

海象新材(003011.SZ)深度报告

乘海外经济复苏之风，向PVC地板外贸龙头进发

银河证券研究院 零售轻工团队
李昂, 甄唯萱, 章鹏
2021.3

我们与市场观点的“同”与“不同”

行业尚处高速发展阶段

尽管全球LVT（豪华乙烯基地板）于1970年问世，但PVC地板真正崛起是借助2012年WPC（木塑地板）与2017年SPC（石塑地板）两大硬核弹性地板对强化复合地板、硬木地板以及地毯所形成的替代效应，预计未来全球PVC地板市场规模仍将依靠美、欧等发达国家的渗透率提升保持优于全球地面装饰材料市场规模的增速水平继续成长。

公司产能扩张匹配行业高速发展

公司上市前依靠银行借款与自筹资金完成了初步的产能布局，但鉴于美欧等发达国家对PVC地板需求仍处高速增长阶段，公司上市募投项目中对年产2000万平方米生产线的布局将助力公司更好地匹配高胀的需求，分享行业高速发展的红利。

全球与美国市场2025年规模预测

考虑到全球经济增速未来大概率仍将维持一定稳定增长，并且全球地面装饰材料市场销售量变化趋势过往8年内均保持较为稳定增长，在此基础上结合全球PVC地板销量渗透率呈现出稳步提升的趋势以及美国市场独占全球PVC市场鳌头的现状，我们测算得出全球/美国弹性地板产值规模2025年或可高达307/153亿美元。

管理层市场嗅觉敏锐且执行能力强大

2013年至今，公司凭借前期对设备与技术的投入以及和产业内优质资源合作的方式实现高速增长，花费不到7年时间营收便近10亿元，在此过程中公司还大幅降低了客户资源对外依赖程度并主动调整研发方向实现降本增效，为后续发展奠定基础。同时，公司还对行业未来发展进行积极展望并提早布局，争取先发优势。



一、公司概况

二、行业概况——PVC引领地面装饰行业替代潮，美欧中掌控全球需求与供给核心

三、核心竞争力——研发与市场嗅觉共筑产品先发优势，客户资源自主可控奠定高速发展根基

四、发展潜力——行业短期楼市销售火热催化与长期渗透率提升逻辑并存，公司积极扩产匹配需求

五、财务与估值分析

一、公司概况

(一) PVC地板外贸代加工企业，规模与业绩高速增长

■ 自2013年成立至今，公司始终专注于PVC地板外贸代加工领域，16-19年规模与业绩CAGR分别为60.38%/94.39%，尚处高速发展阶段。

表：公司成立至今大事件

时间	事件
筹备期	公司实控人王周林先生在设立本公司前对PVC地板行业进行了深度调研，在对产品特性、未来市场发展趋势以及制造工艺等方面做出独立判断后， 并对当时国内传统制造工艺进行改进。
2013年12月	公司前身浙江晶美建材科技有限公司成立，海橡集团持股85%，戴会斌持股7.5%，章树红持股7.5%。戴会斌与章树红为浙江晶通的实际控制人，浙江晶通早已进入PVC行业多年，因自身产能不足，寻找代工厂商合作，故而公司成立之初主要为其提供代工业务。
2014年	公司定制了较为先进的PVC地板生产设备，在试生产后成为国内PVC地板行业中较早使用 冷热分机设备 生产PVC地板的企业，前期 主要为其他国内PVC地板供应商（如浙江晶通、浙江天振）提供OEM业务。
2015年4月	经朋友介绍，公司得知良友木业有意寻找PVC地板供应商进行合作，公司也希望开拓PVC地板主要消费市场客户，因此双方很快达成合作意向， 公司成为良友木业独家PVC地板供应商 ，同时保证对其优先供货。
2016年7月	戴会斌与章树红合计向公司现任董事长王周林先生转让15%股份。
2016年8月	公司向海橡集团收购WPC生产线 ，主要是由于2015年下半年公司看好WPC赛道，但因晶美有限股东间经营理念不同，故而由海橡集团先行购买进行生产，后续由公司以原价向海橡集团购买。
2017年7月	公司购置了SPC生产线 ，并开始进行试生产。
2017年9月	海橡集团向王周林等34位自然人转让85%股权，同时王周林与晶美投资向公司增资1500万元，完成后王周林持股44.14%，晶美投资持股（员工持股平台）18.33%，鲁国强持股7.77%，陈建良持股7.61%，其他自然人持股2.15%。
2017年10月	公司董事会秘书金俊向公司增资55万元。
2017年12月	公司设立Kimay Floor Inc全资子公司，用于及时了解美国市场动态。
2018年2月	公司整体变更为股份有限公司。
2018年5月	公司向海橡鞋材收购原先承租的部分厂房、办公楼和宿舍。
2018年8月	左建明等14人与弄潮儿投资向公司增资945万元。
2019年8月	公司于香港设立香港海欣负责越南子公司的销售。
2019年9月	公司于 越南设立越南海欣全资子公司 ， 负责建设PVC地板生产基地 ，主营PVC地板的研发、生产与销售。

图：2016-2020Q3公司规模与业绩同步高速扩张（亿元，%）



资料来源：公司招股说明书，Wind，中国银河证券研究院整理

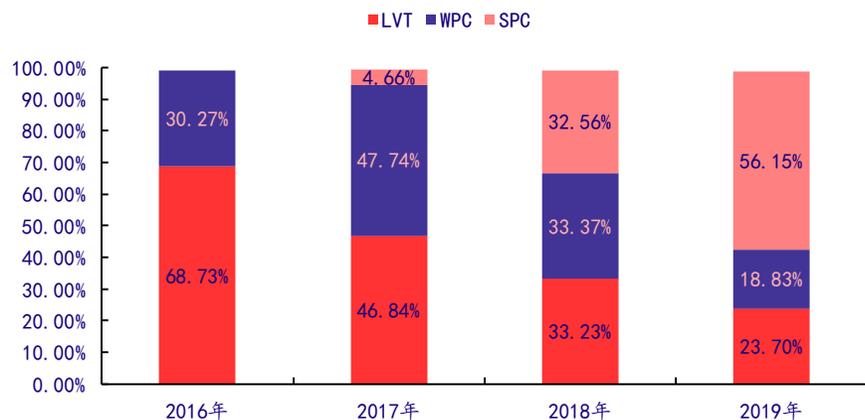
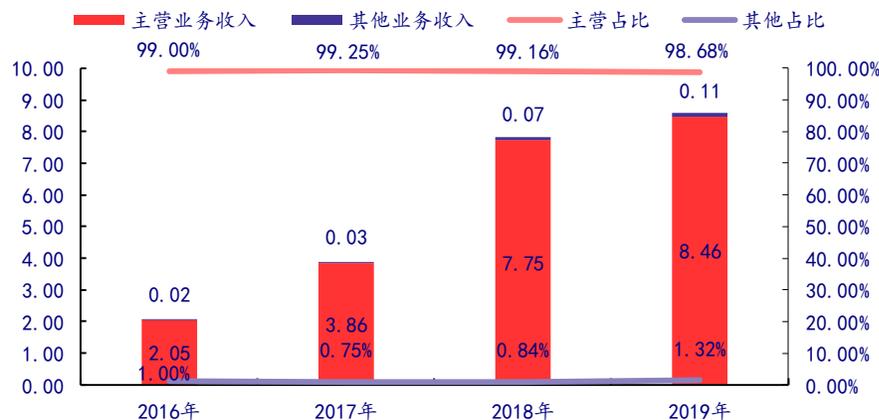
(二) 公司主营明确，核心产品2次升级后SPC暂为主导

- 公司主营PVC地板外贸代加工业务，而该主营业务占比自16年起便维持98%+，主营地位明晰；核心产品则是在13年“毒地板”事件的驱动下完成从LVT转向WPC再到SPC，19年SPC占比过半。

表：公司主营及其他业务概况

产品名称	详情	特点
PVC地板	公司产品主要用于建筑物的室内地面装饰，产品功能与传统木地板、瓷砖等地面装饰材料相似。PVC地板由高分子材料聚氯乙烯（PVC）加工制成，广泛应用于商场、酒店、写字楼、医院、学校、体育场馆等公共建筑以及住宅。	PVC地板具有环保、可回收利用、安装简便、耐磨、防潮、防滑和防火阻燃等优点。
LVT地板	Luxury Vinyl Tile（高端PVC），主要由UV层、透明耐磨层、印花面料层、PVC中料层以及基底平衡层构成，是目前最为传统的PVC地板之一。	绿色环保；超强耐磨；高弹性和超强抗冲击；防火阻燃；保养方便；防水防潮。
WPC地板	Wood Plastic Composite（木塑地板），主要由UV层、透明耐磨层、印花面料层、PVC中料层、WPC基材层构成。	由于WPC基材层通过PVC树脂粉与发泡剂制成，具有材质较轻，便于运输安装的优点；部分WPC地板通过加设基层，达到静音的效果。
SPC地板	Stone Plastic Composite（石塑地板），主要由UV层、透明耐磨层、印花面料层、SPC基材层构成。	SPC的基材层通过重钙粉与PVC粉混合，具有更好的尺寸稳定性以及抗冲击性；部分SPC地板通过加设基层，达到静音效果。
其他产品		包括踢脚线及展板
其他业务		包括原材料销售收入

图：16-19年主营业务明晰，SPC贡献过半营收（亿元，%）



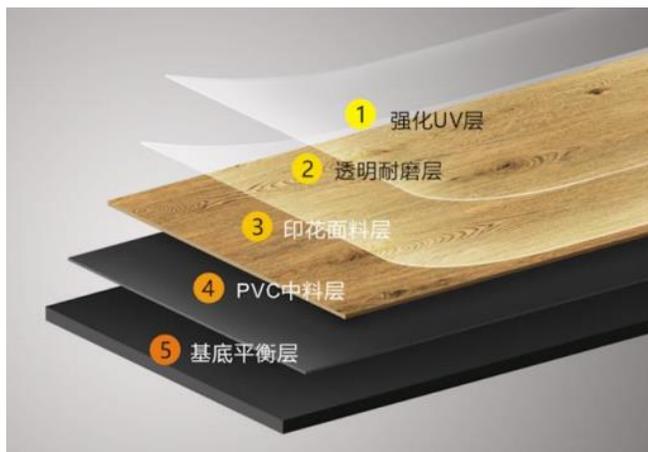
资料来源：公司招股说明书，Wind，中国银河证券研究院整理

(二) 公司主营明确，核心产品2次升级后SPC暂为主导

- 公司主营PVC地板外贸代加工业务，而该主营业务占比自16年起便维持98%+，主营地位明晰；核心产品则是在13年“毒地板”事件的驱动下完成从LVT转向WPC再到SPC，19年SPC占比过半。

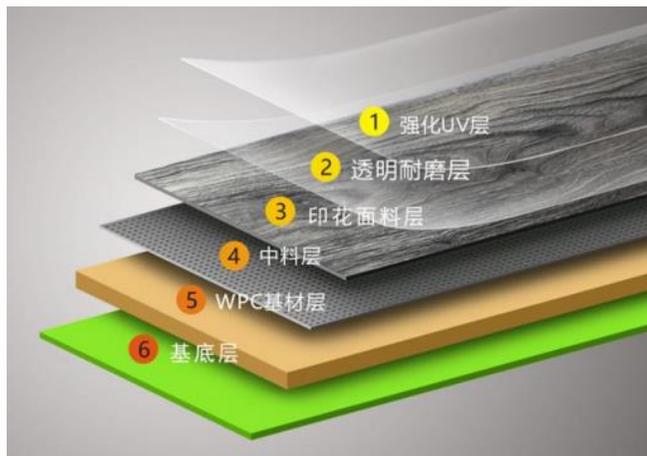
表：公司产品图解拆分

LVT地板



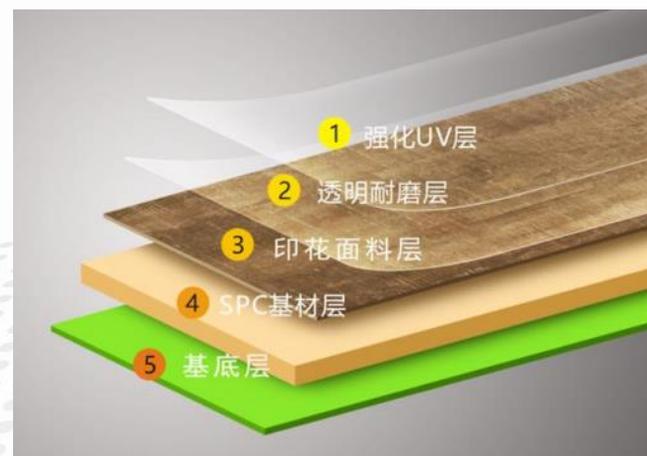
较木地板与地毯的优点：防水、防潮、防霉、耐磨、阻燃
较普通卷材塑胶地板的优点：更厚、更耐久、更易替换

WPC地板



与LVT之间差异：混料过程中添加发泡剂
较LVT优点：兼顾LVT的柔韧性并兼顾木材的二次加工属性，可锯、可刨、用钉子固定等

SPC地板

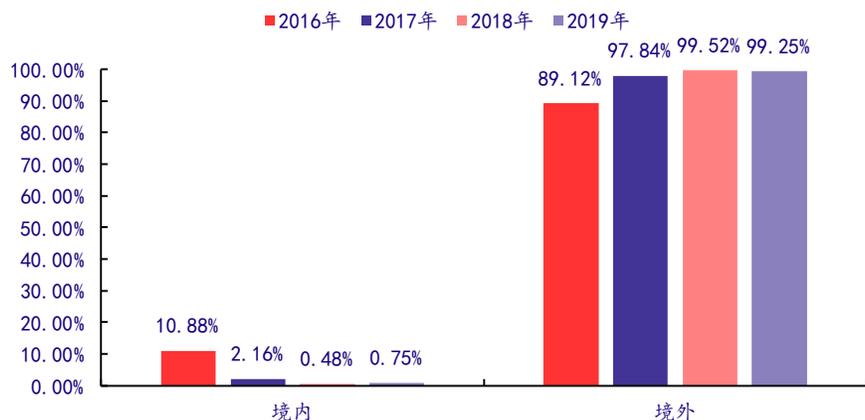


与LVT之间差异：混料比例中重钙粉占比高
较WPC与LVT优点：兼顾LVT的柔韧性并解决了WPC环境稳定性较差的问题

(三) 外贸代加工模式为主，客户集中于北美与欧洲

■ 自成立以来，公司以外贸为核心市场，客户集中于北美、欧洲地区；销售模式主要以代工为主。

图：16-19年公司主要以外贸出口模式为主（%）



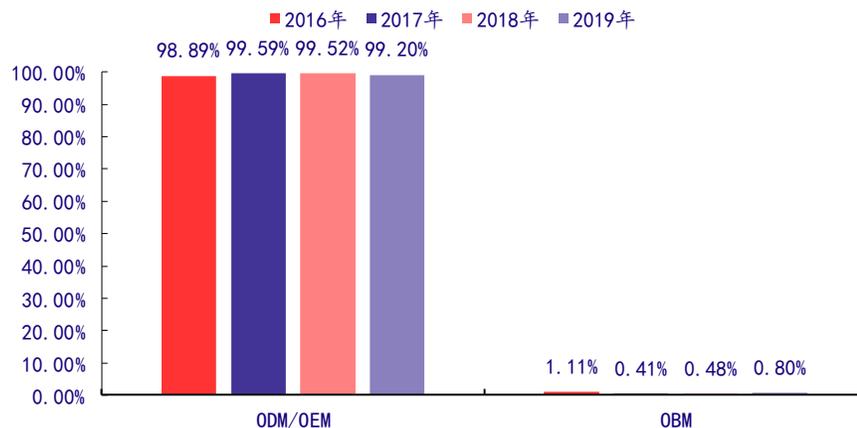
表：公司境外收入按地区拆分详情（%）

境外收入结构	2016年	2017年	2018年	2019年
北美洲		56.09%	60.47%	56.24%
美国	33.88%	43.27%	50.06%	46.70%
加拿大		12.82%	10.41%	9.54%
欧洲		43.12%	37.66%	41.14%
其他		0.79%	1.87%	2.62%

表：公司营业收入按销售模式拆分详情（亿元）

按销售模式划分	2016年	2017年	2018年	2019年
ODM/OEM	2.04	3.87	7.77	8.51
直接销售	1.36	2.64	5.90	7.22
贸易商销售	0.68	1.24	1.87	1.29
OBM	0.02	0.02	0.04	0.07
直接销售	0.02	0.02	0.03	0.06
贸易商销售	0.00	0.00	0.01	0.01
合计	2.07	3.89	7.81	8.58

图：16-19年公司代工销售模式始终占据绝对主导（%）



资料来源：公司招股说明书，Wind，中国银河证券研究院整理

(四) 董监高、发起人与核心员工均已入股，激励充分



表：截止2020年9月30日，公司前十大股东情况

排名	股东名称	方向	持股数量 (万股)	持股数量变 动(万股)	占总股 本比例 (%)	持股比 例变动 (%)	股本性质
1	王周林	不变	1986.39	-	27.08	-	境内自然人
2	海宁晶美投资管理合 伙企业(有限合伙)	不变	825.00	-	11.25	-	境内非国有 法人
3	鲁国强	不变	349.45	-	4.76	-	境内自然人
4	陈建良	不变	342.49	-	4.67	-	境内自然人
5	海宁市弄潮儿股权投 资合伙企业(有限合 伙)	不变	270.00	-	3.68	-	境内非国有 法人
6	沈财兴	不变	218.56	-	2.98	-	境内自然人
7	左建明	不变	136.00	-	1.85	-	境内自然人
8	潘建明	不变	96.36	-	1.31	-	境内自然人
9	冯月华	不变	9.97	-	1.27	-	境内自然人
10	叶时金	不变	90.00	-	1.23	-	境内自然人
合计			4324.22		60.08		

■ 本次IPO融资募投项目：

①年产2000万平方米PVC地板生产基地，总投资4.75亿元，拟使用募投资金4.75亿元；

②研发中心，总投资5989万元，拟使用募投资金5989万元；

③补充流动资金，拟使用募投资金8000万元；

资料来源：公司招股说明书，Wind，中国银河证券研究院整理

表：公司董监高及自然人股东履历与持股情况（截止2020年9月30日）

董事会成员	职务	履历	持股比例
王周林	董事长兼总经理（代行董事 会秘书职务）	曾在海宁橡塑、海宁橡塑实业、海宁海象集团、海宁海象鞋材、晶美有限担任多项职务，18年2月起出任公司董事长兼总经理	直接持股1986.39万股， 间接持股435.77万股， 合计持有2422.16万股， 持股比例33.03%
王淑芳	董事兼副总经理（分管营销）	曾在海宁市环境保护监测站、晶美有限担任多项职务，18年2月至今出任公司董事兼副总经理。	间接持股40.01万股， 持股比例0.55%
鲁国强	董事	曾在海宁橡塑、海宁橡塑实业、海宁海橡集团、海宁海象鞋材担任多项职务，18年2月起担任公司董事	直接持股349.45万股， 持股比例4.76%
王雅琴	董事兼副总经理（财务总监）	曾在海宁橡塑、海宁海橡集团、海宁海象鞋材、晶美有限担任多项职务，18年2月起担任公司财务总监	间接持股40.01万股， 持股比例0.55%
高管	职务	履历	持股比例
王周林	董事长兼总经理（代行董事 会秘书职务）	同上	同上
王淑芳	董事兼副总经理（分管营销）	同上	同上
蒋金祥	副总经理（分管境内生产）	曾在海宁橡塑实业、海宁海橡集团、海宁海象鞋材、晶美有限担任多项职务，18年2月至今担任公司副总经理	间接持股40.01万股， 持股比例0.55%
王雅琴	董事兼副总经理（财务总监）	同上	同上
许一斌	副总经理（分管销售）	曾在浙江江南要素交易中心，晶美有限担任多项职务，18年2月起担任公司销售经理、监事，现任公司副总经理	间接持股19.97万股， 持股比例0.27%
李延延	副总经理（分管越南厂）	曾在晶美建材科技有限公司、本公司担任多项职务，19年9月至今担任越南海欣新材料有限公司厂长	无
自然人股东	职务	持股比例	
陈建良	海宁海橡集团监事，公司主 要发起人之一	直接持股342.49万股，持股比例4.67%	
沈财兴	海宁海橡集团董事	直接持股218.56万股，持股比例2.98%	
左建明	海宁当地企业家	直接持股136万股，持股比例1.85%	
潘建明	海宁海象集团监事	直接持股96.36万股，持股比例1.31%	
冯月华	海宁海象集团监事	直接持股92.97万股，持股比例1.27%	
叶时金	王周林朋友	直接持股90万股，持股比例1.23%	

注：王周林与王淑芳为父女关系

(五) 业务主要以母公司开展，后续需关注2家子公司

- 公司未来需持续关注的子公司为：1) 海宁海象新材料有限公司；2) 越南海欣新材料有限公司；
- 公司实控人参控股企业中需持续关注的为：1) 公司与海橡集团和海橡鞋材间关联交易情况；2) 晶美投资，员工持股平台持股。

表：本公司参控股子公司情况

序号	公司名称	业务详情	公司持股
1	浙江海象进出口有限公司	向母公司采购PVC地板并进行出口销售	100%
2	海宁海象新材料有限公司	上市首发募投项目年产2000万平方米实施主体	100%
3	Kimay Floors Inc.	为及时了解市场动态在美国设立销售平台	100%
4	香港海欣新材料有限公司	为负责越南子公司销售	100%
5	越南海欣新材料有限公司	扩大生产规模与产能布局	100%

表：公司实控人王周林参控股其余企业情况

序号	公司名称	业务详情	实控人持股比例
1	海橡集团	主要从事橡胶制品的研发、生产和销售业务，主要是为海橡鞋材半成品提供后道美化加工、成型底加工	33.78% (实控人)
2	海橡集团进出口	主要从事鞋材的出口业务，海橡集团全资子公司	33.78% (实控人)
3	海橡鞋材	主要从事高档仿革底片大片、小片系列、橡胶鞋底等产品的生产和销售，海橡集团全资控股	33.78% (实控人)
4	成都海橡	目前无生产经营业务	75.50% (实控人)
5	晶美投资	除持有公司股权外，未从事其他业务	52.82% (第一大股东)
6	浙江德西瑞新能源科技	多晶硅太阳能电池片的研发、生产、销售和代工服务，海宁海象集团持股26.67%	王周林出任董事长，无实控人

二、行业概况——PVC引领地面装饰行业替代潮，美欧中三国掌控全球需求与供给核心



(一) 全球地面装饰材料市场规模2020年可破3300亿美元，18年末PVC板材市场规模占比已达10%

■ 全球地面装饰材料市场规模截止18年已达到3021.1亿，15年-18年CAGR达到4.80%，预计2020年全球市场规模可达3317.8亿美元；2018年，PVC板材销量占全球地面装饰材料总销量的10%。

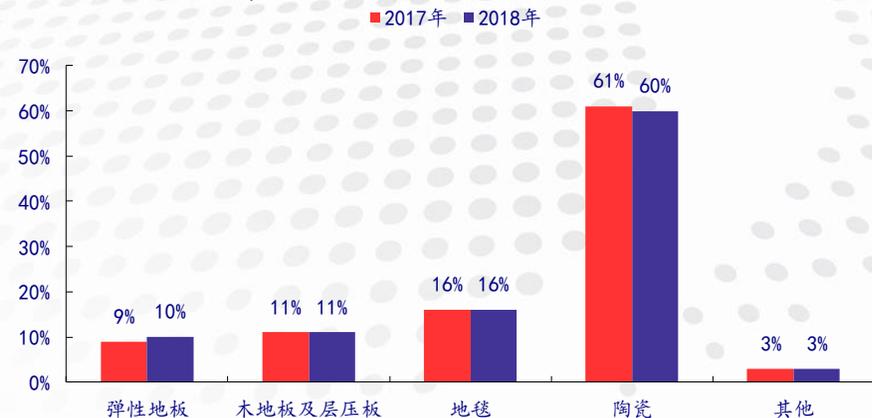
表：地面装饰材料行业细分品类特性对比

细分品类	观感	舒适度	安装便利性	保养	使用寿命	价格
木地板	天然，花色独一无二	脚感舒适	较繁杂	较繁杂	较长	高
瓷砖	非天然	质地冰凉，防滑性差	较繁杂	简便	长	适中
天然石材	天然	质地冰凉，防滑性差	较繁杂	简便	长	高
地毯	非天然	脚感舒适	简便	较繁杂	短	高
PVC地板	天然	脚感舒适	简便	简便	长	适中

图：2015年-2020E全球地面装饰材料市场规模（亿美元，%）



图：按销量拆分，17-18年全球地面装饰材料市场结构（%）

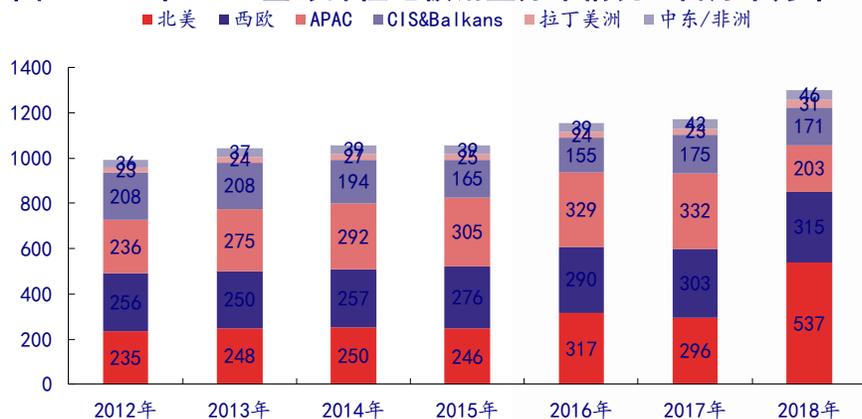


资料来源：公司招股说明书，Tarkett Registration Report，Wind，中国银河证券研究院整理

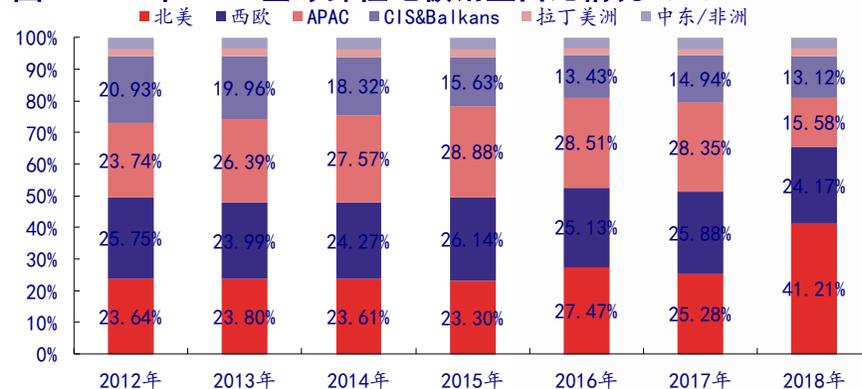
(二) 北美及西欧分列全球弹性地板销量前二，美国弹性地板产值与占地面装饰材料比重持续攀升

■ 截止18年末全球弹性地板销量达到13.03亿m²，其中北美与西欧销量为5.37/3.15亿m²，占全球41.21%/24.17%的需求份额；19年末，美国弹性地板规模突破64亿美元，13-19年CAGR为15.92%。

图：2012年-2018全球弹性地板销量分布情况（百万平方米）



图：2012年-2018全球弹性地板销量占比情况（%）



图：2013年-2019年美国弹性地板市场产值规模（亿美元，%）



图：07年、12年、18年美国地面装饰材料市场产值分布（%）

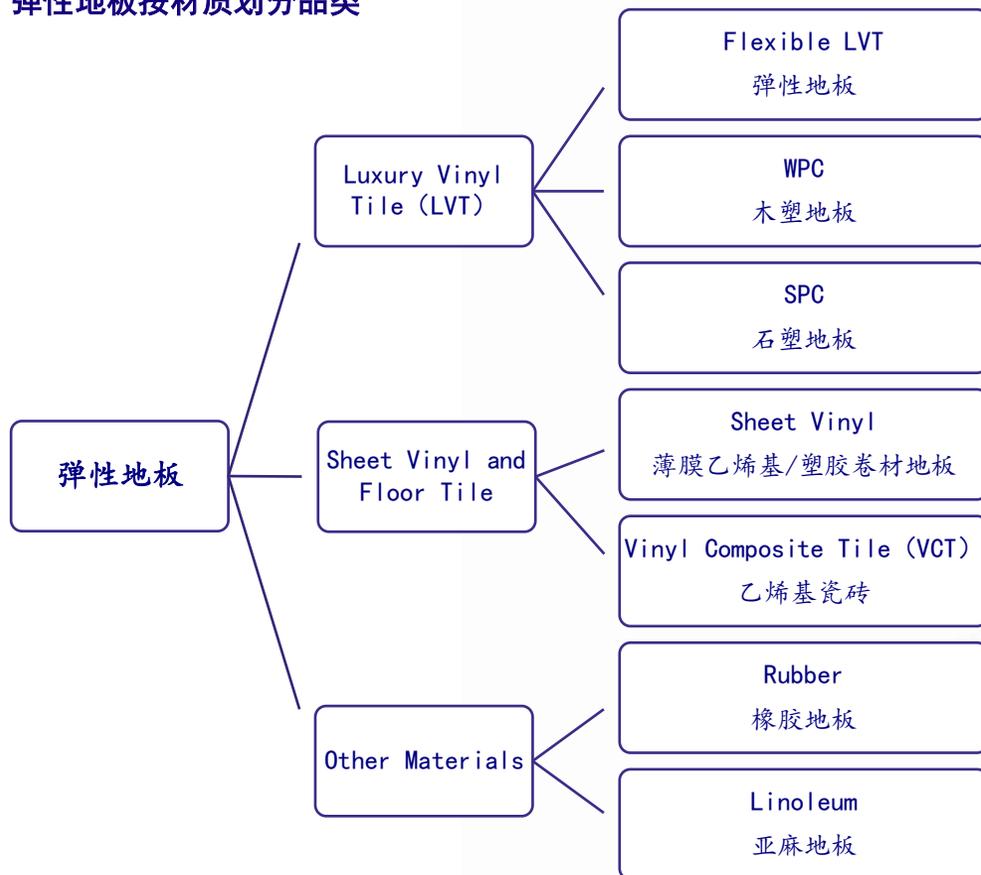


资料来源：公司招股说明书，Tarkett Registration Report，中国银河证券研究院整理

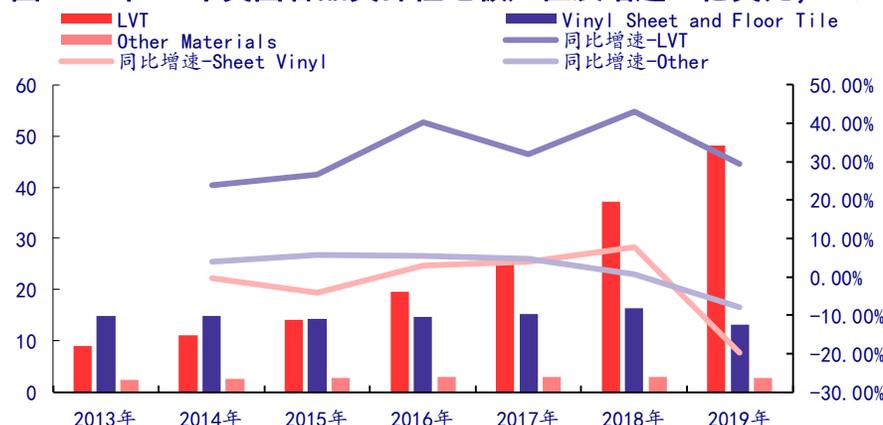
(三) 美国弹性地板中LVT增长迅猛，截止19年末占弹性地板市场过7成份额

■ 美国LVT板材产值16年超越普通乙烯基卷材/块材成为核心品类，19年产值48.04亿美元，13-19年CAGR 32.32%，远超同期弹性地板整体15.92%水平。

图：弹性地板按材质划分品类



图：13年-19年美国各品类弹性地板产值及增速（亿美元，%）



图：13年-19年美国各品类弹性地板产值占比（%）

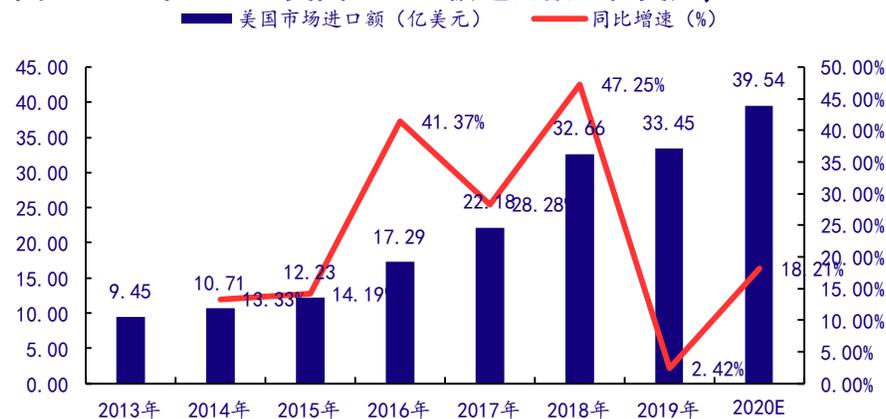


资料来源：Floor Covering Weekly，中国银河证券研究院整理

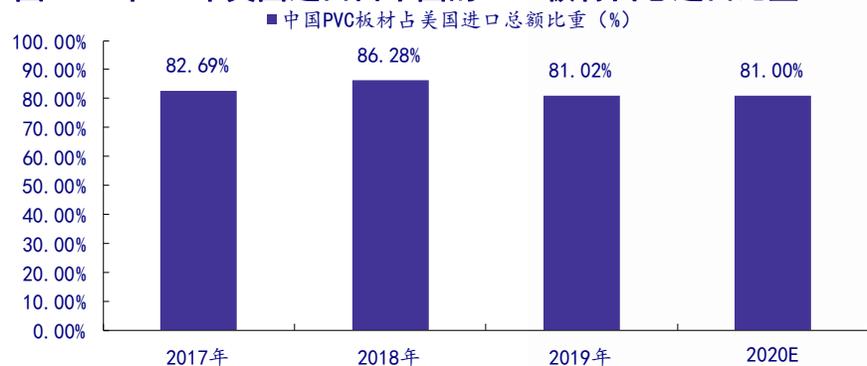
(四) 美国PVC地板进口依赖度极高且我国板材制造商对美出口占比过半，中美双方利益深度绑定

■ 截止20年，美国PVC地板进口额预计为39.54亿美元，14-20E CAGR 24.32%，其中超过80%来自中国；截止20年，我国PVC地板出口额为55.56亿美元，14-20年CAGR 18.85%，其中近58%出口美国；

图：2013年-2020E美国PVC地板进口额（亿美元，%）



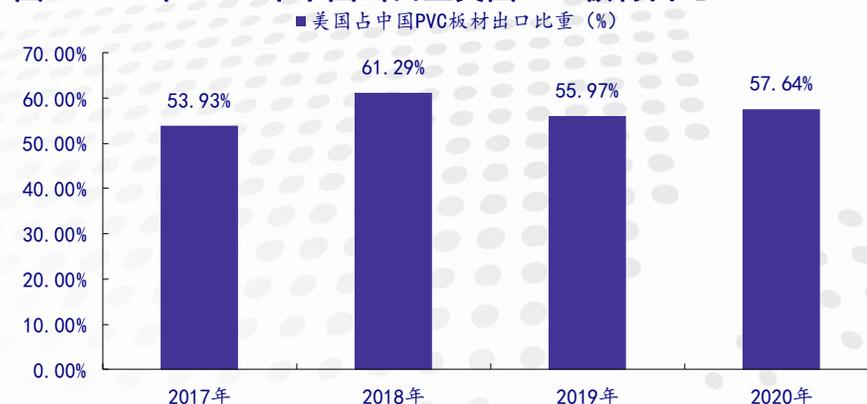
图：17年-19年美国进口自中国的PVC板材占总进口比重 (%)



图：14年-21年2月我国PVC地板累计出口总额（亿美元，%）



图：2017年-2020年中国出口至美国PVC板材占比 (%)



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院整理

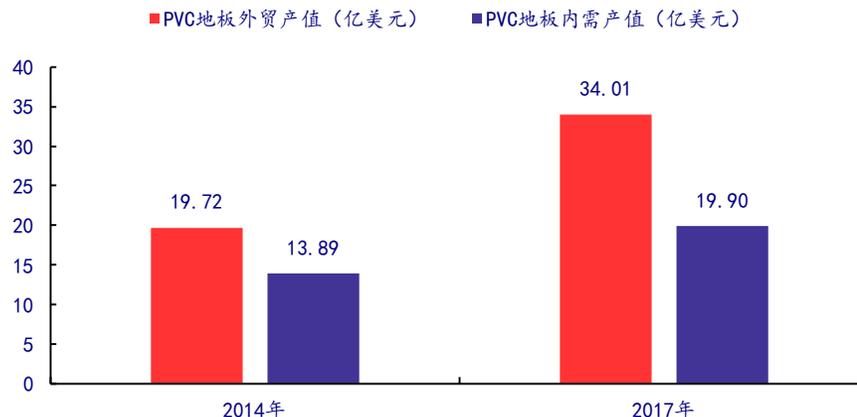
(五) 产业链上中游均自主可控，下游需求依靠外贸促成我国PVC地板外贸出口优势地位

■ 产业链各环节特点：上游核心原料国产自给率破100%，中游制造自主制造为主且国产设备能满足基本生产要求，下游销售内需市场仍待开发，外贸受益海外需求提升蓬勃发展，我国优势明显；

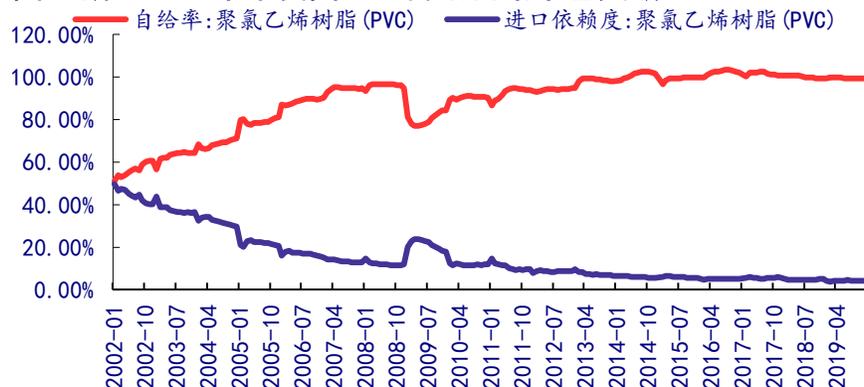
图：站在国内制造商角度看产业链环节划分



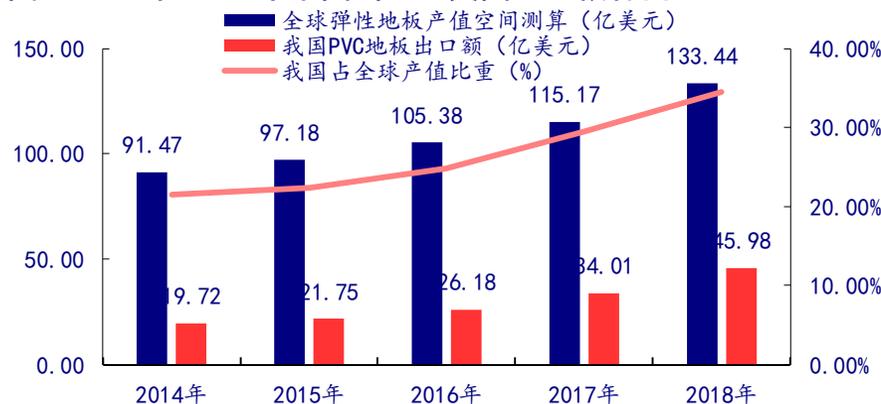
图：PVC地板外贸与内需市场产值规模情况（亿美元）



图：截止2019年末我国PVC树脂自给率已突破100%（%）



图：2017年-2019年中国出口至美国PVC板材占比（%）

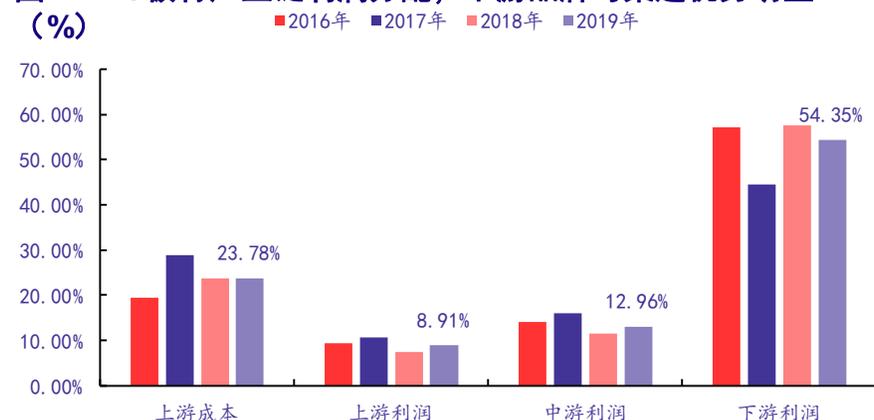


资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院整理

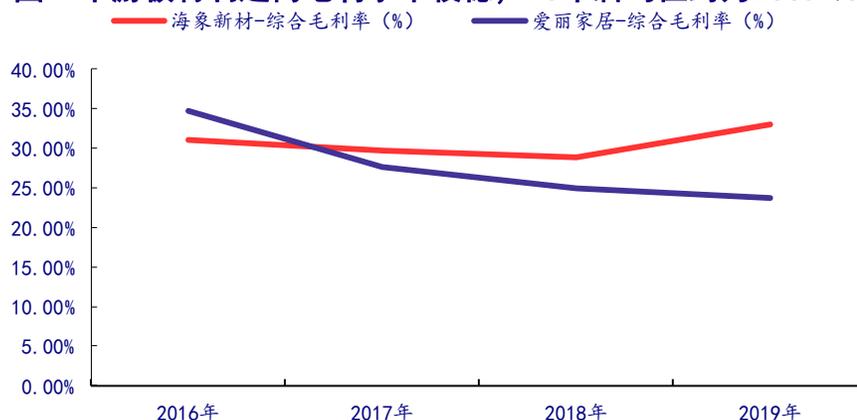
(六) 产业链利润分配品牌与渠道把握主导权，中上游 利润水平相近，毛利率维持30%上下

■ 产业链各环节利润分配情况：上游原料为大宗商品且为人工合成材料成本偏低，中游代工与品牌制造模式附加值相近，下游渠道利润空间丰厚。（出厂价5-12美元，终端零售价可达20-40美元）。

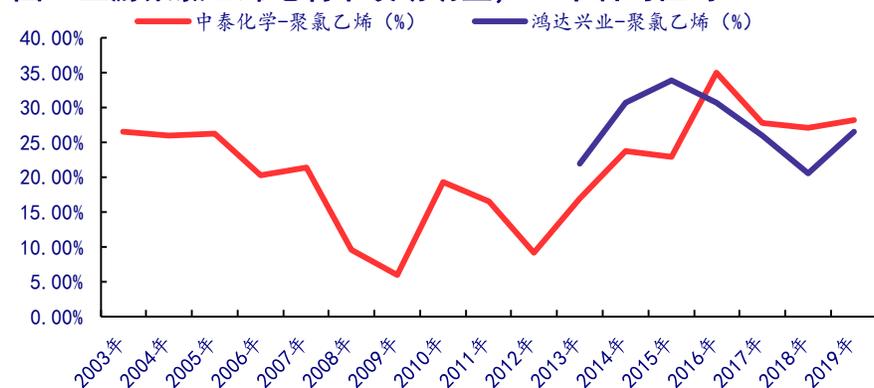
图：PVC板材产业链利润分配，下游品牌与渠道优势明显 (%)



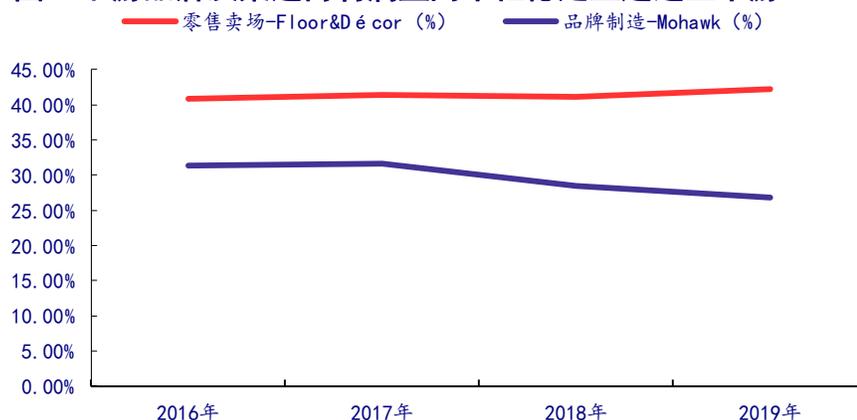
图：中游板材制造商毛利水平较稳，16年后均值约为29% (%)



图：上游聚氯乙烯毛利率波动明显，13年后均值约25% (%)



图：下游品牌及渠道商利润空间中枢稳定且远超上中游 (%)



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院整理

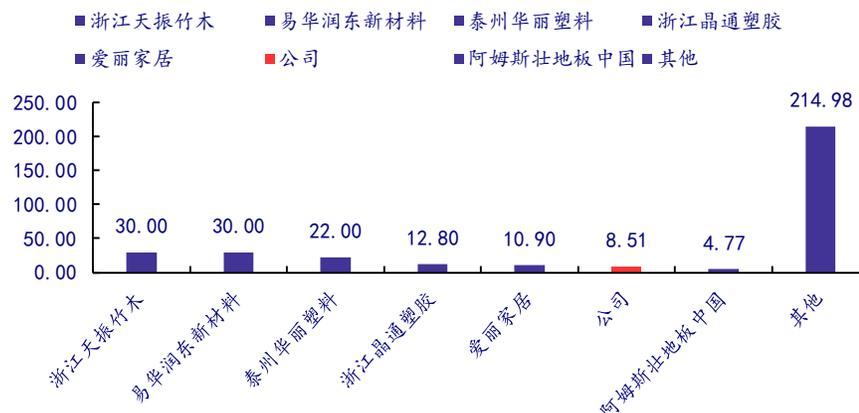
(七) 境内PVC地板代工竞争压力尚可，可统计销售额的7家企业合计贡献2019年34%外贸份额

■ **竞争格局：**我国竞争格局中不乏台资与美资身影，但内资仍占据相对主导地位，截止19年末可统计销售额的境内7家企业合计占外贸总额的33.98%，暂列首位的浙江天振竹木份额为8.98%。

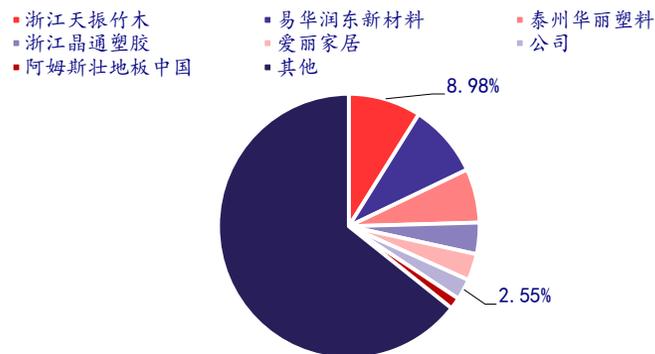
表：公司境内竞争对手基本情况

序号	境内竞争对手	成立时间	所属国家或地区	是否上市
1	泰州市华丽塑料有限公司	1995年	中国浙江泰州市	否
2	张家港市易华润东新材料有限公司	1999年	中国江苏张家港市	否
3	爱丽家居	1999年	中国江苏张家港市	是
4	浙江天振竹木开发有限公司	2003年	中国浙江安吉市	否
5	上海劲嘉建材科技有限公司	2003年	中国上海市（台资）	否
6	阿姆斯壮地面材料（中国）有限公司	2010年	中国江苏（美资）	母公司美国上市
7	美喆国际	2010年	中国台湾（台资）	是
8	江苏锐升新材料有限公司	2013年	中国江苏丹阳市	否
9	本公司	2013年	中国浙江嘉兴市	是

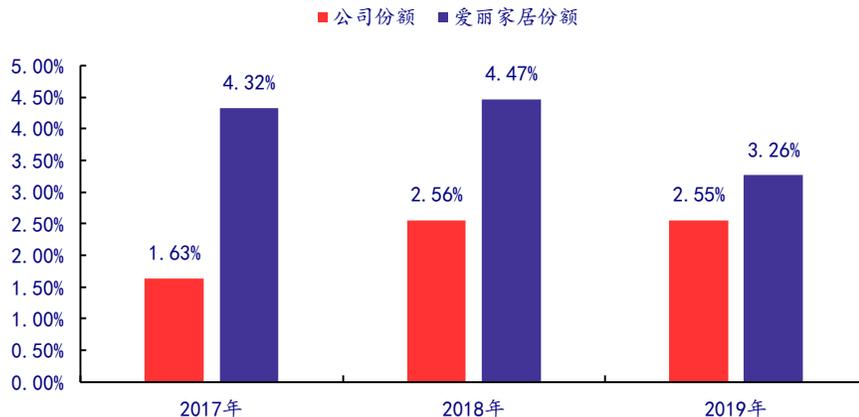
图：公司及竞争对手最新年度销售额数据（亿元，公司为19年）



图：公司及竞争对手占我国PVC板材外贸出口总额比重（%）



图：公司占PVC外贸市场份额持续攀升追赶领先集团（%）



资料来源：公司招股说明书，公司官网，公司公告，中国银河证券研究院整理

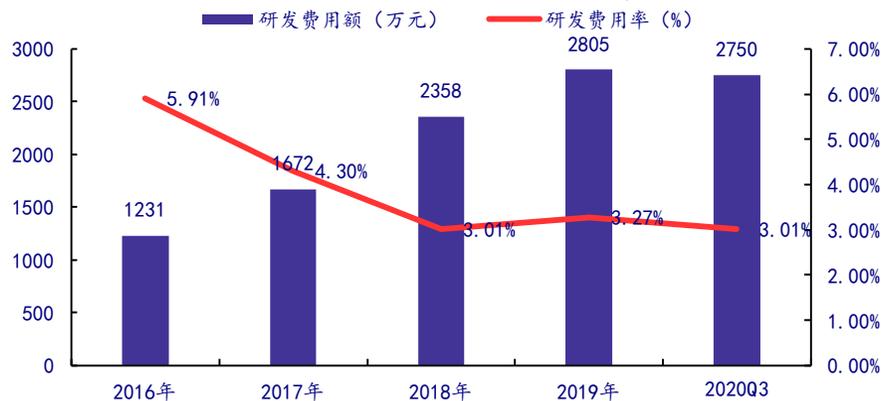
三、核心竞争力——研发与市场嗅觉共筑产品先发优势，客户资源自主可控奠定高速发展根基



(一) 持续投入研发优化生产效率，配合愈发敏锐的市场嗅觉迅速把握市场主流趋势

■ 公司以后来者的身份进入行业后始终保持对研发的高投入，重心由筹备阶段对设备改进转向对工艺细节的优化与新材料的研究，确保公司能够持续提升自身对市场动态与新机遇的把控能力。

图：公司研发费用与研发费用率情况（万元，%）



表：公司专利情况及目的为提升生产效率的专利占比 (%)

发明专利	实用新型专利	用途
1 一种锁扣型PVC地板的加工设备	一种PVC多层复合地板热压系统的带定位功能的承载盘	增效
2 一种锁扣型PVC地板的开槽装置	一种PVC多层复合地板的热处理系统	增效
3 带侧部定位结构和侧部压紧结构的锁扣型地板的加工设备	一种PVC多层复合地板热处理系统的除水装置	增效
4	一种PVC片材压延系统的喂料装置	增效
5	一种高效地板输送装置	增效
6	一种石木塑地板加工流水线	增效
合计占比	5项 60%	12项 50%

表：公司在研项目及详情

项目名称	项目内容	所处阶段
轻质塑胶地板	目前市场上的塑胶地板都是采用聚氯乙烯为主体材料加工而成，当产品在燃烧时会释放出大量的氯化氢气体，对环境和人体会产生危害，在某些特定的场所无法使用，本项目为了解决产品的在遇到燃烧情况时，降低其氯化氢的排放，减少对人体和环境的危害，同时降低产品的整体密度，便于铺装和运输，降低成本。	实验阶段
低膨胀系数弹性塑胶地板	目前市面上的塑胶地板仅用于室内地面，由于其材料特性的影响，导致地板尺寸变化受温度的影响较大，不适用于地暖、阳光房等温度高的场所。本项目目的在于提供一种低膨胀率塑胶地板，具有较低的热膨胀系数，可用于阳光房、地暖、长期高温的地面场所。	实验阶段

表：公司涉足产品系列首次面世时间与公司初次布局时间

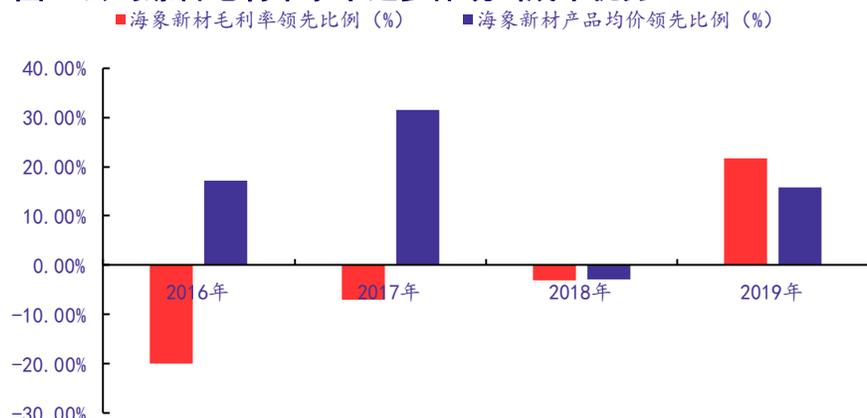
上市时间	美国	公司	时间差距
LVT地板	1970年	2013年	43年
WPC地板	2012年	2016年	4年
SPC地板	2016年	2017年	1年

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院整理

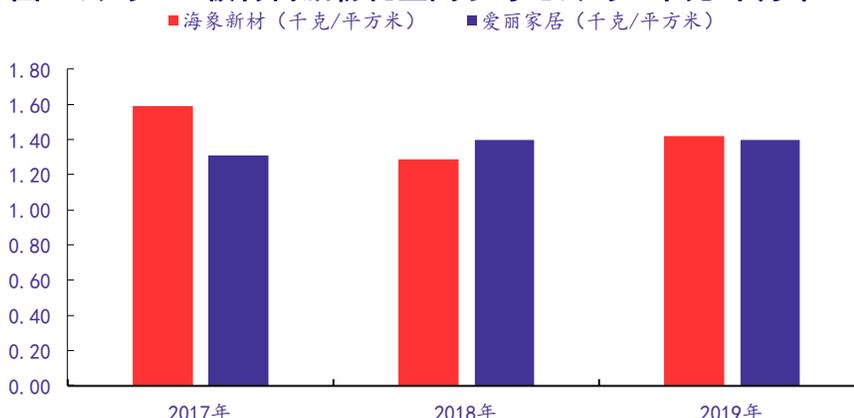
(一) 持续投入研发优化生产效率，配合愈发敏锐的市场嗅觉迅速把握市场主流趋势

■ 公司综合毛利率水平在核心原料树脂粉单位耗量高的情况下依靠制造与人工成本的规模化与效率提升实现由原先**高单价低毛利**向**高单价高毛利**的转变，凸显出研发聚焦增效带来的成本优化。

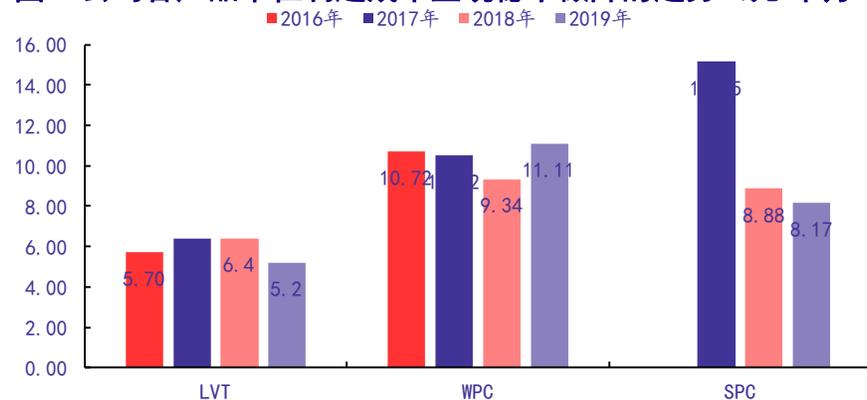
图：公司综合毛利率水平逐步体现出成本优势（%）



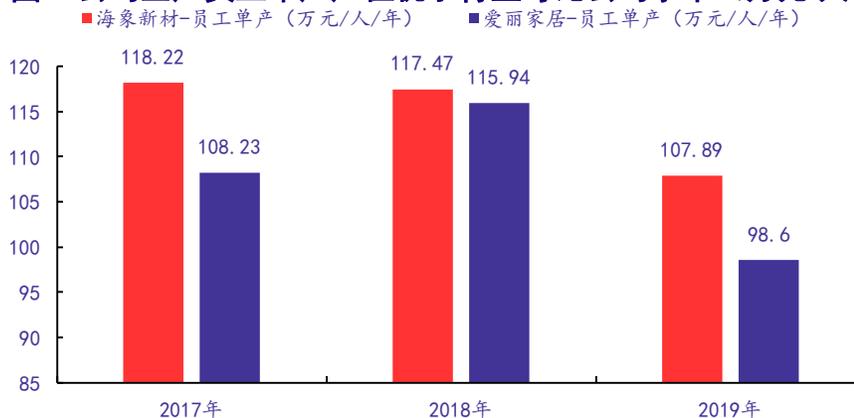
图：公司PVC板材树脂粉耗量高于可比公司（千克/平方米）



图：公司各产品单位制造成本呈现稳中微降的趋势（元/平方米）



图：公司生产员工单产产值优于行业可比公司水平（万元/人/年）



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院整理

(二) 逐步从默默无闻走向舞台中央，一步步介入大客户体系以便借其认可背书增强对中小企业议价权

- 公司销售体系已完成由成立初期对外依赖程度极高向自主可控的转换，前五大客户均已为公司直供客户且其中3家企业为公司自主拓展，彰显出公司销售体系已日益成熟与独立。

图：公司销售模式变迁情况

表：公司2016年-2019年前五大客户（标红为居间人介绍）

2013年-2015年	2015年-2018年	2018年-至今
<ul style="list-style-type: none"> • 凭借资金与技术优势成为浙江晶通、浙江天振代工厂，间接为海外客户进行代工生产，自主掌控的客户资源较少 	<ul style="list-style-type: none"> • 与实木复合地板外贸企业良友木业展开深度合作 • 凭借其在北美地区实木复合地板的客户背书获取PVC地板订单，再经由良友木业在港全资子公司Sun Shine International完成货物与资金交割 • 在此期间，Sun Shine以公司出厂价基准上浮1.5%向客户销售 	<ul style="list-style-type: none"> • 伴随公司自身名声与客户认可度提升，规模体量大幅提升，通过中间方Sun Shine沟通成本逐步抬升 • 经与良友木业友好商定，公司实现对良友木业介绍客户的直销，但经良友木业介绍的客户公司将向良友木业支付不超过1%的销售佣金，且该客户经公司直接进货价格较原自Sun Shine进货价格低0.50%

序号	2016年	2017年	2018年	2019年
1	Sun Shine International	Sun Shine International	Sun Shine International	Brandywine International Hardwood
2	Windmoller Flooring Product (德国地板品牌商)	Windmoller Flooring Product	Windmoller GMBH	Windmoller GMBH
3	Hornbach Baumarket (德国建材零售商)	Beaulieu	Brandywine International Hardwood (美国地板零售商)	Global Gem Flooring (美国地板零售商)
4	Beaulieu (北美洲地板品牌零售商)	Hornbach Baumarket	La Hardwood Flooring (美国地板品牌零售商)	Hornbach Baumarket
5	浙江晶通塑胶有限公司	Cotap B.V. (荷兰品牌零售商)	Hornbach Baumarket	La Hardwood Flooring

(二) 逐步从默默无闻走向舞台中央，一步步介入大客户体系以便借其认可背书增强对中小企业议价权

■ 公司前五大客户集中度远低于爱丽家居且呈逐年降低趋势，客户多元化战略出众，并且公司前五大客户已不再局限于北美市场，充分表明公司已逐步摆脱对良友木业的客户资源依赖。

表：公司前五大客户占比情况（%）

前五大客户	2016年	2017年	2018年	2019年
1	32.84%	30.47%	16.48%	13.54%
2	24.30%	15.48%	12.44%	9.43%
3	7.68%	7.92%	7.04%	7.32%
4	5.04%	6.74%	6.59%	5.21%
5	5.02%	4.89%	5.43%	5.03%
合计	74.88%	65.50%	47.98%	40.53%

表：爱丽家居前五大客户占比情况（%）

前五大客户	2016年	2017年	2018年	2019年
1	80.45%	85.03%	87.64%	91.12%
2	5.90%	4.51%	3.38%	3.09%
3	5.50%	4.25%	2.30%	1.71%
4	2.71%	1.70%	1.45%	0.66%
5	2.08%	1.48%	1.12%	0.59%
合计	96.64%	96.97%	95.89%	97.17%

表：公司成立至今主要客户情况（标红为2019年前五大客户，加粗为北美头部企业）

	客户名称	客户主要经营地区	客户性质	获取方式
1	Windmoller	德国，欧洲	品牌制造商	英国举办的行业展会
2	Hornbach	德国，欧洲	品牌零售商	电子邮件取得联系
3	Beaulieu	加拿大，北美	品牌制造商	居间人介绍
4	COTAP	荷兰，欧洲	品牌制造商	上海举办的行业展会
5	Masters	美国，北美洲	品牌制造商	现有客户推荐
6	IPC	德国，欧洲	品牌制造商	德国举办的行业展会
7	Macro-Universe Enterprise	加拿大，北美	品牌制造商	居间人介绍
8	BEBO-Vloerbedekking B.V.	荷兰，欧洲	品牌制造商	上海举办的行业展会
9	Brandywine	美国，北美洲	地板贸易商	居间人介绍
10	La Hardwood Flooring Inc	美国，北美洲	品牌制造商	居间人介绍
11	Global Gem Flooring	美国，北美洲	品牌制造商	美国举办的行业展会
12	Flooring Liquidators Inc	美国，北美洲	品牌制造商	居间人介绍
13	Engineered Floors LLC	美国，北美洲	品牌制造商	Beaulieu美国业务被其收购
14	Timberman	丹麦，欧洲	品牌制造商	居间人介绍
15	Kingfisher International Products Limited	英国，欧洲	品牌零售商	上海举办的行业展会
16	Parador GMBH	德国，欧洲	品牌制造商	上海举办的行业展会
17	Twelve Oaks	加拿大，北美	品牌制造商	居间人介绍

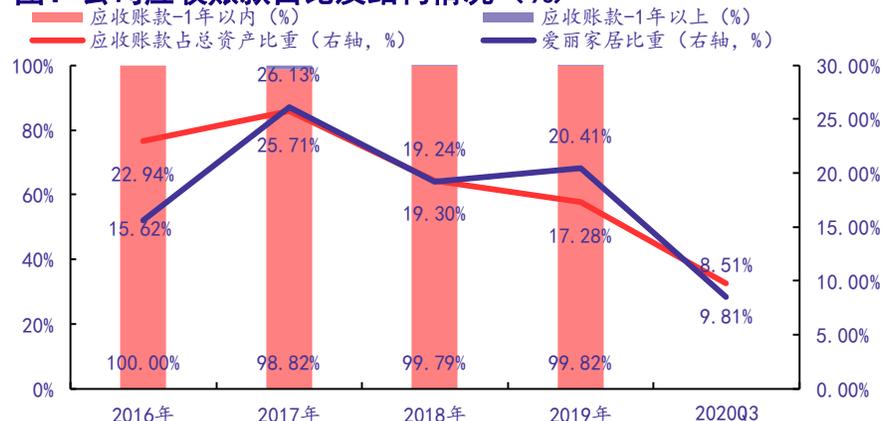
资料来源：公司招股说明书，Floor Covering Weekly，中国银河证券研究院整理

注：Flooring Liquidators Inc.为美国第14大地面装饰材料零售商，Engineered Floors LLC.为美国第5大LVT地板品牌。

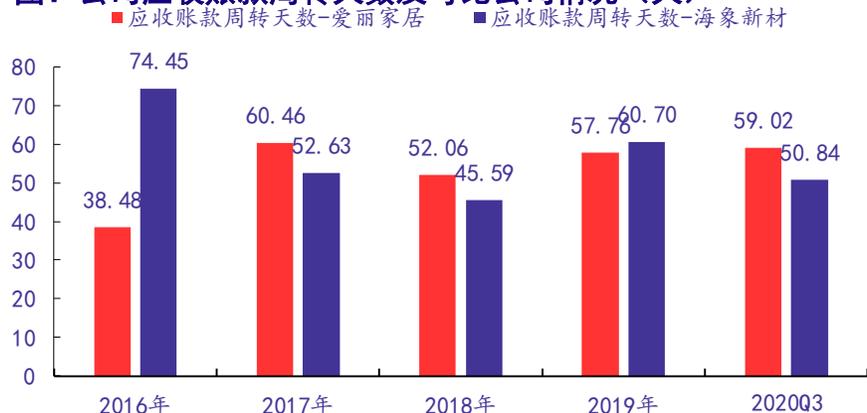
(二) 逐步从默默无闻走向舞台中央，一步步介入大客户体系以便借其认可背书增强对中小企业议价权

■ 公司应收账款结构以1年内为主，坏账风险有限，并且公司应收账款周转天数较客户高度集中、议价能力偏弱的爱丽家居而言周期更短，与公司19年前五大客户付款政策周期较短相吻合。

图：公司应收账款占比及结构情况 (%)



图：公司应收账款周转天数及可比公司情况 (天)



表：公司主要客户付款政策梳理 (标红为2019年前五大客户，加粗为行业头部企业)

客户名称	付款政策
1 BEBO	见提单支付100%货款
2 Brandywine	到港前根据提单副本付货款
3 Hornbach	ETD后30天，收到提单正本等单据后，即期信用证100%付款
4 Global Gem Flooring	ETD后40天内付款100%
5 La Hardwood Flooring	ETD后60/90天内，100%以T/T方式支付
6 Windmoller	ETD后60/90天内，100%以T/T方式支付
7 Timberman	ETD后60天内，100%付款
8 Masters	ETD后60天内，100%以T/T方式支付
9 COTAP	ETD后60天内支付，或收到提单以T/T方式100%支付
10 Marco	提单日期60天内，100%以T/T方式支付
11 Beaulieu	ETD后90天内，100%以T/T方式支付
12 IPC	ETD后90天内，以汇票方式支付
13 Engineered	ETD后90天内付款
14 Kingfisher	见提单后90天，以信用证支付
15 Flooring Liquidators	提单日期60天内，100%以T/T方式支付，60-90天内付款支付2%利息
16 Sun Shine	预付20%定金，80%余款收到提单后90天内支付 ETD后60天/90天内，100%以T/T方式支付
17 Parador GMBH	装运后90天内，以T/T方式支付
18 Twelve Oaks	装运后90天内，以T/T方式支付

资料来源：公司招股说明书，Wind，中国银河证券研究院整理

注：按付款周期从短到长排序；ETD为船开离港；T/T为电汇缩写，Telegraphic Transfer；信用证为见提单付款，即使卖家商品存质量问题亦需见单付款。

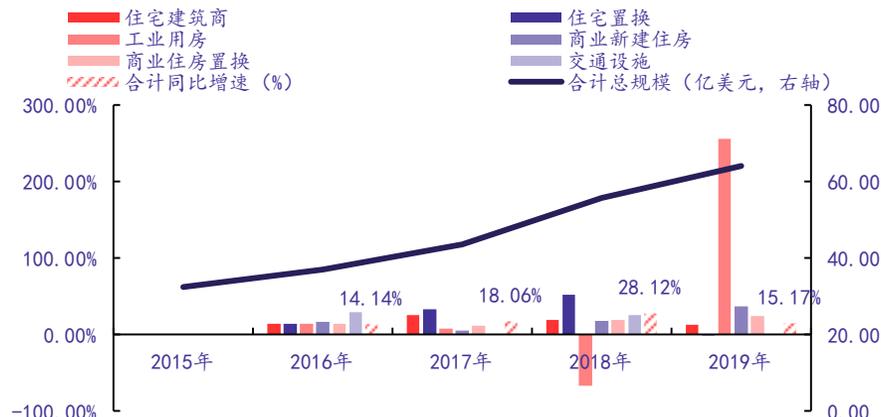
四、发展潜力：行业短期楼市销售火热催化与长期渗透率提升逻辑并存，公司积极扩产匹配需求



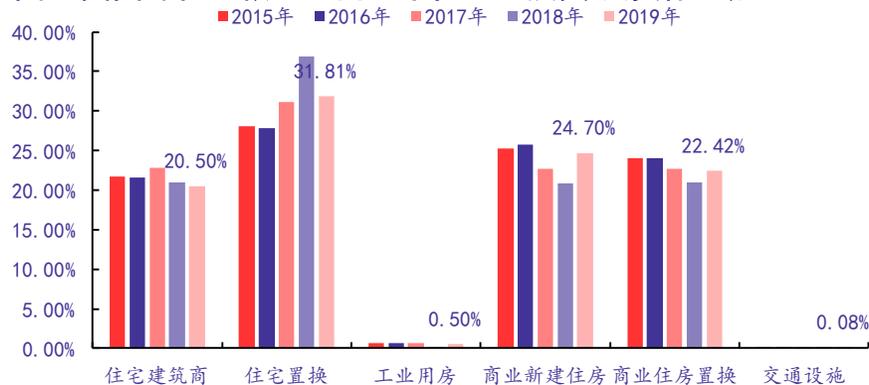
(一) 短期：住宅与商业地产渗透率提升助美国成为全球需求核心，看好地产销售火热对弹性地板规模提振

■ 美国作为全球弹性地板第1大需求国受益于住宅置换需求与商业地产领域应用比例提升推动规模持续提升，而当前美国房地产市场与建材家居零售额的火热状态或将推动弹性地板需求持续提升。

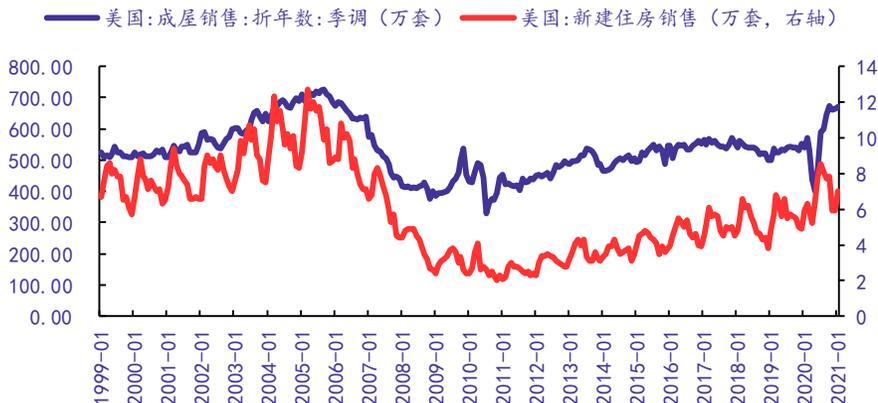
图：美国弹性地板规模攀升，住宅类需求旺盛（亿美元，%）



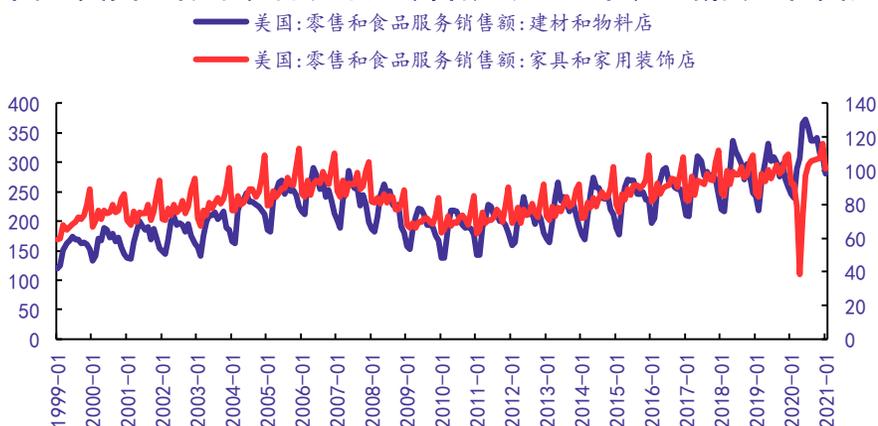
图：美国弹性地板销量占比中住宅置换类场景抬升明显 (%)



图：美国成屋与新屋销售均创09年以来新高（万套）



图：美国建材与家居累计月零售额创2000年以来新高（亿美元）



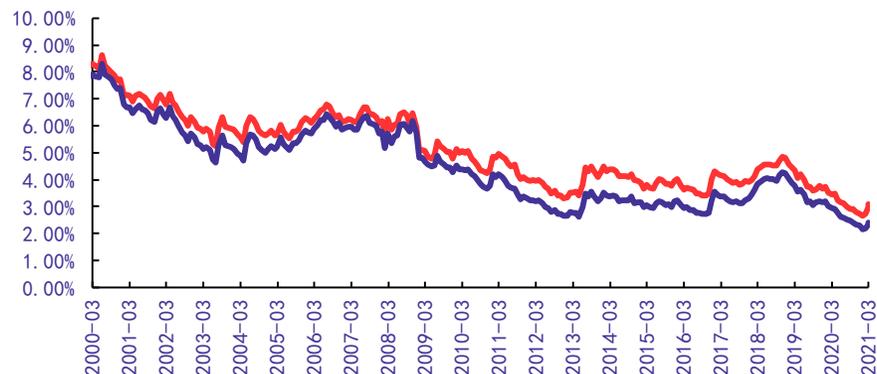
资料来源：Floor Covering Weekly, Wind, 中国银河证券研究院整理

(一) 短期：住宅与商业地产渗透率提升助美国成为全球需求核心，看好地产销售火热对弹性地板规模提振

■ 购房利率尚处低位+宏观环境流动性短期仍较充裕共促房价指数创新高，诱发楼市投资性需求；新建住房可供应月数处于历史中枢下限，叠加待售与新开工私宅的背离，凸显出楼市供需紧平衡。

图：美国15/30年抵押贷款利率中枢下移，利好地产销售（%）

— 美国：30年期抵押贷款固定利率：月 — 美国：15年期抵押贷款固定利率：月



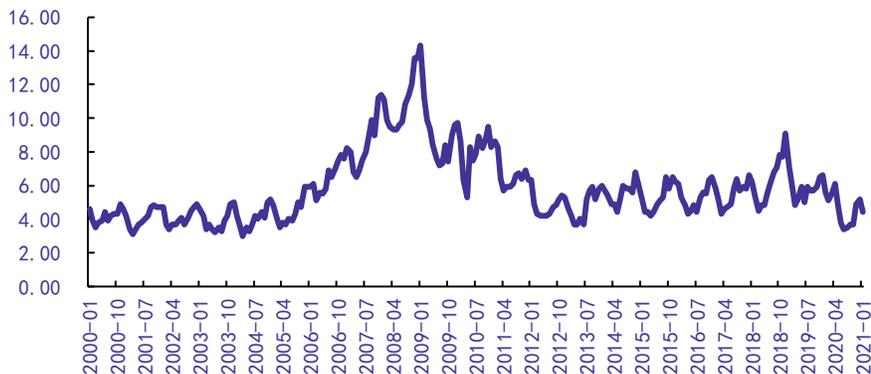
图：标普席勒房价指数创过去20年新高，凸显房市高景气

— 美国：标准普尔/CS房价指数：20个大中城市



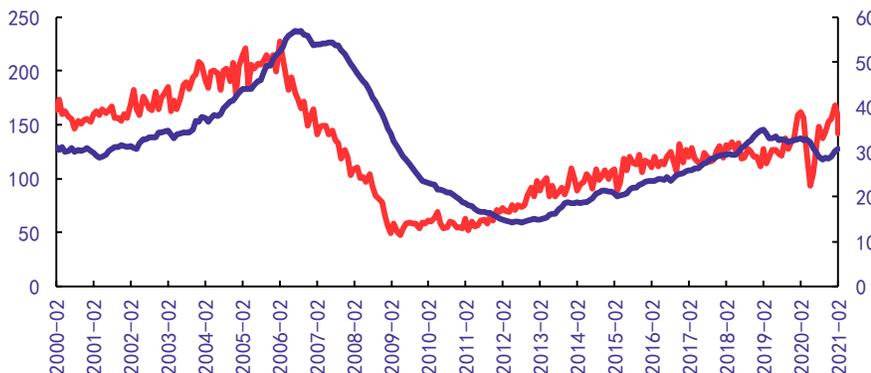
图：美国新建住房可供应月数处中枢下限，补库需求明显（月）

— 美国：新建住房可供应月度（以目前的销售率）



图：美国待售住房与新开工私宅背离凸显楼市供需紧平衡（万套）

— 美国：已开工的新建私人住宅：折年数：季调 — 美国：新建住房待售



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

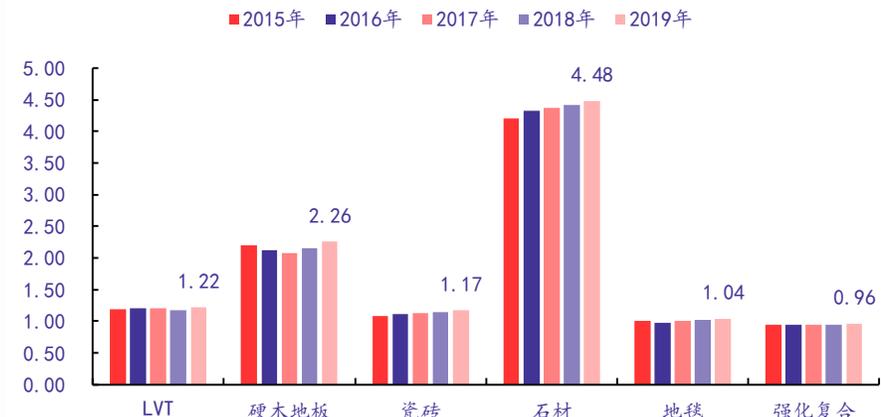
(二) 长期：持续创新能力、产品特性与成本优势三方加持，助弹性地板替代引领全球地面装饰材料行业

■ 弹性地板在产品特性近乎全能的情况下，其在供给端给予品牌和渠道商仅次于瓷砖的利润空间，并在需求端给予消费者较高的产品性价比与低安装费用，未来或进一步替代硬木与强化地板。

表：地面装饰材料特性对比，弹性地板除美观度外均具备优势

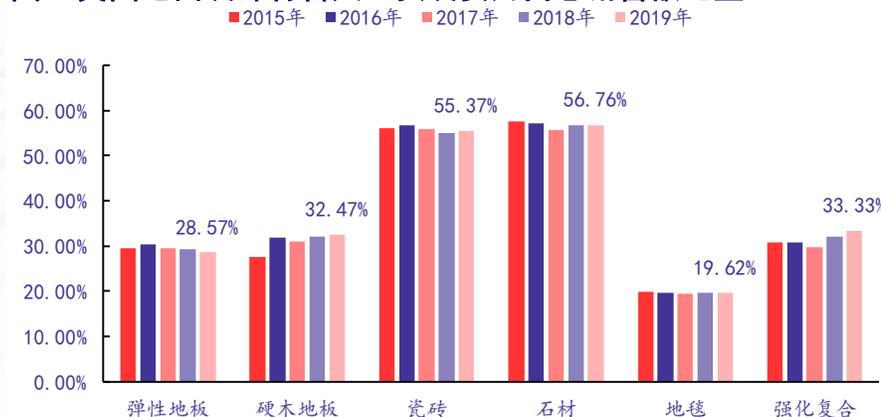
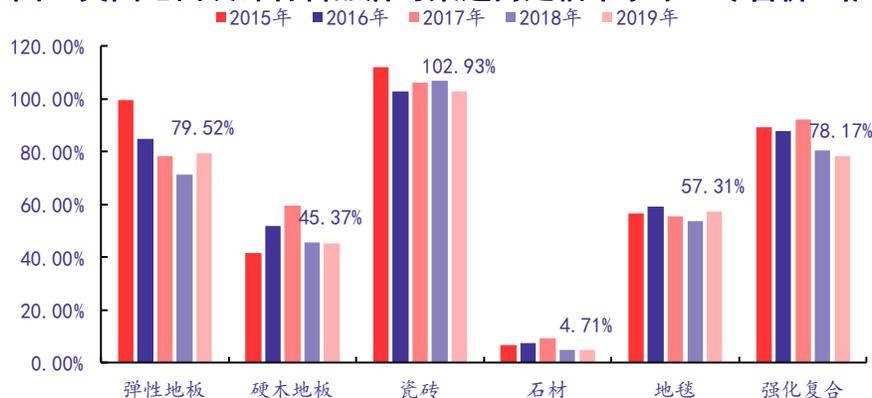
图：美国地面装饰材料每平方英尺出厂价比较（美元/平方英尺）

特性	防水	防潮	防火	耐用/ 抗冲击性	美观	舒适度	环 保 安 全	易 保 养	易 安 装
弹性地板	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓
硬木地板					✓	✓	✓		
瓷砖	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	
石材	✓	✓	✓	✓	✓				
地毯				✓		✓			✓
强化复合				✓	✓	✓		✓	✓



图：美国地面装饰材料品牌与渠道商定倍率水平（零售价/出厂价，%）

图：美国地面装饰材料人工安装费用占总销售额比重（%）



资料来源：Floor Covering Weekly, Wind, 中国银河证券研究院整理

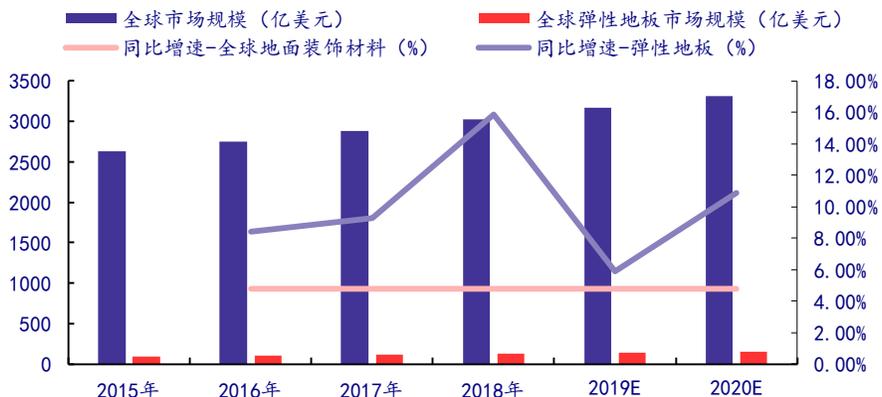
(三) 规模测算：2025年全球弹性地板产值规模可破300亿美元，美国独占半壁江山规模可破150亿美元

- 乐观/中性/悲观假设：①全球地面装饰材料销量20-25年保持5%/4%/3%；②全球弹性地板销量份额达到15%/14%/13%；③全球弹性地板出厂均价11美元/m²；④美国占全球弹性地板销量的50%；⑤人民币汇率6.50元/美元；

表：全球及美国弹性地板市场规模测算表

	全球地面装饰材料销量 (亿平米)	弹性地板市场 份额 (%)	弹性地板每平方米均 价 (美元/平方米)	2025E全球产 值规模 (亿美元)	2025E美国占 全球弹性地 板比重 (%)	2025E美国 产值规模 (亿美 元)	2025年美国市 场规模 (亿元)	2020-2025年 全球CAGR (%)	2015-2020全 球CAGR (%)	2020-2025年 美国CAGR (%)	2015-2020美 国CAGR (%)
乐观预测	186	15.00%	11.00	307	50%	153	998	14.39%	10.03%	19.10%	18.85%
中性预测	177	14.00%	11.00	273	50%	137	888	11.75%	10.03%	16.35%	18.85%
悲观预测	169	13.00%	11.00	242	50%	121	785	9.05%	10.03%	13.53%	18.85%

图：全球地面装饰材料市场规模及弹性地板规模测算 (亿美元, %)



图：美国弹性地板市场规模及增速表现 (亿美元, %)

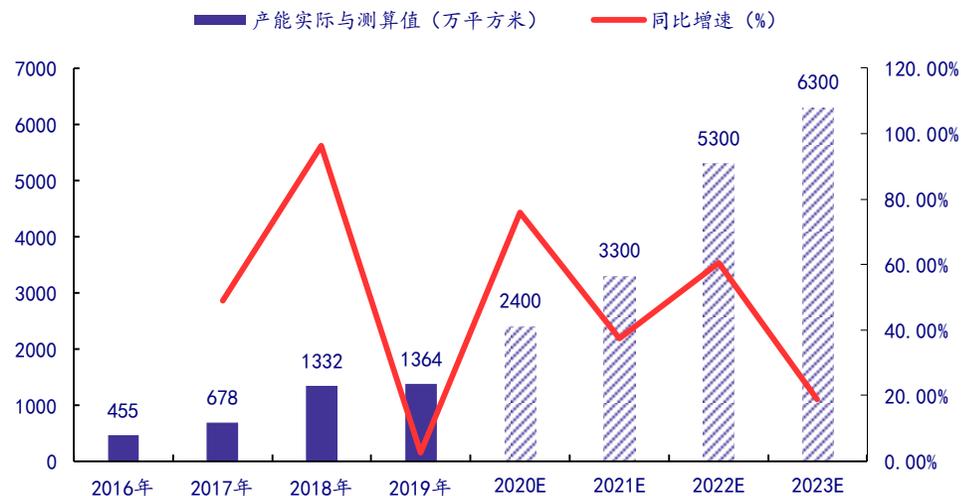


资料来源：Tarkett Registration Report, Wind, 中国银河证券研究院整理

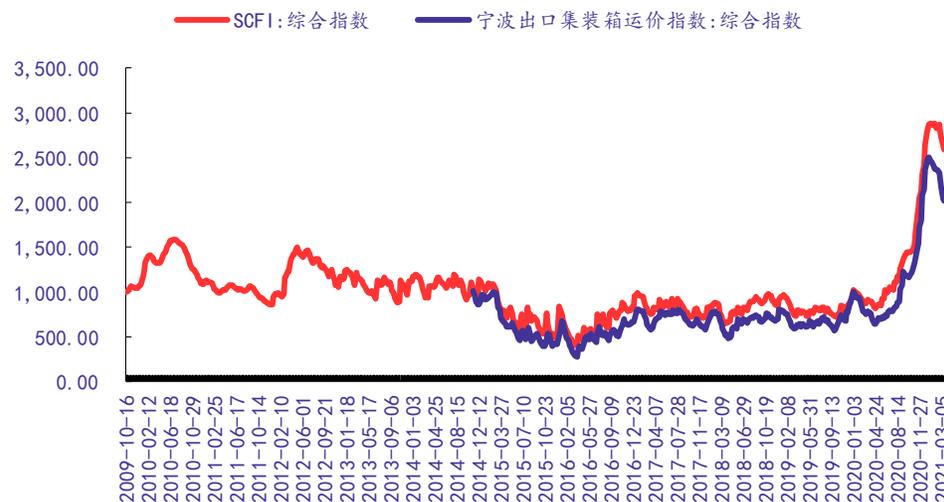
(四) 公司层面：产能扩张配合全球海运压力缓解尽享行业高成长红利

- 总部：公司上市募投项目年产2000万平方米产能用地已于2020年6月交地，并于2020年12月开工建设，结合项目建设周期18个月，预计2022年年中左右可实现完全竣工投产，届时公司将拥有接近4000万平方米产能，年产值或可达25亿元左右，预计较2020年实现翻倍式增长；
- 越南：2019年开始布局越南生产基地，2020年实现投产，未来产能或有望持续释放；
- 得益于美国房市的高景气，PVC板材出口订单充足，但海运运力不足自20Q3起愈发严重，截止2021年3月，上海港与宁波港集装箱运价指数均较1月高点有所回落，运力不足的情况略有缓解。

图：年产2000万产能预计21-22年逐步释放（万平方米，%）



图：上海与宁波港集装箱运价指数高位回落

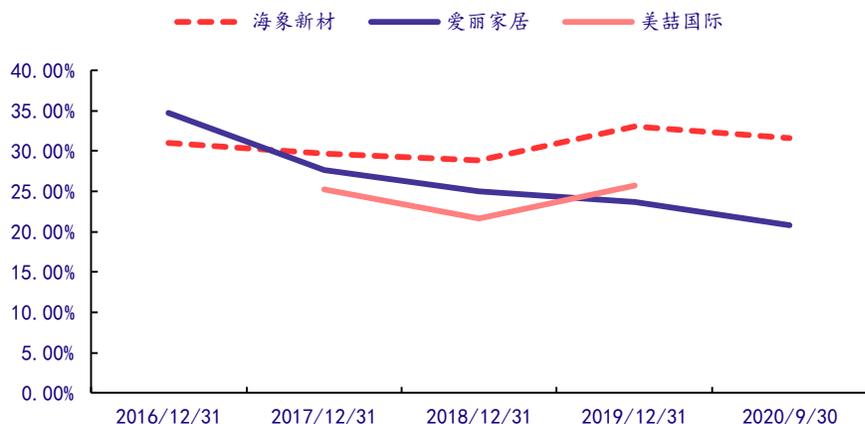


资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院整理

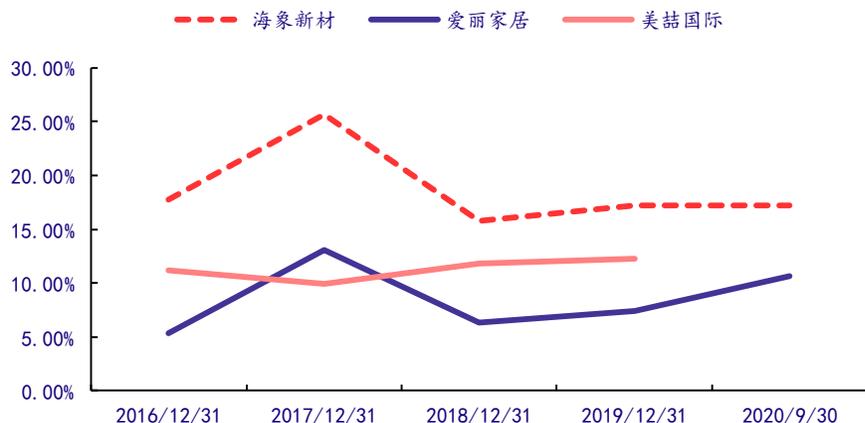
五、财务与估值分析

(一) 公司毛利率水平17年起持续领先，费用率水平受特许权使用费率影响显著高于可比公司

图：公司及其可比公司的毛利率水平横向对比（%）



图：公司及其可比公司的综合费用率水平横向对比（%）



■ 从毛利率的角度来看：业内可比公司大多介于20-25%之间，而公司毛利率水平偏高主要由两大原因，一方面得益于公司较早切入过去2-3年内备受消费者青睐的SPC地板业务实现产品毛利结构优化，另一方面是由于公司需自行支付锁扣地板专利使用费，故而出厂价高于行业内可比公司。截止2020Q3，公司综合毛利率达到31.57%；

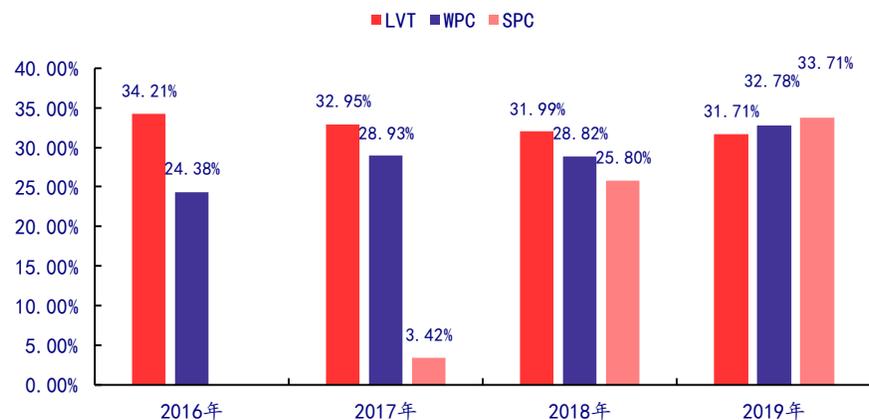
■ 从费用率（销售、管理、研发、财务）的角度来看：业内可比公司综合费用率水平集中在10%-15%的区间波动，而公司综合费用率显著高于该区间，主要是由于公司采取自行支付锁扣地板专利使用费，致使公司销售费用率显著高于可比公司。截止2020Q3，公司综合费用率高达17.25%；

✓ 公司各项费用率中销售费用始终占据主要份额，但2017年的异常高点主要是由于公司于当年设立员工持股平台造成股份支付费用计入当期管理费用所致。

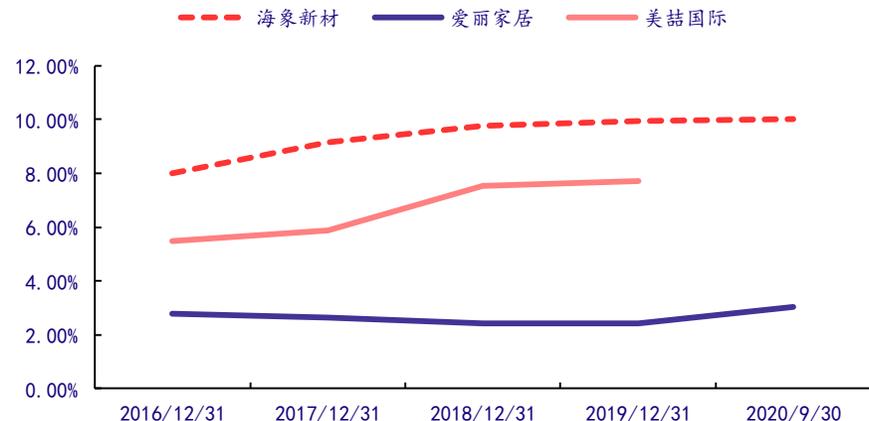
资料来源：公司招股说明书，Wind，中国银河证券研究院整理

(二) 紧跟市场调整产品结构助公司毛利率结构优化， 特权使用费单价降低与佣金上限确保销售费用波动稳定

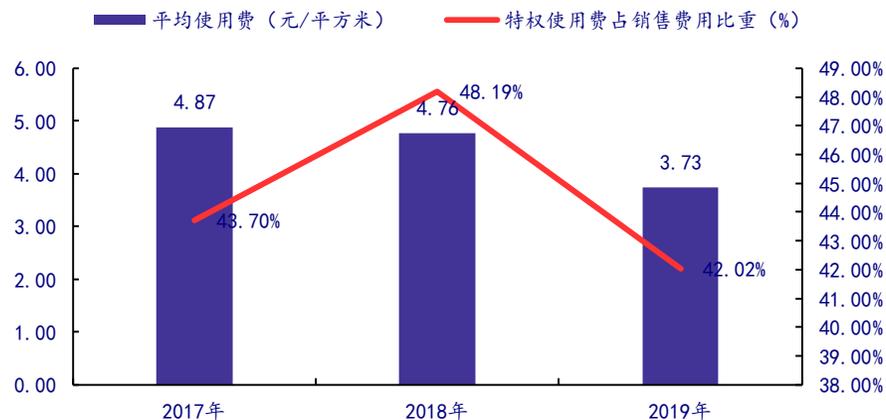
图：公司各类产品毛利率水平纵向发展（%）



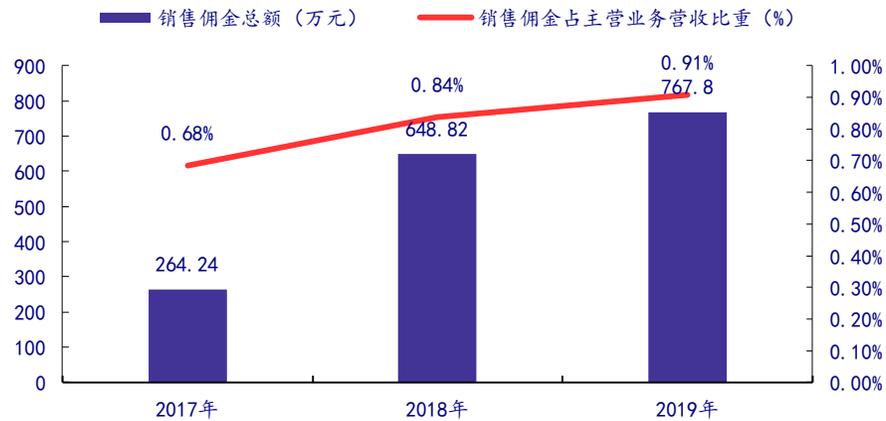
图：公司与其可比公司销售费用率水平横向对比（%）



图：公司平均特权使用费及占销售费用比重（元/m²，%）



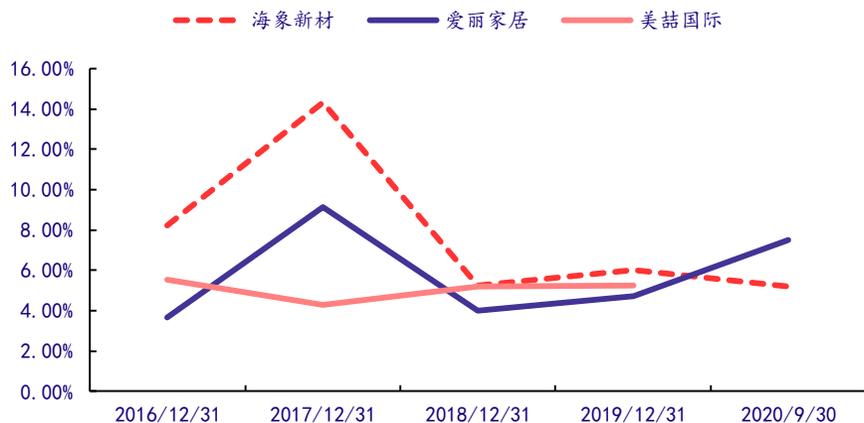
图：公司销售佣金总额及其占主营业务营收比重（万元，%）



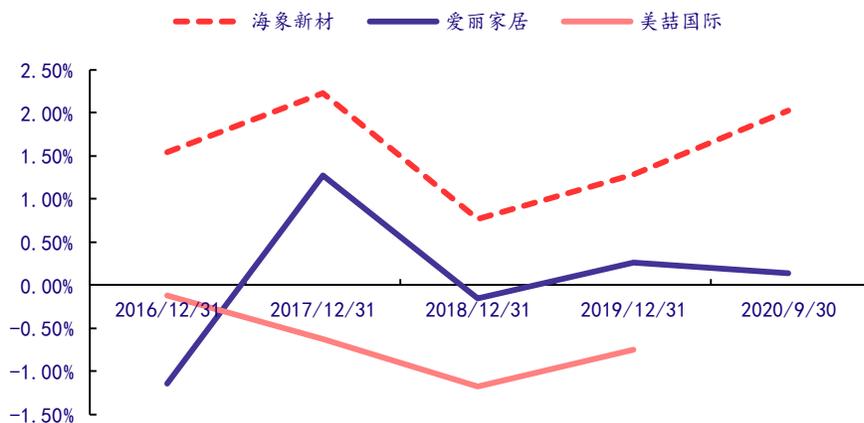
资料来源：公司招股说明书，Wind，中国银河证券研究院整理

（三）公司管理费率除17年股权支付外与可比公司相近，财务费用受快速扩张影响尚处高位

图：公司及其可比公司管理费用率横向对比（%）



图：公司及其可比公司财务费用率横向对比（%）



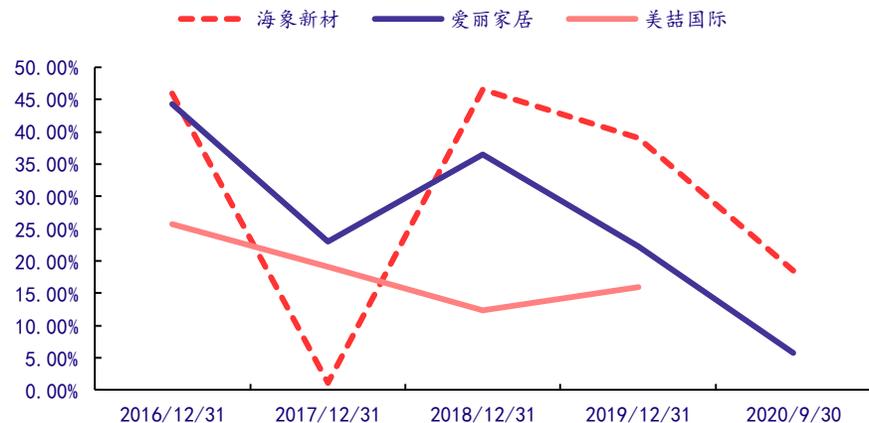
■ 从管理费用角度来看，公司除2017年因设立员工持股平台造成股份支付费用使得管理费用激增外，大部分时间与业内可比公司基本持平，预计未来在公司不推出股权激励计划的情况下，管理费用率大概率将保持与行业可比公司平均水平相近的状态上下波动；

■ 从财务费用角度来看，尽管公司起步较晚，但得益于技术创新使得行业刚刚步入高速成长期，故而导致公司为加快形成规模效应大幅提升财务杠杆水平，以此争抢行业高速发展阶段的红利，预计未来短期内或仍将保持较高杠杆水平，直至行业增长进入稳定阶段；

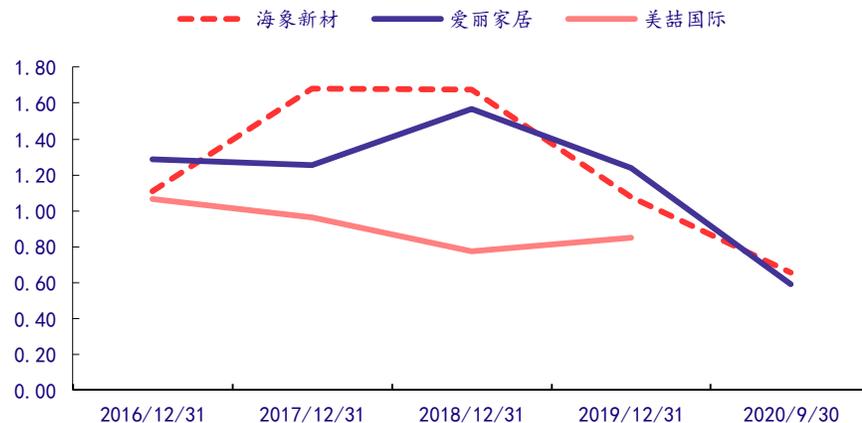
资料来源：公司招股说明书，Wind，中国银河证券研究院整理

(四) 公司ROE凭借高利润率水平与高杠杆明显优于可比公司，未来高利润率空间或可维系

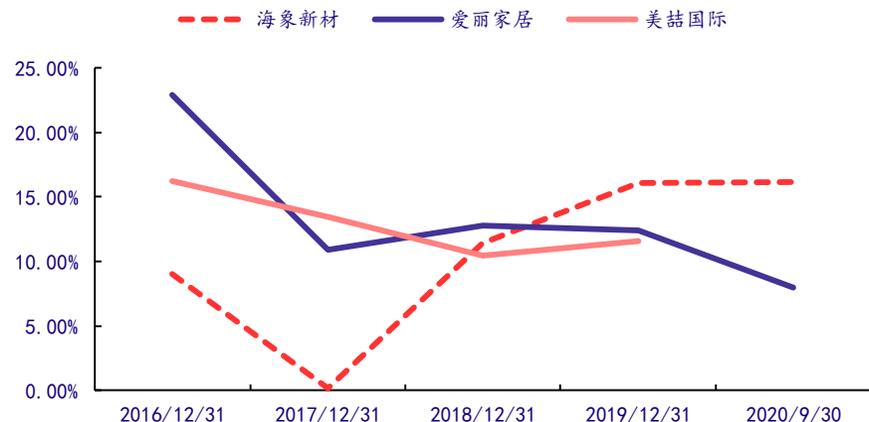
图：公司及可比公司ROE水平横纵向对比（%）



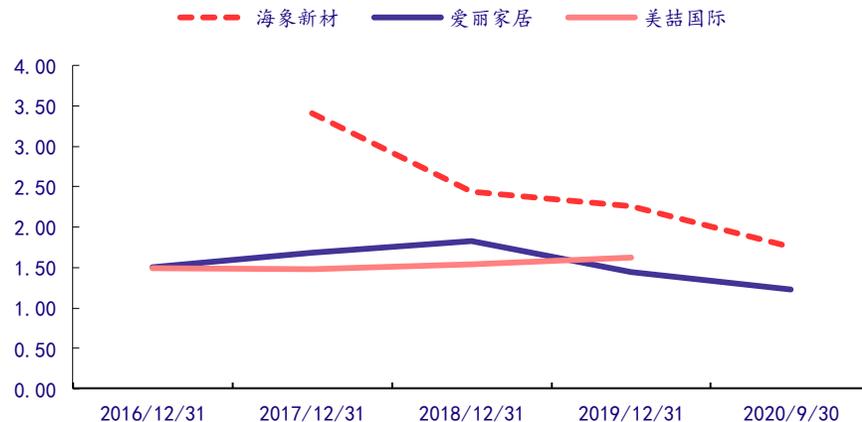
图：公司及可比公司总资产周转次数横纵向对比（次/年）



图：公司与其可比公司销售净利率横纵向对比（%）



图：公司及可比公司权益乘数横纵向对比（倍）



资料来源：公司招股说明书，Wind，中国银河证券研究院整理

(五) 我们预期至2023年公司营收可增至超31亿元，归母净利润可达5.53亿元，20-23年业绩CAGR达42.12%

表：海象新材盈利预测表

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入 (单位: 百万元)	389.12	783.77	858.77	1249.63	1754.03	2480.32	3161.48
增长率 (%)	86.92%	101.42%	9.57%	45.51%	40.36%	41.41%	27.46%
归属母公司股东净利润 (单位: 百万元)	0.73	89.57	138.32	192.65	237.71	401.72	553.00
增长率 (%)	-96.12%	12155.00%	54.42%	39.27%	23.39%	69.00%	37.66%
EPS (元/股)	0.02	1.63	2.52	2.63	3.24	5.48	7.54
销售毛利率	29.71%	28.87%	33.05%	31.39%	30.22%	32.46%	33.65%
净资产收益率 (ROE)	0.77%	30.88%	33.09%	23.63%	17.85%	24.33%	25.98%
市盈率 (P/E)				23	18	11	8
市净率 (P/B)				3.58	3.00	2.35	1.81
市销率 (P/S)				3.48	2.48	1.75	1.37

- 对于公司的营收，我们主要采取产能*产能利用率*产销率*出厂价的量价拆分思路进行预估
- ✓ 公司越南生产基地产能未来或可能持续放量
- ✓ 公司上市募投项目中对年产2000万平方米产能规划较为清晰，预计2022年可全面竣工投产

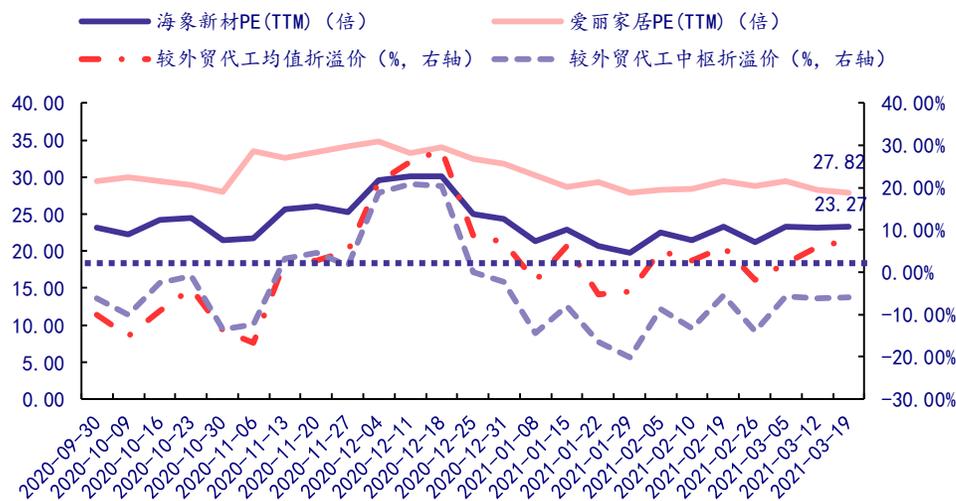
(六) 外贸代工领域企业估值水平相近，公司较可比公司估值存在一定折价

- 公司所处外贸代工领域内家居家具企业众多，我们选取了其中的代表上市公司并拟合出该组合（外贸代工）PE (TTM) 估值平均值以及中枢水平，以此作为公司与行业之间的比较。截止2021年3月19日，外贸代工组合平均PE (TTM) 为21.64倍，中枢24.73倍，中枢自2020年5月起呈抬升趋势。
- 公司自2020年9月30日上市以来估值水平大致保持稳定，均值为23.87倍，上下限为19.77-30.15倍，截止2021年3月19日，公司PE (TTM) 为23.27倍，处于上市以来均值附近，略低于公司直接可比公司爱丽家居（603221.SH）27.82倍与外贸代工组合中枢24.73倍，略高于外贸代工组合均值21.64倍水平。整体而言，公司估值水平符合行业平均水平。

图：外贸代工标的平均估值与52周估值中枢（倍）



图：公司及其可比公司估值与较外贸代工企业折溢价情况（倍，%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

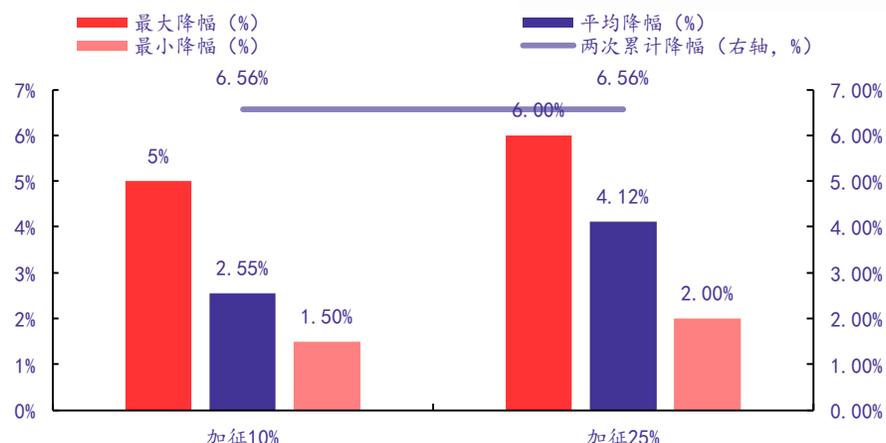
六、风险提示

(一) 中美贸易关税加重的风险

表：中美贸易关系对公司对美出口关税税率的影响

时间	事件
2018年6月15日	自7月起对华出口500亿美元商品加收25%关税
2018年9月24日	对自我国进口的2000亿美元商品加征10%的关税
2019年5月10日	对去年加征10%关税的2000亿美元商品提高至加征25%关税
2019年11月13日	2018年9月24日-2020年8月7日，对包括公司在内的多个行业的部分产品排除加征关税
2020年8月7日	对包括公司在内的多个行业恢复加征25%关税
2020年8月7日-至今	公司产品出口美国仍需支付额外25%关税

图：中美贸易关税上行对公司产品出厂价影响（%）



资料来源：公司招股说明书，Wind，中国银河证券研究院整理

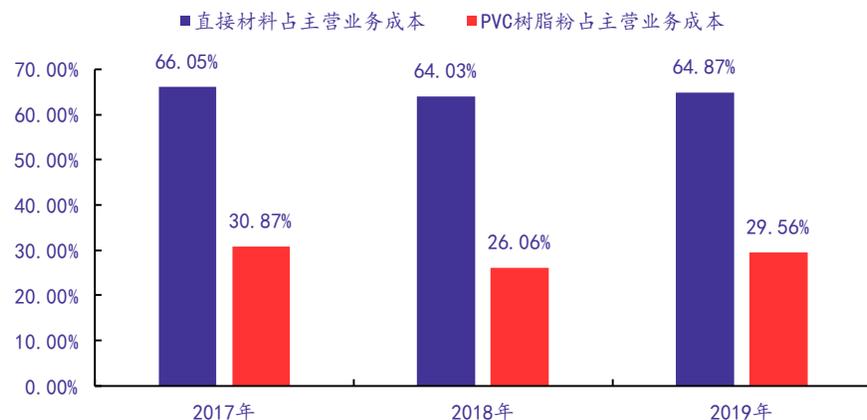
表：假设2018年全年执行加征25%关税对公司财务数据影响

以2018年为假设	价格调整前	价格调整后	降幅
营业收入 (亿元)	7.84	7.58	-3.28%
毛利金额 (亿元)	2.26	2.01	-11.35%
净利润 (亿元)	0.90	0.68	-24.37%
综合毛利率 (%)	28.87%	26.46%	-8.35%

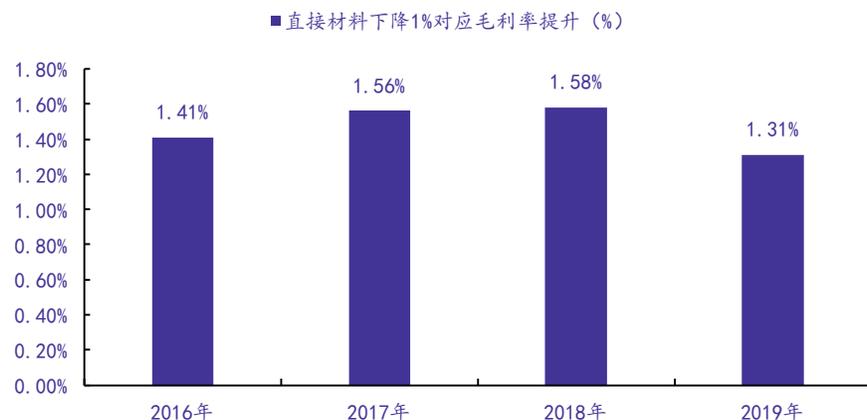
■ 中美贸易关系紧张致使公司产品被列入加征关税产品清单，截止目前公司对美出口产品仍需缴纳额外加征的25%关税，并且经公司与客户协商后，绝大部分客户选择将由公司下调出厂价格的方式将加征关税造成的部分损失转嫁于公司，并且愿与公司共同承担次负面影响。如若未来中美贸易关系不出现进一步恶化的情况，那么关税影响对公司销售将较为有限，如若不然则将对公司毛利与净利润水平造成较大负面影响。

(二) 原材料价格大幅抬升的风险

图：直接材料与PVC树脂粉占主营业务成本比重（%）



图：公司主营业务成本直接材料降价1%对毛利率影响（%）



表：基于PVC树脂粉价格，对公司综合毛利率进行敏感性分析（%）

敏感性分析	2017年	2018年	2019年	平均值
-20%	2.87%	2.38%	2.57%	2.60%
-10%	1.43%	1.19%	1.28%	1.30%
-5%	0.72%	0.59%	0.64%	0.65%
5%	-0.72%	-0.59%	-0.64%	-0.65%
10%	-1.43%	-1.19%	-1.28%	-1.30%
20%	-2.87%	-2.38%	-2.57%	-2.60%

- 从成本角度来看，尽管公司生产产品所需核心原料均较为常见且已完全摆脱进口依赖，但鉴于公司对上游原料供应商并无强议价权且核心原料并未有相关替代品，故而上游原料价格上行将对公司成本端造成一定压力。根据公司自身测算，占主营业务成本超过60%的直接材料价格降低1%将使得公司综合毛利率提升超过1%，均值约为1.4%，再进一步拆分，PVC树脂粉价格降低20%，将使得公司综合毛利率上行约2.6个百分点。

(三) 出口退税税率下降及人民币汇率升值的风险

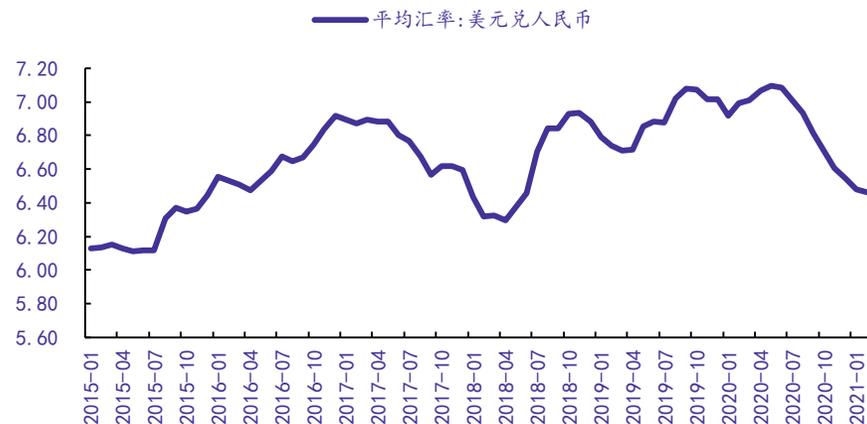
表：公司产品享受出口退税税率及以往变化

时间	公司产品出口退税税率
2016年初-2018年10月	PVC地板出口退税率为13%
2018年11月1日-2019年4月1日	公司产品出口退税率调整为16%
2019年4月1日-至今	受增值税税率下调影响，公司产品出口退税率调整为13%

表：公司出口退税额及占外销收入比重与税率基本匹配（%）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年
出口退税额（万元）	1429	3604	7826	10507
占公司主营业务收入比重（%）	6.98%	9.34%	10.10%	12.41%
外销收入确认期间对应出口退税（万元）	2364	3892	94141	10913
免抵税额（万元）	0	1042	795	316
占公司外销收入比重（%）	13.27%	12.96%	13.17%	13.19%

图：2015年至今美元兑人民币汇率波动情况（人民币/美元）



- 从出口退税税率角度出发，由于公司外销收入占比达到98%以上，出口退税税率的高低对公司购销成本与现金流情况均构成一定影响。截止目前，公司产品均享受13%的出口退税税率，与可比公司持平且在调整了关税退税统计期与公司财务报告期之间的时间差异后，公司出口退税税率与实际情况基本相符；
- 从人民币汇率角度出发，人民币汇率贬值利于公司提高产品售价，而升值则将迫使公司降低产品售价。

资料来源：公司招股说明书，Wind，中国银河证券研究院整理

银河零售轻工团队介绍



李昂

分析师登记编号： S0130517040001
银河证券研究院，现任零售及轻工行业团队负责人。曾任社服行业研究员、商业零售行业主分析师，具备消费产业跨多行业研究经验。



欢迎扫码关注我们，持续了解行业动态



甄唯萱

分析师登记编号： S0130520050002
银河证券研究院，现任零售及轻工行业分析师。2018年5月加盟银河研究院从事零售行业研究，2020年起增加覆盖轻工制造，擅长深度挖掘公司基本面。

特别鸣谢：
章鹏

银河证券研究院，现任零售及轻工行业分析师。2019年3月加盟银河研究院从事零售行业研究，2020年起增加覆盖轻工制造，擅长产业链价值比较。

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。



谢 谢 !

创造财富 担当责任

股票代码：601881.SH 06881.HK