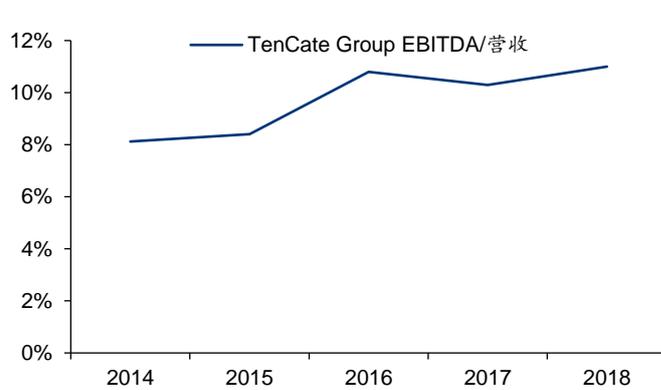
资料来源: Tarkett 年报, 华泰证券研究所

图表39: TenCate Grass 14-18 年营收及占母公司营收比重快速提升



资料来源: TenCate Group 年报, 华泰证券研究所

图表40: TenCate Group 14-18 年 EBITDA Margin 增长较快



资料来源: TenCate Group 年报, 华泰证券研究所

人造草生产竞争力不敌中国供应商，海外企业开始在高附加值和服务领域发力，逐步搭建成熟的服务网络和服务体系。中国人造草供应商成本和规模优势明显，海外企业开始在垂直服务上创造价值，一方面逐步搭建成熟的服务网络和管理体系，另一方面在产品的智能化和便携化等高附加值领域有所创新。

1) FieldTurf 推行“产品+服务”的经营模式，除草坪产品外还具有完备的服务体系，主要包括提高人造草坪清洁标准的 FieldCleanse 卫生计划和负责草坪铺装和后期保养的 FieldCare 维护计划。FieldTurf 注重产品创新，分别于 2015/18 年推出便携式草坪系统 EasyField 和智能运动场 Field Turf Genius，通过传感器自动实现场地的跟踪维护，允许使用者有效计划和监视场地使用情况，最大程度上提升运动场的使用寿命、性能和安全性。拥有 FieldTurf 创新和性能中心 (FIPC)，与美国宾夕法尼亚州立大学合作成立表面研发中心，开展运动表面的建设/监测/维护以及运动员安全防护等领域的开创性研究。

2) 2017年开始在所有子公司推行 Grass.exe 项目以节约采购和库存成本, 还将荷兰、美国和阿联酋三地的研发中心重新进行资源整合; 为进一步应对欧洲日益趋严的环保监管问题, 2019年初 TenCate Grass 参与成立了由人造草供应商和承包商组成的联盟, 同年5月联盟成员共同在荷兰投资成立了第一家有人造草坪循环加工设施的公司, 旨在将报废的人造草坪回收重复使用。

通过收购构建设计/生产/铺装/售后维护一体化系统, 做大休闲草领域突破运动草市场天花板, 共创草坪布局正当时。海外企业或其集团母公司近年来多通过收购活动不断扩大其市场基础与地域范围, 横向实现对休闲草市场的渗透和渠道开拓, 纵向推进涵盖设计、供应、铺装、售后维护等垂直领域的体系建设, 通过全球化的业务布局实现各区域的协同发展, 为人造草坪场地的建设和维护提供综合解决方案, 主动做大市场空间。

- 1) 以运动草业务为主的 FieldTurf 从 2010 年开始通过收购 EasyTurf 布局休闲草业务, 而后陆续收购了 AlternaScapes 和 Grassman, 一方面扩大其休闲草在各地的市场份额, 另一方面提升草坪安装能力来打造草坪系统服务商品品牌。FieldTurf 今年 9 月推出 FieldTurf Landscape, 专注于景观休闲草的批发和分销领域, 根据客户需求提供定制化的人造草坪系统, 库存分散于全美各地以实现快速订单交付。
- 2) TenCate Grass 旗下现有 6 家子公司, 其中 4 家通过收购完成。2017 年 TenCate Grass 陆续收购了 CSC sport、OPSA、SGW, 在行业下游的批发及铺装领域扩大业务布局, 2018 年收了 Challenger Turf, 借助其在美国和大多数国际市场的经销商网络实现休闲草市场的进一步渗透, 目前 TenCate Grass 已基本覆盖了从生产、销售到安装的全业务流程, 子公司间的区域协同作用开始彰显。

类似的, 共创草坪正在通过海内外布局铺装一体化公司, 逐步追赶海外人造草系统服务商的扩张模式, 而其他的国内人造草公司仍然大部分停留在单一的生产销售中。

图表 41: FieldTurf 历史收购及重要发展事件

2010/05	2017/02	2018/01
<ul style="list-style-type: none"> 收购北美人造草坪供应商 EasyTurf 使 FieldTurf 迅速成为北美地区休闲草领域的主要参与者 	<ul style="list-style-type: none"> 收购休闲草经销及安装商 AlternaScapes 扩大 EasyTurf 在佛罗里达的市场份额并提升其草坪安装能力 	<ul style="list-style-type: none"> 收购澳大利亚人造草坪供应商 Grassman 扩大 FieldTurf 在澳洲市场 (特别是曲棍球、网球、休闲草领域) 的影响力, 也扩充了足球和橄榄球的应用场景
2015/01	2018/10	2020/09
<ul style="list-style-type: none"> 推出便携式草皮系统 EasyField 使得室内设施能快速从现有地板转换成高性能运动场 	<ul style="list-style-type: none"> 推出智能运动场 FieldTurf Genius 允许使用者跟踪维护和监视场地使用情况, 提升运动场的使用寿命、性能和安全性 	<ul style="list-style-type: none"> 推出 FieldTurf Landscape 专注于批发和分销等未开发领域的爆发性增长

资料来源: FieldTurf 官网, Tarkett 官网, 华泰证券研究所

图表 42: TenCate Grass 通过内生和收购构建人造草系统服务商



资料来源: TenCate Grass 官网, 华泰证券研究所

休闲草批发商: 稳定的货源和采购节奏, 市场正高速拓展

我们选取了三家在美国具有代表性的人造草批发商进行研究, 公司概况如下:

Artificial Grass Contractors: 美国境内主要人造草坪批发、铺装企业之一, 服务于南加州和内华达州地区, 产品涵盖运动草和休闲草, 终端应用场景包括休闲景观、高尔夫球场果岭和运动场等。公司境外采购人造草产品全部由共创供应, 且多数来自其越南产能, 并由全资贸易子公司香港境杰负责对美销售。

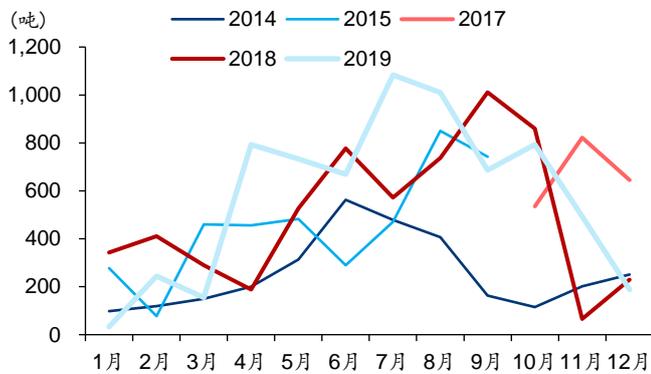
Syn-Turf: 美国境内大型休闲草批发商之一, 全美共建有 21 个仓库和配送中心, 基本实现全国覆盖, 终端应用场景包括休闲景观、宠物草坪和运动场等。公司境外产品采购常年全部由中国生产商供应, 主要是共创草坪与青岛青禾。

Polyloom: Tencate Grass 孙公司, 美国境内最大的休闲草批发商之一, 于 2018 年全资收购共创原来的大客户 SGW 公司, 收购后 SGW 公司的采购由 Polyloom 下订单执行。

目前 SGW 公司是知名人造草生产商 Tiger Turf 和 Everlast Turf 的独家分销商，全美设立有 7 个分销中心，重点经营区域为加利福尼亚州、佐治亚州、德克萨斯州和亚利桑那州。Tencate Grass 境外采购产品多数由 Tencate 集团内部其他公司供应，集团内部进行统筹安排生产和销售，且产能主要来自西欧地区。

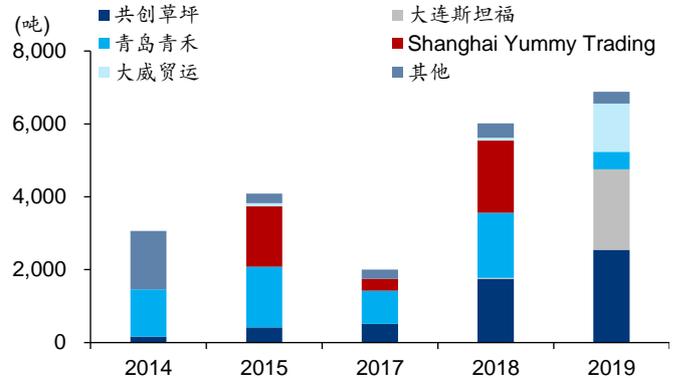
批发商对供应商有较强稳定性，大型供货空间大/小型独供机会大，国内龙头共创草坪供货份额持续提升且供货空间较大。通过观察 Syn-Turf 境外历史采购数据，其采购量整体呈现增长趋势。从供应结构变化看，我们发现：1) 批发商对于优质龙头企业的货源有较强粘性，提供持续的订单；2) 对于新供应商而言，订单量波动性较大，高订单量具有一定偶然性，对其产品采购并未形成强粘性；另外，如大连斯坦福，为 Syn-turf 在国内建设的人造草企业，已逐步挤占青禾的市场份额，但未影响共创的份额；3) 龙头如共创草坪，供应份额稳步提升，按照面积口径算已超过 60%，随着产能瓶颈的打开，共创草坪有望进一步侵蚀其他供应商的休闲草份额；对于小型批发商，类似于 Artificial Grass Contractors 共创独供的情况可显著减少采购成本和精力，小型批发商更倾向于独供。

图表43: Syn-Turf 境外采购人造草产品呈现季节性特点



资料来源：海关数据，华泰证券研究所

图表44: 共创草坪在 Syn-Turf 供应商中份额稳步提升



资料来源：海关数据，华泰证券研究所

批发商积极扶持经销商、放开贴牌销售，快速开拓终端市场抢占份额。批发商面向下游的铺装商和经销商进行销售，目前主要采取“核心地区设立仓库+授权经销商全国销售”的中央厨房模式快速开拓市场。批发商积极扶持激励下游经销商与铺装商，帮助其迅速建立市场，快速抢占终端份额。扶持政策包括：1) 销售方面，除自身品牌较好的批发商（如 Polyloom），允许经销商/铺装商自建品牌，再贴牌销售人造草产品，并免费为经销商提供从展厅设计到网站设计的一站式赋能服务，加深其在终端用户市场的强辨识度，夯实销售渠道；Syn-Turf 推出更有深度的合作伙伴计划，鼓励更多的经销商/铺装商与公司建立合作关系；2) 资金方面，公司可为铺装商和经销商提供信贷支持和账期，甚至如 Artificial Grass Contractors 对经销商不收取代理费、不对其销售额进行抽成；3) 产品服务方面，公司为铺装商、经销商指派专属客户经理，一对一响应下游客户需求，且由公司负责提供产品售后 15 年以上的质保服务，减轻下游客户经营负担；4) 物流配送方面，能够及时响应下游客户订单需求，保证当天发货；5) 库存管理方面，通过各基地外送，实现经销商 0 库存，如 Syn-Turf 在美国多地建立有 21 个仓库，货量充足，经销商无需备库。

图表45: 公司在美主要批发商客户情况

公司名称	行业地位	品牌	仓库数量	业务覆盖区域	供应商来源	销售收入
Polyloom	美国最大的休闲草批发商之一	SGW	7	全国覆盖，重点覆盖加利福尼亚州/佐治亚州/德克萨斯州/亚利桑那州	Tiger turf、Everlast Turf (SGW 独家分销)；共创	5500
Syn-Turf	美国最大的休闲草批发商之一	Global Syn-Turf	21	重点覆盖加利福尼亚州/佛罗里达州/德克萨斯州/亚利桑那州/内华达州	境外采购产品全部由中国生产商供应	3500
Artificial Grass Contractors	美国主要人造草坪批发/铺装企业之一	AGL	2	仅覆盖南加州/内华达州	境外采购全部由共创供应	1500

资料来源：公司招股书，批发商官网，华泰证券研究所；三家公司均未上市；单位：个、万美元（2019年）

公司看点：不断壮大的规模和市场，不断巩固的护城河

看点一：逐步打破产能瓶颈，步入高速增长期

2020年底产能较2019年底新增64%，越南建厂具有成本优势且可以规避贸易摩擦影响。公司2019年底产能5040万平，2020年越南1期已建成，实际产能达到6120万平。据公司2020年三季报，公司人造草坪规划产能8280万平，越南1期2160万平19Q1投产，20Q3满产，2期2160万平预计21Q1投产，照此节奏，2期或于22Q3满产至8280万平，则20-22年年底产能分别为6120/7200/8280万平，同比分别+21%/+18%/+15%。公司新增产能多为休闲草，且越南建厂具备较强的成本优势，高品质叠加低成本，公司产能瓶颈打破后有望逐步抢占国内企业的休闲草供应份额。公司在越南建厂有2大优势：1) 人工等成本相对国内低，随着越南2期逐步建成投产，规模效应有望显现；2) 越南不受中美贸易摩擦影响，关税仍为6%，而国内出口美国目前是31%。据招股书，公司越南4320万平生产基地总投资6.66亿元，按照2019年草坪单位售价38元/平、净利率18%测算，完全投产后每年大概可实现收入/净利润分别为16.4/3.0亿元，静态投资回报率44.4%。

图表46：共创草坪人造草坪业务布局情况（截至3Q20）

公司	持股比例	设计产能	实际产能	设立时间	项目进展
施河工厂（淮安分公司）	100%	3960	3960	2002.10	已投产
工业园工厂（淮安分公司）	100%			2010.10	已投产
越南工厂（越南共创）	100%	4320	2160	2018.4	一期2160已投产，二期2160预计21Q1投产
总计		8280	6120		

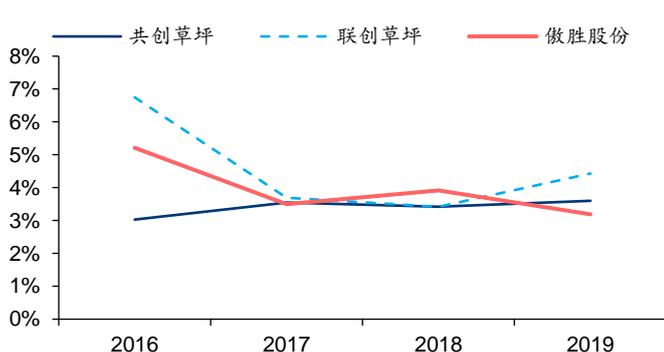
资料来源：公司招股书，2020年三季报，公司官网，华泰证券研究所；单位：万平方米

看点二：竞争对手难以超越的品牌/认证/技术/渠道壁垒

拥有全球少有的优质供应商资质，行业知名度较高。公司2013年开始便是FIFA优选供应商，2017年开始是World Rugby（世界橄榄球运动联盟）、FIH（国际曲联）优选供应商，全球仅3家同时拥有三项资质。此外，公司产品通过荷兰ISA实验室、法国Labosport实验室权威检测，部分性能指标已远高于行业最权威的FIFA Quality Pro标准。公司产品已铺设超过2亿平，FIFA认证草坪铺设超过200块，在行业中已树立较强的品牌和地位。

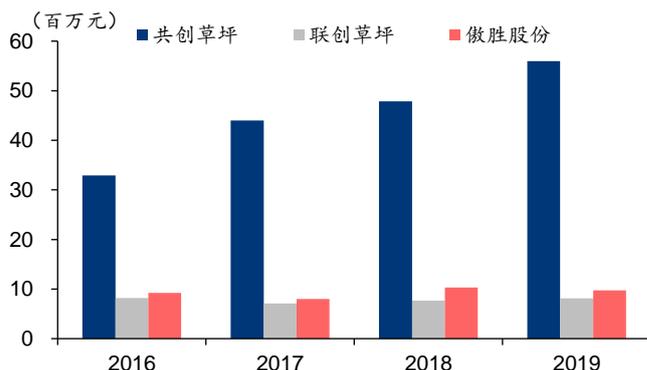
研发投入体量大、团队实力强，股权激励进一步绑定核心技术和销售人员。公司研发实力是保持认证资质/品牌力/低成本的核心，主要体现在：1) 公司研发投入规模远超同行，产品种类丰富且迭代迅速，具有强大的交付实力。据招股书，公司休闲草和运动草的细分品种数量分别约有2000/800种，各国家大类有40-50种，每年大类产品翻新率10-20%；2) 研发人员实力强劲，核心技术人员副总经理赵春贵先生是中科院高分子材料学博士，先后在日本东丽（3402 JT Equity）、启蓝新材料（未上市）担任核心研发高管，研究内容主要是高分子材料共混改性和低成本高性能化，且持有淮安创享8.02%股权，与公司绑定较深；3) 自主研发能力强，能够实现成本的降低，如通过自主改进设备实现工艺成本降低，以及自制PU胶降低高端运动草的成本，国内很多厂商均不具备PU工艺。

图表47：2016-19年公司研发费用率保持稳定



资料来源：Wind，各公司年报，华泰证券研究所

图表48：2016-19年公司研发费用体量大高于可比公司



资料来源：Wind，各公司年报，华泰证券研究所

2020年12月29日公司公布股权激励草案,拟对85名中高层管理人员/核心业务及技术骨干授予263.5万股公司限制性股票,占总股本0.66%,授予价格每股15.11元,为公告前一交易日股价的50%。解锁条件为,以2020年为基数,21/22/23年收入增速不低于20%/44%/73%且归母净利润增速不低于10%/25%/52%,或收入增速不低于15%/33%/52%且归母净利润增速不低于20%/44%/73%。我们认为业绩指引表明,公司有望在保持利润的同时,进一步提升市场份额;除员工持股平台外,通过股权激励进一步激发核心销售和研发人员积极性,有利于助力公司发展,也符合公司员工可共享企业成长收获的一贯作风。

建立了稳定和庞大的海外销售网络,下游客户粘性强。公司目前设立有多个贸易子公司,通过协调划分各个贸易子公司的业务定位和服务区域范围,搭建起有效对接境内外产能与境内外需求的国际化销售体系。公司积极开拓境外市场,2017-19年新增的批发商数量为154/150/168个,各期新增批发商草坪收入占各期草坪批发营业收入的比例为9.15%、8.83%和8.20%。此外,公司海外渠道经过多年建设已有沉淀,与批发商、大型家居建材超市等都有多年合作,建材超市安达屋(未上市)合作超12年,Syn-Turf和Polyloom等大型批发商合作均超10年,此外公司销售人员与同行相比,可以从草坪选择上直接影响客户的购买,属于顾问式销售,受到客户的信赖,我们认为短时间内竞争对手无法布局如此庞大和稳定的渠道。整体来看,一般渠道商或批发商在产业链议价能力较高,但公司与其合作时间长/供货能力强/产品质量高、种类多,是少有的能够影响批发商决策的企业。

图表49: 公司通过协调划分贸易子公司业务范围,搭建国际化销售体系

全资贸易子公司	成立时间	业务定位	主要市场	总资产 (万元人民币)	所有者权益 (万元人民币)	净利润 (万元人民币)
江苏联创国际贸易有限公司	2008/5/7	境内的外销业务主要平台	-	17,030.96	6,254.09	995.13
艾立特国际贸易江苏有限公司	2009/7/6	境内的外销业务次要平台	欧洲	2,162.27	801.85	166.67
江苏境杰国际贸易有限公司	2017/11/22	境内的外销业务次要平台	美国	1,156.64	1,138.48	50.14
香港共创人造草坪有限公司	2013/9/5	境外的外销业务主要平台	-	24,625.49	7,823.24	4,117.67
香港境杰国际贸易有限公司	2019/2/18	境外的外销业务次要平台	美国	4,433.41	1,867.47	1,841.06
安道运动休闲有限公司	2017/12/5	重点拓展欧洲高端运动草市场	欧洲	33.92	14.77	-99.83

资料来源:公司招股书,华泰证券研究所

看点三:积极开拓延伸,构建人造草坪系统化服务商

海外产业链研究启示:运动草系统服务商有望打开单一人造草天花板,深挖休闲草批发商和建材超市龙头、快速绑定高速发展的新兴地区性批发商。从上文海外运动草和休闲草批发商的研究中,我们总结出:1)运动草系统服务商具备较强竞争力,且供应+铺装服务市场空间更大,同时加强售后服务和产品多样性有望提高客户粘性;2)休闲草批发商正通过大力扶持经销商,快速扩张市场,人造草坪供应商应当抓住批发商跑马圈地的重要时间窗口,通过深挖全国性批发商、独供小型区域性批发商,充分享受休闲草快速发展的红利。

抓住行业发展趋势,公司纵横布局正当时。运动草方面,公司铺装业务提速:1)国内成立淮安分公司,主打国内铺装一体化市场;2)在欧洲成立分公司,意在打破国外人造草系统服务的壁垒,进军更高端的运动草市场。休闲草方面,加速拓展,收入比例不断提升,在海外龙头批发商中供应份额不断提升,随着产能瓶颈的突破,对于龙头批发商或建材超市的供应有望进一步增强;新兴小型区域性批发商(如Artificial Grass Contractors)中公司已实现独供,在公司品牌背书和强大销售能力支持下,小型批发客户数量有望不断增多。

通过和工程商合作打开国内运动草铺装和售后服务市场。公司在国内向下游拓展,成立淮安分公司,专业提供运动草坪的销售和铺装总包服务,未来有望推出包含施工和铺装的系统化解决方案,在产品的组织和搭配上形成权威,给甲方工程商提供更全面的系统化产品,增强甲方的中标能力。根据海外经验,海外业主在初期只认工程商,后慢慢发展成为只认生产商,生产商中标后把铺装交给工程商做,因此生产厂商的系统化产品优势和工程商的本地优势相结合,能够实现市场的快速扩张。根据我们调研,目前国内工程商具有业务体量小/分散等特点,年铺装小于10片球场的工程商占多数,国外大型铺装商年铺装量能够达到50片,我们认为目前国内运动草市场还在快速发展初期,生产商与工程商合作的模式更合理。此外,公司在后期服务领域也有准备,如在使用年限内做保养/维护/回收等服务。

盈利预测

产销: 根据上文看点一, 我们预计 20-22 年年底公司人造草坪产能分别为 6120/7200/8280 万平。考虑产能爬坡影响, 预计产能利用率分别为 80%/83%/90%。我们假设产销率均为 100%, 则人造草坪 20-22 年销量有望分别达到 4896/5976/7452 万平 (17-19 年为 3240/3767/4069 万平)。我们认为休闲草行业未来销售增速相对运动草更高, 公司休闲草收入占比有望增多, 假设 20-22 年休闲草收入占比为 68%/69%/70% (17-19 年为 61%/65%/67%)。公司其他产品包括草丝/填充物/铺装业务, 我们预计草丝和填充物等辅料附加值较低, 假设 20-22 年增速均为 1%; 铺装业务是公司未来另一增长点, 公司目前在海内外均有布局, 我们假设 20-22 年同比增速为 50%/40%/30% (18-19 年为 -74%/1256%)。

价格: 运动草方面, 20-22 年价格同比有望上行且高于休闲草, 因 1) 对下游有议价能力, 可将汇率变动带来的价格变动转移到下游; 2) 未来定位更高端的运动草, 单价有望上升; 3) 单位克重较休闲草更高, 涨幅高于休闲草。休闲草方面, 20-22 年价格同比有望趋稳且涨幅收窄, 因公司未来有望着力发展休闲草市场, 或增加建材超市和大型批发商的销售比例, 该部分单价较一般休闲草价格低, 相当于以价换量的逻辑; 但考虑到公司品质和品牌相对其他企业更好, 公司休闲草价格并不会下降。20H2 开始人民币升值幅度较大, 谨慎考虑我们认为公司单价涨幅或并不高。我们预计 20-22 年公司运动草单价同比增幅每年均为 0.5%, 休闲草单价增幅分别为 0.3%/0.2%/0.1%。

成本: 公司原材料以 PE、PP 等塑料粒子、底布、原胶为主, 其中塑料粒子占比较大 (2019 年占比 43%)。据 Wind, 2020 年前 11 月 PE/PP 均价同比分别+2%/-9%, 且疫情影响逐步减弱后, 原油价格有望回升, 21 年原材料价格或同比上涨, 22 年涨幅或收窄; 考虑到休闲草单位克重小于运动草, 原料价格波动带来的成本变动小于运动草, 故我们预计 20-22 年运动草单位直接材料成本分别-5%/+5%/+2%, 休闲草分别-3%/+3%/+1%。越南基地建成投产后公司直接人工和制造费用有望下行, 假设 20-22 年均同比-2%/-2%/持平。20-22 年运动草单位成本同比分别-4.1%/+2.8%/+1.4%, 休闲草同比分别-2.7%/+1.3%/+0.7%。

毛利率: 综上我们预计 20-22 年公司运动草毛利率分别为 43.6%/42.3%/41.8%, 休闲草分别为 39.3%/38.6%/38.2%; 考虑到铺装业务处于高速增长时期, 其他产品毛利率有望提升, 预计为 15%/16%/17%。综上, 20-22 年公司综合毛利率分别为 39.3%/38.5%/38.2%。

费用率

销售费用: 因公司 2019 年改进了人造草坪打卷方式提高了运输效率并将港口改到离厂区更近的地方, 我们预计 20-22 年单位运输及港杂费维持 2019 年 0.98 元/平方米的水平。因公司不断开拓外市场, 职工薪酬/差旅费或上行, 2020-22 年同比增速预计均为 15%; 未来业务宣传费中增量或主要来自展会, 公司有望通过增加参展数量及频次来开拓市场和提高品牌知名度, 故我们预计 2020-22 年同比增速均为 5%。

管理费用: 随着公司越南厂区规模扩张和海外市场拓展, 职工薪酬和折旧与摊销有望上升, 我们预计 2020-22 年同比增速均为 15%; 此外, 据公司股权激励草案, 公司股权激励费用 21-22 年分别为 1999/1153 万元, 一并考虑入管理费用。

研发费用: 随休闲草应用场景增多和运动草高端产品需求提升, 公司研发投入或增长, 预计员工薪酬/材料领用项目在 2020-22 年均保持 15%的同比增速, 其余项目保持 5%同比增速。

图表50: 共创草坪主要指标拆分及关键假设

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
产销 (万平方米)						
产能	3,450	3,810	5,040	6,120	7,200	8,280
产量	3,444	3,796	4,097	4,896	5,976	7,452
销量	3,240	3,767	4,069	4,896	5,976	7,452
运动草	1,268	1,318	1,360	1,567	1,853	2,236
占比	39.1%	35.0%	33.4%	32.0%	31.0%	30.0%
休闲草	1,972	2,449	2,708	3,329	4,123	5,216
占比	60.9%	65.0%	66.6%	68.0%	69.0%	70.0%
产能利用率	99.8%	99.6%	81.3%	80.0%	83.0%	90.0%
产销率	94.1%	99.2%	99.3%	100.0%	100.0%	100.0%
营业收入 (百万元)	1,239	1,398	1,554	1,876	2,294	2,857
同比		12.8%	11.2%	20.7%	22.3%	24.5%
运动草	471	497	515	596	708	859
同比		5.4%	3.7%	15.7%	18.8%	21.3%
休闲草	737	859	955	1,177	1,461	1,850
同比		16.7%	11.1%	23.3%	24.1%	26.6%
其他产品	27	36	78	97	119	142
同比		31.2%	119.3%	23.7%	22.9%	19.6%
其中: 铺装业务	10	3	36	54	76	99
其他业务	4.6	6.0	5.6	5.6	5.7	5.7
单位售价 (元/平米)						
运动草	37.13	37.68	37.86	38.05	38.24	38.43
同比		1.47%	0.48%	0.50%	0.50%	0.50%
休闲草	37.36	35.09	35.25	35.36	35.43	35.47
同比		-6.06%	0.45%	0.30%	0.20%	0.10%
单位成本 (元/平米)						
运动草	23.94	24.14	22.36	21.45	22.05	22.35
同比		0.83%	-7.36%	-4.07%	2.77%	1.39%
同比, 直接材料		0.4%	-11.8%	-5.0%	5.0%	2.0%
同比, 直接人工		7.2%	2.4%	-2.0%	-2.0%	0.0%
同比, 制造费用		-0.4%	5.0%	-2.0%	-2.0%	0.0%
休闲草	23.81	23.45	22.07	21.47	21.76	21.91
同比		-1.52%	-5.89%	-2.71%	1.33%	0.68%
同比, 直接材料		-2.6%	-9.3%	-3.0%	3.0%	1.0%
同比, 直接人工		6.8%	-0.8%	-2.0%	-2.0%	0.0%
同比, 制造费用		-1.6%	3.1%	-2.0%	-2.0%	0.0%
毛利率	35.6%	33.7%	37.2%	39.3%	38.5%	38.2%
运动草	35.5%	35.9%	40.9%	43.6%	42.3%	41.8%
休闲草	36.3%	33.2%	37.4%	39.3%	38.6%	38.2%
其他产品	20.9%	20.0%	12.2%	15.0%	16.0%	17.0%
其他业务	24.5%	15.5%	3.2%	5.0%	5.0%	5.0%
期间费用						
销售费用	102.55	111.07	123.37	135.65	155.78	179.72
同比		8.31%	11.07%	9.96%	14.84%	15.37%
运输及港杂费	34.01	38.52	39.74	47.83	58.38	72.79
单位运输及港杂费	1.05	1.02	0.98	0.98	0.98	0.98
管理费用	51.45	96.04	69.66	76.67	105.92	106.62
同比		86.67%	-27.47%	10.05%	38.16%	0.66%
职工薪酬	24.82	26.50	35.49	40.81	46.93	53.98
折旧与摊销	8.52	8.70	13.14	15.11	17.37	19.98
研发费用	43.97	47.83	55.94	64.28	73.87	84.90
同比		8.78%	16.96%	14.91%	14.92%	14.93%
销售费用率	8.3%	7.9%	7.9%	7.2%	6.8%	6.3%
管理费用率	4.2%	6.9%	4.5%	4.1%	4.6%	3.7%
研发费用率	3.5%	3.4%	3.6%	3.4%	3.2%	3.0%
归母净利润	240.0	228.3	284.6	407.9	499.0	644.3
归母净利润同比	5.1%	-4.9%	24.7%	43.3%	22.3%	29.1%

资料来源: Wind, 公司招股书, 华泰证券研究所

我们预计公司 2020-22 年归母净利润为 4.08/4.99/6.44 亿元，对应 EPS 为 1.02/1.25/1.61 元，对应 PE 估值 26.3x/21.5x/16.7x。我们采用相对与绝对估值法对公司进行估值：1、相对估值法：因 A 股暂无上市可比公司，海外暂无仅做人造草业务的上市公司，故我们选取海外业务收入占比超过 70%/行业地位较高的捷昌驱动/北鼎股份、外销占比较高的软体家居龙头顾家家居、高分子助剂细分龙头利安隆作为可比公司，可比公司 2021E (Wind 一致预期) PE 均值为 31 倍，给予公司 2021 年 PE 31 倍，目标价 38.67 元；2、DCF 估值法：详细参数假设如下表：1) 参考申万建材行业近 3 年 β 值 (0.97)，取 β 值为 0.90 (以沪深 300 为基准)；2) 无风险收益率参考 10 年期国债收益率 (今年以来均值 2.9%)；3) 考虑天然草对人造草的替代空间较大，且公司为全球人造草龙头，长期看可以维持一定增长，假设永续增长率为 1.5%，6 年过渡期增长率 15%，目标价 40.88 元。综上取目标价均值 39.77 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 51：绝对估值测算表

估值假设	数值	项目	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E-2029E	2030E-
过渡期年数	6.00	NOPLAT	404.38	486.46	626.80	645.65	过渡期增长率	永续增
过渡期增长率	15.00%	加：折旧摊销	68.13	82.17	98.58	112.48	15%	长率
永续增长率 g	1.50%	减：经营性营运资本的增加	59.86	65.34	86.74	3.28		1.5%
贝塔值 (β)	0.90	减：资本支出	226.31	223.83	236.69	155.07		
无风险利率 Rf (%)	2.90%	公司自由现金流 FCFE	186.34	279.45	401.96	599.77		
市场的预期收益率 Rm (%)	9.00%	过渡期自由现金流	689.74	793.20	912.18	1049.01		
有效税率 Tx (%)	15.00%	FCFF 预测期现值		1265.39				
应付债券利率	0.00	FCFF 过渡期现值		3575.08				
资本成本		FCFF 永续价值现值		10786.02				
债务资本成本 Kd	3.50%	企业价值		15626.48				
债务资本比重 Wd	7.57%	加：非核心资产		888.38				
股权资本成本 Ke	8.39%	减：付息债务		159.35				
加权平均资本成本 WACC	8.02%	减：少数股东权益		0.00				
		股权价值		16355.51				
		总股本		400.09				
		每股价值(元)		40.88				

资料来源：Wind，华泰证券研究所；单位：百万元；数据截至 2021 年 1 月 7 日

图表 52：可比公司估值表

公司名称	股票代码	最新股价 (元)	最新市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			归母净利润 CAGR(2020E-22E)	PEG (2021E)		
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E				
捷昌驱动	603583 CH	81.55	222.49	1.04	1.68	2.08	2.66	78.45	48.43	39.24	30.62	36.8%	1.07	
北鼎股份	300824 CH	24.44	53.13	0.30	0.47	0.61	0.76	80.78	51.76	40.15	32.08	36.0%	1.11	
顾家家居	603816 CH	73.19	462.86	1.84	2.10	2.53	3.01	39.86	34.87	28.91	24.29	18.0%	1.61	
利安隆	300596 CH	35.01	71.77	1.28	1.51	1.99	2.53	27.36	23.15	17.59	13.85	25.5%	0.69	
均值									39.55	31.47	25.21		29.1%	1.12
共创草坪	605099 CH	26.85	107.42	0.71	1.02	1.25	1.61	37.75	26.33	21.53	16.67	31.3%	0.69	

资料来源：Wind，华泰证券研究所；数据截至 2021 年 1 月 7 日，除共创草坪盈利预测来自华泰证券，其余公司盈利预测来自 Wind 一致预期

风险提示

原材料价格出现大幅上升及人民币汇率大幅升值。公司原材料占比较高，且与油价相关度较高，若原材料供需矛盾加剧或油价大幅上涨，公司成本或出现上行；公司以出口为主，若人民币汇率升值，公司产品价格或受损。以上均会导致公司利润空间受到压缩。

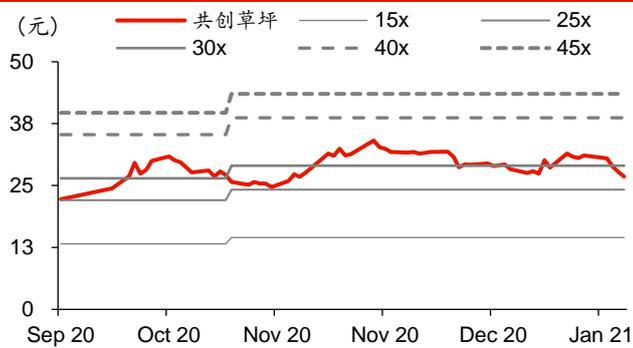
贸易摩擦加剧导致公司产品出口受阻。欧美为公司出口的主要区域，若中美贸易摩擦加剧，或提高公司产品的征税比例。此外，若主要出口国家对越南加征关税或实施反倾销惩罚，公司经营或出现恶化。

海外疫情恶化导致下游需求大幅下滑。若海外新冠疫情持续恶化，或导致公司人造草坪销售受阻，公司或面临收入和利润大幅下行的可能。

优选供应商资质认证不可持续。若公司无法维持相关认证，或降低公司品牌力和订单量。

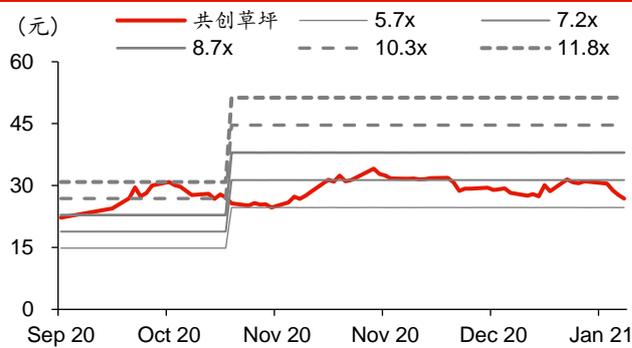
PE/PB - Bands

图表53: 共创草坪历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表54: 共创草坪历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	530.46	562.77	1,439	1,773	2,240
现金	72.97	43.34	852.49	1,084	1,429
应收账款	222.66	219.14	266.00	306.21	364.69
其他应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	4.49	19.24	17.29	21.94	25.40
存货	202.03	255.45	277.23	334.56	394.82
其他流动资产	28.32	25.61	26.42	26.27	26.49
非流动资产	540.46	728.41	886.59	1,028	1,166
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	329.95	556.59	612.79	679.44	751.34
无形资产	102.80	111.13	135.23	148.12	165.13
其他非流动资产	107.71	60.69	138.57	200.69	249.89
资产总计	1,071	1,291	2,326	2,801	3,407
流动负债	329.65	313.47	321.37	358.47	394.77
短期借款	180.00	120.60	120.60	120.60	120.60
应付账款	50.75	76.18	78.98	96.72	113.65
其他流动负债	98.90	116.69	121.79	141.14	160.51
非流动负债	59.09	59.73	59.73	59.73	59.73
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	59.09	59.73	59.73	59.73	59.73
负债合计	388.74	373.19	381.10	418.19	454.49
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	360.00	360.00	400.09	400.09	400.09
资本公积	63.57	63.57	642.47	642.47	642.47
留存公积	257.88	488.48	835.23	1,259	1,807
归属母公司股东权益	682.18	917.99	1,945	2,383	2,952
负债和股东权益	1,071	1,291	2,326	2,801	3,407

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	234.50	340.84	408.47	497.36	628.03
净利润	228.31	284.60	407.94	499.02	644.34
折旧摊销	41.92	59.23	68.13	82.17	98.58
财务费用	(3.71)	(2.16)	(10.59)	(18.82)	(31.74)
投资损失	7.84	5.24	2.60	3.68	4.84
营运资金变动	(95.47)	(17.49)	(59.86)	(65.34)	(86.74)
其他经营现金	55.61	11.42	0.26	(3.35)	(1.25)
投资活动现金	(204.58)	(258.65)	(228.91)	(223.77)	(239.66)
资本支出	191.55	260.81	226.31	223.83	236.69
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(13.03)	2.16	(2.60)	0.06	(2.97)
筹资活动现金	(16.54)	(127.21)	629.58	(42.37)	(43.11)
短期借款	75.00	(59.40)	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	260.00	0.00	40.09	0.00	0.00
资本公积增加	62.01	0.00	578.90	0.00	0.00
其他筹资现金	(413.56)	(67.81)	10.59	(42.37)	(43.11)
现金净增加额	24.65	(25.89)	809.15	231.22	345.26

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,398	1,554	1,876	2,294	2,857
营业成本	926.08	975.95	1,139	1,411	1,766
营业税金及附加	11.83	13.74	17.84	21.37	25.81
营业费用	111.07	123.37	135.65	155.78	179.72
管理费用	96.04	69.66	76.67	105.92	106.62
财务费用	(3.71)	(2.16)	(10.59)	(18.82)	(31.74)
资产减值损失	(9.02)	(5.86)	(6.24)	(7.40)	(11.99)
公允价值变动收益	(7.49)	7.49	0.00	3.75	1.87
投资净收益	(7.84)	(5.24)	(2.60)	(3.68)	(4.84)
营业利润	197.98	330.84	454.79	548.03	721.62
营业外收入	64.97	0.39	20.00	30.00	25.00
营业外支出	0.34	0.23	1.22	0.47	0.56
利润总额	262.61	331.01	473.57	577.56	746.06
所得税	34.30	46.40	65.63	78.54	101.72
净利润	228.31	284.60	407.94	499.02	644.34
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	228.31	284.60	407.94	499.02	644.34
EBITDA	310.27	394.20	537.56	645.19	824.34
EPS (元, 基本)	0.57	0.71	1.02	1.25	1.61

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	12.77	11.15	20.74	22.30	24.55
营业利润	(12.45)	67.11	37.46	20.50	31.68
归属母公司净利润	(4.87)	24.66	43.34	22.33	29.12
获利能力 (%)					
毛利率	33.74	37.18	39.30	38.50	38.19
净利率	16.33	18.32	21.75	21.75	22.55
ROE	33.47	31.00	20.97	20.94	21.83
ROIC	28.09	28.86	33.26	34.20	38.06
偿债能力					
资产负债率 (%)	36.30	28.90	16.38	14.93	13.34
净负债比率 (%)	22.70	12.64	(35.64)	(38.79)	(43.01)
流动比率	1.61	1.80	4.48	4.95	5.68
速动比率	0.90	0.84	3.48	3.88	4.55
营运能力					
总资产周转率	1.47	1.32	1.04	0.89	0.92
应收账款周转率	7.25	7.03	7.73	8.02	8.52
应付账款周转率	17.71	15.38	14.68	16.06	16.79
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.71	1.02	1.25	1.61
每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.85	1.02	1.24	1.57
每股净资产(最新摊薄)	1.71	2.29	4.86	5.96	7.38
估值比率					
PE (倍)	47.05	37.75	26.33	21.53	16.67
PB (倍)	15.75	11.70	5.52	4.51	3.64
EV_EBITDA (倍)	35.12	27.55	18.69	15.22	11.49

免责声明

分析师声明

本人，张艺露、方晏荷、武慧东，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师张艺露、方晏荷、武慧东本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com