



## 【太平洋化工深度报告】

首次覆盖/买入  
现价41.53元/目标价60.60元

# 润阳科技：IXPE细分行业小而美，公司高成长

证券分析师：柳强

电话：010-88321949

E-MAIL: [liuqiang@tpyzq.com](mailto:liuqiang@tpyzq.com)

执业资格证书编码：S1190518060003

研究助理：贺顺利

电话：15117964218

E-MAIL: [hesl@tpyzq.com](mailto:hesl@tpyzq.com)

太平洋证券研究院

2021年1月26日

## 一、IXPE泡沫塑料生产领先企业，成长快速

公司专注于电子辐照交联聚乙烯(IXPE)产品的研发、生产和销售，凭借其较强的研发实力和优秀的产品质量，成为了行业内领先的IXPE生产企业之一。IXPE泡沫塑料凭借其出色的环保及物理化学性能在多个领域应用广泛，公司99%以上的IXPE产品应用于绿色健康生活中的家居建筑装饰中的PVC塑料地板领域，公司产品经下游客户进入世界五百强企业Home Depot的供应体系。公司的产能由2017年的2213.28万平方米增加至2019年的7414.72万平方米，目前达到约1亿平方米，随着募投项目及海外越南等新增产能释放，预计2023年达到3亿平方米。从2016年至2019年，公司的营业收入从5727.7万元上升至36496.8万元(CAGR=85.4%)，归母净利润从1018.5万元上升至11583.3万元(CAGR=124.9%)，主要受益于下游客户需求的快速增长，应用于家居建筑装饰领域的普及系列和抗菌增强系列IXPE产品的营收占比较高。公司注重自主创新和产品技术的研发，目前已拥有83项专利技术，领先同行。

## 二、加速替代同类产品，产量销量持续提升

IXPE产品所处的泡沫塑料行业发展迅速，而相较于其它品种的泡沫塑料，IXPE的综合性能又更为优秀，再加上国家政策的支持，IXPE企业快速发展，并且未来发展潜力很大。国内另外两家领先的规模较大的IXPE生产公司分别为祥源新材和浙江交联，各有各侧重的产品应用领域并在各自侧重的方向发挥自己的竞争优势，整体来看，润阳科技的产量更大，产能利用率更高，盈利能力更强(2019年ROA, 润阳科技28.25%，祥源新材19.05%，浙江交联14.59%)。公司2019年产量上升到8,153.86万平米，2019年抗菌增强系列和普及系列产品的产销率都超过100%，规模效应逐渐显现，叠加原材料价格的下降，公司IXPE产品的平均单位成本由2017年的2.92元/平米下降到2020年6月的2.18元/平米，毛利率稳中有升，抵消了19年因为中美贸易战关税增加而造成的产品售价下调。

## 三、IXPE细分行业小而美，下游需求蓬勃发展，公司产品供不应求

欧美等发达国家的PVC塑料地板需求较大，2015年的“毒地板”事件使美国消费者对地板环保性能关注度提高，北美地区的PVC塑料地板市场在基数大的基础上保持持续稳定的增长。2011-2019年，美国进口PVC塑料地板额从6.87亿美元增长到33.45亿美元，年均复合增长率为21.89%，欧洲PVC塑料地板进口额从2011年2.82亿欧元增长到2019年7.72亿欧元，年均复合增长率为15.46%，主要从中国进口。而且，PVC塑料地板在欧美市场进口地面装饰材料中的占比提升，逐步替代地毯、木地板等传统地面装饰材料。2019年我国的PVC地板出口额达到了334亿元，2017-2019年CAGR达20.6%，PVC地板的需求增长直接拉动了我国的IXPE产品的需求，作为规模较大的IXPE生产企业，公司产能不断扩大，但仍然供不应求。而且，国内消费需求尚在培育中，成长空间大。综上，IXPE细分行业小而美，需求快速增长，且竞争格局良好。

## 四、新产品进军母婴行业，高毛利助力企业发展

随着收入水平的提高、育儿观念的增强，家长对婴幼儿相关产品的支付能力和支付意愿不断增强，中国每年有约1500万的新生儿，中国母婴童市场规模预计在2020年将达到3万亿元，一名新生儿的年累计耐用品消费额可达4000元。在中国，较为高端、性能更加安全的XPE婴儿活动爬爬垫多靠从国外进口，主要的进口品牌都来自韩国，2019年从韩国进口的XPE爬爬垫金额达到3510万元。

**公司与知名婴童用品品牌可优比合作研发生产IXPE婴童活动保护垫，未来市场空间广阔，毛利率更高，形成新的盈利增长点。**

## 五、盈利预测及评级

我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为1.34亿元、2.02亿元和2.83亿元，CAGR达45%，对应EPS分别为1.34元、2.02元和2.83元，PE分别为31.08X、20.60X和14.69X。**考虑公司深耕IXPE细分行业，拥有规模及技术优势，未来业绩有望高速增长（30%以上），给予2021年30倍PE，对应目标价60.60元，首次覆盖，给与“买入”评级。**

### ■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	365	430.53	624	876
(+/-%)	12.4%	17.97%	45.0%	40.4%
净利润(百万元)	116	133.62	202	283
(+/-%)	32.8%	15.36%	50.9%	40.2%
摊薄每股收益(元)	1.16	1.34	2.02	2.83
市盈率PE	37.72	31.08	20.60	14.69

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

**风险提示：**竞争加剧，需求不及预期，原材料价格波动，扩产进度及盈利不及预期



- 一、IXPE泡沫塑料生产领先企业，成长快速
- 二、加速替代同类产品，产量销量持续提升
- 三、下游需求蓬勃发展，公司产品供不应求
- 四、新产品进军母婴行业，高毛利助力企业发展
- 五、盈利预测与投资建议
- 六、风险提示

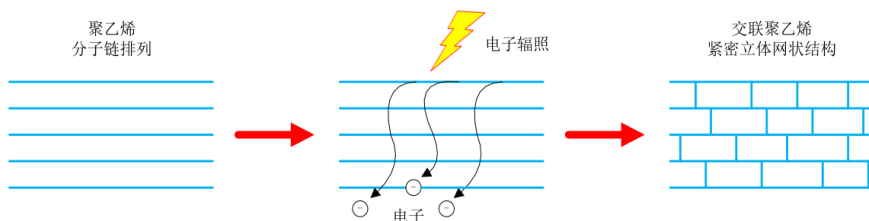
润阳科技成立于2012年，公司主要产品为电子辐照交联聚乙烯（IXPE），包括抗菌增强系列、普及系列及特种系列。其他产品为EPE、EVA等泡沫塑料。2019年公司主要产品产能达到7,415万平米，综合产能利用率达109.97%。

IXPE是一种用聚乙烯电子辐照交联技术生产出的具有独立闭孔泡孔结构的新型泡沫塑料材料，其物理性能优异且绿色环保，具有无毒、无味、减震、降噪、隔热、耐腐蚀、抗菌、防水、手感舒适、光滑整洁等多种优良特性。

经过多年发展，公司已成为国内研发实力较强、产品质量良好、品牌口碑优良的无毒环保高分子IXPE泡沫塑料供应商，产品经下游客户进入世界500强企业Home Depot的供应体系。

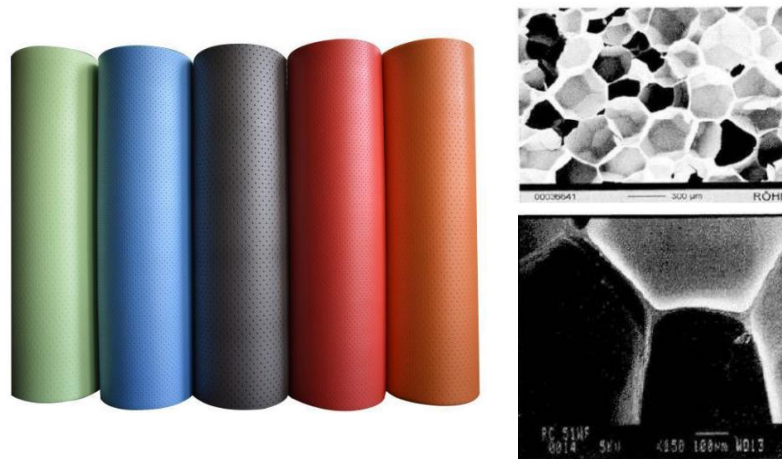
**公司是国内唯一一家通过世界上规模最大的消费品测试、检验和认证公司之一的Intertek的甲醛、VOC及其他有害物质检验的从事IXPE生产的上市公司，也是第一家研发生产IXPE婴童活动保护垫的公司。**

图表：聚乙烯电子辐照交联技术

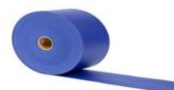




资料来源：润阳科技招股书，太平洋证券研究院整理

图表：IXPE产品及其微观网状独立闭孔泡孔结构



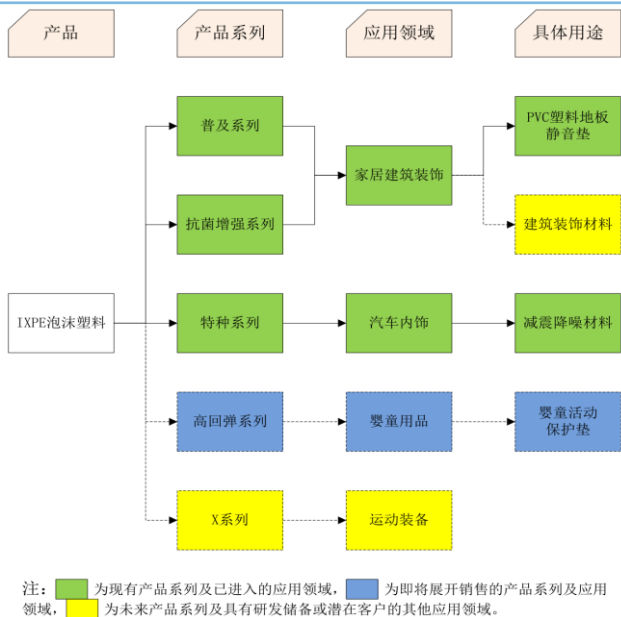
图表：各系列IXPE产品及其特性

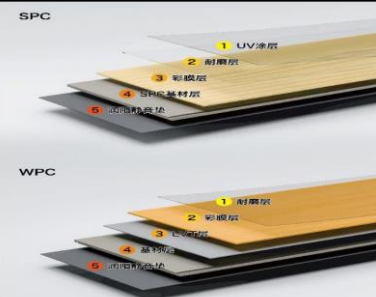

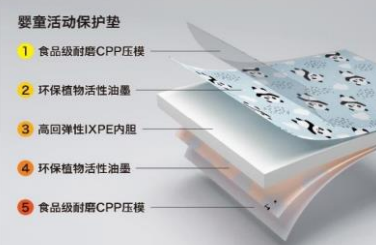
系列	特性与功能	图例
普及系列	无毒环保，物理性能优异，具有无毒、无味、减震、降噪、耐腐蚀、抗菌、防水等特点，可适用于多种应用场景	
抗菌增强系列	在普及系列的基础上，在原料中加入抗菌剂，进一步提升产品抗菌属性，是更加适用于绿色家居生活的高端系列产品	
特种系列	为对IXPE产品的性能有特殊需求的客户研发的特种系列产品，在普及系列的基础上，突出了定制化的特性，具有如阻燃、隔热等客户所需求的特性。	

**家居建筑装饰领域：**公司99%以上的IXPE产品应用于家居建筑装饰中的PVC塑料地板领域，公司的下游客户均为国内排名前列的PVC塑料地板制造企业，如**爱丽家居、海象新材**。

**婴童领域：**公司已完成婴童用品领域的婴童活动保护垫产品的开发工作，是国内第一家研发生产IXPE婴童活动保护垫的公司，并与知名婴童品牌**可优比**签订战略合作协议，婴童用品领域的市场拓展预计将为公司的经营发展形成新的支撑。

图表：IXPE产品的应用



IXPE的应用情况	图示	作用/优点
家居建筑装饰 ——PVC 塑料地板静音垫	 <p>SPC 1 UV涂层 2 耐磨层 3 基材层 4 发泡基材 5 防潮层</p> <p>WPC 1 耐磨层 2 基材层 3 发泡基材 4 防潮层 5 防潮层</p>	回弹性提升 脚感舒适度、抗冲击 延长 地板使用寿命、隔音降噪、抗菌防霉、绿色环保
汽车内饰 ——减震降噪材料	 <p>车用品</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>引擎盖隔音隔热</li> <li>中控台等内饰</li> <li>遮阳板</li> <li>顶棚隔热隔音</li> <li>后备箱隔音减震</li> <li>车门隔音减震</li> </ol>	减震、隔音降噪、阻燃隔热、密封
婴童用品 ——婴童活动保护垫	 <p>婴童活动保护垫</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>食品级耐磨CPP压模</li> <li>环保植物活性油墨</li> <li>高回弹性IXPE内胆</li> <li>环保植物活性油墨</li> <li>食品级耐磨CPP压模</li> </ol>	为婴童活动 提供保护、柔软舒适、无毒健康、抗菌防霉、光滑平整、重量轻

资料来源：润阳科技招股书，太平洋证券研究院整理

电子辐照交联聚乙烯（IXPE）是以 LDPE（低密度聚乙烯）、ADC发泡剂和色母为主要原材料，配以其它辅料，经过造粒、挤塑成型工序后，使用工业电子加速器产生的高能电子束对挤塑成型的母片进行辐照，从而在分子间架起链桥，再经发泡工序形成类似于蜂巢的紧密立体网状独立闭孔泡孔结构，最后经打孔、印花等后端处理工序后，最终生产出的新型泡沫塑料材料。

### 五个主要生产环节是造粒、挤塑成型、辐照、发泡、和后端处理。

**造粒：**将粉末状的原材料，制成流动性更好的颗粒形原材料；

**挤塑成型：**按照配方由自动吸料机吸取原材料，再在挤塑机中对原材料进行加热、加压，使之成为熔融流动状态，然后从口模将其连续挤出成片状母片，并冷却成型。

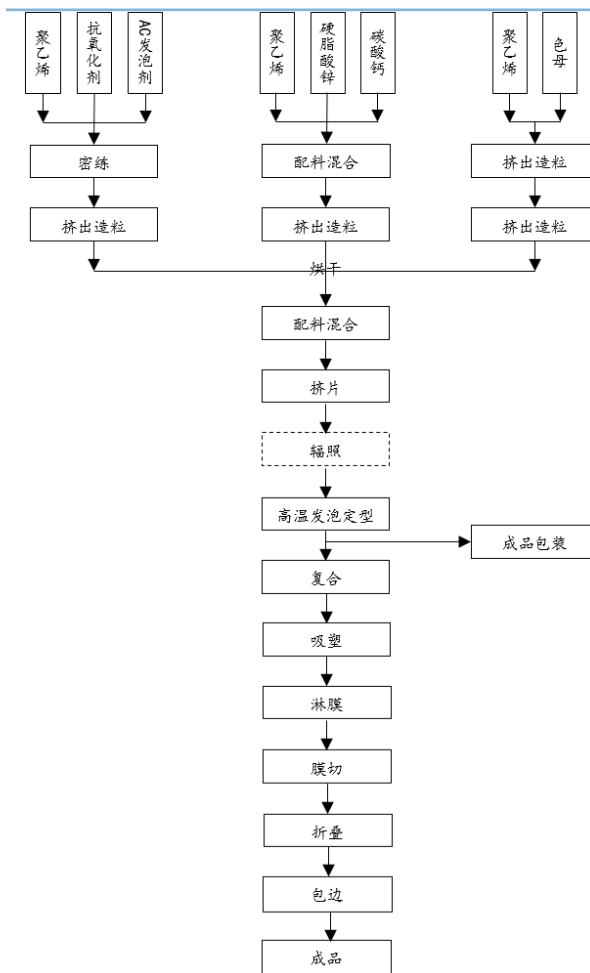
**辐照：**通过工业电子加速器产生的高能电子束对挤塑成型的母片进行辐照，从而使分子链间产生交联，在分子间架起链桥，使分子不易发生位移，提升材料性能。

**发泡：**通过加热使前道工序中已融入半成品的发泡剂分解并释放出气体，气体会使材料膨胀并形成类似于蜂巢的紧密立体网状独立闭孔泡孔结构。

**后端处理：**包括打孔、印花、覆膜、分切等处理工序。

关键原材料单耗	
LDPE (kg/万平米)	1300-1480
抗菌增强系列IXPE抗菌料单耗 (kg/万平米)	6.40
ADC发泡剂 (kg/万平米)	75
色母 (kg/万平米)	45-85

图表：IXPE生产工艺流程



资料来源：润阳科技招股书、环评报告，太平洋证券研究院



2017年2019年公司产能不断扩张，但公司直接客户规模快速增长且市场上中高端IXPE产品供给不足导致公司的产品仍供不应求。公司主要集中供应抗菌增强系列和普及系列产品，导致特种系列产品的产销规模较小。

根据客户的需求，公司向客户提供少量其他如EPE、EVA等泡沫塑料产品，销售金额较小，对公司经营业绩影响较小。

项目	2017	2018	2019	2020年1-6月
产能(万平方米)	2,213.28	4,050.72	7,414.72	6,236.16
综合产量(万平方米)	3,384.72	6,785.59	8,153.86	4,392.48
自制产量(万平方米)	2,277.48	4,394.77	7,243.24	4,177.06
外购产量(万平方米)	1,107.23	2,390.82	910.63	215.41
综合产能利用率	152.93%	167.52%	109.97%	70.44%
营业收入(万元)	16,836.53	32,482.06	36,496.80	18,577.26

图表：各系列产品的产量销量情况（单位：万元）

项目	2017	2018	2019	2020年1-6月	
抗菌增强系列 IXPE	产量(万平方米)	1,562.82	2,915.53	2,948.04	1,664.87
	销量	1,548.80	2,899.00	2,958.80	1,665.34
	产销率	99.10%	99.43%	100.37%	100.03%
普及系列 IXPE	产量	1,816.04	3,848.80	5,200.89	2,727.00
	销量	1,648.47	3,578.08	5,208.17	2,621.64
	产销率	90.77%	92.97%	100.14%	96.14%
特种系列 IXPE	产量	5.86	21.26	4.94	0.61
	销量	5.19	19.38	4.67	0.61
	产销率	88.61%	91.16%	94.55%	100.09%

公司本次的IPO募投项目募集的金额将全部用于进一步扩充产能，共募集资金63489.22万元。除本部的扩产项目外，公司还计划对越南润阳增资约1020万美元，该子公司目前产能约4000万平方米。

图表：募集资金使用情况及进度安排（单位：万元）

序号	募集资金投资项目	项目投资总额	拟使用募集资金金额	募集资金使用进度			
				第一年	第二年	第三年	第四年
1	年增产 1,600 万平方米 IXPE 自动化技改项目	4,768.93	4,768.93	4,215.00	553.93	-	-
2	年产 10,000 万平方米 IXPE 扩产项目	36,723.16	36,723.16	17,425.10	15,126.65	4,171.41	-
3	研发中心建设项目	5,565.94	5,565.94	1,656.21	2,780.23	753	376.5
4	智能仓储中心建设项目	8,431.19	8,431.19	3,781.87	2,991.56	1,657.76	-
5	补充营运资金项目	8,000.00	8,000.00	8,000.00	-	-	-
	<b>合计</b>	<b>63,489.22</b>	<b>63,489.22</b>	<b>35,078.18</b>	<b>21,452.37</b>	<b>6,582.17</b>	<b>376.50</b>

资料来源：润阳科技招股书，太平洋证券研究院整理

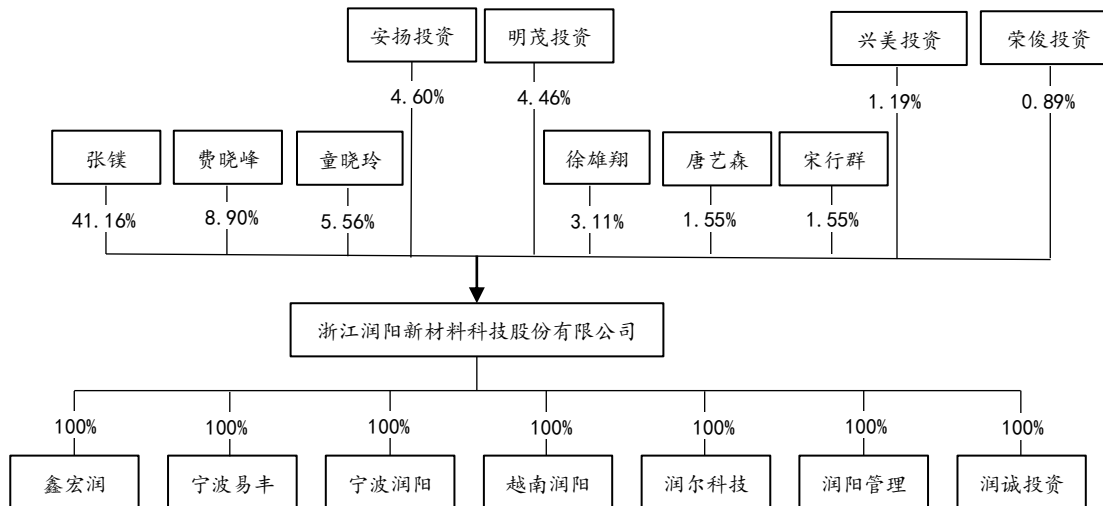


公司的股权结构较为集中，控股股东为张镓，实际控制人张镓、杨庆锋夫妇直接控制公司41.16%的股份，通过明茂投资间接控制公司4.46%的股份，合计控制公司45.62%的股份。

2020年公司根据业务发展对外投资设立三家新的全资子公司，分别是润尔科技、润阳管理和润诚投资，总共拥有7家全资子公司，无其他控股子公司、参股子公司、分公司及其他对外投资情况。

公司的实际控制人杨庆锋、张镓从事泡沫塑料材料行业十余年，在长期的实践中积累了丰富的行业经验和技術积累，对泡沫塑料制造业的行业发展及其下游应用领域的需求变化有着充分的了解及前瞻性的判断。

图表：公司股权结构图



图表：2019年四家控股子公司的盈利情况（万元）

企业名称	成立时间	主营业务	公司持股比例	总资产	所有者权益	净利润
湖州鑫宏润辐照技术有限公司	2017年3月	辐照加工	100%	2,485.26	1,887.98	309.32
宁波润阳易丰新材料科技有限公司	2018年1月	原材料采购	100%	4,292.76	3,544.25	1,905.27
宁波润阳新材料有限公司	2018年8月	尚未开展经营	100%	500.09	499.48	-0.06
越南润阳科技有限公司	2019年11月	拟在越南开展IXPE产品的生产与销售	100%	1,588.46	1,586.86	-22.15

资料来源：润阳科技招股书、天眼查，太平洋证券研究院整理



公司销售以境内市场为主，2016年到2020年6月，境内市场的销售收入占比分别为67.6%、90.49%、95.72%、96.24%和95.45%，基本呈逐渐增长的趋势，而境外销售收入占比从2016年的32.4%逐渐下降到2019年的3.8%，其主要原因是下游PVC塑料地板厂商的需求增长较快，短期内公司产能不足，公司选择优先供给国内优质客户。2020年1-6月，因为公司逐步开拓越南市场，外销占比才有所上升。

产品由下游客户销往国外，公司下游客户中排名前二的易华润东和爱丽家居的主要终端客户都是全球排名前列的家居建材用品零售商 Home Depot，并且两个企业的销售均以境外市场为主。

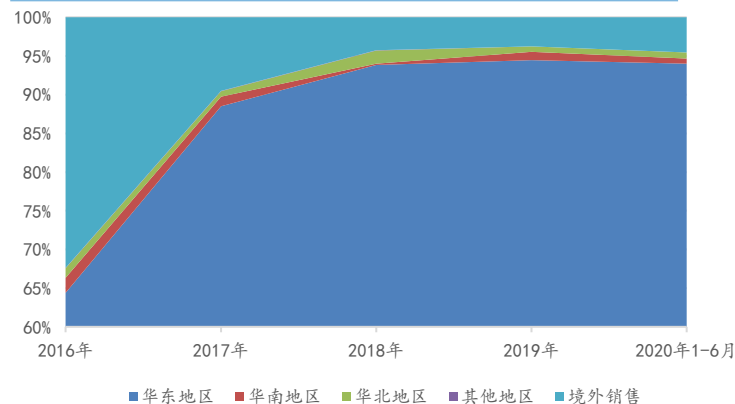
营业收入区域特征明显，公司地处长三角地区，区域经济发达，有着良好的区位优势，2017年到2020年6月，华东地区的销售收入占比分别为88.52%、93.82%、94.47%和93.99%，基本都占了总境内销售额的98%以上。

图表：公司销售以境内市场为主（单位：万元）

地区	2016年		2017年		2018年		2019年		2020年1-6月	
	营收	占比	营收	占比	营收	占比	营收	占比	营收	占比
境内销售	3866.7	67.6%	15215.4	90.5%	30971.0	95.7%	34743.1	96.2%	17558.9	95.4%
华东地区	3684.3	64.4%	14883.6	88.5%	30357.0	93.8%	34103.4	94.5%	17290.6	94.0%
华南地区	109.6	1.9%	207.8	1.2%	63.4	0.2%	391.1	1.1%	127.6	0.7%
华北地区	72.3	1.3%	119.0	0.7%	537.3	1.7%	245.2	0.7%	140.7	0.8%
其他地区	0.6	0.0%	5.1	0.0%	13.4	0.0%	3.5	0.0%	0	0.0%
境外销售	1854.1	32.4%	1599.1	9.5%	1384.6	4.3%	1357.5	3.8%	837.8	4.6%
合计	5720.8	100.0%	16814.6	100.0%	32355.6	100.0%	36100.6	100.0%	18396.6	100.0%

资料来源：Wind、爱丽家居公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：营收结构

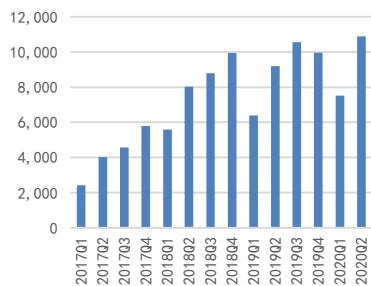


图表：爱丽家居以境外销售为主（单位：万元），CAGR：10%

类别	2016年		2017年		2018年		2019年	
	营收	占比	营收	占比	营收	占比	营收	占比
境外	92320.0	96.6%	103502.6	98.1%	133442.9	97.2%	113525.9	99.1%
境内	3134.0	3.3%	1790.2	1.7%	3654.54	2.7%	917.41	0.8%
其他业务	162.7	0.2%	232.9	0.2%	175.58	0.1%	135.46	0.1%
总计	95616.6	100.0%	105525.7	100.0%	137273.02	100.0%	114578.8	100.0%

公司业绩呈快速增长趋势，成立于2012年，公司前期处于开发阶段，产品稳定性和产量不足，处于亏损阶段，自2015年“毒地板”事件造成美国PVC地板需求增长需求增加且公司产品通过 Intertek 的检验，2016年产量开始大增，在17和18年营收增长分别达到193.95%和92.93%，同期公司归母净利润的增长率分别达到110.9%和305.85%，19年增长放缓，公司营收实现36,496.8万元，同比+35.6%，归母净利润实现11,835.4万元，同比+35.6%。

图表：公司的销售无明显的季节性



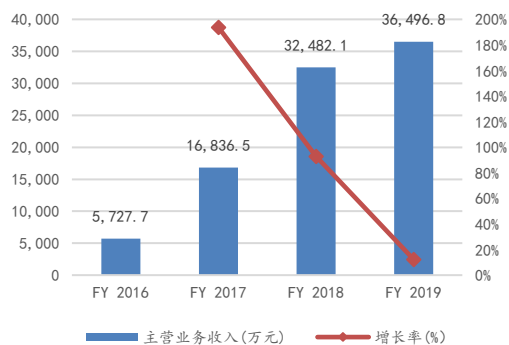
图表：主营业务收入构成 (万元)

类别	2017		2018		2019		2020年1-6月	
	营收	占比	营收	占比	营收	占比	营收	占比
IXPE产品	16,186.9	96.3%	31,758.5	98.2%	35,679.2	98.8%	18,290.7	99.4%
抗菌增强系列	9,129.4	54.3%	16,862.6	52.1%	16,737.4	46.4%	9,276.9	50.4%
普及系列	7,025.1	41.8%	14,697.0	45.4%	18,882.3	52.3%	9,010.9	49.0%
特种系列	32.3	0.2%	199.0	0.6%	59.5	0.2%	2.9	0.0%
其它产品	627.7	3.7%	597.0	1.8%	421.4	1.2%	105.9	0.6%
总计	16,814.6	100.0%	32,355.6	100.0%	36,100.6	100.0%	18,396.6	100.0%

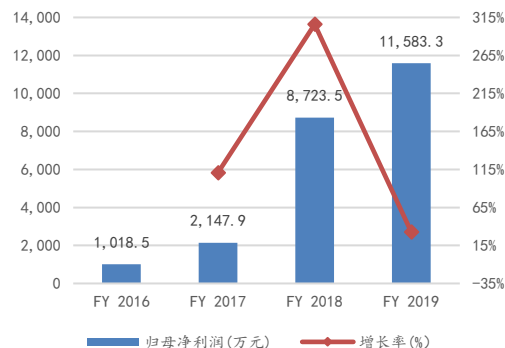
图表：营收结构-按下游应用分类 (万元)

类别	2017		2018		2019		2020年1-6月	
	营收	占比	营收	占比	营收	占比	营收	占比
家居建筑装饰领域	16761.9	99.69%	32164.6	99.41%	36027.0	99.80%	18392.8	99.98%
汽车领域	13.0	0.08%	167.8	0.52%	60.2	0.17%	0.7	0.00%
其他领域	39.7	0.24%	23.2	0.07%	13.5	0.04%	3.1	0.02%
总计	16814.6	100.00%	32355.6	100.00%	36100.6	100.00%	18396.6	100.00%

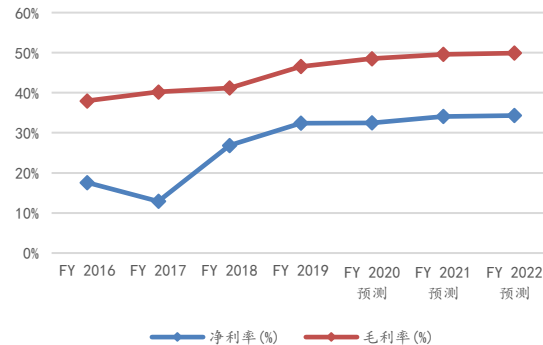
图表：公司营业收入持续增长，16到19年CAGR达85.4%



图表：归母净利润不断提高，16到19年CAGR达124.9%



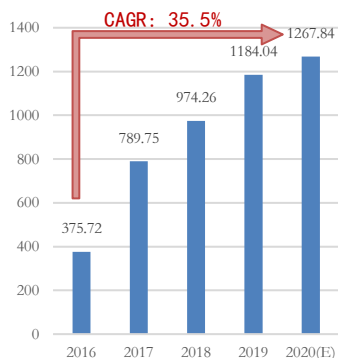
图表：公司毛利率、净利率不断提高



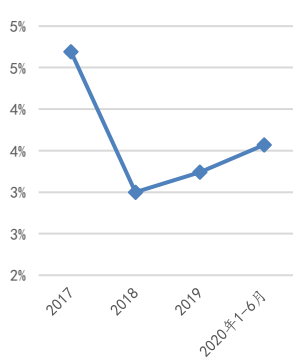
资料来源：润阳科技招股书、Wind，太平洋证券研究院整理

在研项目名称	主要研发人员数量	已投入(万元)	拟达到的目标
RD45辐照交联聚乙烯高导电泡棉的开发	3名	115.33	研究一种以炭黑为导电炭黑，炭黑和炭纳米管之间通过协同效应形成导电网络，发泡剂以及抗氧化剂的造粒粒子为主加剂粒子的高导电泡棉
RD46一次成型的防静电IXPE的研制	3名	103.01	研究一种可保证PE高分子链方便交联，可有效分隔不同的“迁移之路”，保证阴离子型烷基磺酸可以阻力小的到达材料表面，可提高防静电效果的IXPE
RD47辐照交联高回弹发泡材料的研制	4名	126.50	研究一种POE塑料与乙烯醋酸乙烯共聚物混合后，可大大提高材料本身的回弹性的发泡材料
D48带状高分子材料的发泡系统的研发	3名	78.84	研究一种包括放卷送料装置，发热预热装置、垂直发泡装置、展开装置和冷却装置为一体的能提高生产效率、降低成本、节能降耗发热带状高分子材料发泡系统
RD49连续发泡材料的生产系统的研发	3名	75.03	研究一种包括依次设置的定厚装置、冷却辊、电晕机和收卷组建一体，能对发泡材料表面形成的纹路起到保护和稳固作用，进一步提高收卷的稳定性，改善发泡材料表面湿润性和附着性，提高与粘接剂的相容性的连续发泡材料生产系统
RD50旋转式待辐照料安放平台的设计	2名	20.07	研究一种可以让待辐照料各处尽可能地平均接受辐照的物料平台，保证辐照接受量的尽量相同，保证辐照均匀性，保证辐照时物料的稳定旋转效果，不易倾倒，且还具有结构简单、省料的优点
RD51高度可调的电子加速器辐照技术的研究	2名	23.25	研究一种遮光罩高度可调的新型辐照装置，未使得遮光罩尽可能靠近材料而不磕碰材料，实现遮光高度灵活可调，减少外部光线进入到遮光罩内的目的，以及避免了遮光罩自身向内褶皱而影响

图表：研究与开发成本不断增加(万元)



图表：研发费用与营收占比



图表：研发费用明细(万元)

项目	2017	2018	2019	2020年1-6月
人员薪酬	187.16	303.36	471.82	291.7
研发材料费	545.1	529.23	566.09	267
折旧和摊销	22.67	43.24	49.68	25.51
其他	34.82	98.44	96.45	79.66
合计	789.75	974.26	1,184.04	663.87

公司注重自主创新，持续推进无毒环保高分子泡沫塑料产品的研发、生产技术的创新和产品应用的研究，重视相关技术的开发与储备，不断研发探索IXPE泡沫塑料的新配方、新工艺，持续拓展产品种类及其应用领域。

目前公司技术人员占比达到9.42%，共拥有各项专利技术83项（其中发明专利32项，境外专利2项）。

研发费用不断提高，据公司披露，2016年度至2020年度，公司的研发成本从375.7万元上涨到1267.8万元，年复合增长率达35.5%，公司持续增长的研发投入有效保障了公司研发创新工作的开展。

公司未来将开展的研发项目中，主要有慢回弹式地垫、双面用爬行垫、汽车内饰用隔音降噪膜、3D防水膜、生物可降解发泡材料等。

资料来源：润阳科技招股书、Wind，太平洋证券研究院整理

**图表：固定资产投资额**

	2017	2018	2019
产能(万平方米)	2,213.28	4,050.72	7,414.72
营收(万元)	16,836.53	32,482.06	36,496.80
固定资产(万元)	2,719	6,263	8,691
固定资产/投资(元/万平方米)	12284.93	15461.82	11721.74

**图表：主营业务成本变动**

产品类型	项目	2017	2018	2019	2020年1-6月
自制产品	销售数量(万平方米)	2,508.97	4,483.61	7,303.82	4,126.01
	单位成本(元/平方米)	2.71	2.59	2.23	2.13
	其中：单位直接材料(元/平方米)	1.87	1.66	1.37	1.26
	单位直接人工(元/平方米)	0.22	0.27	0.28	0.3
	单位制造费用(元/平方米)	0.62	0.66	0.58	0.57
	主营业务成本(万元)	6,799.91	11,596.67	16,285.51	8,798.67
外购IXPE半成品	销售数量(万平方米)	935.68	2,257.13	1,063.72	212.2
	单位成本(元/平方米)	3.49	3.31	2.97	3.09
	其中：单位直接材料(元/平方米)	3.35	3.25	2.85	2.85
	单位直接人工(元/平方米)	0.05	0.02	0.04	0.09
	单位制造费用(元/平方米)	0.09	0.04	0.08	0.15
	主营业务成本(万元)	3,265.51	7,466.28	3,158.07	655.32
合计	销售数量(万平方米)	3,444.65	6,740.74	8,367.54	4,338.21
	单位成本(元/平方米)	2.92	2.83	2.32	2.18
	其中：单位直接材料(元/平方米)	2.27	2.19	1.56	1.34
	单位直接人工(元/平方米)	0.17	0.18	0.25	0.29
	单位制造费用(元/平方米)	0.48	0.45	0.52	0.55
	主营业务成本(万元)	10,065.42	19,062.95	19,443.58	9,453.98

资料来源：润阳科技招股书、Wind，太平洋证券研究院整理

**图表：成本拆分(万元)**

	2017	2018	2019
总计	14412.48	22714.57	24064.35
主营业务收入成本	10065.42	19100.92	19,503.05
商品与服务成本	9942.82	18784.23	18,926.53
折旧和摊销	122.6	316.69	576.52
营业开支	4347.06	3613.65	4,561.30
销售及营销开支	508.09	759.04	919.27
行政管理开支	2731.17	1092.79	1,861.64
研究与开发	789.75	974.26	1,184.04
折旧和摊销	86.91	110.29	310.79
坏账准备	96.18	318.48	77.49
其它营业支出	134.96	358.79	208.07

据测算，公司的固定资产投资额在11000-16000之间（单位：元/万平方米）。

公司主营业务成本分别为10,065.42万元、19,062.95万元、19,443.58万元和9,453.98万元，2017年度至2019年度呈逐年增长趋势，主要系受销售数量快速增长和单位成本下降的共同影响；2020年1-6月，主营业务成本的增长有所放缓，主要原因是2020年上半年度疫情影响导致的销量增长放缓和原材料价格下降导致产品单位成本下降。

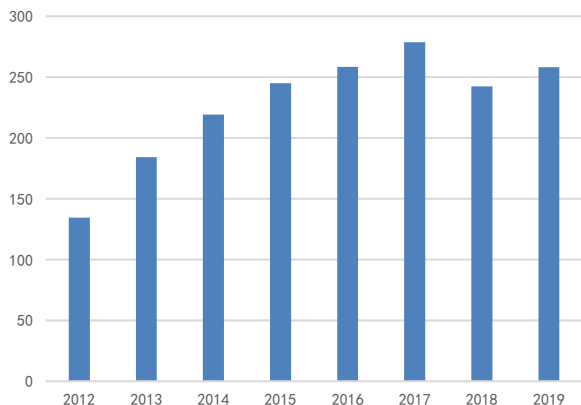
泡沫塑料制造业最近几年发展迅速，2019年全国塑料制品行业汇总统计企业累计完成产量8184.17万吨，同比增长3.91%；其中泡沫塑料制品累计产量258.19万吨，同比增长6.51%。

常见的泡沫塑料类型有聚氯乙烯(PVC)、聚苯乙烯(PS)、聚氨酯(PU)和聚乙烯四种，其中IXPE、XPE和EPE均属于聚乙烯类型泡沫塑料，XPE(化学交联聚乙烯)与EPE(物理发泡聚乙烯，俗称珍珠棉)相比，抗拉强度更高，泡孔更细，综合性能更好。

公司生产的IXPE和XPE主要差别在于两者采用不同的交联技术，前者采用高能电子辐照交联，后者采用化学交联。**相较于化学交联，电子辐照交联是更加绿色清洁的加工技术**，生产成本更高，生产出的泡棉表面更光滑平整，泡孔更细腻；此外，IXPE产品符合国际环保标准，是较为高端的泡沫塑料，能通过国际上甲醛、VOC等有害物质的检验。

IXPE泡沫塑料受国家的政策支持，发展前景好，2016年12月，国务院印发《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》，要求顺应新材料高性能化、多功能化、绿色化发展趋势，推动特色资源新材料可持续发展，加强前沿材料布局，以战略性新兴产业和重大工程建设需求为导向，优化新材料产业化及应用环境，加强新材料标准体系建设，提高新材料应用水平，推进新材料融入高端制造供应链。国家对新材料产业发展的重视以及运用政策规划推动新材料产业的发展将为公司营造优良的政策环境。

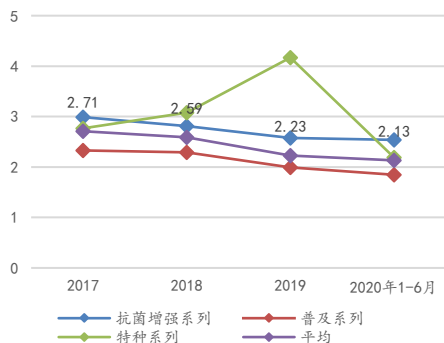
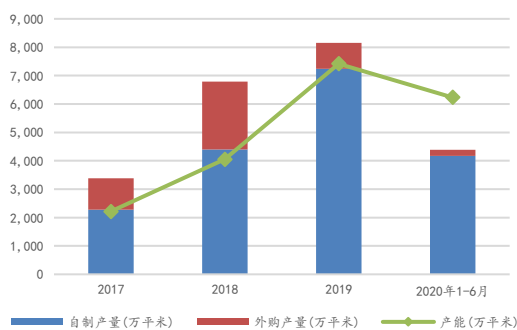
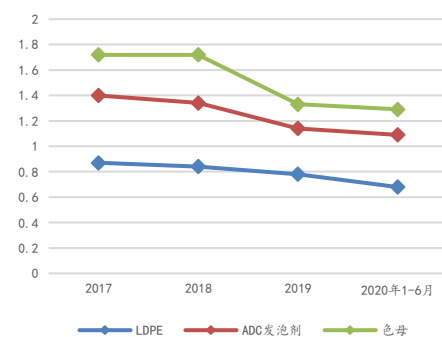
图表：泡沫塑料制造业统计企业产量(万吨)



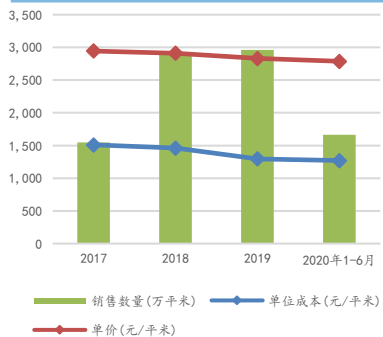
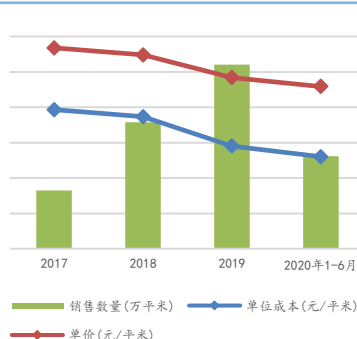
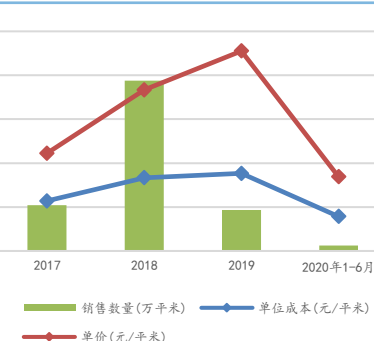
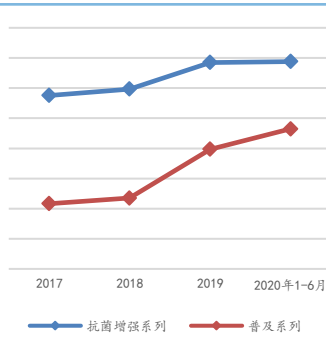
图表：IXPE与其他常见泡沫塑料类型相比，综合性能更好

项目	IXPE	软质 PVC 泡沫塑料	聚苯乙烯 (PS) 泡沫塑料	聚氨酯 (PU) 泡沫
导热系数 W/(m·k)	0.038	0.030	0.048	0.041
吸水率	0.3	1.9~2.7	2.0~2.5	2.25~3.0
密度 (g/ )	0.030	0.40	0.035	0.030
适用温度 (° C)	-120~ 80	-35~80	-70~75	-90~135
耐候性	无变化	严重变形	收缩、风化侵蚀	收缩、风化侵蚀
隔音性能	较好	较好	一般	一般
耐腐蚀性	较好	较好	较差	不耐浓酸

资料来源：润阳科技招股书，太平洋证券研究院整理

**图表：各系列自制类IXPE产品的单位成本（元/平米）**

**图表：公司的产量逐年上升（万平米）**

**图表：主要原材料的平均单价呈下降趋势（万元/吨）**


公司的生产工序逐步完善，2018年公司完成对鑫宏润辐照技术有限公司的收购，做到了IXPE产品的生产销售一体化，产量逐年上升，**规模效应显现**，公司自制的IXPE产品的平均单位成本从2.71下降到2.13（元/平米）。另外，公司积极关注原材料价格走势，以产定购原材料并对重要的原材料辅以一定安全库存量的采购模式将原材料的采购成本控制在合理范围内；公司的主要原材料如LDPE（低密度聚乙烯）、抗菌料、ADC发泡剂及色母等的平均采购价格整体呈下降趋势，也造成了公司的生产成本的下降。

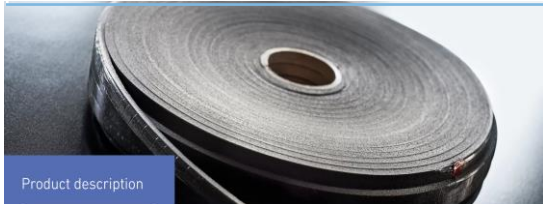
**图表：抗菌增强系列**

**图表：普及系列**

**图表：特种系列**

**图表：主要产品的毛利率稳健增长**


产品销售单价维持得较为稳定，每年会综合考虑原材料价格下降与下游市场需求的因素小幅度的下调售价，目前公司进一步价格下调的可能性较小，**产品售价的下降幅度不及单位成本的下降幅度**，公司主要产品的毛利率持续稳定地增长。随着下游需求的增长，公司主要产品的销量都持续增长，其中普及系列产品的销量增速最快，2019年抗菌增强系列和普及系列产品的产销率都超过100%，特种系列产品多用于汽车领域，定制化程度高，产品销量随着各批的定制化程度不同而有所差异。

资料来源：润阳科技招股书，太平洋证券研究院整理



日本积水可比产品系列: Alveolit



Product description

日本积水可比产品系列: Volara(上) Softlon(下)



润阳科技是国内行业内领先的IXPE生产企业之一。

公司在产品质量上有较大的竞争优势,在产品质量方面,通过了世界上规模最大的消费品测试、检验和认证公司之一的Intertek的甲醛、VOC及其他有害物质检验。

另外两家从事IXPE泡沫塑料制造的企业也有各自侧重的进攻方向和工艺优势,比如祥源新材侧重电子产品领域的应用,因此祥源新材产品生产工艺向超薄方向不断进步;浙江交联则通过研发形成超厚片材及化学交联聚乙烯的生产能力。

国外领先的IXPE生产企业有日本积水,可比的IXPE产品系列有Volara、Alveolit和Softlon,产品技术比国内IXPE生产商更为先进,日本积水的Softlon系列的主要应用领域是汽车内饰领域,公司与日本积水同样侧重的应用领域不同,价格相差较大,营收可比性较小。

公司	产品应用领域	专利总数	质量检测	知名客户	区位	2019年度产量(万平米)	工艺优势
润阳科技	家居建筑装饰领域为主,少量应用在汽车内饰领域	83	产品通过Intertek的甲醛、VOC及其他有害物质检验	在家居建筑装饰领域,直接客户包括泰州华丽、易华润东、爱丽家居、肯帝亚等国内大型PVC塑料地板制造商,并通过下游客户进入世界500强企业Home Depot的供应链;在汽车内饰领域进入Volvo供应链体系	公司地处长三角地区的浙江省湖州市,主要客户集中在江苏张家港及常州地区	8,153.86	自主设计并定制的RY-2400型高速发泡炉的运转速率是通用发泡炉的3倍左右,经原建设部科技信息研究所重新验证,润阳科技开发的高速发泡炉已达国内领先、国际先进的水平
祥源新材	建筑装饰材料、消费电子产品、家用电器产品、汽车内饰材料、医疗器械产品及其他	31	RoHS、REACH等欧盟国家有毒物质检测验证	在建筑装饰材料领域,通过下游客户进入了财富500强企业Home Depot、Lowe's的供应体系;在电子消费产品领域,产品被应用在OPPO、Vivo等品牌的电子产品中;在汽车内饰材料领域,产品被应用在福特、长城、长安等品牌的机动车辆中;在家用电器领域,产品被应用在美的、格力、海尔等品牌的电器产品中	主要生产基地位于湖北省汉川市和安徽省广德市,主要客户位于华东和华南地区	7,108.50	批量生产0.06mm超薄IXPE
浙江交联	汽车工业、空调保温、木地板复合、胶粘带基材、体育休闲等	未披露	未披露	未披露	浙江交联位于浙江省兰溪市,客户相对分散	未披露	形成16mm以上超厚泡沫片材及化学交联聚乙烯基本生产能力

资料来源:润阳科技招股书、积水化学工业株式会社官网,太平洋证券研究院

公司产品的应用领域主要集中在家居建筑装饰领域，销售占比在99%以上，而祥源新材的应用领域涉及建筑装饰领域、消费电子、医疗器械等领域等，2017年度至2019年度建筑装饰领域的销售占比分别约 14%、48%和 51%。相较于消费电子等应用领域，应用于建筑装饰领域的产品往往较厚，产品单价更高，因此，公司产品的平均单价相对较高。

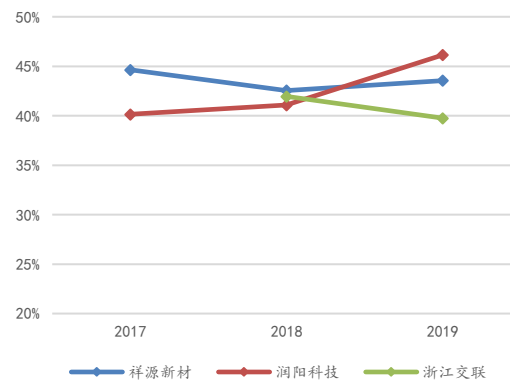
公司	产品系列	2019年单价(元/平米)	2018年单价(元/平米)	2017年单价(元/平米)
润阳科技	普及系列	3.63	4.11	4.26
	抗菌增强系列	5.66	5.82	5.89
	特种系列	12.76	10.27	6.23
祥源新材	普通应用型	2.95	3.01	2.73
	功能增加型	4.71	4.06	3.25
	性能增强型	12.27	12.68	12.76

三家企业的毛利率水平都在较为相近的区间内变化，产品的应用领域及客户集中度等方面导致了一些微小的差异。公司的规模与祥源新材相近，两家公司的产量都在国内IXPE制造企业内拥有一定的优势，但在2019年度，公司的产量稍高于祥源新材。公司的研发费用率低于祥源新材，主要原因是公司的产品应用领域相对集中，而祥源新材的应用领域相对分散，公司研发材料的使用量相对较少，此外，公司所处地理位置平均薪资水平较低。

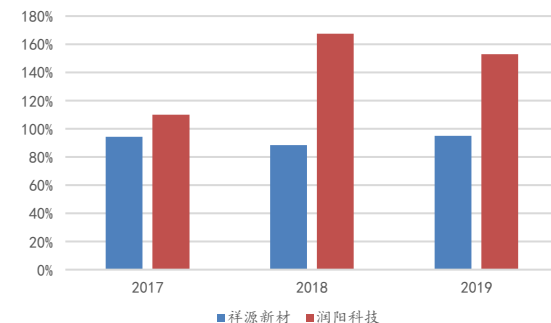
公司	产量(万平米)	营收(万元)	研发费用(万元)	研发费用占比	净利润(万元)	毛利率	净利率	ROE	ROA
润阳科技	8,153.86	36496.80	1184.04	3.24%	11583.32	46.56%	31.74%	35.18%	28.25%
祥源新材	7,108.50	28427.64	1320.66	4.65%	5544.33	43.55%	19.50%	34.52%	19.05%
浙江交联	未披露	9418.42	380.55	4.04%	1580.42	39.75%	16.78%	15.28%	14.59%

资料来源：润阳科技招股书、Wind、太平洋证券研究院

图表：2017年至2019年三家IXPE生产企业的毛利率变化趋势



图表：公司的产能利用率稍高于祥源新材

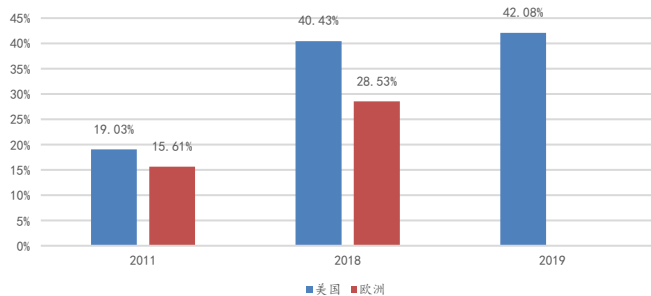


欧美等发达国家对PVC塑料地板的需求较大。2015年毒地板事件使美国消费者对地板环保性能关注度提高，PVC塑料地板以环保安全、耐磨易维护等优点，对复合地板等传统地板的替代效应显现，在各类地面装饰材料中的应用比例逐渐提升。北美地区PVC塑料地板市场规模在“基数大”的基础上亦呈现出持续稳定的增长特征，2011-2019年，美国进口PVC塑料地板额从6.87亿美元增长到33.45亿美元，年均复合增长率为21.89%。欧洲PVC塑料地板进口额从2011年2.82亿欧元增长到2018年7.72亿欧元，年均复合增长率为15.46%。

欧美地区受人工成本较高的影响，PVC塑料地板企业主要依赖从发展中国家的进口产品如PVC地板中的高端系列产品WPC和SPC，我国是PVC塑料地板的主要出口国，是向美国出口PVC地板金额排名第一的国家，2019年我国出口至美国的PVC塑料地板金额约为28.04亿美元，占19年美国PVC塑料地板总进口金额约85%，我国出口至欧盟国家的PVC地板规模也持续增长，自2015年，我国出口至欧盟国家的PVC地板金额与欧盟国家的总PVC地板进口金额的占比超过70%。

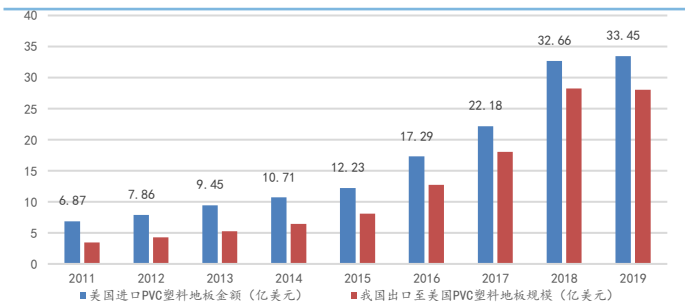
公司越南基地的发展前景较大，根据US census bureau，2020年越南在美国PVC地板进口国家中的排名上升至前三，公司也逐步开拓越南市场，使公司的外销占比有所上升。

图表：PVC塑料地板在欧美市场进口地面装饰材料中的占比提升

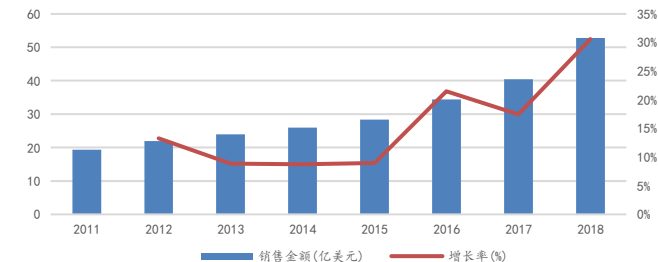


资料来源：EuroStat、US Census Bureau、海象新材招股书、润阳科技招股书，太平洋证券研究院

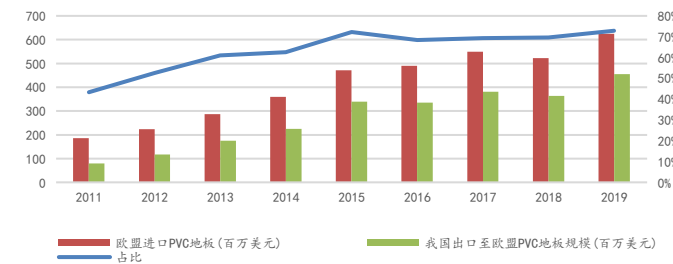
图表：美国PVC地板进口金额(亿美元)，2011-2019年CAGR：21.89%



图表：美国PVC塑料地板市场规模持续稳定增长，CAGR:15.39%



图表：欧盟国家PVC塑料地板市场需求持续稳定增长，2011-2019年CAGR:16.4%



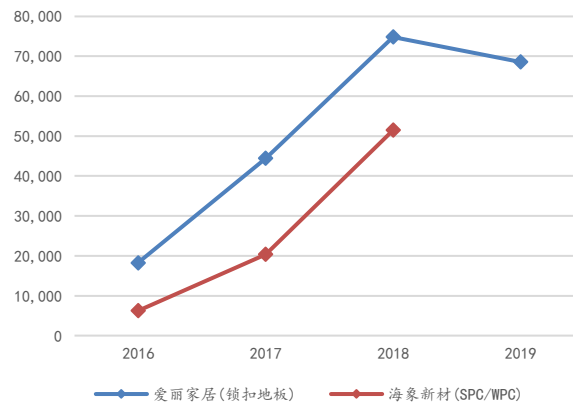
受到欧美等国家和地区PVC塑料地板进口需求的持续快速增长，也带动了公司IXPE产品的需求，公司的IXPE产品被用于爱丽家居的锁扣地板和海象新材的SPC/WPC地板中，公司在家居建筑装饰领域的营收与下游客户的营收保持相同的增长趋势。据公司招股说明书，2019年，在中美贸易摩擦加征关税的背景下，我国PVC塑料地板出口量仍然保持了同比14.11%的增长。

根据上海东证期货统计，近年来国内PVC塑料地板需求量从2014年的1.70亿平方米增长到2017年的2.60亿平方米，年均增幅高达15%，具有较大的增长潜力。

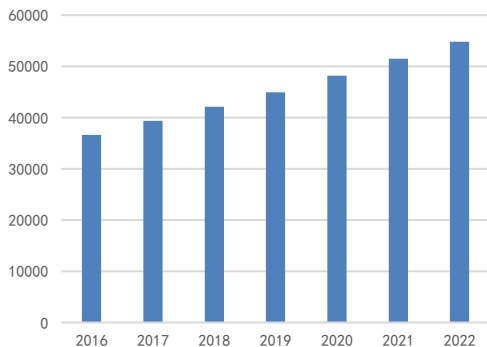
根据 HJ Research 的预测，未来国内PVC塑料地板消费市场将保持7%年均复合增长率的增长趋势，并将逐步向市场成长期过渡。

总体来看，中国建筑装饰业的增长空间较大，预计2022年中国建筑装饰工程总产值将达到约54800亿元，随着国内地面装饰材料行业的稳定发展以及消费者环保消费、绿色消费理念的逐渐形成，PVC塑料地板将更多的被应用。

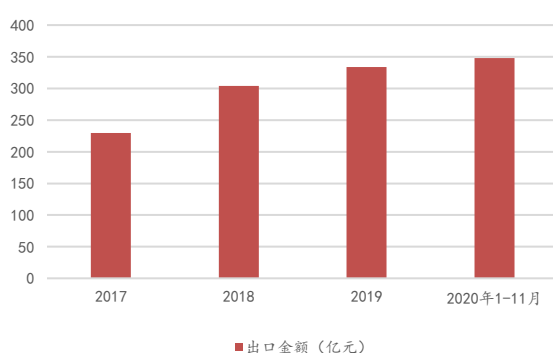
图表：国内PVC地板制造企业的营收不断增长(万元)



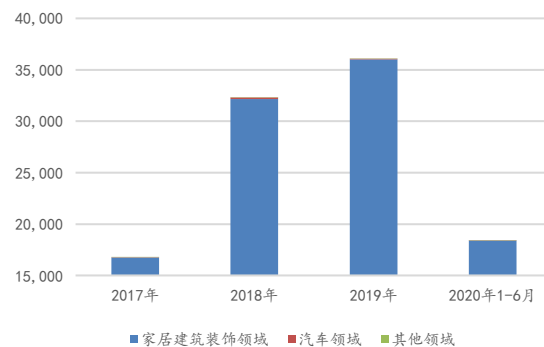
图表：中国建筑装饰业产值及预测(亿元)



图表：我国PVC塑料地板的出口金额，CAGR：20.6%



图表：公司在家居建筑装饰领域的营收不断增长(万元)



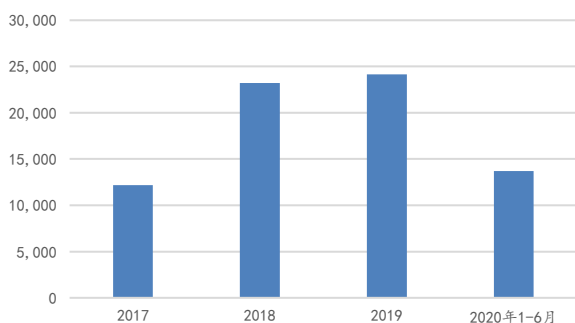
资料来源：中国海关总署、润阳科技招股说明书，太平洋证券研究院

据公司公告，国内绝大多数知名的PVC地板制造企业都是公司的客户，欧美的进口需求增加导致公司直接客户的规模快速增长，同时市场上中高端IXPE产品的供给不足，在短期内直接导致了公司产品的供不应求。

因此公司实行下游应用聚焦策略，优先满足主要应用领域PVC塑料地板制造业的客户对公司产品的需求，客户集中度较高，前五大客户均为PVC地板制造企业。

2017年到2020年6月公司向前五客户的销售收入分别为 12,178.74 万元、23,221.06 万元、24,148.77 万元和 13,699.15 万元，占各期营业收入的比例分别为 72.34%、71.49%、66.17% 和 73.74%。

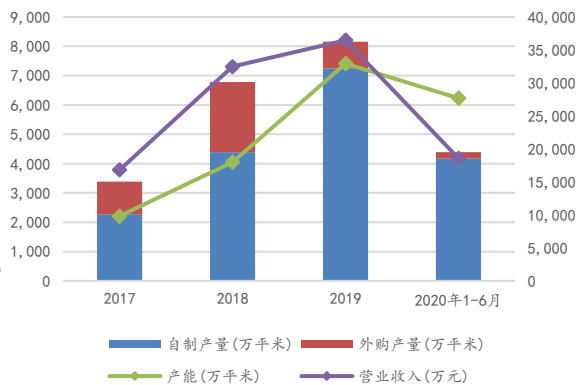
图表：公司前五大客户的总销售额（单位：万元）



资料来源：中国海关总署、润阳科技招股书、爱丽家居招股书，太平洋证券研究院

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图表：公司处于产能不足状态



项目	2017	2018	2019	2020年1-6月
综合产量	3,384.72	6,785.59	8,153.86	4,392.48
自制产量(万平米)	2,277.48	4,394.77	7,243.24	4,177.06
外购产量(万平米)	1,107.23	2,390.82	910.63	215.41
产能(万平米)	2,213.28	4,050.72	7,414.72	6,236.16
营业收入(万元)	16,836.53	32,482.06	36,496.80	18,577.26

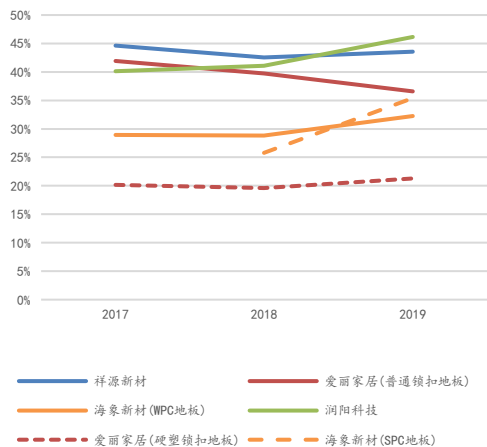
2020年1-6月，受国内新冠疫情影响，公司开工率不足，综合产能利用率有所下降，随着国内疫情的好转，公司已逐步恢复正常的生产经营。

图表：公司排名前五的客户均为家居建筑装饰领域的PVC地板制造企业

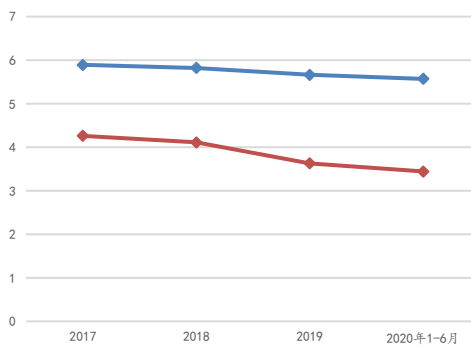
排名	客户名称	销售额(万元)	营业收入占比
1	易华润东	8,346.98	44.93%
2	爱丽家居	2,200.49	11.85%
3	浙江晶顺建材科技	1,171.01	6.34%
	浙江晶通塑胶	7.59	
4	天振科技	1343.42	7.23%
5	泰州华丽	629.66	3.39%

守正 出奇 宁静 致远

图表：上下游毛利率对比



图表：应用于家居装饰领域的两种系列产品的价格趋势



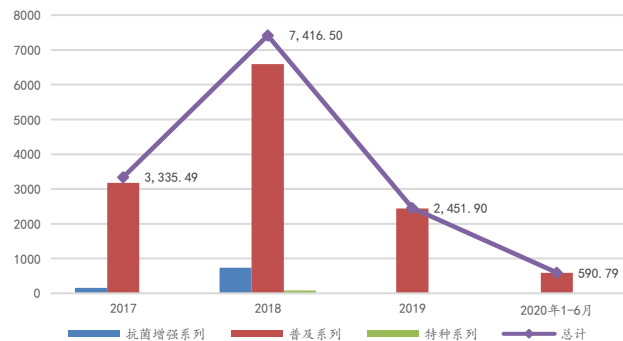
为应对供不应求的局面，公司在严格控制产品质量的基础上，外购IXPE半成品进行后续生产加工至成品销售。公司主要根据销售订单与产能的缺口进行半成品 IXPE 的采购，为保证委托加工后的半成品及外购半成品的质量，公司制定了严格的质量管理制度，委托加工后的半成品及外购半成品 IXPE需经质检部检测合格后方可进入公司的生产环节2018年度，下游客户需求旺盛而公司短期内产能不足，外购IXPE半成品增加；2019年度和2020年1-6月，随着新增产线的陆续投产，公司产能得到较大的提高，外购IXPE半成品减少，随着此次募集资金对产能进一步的扩张，外购半成品将进一步下降，公司对外购半成品并不存在依赖关系。

资料来源：润阳科技招股书，太平洋证券研究院

客户需求高导致公司对客户的议价能力较强，即便是2019年为应对美国增加关税的影响，产品价格下调幅度也保持在比较合理的范围之内，2017年度至2020年度1-6月，公司抗菌增强系列产品的毛利率分别为 48.79%、49.86%、54.26%和54.41%，普及系列产品的毛利率分别为 30.83%、31.76%、39.85%和 43.23%，较高的产品毛利率水平显示了产品较强的市场竞争力及对客户的议价能力。

IXPE泡沫塑料制造企业的毛利率比PVC塑料地板制造企业的毛利率要高，主要原因是PVC塑料地板行业的竞争更为激烈，而公司所处的IXPE细分行业正处于快速成长期，且行业技术壁垒较高，国内技术较为先进、规模较大的企业只有本公司、祥源新材、浙江交联三家企业。

图表：公司外购半成品金额(万元)

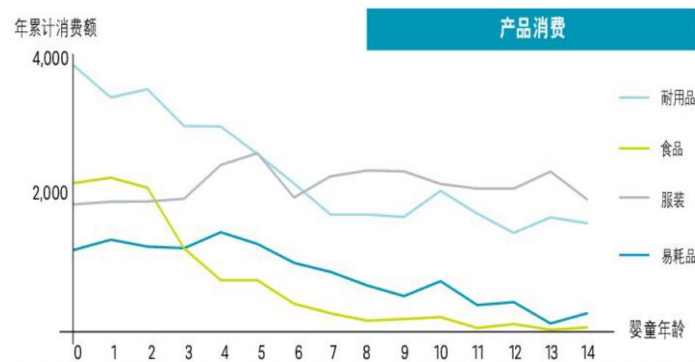


中国母婴行业蓬勃发展，目前中国每年有约1500万新生儿，有38万所幼儿园，随着收入水平的提高、育儿观念的增强，家长对婴幼儿相关产品的支付能力和支付意愿不断增强。

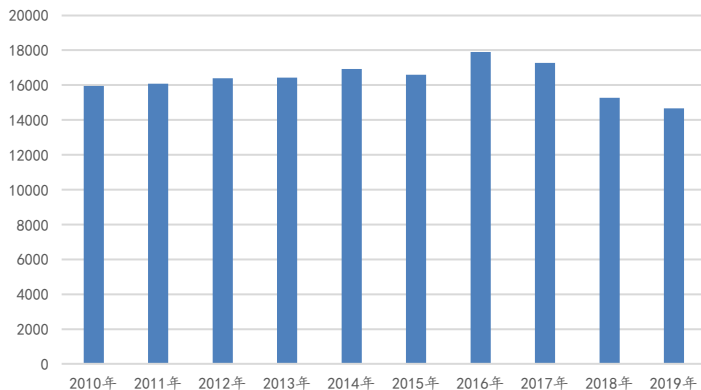
据艾瑞咨询的统计，中国母婴童市场规模持续增长，预计在2020年将达到30057亿元。罗兰贝格的研究将母婴行业分为“产品+服务”两大板块，其中母婴产品主要分为婴童产品和孕妇产品，婴童产品项下又可分为婴儿食品（核心品类为奶粉）、易耗品（纸尿裤等）、耐用品（玩具、婴儿车床等）和童装等四大类。

公司已完成开发的婴童活动保护垫产品（爬行垫）属于耐用品类，据罗兰贝格，婴童产品中耐用品市场规模超过2,280亿元，且年龄越小的婴童的耐用品的年均消费额约高，新生儿的年累积耐用品消费额达到近4000元。

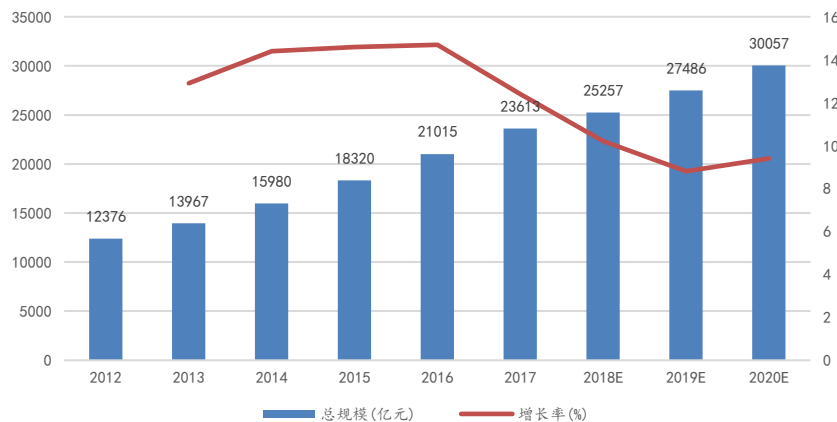
图表：城镇人口分年龄分品类婴童年均消费额（元）



图表：中国每年新增人口(千人)



图表：2012-2020年中国母婴童消费市场规模及增速情况



资料来源：罗兰贝格、MobData、艾瑞咨询、太平洋证券研究院



据公司统计，目前国内的儿童活动爬爬垫生产商用的内胆材料绝大多数为EPE、EVA和PVC，虽然售价较便宜，但综合性能不如用聚乙烯类泡沫塑料(PE)做的爬行垫，国内售卖的以XPE为内胆材料的高端类爬爬垫均为从国外进口，大多数进口品牌来自韩国，如帕克伦、阿兹普、曼龙和康乐。**海关总署的统计显示19年和20年中国从韩国进口的爬行垫(海关编码:其他塑料铺地制品和塑料糊墙品391890)总金额分别为3510万元和3525万元。**

公司与知名婴童用品品牌可优比合作，以新开发的高回弹系列IXPE产品作为内胆材料，生产高档绿色环保的婴童活动保护垫，未来市场空间广阔，预计将为公司的经营发展形成新的支撑。**以2m\*1.8m=3.6m<sup>2</sup>的尺寸为标准，市场上XPE儿童活动爬爬垫的终端售价在200元-1600元，做为上游的IXPE泡沫塑料制造企业，公司生产的IXPE爬爬垫成本优势明显，利润空间大。**

Parklon的XPE爬爬垫售价（韩国产）



Pure Space Folder Mat - Green

\$249.99 \$259.99



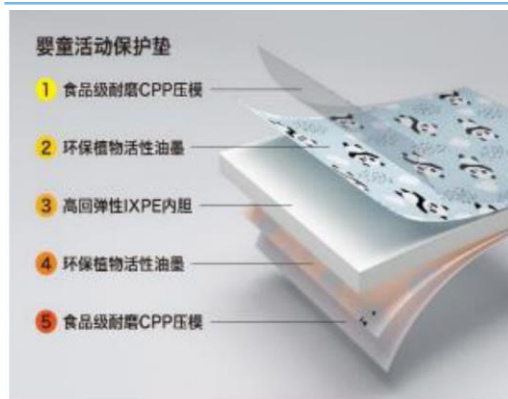
Pure Space Folder Mat - Pink

\$249.99 \$259.99

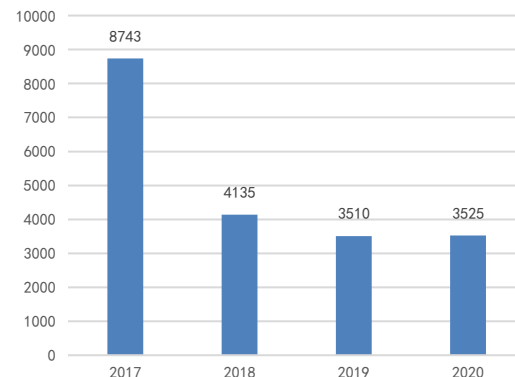
图表：XPE爬爬垫性能优越

	EVA	PVC	EPE	XPE
挥发物 (甲酰胺)	☁☁☁	☁☁	⊕⊕	⊕⊕⊕
柔软度	☹	☹☹☹	☹	☹☹
弹力	☹☹☹	☹☹☹☹	☹☹☹	☹☹☹☹☹
使用寿命	🕒🕒	🕒🕒	🕒	🕒🕒🕒
变形恢复性	↔↔	↔↔	↔	↔↔↔↔
防水性	☔☔	☔☔☔☔	☔☔☔☔	☔☔☔☔
异味	👃👃👃👃	👃👃👃	👃	无

图表：IXPE在爬爬垫中的应用



图表：中国从韩国进口爬行垫总金额(万元)



资料来源：公司公告、中国海关、Parklon官网、润阳科技招股书，太平洋证券研究院

■ **基本假设：**（1）假设公司投产顺利，2020年-2022年销量同比增速分别为22%、45%、38%；（2）假设公司产品结构持续优化，高毛利率产品销量提升，2020年-2022年IXPE产品毛利率分别为48.92%、49%、49%。（3）公司三项费用等费率基本稳定。

■ **盈利预测结果及投资建议：**我们预计公司2020-2022年归母净利分别为1.34亿元、2.02亿元和2.83亿元，CAGR达45%，对应EPS分别为1.41元、2.02元和2.83元，PE分别为31.08X、20.60X和14.69X。**考虑公司深耕IXPE细分行业，拥有规模及技术优势，未来业绩有望高增速（30%以上），给予2021年30倍PE，对应目标价60.60元，首次覆盖，给与“买入”评级。**

■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	365	430.53	624	876
(+/-%)	12.4%	17.97%	45.0%	40.4%
净利润(百万元)	116	133.62	202	283
(+/-%)	32.8%	15.36%	50.9%	40.2%
摊薄每股收益(元)	1.16	1.34	2.02	2.83
市盈率PE	37.72	31.08	20.60	14.69

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

### ■ 风险提示：

- 竞争加剧
- 需求不及预期
- 原材料价格波动
- 扩产进度及盈利不及预期

**财务报表预测**
**利润表 (百万元)**

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	365	431	624	876
营业成本	195	219	317	441
毛利	170	212	307	435
%营业收入	47%	49%	49%	50%
税金及附加	2	2	3	4
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	9	11	16	22
%营业收入	3%	3%	3%	3%
管理费用	22	34	37	52
%营业收入	6%	8%	6%	6%
研发费用	12	14	20	28
%营业收入	3%	3%	3%	3%
财务费用	1	0	0	0
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	1	0	0	0
其他收益	7	5	6	6
投资收益	3	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	-2	0	0	0
营业利润	132	155	237	334
%营业收入	36%	36%	38%	38%
营业外收支	7	5	5	5
利润总额	139	160	242	339
%营业收入	38%	37%	39%	39%
所得税费用	23	27	40	56
净利润	116	134	202	283
归属于母公司的净利润	116	134	202	283
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	1.16	1.34	2.02	2.83

**现金流量表 (百万元)**

	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	113	170	197	278
投资	0	0	0	0
资本性支出	-31	-31	-36	-39
其他	9	0	0	0
投资活动现金流净额	-23	-31	-36	-39
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	2470	0
银行贷款增加(减少)	1	-11	0	0
筹资成本	-1	0	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流净额	0	-11	2470	0
现金净流量	90	128	2630	239

**资产负债表 (百万元)**

	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	97	225	2855	3094
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	82	0	0	0
存货	15	0	0	0
预付账款	4	0	0	0
其他流动资产	3	0	0	0
流动资产合计	201	226	2856	3094
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	87	87	87	87
无形资产	83	83	83	83
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	5	5	5	5
其他非流动资产	81	117	159	203
资产总计	458	519	3190	3472
短期借款	11	0	0	0
应付票据及应付账款	41	0	0	0
预收账款	1	0	0	0
应付职工薪酬	5	0	0	0
应交税费	11	0	0	0
其他流动负债	4	0	0	0
流动负债合计	73	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	2	2	2	2
其他非流动负债	22	22	22	22
负债合计	97	24	24	24
归属于母公司的所有者权益	386	520	3191	3474
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	386	520	3191	3474
负债及股东权益	483	544	3216	3498

**基本指标**

	1.16	1.34	2.02	2.83
EPS	1.16	1.34	2.02	2.83
BVPS	3.86	5.20	31.91	34.74
PE	0.00	31.08	20.60	14.69
PEG	0.00	2.02	0.40	0.37
PB	0.00	7.98	1.30	1.20
EV/EBITDA	-0.64	19.19	24.95	16.83
ROE	30%	26%	6%	8%

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	<u>王均丽</u>	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	<u>杨晶</u>	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	<u>查方龙</u>	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610) 88321761/88321717

传真：(8610) 88321566